

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

呂緬柔*

摘要

募資交割完成，並不代表創辦人與投資人的權利義務已經談妥而告一段落。投資契約完成的其實只是風險分配；交割之後真正開始運作的，是資訊如何流動、重大事項由誰決定、董事如何監督經營，以及創辦人的經營自主權應止於何處。

實務上，創辦人、股東與投資人董事經常混淆「股東」、「契約當事人」及「董事」三種身分，把契約上的資訊義務誤認為公司法義務，把董事會的正常監督理解成投資人干涉，或者將保護性條款誤用為直接指揮經營團隊的工具。本文從三種身分的權利義務出發，分析資訊權、保護性條款、特別股設計、章程層次差異與董事席次在投後治理中的實際作用，並說明治理制度真正受到檢驗的時刻，往往不是公司高速成長之時，而是公司需要低價募資、出售、清算或進入其他退場程序之際。

壹、前言：投資契約分配風險，投後治理運作權利

募資完成的那一刻，創辦人與投資人對「接下來會發生什麼」往往有不同想像。創辦人通常認為資金已經到位，接下來就是全力把公司做大；投資人則認為，資金投入之後，公司除了要達成募資時提出的營運目標，也必須開始建立與機構資金相匹配的治理制度。

根據台灣創業投資商業同業公會（TVCA）統計，2024年台灣創投市場募資總額突破新台幣1,072億元，年增幅超過三成，創歷史新高。在資本快速湧入的背景下，投資文件的精細程度與投後治理的制度化，正成為創投生態能否健康運作的核心課題。

交割之前，雙方可能花費數週甚至數月談判估值、優先清算權、反稀釋機制、董事席次及保護性條款，最終形成投資契約、股東協議與修正後的公司章程。但從實務經驗來

* 本文作者係華陽創投集團執行長暨合夥人

看，交割後真正決定雙方合作品質的，通常不是優先清算權究竟是一倍或兩倍，而是更日常的問題：公司是否定期提供財務及營運資料？年度預算是否經過實質討論？董事會是否依合理頻率召開？重大事項是否在執行前完成通知與溝通？當業績落後或現金水位下降時，創辦人是否願意及早揭露？

投資契約談判處理的是「風險如何分配」；投後治理處理的則是「權力如何運作」。前者多半是特定時間點完成的協商結果，後者卻是貫穿整個投資週期的長期互動。

要理解投後治理，首先必須區分三種經常重疊、但法律效果不同的身分：股東、契約當事人與董事。三者的權力來源、行使方式與責任範圍各不相同，混淆三者，是投後衝突最常見的起點，也是本文論述的核心主軸。

貳、三種身分，三套不同的法律權源

同一個投資人可能同時是公司的股東、投資契約當事人，並透過法人董事或自然人董事參與董事會。三種身分的權利來源並不相同，混淆三者所帶來的實務風險，遠比多數人預期的更大。

股東的權利主要來自《公司法》及公司章程，包括參與股東會、行使表決權、查閱特定公司文件，及依持股條件行使少數股東權等。《公司法》第8條亦明定「實質控制者」的責任範疇，若非正式董事的人實際上指揮公司業務，仍可能被納入法律責任範圍，這一條款在投後治理中具有重要的警示意義。

契約當事人的權利來自投資契約或股東協議，例如每月取得營運報告、在重大事件發生時接受通知、派遣董事會觀察員，以及要求創辦人遵守競業禁止或股份鎖定安排。這些權利不是股東法定權利的延伸，而是契約層次的獨立約定，其效力限於契約當事人，並不當然對公司或第三人發生效力。

董事的權利與義務則來自《公司法》、章程及董事與公司間的委任關係。董事不只是股東的代理人，而是公司治理機關的組成部分，必須對公司負忠實義務及善良管理人注意義務。《公司法》第23條明定，公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務；違反而致公司受損害者，應負損害賠償責任。

同一位投資人以不同身分行動時，權利範圍、行使方式與責任均不相同。投後治理最常見的衝突，往往不是法律沒有規定，而是參與者沒有意識自己此刻是以哪一種身分說話；是以股東身分要求資訊、以契約當事人援引保護性條款，還是以董事身分提出監督意見。三者在法律層次上截然不同，實務操作上卻經常被混用，造成不必要的對立。

參、股東權益的範圍：有權了解，不等於可以直接經營

一、創辦人究竟對股東負什麼責任？

這是交割後最常被創辦人提出的問題。較精確的答案是：創辦人若同時擔任董事，其董事義務原則上是對公司負責，而不是對特定投資人的個別期待負責。董事決策時應考

投後治理三種身分架構

同一位投資人可能同時以股東、契約當事人、董事三種身分行動，
但三者的權益來源、行使方式與責任範圍截然不同。



投後治理三種身分架構：同一位投資人可能同時以股東、契約當事人、董事三種身分行動，但三者的權益來源、行使方式與責任範圍截然不同。

量公司整體利益，不應僅因某一股東持股較高、資金投入較多，便以該股東利益取代公司利益。

至於創辦人或公司對股東所負的義務，則可能分別來自《公司法》、章程、股東會決議及投資契約。董事會應依法召集股東會、備置特定簿冊及財務表冊，並依股東會決議辦理盈餘分派；另一方面，投資人常見的每月營運報表、季度財務報告、重大事項通知與董事會觀察員權利，多數並非一般股東依公司法當然享有，而是來自投資契約的特別約定。

這項區分具有實務意義。未依約提供月報，通常首先是契約履行或違約問題，不當然等同於董事違反公司法上的忠實義務；反

過來說，公司法未規定每月提供月報，也不代表公司可以忽略自己在投資契約中作成的承諾。法定義務與契約義務是兩條不同、但可能相互交錯的軌道，混為一談容易使創辦人不是過度恐慌，就是過度輕忽。

二、股東有沒有「隨時查帳」的權利？

一般股東並沒有不受限制、隨時調閱公司全部會計帳簿、交易明細及內部文件的概括性查帳權。

《公司法》第210條所規定的查閱範圍，主要包括章程、歷屆股東會議事錄、財務報表、股東名簿及公司債存根簿等。股東得檢具利害關係證明文件、指定範圍，請求查閱、抄錄或複製，但這並不同於可以任意

進入公司調查所有營運資料。

台灣高等法院近年案例顯示，股東主張查閱權時，法院傾向就查閱範圍作嚴格解釋，股東必須具體說明查閱目的及利害關係，且查閱標的須在法定範圍之內；泛稱「懷疑公司有不當行為」而要求全面調閱，通常難以獲得法院支持（《公司法》第245條規定的司法選派檢查人制度，才是針對此類情形設計的少數股東救濟途徑）。

因此，當股東頻繁向公司索取資料時，較成熟的處理方式不是一概拒絕，也不是有求必應，而是將資訊揭露制度化：公司可以建立固定的投資人月報或季報，將現金水位、營收、毛利、主要客戶、招募進度及重要風險納入固定格式；重大事項則依契約設計通知機制。揭露節奏一旦具有可預期性，臨時索資的需求通常會下降，因為投資人真正焦慮的往往不是缺少某一張報表，而是不知道公司現況。

三、股東可以詢問公司，但不當然有權要求逐一答覆

股東當然可以詢問公司營運狀況，也可以在股東會中行使質詢、提案或表決權。但「可以提出問題」與「公司對所有問題均負有即時答覆義務」並非同一件事。

對投資人而言，真正有效的做法是在投資階段即將資訊權寫入契約，明確約定報告頻率、內容、交付時間、重大事項通知範圍，以及必要時的訪談或查核安排。若投資已經完成，契約又未賦予額外資訊權，投資人原則上只能依賴公司法、章程與一般股東權利。

健康的投後關係，不應依賴投資人每天私訊創辦人才能取得資訊。制度健全時，投資人不需反覆追問，因為該知道的資訊會依約提供；創辦人也不會害怕被問，因為雙方都清楚權利範圍與溝通管道。

肆、股東能不能干涉公司的發展方向？

一、公司的業務執行權，原則上屬於董事會

《公司法》的基本架構是所有與經營分離。第202條規定，公司業務之執行，除法律或章程規定應由股東會決議的事項外，均應由董事會決議行之。

股東即使持有相當比例的股份，也不因股東身分而當然取得直接指揮公司日常業務的權利。投資人可以提出建議，但原則上不能僅以股東身分要求經營團隊更換產品線、停止特定合作、錄用或解僱特定人員，或依照投資人的偏好調整定價。若股東持續實質指揮董事執行業務，甚至可能產生「實質控制者」責任的問題。《公司法》第8條已明確將部分非董事但實質執行或控制公司經營者納入責任範圍，這對投資人而言是雙面刃：干預太深，反而可能承擔本不應承擔的法律責任。

但這不代表股東對公司發展毫無影響力。股東影響公司的合法管道，主要可以分為三個層次。

第一層：股東會的法定權限。章程變更、董事選任或解任、減資、解散、合併、分割，

以及讓與全部或主要部分營業或財產等根本性事項，依法應由股東會決議或參與決議。股東可以透過表決權決定公司的治理架構，並藉由董事改選影響未來經營方向，這是股東影響公司最正式、也最具正當性的途徑。

第二層：契約或特別股權利中的保護性條款。創投交易中，投資人影響公司重大決策的重要來源，通常是保護性條款（Protective Provisions）。常見保護性事項包括：公司發行新股或進行下一輪募資、出售重大資產、進行一定金額以上的舉債、對外提供保證、變更主要營業項目、進行關係人交易，以及修改章程或改變特別股權利等。

保護性條款的本質通常是「否決權」（veto right），而不是「指揮權」（management right）。投資人得阻止公司進行未經同意的重大行為，但不因此取得命令公司採取特定行動的權利。這種不對稱是刻意設計的：保護性條款用以避免投資價值遭重大行為破壞，而不是讓投資人取代董事會經營公司。保護性條款落在章程或僅存於契約，在效力上有顯著差異，詳見第六章的討論。

第三層：董事席次。投資人取得董事席次後，便不再只是以股東身分提出意見，而是正式進入公司業務決策機關。董事可以在董事會中審閱財務資料、討論預算、質疑營運假設、參與重大交易決策並行使表決權，但權利增加的同時責任也隨之增加。董事不能單純以「基金希望如此」作為決策基礎，而必須考量公司利益及自己對公司的法定義務。

股東欲影響公司發展，正確的方法是把影響力制度化：透過股東會行使表決權、透過

契約及章程取得重大事項同意權，或透過董事、觀察員席次參與決策脈絡。跳過制度、直接向經營團隊下達指令，不但欠缺明確法律基礎，也經常是投後關係惡化的起點。

伍、治理與干涉之間的界線

實務上最常見的認知落差是：投資人認為自己正在履行治理責任，創辦人卻認為投資人正在干涉經營。

一個負責任的機構投資人，本來就應該檢視預算假設、追蹤現金水位、詢問營收落差、質疑擴張節奏，並確認公司是否依照募資時提出的計畫運用資金。這些行為若在資訊權、董事會職權或契約約定範圍內進行，原則上屬於公司治理，而不是經營權爭奪。

然而，許多創辦人在首次接受機構投資以前，從未真正經歷過「被治理」。公司過去可能由創辦人一人決策，董事會即使存在，也僅具形式。當投資人開始要求月報、追問財務數字、對年度預算提出意見時，創辦人容易將提問理解成質疑，將不同意見理解成不信任。防禦心一旦升高，資訊揭露就會變少；資訊變少，投資人的焦慮反而更重，追問也就更頻繁、更尖銳，形成一個雙方都不樂見、卻很容易滑入的循環。打破這個循環的責任在雙方，而不只是任何一方。

對投資人而言，權利行使的姿態十分重要。同樣是詢問獲客成本上升的原因，質問式的語言容易使董事會變成審判；若從共同釐清通路結構、客戶組合或定價問題出發，創辦人感受到的則是協作。好的投資人會刻

意將正式權利限制在制度中行使：資料要求透過定期報告、重大討論透過董事會、否決權透過事前約定的保護性事項；在制度之外，則以顧問、資源提供者及策略討論者的身分參與，而不是成為第二個執行長。

2022年TVCA發布自律規範，明確要求創投基金不得介入被投資公司的經營權爭議。此規範的背景雖源於保險業資金透過創投影響上市公司的特殊情形，但其揭示的原則對整體創投行業同樣適用：治理參與必須有制度依據，逾越制度邊界的介入，在法律層次與職業倫理層次均不被鼓勵。

對創辦人而言，也必須理解治理不是對能力的否定，而是公司從個人事業走向組織化經營的必要過程。判斷治理與干涉的標準，可以簡化為一個問題：投資人是在制度內行使已約定的權利（要求資料、審議預算、提出問題或參與投票），還是在制度之外直接指定人事、命令產品方向或取代經營團隊作成日常決策？前者是公司接受機構資金後應承擔的治理成本，後者才是創辦人應該守住的經營權邊界。

陸、投資契約的相對效力：條款寫在哪裡，決定危機時能不能真正發揮作用

一、創辦人、公司與投資人，可能承擔不同契約義務

投資契約是民事契約，原則上僅拘束契約當事人。創投交易常見的簽署方包括投資人、被投資公司及以個人身分簽署的創辦人，實際結構仍應視個案契約而定。

不同簽署方承擔的義務也不同：公司可能承擔資訊揭露、增資程序、資金用途及重大事項通知義務；創辦人可能承擔股份鎖定、競業禁止、智慧財產權歸屬或特定個人承諾；投資人則可能承擔出資、保密及配合交割等義務。契約訂定時若漏列應履行義務的主體，條款便可能難以落實。創辦人也必須理解，以個人身分簽署的承諾不會因為事項與公司經營有關，就自然轉化為公司的責任；特別是涉及個人保證、股份處分、競業禁止或賠償責任時，更應在簽約前明確評估範圍。

二、違反契約，不當然使公司行為失效

契約具有相對效力。公司或股東違反投資契約中的保護性條款，不必然代表後續股東會決議、董事會決議或公司與第三人間的交易當然無效。

其法律效果仍須分別檢視：相關條款是否同時納入章程或特別股權利、公司決議是否違反公司法強制規定、第三人是否知情，以及契約是否約定停止行為、履行請求、違約金、損害賠償或其他救濟方式。不能將契約救濟簡化為只有損害賠償，但也不能假設只要投資契約寫有否決權，任何違反否決權的公司行為就會自動失效。條款是否存在是第一個問題；條款落在哪一個法律層次，才是第二個、更重要的問題。

三、關鍵權利應考量是否落實於章程或特別股權利

《公司法》第157條規定，特別股的股息及賸餘財產分派順序、表決權限制、特定事項否決權、董事席次、轉換條件及其他權利義

務，應於章程中訂定。若公司已發行特別股，而章程變更將損害特別股股東權利，除須經一般股東會依法決議外，並應經特別股股東會決議（《公司法》第159條）。

這表示，若大股東企圖透過修改章程強制改變特別股的轉換條件、取消累積股息或實質削弱特別股權利，不能只看普通股股東在一般股東會是否掌握多數，還必須檢視是否涉及特別股權利受損，以及是否依法完成特別股股東會程序。

如果相關權利只存在於投資契約中，而未適當反映於章程或特別股設計，投資人即使可以主張違約，也未必能僅憑契約直接阻止

公司法層次的決議或對外行為。日常資訊揭露通常可以主要放在契約中處理；涉及股份權利、特別股否決權、轉換條件或根本性治理安排時，則應評估同步落實於章程或特別股權利的必要性。

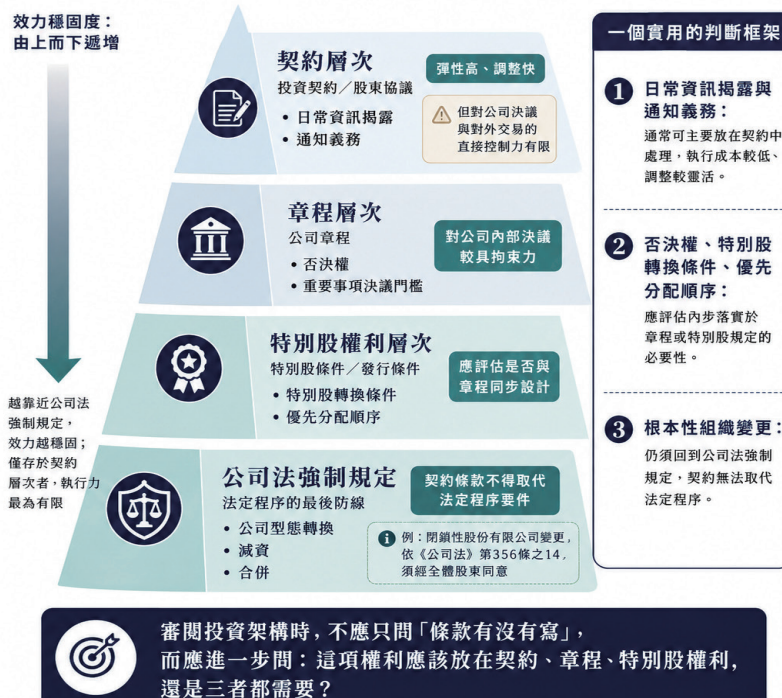
四、法律層次的選擇：一個實用的判斷框架

律師在審閱或設計投資架構時，可依以下框架判斷各項權利應落在哪個法律層次：

- **日常資訊揭露與通知義務：**通常可以主要放在契約中處理，執行成本較低，靈活調整空間較大。

投資條款法律層次示意圖

條款所在法律層次不同，危機時刻的實際效力有顯著差異



註：Deemed Liquidation、Drag-Along 等美式條款之台灣落地，仍須另行評估制度移植與法制限制。

投資條款法律層次示意圖：條款所在法律層次不同，危機時刻的實際效力有顯著差異；越靠近公司法強制規定，效力越穩固，僅存於契約層次者執行力最為有限。

- **否決權、特別股轉換條件、優先分配順序**：應評估同步落實於章程或特別股規定的必要性。僅存於契約中的此類條款，在公司組織法層次的效力有限，無法直接阻止不符條款的公司決議或對外交易。
- **根本性組織變更（如公司型態轉換、減資、合併）**：由公司法強制規定提供最後防線，契約條款無法取代法定程序要件。以閉鎖性股份有限公司變更為例，《公司法》第356條之14明定須經全體股東同意，這不是普通多數決或特別多數決可以取代的事項，任何試圖以不完整程序辦理登記的行為，均可能衍生行政、民事甚至刑事責任。

至於視同清算事件（Deemed Liquidation）、強制隨售權（Drag-Along）等美式條款的台灣落地限制，涉及更複雜的制度移植問題。

審閱投資架構時，不應只問「條款有沒有寫」，而應進一步問：這項權利應該放在契約、章程、特別股權利，還是三者都需要？

柒、董事：三種身分中責任最沉重

一、新創公司對董事的期待，與董事的法定角色並不相同

創辦人邀請投資人進入董事會時，通常期待的是一位幫手：協助介紹客戶、引薦下一輪投資人、尋找人才、提供策略建議，或在公司面臨困難時協助整合資源。優秀的投資人董事確實會提供這些價值，但這些多半是投資人的加值服務，而不是董事職務的全部。

董事在公司治理上的核心功能，是參與決策與監督：審閱財務資料、核定預算、檢視重大交易、監督經營團隊，以及在公司利益可能受損時提出異議。蜜月期裡這項差異通常不明顯；等到董事開始追問數字、反對過度擴張、要求降低燒錢速度，創辦人才可能發現，原本期待的「幫手」同時也是依法參與決策及監督公司的人。理解這項角色差異的創辦人，會把董事會經營成成本最低的高階智囊團；不理解者，則容易把董事會變成每季一次的對抗賽。

二、忠實義務與注意義務：2023年最高法院判決確立新標準

《公司法》第23條規定，公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務。長期以來，實務上對忠實義務（Duty of Loyalty）與注意義務（Duty of Care）的區別並不清晰，兩者常被混用。

最高法院112年度台上字第1306號判決在此問題上確立了較為明確的判斷框架：忠實義務著重「利益衝突」，要求董事在涉及自身或第三人利益的決策中，優先公司利益，避免以自身利益凌駕公司利益；注意義務著重「決定是否合理」，以具有相當知識經驗且忠於職守之人為標準，評估董事作成決策時是否已盡必要的注意與評估。此判決已被主管機關函釋所引用，是2022年以後公司法第23條裁判中最重要的發展之一。

三、2025年經濟部函釋：建立兩層次判斷框架

2025年3月，經濟部商業發展署發布函釋

（商策字第11401401940號），針對公司法第23條忠實義務提出具體的判斷標準，是台灣主管機關首次就此議題作出如此系統性的說明。

該函釋建立「兩層次判斷框架」：

第一層次（推定違反）：若董事行為涉及《公司法》第196條（董事報酬）、第206條（利益衝突揭露）、第209條（競業禁止）、第223條（自我交易）等明確規範者，推定已違反忠實義務，毋須另行舉證其主觀惡意。

第二層次（個案審查）：不在上列明文規範之列的其他情形，應就五項標準綜合判斷：善意誠信、資訊充分、無利益衝突、無裁量濫用，以及適當監督。函釋同時強調，不應以事後不利的結果反推董事責任，商業決策本有失敗風險，此一空間應予保留。

此框架對於投資人指派的董事而言特別重要：在涉及基金利益與公司利益可能衝突的情境（如低估值增資、公司出售）中，董事應先依第一層次確認有無利益衝突揭露義務，再依第二層次進行決策，並留下充分的判斷紀錄。

四、董事席次不是榮譽，而是個人責任與風險

董事應實際履行職務：出席董事會、閱讀會議資料、對疑問提出詢問、對重大議案留下判斷紀錄。《公司法》規定，董事會原則上應由董事親自出席；董事對議案具有自身利害關係時，應說明其利害關係的重要內容，並依法律規定處理表決權問題。

因此，「我只是掛名董事」、「我沒有參與公司經營」通常不會成為理想的免責說明，反而可能顯示董事並未實際履行監督與

注意義務。接下董事席次之前，應先評估是否有足夠時間閱讀資料、出席會議、理解公司業務並承擔決策責任。

五、好的董事，工作大多發生在董事會以外

一場董事會可能只有一至兩小時，但有效的董事工作通常始於會議之前：董事應事先閱讀財務及營運資料、辨認關鍵問題，必要時在會前與創辦人或經營團隊溝通，使真正需要討論的爭點能在會議中被有效處理，而不是臨時突襲。會議中，董事應多問問題，而不是急於替經營團隊提供所有答案；董事會的功能是檢驗經營團隊的假設、資訊與決策品質，而不是取代經營團隊執行業務。會議後，則應追蹤決議事項、確認未完成工作及風險改善情況，並在適當範圍內提供資源與協助。

捌、投資人指派的董事，應為誰的利益作成決策？

一、法律基本方向：對公司負義務，而非對特定股東傳話

法律上的基本方向並不複雜：無論董事席次如何取得，董事履行職務時均應遵守其對公司的忠實義務與注意義務，而不能單純將自己視為某一股東在董事會中的傳聲筒。

台灣創投交易中，投資人取得的席次可能由基金或其他法人股東當選法人董事，再指定自然人代表行使職務；也可能由法人股東的代表人直接當選董事。《公司法》第27條允許政府或法人股東當選董事並指定自然人

代表行使職務，且相關代表人得依職務關係隨時改派。

坐在董事會中的自然人，可能同時面對兩套壓力：對被投資公司負有治理義務，對任職基金則負有職務、考績及投資報酬責任。多數時候公司利益與基金利益方向一致，衝突並不明顯，但在某些關鍵情境中兩者可能分歧。

二、利益衝突的典型情境

第一種情境：公司現金即將耗盡，只能接受低估值增資。對公司而言，完成募資可能是延續營運的唯一選項；對既有基金而言，低價增資將造成持股稀釋與帳面價值下修。

第二種情境：公司取得出售機會，出售價格足以讓公司與創辦人獲得合理結果，卻未必符合基金原本設定的報酬期待；或反之，基金因優先清算權設計而傾向接受出售，但創辦人或少數股東的利益卻可能因此受損。

面對這些情境，成熟的治理方式不是否認衝突，而是管理衝突：利益衝突應被揭露；依法或依個案情況應迴避者，應妥善處理表決權；基金內部也應建立明確規範，確認派任人員在董事會中應遵守公司法義務，而不能僅服從投資部門的短期帳面需求。

三、商業判斷法則在台灣之適用

商業判斷法則（Business Judgment Rule）起源於美國法，核心思想是法院不應以事後的角度評判當時合理的商業決定，避免造成董事的寒蟬效應。

我國《商業事件審理細則》第37條已引入類似概念，明定法院在審查董事行為時，應考量董事決策時的資訊、環境及商業合理

性，不得僅以事後結果論斷決策正確與否。不過台灣版的商業判斷法則與美國版存在重要差異：美國法下，商業判斷法則產生有利董事的推定，舉證責任轉由原告負擔；台灣法院在實際操作上並非全面採納此種推定，舉證責任的分配仍具個案彈性。

此外，守法義務（Duty of Compliance）不適用商業判斷法則，此點在相關判決中已有明確揭示。若董事行為本身已涉及違法，不能以「這是商業判斷」作為免責事由。法律顧問在協助董事建立決策紀錄時，應特別注意區分「商業裁量範圍內的判斷」與「法律要求遵守的強制規範」兩個層次。

四、事前規則愈清楚，危機中的個人壓力愈小

更重要的是，在投資之前即應針對未來可能產生利益分歧的情境，例如低價募資、公司出售、清算、創辦人去留及優先清算權啟動方式：透過投資契約與章程建立事前規則。規則定得愈清楚，危機發生時就愈不需要把所有壓力集中在董事會中的單一個人身上。

玖、退場才是投資架構真正的壓力測試

每一筆投資都有終點。順利時，公司可能進行首次公開發行或高價併購，投資人取得數倍報酬，創辦人亦完成事業階段性成果，這是華麗的謝幕；不順利時，公司可能低價出售、進入清算程序，或者在資金與市場逐漸耗盡後停止營運，這是黯然的退場。

投資契約中最具攻擊性或防禦性的條款，包含優先清算權、累積股息、反稀釋機制、強制隨售等條款真正發揮作用的時間點，往往不是在投資當下，而是在公司面臨退場、控制權移轉，或可分配價值不足時。公司表現良好、可分配價值充足時，契約通常不會被逐字計較；只有當公司價值不足以滿足所有人時，每一項權利的適用順序、計算方式與法律效力，才會被逐條翻出來檢視。台灣法律架構往往在此時暴露出若干平靜期無從察覺的制度缺口。

一、優先清算權：章程可以進入，但觸發點受限

優先清算權（Liquidation Preference）設計目的在於確保投資人在公司退場時，能優先於普通股股東取回投資本金（或加計倍數）。《公司法》第157條第1款確實允許特別股在「賸餘財產」分配上優先於普通股，因此優先清算權在台灣可以透過章程設計取得公司法層次的效力，但其觸發情境原則上受限於公司正式解散清算，而非美式條款所涵蓋的出售、合併或控制權移轉。

換言之，壓力測試真正發生的場景（公司被低價賣出），往往不在法定「清算」的範疇之內。優先清算權的章程設計只保護了一部分情境，另一部分只能仰賴契約約定，而契約約定在對抗拒絕配合的股東時效力有限。

二、反稀釋條款：2018年修法打開了空間，但執行仍需章程配合

低估值增資（Down Round）是公司陷入困境時最常見的籌資選項，也是前期投資人最

不樂見的情境之一。反稀釋機制（Anti-dilution）的設計目的，是在這種時刻調整特別股的轉換比例，以降低稀釋衝擊。

2018年公司法修正前，台灣特別股轉換比例被限定為固定1:1，使得反稀釋條款幾乎無從合法操作。修法後首度允許非固定轉換公式，為反稀釋機制的落地提供了法律基礎。目前市場主流已由完全棘輪法（Full Ratchet）轉向加權平均法（Weighted Average），後者對創辦人的衝擊相對較小，也更容易取得各方共識。

壓力測試中需特別注意：反稀釋條款的轉換公式必須在章程中明確載明，不能僅以契約約定代替。若公式僅存於契約，低估值增資發生時投資人要求調整轉換比例，卻可能面臨公司章程無對應規定的執行困境。

三、強制隨售權（Drag-Along）：執行力遠低於簽約時的預期

強制隨售權（Drag-Along Right）設計目的是防止少數股東阻礙公司出售，當多數股東達成出售共識，少數股東應依相同條件一同出售持股。這項條款在美國法下有完整的執行路徑，但在台灣卻面臨根本性的制度困境。

台灣《公司法》並無對應的法定強制隨售機制，Drag-Along條款只能以契約性質處理，效力限於契約當事人，無法直接對抗拒絕配合的少數股東。實務上，若少數股東違反Drag-Along條款，多數股東的救濟途徑通常限於損害賠償請求，而難以透過法院強制令要求少數股東完成股份移轉。

這意味著，在退場談判的最後時刻，一位持股不多但拒絕配合的少數股東，可能有能

力阻礙或延誤整個出售程序，而投資人當初以為手中握有的強制工具，實際效力可能遠低於簽約時的預期。

四、投資失敗的歸因：董事不是旁觀者

壓力測試的最後一個面向，不是法律條款，而是問責。

投資案失敗後，投資人很容易將結果歸因於市場時機不佳、產業景氣反轉、資本環境緊縮或競爭者取得更多資源，這些因素可能確實存在。但若投資人同時持有董事席次，就不能只把自己定位為市場變動的旁觀者：市場轉冷之前，公司是否已經出現應降低燒錢速度的跡象？現金流失控的警訊是否在報表中持續數季？經營團隊報喜不報憂時，董事會是否曾要求改善資訊品質？公司需要轉向時，董事會是否因顧慮帳面評價而延誤決策？

投資人可以將部分失敗外部化，董事不能完全如此，因為董事不是治理失靈的目擊者，而是治理制度本身的一部分。投資當年取得的否決權究竟只在契約中，還是同時反映於章程；資訊權是否讓投資人提早發現公司失速；董事會是否留下完整的決策及利益衝突紀錄，這些都會在退場的壓力測試中被一一翻出來。

拾、特別股實務設計：從條款到章程的距離

第六章提出了「條款落在哪個法律層次」的判斷框架，本章進一步從設計工具的角度，檢視台灣創投實務中特別股架構的具體

操作空間與制度缺口。

特別股（Preferred Stock）是台灣創投交易中最主要的投資工具。創投所談判的大多數投資人保護條款，例如優先清算權、反稀釋機制、特定事項否決權、董事席次等，實務上最終都需透過特別股的章程設計來落地。但從「條款談判完成」到「權利在法律上具有完整效力」，中間存在一段不容忽視的距離。

一、《公司法》第157條的八款設計空間

2018年公司法修正後，第157條賦予非公開發行公司在特別股設計上相當大的彈性，得以章程規定的八款事項包括：特別股分派股息及賸餘財產之順序、定額或定率；特別股股東行使表決權之順序、限制或無表決權；特別股複數表決權或對特定事項之否決權；特別股轉換為普通股之轉換股數、方法及條件；特別股轉換為普通股後賦予特別股股東之新股認購權；特別股之收回；特別股股東被選舉為董事、監察人之禁止或限制；以及其他有關特別股之權利義務事項。

其中第3、4、7款明定「限非公開發行公司」適用，對準備申請上市上櫃的公司而言，部分設計空間將因此受限，律師在協助客戶設計時應提前規劃轉換路徑。

二、視同清算事件（Deemed Liquidation）： 章程無法到達的地方

「視同清算事件」（Deemed Liquidation）條款在美國創投實務中十分常見，約定公司出售、合併或其他控制權移轉時，應視同清

算，並依優先清算權的設計分配對價，確保投資人在公司賣出時能按照原本議定的分配順序取回資金，而不至於因為出售在法律形式上不構成「清算」而被普通股稀釋。

然而此類條款在台灣公司法架構下，有落地困難。《公司法》第330條所規定的「賸餘財產分配」限於公司正式解散清算程序，並不涵蓋出售、合併或控制權移轉等事件。因此Deemed Liquidation條款在台灣僅能以契約方式處理，無法透過章程規定對抗拒絕配合的股東或善意第三人，使得此類條款在危機時刻的實際執行力，遠低於其在美國法律框架下的效果。

是否參與分配（Participating vs Non-Participating Liquidation Preference）的設計，同樣面臨相似的落地限制：僅存於契約中的參與權條款，在公司出售程序中的強制執行力存有疑問，應盡可能在章程中對應規定。

律師在審閱或起草包含視同清算事件的投資文件時，應明確向客戶說明此一制度落差，並在必要時評估採用境外架構（開曼/BVI）的可行性，境外法院對此類條款有更完整的判例支撐，執行力相對更有保障。

三、普通股轉讓限制的制度缺口

台灣創投實務中一個重要但常被忽略的制度缺口是：普通股（即創辦人股份）無法透過章程設定轉讓限制。

《公司法》第163條規定，股份有限公司之股份原則上得自由轉讓，章程不得有所限制。例外僅存在於兩種情形：閉鎖性股份有限公司（《公司法》第356條之5）；以及員

工取得股份的特別限制（實務上亦有爭議）。

這意味著，創辦人股份的鎖定安排（Lock-up）在台灣一般股份有限公司架構下，只能以契約性方式約束創辦人個人，而無法透過章程對抗繼受取得者或善意第三人。若創辦人違反股份鎖定契約而轉讓持股，投資人的救濟途徑通常限於向創辦人主張違約損害賠償，無法直接撤銷或阻止股份移轉。

四、SAFE在台灣適用爭議

簡單未來股權協議（SAFE, Simple Agreement for Future Equity）是近年美國早期新創融資的常見工具，設計上允許投資人現在投入資金、待下一輪正式募資時再依約定條件轉換為股份。

SAFE在台灣境內公司架構下面臨結構性障礙。台灣公司法要求同一次發行的同種類股份價格一致（同輪不同價問題），使得SAFE轉換時可能出現與同輪其他投資人價格不一致的合規疑慮；此外，SAFE期間投資人尚未取得股東身分，被賦予資訊權及保護性條款等事項也缺乏對應的法律框架。目前台灣市場通常以可轉換公司債（CB）作為SAFE的替代方案，但兩者在稅務、會計與法律效果上均存在差異，律師應依個案情況評估最適工具。

五、雙層股權：台灣仍待突破的制度邊界

雙層股權結構（Dual-Class Share Structure）允許創辦人持有具有超級表決權的股份，使其在引進外部資本後仍保有公司控制權。香

港、新加坡均於2018年開放此制度，中國科創板亦於2019年跟進。

截至本文撰稿時（2026年），台灣對雙層股權制度的立法討論尚無重大進展。閉鎖性股份有限公司雖允許複數表決權設計（《公司法》第356條之7），但公開發行公司仍受一股一票原則拘束。已有國際法律評論將台灣列為在此議題上少數進展遲緩的市場之一，這項政策空缺對高科技新創公司的上市地點選擇，已產生可觀的外部效應。

律師在協助創辦人規劃長期股權架構時，應就此制度限制提供完整說明，並在必要時評估採用境外架構（開曼、BVI等）的可行性與成本。

拾壹、投後治理始於簽約之前

投後治理的品質，往往在簽約前已經初步定型。

一、條款談判，是雙方相處模式的第一次排練

條款談判表面上是在分配風險，實際上也在預演雙方未來如何處理不同意見。創辦人如何回應盡職調查提問、是否準時提供承諾補件、面對不利條款時能否清楚表達立場，都反映日後公司面對治理要求的態度。

投資人是否願意說明條款的商業理由，是否把所有要求都簡化為「市場慣例」，以及是否願意針對個案風險調整條款，也會預告其日後行使股東權及董事職權的方式。投前往返是投後關係的第一次排練，排練階段已經

出現的溝通問題，正式合作後通常只會放大。

二、資訊與法律認知的不對稱，是共同風險

創投機構是重複參與投資交易的專業玩家，一年可能檢視數十個案子，經歷大量條款談判，並由內部法務或外部律師協助。多數創辦人則是第一次接受機構投資，未必理解優先清算權、反稀釋機制、特別股轉換及個人承諾在不同情境下的實際效果，有些創辦人甚至為了節省成本，在沒有獨立律師協助的情況下簽署文件。

這種資訊不對稱，短期可能成為投資人的談判優勢，長期卻是雙方共同的治理風險。創辦人不理解的條款，不會因此更容易被履行；相反地，當條款真正啟動時，創辦人可能感受到的不是願賭服輸，而是自己從未理解其後果，這種認知落差會使日後所有治理互動都缺乏信任基礎。

成熟的投資人反而應確保兩件事：清楚說明關鍵條款的意義與觸發情境；創辦人有機會取得獨立法律意見。這並非單純出於善意，而是風險管理，一份只有其中一方真正理解的契約，難以成為穩定治理的基礎。

值得一提的是，台灣政府提供天使投資稅務優惠（個人投資未上市新創公司持股滿二年者，得將取得成本之50%抵減當年度綜合所得稅），此一誘因吸引更多個人投資人進入早期新創生態。對這些投資人而言，法律認知不對稱的問題往往更嚴重，因為其通常缺乏機構的法律支援，卻面對同樣複雜的投資協議。

三、契約畫出底線，默契決定治理的溫度

法律與契約可以規範資料何時提供、哪些事項需要同意、董事席次如何安排，卻無法完整規定壞消息應在多早以前說、意見不合時應先打電話還是先發存證信函，以及經營團隊是否願意在報表之外分享真正的困難。

解決這些問題依賴的是默契與信任，而默契是由一次次具體行為累積出來的：第一份月報是否準時提供，第一次壞消息揭露時投資人是否理性回應，第一場董事會的尖銳提問是否被當成協助而非攻擊，第一次意見不合時雙方是否仍願意在法律行動之前實質溝通。信任是一次一次小額存入的，一次重大提領，往往需要很長時間才能重新累積。

拾貳、比較法視角：從NVCA到台灣的制度移植

台灣創投實務大量參照美國的交易實踐，但制度移植並非全然無縫，中間的結構性落差值得從業者特別注意。

一、美國NVCA標準化範本與台灣的現況對比

美國全國風險投資協會（NVCA, National Venture Capital Association）長期提供一套免費公開的標準化投資文件範本，涵蓋投資意向書（Term Sheet）、股份購買協議（Share Purchase Agreement, SPA）、股東協議（Investor Rights Agreement, IRA）、優先購買權與隨售協議（ROFR/Co-sale）等核心文件。

NVCA範本雖非具有法律拘束力的強制規範，但已成為美國創投交易的事實標準，大幅降低了雙方的溝通成本與談判摩擦。

而台灣市場的創投交易，目前主要直接參照NVCA範本修改（在英文架構下運作）、各投資機構自行開發的內部模版、委託外部律師針對個案起草，或在境外架構（開曼/BVI）下使用境外文件體系等做法。

「無標準範本」的現況對台灣創辦人的影響，集中體現在資訊不對稱上：創辦人面對各家機構各異的文件格式，難以有效比較不同投資人提出的條件，也難以在沒有專業法律協助的情況下評估條款的市場合理性。這是台灣新創生態在制度基礎建設上有待補強的重要環節。

二、外資VC偏好境外架構的三個核心原因

在台灣新創生態中，外資創投基金（特別是美國、新加坡基金）普遍偏好透過開曼群島或英屬維京群島（BVI）設立的控股公司投資，而非直接投資台灣境內公司，背後有三個核心原因：

第一，規避外資審查：直接投資台灣境內公司涉及外國人投資條例（外審）等管制程序，特別是特定產業或敏感技術領域，審核週期較長且存在不確定性，境外架構可有效規避此類限制。

第二，契約彈性更大：開曼群島公司法允許更靈活的股權架構設計，包括雙層股權、複雜的特別股條款及SAFE等工具，不受台灣公司法的諸多限制。開曼法院對創投常見條款（如強制隨售權、Deemed Liquidation）也

有較完整的判例支撐，執行力更有保障。

第三，退場路徑更清晰：透過開曼控股公司在美國那斯達克或香港聯交所上市，或接受美國/歐洲買家的全股收購，程序上更直接，無需面對台灣本地資本市場或監理規定的額外層次。

對台灣律師而言，協助客戶選擇境內或境外架構，已成為投資交易顧問工作的重要前端任務，且此選擇將深刻影響後續所有投後治理安排的法律基礎。

三、TVCA自律規範與台灣投後治理制度化的起點

2022年，TVCA在金融監理機關的關注下發布自律規範，明確要求旗下創投基金不得介入被投資公司的經營權爭議。此規範的直接背景，是部分保險業者透過創投基金持股，爭奪特定上市公司的控制權，引發社會疑慮。

這項自律規範雖未具有正式法律效力，但作為行業自我規範的里程碑，揭示了一個重要原則：創投的角色是投資與治理參與，而非經營權爭奪的工具，治理權的正當行使必須以制度為依據、以公司利益為優先。

拾參、結語：制度決定邊界，相處決定溫度

股東、契約當事人與董事三種身分，構成投後治理的基本骨架。股東可以透過股東會與法定權利影響公司根本架構，但不因持股而當然取得日常業務指揮權；契約當事人可以透過資訊權與保護性條款建立投資後的互

動規則，但契約權利不當然等同公司法上的決議效力；董事則進入公司的決策與監督機制，取得權力的同時，也承擔對公司的忠實義務、注意義務及個人責任。

好的治理制度不能保證每一家公司都成功，但至少能提高兩件事發生的機率：警訊能被提早看見，讓公司在選項消失之前仍有調整空間；即使公司最終退場，程序仍相對完整透明，讓創辦人帶著信用離開，投資人帶著經驗離開。在規模有限、關係高度重疊的台灣創投市場中，這種好聚好散的能力，價值不會低於任何一項優先權或否決權。

投資人簽約之前，值得先想清楚的五件事：

- 一、**建立「法律層次」的閱卷習慣。**審閱投資文件時，應逐一確認每項關鍵保護措施落在哪個法律層次：契約、章程或特別股，並評估三者是否相互配合。特別是否決權、轉換條件、優先分配權，僅存於契約者，在公司法層次的效力有限。
- 二、**主動說明台灣法律架構與美式條款的落地落差。**Deemed Liquidation、Drag-Along、SAFE、Full Ratchet等條款，在台灣境內公司架構下均有不同程度的適用限制，投資人應在簽約前充分理解這些條款在台灣法律下的效力與執行限制，並據此評估是否需透過章程、特別股設計或其他交易架構加以補強，而非等到公司進入低價募資、出售或其他危機情境時，才發現條款無法產生原先預期的效果。
- 三、**提醒董事客戶建立決策紀錄的習慣。**

2025年經濟部函釋已確立兩層次判斷框架，董事在涉及利益衝突的決策前，應先確認揭露義務（第一層次），再依五項標準充分評估並留下書面紀錄（第二層次）：「我們當時有充分討論」必須是有紙本可查的事實，而不只是事後的口頭陳述。

四、協助創辦人取得獨立法律意見。資訊不對稱是創投交易中長期存在的結構性問題。律師在代理投資人時，不應以創辦人未聘律師為由加速簽約；代理創辦人時，應主動確認其理解每項關鍵條款在不同情境下的實際效果，特別是個人承諾、股份鎖定與反稀釋

觸發條件。

五、將境外架構的選擇納入前端討論。對有國際投資人或計畫赴海外上市的新創公司，境內外架構的選擇應在投資文件簽署之前完成評估，而非等到出現問題才亡羊補牢。架構選擇將深刻影響後續所有投後治理安排的法律基礎與執行效力。

投資契約寫在紙上，治理則發生在每一次日常互動中。條款決定權利如何分配，相處決定這份權利被如何行使。當治理做得好，投資契約可以長期安靜地躺在抽屜裡；當治理失靈，再完整的契約，也可能只是為未來的爭議預先整理好的卷宗。