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

郭榮彥*

壹、前言

2025年底，哈佛法學院公司治理論壇一篇題為〈創投展望2026〉的文章裡有一句話，值得每一個正在募資的新創創辦人劃線起來反覆讀：決定創辦人最終拿到多少錢的，從來不是新聞稿上那個令人興奮的估值數字，而是投資協議裡那些不起眼的條款細節：清算優先權、參與權、反稀釋、董事會控制權。

這雖然是老生常談，許多律師執業過程中大概都跟客戶說過類似的提醒，但即使進入2026年，創投圈的律師依然要不斷重複這個提醒，因為創辦人一直在犯同一個錯誤，而且是每一個世代的創辦人都在犯同樣的錯誤。

想像兩家新創，產品類似、團隊類似，甚至連募到的總金額和最新一輪的估值都一模一樣，市場上的評價都是「這是一家估值兩億美元的公司」。但因為過去幾輪投資人在Term Sheet裡談到的條款不同，當這兩家公司真的走到退場那一天（被併購或出售），一家公司的創辦人拿到了足以再創業一次的資金，另一家公司的創辦人卻兩手空空，帳面上持股比例好看，銀行帳戶裡卻幾乎沒有增加，其中的差別可能是連創辦人自己都沒有仔細算過的那幾條條款。

這篇文章想討論的就是這些募資契約裡的經濟性條款，如何在無聲無息之間，把「帳面上的持股比例」和「退場時實際拿到的錢」拉開一道巨大的鴻溝，以及創辦人和協助審閱契約的律師，如何在簽下Term Sheet的那一刻，就用試算表把十年後的結局預先算出來，而不是等到退場那一天才第一次認真面對。

本文將依循Brad Feld與Jason Mendelson合著、被創投圈奉為入門聖經的《創業投資聖經》（Venture Deals）架構，把Term Sheet拆成「經濟性條款」與「控制性條款」兩大類逐一檢視，並對照台灣公司法的框架與方頌仁（達盈管顧創辦人）《台灣創投攻略》中對本地創投生態的觀察，提供實務上可以直接使用的談判與審閱建議。

*本文作者係執業律師，全國律師聯合會科技法律委員會主任委員。

貳、Term Sheet的兩大戰場：經濟性條款vs控制性條款

在進入條款細節之前，有必要先建立一個框架。Term Sheet（投資條件書）雖然常被當成一份「意向書」看待，也就是不具強制拘束力（non-binding）、細節後續再談的法律特性，但我們募資實務上，Term Sheet一旦簽署，後續的股份認購協議（SPA）、股東協議（SHA），甚至章程修訂，絕大多數都會照著Term Sheet的骨架走。

主要的原因在於募資的流程上，通常新創會找到一個主要的投資人，我們稱為領投，並且以領投同意的Term Sheet作為後續其他跟投的投資人作為談判的基礎。在短時間內同時和許多投資人進行投資討論的時候，客觀上沒有辦法客制化每一份Term Sheet，因此最初簽署的那份Term Sheet在後續投資架構上，有著比單純法律效力更重要的意義在。

真正的談判籌碼，往往就是在Term Sheet那幾頁紙上決定的，後面的正式合約多半只是把條款翻譯成法律語言而已，這也是為什麼律師必須從Term Sheet階段就介入，而不是等到SPA、SHA草稿出來才開始審閱——一旦Term Sheet簽字，多數投資人會把它當成已經談定的框架，後續要再翻案的談判成本，遠比在Term Sheet階段就談清楚要高上許多。

一、《創業投資聖經》把Term Sheet裡的條款分成兩大類

第一類是**經濟性條款**（Economics Terms），決定的是「錢怎麼分」，也就是估值、選擇權池的計算方式、清算優先權、反稀釋保護、贖回權、Pay-to-Play。

第二類是**控制性條款**（Control Terms），決定的是「誰說了算」，指的是公司控制權、董事會席次分配、對特定重大事項的保護性條款（否決權）、拖售權、優先認股權、資訊權。

多數創辦人在談判桌上，眼睛會盯著經濟性條款裡最顯眼的那一個數字「估值」。作為一個創辦人我完全可以理解，因為估值是唯一會被寫進新聞稿、被媒體報導、被拿來跟同業比較的數字，它滿足了創業者的成就感和虛榮心，也是募資消息稿的門面，基本上創業圈的話題的地位都會和估值有高度連結。但正是這種「唯估值論」的心態，讓創辦人很容易忽略了同一張紙上其他七、八條條款，那些真正決定退場結局的關鍵。

有經驗的投資人深知這一點，也因此在談判時，經常願意在估值數字上讓步一些，換取在清算優先權、反稀釋或董事會控制權上取得更有利的條款，這對創辦人而言，則可能是一筆表面上贏了、實際上輸了的交易。事實上Term Sheet談判階段，往往是整個募資過程中創辦人談判籌碼最大的時刻，一旦公司開始依賴這筆募資規劃現金流、對外宣布募資消息，籌碼便會迅速流向投資人一方，這也是為什麼有經驗的律師會建議，創辦人應該在收到第一份Term Sheet之前，就先透過律師把接下來要討論的七個條款，列成一份是否可以讓步的優先順序清單，避免在時間壓力下，把有限的籌碼消耗在不重要的條款上。

接下來，本文將逐一拆解七個最關鍵、也最容易被忽略的條款。

參、七個決定創辦人身家的關鍵條款

一、估值的陷阱：Pre-money vs Post-money，以及選擇權池洗牌

估值談判最常見的誤解，發生在Pre-money（投資前估值）與Post-money（投資後估值）的定義之爭，而不是數字本身。投資人開出「Pre-money估值2,000萬美元」的Term Sheet時，真正的關鍵往往藏在一句附帶條件裡：要求在Pre-money估值「完成」之前，先在公司章定資本裡預留一個新的員工選擇權池（通常是10%至20%）。

問題在於，這個選擇權池是算在Pre-money的那一端，也就是說，稀釋的成本完全由創辦人與既有股東吸收，投資人的持股比例完全不受影響。這個手法在創投圈有個直白的稱呼——選擇權池洗牌（Option Pool Shuffle）。舉例而言，若投資人談定的Pre-money估值為2,000萬美元，並要求在完成前先擴充15%的選擇權池，這15%的池子是從創辦人與既有股東的持股裡稀釋出來的，等於創辦人實際承接的「有效Pre-money估值」並非帳面上的2,000萬美元，而是打了折扣的數字。這也是為什麼老練的投資人在報價時，經常刻意只強調估值本身，卻把選擇權池的細節留到後段談判文件才具體化。

在台灣，新創普遍以員工認股權憑證作為留才工具，但多數公司在設計時，並不會特別要求投資人明確約定選擇權池計入Pre-money還是Post-money，導致實際稀釋結果經常在簽約後才被發現。律師審閱Term Sheet時，應該把「選擇權池的計算基礎」列為第一個要問清楚的問題，並協助創辦人評估：這一輪真的需要擴充這麼大的選擇權池嗎？還是可以延後到下一輪再處理，讓稀釋成本由未來的投資人共同分攤，而不是由這一輪的既有股東獨自承受。

二、清算優先權：多輪疊加的複利效應

2015年，行動裝置安全軟體公司Good Technology以4.25億美元的價格出售給BlackBerry，這家公司市場估值一度超過10億美元，並已累積募得近3億美元的創投資金。出售完成後，持有普通股的股東，每股僅拿到約0.44美元，而優先股股東每股拿到約3美元，兩者相差將近7倍。甚至，許多普通股股東過去已依股票公允價值繳納了相對應的稅款，最終手中的股票卻幾乎一文不值，形同承擔了帳面獲利的稅務負擔，卻沒有拿到對應的實際收益。這個案例後來成為矽谷創投圈討論清算優先權風險時，最常被引用的真實教材。

清算優先權（Liquidation Preference）規定，在公司出售、清算或其他視為清算的事件（Deemed Liquidation）發生時，優先股股東有權在普通股股東（通常就是創辦人與員工）之前，優先取回一定倍數的投資金額。

這個條款有兩個變數最關鍵：**倍數**（通常是1倍或2倍，市場競爭激烈時偶爾出現更高倍數）與**參與方式**——非參與型（Non-Participating）優先股股東只能在「拿回優先權金額」與「按持股比例轉換為普通股參與分配」兩者間擇一；參與型（Participating）優先股股東則是「先拿回優先權金額，之後還能繼續按比例參與剩餘價值分配」，等於雙重分潤。

根據創投產業的長期觀察，市場條件愈嚴峻的年份，參與型優先股與較高倍數清算優先權的比例就愈高，因為投資人在不確定的環境下，更傾向用條款彌補估值風險。對創辦人而言，與其正面拒絕參與型優先股，更務實的談判策略，往往是爭取「附上限的參與型優先股」（Capped Participation，例如約定投資人總回報上限為投資金額的X倍），讓投資人在保有下檔保護的同時，創辦人在退場金額夠大時，仍有機會拿回應得的比例，而不是被雙重分潤機制無限吸走。

清算優先權對創辦人真正的殺傷力，出現在多輪募資疊加之後。新創通常會經歷種子輪、A輪、B輪、甚至C輪，每一輪投資人在Term Sheet裡談到的清算優先權倍數與參與方式都不盡相同，且多半約定「後輪優先於前輪」的清償順序（即所謂的堆疊，Stacking）。當公司走到出售那一天，必須先依序滿足最後一輪、次後一輪、再前一輪投資人的優先權金額，最後才輪到創辦人與員工分配剩餘價值，因此如果退場金額不夠大，剩餘價值可能根本不存在。本文第四節會用一個具體的案例試算，把這個疊加效應完整攤開來看，並進一步比較「堆疊」與「同順位」兩種清償順序設計，對創辦人結果的實際影響差異。

三、反稀釋條款：Full Ratchet vs Weighted Average

反稀釋條款（Anti-dilution Protection）是早期投資人（通常持有特別股）在投資合約中用來保護自身權益的機制。當公司進行下一輪融資且新股票的發行單價低於上一輪價格（即「降價融資」，Down Round）時，該條款會下修舊投資人的特別股「轉換價格」（Conversion Price），使舊投資人在未來將特別股轉換為普通股時能換得更多股數，以彌補持股價值與比例的損失。

常見的反稀釋條款又可以分成：

（一）完全棘輪（Full Ratchet）

完全棘輪是最保護投資人、對創辦人與營運團隊最不利的調整方式。

1. **運作機制**：完全無視新一輪融資實際發行了多少股數，直接將舊投資人的轉換價格下修至新一輪融資的最低單價。
2. **範例**：若A輪投資人以每股$10轉換價入股；B輪發生降價融資，即便公司僅以每股$2發行了1股新股，A輪投資人的轉換價格也會立刻全面下修至$2。
3. **影響**：舊投資人的可轉換股數會呈倍數暴增，導致創辦團隊與員工的持股比例被極度稀釋。

（二）加權平均（Weighted Average）

加權平均同時考量了「價格降幅」與「新股發行規模（股數）」，透過加權計算出一個相對折衷且合理的全新轉換價格。

調整後的計算公式為：

$$NCP = OCP \times \frac{A+B}{A+C}$$

- NCP（New Conversion Price）：調整後的新轉換價格
- OCP（Old Conversion Price）：原始的舊轉換價格
- A：新一輪融資前公司的總股數
- B：若將本次新注入的資金按舊價格（OCP）計算，應發行的股數（即本次融資總額／OCP）
- C：新一輪融資實際發行的新股數

根據公式中A（融資前總股數）的計算範

圍，又分為以下兩種型態：

1.廣義加權平均（Broad-based Weighted Average）：

A的計算採取「完全稀釋基礎」（Fully Diluted），涵蓋所有已發行的普通股、特別股、已發行的期權（Options）、認股權證（Warrants）以及預留的員工持股池（ESOP）。由於分母大，計算出來的新轉換價格降幅較小，對創辦人較有利。這是目前國際與矽谷風險投資中最主流的市場標準。

2.狹義加權平均（Narrow-based Weighted Average）：

A僅採計已發行的普通股或已發行股票總數，排除尚未行使的期權與特別股。因分母較小，計算出來的新轉換價格降幅較大，對投資人的保護程度高於廣義加權平均。

這兩種機制對創辦人稀釋幅度的差異可以非常巨大。以完全棘輪計算，即使新一輪只是小規模的降價募資，前一輪投資人取得的額外股份也可能遠超過新一輪實際募得的金額所應對應的比例，稀釋成本幾乎全部轉嫁到創辦人與普通股股東身上。

這個條款在2026年顯得格外重要。根據創投產業觀察，美國新創圈的降價募資潮已經從早期輪次滲透到A輪、B輪，橋接資金的條件也愈趨嚴苛，內部投資人更積極篩選能持續成長的投資組合公司。這代表反稀釋條款不再只是理論上的風險，而是正在被實際觸發的條款。台灣新創在近兩年募資環境轉冷、投資人更謹慎評估燒錢速度與獲客成本的背景下，也開始出現類似的壓力訊號，律師在協助客戶談判新一輪募資條款時，應該把「上一輪的反稀釋條款會如何反應」納入估值談判的前置評估，而不是等到降價募資真的發生才處理。

四、董事會控制權與保護性條款

經濟性條款決定「錢怎麼分」，控制性條款決定「誰說了算」，而董事會正是控制權的核心戰場。多數募資輪次會約定投資人取得一席或多席董事席次，隨著輪次增加，投資人董事的席次也可能逐輪累加，稀釋創辦人在董事會裡的表決權比重。實務上常見的董事會結構安排，是在種子輪或A輪階段，由創辦人、投資人各推派一席，再共同同意一席獨立董事，藉此在雙方之間保持平衡；但隨著募資輪次增加，若每一輪投資人都要求新增席次，創辦人很可能在B輪、C輪之後，發現自己在董事會裡已經不再是多數。

比席次分配更需要留意的，是保護性條款（Protective Provisions），意味著投資人對一份清單裡的重大事項享有否決權，常見項目包括：發行新股或改變股權結構、處分公司重大資產、修改章程、發行或調整員工選擇權池、更換執行長、清算或出售公司、對外舉債超過一定金額等等。這份清單看似都是「合理的保護機制」，但清單愈長，創辦人在日常營運上能夠獨立決策的空間就愈小，甚至可能出現創辦人在董事會席次上占多數、但關鍵事項仍需要投資人董事點頭才能推動的矛盾局面。

台灣公司法對董事會組成與特別股股東權利，留有相當的章程自治空間，這也是為什麼律師必須在章程設計與股東協議草擬階

段，就把保護性條款的範圍談清楚，而不是簡單援用投資人提供的範本條款清單，逐項確認每一個否決權項目的門檻是否合理、是否會被濫用來阻擋公司正常的營運決策。一個常見的談判折衷方案，是針對特定敏感事項（例如更換執行長、清算或出售公司），約定必須同時取得創辦人董事與投資人董事的多數同意，而非單方陣營即可否決或通過，藉此在保障投資人下檔風險的同時，避免創辦人在關鍵時刻完全喪失話語權。

五、贖回權與Pay-to-Play條款

贖回權（Redemption Rights）允許優先股股東在特定年限後（常見約定為投資後五至七年），要求公司以約定價格買回其股份。這個條款平常可能沉睡在合約深處，一旦公司遲遲沒有走到退場、投資人失去耐心，贖回權就會變成一顆隱藏的未爆彈，尤其對現金流本就吃緊的新創而言，被要求在特定期限內拿出現金買回股份，可能是壓垮公司的最後一根稻草。律師應該提醒創辦人，贖回權條款不只是理論上的保護機制，往往是實質的財務義務，甚至和投資人自己的財務狀況也會有高度相關，因此談判時，若無法避免贖回條款，則應盡量爭取較長的觸發年限、要求分期支付而非一次性給付，或以其他退場保障機制（例如董事會可以主動啟動出售程序的權利）取代贖回權。

Pay-to-Play條款則規定，既有優先股股東如果沒有依比例參與後續募資輪次，將喪失部分優先股權利（例如清算優先權降為與普通股相同，或喪失反稀釋保護），藉此促使早期投資人在公司陷入困境時繼續加碼。這個條款通常是對投資人的義務，因此對創辦人而言未必是壞事，它某種程度上把早期投資人與公司命運綁得更緊，尤其在募資環境轉冷、公司需要橋接資金度過難關時，Pay-to-Play能有效篩選出真正願意支持公司的長期投資人。但這也可能在後續募資談判中，成為既有投資人與新進投資人角力的引爆點，律師應提醒創辦人及早評估既有投資人的跟投意願與能力，善用Pay-to-Play條款，避免逼走原本善意的早期支持者。

六、強賣權vs優先認股權

強賣或拖售權（Drag-Along Rights）允許持有一定比例股權的多數股東（通常是投資人聯合起來達到門檻），在退場交易時強制其餘少數股東（可能包含創辦人本人）一併出售股份，即使少數股東並不同意交易條件，多數股東也可以強制股東將公司所有股份出售。這個條款存在的目的，是避免少數股東在併購交易中「卡住」整筆交易，但對創辦人而言，也意味著在某些情境下，即使自己不滿意出售條件，仍可能被迫接受，對其對未來更有野心的創辦人而言，過早出售公司往往違法自己的意願，但可能因為強賣權的行使，讓自己的意願無法被貫徹。談判時，創辦人可以爭取的保護機制包括：強賣權的門檻不宜過低、要求每股對價不得低於特定基準、或約定創辦人在特定條件下仍保有一定的同意權。

優先認股權（Pro-rata Rights / Right of First Refusal, ROFR）則是保護既有股東（包含創辦人與早期投資人）在後續募資輪次中，有權依現有持股比例優先認購新股，避免自己的持股比例在公司持續募資的過程中被過度稀釋。這是創辦人在談判早期輪次時，值得

主動爭取納入自身權利的條款，而不是只把它想成是投資人的專利。隨著次級市場交易在2026年逐漸成為新創股權流動性的重要管道，優先認股權與相關的股份轉讓限制條款，也開始延伸適用到既有股東之間的股份轉售，律師在設計條款時，應一併考量未來可能出現的次級交易情境。

七、資訊權與其他治理條款

投資人通常會要求定期取得公司財務報表、預算計畫，甚至查帳權，並針對重大事項（例如簽署重要合約、人事異動、智慧財產權處分）設有事先通知或會前討論義務。這些條款單獨看起來都是合理的治理機制，但疊加起來，可能對新創原本需要的營運彈性造成實質限制，律師在審閱時應協助創辦人評估資訊揭露的頻率與範圍是否合理，同時確認條款是否設有適當的保密義務約束投資人，避免公司的敏感營運數據透過資訊權條款外流到潛在的競爭對手或其投資組合中的其他公司，這在同一個投資人同時投資多家同業競爭者的情況下，尤其值得注意。

八、小結：條款之間彼此牽動，不能拆開來看

以上七個條款，看似各自獨立，實際上彼此牽動，任何一條單獨看起來「還可以接受」的條款，一旦與其他條款組合在一起，都可能產生加乘效果。舉例而言，參與型清算優先權加上完全棘輪反稀釋，會在降價募資的情境下，讓創辦人同時承受兩層稀釋，一層來自反稀釋條款調整的認股價格，另一層來自清算優先權在退場時的雙重分潤；而強賣權加上偏低的董事會控制權，則可能讓創辦人在既不同意交易條件、又無法在董事會阻擋交易的情況下，被迫接受一筆自己認為不划算的出售案。這也是為什麼律師在審閱Term Sheet時，不能只是逐條確認每一項條款「單獨來看」是否合理，而必須把整份文件當成一個系統，模擬各種條款組合在不同情境下如何交互作用，這正是接下來的案例試算想呈現的地方。

肆、案例試算：同一張估值，兩種退場結局

為了讓「條款細節重於估值頭條」這句話不單純只是抽象的提醒，以下用一個簡化的假設案例，模擬同一家公司在不同退場金額下，各輪投資人與創辦團隊實際拿到的金額。以下數字為便於說明所做的簡化示範，未考量稅務、交易成本與實際契約細節，不代表任何真實個案。

一、假設條件

某新創依序完成三輪募資，累積募得7,500萬美元，退場時清償順序依「後輪優先於前輪」堆疊（即最後一輪C輪最優先受償）：

輪次	募資金額	清算優先權設計	完全稀釋後持股比例
A輪	500萬美元	1倍，非參與型	15%
B輪	2,000萬美元	2倍，參與型	15%
C輪	5,000萬美元	1倍，參與型，附完全棘輪反稀釋	20%
創辦人	—	—	40%
員工選擇權池	—	—	10%

二、三種退場情境下的實拿金額（堆疊清償順序）

退場金額	創辦人 ＋員工選擇權池	A輪投資人	B輪投資人	C輪投資人
3,000萬美元	0美元	0美元	0美元	3,000萬美元（僅回收0.6倍本金，仍是虧損）
8,000萬美元	0美元	0美元	3,000萬美元（未達2倍優先權，僅回收1.5倍）	5,000萬美元（剛好拿回1倍本金）
2億美元	5,500萬美元（占比僅27.5%，遠低於帳面50%持股）	1,650萬美元（3.3倍回報）	5,650萬美元（2.825倍回報）	7,200萬美元（1.44倍回報）

三個情境呈現出三種完全不同、卻同樣值得創辦人注意的畫面：

第一，**8,000萬美元的退場，聽起來是一次成功的出售**，公司從7,500萬美元的募資總額成長到8,000萬美元的出售價，帳面上似乎沒有虧錢。但因為清算優先權堆疊的總金額高達9,500萬美元，超過退場金額本身，創辦團隊、員工，甚至最早期承擔最高風險的A輪投資人，最終都是零。這正是清算優先權「隱藏殺傷力」最典型的展現——一場帳面上不虧錢的交易，對創辦人而言卻是徹底的白忙一場。

第二，**即使退場金額高達2億美元、遠遠超過募資總額**，創辦團隊與員工選擇權池合計持有50%的完全稀釋股權，實際拿到的金額卻只占整筆交易的27.5%。差額被參與型優先股股東的「雙重分潤」機制吸收——B輪與C輪投資人在拿回優先權金額之後，還能按比例參與剩餘價值分配，等於同一筆錢被分了兩次。

第三，這個案例也提醒創辦人，清算優先權同樣可能反噬投資人自己——在退場金額不夠理想的情境下，即使是清償順序最優先的C輪投資人，也可能無法拿回原始投資金額，這也是為什麼投資人在後期輪次談判時，往往更堅持較高的優先權倍數與參與權，形成一種各方互相加碼保護自己的軍備競賽。

第四，這三個情境合併起來看，也說明了為什麼創辦人不能只用「這一輪估值談到多少」的角度評估一次募資，而必須同時自問：如果退場金額落在保守情境、中性情境與樂觀情境，自己實際能拿到的金額分別是多少？這個習慣，遠比單純追逐更高的估值數字，更能保護創辦人長期的利益，也更貼近本文開頭所引述的那句提醒：真正決定結果的，是契約條款，不是頭條。

三、堆疊vs同順位：清償順序的博弈

以8,000萬美元的退場情境為例，如果三輪投資人並非採取「後輪優先於前輪」的堆疊設計，而是談定「同順位（Pari Passu）」清償——也就是所有優先股股東在清算優先權金

額上，依各自主張的金額比例平均分配──結果會出現明顯的變化：三輪投資人主張的優先權總金額為9,500萬美元（A輪500萬美元1倍、B輪4,000萬美元2倍、C輪5,000萬美元1倍），退場金額8,000萬美元不足以完全覆蓋，因此依比例分配，A輪投資人可以拿回約421萬美元、B輪約3,368萬美元、C輪約4,211萬美元。與堆疊設計相比，A輪投資人從原本的血本無歸，變成至少拿回部分本金；C輪投資人則從原本拿回全部1倍優先權，變成也要承擔一定比例的損失。

這個對照凸顯了一個容易被忽略的重點：清償順序的談判籌碼，只有在退場金額不足以完全覆蓋所有優先權金額時，才會真正影響投資人之間的分配結果；但問題正在於，創辦人往往無法在募資當下預知未來退場金額是否足夠，這也是為什麼順位條款值得跟倍數同等重視──即使在這個案例裡，順位設計主要影響的是投資人彼此之間的分配，對創辦人本身在這兩個情境下都是零，但當公司在後期輪次談判清償順序時，創辦人若能協助早期投資人爭取同順位地位，某種程度上也是在維護與早期投資人之間的長期信任關係，避免公司內部因為條款設計而產生投資人陣營之間的利益衝突。

律師在協助創辦人審閱Term Sheet時，應該主動提出「用不同退場金額跑一次waterfall試算」的建議，讓創辦人在簽約前，就看清楚不同結局下自己實際能拿到多少錢，而不是等到退場那一天才第一次認真計算。

Good Technology案例還點出另一個容易被忽略的風險：員工若在公司估值高點行使認股權，可能已經依當時的公允價值繳納所得稅（在美國常涉及替代性最低稅負制，AMT），但若公司最終因清算優先權疊加而在退場時未能讓普通股拿到相對應的價值，員工等於是為了一筆從未真正落袋的帳面獲利，先繳了稅。台灣雖然在員工認股權的課稅時點與美國制度不同，但同樣存在員工於低價認股後，公司估值成長階段須就孳息或分紅課徵所得稅的情境，律師在設計員工激勵方案時，應一併考量退場情境下清算優先權對員工實際收益的侵蝕，避免員工陷入「稅先繳、錢沒拿到」的窘境。

伍、台灣法律框架下的操作與限制

清算優先權、反稀釋、董事會保護性條款這些機制，在台灣主要透過特別股與股東協議（SHA）兩種工具落地。

公司法第157條規定，公司發行特別股時，應在章程中訂明特別股股東的權利事項，包括股息與紅利分派順序、賸餘財產分配順序、表決權之順序、限制或無表決權、複數表決權或對於特定事項之否決權、轉換權，以及當選董事、監察人之權利等。這代表台灣公司法對特別股的權利設計，其實留有相當大的章程自治空間，清算優先權、參與型／非參與型設計，理論上都可以透過特別股條款與投資協議的搭配安排實現。

若進一步採行閉鎖性股份有限公司，彈性又更高一階，例如複數表決權特別股在一般股份有限公司仍受一定限制，但閉鎖性公司在章程自治上享有更寬廣的空間，包括允許非公開發行公司設計更貼近國際創投慣例的

股權結構，這也是為什麼近年不少台灣新創在募資前，會評估將公司組織型態轉換為閉鎖性股份有限公司，以便更精確地複製國際創投常見的Term Sheet條款設計。

不過，實務上真正容易產生爭議的，往往不是章程本身的設計空間夠不夠，而是章程與股東協議（SHA）之間的效力位階。許多條款（例如強賣權、優先認股權、資訊權）基於商業機密考量，投資人與創辦人多半傾向以股東協議、而非公開登記的章程來約定，但股東協議對第三人（尤其是未來加入的新股東）不具有當然拘束力，也可能與章程規定產生衝突。律師在協助新創設計整體募資架構時，應同時檢視章程與股東協議的一致性，並提醒創辦人哪些條款必須落實到章程層次才能對抗第三人，哪些條款可以留在股東協議的契約層次處理。

另一個台灣新創圈近年愈來愈常遇到的問題，是SAFE（Simple Agreement for Future Equity）與可轉換公司債等國際常見的早期募資工具，在台灣公司法架構下的操作限制。SAFE本身並非台灣公司法下的既有工具，實務上多半需要透過可轉換公司債或其他變通設計達成類似效果，這也連帶影響到清算優先權與反稀釋條款如何在轉換時點正確落地，律師在協助早期新創設計募資文件時，應特別留意轉換機制與前述經濟性條款之間的銜接是否完整。若新創進一步規劃跨境募資或引入境外基金作為投資人，境外控股架構（例如開曼或BVI公司）下的條款設計，通常會更貼近矽谷慣例，但也需要一併處理兩地公司法與稅務規定之間的落差，這往往是律師能提供最高附加價值、卻也最考驗跨法域協調能力的環節。退場階段的稅務規劃，同樣是清算優先權談判時經常被忽略的一環。若交易架構是以股份轉讓方式進行，個人股東出售未上市公司股份，目前原則上免徵證券交易所得稅；若公司採境外控股架構，出場所得可能同時牽涉境內外的稅務申報與可能的股利扣繳義務，律師與會計師在交易架構設計階段就應該一併納入考量，避免創辦人在拿到清算優先權分配後的淨額，又因稅務規劃不周而進一步縮水。

陸、給創辦人與律師的談判與審閱checklist

在簽署Term Sheet之前，創辦人與協助審閱的律師，可以依循以下清單，確保沒有遺漏真正決定退場結局的關鍵條款。這份清單適合在每一輪募資的Term Sheet談判初期，由創辦人與律師共同檢視一遍，清單裡的許多條款，在種子輪與天使輪階段，投資人開出的版本通常相對單純，真正複雜的組合，往往是從A輪、B輪開始才逐漸浮現，這也代表越早期建立審閱的習慣與標準流程，後面幾輪談判時就越不容易因為條款疊加而措手不及：

一、**選擇權池的計算基礎**：選擇權池是計入Pre-money還是Post-money？稀釋成本由誰吸收？這一輪真的需要擴充這麼大的選擇權池嗎？

二、**清算優先權的堆疊總額**：這一輪的清算優先權倍數與參與方式為何？加上前面所有輪次的優先權金額，總堆疊金額是多少？是否已經超過公司目前

可預見的合理退場金額區間？

三、**清償順序的設計**：清算優先權的清償順序是「後輪優先」還是「同順位（Pari Passu）」？在退場金額不足以覆蓋全部優先權時，這會如何影響各方的實拿金額？

四、**反稀釋機制的選擇**：這一輪是完全棘輪還是加權平均？是廣義還是狹義計算基礎？上一輪的反稀釋條款，會如何反應在這一輪的估值談判上？

五、**董事會實質控制權**：董事會席次分配之後，創辦人是否仍握有實質的多數決？獨立董事的推派機制是否對雙方都公平？

六、**保護性條款清單的合理性**：清單裡哪些事項會實質限制公司日常營運的彈性？門檻是否合理，還是投資人範本條款的照單全收？

七、**贖回權的觸發條件**：是否存在贖回權？觸發年限是多久？公司屆時是否有能力履行贖回義務？能否爭取分期給付？

八、**Pay-to-Play的後續效應**：這個條款是否會在後續募資輪次中，成為既有投資人與新進投資人角力的引爆點？

九、**拖售權的門檻與保障**：拖售權的門檻是多少？創辦人在什麼情況下可能被迫接受自己不同意的交易條件？是否設有每股最低對價的保障？

十、**實際跑過waterfall試算**：這一輪的條款，是否已經用兩到三個不同的退場金額情境，實際跑過一次waterfall試算，讓創辦人看清楚不同結局下自己實際能拿到多少錢？

最後一項，或許是整份清單裡最重要、卻最常被跳過的一步。多數創辦人在募資階段，習慣把注意力放在「怎麼把這輪談成」，而不是「這輪談成之後，未來會發生什麼事」。律師的角色，正是要在募資的興奮情緒之外，提供這一份冷靜的算式。

柒、結語

估值只是新創募資故事的序章，真正決定創辦人命運的劇本，寫在Term Sheet裡那些看似不起眼的條款細節之中。清算優先權的倍數與參與方式、反稀釋機制的選擇、董事會控制權的分配、贖回權與拖售權的觸發條件──這些條款平常沉默地躺在合約深處，卻會在退場那一天，一次性地決定創辦人與員工是滿載而歸，還是兩手空空。

對律師而言，服務新創客戶的價值，不應該只是把關法律風險、確認條款合法有效，更重要的是，能夠在簽約的那一刻，就幫創辦人看見十年後可能發生的結局，並且用具體的數字，讓創辦人真正理解自己正在簽下什麼。這或許正是新創法律服務最核心、也最難被取代的價值所在──條款是死的文字，但律師能讓創辦人在簽字之前，先看見這些文字在不同未來裡會活成什麼樣子。

當年Good Technology的員工們，是在拿到退場消息的那一刻，才第一次意識到清算優先權疊加的真實重量。對台灣新創圈而言，與其等待類似的案例在本地上演，不如把這篇文章當成一份提醒──在下一次簽下Term Sheet之前，先把試算表打開。