

國立臺灣大學管理學院碩士在職專班商學組

碩士論文

Executive MBA Program in Business Administration

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis



可轉換證券對新創公司治理之影響

Influence of Convertible Securities on Startup Corporate  
Governance

許杏宜

Hsing-I Hsu

指導教授：郭佳瑋博士

余峻瑜博士

Advisor: Chia-Wei Kuo, Ph.D.

Jiun-Yu Yu, Ph.D.

中華民國 111 年 7 月

July, 2022

國立臺灣大學碩士學位論文  
口試委員會審定書

可轉換證券對新創公司治理之影響  
Influence of Convertible Securities on Startup  
Corporate Governance

本論文係許杏宜君（學號 P07748037）在國立臺灣大學管理學院碩士在職專班 EMBA 107A 商學組完成之碩士學位論文，於民國一百一十一年七月十九日承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明

口試委員：

蔡文清

（指導教授）

余峻瑞

（指導教授）

邱明慧

陳俊忠

系主任、所長

楊昭榮

## 中文摘要



新創公司的公司治理，是相對被忽略的議題。因為新創公司需要經常募資，股東人數隨著時間經過不斷增加，而董事會的組成也會越趨複雜，因此新創公司治理經常存在著衝突。

因應新創公司的募資需求，實務上發展出不同的募資工具，包含可轉換特別股、可轉換債、SAFE 及 KISS 這四種可轉換證券。本文重視新創公司治理的重要性，以代理成本理論為研究架構，以次級資料蒐集法及訪談為研究方法，分析可轉換特別股、可轉換債、SAFE 及 KISS 這四種可轉換證券對種子期新創公司公司治理所造成的影響。

本文認為，四種可轉換證券分別對新創公司治理造成不同程度的資訊不對稱及代理成本。不過，即使新創公司的公司治理問題隨著募資的進程呈現衝突增加的趨勢，但從代理成本來看，種子期使用 SAFE 的新創公司，其代理成本可能反倒是在種子期較高，直到 SAFE 被轉換為種子系列特別股後略微下降，再重新隨著募資的進程升高。

本文肯定 SAFE 作為募資工具的價值，同時建議如果要降低種子期使用 SAFE 的代理成本，可以在 SAFE 文件裡加上資訊權、獨立董事設置或給予董事會觀察員席次的約定，以降低資訊不對稱的程度及代理成本。

關鍵字：新創公司、公司治理、可轉換特別股、可轉換債、SAFE、KISS、代理成本

**THESIS ABSTRACT  
BUSSINESS ADMINISTRATION  
COLLEGE OF MANAGEMENT  
NATIONAL TAIWAN UNIVERSITY**



**NAME : Hsing-I Hsu**

**MONTH/YEAR July, 2022**

**ADVISER : Chia-Wei Kuo, Ph.D.**

**TITLE : Influence of Convertible Securities on Startup Corporate Governance**

Startup corporate governance is a relatively less-often discussed issue as compared to the governance of public companies. This thesis emphasizes its importance. Because fundraising is an ongoing effort in startups and the number of their shareholders increase over time, startup governance also becomes more complicated. Startup governance issues exist with different sets of intensions among various participants.

When a startup raises funds, it has the options to issue convertible preferred stocks, convertible notes, Simple Agreements for Future equity (SAFE) or Keep It Simple Securities (KISS). Adopting the agency cost theory as its framework, this thesis aims to analyze influence of these four types of convertible securities on startup corporate governance in the seed stage.

Each type of convertible security results in different levels of information asymmetries and agency costs on startups. While startup governance intensions may be on an increasing pattern over a startup's lifetime span, this thesis argues that agency costs for startups using SAFEs in the seed stage are relatively higher until those SAFEs are converted into series seed preferred stocks. Thereafter, startup agency costs increase again with each round of financing.

SAFE is a convenient, cost-saving, and efficient funding tool. To reduce the agency costs that SAFE may create for startups without prejudice to its strengths, granting investors an information right is worth consideration given that this obligation is easy to perform by startups. In addition,

requesting startups to have an independent director or granting SAFE investors a right to appoint a board observer are also potential solutions.



Keywords : Startup company, Corporate governance, Convertible preferred stock, Convertible note, Simple Agreement for Future Equity, Keep It Simple Security, Agency cost.

# 目 錄



|                                |      |
|--------------------------------|------|
| 口試委員會審定書 .....                 | i    |
| 中文摘要 .....                     | ii   |
| THESIS ABSTRACT .....          | iii  |
| 目 錄 .....                      | v    |
| 圖目錄 .....                      | vii  |
| 表目錄 .....                      | viii |
| 第一章 緒論 .....                   | 1    |
| 第一節、 研究背景與動機 .....             | 1    |
| 第二節、 研究問題與研究架構 .....           | 3    |
| 第三節、 研究方法 .....                | 4    |
| 第二章 文獻回顧 .....                 | 6    |
| 第一節、 關於新創公司治理的文獻 .....         | 6    |
| 第二節、 關於新創公司募資工具的文獻 .....       | 7    |
| 第三節、 關於代理成本理論的文獻 .....         | 9    |
| 第三章 新創與公司治理 .....              | 12   |
| 第一節、新創公司之定義 .....              | 12   |
| 第二節、新創公司募資生命階段 .....           | 13   |
| 第三節、新創公司的公司治理問題 .....          | 15   |
| 第一項 新創公司在法律上的定位 .....          | 15   |
| 第二項 新創公司與其他私人公司在公司治理上的差異 ..... | 18   |
| 第三項 新創公司與上市公司在公司治理上的差異 .....   | 20   |
| 第四項 小結 .....                   | 21   |
| 第四章 新創公司使用之可轉換證券 .....         | 23   |
| 第一節、 可轉換特別股 .....              | 23   |
| 第二節、 可轉換債 .....                | 26   |



|      |                        |    |
|------|------------------------|----|
| 第三節、 | SAFE .....             | 29 |
| 第四節、 | KISS .....             | 31 |
| 第五節、 | 四種可轉換證券之比較 .....       | 33 |
| 第五章  | 可轉換證券與新創公司治理 .....     | 37 |
| 第一節、 | 可轉換特別股對新創公司治理的影響 ..... | 38 |
| 第一項  | 從垂直代理問題分析 .....        | 38 |
| 第二項  | 從水平垂直代理分析 .....        | 39 |
| 第二節、 | 可轉換債對公司治理的影響 .....     | 39 |
| 第一項  | 從垂直代理問題分析 .....        | 39 |
| 第二項  | 從水平代理問題分析 .....        | 41 |
| 第三節、 | SAFE 對公司治理的影響 .....    | 41 |
| 第一項  | 從垂直代理成本分析 .....        | 41 |
| 第二項  | 從水平代理問題分析 .....        | 42 |
| 第四節、 | KISS 對公司治理的影響 .....    | 43 |
| 第一項  | 從垂直代理成本分析 .....        | 43 |
| 第二項  | 從水平代理成本分析 .....        | 44 |
| 第五節、 | 小結 .....               | 44 |
| 第六章  | 訪談紀錄 .....             | 51 |
| 第一節  | 投資人訪談 .....            | 51 |
| 第二節  | 新創公司訪談 .....           | 56 |
| 第三節  | 小結 .....               | 59 |
| 第七章  | 結論 .....               | 62 |
| 第一節、 | 研究結論 .....             | 62 |
| 第二節、 | 研究建議 .....             | 64 |
| 參考文獻 | .....                  | 66 |

## 圖目錄



|  |    |
|--|----|
| 圖 3.1 新創公司募資生命階段.....                  | 14 |
| 圖 3.2 台灣法律股份有限公司的分類.....               | 16 |
| 圖 3.3 美國法律下 Corporation 的分類.....       | 17 |
| 圖 5.1 本文認為種子期使用 SAFE 的新創公司代理成本變化趨勢.... | 46 |

# 表目錄



表 4-1 四種可轉換證券比較.....35



# 第一章 緒論

## 第一節、研究背景與動機

在新創已經變顯學的今日，新創募資的工具也發展得益發蓬勃。在美國，除了行之有年的可轉換特別股 (convertible preferred stock)外，可轉換債 (convertible note, convertible promissory note, convertible debt)也逐漸脫離原先過橋融資 (bridge loan)工具的角色，轉變成為新創公司前種子輪 (pre-seed round)和種子輪 (seed round)的常見募資工具 (Coyle and Green, 2018)。此外，有鑒於可轉換特別股及可轉換債仍需要一定的談判時間跟律師費成本，晚近這十年來，美國實務上也出現了SAFE (Simple Agreement for Future Equity; SAFE) 與 KISS (Keep It Simple Security; KISS)，希望能加速投資人跟新創公司之間的談判。SAFE 跟 KISS 的出現，逐漸改變了新創公司種子期融資的面貌，並擴散到美國以外的地區。

過去，台灣受限於公司法的架構，加上對美國融資模式的不熟悉，因此新創公司多採用普通股的募資架構，少數用可轉換特別股的台灣新創公司必須出走到境外地區架設公司。然而，這些年來美國募資模式逐漸引入台灣，加上台灣公司法大幅修正，因此實務上，台灣的投資人跟創業者，不管公司是設在台灣還是境外地區，都越來越多採用可轉換證券，包含可轉換特別股、可轉換債及 SAFE<sup>1</sup>。

可轉換特別股、可轉換債、SAFE 與 KISS，這四種可轉換證券各有其特性及優缺點。新創公司在選擇使用哪一種募資工具時，考慮的多半是哪一個對其比較有利，例如哪一種募資工具能夠維持創辦人(founder)對公司的主導權，同時又可以拿到比較好的估值(valuation)？而投資人考慮的，是如何極大化對公司的現金流量權及控制權。不管是新創公司還是投資人，雙方共同會考慮的因素是募資工具所牽涉的談判時間及交易成本。以上這四種可轉換證券對投資人與新創公司的優劣，實務

---

<sup>1</sup> 受限於本文作者的實務經驗，本文作者尚未聽聞有台灣的新創公司採用 KISS。

上已經有非常多的討論。但是，這些討論幾乎沒有從新創公司治理的角度來思考募資工具的優劣。

向來我們談公司治理，幾乎都聚焦在上市櫃公司，間則關愛家族公司。但對於新創公司，我們幾乎只關注如何讓新創公司存活、成長，而鮮少把目光放到新創公司的公司治理上。這樣的現象有兩種潛在意涵。第一，社會大眾認為新創公司規模較小，因此新創公司的公司治理對來說相對不重要。第二，則是新創公司的公司治理相對單純，衝突也較少，不需要太多的討論。然而，這兩個觀念都不一定正確。

首先，新創公司的公司治理不會不重要，畢竟新創公司要存活、成長，取決於新創公司的執行能力，而一個健康的公司治理框架有利於公司執行能力的確保。美國血液檢測公司 Theranos 的醜聞轟動了世界，就說明了新創公司也需要良好的公司治理，才能確保公司的存活及成長。第二，新創公司因為經常需要對外募資以及員工獎酬配股<sup>2</sup>的特性，使得新創公司利害關係人之間的衝突可能比多數人想得還要多。根據蘋果日報在 2019 年的報導，國內的柯賓漢數位金融科技有限公司因創辦人與股東日本創投公司 Infinity Venture Partners 之間的經營權之爭黯然停業，雙方還互提背信、妨害自由及妨害名譽告訴。在停業之前，該公司一度還被當時的科技部長陳良基讚揚為「最有可能成為市值突破十億美金的獨角獸公司」。類似柯賓漢數位金融科技有限公司這種糾紛，其實在新創圈所在多有，個別案件對投資人、員工、消費者已經有負面影響，所有案件累積起來的社會成本更是相當可觀。

因此，一種募資工具是優是劣，也應該從新創公司的公司治理角度來評價。本文試圖分析可轉換特別股、可轉換債、SAFE 及 KISS 這四種可轉換證券對新創公司的公司治理有什麼影響，並進而提出一些改善的建議。

必須說明的是這四種可轉換證券彼此間出現替代性的情形，主要是發生在新創公司的前種子(pre-seed)輪跟種子輪(seed round)階段的募資。以美國來說，在種子輪過後，新創公司幾乎全都是用可轉換特別股進行募資，只有過橋融資時才會用到

---

<sup>2</sup> 因為種子期不見得一定已經執行員工獎酬配股計畫，加上篇幅限制，因此本文就員工獎酬配股對新創公司治理造成的影響不多加分析。但實務上如何獎酬配股才不會影響創辦人的控制權，是相當受到關注的議題。

可轉換債、SAFE 或 KISS。至於台灣，新創公司在種子輪過後也已慢慢採用可轉換特別股，雖然還沒成為市場慣例。本文以下將種子輪跟種子輪之前階段的募資合稱為種子期(seed stage)，本文第五章跟第六章的分析及訪談將集中在這四種可轉換證券對新創公司種子期的公司治理影響，但在第三章仍會簡略介紹新創公司各生命階段及其公司治理狀態。

## 第二節、研究問題與研究架構

本文主要分析可轉換特別股、可轉換債、SAFE 及 KISS 這四種可轉換證券之特性，然後試圖回答下列問題：

- (一) 這四種可轉換證券各自會對新創公司種子期的公司治理產生什麼樣的影響？
- (二) 有沒有哪一種募資工具可能較不利新創公司種子期的公司治理？如果有哪一種募資工具較不利，有無改善的方法？

要回答上面的問題，牽涉到如何評價新創公司的公司治理狀態。關於公司治理，OECD 六原則幾乎已經成為國際認可的良好公司治理基準，其內容如下：

1. 確立有效公司治理架構之基礎
2. 股東權益、公允對待股東與重要所有權功能
3. 機構投資人、證券市場及其他中介機關
4. 利害關係人在公司治理扮演之角色
5. 資訊揭露和透明
6. 董事會責任

然而仔細審視 OECD 六原則，可以發現該原則係針對上市公司而定，此至少從第三項原則就可得知。如果以 OECD 六原則來分析新創公司的公司治理，可能會發生小孩穿大人衣服的情況。當然，也有不同機構試圖針對新創公司的公司治理提出不同的評量基準，例如巴西公司治理協會 (2020) 將新創劃分為四階段：點子發想(ideation)、驗證(validation)、市場打開(traction)與擴張(scaling)，並提出四個支柱：策略與夥伴(Strategic & Partnership)、人事與資源(People & Resources)、科技與智慧財產(Technology & Intellectual Property)和過程與可確責性(Processes &

Accountability)，針對不同階段的新創公司分別以四個支柱來描述應有的公司治理水準，但這並沒有成為主流共識。

向來公司治理的論述，不論是在經濟學界、商學界及法學界，都大量集中在代理成本分析。在缺乏公認的新創公司治理評價系統或準則之情況下，本文就募資工具對新創公司治理的分析討論，仍將以代理成本理論為分析架構，並在本文第二章會就部分的代理成本論述進行回顧。

### 第三節、研究方法

不同於上市公司，新創公司並沒有公開的股價可以進行統計，其他的財務資訊、公司股權結構及董事會組成也是不公開的，原始資料難以取得。因此本文將採用次級資料蒐集法及訪談法進行研究。

#### 一、次級資料蒐集法

本文所使用的次級資料，包含四種可轉換證券的常見範本協議文件、美國創投協會 (National Venture Capital Association; NVCA)、Carta 等機構所發佈的統計資料，以及學者論文及相關領域的書籍。本文將試著從整理這些次級資料，輔以本文作者個人的經驗及觀點，進行詮釋跟分析。

使用次級資料的限制在於次級資料可能時效落後、可能含有原始資料蒐集者的偏誤，而本文亦可能受限於作者個人經驗及主觀意識，而影響本文的分析及結論。尤其要強調的是，新創公司的代理成本高低無法量化，本文分析時四種可轉換證券代理成本高低時，依賴的是作者個人主觀的分析跟比較，沒有客觀數據加以支持。

另外，對四種可轉換證券的特徵進行分析時，本文是以特定的範本文件呈現出來的架構做探討，因此實務上一些五花八門變化可能改變可轉換證券本身的特徵，本文無法涵蓋與討論。

最後，受限於本文作者蒐集資料的能力，多數次級資料來自於美國，係針對美國的新創公司，因此不能反應個別地區新創公司的差異及在地實踐的變化。

#### 二、訪談法

因為使用次級資料進行詮釋跟分析，極有可能受限於作者個人經驗及主觀意識，因此本文同時也企圖採用訪談法，以驗證作者就可轉換證券對新創公司治理影響

的觀點。本文訪談了不同的投資人跟新創公司，以了解其對四種可轉換證券的看法，以及其選用特定種類可轉換證券的原因、切身的公司治理經驗及心得感想。在訪談的對象選擇上，投資人以願意投資早期新創公司的創投基金為主，而新創公司則以曾使用過四種可轉換證券任一種進行募資者為主要對象。

訪談法的限制在於，如果訪談者的訪談能力不佳、與受訪者的互動不順利、或受訪者表達能力不好、或受訪者自行離題，訪談結果將無法提供足夠有用的資訊。此外，因為訪談對象經驗各有不同，開始訪談之後各自會就自己的經驗抒發，因而實際上難以要求訪談對象依序就同樣的問題進行回答。

除上述限制外，使用訪談法，會因為受訪數量有限而無法取得大量樣本，因而限制了說服力跟解釋力。尤其因為訪談的對象是台灣的創投基金跟新創公司，台灣引入美國募資模式的時間較短，使用募資工具的經驗跟變化整體來說不如美國，因此台灣的訪談對象格外有限。

最後，本文使用的次級資料多數係美國地區的資料，但用來驗證本文觀點的訪談對象卻是台灣的創投基金跟新創公司，兩地之間人文、經濟及法律制度的差異未被考慮在內。

總的來說，依照訪談內容來驗證本文的觀點並進而作成結論，可能有極大的偏誤存在，此為本文的另一限制。

## 第二章 文獻回顧

當前媒體對新創公司跟公司治理的報導分別都可說是鋪天蓋地，但在學界中，有系統地對新創公司的公司治理問題進行研究的，相對並不算多。



### 第一節、關於新創公司治理的文獻

德國學者 Grundei and Talaulicar (2002) 二十年前就曾為文指出，公司治理跟新創公司都是新經濟中相當受到重視的議題，但將兩個主題合併做探討研究的文章卻相當少見。該文因此特別分析在德國新創公司使用 stock corporation 形式對公司治理的優缺點，並提出修改的建議。Ingley and McCaffrey (2007) 研究紐西蘭的新創公司董事會，認為新創公司是所有權集中的小企業，因此其公司治理應該是更接近管家理論 (stewardship theory, 指董事就是所有權人，因此適合當管家)與資源依賴理論 (resource dependence theory, 依賴其董事的能力與資源)。Broughman (2010) 指出，新創公司的董事會設置獨立董事，可以預防由創辦人控制或由投資人控制可能會發生的機會主義行為，而且獨立董事的功能與其說是在監督管理，倒不如說更是在創辦人跟投資人之間當個仲裁者。Pollman (2018) 則是在代理成本理論的基礎上，提出分析新創公司治理問題的系統性框架，並指出新創公司的公司治理問題隨著時間的演變變得更趨複雜，即相關參與者的衝突增加，是新創公司公司治理領域中的指標性文章之一。最近 Kaplan (2021) 則指出，新創公司的根本問題包含代理人問題、眾多的利益衝突、創辦人與投資人間的利益不一致的難題，這些可能都顯示新創公司也需要實施良好的公司治理準則，然而實施公司治理準則帶來的成本與新創對彈性的需求本身是有衝突的，因此在新創公司實施公司治理準則成為共識前，可以增加外部董事、提高董事會舉辦頻率等來改善新創的公司治理。

在實務界，其實 OECD (2006) 年曾公佈針對新興市場中非上市公司的公司治理論文集，提醒非上市公司的公司治理也值得大眾特別的注意，不過這是針對非上市公司而非僅是新創公司。另外也有創業家兼投資人 Feld and Ramsinghani (2013) 著書教導創辦人如何選擇及管理董事會成員，幫助我們了解創辦人在新創公司治理問題的處境與思路。



在國內，有林郁馨 (2014) 研究閉鎖性公司之公司治理與少數股東權之保障，其認為，為保障少數股東權，我國應盡速修法以制定一套適用於閉鎖性公司之公司治理守則，並使股東在發生股東僵局或不公平壓迫行為時能有更多元的救濟管道。吳思蓓 (2015) 則以公司治理觀點分析新創事業持有超額現金的影響，發現在融資限制與公司治理之交互影響下，有良好公司治理機制但面臨高融資限制之企業，其持有超額現金對公司價值之貢獻度比公司治理機制弱的企業更大，因而認為企業是否擁有良好之公司治理機制，是市場給予其持有超額現金評價之重要關鍵。黃琪禎 (2018) 則是針對國內非公開發行公司面臨的諸如缺乏組織彈性、契約自治受限、監督機制不彰、資金籌措不易、治理方針欠缺等困境進行探討，並參照英美兩國立法體例對我國現有的公司治理情形提出反思與批判。另外，任智瑋 (2020) 則是以打造臺灣資本市場成為獨角獸孕育平台的目標出發，探討雙層股權結構特別股與公司治理的關係，而黃朝琮 (2020) 則探索審議民主理論是否、如何可以適用於公司治理的脈絡。

不過，總的來說，相較於上市公司公司治理領域汗牛充棟的討論，新創公司的公司治理研究顯然還有成長空間。

## 第二節、關於新創公司募資工具的文獻

針對新創公司募資所使用的法律工具討論就較多，不過大多是從創投基金的角度去分析，因此著重在可轉換特別股帶來的公司治理衝突及創投基金的行為分析。Bratton (2001) 指出，其實創投基金在很多情況下仍是弱勢的，只能仰賴事先訂定的特別股契約，但特別股契約再怎麼訂都無法完美，仍然無法使特別股股東不受新創公司機會主義行為的傷害，而在法律上，以德拉瓦州領首的法院判決對特別股其實是有敵意的。Gordon (2006) 則是研究了 367 家由創投基金投資的新創公司其股東協議裡的出場條件，認為越到後期，創投基金取得越多的董事席次，因此越能在出場的條件約定上取得控制。Fried and Ganor (2006) 繼而指出，因為創投基金多用特別股投資，製造出由特別股東控制的董事會，這樣的董事會可能造成巨大的代理成本，因此提出一些改善的方法，例如在章程裡明白要求董事會在決策時要考慮非控制種類股份股東的利益等。Bratton and Wachter (2013) 則認為，特別股同時

存在著公司法跟契約法的雙重特性，然而法院的介入似乎在限縮或破壞創投基金藉由合約協商想達成的風險分配，繼而批評法律不應將普通股股東的權利置於特別股股東之上，認為企業價值應該以整體的股東權益來衡量。其他還有 Bartlett (2006)、Korsmo (2013) 跟 Strine (2013)，分析也都著重在可轉換特別股的特性及其帶來的影響。

除了對可轉換特別股跟創投基金的討論，當然也有從投資人或新創公司的角度分析新創公司的募資工具，此時研究對象就不僅僅是可轉換特別股。像 Green and Coyle (2016) 提醒，群眾募資平台 WeFunder 跟 Republic 提供新創公司使用的 SAFE，其實無法讓投資人享受新創公司上行(upside)的好處，而且在群眾募資平台上募資的新創公司不太可能日後會需要向創投基金募資，這跟 SAFE 內容預設新創公司會募集下一輪資金是相衝突的。兩位學者之後再進一步研究了 SAFE 跟 KISS 在美國及加拿大越來越廣泛使用的趨勢，並且提到 SAFE 跟 KISS 的公佈給各自的發明者都帶來了品牌形象。但該研究僅限於了解 SAFE 跟 KISS 的使用情形，而不對募資工具本身進行價值判斷 (Green and Coyle, 2018)。

實務界當然有很多對可轉換特別股、可轉換債、SAFE 跟 KISS 的研究與討論，但以本文作者的理解，多是從當事人權益角度、法律配套措施或者交易成本等面向進行討論，相對比較沒有從公司治理的角度對這幾種證券做評價上的比較。

在國內對新創公司的募資工具也探討頗多，有張庭 (2017)、陳怡安 (2017)、討論群眾募資，傅靖瑜 (2017)、賴志豪 (2019)、鄧茗佳 (2020)、賈晉宜 (2020)、蔡昌憲 (2020) 等討論其他籌資管道或工具，但多是從我國法律架構面進行探討，且不一定有包含本文所探討的四種可轉換證券。

因此，本文試圖涵蓋新創公司募資工具晚近的發展，將可轉換債、SAFE 跟 KISS 與可轉換特別股一併納入討論，並且從代理成本的角度來分析每種募資工具對新創公司的公司治理所帶來的影響。本文分析時所採取的立場是以新創公司整體利害關係人立場出發，而非從投資人或新創公司創辦人角度分析何者有利。如果把新創公司的公司治理問題比喻成一幅巨大的拼圖，本文企圖用四種可轉換證券的募資工具拼進一小塊，提供大家不同的想法與觀點。

### 第三節、關於代理成本理論的文獻

本文分析新創公司的公司治理問題，採用代理成本理論作為理論框架，因此本節針對代理成本理論進行文獻回顧。

在所有公司治理問題的討論中，代理成本幾乎可以說佔據了討論的核心。Jensen and Meckling (1976) 將公司描述為一系列的本人(principal)及代理人的契約關係，當本人依賴代理人採取行為時，代理人的行為就會影響本人的福祉，代理問題因此產生。因為現代經濟下，公司的所有權(equity ownership)跟經營權(management control)是分離的，因此公司注定會有代理問題的產生。代理成本可細分為三種：監督成本、連結成本與剩餘損失。除了股東與經理人之間會出現代理問題外，當公司對外舉債融資時，股東與債權人之間也會由於利益目標的不一致產生代理問題。事實上，只要兩個人以上必須要合作協力，代理成本就會出現，即使沒有清楚地本人與代理人的劃分。雖然在 Jensen and Meckling 之前，Berle and Meams (1932) 早已經指出，經營權與所有權的分離會導致企業行為偏離利潤最大化軌跡，但 Jensen and Meckling 進一步提出經營權與所有權分離所導致的治理問題成因及分析架構，並且日後成為討論公司治理的核心理論。

在經濟學界、商學界跟法律學界等，至今已有無數的文獻進一步發展代理成本理論，或運用代理成本理論進行各種現象的分析。在代理成本理論的框架下，代理成本產生的原因包含了本人跟代理人之間的資訊不對稱、利益不一致及風險偏好差異等，而資訊不對稱會加重代理問題的嚴重性。以跟新創公司有關的創投基金行為分析來說，美國已有許多文章討論創投基金投資新創公司所面臨的資訊不對稱及代理成本。其中，Bartlett (2006) 指出，傳統的代理成本理論的缺點在於未能指出股東是異質而不是同質的。這是因為，創投基金就算看好一家新創公司，但為了要限縮股東跟經理人之間的代理成本，通常還是會選擇用分段投資(staged investment)以及找其他家創投基金聯合投資(syndicated investment)這兩個方法，而新創公司在不同募資輪可能給投資人不同條件，因此在創投基金企圖控制股東跟經理人之間代理成本的同時，也為創投基金彼此之間製造了衝突，例如這些創投基金可能在新創公司下一輪募資及出場的議題上可能存在著不同的意見或想法。實

務上存在著創投基金身為股東彼此互相控告的例子，傳統的代理成本理論根本無法解釋這個現象。因此，Bartlett 認為，創投基金為了解決垂直代理問題(vertical agency problems)，即股東跟經理人之間的問題，卻同時創造出了水平代理問題(horizontal agency problems)，即創投基金股東之間內部的緊張關係，兩種問題同時存在 (Bartlett, 2006)。

在 Jensen and Meckling 與 Bartlett 的基礎之上，Pollman (2019) 進一步探討新創公司的垂直代理問題跟水平治理問題。其認為垂直代理問題可再細分為下列三種衝突：

- (1) 股東與董事會；
- (2) 董事會與創辦人(經營團隊)；與
- (3) 股東與創辦人(經營團隊)。

這裡要特別說明的是，傳統的代理成本理論只區分本人跟代理人，而將董事會跟以創辦人為首的經營團隊視同一體，但在法律上跟實務上，董事會跟創辦人其實兩者仍有區別。董事會負責決策並監督以創辦人為首的經營團隊，而經營團隊負責執行決策及經營日常事務。如果公司的業務表現不佳，董事會有可能歸咎於是經營團隊的原因，進而開除身為 CEO 的創辦人。類似的例子不勝枚舉。Pollman 即引用了 Broughman and Fried (2018) 的研究，其發現超過 60% 的新創公司在上市時，創辦人已經不再是 CEO。

另外，在水平代理問題上，不同股東之間彼此內部潛在的衝突，可再細分為下列三種：

- (1) 普通股股東相對於特別股股東。
- (2) 特別股股東相對於特別股股東；及
- (3) 普通股股東相對於普通股股東；

Pollman 還特別指出普通股股東內部也有兩種衝突存在。第一種是天使投資人跟創辦人之間，這是因為天使投資人多是拿普通股(或可轉換債)，因此新創公司在有天使投資人加入投資後，就開始產生水平代理問題，即使在初創時新創公司的股權結構仍相當單純。不過，Pollman 只簡單點出天使投資人跟創辦人之間的衝突而未就該衝突多加著墨，其係花了更多篇幅在討論另外一種普通股與普通股股東之

間的衝突，即員工跟創辦人之間。這是因為新創公司幾乎都會獎勵配普通股給員工，員工持股獎勵計劃在新創公司幾乎已經成為常規(norm)，這些員工因為身處不同的職位、甚至是否仍在職或已離職的差異，可能在控制權、出場對價以及出場後的機會(post-exit opportunities)上，跟創辦人(經營團隊)出現利益不一致的情況。

雖然將代理問題從垂直面向跟水平面向都再進一步做分類跟探討，但 Pollman 也強調，垂直代理問題跟水平代理問題是相互影響的，而且相關的參與者其角色也經常是重疊的，例如創辦人身兼普通股股東、董事及經營團隊三種身份，而創投基金則經常是董事兼特別股股東。總結來說，新創公司的公司治理問題不是靜態的，是動態而會隨著時間變化，其大體的趨勢是隨著時間的經過，不同的參與者彼此之間存在衝突或緊張的情況會增加 (Pollman, 2019)。

本文採用 Bartlett 跟 Pollman 的觀點，將新創公司的公司治理問題分為垂直代理問題及水平代理問題兩種，對四種不同可轉換證券對新創公司在種子期的公司治理造成的影響進行分析。

## 第三章 新創公司與公司治理



### 第一節、新創公司之定義

「新創公司」這個名詞，在一般的討論分析及新聞報導中經常使用，但其實這個名詞沒有精準而被共同接受的定義。

歐洲投資銀行 (2020) 曾在「從開始到擴大：如何促進歐洲新創」的文件中，將新創公司定義為追求市場、營收、員工人數成長，但仍在找尋可重複及可擴大商業模式的企業。而維基百科則是將新創公司 (Startup Company) 定義為由創業家進行追求、開發及驗證可擴大商業模式的事業；這一類的公司通常面臨高度的不確定性及極高的失敗率，但有少數確實能夠成功並建立起影響力。

比較歐洲投資銀行跟維基百科這兩個對「新創公司」的定義，後者多了「創業家」的要素，由於創業家在推動公司業務、募資及吸引鎂光燈方面都是新創公司的關鍵要角及資源(誰能想像沒有 Elon Musk 的 SpaceX?)，因此本文所討論的「新創公司」，主要採用維基百科的定義。

要特別說明的是，不論是維基百科還是歐洲投資銀行的定義，對新創公司的定義都沒有包含「創新」這個要素。換句話說，新創公司之所以有別於一般的創業，其區別在於新創公司追求公司的成長、並且想找出可擴大的商業模式，但其所提供的商品或服務內容不見得構成嚴格意義的「創新」或與「創新」有關。也正因為如此，台灣政府的創新創業政策，部分將新創公司中有創新能力者再特別區分出來。例如<具創新能力之新創事業認定原則>將「新創事業」定義為實收資本額在新臺幣一億元以下或員工數二百人以下且設立未滿五年之事業，但具創新能力之新創事業，則必須額外再符合獲得國內外創投投資或參加創業競賽獲獎等額外條件。

不過，即便新創公司不必然構成創新，多數時候我們在討論新創公司，多半有一種集體的預設和想像，就是新創公司至少有某種嶄新的發想或創意，這種新的發想或創意不見得構成全新的發明、技術或創造，但至少有機會滿足市場過去並未被滿足的需求(unmet needs)、改變市場上某種消費或生產行為，或未來對社會產生某些程度的影響，也就是說，這些新創公司做的或多或少要是 Thiel and Masters (2014) 所說的由 0 到 1，而不僅是由 1 到 n、複製提供大家已經熟悉的東西。因為是某種

嶄新的發想或創意，因此新創公司的失敗率極高，但也因此才能吸引人才燃燒熱情、吸引資本持續投入，而在社會資源分配上也應該予以某程度的支持，這是晚近十幾年為什麼新創公司佔據政策及媒體討論的主要原因之一。



## 第二節、新創公司募資生命階段

我們進一步來談新創公司的生命階段，如同前面所提到，新創公司因為需要驗證商業模式、擴大營業規模，因此會需要大量資金，多數的情況會需要靠經常性地對外募資來達成。

一開始，創業家可能有一個新點子、新想法，因此成立新創公司，變成創辦人。為了要將點子或想法具體化，做出產品或服務的原型，這時通常會由創辦人跟親朋好友 (Family, Friend, Fool; 3F) 投入一筆小資金。幸運的話，創辦人透過個人關係網絡或天使團體與一些天使投資人進行連結，此時也可能會有欣賞這家新創公司的天使投資人願意投資。創辦人、親朋好友跟天使投資人投入的資金是自有資金，投資的金額通常也不大，拿到的則是新創公司的普通股 (common stock) 或可轉換證券。在這個階段，新創公司股東人數都還只有幾位。

之後，新創公司為了需要測試產品或服務的市場接受度及驗證商業模式的可行性，需要第一次對外向經常投資新創公司的投資人進行募資，對象主要包含一些專注早期新創的創投基金、天使機構、天使基金以及部分個人天使，即俗稱的種子輪。

然後，新創公司第一次正式對外向創投基金等機構投資人進行募資，稱為 A 輪 (A Round)，第二次對外向創投基金等機構投資人進行募資，稱為 B 輪 (B Round)。C 輪、D 輪接著募資下去，依此類推。實務經驗顯示，一家新創公司可能每 12 至 24 個月就募資一次，而越到後來，出現的投資人態樣也會越來越多，除了創投基金外，還有企業創投基金、家族辦公室，甚至是私募股權基金、主權基金、避險基金等。

以上是用募資對象跟順序來區分，但市場上也有人用新創公司產品或服務的發展階段來區分種子輪、A 輪及 B 輪等。但依本文作者的經驗，因為不同產業的新創公司產品或服務發展歷程差異甚大，例如 SaaS 新創公司、IC 設計新創公司跟

製藥新創公司即不適合以產品服務發展階段放在同一尺規衡量，因此本文仍以募資對象跟順序來區分。

不過，一直募資下去，並不是新創公司的目標。投資人之所以投資新創公司，是希望能夠獲利，而這主要靠新創公司上市或被併購，來達到投資人獲利出場的目標。因此新創公司如果業務發展良好，通常就會尋求上市而變成一個公開公司，或者被併購而成為大企業下的子公司。

如果以圖形來表示，新創公司募資生命階段如下：

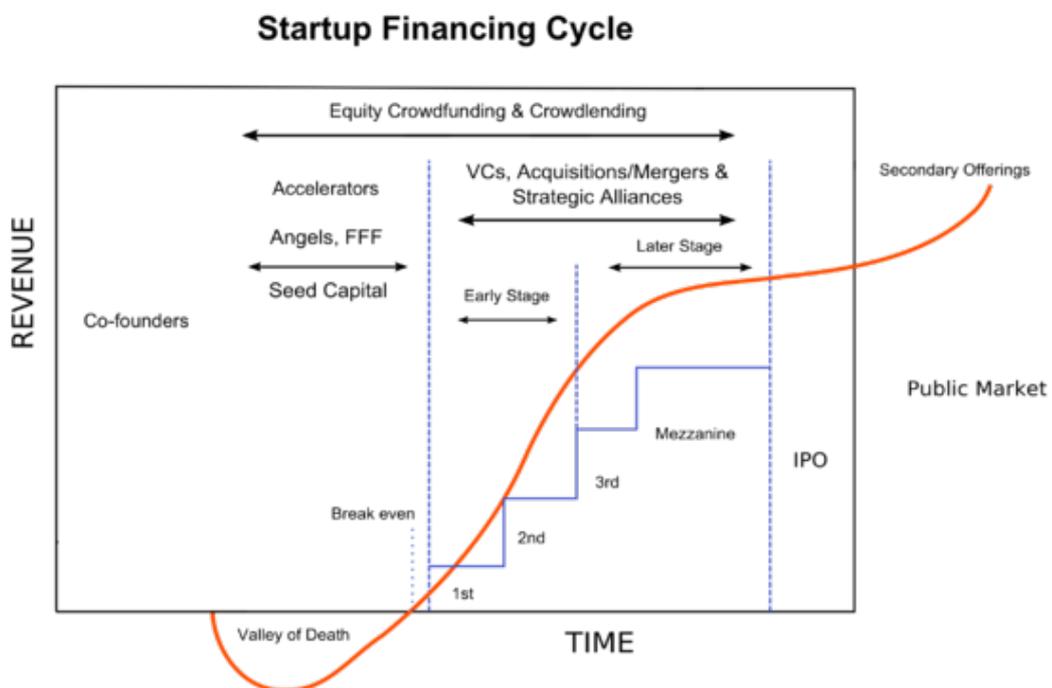


圖 3.1：新創公司募資生命階段

(資料來源：Wikipedia)

在種子期，如果這時候新創公司有募資的需求，因為這時候有可能無法確定新創公司的估值，此時通常會用可轉換債、SAFE 或 KISS 來募資；但如果能確定新創公司的估值，這時候新創公司對外募資會是發行種子系列特別股 (Series Seed Preferred Stock)。如果在前種子輪階段新創公司有發行可轉換債、SAFE 或 KISS 的話，那麼這些可轉換債、SAFE 或 KISS，會在種子輪時轉換成種子輪所發行的可轉換特別股。

種子輪之後的每一輪募資，新創公司都會再發行一個新系列的可轉換特別股，並以該輪命名，例如 A 輪募資所發行的可轉換特別股稱為 A 系列特別股 (Series A Preferred Stock)，B 輪募資所發行的可轉換特別股稱為 B 系列特別股 (Series B Preferred Stock)，依此類推。另外，在每一輪募資的中間，如果新創公司資金提早燒完、需要資金才能撐到下輪募資時，這時候也可能使用可轉換債、SAFE 或 KISS 來進行過橋融資。過橋融資所使用的可轉換債、SAFE 或 KISS，一樣會在下一輪募資時轉換成下一輪的可轉換特別股。

最後，當新創公司順利上市時，過去所發行多種系列的可轉換特別股就會在上市時全部被強制轉換成普通股，此時新創公司正式成為公開公司。至於被併購的情況，則取決於被併購的態樣及可轉換特別股的條件，轉換情形各有不同。

本文試圖分析比較可轉換特別股、可轉換債、SAFE 與 KISS 對新創公司治理的影響，基於實務上的經驗，這四種可轉換證券出現替代性或成為替代選擇的時間主要是種子期的募資階段，因此本文第五章分析這四種可轉換證券對新創公司治理的影響，主要是針對種子期的新創公司。

### 第三節、新創公司的公司治理問題

#### 第一項 新創公司在法律上的定位

「新創公司」被喊得沸沸湯湯的，但以台灣為例，其實台灣的法律幾乎沒有正式的「新創公司」定義。

台灣的公司治理規範主要是規定在公司法及證券交易法，以及兩部法律底下延伸出來的子法、法規命令與行政規則。但不論是公司法還是證券交易法，都沒有「新創公司」或類似的名詞定義。

以公司法來說，公司法將「股份有限公司」<sup>3</sup>分為「公開發行公司」及非公開發行公司，非公開發行公司則可再細分為一般的股份有限公司及閉鎖性股份有限公司。公開發行公司除必須遵守公司法外，還要另受證券交易法及相關子法令規範，

---

<sup>3</sup> 台灣的公司法尚有無限公司、有限公司、兩合公司，但因為相對數目遠較股份有限公司少，不是新創公司的主流公司形式，因此不在本文的討論範圍。

並且視其有無上市櫃或登錄興櫃，而須再遵守台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心針對上市櫃公司或興櫃公司制定的額外規定<sup>4</sup>。至於非公開發行公司，除證券的發行募集行為外，在公司治理的規範上僅需遵守公司法。以上這些主要跟公司治理有關的法令，無一設有「新創公司」的定義。

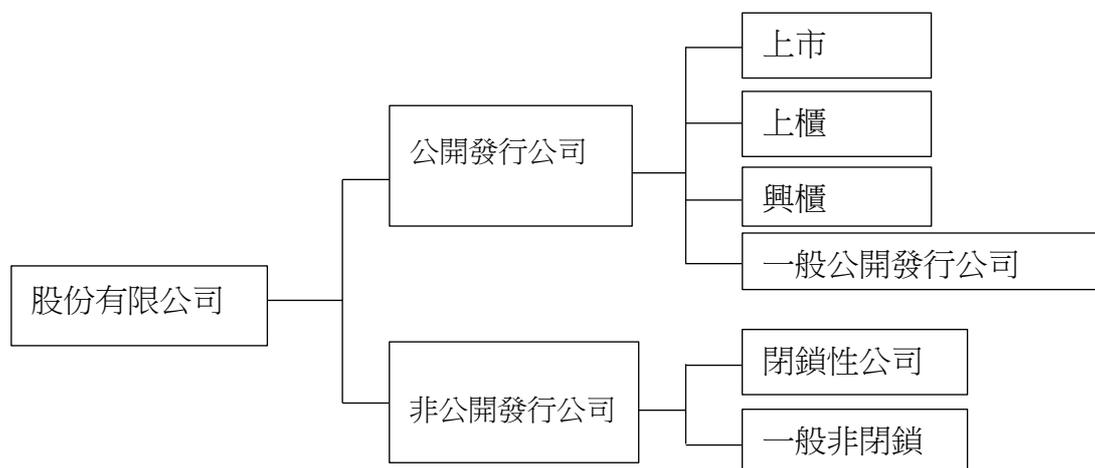


圖 3.2：台灣法律下股份有限公司分類

當然，公司法跟證券交易法以外的其他法規命令、行政規則或政策還是有提及「新創公司」的地方，但多是在補助、補貼或獎勵的背景框架<sup>5</sup>下，而且定義均不相同，例如有的定義是設立未滿八年的公司<sup>6</sup>，有的則是指實收資本額在新臺幣一億元以下，或經常僱用員工數未滿二百人，且設立未滿五年之事業<sup>7</sup>。因為是從補助、補貼或獎勵的背景框架來定義新創公司，這些法令當然也沒有針對新創公司治理的規範。

<sup>4</sup> 櫃買中心目前設有「創櫃板」，供新創公司籌資，但在創櫃板籌資的新創公司在法律上仍為非公開發行公司。

<sup>5</sup> 例如經濟部科學技術研究發展成果歸屬及運用辦法、新創產品及服務採購補助試行作業要點、具創新能力之新創事業認定原則、個人投資新創事業公司所得減除辦法等。

<sup>6</sup> 經濟部科學技術研究發展成果歸屬及運用辦法第 4-1 條。

<sup>7</sup> 具創新能力之新創事業認定原則第 2 條。

在上述的立法體系下，新創公司被歸屬為公司法下非公開發行公司的一種。當國內絕大多數的公司治理論述都聚焦在公開發行公司時，即使有少數討論非公開發行公司的公司治理，但仍概括式地將非公開發行公司進行統一的討論，卻忽略了在非公開發行公司的類別裡，其實還包含了一人公司、合資公司、封閉型公司、新創公司等不同的態樣，新創公司相較於前述他類型的非公開發行公司其實有不同的公司治理問題。

美國的情況也很類似。美國的證券交易法也大致將公司(corporation)<sup>8</sup>區分為公開公司 (public corporation)及私人公司 (private corporation)。公開公司指的是公開發行公司證券或將公司證券在證券交易所掛牌的公司，以及資產規模達到 1 億美金及股東人數超過 2,000 人的公司。至於私人公司，美國 IRS (2022)在稅法上有針對封閉型公司 (closely held corporation)的定義跟區分，但一樣沒有針對「新創公司」的正式定義，新創公司在法律被概括歸類在私人公司的範圍內。

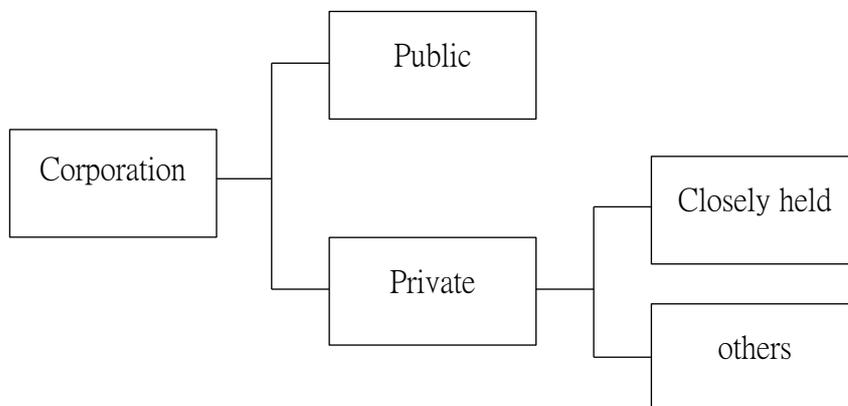
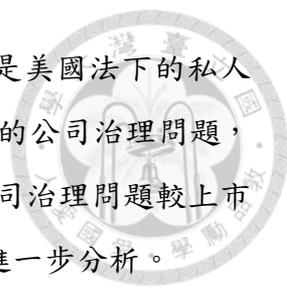


圖 3.3：美國法律下 Corporation 分類

---

<sup>8</sup> 美國法下還有另外一種公司組織型態，即 limited liability company (LLC)，但多數投資人關注範疇的新創公司以 corporation 為組織型態。



在法律上，新創公司被分類為台灣的非公開發行公司或者是美國法下的私人公司，這可能會導致人們自我暗示出兩點歸納：第一，新創公司的公司治理問題，跟其他的非公開發行公司或私人公司相近。第二，新創公司的公司治理問題較上市公司或公開公司單純。但這兩點，其實都不盡然正確，下文會進一步分析。

## 第二項 新創公司與其他私人公司在公司治理上的差異

首先要釐清的是，新創公司作為非公開發行公司或者私人公司，其公司治理跟其他類型的非公開發行公司或私人公司還是有很大的不同。

第一，新創不同於一般的獨資經營(Sole Proprietorship)、自我雇用(Self-Employed)公司。因為獨資經營跟自我雇用的事業不一定有擴大營業規模之想法，但新創公司追求可擴大的商業模式，期待公司的規模能高速成長、擴大。而很顯然的，獨資經營跟自我雇用型態的公司因為本人跟代理人是相同的，不會出現股東跟董事會之間的代理問題，其主要是外部債權人跟公司的代理問題。

第二，新創公司也不同於合資公司(joint venture)。合資公司指兩方或三方的當事人共同設立一家新企業，各自擁有部分股權，共同經營，同享盈虧。因為股東只有固定的兩三方，因此一開始在股權設計上通常就會力求平衡，以本文作者的經驗來說，即使股權設計上無法達到平衡，也會盡量從董事會人數的組成、董事會出席權數的構成、特定事項表決權數的構成、經營團隊的指派等各方面來設計，達到最終控制權的平衡，或者至少股東彼此間能達成相互制衡的關係。另外，合資公司的股東通常不會追求公司被併購或上市，反而多數極力追求股權組成的穩定及私人化，因此對於原股東要退出或新股東要加入都會設有嚴格的限制條件，董事會的組成幾乎也少有變化。再者，合資公司的主要經營職位幾乎都會事先在股東之間做好分配，以降低資訊不對稱的問題。從而，合資公司的公司治理問題，比較不是本人跟代理人之間的代理問題，反倒是股東之間利益不一致所導致的僵局(deadlock)問題。因此，在合資公司設立之前時，合資股東多半會就什麼情況構成「僵局」以及僵局如果發生時該如何解決，進行討論跟約定。這方面在法律實務經驗的討論上面，已經相當豐富成熟。



第三，新創也不同于封閉型公司(closely held corporation)。以封閉型公司來說，股東人數已經較合資公司為多，而且通常還是會有控制股東，因此提到封閉型公司多數的公司治理問題，集中在控制股東跟少數股東之間衝突的問題 (Pollman, 2019)。跟合資公司類似，封閉型公司的股東組成通常不會變化太大，即使有原股東退出或新股東加入，但多數時候呈現相對穩定的狀態，因此從代表利益的角度來看，董事會的組成也相對穩定。

但是，新創公司相較於一人公司、合資公司或封閉型公司均有不同。

第一，新創公司的股東組成複雜且經常變化。新創需要經常性地引入投資人，而投資人身份種類繁多，從 3F、天使投資人、天使基金、孵化器、加速器，到創投基金、企業創投基金、家族辦公室、私募股權基金、主權基金...，這些投資人的性質、利益及目標本身就有極大的差距，這使得股東之間內部就呈現利益不一致的狀態，彼此間存在著緊張甚至發生衝突的可能性較高。

當然，不論是天使投資人、天使基金、加速器、創投基金、企業創投基金、家族辦公室，這些人的共同目標是希望對新創公司的投資能夠獲利，也就是能夠出場，不論是透過上市或併購的手段。這之中，創投基金作為新創公司募資的主力對象，他們跟其他的投資人有一個很大的區別，就是創投基金的投資資金多數非自有資金，而是來自他們背後的基金投資人，加上創投基金本身就有生命時間的限制，因此創投基金會有在期限內出場的壓力，他們必須在一定期限內把投資賣掉，讓基金投資人能在事前約定好的基金生命期限內取回投資本金跟利潤。相較之下，天使投資人或企業投資基金就沒有那麼強的時間壓力。而且創投基金的營運模式係依賴少數成功的全壘打投資為基金帶來豐厚利潤，因此對於出場的獲利要求也通常較其他投資人為高。此外，創投基金也通常把機會成本看得較重，從而當發現新創公司發展不如預期時，會儘速終止投入資源，並可能要求新創公司提早清算或出售 (Pollman, 2019)。

第二，隨著投資人的增加，新創公司的董事會人數也慢慢地增加，逐漸加入代表投資人利益的董事，這使得傳統的本人與代理人理論分析更為複雜。因為投資人(例如創投基金)本身是股東，同時也有董事席次，甚至是創投基金這一類的投資人在擔任董事時會出現雙重忠誠義務的問題：既要對新創公司股東負責，也要對創投

基金的基金投資人負責，當兩者有衝突時，創投基金會將哪個忠誠義務擺在優先的位置？

第三，當每一輪募資帶進新的投資人時，創辦人的股權隨著投資人的引進持續下降。根據美國創投協會 (2018) 統計，創辦人的股權從一開始的 100%，通常到了種子輪交割完畢後就會下降到 70%，到 C 輪下降到約 38%，這也表示創辦人會慢慢地失去對新創公司董事會的控制，使得新創公司董事會逐漸演變成由創投基金等投資人主導的董事會。這種股權下降及逐漸失去董事會控制的變化，也極大可能改變以創辦人為首的經營團隊其行為動機及模式。

第四，跟合資公司及封閉型公司不同的是，為了吸引人才，新創公司還經常祭出員工配股的獎勵手段，例如員工認股權 (option)、員工限制股份 (restricted stock units, RSU)<sup>9</sup>、限制員工權利新股 (restricted stock award, RSA)<sup>10</sup>，員工配股在新創公司圈幾乎已經成為不成文的常規。美國創投協會 (2020) 的統計甚至發現，近幾年保留給員工認股的員工認股權池 (stock option pool) 已經逐漸地增加。因此新創公司的股東，除了創辦人跟投資人外，還包含了現任員工，甚至是已經離職的前員工。員工身為股東，多半也都期待新創公司能夠儘速上市或被併購，因此會對新創公司的經營造成某程度的內部壓力。

綜合來說，新創公司的公司治理問題隨著時間的經過會呈現動態變化，衝突會逐漸增加 (Pollman, 2019)。

### 第三項 新創公司與上市公司在公司治理上的差異

直觀來看，新創公司的公司治理問題應該比上市公司或公開公司單純，衝突較少，但從某些角度來看，新創公司利害關係人之間的衝突可能性其實不一定比公開公司低。

首先，公開公司或上市公司通常只有發行普通股，而沒有發行特別股，縱然有少數公開公司採用雙重股權結構(美國上市公司可採雙重股權架構)，仍都是發行普

---

<sup>9</sup> RSU 是美國法下的員工配股機制，在台灣法下，經過特殊設計亦能有相同之機制。

<sup>10</sup> 同上，只是難度較高。



普通股，因此從理論上來說，公開公司股東的目標是相當一致的：就是為了普通股股東之福祉極大化公司價值。相較之下，新創公司同時發行可轉換特別股與普通股，其所發行的可轉換特別股其實也包含不同系列、每個系列權利各異，而且有少數的新創公司普通股採用雙重股權結構，給予創辦人跟經營團隊較多的投票權。在 Gornall and Strebulaev (2020) 研究中的 135 家獨角獸，平均就發行有 8 種不同的股份。從這個角度來看，新創公司的股東彼此間的異質性遠比上市公司或公開公司高，而且因新創公司股東無法隨時立刻賣掉股票，因此當股東間有意見不一致時，演變成股東衝突的可能性就會提高。

第二，Kupor (2019) 指出，所有的上市公司或公開公司董事會都由普通股股東選出，代表誰的利益非常明確，但新創公司董事會因為有代表普通股及可轉換特別股特別股利益的董事，這時候代表可轉換特別股利益的董事跟代表普通股利益的董事，就可能心思各異。在美國，德拉瓦州法院在 *In re Trados* (2013) 一案件已作出判決，就是即使是代表可轉換特別股利益的董事，在執行董事職務時，仍應以普通股股東最大福祉為目標。法院判決背後的邏輯是，持有可轉換特別股的股東如創投基金等都是具有談判能力的，可以透過協商契約保護自己，但普通股股東沒辦法，因此當兩者利益有衝突時，董事應該以保護普通股股東利益為最優先考量。不過，德拉瓦州這個判決不但飽受批評，同時實踐起來也顯得不現實而相當困難。

第三，因為可轉換特別股發行時通常有股東保護條款，因此有些重大的決定例如併購，即使新創公司董事會通過了，仍然需要各系列特別股股東的同意。實際操作的結果，有可能演變成一小群特別股股東可以封鎖整個新創公司的決定 (Kupor, 2019)，相同的情況卻鮮少在公開公司或上市公司發生。

綜合以上來說，新創公司發生公司治理上的衝突事實上地存在。當新創公司佔據了越來越多的社會資源，我們不應因其不是公開公司或上市公司而輕忽新創公司治理的重要性。

#### **第四項 小結**

本文同意 Pollman 的分析，新創公司的公司治理存在著多種不同衝突，且新創公司的治理問題隨著時間的經過會呈現衝突增加的趨勢，目前實務界對新創公司



的公司治理問題理解與研究顯然還有成長的空間。不過，本文亦想指出，即使新創公司的公司治理隨著時間的經過呈現衝突增加的趨勢，但新創公司的代理成本不見得是線性或一路增加。這是因為 Pollman 的分析對象主要是創投基金投資的新創公司，其分析的價值體現在種子輪以後新創公司持續使用可轉換特別股進行募資的階段。如果我們把種子期的新創公司考慮進去，由於這時期的新創公司可能使用可轉換債、SAFE 或 KISS 來募資，基於這類工具本身的特性及相較可轉換特別股缺乏監督的機制，因此在這階段，使用 SAFE 的新創公司，其代理成本可能比種子輪之後穩定使用可轉換特別股募資來得高。本文接下來的章節，將會有更進一步的分析。

## 第四章 新創公司使用之可轉換證券

### 第一節、可轉換特別股

新創公司最常使用的募資工具，當然是股權，而以美國的實踐經驗來說，就是可轉換特別股。其作法是每一次募資時，就發行新的系列可轉換特別股，例如種子輪募資時發行種子系列特別股，A 輪募資時發行 A 系列特別股，B 輪募資時發行 B 系列特別股，依此類推。可轉換特別股是創投基金用來處理代理成本跟資訊不對稱的重要方法之一 (Bartlett, 2006)。

依照美國創投協會 (2022) 所更新公布的模範法律文件，新創公司所發行的可轉換特別股，有下列幾種重要的特徵：

#### (一) 董事席次：

通常每一系列特別股，都會有權選出或指派一席董事。有時如果投資人非常強勢的話，也可能一系列的可轉換特別股有權指派兩席(甚至以上)的董事。本文先假設都是一席董事。

指派董事席次對於投資人尤其是創投來說是重要的，這有多重目的，投資人不但可以藉此取得新創公司的資訊、監督經營團隊、在重要事項像是募資及併購事項有話語權，同時也是投資人為公司增加價值、協助公司發展業務的重要管道。相反地，創辦人當然也必須慎選董事會成員，決定要不要接受某個投資人的時候，這個投資人會不會加入董事會以及在董事會是否真的能發揮什麼價值，也是新創公司考量的重點。對創辦人來說，如果不慎選董事，一個不小心是有可能發生創辦人被董事會開除的悲劇。

必須要說明的是，因為新創公司的董事會通常還會包括創辦人甚至是獨立董事，如果每發行一系列的特別股就給出一席董事席次的話，有可能募資到後來新創公司的董事人數呈現爆炸的情況，例如 Uber 在上市前董事會人數曾一度高達 17 位。因此，為了控制董事人數，有時募資到後來，領投投資人可能會要求，或者創辦人會自己主動要求，將前面較早系列的特別股董事指派權取消掉，這時候就會呈現後進投資人跟早期投資人潛在的衝突關係。如果發行

的可轉換特別股系列越來越多，多數情況是創辦人最終會失去對董事會的主導權，使得董事會變成由投資人主導的董事會。



## (二) 優先清算權(liquidation preference)：

這是指新創公司在清算解散時，可轉換特別股優先於普通股受贖餘財產分配的權利。因為新創公司會發行多種系列之可轉換普通股，因此某一系列的特別股在清算受領贖餘財產的分配順序上，有可能優先於普通股，也優先(或者相同或落後)於其他系列的特別股。另外，可轉換特別股優先於普通股受贖餘財產分配的權利，有無受分配金額的上限，以及達到上限之後還能不能跟普通股再一起受贖餘財產的分配，經常也是談判的重點，例如比較強勢的投資人可能會要求 1 倍(甚或 2、3 倍)加上參加權，也就是當清算解散發生時，投資人除了優先拿回 1 倍的投資金額外，還可以跟普通股一起再參與贖餘財產的分配。優先清算權條款是新創公司發生投票權跟現金流量權分離的關鍵原因之一(另一個原因則是雙重股權，但較少發生)。

要特別說明的是，在這種可轉換特別股的標準文件中，清算解散的定義包含控制權變更也就是被併購的狀況。因此，優先清算權條款的存在，能為可轉換特別股投資人對抗新創公司的下行(downside)風險，同時能保有享受新創公司的上行利益。當新創公司以低價金額被收購時，這時可轉換特別股股東優先拿回投資金額，普通股股東有可能什麼東西都拿不到。但如果新創公司最後是以天價金額被併購的話，這時候可轉換特別股股東可以試算是不是選擇自願轉換成普通股，和普通股一起參與分配更為有利。

## (三) 股東會投票權：

每一股可轉換特別股都有投票權，其投票權按照其轉換比例，初始為每一股可轉換特別股相當於一股普通股，一股一權。然而，如果反稀釋條款(如後所述)被觸發而導致轉換比例被調整時，可轉換特別股在股東會的投票權數也會跟著轉換比例進行調整，例如由本來的一股一權，變成一股 1.1 權、1.2 權等。

## (四) 股東保護條款：

這是指新創公司進行某些特定事項前，像是公司要被併購、公司想舉債超過某種金額、發行權利相同或分配順位更為優先之證券、重大資產的出售或專屬授權等事項，必須取得一定比例的可轉換特別股股東同意。有時這一類的股東保護條款經過設計也會放在董事會上，亦即前述事項需要經過代表投資人的董事同意才能構成合法有效的董事會決議，但多數是放在股東會決議的要求上。

**(五) 資訊權：**

可轉換特別股股東可以在事前合理通知後進入新創公司的辦公室並與員工交談。此外，新創公司應定期提供財務資訊(包含季報跟財報)、年度預算及財務規劃，另外也常見要求新創公司提供非財務資訊，像是定期提供最新的股權比例，以及於重大事件像是訴訟或司法調查發生時通知股東。

**(六) 反稀釋(anti-dilution)條款：**

當新創公司未來進行砍價融資(downround financing)，也就是以比前一輪估值還要低的估值來進行募資時，可轉換特別股股東有權獲得某種調整補償。可轉換特別股之所以稱為「可轉換」，指其有權可以自由選擇在任何時候轉換成普通股。在每一系列可轉換特別股剛開始發行時，可轉換特別股轉換為普通股的比例都是設定為 1:1，但未來新創公司進行砍價融資時，已經發行的可轉換特別股轉換為普通股的比例，就會依照事先約定好的公式進行調整，調整的結果會使得每一股特別股的轉換比例高於 1:1，例如每一股特別股可能可以轉換成 1.1 股、1.2 股等。

**(七) 志願轉換為普通股權利：**

可轉換特別股有權可以志願選擇在任何時候轉換成普通股。轉換比例參照前面反稀釋條款所述。

**(八) 強制轉換：**

在新創公司上市的時候，可轉換特別股均會被強制轉換成普通股。強制轉換時所適用的轉換比例同志願轉換普通股時所適用之轉換比例。

**(九) 強賣權(drag along)：**

在併購的情況，當多數之可轉換特別股股東同意出售股份時，其他系列之可轉換特別股股東及普通股股東都必須一起出售股份。

可轉換特別股的其他權利，還包括優先領取股利權、優先認股權、優先購買權及聯賣權等，在此就不一一贅述。而上述介紹的權利跟特徵，具體實踐起來，取決於新創公司跟投資人談判的結果，仍有細節的差異，在此不作細談。

新創公司是否用可轉換特別股來募資，會考慮的因素很多，但主要是估值跟交易成本：

1. 估值：因為是股份，要發行時，新創公司董事會必須決定股價，而要決定股價必須要能確定新創公司的估值，因此要發行可轉換特別股來募資，必須是投資人跟新創公司就公司估值達成合意的情況。估值能否被合意、被確定，成了新創公司選擇募資工具時首要考慮因素。
2. 交易成本：從上面的特徵可以看出，可轉換特別股在架構上相對複雜，新創公司跟投資人需要協商的點較多，反映在法律文件中的成本也較高。當然，因為這一套在美國實踐多年下來，格式已經相對標準，美國創投協會也因此頒布了模範文件，但是一整套文件下來絕對是破百頁，相對其他可轉換證券說來，需要談判、客製化的地方多很多。因此，如果募資金額不高的話，可能會覺得發行可轉換特別股並不經濟，改選擇其他三種可轉換證券的可能性就增加。

台灣早期因為法令的限制，如果新創公司想採用上述可轉換特別股，幾乎只能選擇到境外司法管轄區如開曼、英屬維京群島這一些地區設立境外公司，行政及法律成本大幅提高，加上這一套新創公司募資工具還是相對複雜，因此過去在台灣的創公司募資多數用普通股，只是用合約的方式來補足董事席次、股東保護條款甚至是反稀釋或優先清算的權利。但這幾年來隨著公司法大幅放寬限制，以及美國募資模式的引進及散布，台灣的新創公司將公司設在台灣但使用可轉換特別股來募資，已有逐漸增加的趨勢。

## 第二節、可轉換債

早期，可轉換債多半是新創公司在生命階段中後期才會使用的工具，新創公司為了撐到下一階段的募資或出場事件，必須要有過橋融資來度過難關，可轉換債因此大受歡迎。但進入 21 世紀後，可轉換債逐漸演變成種子輪之前的前階段常用募資手法，這是因為可轉換債有兩個極大的優點：投資人跟新創公司雙方可以暫時都不碰公司估值的問題，而且律師費成本遠較可轉換特別股低。

根據以新創領域聞名的 Cooley 法律事務 (2017) 所公開的可轉換債文件範本，新創公司所發行的可轉換債，有下列幾種重要的特徵：

#### **(一) 到期日：**

可轉換債是一種債，既然是債，因此有到期日的約定，如果在到期日之前沒有發生可轉換債跟下一輪募資一同轉換成股份的事件，那麼在到期日時新創公司必須償還本金。通常到期日會約定在發行之後的 18 至 24 個月不等。不過，雖然說有到期日的約定，因為多數可轉換債投資人之所以投資，不是為了要拿回本金及利息，而是期待新創公司發展起來後從股權獲利，因此如果到期了可轉換債還是流通在外的話，多數情況債權人會同意展延可轉換債，或者暫時不採取要求公司還錢的行動。

#### **(二) 利息：**

既然是債，就有利息，通常在 2% 至 8% 不等，但取決於新創公司的談判籌碼以及後面的轉後折扣率及轉換估值的談判等，本文作者也曾經見過 18% 的利息。

#### **(三) 強制轉換股份：**

當新創公司未來進行下一輪募資時，只要下一輪的募資金額一定金額以上，這時候可轉換債會在下一輪募資交割時，用下一輪的股份發行價格(乘上轉換折扣)，將本金跟累積未付的利息強制轉換成下一輪所發行的可轉換特別股。所以要約定下一輪的募資金額要達到一定金額以上，是因為債權人的地位畢竟在法律上優先於股東地位，因此必須設定一定的募資金額門檻，確保公司有足夠的資金可以運作，也藉此避免新創公司為了躲避債權人壓力，而進行假募資的不道德行為。

#### **(四) 自願轉換：**

如新創公司順利募得下一輪股權資金，但募資金額沒有達到原先預定的金額門檻，此時可轉換債投資人如果有意願，可以選擇自願轉換。

#### **(五) 轉換折扣：**

因為種子期的投資風險較高，因此在經濟上應該要給予可轉換債的投資人一些風險報酬，這表現在轉換折扣上面。例如，下一輪募資如果每一股股價是 10 元，如果可轉換債跟新創公司談好的折扣是 85 折，那麼在下一輪募資可轉換債被強制轉換時，轉換價格就是每股 8.5 元。

#### **(六) 轉換估值上限：**

如果下一輪募資時新創公司的估值變得相當高，導致可轉換債投資人轉換後能得到的股份數過低怎麼辦？為了要給可轉換債投資人合理的風險補償，實務上也有估值上限的限制，也就是說，只要下一輪募資的估值超過預定的上限，那麼在下一輪可轉換債被強制轉換時，轉換的價格可以用預定上限而非下一輪估值來計算。實務上，可轉換債可能同時設有轉換折扣及轉換估值上限之約定，這種情況可轉換債轉換成下一輪股份的價格，就看使用轉換折扣及轉換估值上限所計算出來的價格哪一個比較優惠而定。

#### **(七) 控制權變更條款：**

如果在下一輪募資發生前，新創公司就被併購了，這時候可轉換債的持有人可以拿回本金、利息加上預先設定的加成回報(例如原始投資金額的一倍)，或者也可以選擇轉換成普通股而跟普通股股東一起分配。

#### **(八) 發行上限金額：**

可轉換債發行時都會以「系列」為概念，同系列的可轉換債條件相同，只有投資金額跟簽署日期不同，但每一個系列都會列出該系列最高可發行的金額上限。

從上述特徵可知，新創公司發行可轉換債時，還不用決定可轉換債轉換成股份的轉換價格，這點是這種可轉換債跟一般上市櫃所發行的可轉換公司債最大的差別。也正因為一開始沒有決定轉換價格，新創公司的估值留待下一輪募資時新創公司跟新投資人之間談判的結果而定，把難題延後，這使得可轉換債從過橋融資的法律工具，逐漸轉變成種子期募資的流行工具。

必須要說，上面所寫的只是可轉換債的大致特徵，實際上債權人如果夠強勢，可能還會加上其他的條件跟要求。過去可轉換債的法律文件其實相當複雜，除了債券本身的條件規定外，還要搭配債券購買協議，如果再加上債權人要求客制的保護條款、資訊權甚至擔保品，要談判的點其實也頗多，合約上百頁也不奇怪。再加上畢竟可轉換債是債，對新創公司仍然形成壓力。因此為了對新創公司更友善，這十年實務上出現了新型態的可轉換證券，也就是 SAFE 跟 KISS。而 SAFE 跟 KISS 的出現，也促使可轉換債的條件跟法律文件逐漸走向簡化，越來越多的可轉換債合約在三、四十頁內就可處理完畢。

### 第三節、SAFE

SAFE 由美國知名加速器 Y-Combinator 於 2013 年發布後，迅速地引起注意。前面提到，不管是可轉換特別股或是可轉換債，其實要談判的點較多，需要花費較長的時間及跟較多的律師費成本，對於急需用錢的種子期公司來說是個負擔。因此，Y-Combinator 設計出 SAFE，不但可以延後估值的決定，同時也大幅降低新創公司的談判時間跟律師費成本。因為 SAFE 對新創公司相當友善，這幾年下來，已被廣泛地使用在新創初期的募資。

根據 Y Combinator (2021) 所公布的新版 SAFE 文件，SAFE 有下列幾點特徵：

#### (一) 強制轉換特別股：

當新創公司給投資人簽署 SAFE 後，日後新創公司進行下一輪可轉換特別股募資後，SAFE 的投資金額(無利息)將自動轉換成下一輪的可轉換特別股。特別說明的是，SAFE 的範本文件只約定下一輪募資只要是真實募資，SAFE 即會自動強制轉換，而沒有對下一輪的最低募資金額進行約定或限制。

#### (二) 轉換折扣及/或轉換估值上限：

跟可轉換債類似，在經濟上 SAFE 投資人可以拿到一些風險報酬，這表現在轉換折扣及/或轉換估值上限這兩方面。例如，下一輪募資如果每一股股價是 10 元，如果 SAFE 約定的折扣是 8 折，那麼在下一輪募資 SAFE 被強制轉換時，轉換價格就是每股 8 元。另外也可能約定下一輪的估值上限的限制，也就是說，只要下一輪募資的估值超過預定的上限，那麼在下一輪 SAFE 轉換成特



別股的轉換價格可以用預定上限的估值來計算。如果一份 SAFE 同時約定轉換折扣及轉換估值上限，那麼 SAFE 在下一輪的轉換價格，就是以轉換折扣及轉換估值上限計算出來較優惠者為準<sup>11</sup>。

### **(三) 沒有到期日：**

SAFE 不是一種債，因此沒有到期日的約定。所以，只要 SAFE 沒有被轉換、公司沒被併購或者沒被解散，SAFE 就會持續存在。也因為沒有到期日，投資人無權要求新創公司清償 SAFE。

### **(四) 沒有利息：**

SAFE 不是債，因此沒有利息的約定。所以，不管 SAFE 發行了一年還是兩年甚至是五年才被轉換，延後轉換並不會使得 SAFE 投資人在轉換時能取得較多的股份或較大的經濟利益作為補償。

### **(五) 控制權變更或上市時有權拿回投資金額或以普通股身分參與受分配：**

如果新創公司沒有進行到下一輪募資就被併購，這時候 SAFE 投資人有權拿回投資金額(僅投資金額，沒有加成或利息)，或可以選擇以普通股身分參與分配，端視哪一種情況投資人拿到比較高的金額。如果是前者，SAFE 投資人受分配的順序是次於新創公司的債權人，與新創公司的其他特別股相同，但優於普通股。如果是後者，SAFE 投資人受分配的順序是次於新創公司的債權人跟其他特別股，同於普通股。

### **(六) 解散清算時有權拿回投資金額：**

如果新創公司沒有進行到下一輪募資就進入解散清算，那麼 SAFE 投資人有權拿回投資金額(沒有加成或利息)。只是這時候 SAFE 投資人受分配的順序是次於新創公司的債權人，與新創公司的其他特別股相同，但優於普通股。

### **(七) 轉讓限制：**

投資人僅可轉讓給關係企業。

---

<sup>11</sup> Y-Combinator 其實也有公布沒有折扣、沒有估值上限、只有最惠國待遇條款(MFN, no Valuation Cap, no Discount)的 SAFE。本文作者並未親身看過有新創公司使用該種 SAFE，但依據網路資訊據稱有專門針對學生新創的天使基金使用該種 SAFE。



綜合來說，SAFE 不是股也不是債，沒有到期日、沒有利息的約定，SAFE 只是一種在未來可以取得股份的權利，是一種股權遞延證券(equity deferred security)。但 SAFE 因為格式簡單，正文只不過 5 頁多，使用方便，因此在種子期相當受歡迎。

美國公司 Carta (2022) 就指出，其觀察到新創公司募資逐漸從可轉換債轉向 SAFE 的趨勢，以 2021 年第四季的統計來說，63%的募資已經是使用 SAFE，37%則是可轉換債。其中，SAFE 單一投資金額的中位數是美金 5 萬元，但平均金額卻是美金 23.8 萬元，顯示許多投資人已經開始用 SAFE 單筆投資超過 40 萬美金甚至更高的金額。不過，同期的可轉換債的投資金額是美金 35.3 萬元，這表示當投資金額越大時，投資人更可能傾向選擇傳統的可轉換債。

除了上述 Carta 的數據外，Wilson Sonsini Goodrich & Rosati, Professional Corporation (2022) 的另一項統計顯示，在 2021 年，以新創公司用 SAFE 募一輪的情況來看，SAFE 輪所募到的金額中位數為美金 103 萬元。這個數字，在過去幾乎已經要是種子輪特別股的募資金額。本文第六章訪談中，也有創投提到其曾參與募資規模高達 600 萬至 800 萬美金的 SAFE 輪投資，其實這個金額都足夠做 A 輪募資金額。這也說明了 SAFE 使用廣泛、募資金額越來越高的情形。

#### 第四節、KISS

KISS 是知名加速器 500 Startups 於 2014 年為早期新創募資所開發出來的工具。

跟 SAFE 被開發出來的背景很類似，500 Startups 設計出 KISS，主要也是要解決傳統募資工具像是可轉換特別股或可轉換債其談判時間長、律師費成本高的缺點，因此 KISS 的範本文件也非常簡單。但是 KISS 產生原因跟 SAFE 有一點不同。500 Startups 公布 KISS 的時間，是在 Y Combinator 公布 SAFE 的時間次年，在當初公布 KISS 的聲明裡，500 Startups 指出一般普遍認為新創公司沒有什麼談判籌碼，但鐘擺有時過分擺盪，有鑒於當時情況已經改變，變成小的天使投資人被迫要接受不合理的投資條件，因此才設計出 KISS (Coyle and Green, 2018)。因此，不令人意外地，接下來本文會談到，KISS 在權義設計上，相比 SAFE 對投資人有更多的保護跟衡平機制。

KISS 可以分為二種：一種是債務型的 KISS，一種是權益型的 KISS，兩者的差別在於，前者有利息(Interest)及到期日還款的約定，比較接近傳統的可轉換債。而後者沒有利息的約定，但仍有到期日的機制，只不過到期日不是還款，而是投資人可以選擇自願轉換成種子輪特別股。

根據 500 Startups 所公布的 KISS 法律文件，不管是權益型還是債務型的 KISS，其主要特徵如下：

**(一) 強制轉換特別股：**

當新創公司跟投資人簽署 KISS 後，日後新創公司進行下一輪可轉換特別股募資時，只要募資金額有達到事先約定的門檻，KISS 將自動轉換成下一輪的可轉換特別股。

**(二) 控制權變更或解散清算時，投資人有權拿回投資金額加成或以普通股身分參與受分配：**

如果新創公司沒有進行到下一輪募資就被併購或清算解散，這時候 KISS 投資人有權按照約定拿回投資金額的某個倍數，或可以選擇以普通股身分參與分配，端視哪一種情況投資人拿到比較高的金額。如果是債務型的 KISS，SAFE 投資人受分配的順序是同於新創公司的債權人，優於特別股與普通股。如果是權益型的 KISS，KISS 投資人受分配的順序是次於新創公司的債權人，但優先於所有的特別股與普通股。

**(三) 到期日之後可選擇自願轉換成種子輪特別股：**

如果到期日來臨時，KISS 都還是沒被轉換或被清償，那麼經過多數的 KISS 投資人同意後，KISS 可選擇自願轉換成種子系列特別股，種子系列特別股的條件以屆時在 [www.seriesseed.com](http://www.seriesseed.com) 網站上公布的最新版本種子系列特別股文件為準。

**(四) 最惠國待遇條款：**

KISS 的範本設計裡包含了最惠國待遇條款。如果新創公司在 KISS 被轉換前又發行了條件更好的可轉換證券，那麼新創公司必須通知 KISS 投資人，讓 KISS 投資人決定是否要將手上的 KISS 換成條件更好的可轉換證券。例如，某個 KISS 設定的轉換折扣是 15%，但後來發行的 KISS 轉換折扣是 20%，那麼



原來的 KISS 投資人有權選擇將手上轉換折扣 15% 的 KISS 換成新的轉換折扣 20% 的 KISS。最惠國待遇條款是 KISS 跟 SAFE 一個很大不同之處，在 SAFE 的機制下，如果投資人想要最惠國待遇條款，必須額外跟新創公司簽署 Side Letter(或者使用無折扣、無估值上限而僅有最惠國待遇條款的 SAFE)，但在 KISS 文件裡，最惠國待遇條款是制式設計，如果要拿掉反倒要另外協商。

**(五) 資訊權：**

投資超過一定金額的 KISS 投資人有權取得新創公司的財報跟季報，也有權不時要求知悉關於新創公司的財務資訊及營業情況。

**(六) 參加權：KISS 發行後，**

當新創公司進行下一輪募資時，投資超過一定金額的 KISS 投資人有權用同樣條件購買下一輪募資的股份。

**(七) 自由轉讓：**

投資人有權在通知新創公司後自由將 KISS 轉讓給任意第三人。

雖然 KISS 相較於 SAFE 給投資人更多的保護，不過，這幾年下來，KISS 不管在討論度及使用度上，似乎都不及 SAFE。根據 Thomas Reuters Practical Law 針對美國新創律師所做的線上調查顯示，有 69% 的新創律師參與過 SAFE，但 KISS 只有 26% (Coyle and Green, 2018)。另外依據美國 Reg D 所做的公開申報紀錄顯示，在 2014 年 10 月 14 日到 2018 年 7 月 24 日間，有 248 個 Form D 申報發行 SAFE，相較之下只有 12 個 KISS (Coyle and Green, 2018)。雖然靠 Reg D 的公開申報所得到的統計數字有可能有嚴重的偏差，但這統計結果與本文作者在台灣的實務經驗相符，本文作者尚未聽聞過有台灣新創使用 KISS，但使用 SAFE 投資則時有所聞。

因為債務型的 KISS 與可轉換債接近，加上上一段所引述的統計資料係計算權益型 KISS，為求一致，本文以下對 KISS 的討論係指權益型 KISS。

## **第五節、四種可轉換證券之比較**

上面介紹了四種可轉換證券各自的特徵，必須強調，這些特徵都是援引自相關的範本文件。在實際運用時，這些可轉換證券永遠有客製化的空間，可能附帶許多

其他的權利跟條件，完全隨投資人跟新創公司談判而定。例如，可轉換債也可能附帶著董事席次及資訊權的條件，SAFE 可能也可以包含新創公司清償買回的提議等等。實務上的變化，可以說是五花八門，而本文僅就範本文件進行討論，蓋範本文件代表著該可轉換證券的基本特徵，可以說是市場共識的公約數，也是多數談判的起點。

另外，就資訊權這個權利，雖然可轉換債以及 SAFE 的範本文件沒有這項權利，但這並非表示實際上投資人就一定什麼資訊都沒有，如果新創公司跟投資人本來就有聯繫關係、或新創公司本身就相當自律負責，投資人仍然可取得新創公司的資訊。不過，這些溝通就都是非法律上的權利，相較之下，資訊權是一個正式的契約權利，如果新創公司不履行、怠慢提供資訊的話，投資人可以提起訴訟，來主張權利。

實務上這四種可轉換證券使用的情形，本文作者目前沒有找到較有系統、可放在同一水平軸上相互比較的統計數字。不過，我們能藉由一些零散的資料略見端倪。

首先，美國著名新創後來成功上市的例子，在種子輪之後，幾乎都是使用可轉換特別股，包含 Amazon、Google、Meta (即臉書)、Netflix、Twitter、Square、Paypal、Uber.....都是，太多太多例子了。可轉換特別股的使用在美國其實已經有很長一段時間，某項統計顯示，自 2001 年 1 月 1 日起到 2004 年 12 月 31 日止在美國上市、且至少跟創投基金募資過兩次的新創公司共有 155 家，其中 97% 都使用可轉換特別股 (Bartlett, 2006)。

至於可轉換債、SAFE 跟 KISS，根據 Carta (2020) 的統計，2017 年 SAFE 跟 KISS 在早期新創公司的使用在數量上已經跟可轉換債相同，以募資金額來看，2020 年時 SAFE 跟 KISS 在早期新創公司的募資金額上也已經跟可轉換債募資金額相等。但平均來說，可轉換債的本金金額是 SAFE 或 KISS 的 2.4 倍，顯示 SAFE 跟 KISS 相較可轉換債，募資金額通常較小。不過，當新創公司過了種子期之後，新創公司就相對越來越少使用 SAFE 跟 KISS，以 2020 年的數據來說，過了種子期，使用 SAFE 跟 KISS 的新創公司比例降到 28%，可轉換債則上升到 72%，過了 A 輪之後會使用 SAFE 跟 KISS 的新創公司比例降到 12%。

SAFE 的部分，根據 Y Combinator 提供給美國證券交易委員會 (Securities and Exchange Commission; SEC) 的資料，自 2014 年開始已有 1,725 家 Y Combinator 輔導的新創公司使用 SAFE，且其中 482 家新創公司後來在下一輪募資將 SAFE 轉成可轉換特別股。而 SAFE 因為在美國以外的各地都被使用，估計已被用來募集超過 80 億美金的資金 (Y Combinator, 2021)。

現在，我們將四種證券略作比較分析如下：

- 一、以估價之確定與否來區分：可轉換特別股發行時，新創公司必須要跟投資人就估價達成合意。但可轉換債、SAFE 跟 KISS 發行時都不需要確定的估價。因此，可轉換債、SAFE 跟 KISS 三者彼此間的替代性，比可轉換特別股與這三種證券之間來得強。
- 二、以債權或股權性質來區分：可轉換特別股是股權證券，可轉換債則是債權證券。至於 SAFE 跟 KISS，不屬於股權也不屬於債權，其權利是在未來某些事件發生時可以取得新創公司的股權，因此是一種股權遞延證券(deferred equity securities)。
- 三、以股東會有無投票權來區分：可轉換特別股是股份，有投票權。可轉換債、SAFE 跟 KISS 的投資人不是股東，在股東會上當然沒有投票權。
- 四、以有無董事席次來區分：可轉換特別股通常伴隨著指派一席董事的權利。相較之下，可轉換債、SAFE 跟 KISS 範本文件沒有這種權利，如果要有，要另外協商，但在種子期並不常見。
- 五、以有無資訊權來區分：在範本文件下，可轉換特別股跟 KISS 會有取得財務資訊的權利；但可轉換債與 SAFE 範本文件沒有，如果要有，要另外協商。
- 六、最惠國待遇條款：KISS 範本文件有最惠國待遇條款，但可轉換特別股、可轉換債跟 SAFE 沒有。Y Combinator 有另外準備只有最惠國待遇條款、無估值折扣無估值上限的 SAFE，供需要的人使用，但本文未能蒐集到該版本 SAFE 使用頻率的數據，而本文作者自身經驗顯示該種 SAFE 極少被使用。

為清晰起見，我們進一步以表格來呈現這四種證券的區別。

**表 4.1 四種可轉換證券比較**

| 證券種類<br>特徵項目              | 可轉換特別股 | 可轉換債   | SAFE   | 權益型 KISS                 |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------------------------|
| 對估值的討論                    | 估值達成合意 | 不需合意估值 | 不需合意估值 | 不需合意估值                   |
| 證券性質                      | 股權證券   | 債權證券   | 股權遞延證券 | 股權遞延證券                   |
| 文件複雜度<br>(由複雜到簡<br>易：1~4) | 1      | 2      | 4      | 3                        |
| 到期日還本                     | 無      | 有      | 無      | 無，但可選擇<br>轉換成種子系<br>列特別股 |
| 股東會投票權                    | 有      | 無      | 無      | 無                        |
| 董事席次                      | 有      | 無      | 無      | 無                        |
| 資訊權                       | 有      | 無      | 無      | 有                        |
| 最惠國待遇                     | 無      | 無      | 無      | 有                        |
| 可否自由轉讓                    | 可      | 可      | 否      | 可                        |

接下來，本文將以代理成本的角度出發，對四種可轉換證券對新創公司在種子期公司治理的影響進行分析及訪談。

## 第五章 可轉換證券與新創公司治理

本章以代理成本的角度出發，對四種可轉換證券對種子期新創公司的公司治理影響進行分析。

良好的公司治理目標向來是極大化所有利害關係人的福祉跟利益，因此本文分析時所採取的立場是以新創公司整體所有利害關係人出發，而不特定從投資人或新創公司創辦人角度分析何者有利。

分析時，本章將種子期的新創公司治理問題為下列兩種：

### (一) 垂直代理問題，即投資人與董事會的關係：

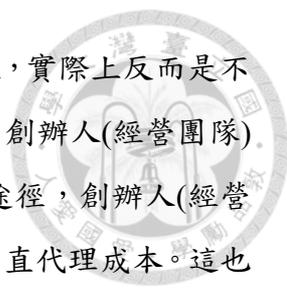
本文在此部分選擇不細談董事會跟創辦人(經營團隊)之間，以及股東跟創辦人(經營團隊)之間的關係。這是因為在種子期階段的新創公司，董事會通常仍由創辦人(經營團隊)控制，創辦人(經營團隊)不是佔據所有董事會席次，就是佔過半席次，因此本文認為主要的垂直代理成本是存在於股東與董事會之間。因為可轉換債、SAFE 跟 KISS 三種不是股權證券，因此這裡不用「股東與董事會」而用「投資人與董事會」稱之。

在垂直代理問題方面，資訊不對稱是造成代理成本的主因之一，實務上限制垂直代理成本的方法也較多集中在如何監督、如何降低資訊不對稱上，因此本文會以特定可轉換證券造成的資訊不對稱程度的高低，來評價垂直代理成本的高低。但如果可能，也會探討在該可轉換證券的使用下，有無存在某些制約機制可能幫助彌補或降低代理成本。

### (二) 水平代理問題，即投資人與普通股股東之間的關係：

在水平代理問題方面，本文會先分析特定可轉換證券下，投資人跟普通股股東彼此間是否有利益不一致而發生衝突的可能。同樣地，因為可轉換債、SAFE 跟 KISS 三種不是股權證券，因此這裡不用「股東」而用「投資人」。

除了利益是否一致的問題，本文也會分析投資人跟普通股股東之間的利益不一致有沒有可以實現的途徑，這裡的實現主要是指訴諸法律上的手段讓衝突實際發生並檯面化。理論上說來，如果投資人跟普通股股東之間的衝突沒有法律上實現的管道，那應是有利於新創公司整體，因為衝突問題會被侷限在一定程度內。但本



文認為，如果投資人跟普通股股東彼此間的衝突沒有實現的途徑，實際上反而是不利於新創公司整體，因為在種子期普通股股東通常會是董事會、創辦人(經營團隊)三位一體，如果投資人跟普通股股東彼此間的衝突沒有實現的途徑，創辦人(經營團隊)將有更高的自利動機與自利環境(有恃無恐)，從而拉高了垂直代理成本。這也呼應本文在關於新創公司治理文獻回顧所引述到的，新創公司不同的參與者角色其實是重疊的，而垂直代理問題跟水平代理問題彼此是相互影響的。

## 第一節、可轉換特別股對新創公司治理的影響

### 第一項 從垂直代理問題分析

當新創公司發行可轉換特別股後，投資人成為新創公司的股東。股東跟董事會有可能在公司策略方向、募資需求、估值甚至是否該出場及出場條件等各種事項有所分歧。然而，可轉換特別股股東有一席董事代表(通常是由領投投資人指派)，這一席董事指派的權利能幫助降低股東跟董事會之間的資訊不對稱，因為投資人可以在新創公司進行特定交易前就藉由董事會事前取得資訊，發揮監督跟把關的功能。

不過，在種子期階段的新創公司，董事會多半是三席，另外二席通常是創辦人與其他的經營團隊成員(或獨立董事)，因此此時董事會通常仍由創辦人控制。在這種情況下，就算投資人事前知道新創公司將採取不利於股東的決策，除非有董事否決條款，否則也無法在董事會的投票表決上封鎖該交易。不過，因為能夠指派董事的投資人通常有能力在新創公司下一輪募資繼續投資，當投資人的董事代表在董事會上表達了反對意見後，某些程度上創辦人跟經營團隊會有動機規範自己的行為，或者試圖盡力再進行溝通，以提升投資人在下一輪繼續投資的意願，或至少讓其在潛在投資人進行調查時給予較為正面的評價，因此這一席董事仍有助於降低資訊不對稱的程度，進而減少代理成本。

另外，前面也有提到，特別股股東也有資訊權，因此特別股股東裡面的非領投而無董事席次的投資人也可以透過定期財報及預算計畫，了解新創公司的營運情況，形成一種事後的監督。雖然資訊權只是事後的監督，可能不若擔任董事較能夠在事前進行預防，但仍對降低資訊不對稱仍有幫助。



## 第二項 從水平垂直代理分析

當新創公司發行種子系列可轉換特別股後，公司就有兩種股東：特別股股東及普通股股東。

因為特別股有優先清算權，因此兩類股東在風險接受程度、是否該繼續募資及募集多少資金、甚至是否該解散清算或進行併購等事項，其實都可能發生衝突。例如，假設下一輪 A 輪領投投資人開出一個投資條件是 A 系列的特別股清償順序必須優先於種子輪特別股，那麼即使下一輪的募資有利於公司整體利益，種子系列特別股股東仍然有可能反對，導致新創公司的募資失敗。又例如，公司狀況不佳，種子系列特別股股東這時候可能就會有動機促使公司早一點進行清算或接受低價併購，以盡可能地拿回投資金額，而不考慮普通股股東在這種情況下能分得多少。

當然，因為此時只發行了一個系列的特別股，因此在股東會投票權的計算上，特別股股東通常是少數股東，無法逼迫整個股東會受特別股股東偏好的議案。但上述特別股股東及普通股股東間的衝突仍然可能發生，因為某些情況有利普通股股東的提案，有可能會觸發股東保護條款，而導致特別股股東即使只佔整個公司的少數股權，卻能否決整個股東會議案的情況。所幸的是，這階段因為只有一個系列的可轉換特別股，因此沒有特別股股東彼此間利益相衝突的問題。

總的來說，使用可轉換特別股，水平代理成本面向確實存在著投資人身為特別股股東，跟普通股股東之間利益不一致甚至發生衝突的可能。

## 第二節、可轉換債對公司治理的影響

### 第一項 從垂直代理問題分析

新創公司發行可轉換債後，可轉換債的投資人成為新創公司的債權人，有鑒於可轉換債的投資人通常沒有董事指派權，因此相較於可轉換特別股，此時投資人跟新創公司之間存在著比較高程度的資訊不對稱。當然可轉換債投資人都會跟新創公司保持聯繫，但這時候新創公司本身願意配合的態度就很重要，否則可轉換債投資人即有可能無從得知公司的情況，而且就算願意配合提供資訊，通常也都只是事後的監督。當然這種情形，有好有壞，好的是董事會跟創辦人(經營團隊)可能會勇於去嘗試風險較高但有無限潛力的決策，但壞的一面是董事會跟創辦人(經營團隊)

可能在沒有監督壓力的情況下，草率行事，甚或是為私人牟利(例如發高薪給自己)。雖然可轉換債的文件通常會約定可轉換債的投資金額僅限用於公司之營運，而不能做私人用途，但實際上如果董事會或創辦人(經營團隊)追求私利的話，投資人根本很難得知。

不過，雖然可轉換債下相較可轉換特別股存在著較高程度的資訊不對稱，但本文認為可轉換債的債權性質同時在某程度上有助於降低代理成本，這有三個原因：

- (一) 可轉換債到期如果無法還本，債權人行使權利，可能造成公司破產或清算，致使董事會跟經營團隊無法延續自己的職位。當然，多數可轉換債投資人是期待新創公司日後發展起來拿到股權獲利，因此在實務上，就算可轉換債到期了，可轉換債投資人通常不會要求新創公司還款，反倒願意同意展延債務。不過，這不是百分之百的保證，畢竟其他新創公司的投資人願意展延債務，但自家的投資人不見得願意。因此，董事會跟創辦人(經營階層)相對會有壓力，必須努力成功找到下一輪足夠金額的募資，讓可轉換債被轉換成特別股。或者董事會跟創辦人(經營團隊)可能會願意努力試著讓公司產生現金流，這樣即使找到的下一輪資金不夠多，可轉換債投資人可能還有自願轉換的意願。
- (二) 假設可轉換債都一直沒被轉換，到期後投資人也同意展延債務，但展延只是將問題延後，董事會跟經營階層仍有壓力必須在展延期間成功募資，否則展延期屆滿後潛在破產的壓力又再度回訪公司。而在經濟上，在債務展延的期間，因為可轉換債的利息會持續計算，這樣相對更不利下一輪募資，因為屆時會有較大量的債權金額以較低的股價轉換成同一系列的股份。
- (三) 為了控制資訊不對稱造成的風險，實務上多把可轉換債的到期日設定得較短，多在 18 至 24 個月內，也有 6 至 12 個月的，讓可轉換債對董事會跟經營階層形成更強的壓力。

總結來說，雖然債權人只能藉由人際溝通的方式對新創公司進行監督，資訊不對稱的程度較可轉換特別股高，但可轉換債的債權要素會構成對董事會跟創辦人(經營團隊)的制約力量，從而某程度協助降低代理成本。



## 第二項 從水平代理問題分析

當新創公司種子期發行可轉換債時，此時新創公司通常只有發行普通股。因此從水平面來看公司治理，問題會出現在可轉換債的投資人也就是債權人跟普通股股東之間的關係。

因為可轉換債是債權，受賸餘財產分配的順序優先於普通股，因此如果新創公司無以為繼時，可轉換債投資人會有動機要求新創公司提早清算或解散，保全自己的投資，而不理會普通股股東可以分得多少金額。反過來說，當新創公司財務不佳的時候，這時候普通股也有可能不顧債權人之權利，透過董事會採取更激進、臨死一搏的冒險策略。再者，前文有提到，可轉換債的條件包含，如果公司被併購時，可轉換債可優先拿回投資本金、利息跟事先約定好的投資金額加成，因此當公司面臨一個價格不夠理想的併購時，可轉換債投資人會有動機要求公司接受，而不考慮普通股股東的利益。因此，債權人跟普通股股東之間，存在著利益不一致的衝突關係。

然而，這種衝突並非隨時都可以透過法律途徑實現。可轉換債投資人只有在債務到期後，才有強力的談判籌碼。在債務到期前，可轉換債務人沒有股東會的投票權，也沒有董事席次，無法在董事會或股東會上表達意見或強迫新創公司接受某些特定的提案，也沒有股東保護條款來封鎖新創公司做出某些決定。因此，可轉換債在債務到期前，雖然此時水平的代理衝突沒有實現的途徑，但此時卻有垂直代理成本升高的環境跟條件。

## 第三節、SAFE 對公司治理的影響

### 第一項 從垂直代理成本分析

當新創公司發行 SAFE 後，投資人在 SAFE 轉換前不是股東，也不是債權人。SAFE 投資人沒有董事席次，也沒有資訊權，從而本文認為 SAFE 投資人跟新創公司間存在著較高程度的資訊不對稱。在這種情況下，實際取決於董事會跟經營團隊是否願意主動與 SAFE 投資人保持良好關係，如果董事會跟創辦人(經營團隊)認為

SAFE 投資人不需要知道太多，那麼 SAFE 投資人確實無從監督董事會跟經營團隊的決策。SAFE 投資人只能仰賴董事會跟創辦人(經營團隊)的自律，還有彼此間的信賴溝通關係。

此外，SAFE 本身也缺少其他幫助降低代理成本的機制，這有幾個原因：

(一)SAFE 不是債權，沒有到期日，沒有可轉換債投資人強迫新創公司清算或破產的能力。

(二)SAFE 沒有利息的機制，也沒有類似罰則的規定。因此不管 SAFE 是發行之後多久才被轉換，一年、二年或是三年，對新創公司經濟上來說都是一樣的，SAFE 投資人能夠參與轉換的金額始終固定是原始的投資金額，SAFE 投資人不會因為 SAFE 被遲延轉換，因而可以在下一輪取得較多的股份作為補償。

(三)SAFE 沒有自願轉換成股份的機制，其能否被轉換成股份，取決於新創公司是否成功地進行下一輪的募資。

因此，發行 SAFE 的新創公司，董事會跟創辦人(經營團隊)並沒有募資期限的外部壓力，主要靠自身的紀律來約束，但董事會跟創辦人(經營團隊)有可能因為沒有時間壓力而怠於募資，或者有動機持續用 SAFE 進行募資，而一直拖延走入正式股權募資的時間。(本文第六章就有創投公司提到，看過新創公持續用 SAFE 募資長達 3 年)。甚至理論上有可能存在著這樣的風險，即董事會跟創辦人(經營團隊)發現新創公司的生意並不可行，但也不進行解散，導致 SAFE 投資人無從拿回任何錢，蓋 SAFE 投資人不是債權人，以目前法律可能無法向法院申請解散或宣告新創公司破產。當然，新創公司也有可能為了要給 SAFE 投資人一個交代，在下一輪募到很少錢的情況下就進行募資交割，因為只要有下一輪募資交割，SAFE 就會被強制轉換，而不論下一輪募資究竟募到了多少錢。

總的來說，SAFE 造成較高的資訊不對稱，又缺少能幫助降低代理成本的機制，因此本文認為 SAFE 相較於可轉換特別股及可轉換債，有著較高的垂直代理成本。

## 第二項 從水平代理問題分析

當新創公司種子期發行 SAFE 時，此時新創公司通常只有發行普通股。於此，

因為 SAFE 受賸餘財產分配的順序是次於債權人，但優先於普通股，因此 SAFE 投資人跟普通股股東之間確實有可能產生利益不一致的情況。

不過，SAFE 現實上不存在著該種衝突實現的途徑跟管道，在衝突沒有實現途徑的情形下，此時 SAFE 又造成了垂直代理成本升高的環境。這是因為，SAFE 投資人不但沒有投票權、沒有董事席次，也不像可轉換債是債權而有債權人的權力，從而 SAFE 投資人有的只有軟性約束力量，在法律層次上並沒有談判籌碼，來迫使普通股股東接受 SAFE 投資人偏好的結果。所以即便 SAFE 受清償的順位優於普通股股東，但 SAFE 投資人最後是否能拿到錢、跟何時能拿到錢，取決於普通股股東透過董事會跟經營團隊所做出的行為跟決策。而且 SAFE 可能永遠存在，導致投資人有可能一直處在前述這種無力的狀態。因此，雖然 SAFE 投資人跟普通股股東之間雖然存在利益不一致的情況，但現實上這種衝突沒有法律上實現途徑的情形下，又滋養了垂直代理成本升高的環境跟條件，而且這種狀態何時能結束，SAFE 投資人無法決定。這也再度呼應了本文上一節的結語，相較於可轉換特別股及可轉換債，SAFE 有著較高的垂直代理成本。

## 第四節、KISS 對公司治理的影響

### 第一項 從垂直代理成本分析

當新創公司發行權益型 KISS 後，投資人在 KISS 轉換前不是股東，也不是債權人，沒有董事席次，此時的情況和 SAFE 非常類似。但因為 KISS 投資人有資訊權，本文因此認為相較於可轉換債及 SAFE，KISS 投資人跟新創公司間的資訊不對稱程度是較低的，即使資訊權只能做到事後的監督而非事前的預防。

除此之外，KISS 還另有二點特徵可以協助降低代理成本：

- (一)KISS 投資人有最惠國待遇條款。從董事會跟創辦人(經營團隊)的角度來看，最惠國待遇是極其不利的約款，是能避免就該避免。但如果從代理成本角度來分析，最惠國待遇條款其實能迫使董事會跟創辦人(經營團隊)更謹慎行事，因為未來如果要給出比原 KISS 更好條件的新 KISS，原 KISS 也能比照適用，因此對董事會跟創辦人(經營團隊)的股權造成的稀釋會更強。

最惠國待遇條款的存在，會降低董事會跟創辦人(經營團隊)繼續用 KISS 來募資的誘因，也強化董事會努力找到下一輪合格股權資金的動機。

(二)KISS 雖然沒有利息，但有到期日，如果到期了新創公司還是沒找到足夠金額的下一輪募資，此時如果過半數的 KISS 投資人同意，可以選擇自願轉換成種子系列特別股，從 KISS 投資人變為特別股股東，從而擁有董事指派權、優先清算權等權利。因此，如果董事會跟創辦人(經營團隊)一直沒有辦法募到合格金額的話，KISS 投資人至少之後有轉變為特別股股東並加入董事會的機會，而不是只能像 SAFE 投資人一樣，永遠只能等待。

總結來說，雖然 KISS 投資人不是股東，也不是債權人，但因為有資訊權，能降低資訊不對稱的程度，另外也有最惠國待遇條款跟到期日自願轉換的機制，能夠協助降低代理成本。

## 第二項 從水平代理成本分析

當新創公司種子期發行 KISS 時，此時新創公司通常只有發行普通股。因為 KISS 受贖餘財產分配的順序是次於債權人，但優先於所有的優先股及普通股，因此 KISS 投資人跟普通股股東之間確實有可能產生利益不一致的情況。不過，就像 SAFE，因為 KISS 投資人不是股東，也不像可轉換債有債權人的權力，從而 KISS 投資人也沒有將該種利益衝突實現的途徑，因此一段時間內 KISS 在水平面上呈現的結構也會創造出垂直代理成本能夠升高的環境。但跟 SAFE 不同的是，到了到期日後，KISS 可以自願轉換成為種子輪特別股。轉換後的 KISS 投資人就變成可轉換特別股股東，可以藉由特別股股東的身份取得董事席次、資訊權等，從而降低垂直代理成本。

## 第五節、小結

從前面四節的分析可知，其實每一種可轉換證券都造成新創公司種子期不同的公司治理面貌。除此之外，本文進行比較後進一步整理出下列三點：

### 一、可轉換特別股與其他三種非股權可轉換證券之間比較：

- (1) 垂直面：可轉換特別股因為是股權證券，有一席董事指派權及資訊權，因此在垂直代理成本面向上有較低程度的資訊不對稱。相較之下，其他

三者可轉換證券因為都沒有董事席次，投資人缺乏正式發言跟事前監督決策的管道，因此資訊不對稱的程度都是較高的。

- (2) 水平面：但可轉換特別股降低垂直代理成本的同時也相對付出了代價，就是在水平代理問題上，可轉換特別股因為有優先清算權跟股東保護條款的引入，可能實際產生特別股股東跟普通股股東的衝突。其他三種非股權可轉換證券因為在轉換前都不是股東，都沒有投票權，沒有股東保護條款，相對可轉換特別股，其水平面雖然存在著衝突性，但衝突實現的法律途徑並非從證券一發行開始就存在。

總的來說，可轉換特別股相對能降低垂直代理成本，但也付出了水平代理成本的代價。

## 二、三種非股權可轉換證券彼此間相互比較：

- (1) 垂直面：可轉換債因為是債權而有到期還本、利息的制約力量；KISS 則是有資訊權，也有最惠國待遇條款及到期可自願轉換成特別股的設計，因此或多或少協助降低垂直代理成本。相較之下，SAFE 就缺乏這些機制，因而存在著較高程度的資訊不對稱及代理成本。
- (2) 水平面：三種可轉換證券的投資人都有跟普通股股東利益不一致的情形，但可轉換債在債務到期後，以及 KISS 在到期日後，都有實現利益不一致的途徑。相較一下，SAFE 投資人不像可轉換債有債權人的權力，也沒有辦法自願轉換成特別股股東，SAFE 投資人在法律上並沒有談判籌碼，沒有現實的法律途徑來實現該種衝突。因為在種子期普通股股東幾乎就是董事會跟創辦人(經營團隊)自己，因此在 SAFE 投資人跟普通股股東彼此間的衝突沒有實現途徑的看況下，董事會跟創辦人(經營團隊)實際上有更高的自利動機與自利環境，從而 SAFE 的結構在水平代理成本面上創造了增加垂直代理成本的环境。

這也是本文在第三章末所說的，雖然本文同意新創公司的治理問題隨著時間經過呈現衝突增加的趨勢，但本文也認為，如果考慮種子期使用 SAFE，新創公司的代理成本不見得一定是一路增加。在種子期使用 SAFE 的新創公司，反倒會在 SAFE 被轉換成種子輪特別股前，有一段代理成本較高的時

期，直到 SAFE 被轉換成種子輪特別股、引入董事席次跟資訊權後，情形獲得改善，之後再重新隨著新創公司的每次募資逐步增加代理成本。

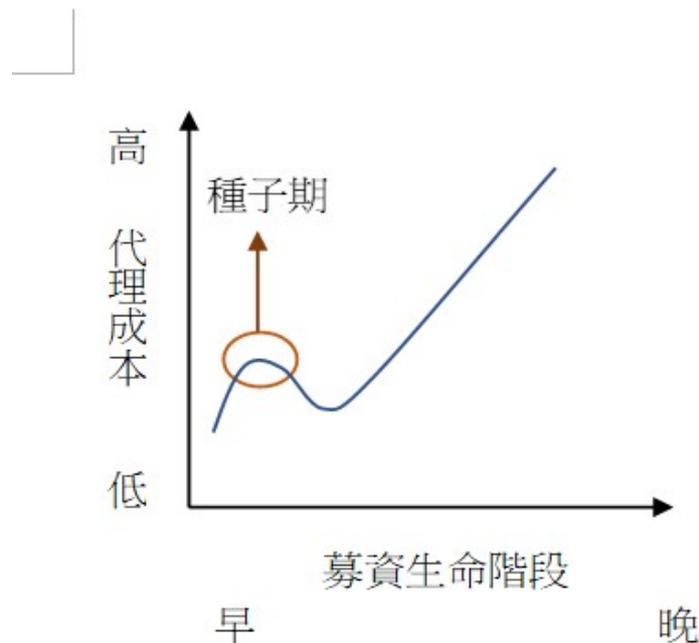


圖 5.1 本文認為種子期使用 SAFE 的新創公司代理成本變化趨勢

就第一點結論，實務上目前自己形成的解決方式，是新創公司能收到一定的募資金額以上才會發行可轉換特別股。例如，統計來說，種子輪平均募資金額是美金 3 百萬元。這有兩種意義：第一，達成規模經濟，畢竟可轉換特別股的談判跟法律成本較高。第二，這也表示只有當新創公司收到足夠的投資金額後，普通股才願意犧牲自己的賸餘財產分配權順位跟部分控制權，而接受與特別股股東發生衝突的風險。

然而，如前面所說，在部分極端的狀況下，仍有可能發生少部分一群人(即特別股股東)封鎖了公司多數股東(即普通股股東)的決定。其實在種子期，種子系列特別股股東通常是少數股權，加上特別股股東通常是以遠較普通股股東為高的估值投入，需要股東保護條款來保護特別股股東之權益，無可厚非。因此，一個衡平解決之道，或許是將股東保護條款設定重大性門檻。例如，一般的保護條款會寫當公



司發行順位相同或更為優先的證券、當公司擬進行解散清算時，需要一定百分比的特別股股東同意。為了要減少兩種股東彼此間衝突的情形，此時可以考慮就該等事項給予重大性門檻，例如公司淨值多少以下時要進行解散清算才需要特別股股東之同意，或發行收益低於多少金額以下或估值低於多少以下時，此時發行順位相同或更為優先的證券才需要特別股股東之同意，等等其他類似的門檻條件。當然，這個重大性門檻怎麼設，會相當考驗投資人跟董事會兩方之間的智慧，也跟雙方的談判籌碼有關，但至少是減少兩種股東彼此間衝突的解決方向。

就第二點來說，實務上在分析 SAFE 的優劣時，都會提到 SAFE 因為太過簡單，因此對投資人的保護稍嫌不足，但 SAFE 仍因為對新創公司友善及方便經濟而廣受肯定。但是，從公司治理的角度來看，發 SAFE 的新創公司是在一個相對沒有約束、沒有投資人壓力的環境中進行決策及營運，此時只能靠董事會跟經營團隊的自律、責任感，以及投資人跟創辦人的人際網絡內的評價，來約束董事會跟經營團隊的行為。但是，公司治理如果只仰賴人的自願配合會太過脆弱，而我們談公司治理其中一個目的就是想找出能夠制約又能夠運作的公司架構。試問，如果以上非正式機制都失效呢？不但 SAFE 投資人的權益會受到傷害，新創公司自身、股東跟消費者都可能受影響。因此，從公司治理的角度來看，對新創友善的 SAFE 是否真的有利整個新創公司？本文持懷疑的態度，而認為 SAFE 所造成的代理成本較高，其實不利新創公司整體。

實務上 SAFE 單一投資金額相對可轉換債通常是較小的，因此對個別投資人來說，或許用 SAFE 投資多是小額投資，因此即使新創公司失敗了，自己也不至於受傷太重。然而，單一投資人對 SAFE 的投資金額或小，但一家新創公司卻經常發出多張 SAFE，因此前文所提 SAFE 可能造成的風險仍然存在。本文第六章將透過訪談台灣地區的創投及新創公司，進一步印證前述觀點。

如果把代理成本做為一個評量基準，三種不需要估值合意就可發行的可轉換證券中，可轉換債跟權益型 KISS 其實比 SAFE 應該有著較低的資訊不對稱及代理成本，但以目前實務上的現象來說，SAFE 的使用頻率已經逐漸地超越老字號的可轉換債，也應該多於 KISS。為什麼會出現這種現象？是因為可轉換債的談判及法律成本高於 SAFE 嗎？但如果是這個原因，那麼文件一樣相當簡單的權益型 KISS

也應該要與 SAFE 同樣受歡迎。甚至理論上說來，KISS 對投資人的權益保護較為周全，既然新創公司需要錢，投資人為大，KISS 應該比 SAFE 有更高的市場接受度。然而實際的情況是，SAFE 遠較 KISS 普及，本文作者甚至碰過發明 KISS 的 500 Startups 投資經理選擇用 SAFE 投資台灣的新創公司。顯然，談判及法律成本低，不能完全說明 SAFE 為什麼大受歡迎。

本文認為，SAFE 廣被接受的另一個關鍵的原因在於，過去這幾年市場的流動性大為增加，許多資金湧入新創投資，導致投資環境的改變。例如根據 Early Metrics (2022) 的統計，全球市場上的新創投資資金從 2012 年的不到 1,000 億美金，成長到 2021 年的過 6,000 億美金。如果單看美國地區的創投資金，2012 年僅約 400 億出頭的規模，到 2020 年已經超過 1,600 億美金 (Wilmer Cutler Pickering Hale and Dorr LLP, 2021)。大量的資金流入新創投資，造成幾個現象：

- (一)不論是早期還是晚期的新創公司，新創公司的估值都推得越來越高，尤其在 2020 到 2021 年間更是明顯 (NVCA, 2021)。而晚期新創估值膨脹的程度遠大於早期新創估值膨脹的程度，光 2021 年一年，市場上就多了 596 家獨角獸 (Early Metrics, 2022)。
- (二)更多非傳統新創投資領域的投資人像是避險基金、主權基金以及私募股權基金加入戰局，例如在美國新創投資中，非傳統的投資人就從 2012 年的約莫 15% 上升到 2021 年的 25% (NVCA, 2021)。
- (三)過去被認為風險較高的天使投資跟種子投資，不管是交易數量還是投資金額，也持續增加。例如，美國地區的天使投資跟種子投資在 2012 年約共有 3,475 件交易，總募資金額約 31 億美金；但到了 2021 年，交易數量已達超過 6,500 件，總募資金額約 170 億美金 (NVCA, 2022)。

這些現象綜合起來，表示新創投資變成是相當競爭的產業，市場不再是一面倒都由投資人說話。投資人挑新創公司，新創公司也同樣地在挑投資人，教導新創公司如何選擇投資人、如何選 term sheet 的課程文章充斥在市場上。頂尖創投 Andreessen Horowitz 的投資合夥人即說，錢現在不再是稀缺商品，創投必須要能提供錢以外的價值 (Kupor, 2019)，才能獲得新創公司的青睞。



投資新創公司要獲利，靠的是少數全壘打的投資個案，此即 Power Law 的概念。在市場競爭激烈的情況下，因為要爭取優質的投資機會，因為害怕錯過下一個獨角獸(fear of missing out, FOMO)，投資人必須建立並維持一個對新創公司友善的形象，才能搶到投資下一個 FB、TSLA、Netflix 的入場券。Pollman (2019)就指出，創投基金並非總如大家想的能扮演起監督新創公司的角色，為了要維持對新創友善形象以持續獲得好的投資機會，因此即使有董事席次，創投基金仍經常是失敗的監督者，文中也引用了創投基金經理人的話，指新創公司的董事們現在變成只會拍手鼓掌的聽眾。本文認為，即使種子期的主要投資人不只是創投基金，還有天使機構、加速器及天使投資人，但市場競爭激烈、迫使投資人必須維持對新創公司友善的形象，這個理由同樣可以拿來說明 SAFE 為什麼在市場接受度上超越可轉換債及 KISS。

本文並非意指 SAFE 是不好的募資工具，相反地本文肯定 SAFE 作為募資工具的價值，其快速經濟又簡單的特性，造福了許多新創跟投資人，讓創辦人不用花時間花金錢在永遠搞不懂的權利文件上，早日拿到錢來實踐偉大的理想。本文僅係從公司治理的角度，試圖點出 SAFE 可能造成的影響，作為各方未來研發或修改募資工具的參考。

針對 SAFE 可能造成的代理風險，本文認為，解決方式裡面最容易做的是增加資訊權，資訊權是合理的基本要求，新創公司也不會因提供資訊而失去控制權。除此之外，可以考慮要求新創公司設立獨立董事，或給投資人董事觀察員席次，以降低資訊不對稱的程度。

本文寫作時，世界經濟有可能正處在轉折點上，停滯性通貨膨脹、經濟衰退發生的可能性是全球關心的話題。如果未來市場上流動性減少，會不會改變目前新創投資市場的態勢、進而影響四種可轉換債在種子期的使用情形及程度，我們不得而知。但本文作者認為，物極必反，除非未來全球市場的新創資金持續維持甚或增加，否則未來可能還會有其他新型態的、介於 SAFE 跟 KISS 之間的可轉換證券出現，在機制上彌補現有 SAFE 的不足、但卻仍具備能為新創公司接受的簡單及便捷。例如新加坡創投協會有鑒於 SAFE 的不足，在 2018 年根據 KISS 也設計出了 Convertible Agreement Regarding Future Equity (CARE)，雖然目前 CARE 在市場上

普及度似乎較低，但其出現恰正說明了新創投資市場有動力持續追求更有效率的募資工具。



## 第六章 訪談紀錄

在第五章，本文經由作者個人對次級資料的分析與詮釋，得出兩大點的結論。第一，四種可轉換證券中，因為可轉換特別股是股權，伴隨著一席董事指派權及資訊權，因此在垂直代理問題上，能降低資訊不對稱的程度，但相對地水平代理問題層次上則創造了普通股股東與特別股股東之間的衝突。第二，在其他三種非股權的可轉換證券，SAFE 所造成的資訊不對稱及代理成本相對最為明顯。本文接下來將經由訪談來驗證或確認前述觀點。

在投資人訪談的部分，三家創投基金雖然都有投資台灣、美國及其他海外地區，但因為營運總部在台灣，因此本文作者認為其觀點仍屬台灣在地的觀點，但其所觀察到的海外經驗仍值得一窺美國甚或其他地區的實際情形。相同地，本文訪談到的新創公司，因為營運總部也主要是在台灣，因此即使間中有將公司主體設在美國或開曼地區，但本文作者認為其觀點仍比較代表台灣在地的經驗。不過，以本文作者對美國法及台灣法的認識，台灣的在地經驗觀點對驗證或支持本文在第五章的觀察及結論也有幫助，本章末會對此略加說明、。

### 第一節 投資人訪談

#### (一) A 創投

A 創投雖是獨立創投，但隸屬某大服務性集團，因此也帶有企業創投基金之色彩。A 創投選擇新創公司時，會盡量選擇在業務上跟母集團業務能產生綜效之領域，在生命階段上會選擇種子期到 B 輪之間。每一家新創公司的投資金額平均在美金 30 萬~50 萬之間。投資地區不限台灣，美國、東南亞、以色列等地都有。

受訪人員為 A 創投經理人員甲，其在 A 創投任職 5 年內，創投業界經歷 10 年內。訪談時間為 2022 年 6 月 14 日。

以下為訪談內容摘要：

Q：你們投資早期新創時，怎麼決定是要用可轉換特別股、可轉換債、SAFE 還是 KISS？

A：如果能談妥估值，我們一定拿股權，因為股權能拿的權利比較多。如果沒辦法談估值，這時候會優先選擇使用可轉換債，除非創辦人是連續創業家，我們有



信任感，才可能考慮用 SAFE。不過，這也跟地區有關，在台灣，創投有談判的空間。我們創投自己沒用過 KISS，也沒聽過其他創投使用 KISS。

Q：使用可轉換特別股時，投資人會有一席董事席次。你們覺得這席董事席次對你們來說重要嗎？

A：坦白說，拿了董事席次後，雖然溝通方便，知道更多事，但實際上在當董事的時候，不一定會將監督權行使到 100%，我們基本上不會管新創管太嚴。這是因為我們想要跟經營團隊保持良好關係，未來集團需要這家新創公司配合活動、提供資訊或傳遞資源時，新創公司才會配合。

Q：使用可轉換特別股時，有感覺到你們跟普通股股東有利益不一致的情況嗎？

A：我們創投的特別股有股東保護條款，但目前還沒有碰過因此跟普通股股東有衝突的情況。不過在台灣，我們有時會另外跟新創公司要求對賭條款，也就是新創公司如果沒達到某個業績目標時需要將特別股買回，這時候確實就會感受到跟普通股股東之間有衝突關係。但如果真的買回條款被觸發了，我們創投也不一定會採取行動，因為當對賭條款被觸發時，這時候新創公司也沒錢，採取行動的價值不高。

Q：如果是使用可轉換債或 SAFE，你們談判的方向有沒有什麼不同？會不會額外加什麼附加條件？

A：我們使用可轉換債時，還是會要求資訊權，或跟著領投投資人享有資訊權。另外，如果是投資可轉換債或 SAFE，都還是會盡量透過關係，繼續與新創公司保持聯繫，以便了解最新狀況。不過，自己的感覺是，以可轉換債或 SAFE 的投資人身份去聯絡新創公司時，因為不是股東，所以新創公司的態度跟給資訊的程度是有差的。

Q：你提到除非創辦人是連續創業家，你們有信任感，才可能考慮用 SAFE，這是為什麼？

A：在美國，因為大家都用 SAFE，不跟著做搶不到案，我們只好接受。經驗上，看過 SAFE 讓人不信任的地方。覺得比較麻煩的地區是歐洲、以色列、新加坡這些地區，例如曾經看過以色列新創募了三年 pre-Seed 還在用 SAFE，用 SAFE

募資了 200 多萬美金，但一直沒有募股權，感覺是對 SAFE 的濫用，對投資人並不公平。在台灣，因為創投相對有談判空間，因此我們可以選擇不用 SAFE。

## (二) B 創投

B 創投成立時間在五年之內，但合夥人均有超過 10 年的創投經驗。B 創投主要投資軟體等科技服務新創公司，階段多以種子輪或之後為主。投資每一家新創公司的投資金額平均在美金 200 萬至 500 萬之間。投資地區不限台灣，美國、東南亞都有。

受訪人員為 B 創投合夥人乙，其在 A 創投任職 5 年內，但有 15 年內的創投業界經歷。訪談時間為 2022 年 6 月 14 日。

以下為訪談內容摘要：

Q：你們投資早期新創時，怎麼決定是要用可轉換特別股、可轉換債、SAFE 還是 KISS？

A：因為我們創投不投種子輪之前階段的新創公司，只投種子輪之後，因此一定拿可轉換特別股。我投資盡量不考慮 SAFE，因為太過簡單了，也是因為我們一次投資金額比較大的關係。但我們也有投資可轉換債跟 SAFE。主要是過橋融資的情況，新創公司活不下去了，用可轉換債或 SAFE 來募。這個時候，通常新創公司提議可轉換債，我們就接受可轉換債，如果新創公司選擇用 SAFE，我們就接受用 SAFE，我們不會要求新創公司改類型。不過，我自己的感覺是目前越來越多新創公司使用 SAFE，已經比較少新創公司在用可轉換債，我在台灣甚至根本沒碰過新創公司用可轉換債。至於 KISS，我自己沒用過、也沒聽過其他創投使用。

Q：使用可轉換特別股時，投資人會有一席董事席次，你們覺得這席董事席次對你們來說重要嗎？

A：董事對我們來說是把關的角色，但同時當董事，我們也要付出，所以我們也要慎選，不是所有的投資我們都想去當董事。原則是，只要是我們看重的案子一定會去爭取董事。不過，即使有了董事席次，我們有事情都還是會用日常溝通管道跟新創公司談好，不會沒談好就直接在董事會上起衝突。我個人的經驗是，跟這家公司溝通順不順暢，跟他們要資訊他們會不會配合，跟我們是股東或者

是可轉換債、SAFE 投資人沒有關係，我的感覺是通常跟這家公司自己對待投資人的態度有關。

Q：使用可轉換特別股時，有感覺到你們跟普通股股東有利益不一致的情況嗎？

A：目前還沒有。我覺得普通股股東組成很單純，主要還是創辦人、經營團隊跟員工以及少數天使投資人。我們這些可轉換特別股股東就算是佔股權的絕對多數，有什麼重要提案需要股東會決議時，還是會先跟團隊商量好，決定好事情之後，我們會要經營團隊去說服其他普通股股東，取得共識後，才會把案子提上股東會。這種先溝通先講好，是主要的做法，不會用投票壓過去的方法要普通股股東接受特別股的意見。

Q：如果是使用可轉換債或 SAFE，你們會額外談什麼條件嗎？

A：我們投資使用可轉換債或 SAFE 時，因為金額比較小，因此不會花時間談條件。但有例外，如果我們覺得那個投資案很重要，就算是投資可轉換債，我們也會想辦法要董事席次。

Q：你們當董事時，有跟創辦人、經營團隊起過衝突嗎？

A：有。我們有曾經不滿意台灣某家新創公司的 CEO，想開除他。當時在董事會裡面，投資人就我們這些特別股股東的董事代表佔多數席次，整家公司的股權比例上我們這些投資人也是佔多數，但我們仍然沒有直接開除 CEO。考量日後的關係，我們的做法是私下跟 CEO 商量好組織重整的方案，另外再架設一個職位，把 CEO 的職權移轉過去，CEO 對外還是 CEO，只不過職權都到新職位上。這個做法，也是事前先談好的。

### (三) C 創投

C 創投成立時間在 25 年之內，為獨立創投，投資行業不拘，從前種子輪到後期 pre-IPO 階段都投資。投資每一家新創公司的投資金額平均在台幣 1,000 萬~2,000 萬之間。投資地區包含台灣、美國、歐洲、加拿大，以前還包括中國。

受訪人員為 C 創投資深投資主管，有 20 年的創投業界經歷。訪談時間為 2022 年 6 月 15 日。

以下為訪談內容摘要：

Q：你們投資早期新創時，怎麼決定是要用可轉換特別股、可轉換債、SAFE 還是



KISS ?

A：我們偏好拿股權，幾乎沒有無法談妥估值的時候。自己在美國投資，看到美國大咖有名的投資人也幾乎只投資估值明確的新創公司。我們只投資過一次 SAFE，因為當時那一家新創公司找到很有名的人當 SAFE 領投投資人，所以我們例外地跟投，那一次 SAFE 募資新創公司募到了 6-8 百萬美金。後來很順利地，那一家新創公司隔年就發種子系列特別股，我們的 SAFE 也就轉過去了。但那個時候我對 SAFE 不是很了解，現在比較清楚後，其實反而不會再投資 SAFE。我從沒聽過 KISS，也沒使用過 KISS。我們創投盡量不使用可轉換債。

Q：為什麼盡量不使用可轉換債？

A：因為是一種債，創投基金本來就不是做放款的，如果到時候可轉換債沒有轉成股份，我們對基金投資人很難交代，基金投資人會覺得我們怎麼去做放款的事情呢？即使我們知道可以轉成股份，但就是很難跟投資人交待。

Q：使用可轉換特別股時，投資人會有一席董事席次，你們覺得這席董事席次對你們來說重要嗎？

A：很重要。如果我們是那一輪領投投資人，我們一定會要有董事席次，甚至如果是台灣公司，我們除了董事外還會要求監察人席次，以便擁有查帳權。如果我們那一輪是跟投投資人，我們也會要求有董事觀察員席次。在資訊溝通方面，我們平時就會跟新創公司保持聯繫，加上有資訊權，以及董事觀察員，能了解公司的狀況。但有董事席次很不一樣，我們公司可以對新創公司有話語權，表達我們投資人的立場。就算我們投資人在董事會是少數，提案還是會被強行通過，可是只要是我們反對的提議，我們就是會要求寫明我們反對，這是我們對我們基金投資人善盡責任的一種表示。

Q：使用可轉換特別股時，有感覺到你們跟普通股股東有利益不一致的情況嗎？

A：比較少。有一個情況是，我們不滿意 CEO，董事席次也只我們一個投資人，但當時我們這些種子輪股東佔少數股權，股權上還是比不上 CEO，因此我們一直要他增資，他後來答應了。如果他一直拒不增資，把跟我們的關係徹底搞

壞，那他以後也不用增資了，因為以後增資時，外面的投資人會來我們對這家公司的評價，我們不會有好評價。

Q：如果以後真的還是要跟投 SAFE，會不會額外加什麼附加條件？

A：會喔，我們會要求資訊權跟董事會觀察員，而且還是要這個新創團隊自律，如果不自律不會考慮用 SAFE。

Q：你們當董事時，有跟創辦人、經營團隊起過衝突嗎？

A：有喔。我們曾經跟其他投資人一起決定開除 CEO，CEO 是創辦人也是最大股東。開除他之後，我們趕快增資，稀釋他的股權。

## 第二節 新創公司訪談

### (一) X 公司

X 公司是資訊服務類的新創公司，公司架構為台灣法下的股份有限公司。目前成立時間在 10 年內，之前發行過 SAFE，但沒有轉換即被買回，目前也有發行種子輪特別股，但該特別股不是美國模式的可轉換特別股，不過也有優先清算權。公司目前有三董一監，其中一位董事是投資人代表。

受訪人員為該公司的創辦人，擔任董事，受訪日期為 2022 年 6 月 14 日。

以下為訪談內容摘要：

Q：請問當初為什麼決定用 SAFE，而不是用特別股、可轉換債或 KISS？

A：因為當初我們跟投資人談不攏估值，因此決定用 SAFE。不記得是誰先提議用 SAFE，反正雙方因為都知道什麼是 SAFE，因此很快就決定要用 SAFE 而且也談妥了。我覺得 SAFE 很方便，很快速，成本也低。我不熟 KISS 跟可轉換債，所以沒考慮過這兩種工具。

Q：聽起來談 SAFE 過程很順利，投資人有要求額外增加條件嗎？

A：有，投資人提出了 SAFE 的 discount rate 要隨著每一年的時間經過逐漸增加，我們這邊也提出買回 SAFE 的要求。雖然有額外增加條件，雙方仍在兩個星期內談定。

Q：投資後，投資人有要求要新創公司跟他報告或更新狀況嗎？投資人有參與你們的決策嗎？

A：完全沒有。投資人雖然跟我們有聯繫，但是那是因為投資人跟我們本來就在同一個圈子而有的聯繫。基本上投資人沒有干涉也沒有過問公司的情况。我那時候也沒意識到需要跟投資人維繫關係、我們可能需要跟投資人定期更新公司情况，這些事情都是我很後來才知道，所以我當時什麼也沒做。投資人也沒要求，我想也許這是因為投資金額對投資人來說不算大的關係。

Q：發行種子輪特別股後，投資人擔任一席董事，對你們有造成什麼影響嗎？

A：投資人每次開董事會都會來，但還是給我們很大的空間，不太管我們，主要定期關心財務數據而已。

Q：發行種子輪特別股後，你自己是普通股股東，有沒有感覺跟投資人也就是特別股股東有潛在的利益衝突、或發生立場不一致的情况？

A：目前沒有感覺。

## (二) Y 公司

Y 公司是娛樂類的新創公司，公司設立在美國德拉瓦州，目前成立時間在 5 年內。有發行 SAFE 約莫金額在 50 萬美金以內，且尚未被轉換，最近考慮要做一輪股權募資。Y 公司目前僅有一位董事，即創辦人。

受訪人員為該公司的創辦人，擔任唯一董事，受訪日期為 2022 年 6 月 15 日。

以下為訪談內容摘要：

Q：請問當初為什麼決定用 SAFE，而不是用特別股、可轉換債或 KISS？

A：我們跟投資人因為都知道 SAFE，所以雙方很快就開始談。我們不是因為跟投資人談不攏估值才決定用 SAFE，我自己知道 SAFE 格式很標準化，不用請律師，所以很快就決定用 SAFE，根本沒考慮過可轉換債。我不知道什麼是 KISS。

Q：聽起來談 SAFE 過程很順利，投資人有要求額外增加條件嗎？

A：沒有。直接是標準的 SAFE 就簽了。

Q：投資後，投資人有要求要新創公司跟他報告或更新狀況嗎？

A：完全沒有要求。不過，投資人都是我們的朋友，我們本來就有聯繫，我時不時就會跟他們講一下公司的狀況。另外我們公司最近開始每兩個月寄信給投資人，跟他們報告業務進展，因為我覺得這是負責任的表現。

Q：會推薦其他新創公司用 SAFE 嗎？

A：非常推薦。第一是 SAFE 快，文件很標準，不用請律師，省錢省時。第二，因為 SAFE 投資人不是股東，所以我們去銀行開戶或回來台灣設立子公司與分公司都非常方便。因為銀行開戶都會跟我們要股東名單，跟投審會申請回台設立子公司也要提股權架構資訊，我的朋友直接募股權的就很麻煩，都要把投資人一一列進去，可是像我用 SAFE，SAFE 投資人都不用被包括進去當股東，少了很多麻煩。

### (三) Z 公司

Z 公司是軟體新創公司，公司架構為開曼公司，成立時間在 10 年以內。Z 公司從未發行過 SAFE，目前有發行兩系列可轉換特別股，可轉換特別股為美國標準模式，有優先清算權、董事指派權、資訊權及股東保護條款。除此之外，董事會有投資人代表董事的否決權條款。

受訪人員為該公司的創辦人，亦擔任董事，受訪日期為 2022 年 6 月 16 日。

以下為訪談內容摘要：

Q：請問當初為什麼種子輪決定直接用可轉換特別股？

A：我們跟投資人因為有同意的估值，加上投資人直接要求我們發可轉換特別股，因此我們就做了，因為估值談得攏，所以沒考慮過其他的。我對募資工具不熟，不了解什麼是 SAFE、可轉換債，其實可轉換特別股一開始我也不知道，但因為投資人要求，律師也說是矽谷的常態，加上估值談得攏，我就做了。

Q：可轉換特別股下投資人會有一席董事席次，你們覺得這席董事對你們的運作有麼影響？

A：投資人其實總共佔了二席董事，我們還為此把董事席次大幅增加，以確保投資人要了兩席董事席次後仍無法過半。但因為代表投資人的董事有董事否決權，這使得我們日後許多決策都需要兩個投資人代表董事的同意，目前兩位投資人的代表董事並沒有動用否決權過，但那是因為我們事前就花了很多溝通時間。

Q：使用可轉換特別股時，有感覺到你們跟普通股股東有利益不一致的情況嗎？

A：比較少，因為我們沒有想過要解散清算，也沒有被併購的情況。不過，曾經我們想併購某家公司時，特別股股東有不同想法，導致併購案卡關。後來，我們溝通了很久，特別股股東最終沒動用否決權。

Q：有沒有感覺到兩個系列特別股股東彼此有利益不一致的地方？

A：這兩個系列特別股股東清算順序相同，都在董事會有代表席次，目前我們公司也還沒有要 IPO 或併購，因此目前沒有衝突的事情發生。

Q：有沒有感覺到董事會對創辦人(經營團隊)有什麼意見不合的地方，對 CEO 的管理形成壓力？

A：其實還是有意見不同的時候。即使我跟其他創辦人加上跟我友好的天使投資人已經過董事會半數，我還是得好好跟投資人代表董事溝通，才能將事情圓滿解決。

### 第三節 小結

綜合以上訪談的結果，我們可以歸納出幾點心得：

- 一、三位投資人均偏好可轉換特別股。而新創公司方面，有的表示因為估值談不攏才用 SAFE，另一家新創公司則是因為估值確定就直接發行可轉換特別股，因此在估值能確定的情況下，新創公司也會優先考慮可轉換特別股。
- 二、投資人都相當重視可轉換特別股帶來的董事席次。創投基金因為有資訊權，而且身為機構投資人，他們也會持續透過原有的聯繫管道持續了解新創公司的狀況，因此董事席次對創投基金的意義，更多是在事前監督把關的功能，其中一家創投甚至提到他們要對基金投資人負責(表示此時代表投資人的董事其並非以極大化新創公司利益為考量)，即創投的雙重忠實義務。不過，也有一家創投提到不會將董事的監督權行使到百分百，隱約呼應了本文前面章節所提到的現象，即創投有時會是失敗的監督者。
- 三、在種子期，投資人身為特別股股東，多表示沒有感受到跟普通股股東有潛在衝突。新創公司的部分，只有 Z 公司有發特別股，但其表示未感受到兩種股份之間的衝突。但這也可能是受訪者個人觀察及感受差異的問題，因為 C 創投

提到要求 CEO 增資的例子，以及 Z 公司併購案卡關的歷史，其實在本文看來已經是特別股股東跟普通股股東之間的衝突。

- 四、三位投資人雖不排斥 SAFE，但也不偏好 SAFE。一個是為了在美國搶案而接受 SAFE，另外一個是因為投資小額過橋融資所以接受，最後一個則是因為在美國投資案跟投因而接受，但也表明了解 SAFE 性質之後不會再使用。其中兩個投資人都表示，如果日後真的還要再使用 SAFE，必須創辦人(經營團隊)是連續企業家或非常自律，這表示投資人意識到使用 SAFE 造成的治理成本。
- 五、兩家發過 SAFE 的新創公司確實都認同 SAFE，不管是不是因為估值無法談定的原因，兩家新創公司都認為 SAFE 方便、經濟、快速。使用 SAFE 後，投資人完全不參與公司事務，端靠創辦人(經營團隊)自願跟投資人報告或因既有關係維持聯繫。此時創辦人(經營團隊)怎麼執行公司業務，包含怎麼運用募資來的錢，都由創辦人(經營團隊)自己決定，董事會的組成也沒有因 SAFE 改變。
- 六、不管是投資人還是新創公司，似乎都較少考慮可轉換債，這跟美國統計數據顯示 SAFE 的使用已經超越可轉換債的發現是一致的。另外，投資人跟新創公司幾乎都沒聽過 KISS，顯示其至少在台灣實務界鮮少被使用。

與本文在第五章的結論相比較，以上的訪談結果大體上符合及支持第五章的結論，僅在可轉換特別股其特別股股東是否與普通股股東存在著衝突的問題上，訪談結果較不支持有衝突存在的結論。(不過這可能是因為受訪者個人觀察及感受不同的關係)。

由以上的訪談可發現，台灣的文化較強調合作及和諧關係，因此即使投資人一般被認為相較於新創公司具有優勢地位，但投資人也不會貿然行使權力而使衝突浮上檯面，反倒是透過漫長的溝通來降低衝突。這種現象，或許就跟強調權利義務關係的美國投資環境略有差異。例如，訪談紀錄顯示即使有創投基金不滿意新創公司的 CEO，但選擇另設新職來接手 CEO 的工作，讓原創辦人對外繼續保留 CEO 的頭銜，這種在人事上疊床架屋以求和諧的做法，就較難想像會出現在強調企業效率的美國。本文在第五章的分析並未將這種文化差異考慮在內，但即使有該等差異，毋寧只是兩地的代理成本以不同形式(反覆溝通或是對決衝突)展現出來，並非表示

哪一地區的新創公司代理成本結構有根本性的不同。因此，在台灣公司法制已經大致趨同於美國公司法的背景下，以上的訪談結果對驗證或支持本文在第五章的觀察及結論也有幫助。

基於以上的發現，本文於第七章作出總結及建議。



## 第七章 結論



### 第一節、研究結論

本文第一章就指出，新創公司的公司治理重要性向來被社會大眾所忽視，社會大眾也經常預設新創公司的公司治理問題相對單純而衝突性較低。但在新創公司佔據社會資源越來越大比重的情況下，新創公司的公司治理應該受到更多的重視。

在台灣及美國的法律上，沒有特別針對新創公司治理制定的規範。新創公司雖然被分類為是非公開發行公司或私人公司，但因為新創公司會經常對外募資，因此股東人數會不斷增加，股東組成會不斷改變，新創公司的董事會也經常代表不同投資人的利益，因此其公司治理問題遠比一人公司、合資公司及封閉型公司複雜，甚至與公開公司或上市公司相比，衝突的可能性也不一定較低。

新創公司逃不開募資的任務，實務上因此針對新創公司募資開發出各式各樣的募資工具。過去，這些募資工具經常被討論，但都是單一工具各自的分析，就算有相互比較，也多半是從權益保護或交易成本的角度去做分析。本文重視新創公司治理的重要性，因此本文以代理成本理論為研究架構，分析可轉換特別股、可轉換債、SAFE 及 KISS 這四種可轉換證券對種子期新創公司的公司治理影響。

總結前述資料分析及訪談等所有內容，本文認為四種可轉換證券，各自對新創公司治理造成不同的影響，而可再進一步闡述如下：

一、可轉換特別股是在新創公司估值能被確定時所使用的募資工具。相較於其他三種可轉換證券，可轉換特別股伴隨著董事指派權及資訊權，因此在垂直代理問題上，能協助降低資訊不對稱的程度，減少代理成本。訪談結果也顯示，投資人偏好股權勝過其他可轉換證券，而且重視董事席次，認為是對新創公司發揮影響力、進行把關的重要管道。至於在水平代理問題上，因為可轉換特別股有優先清算權跟股東保護條款，因此特別股股東跟普通股股東之間存在著發生衝突的可能。不過，或許因為是在種子期，訪談結果顯示投資人覺得產生特別股股東跟普通股股東衝突的情況並不明顯，但是這也可能是受訪對象個人主觀感受差異的問題。



二、如果投資人跟新創公司無法就估值達成共識，這時候可考慮的募資工具有可轉換債、SAFE 或 KISS 這三種可轉換證券。拿可轉換債、SAFE 及 KISS 這三種證券相互比較，在垂直面向上，可轉換債因為是債權而有到期還本、利息的制約力量；KISS 則是有資訊權，也有最惠國待遇條款及到期可自願轉換成特別股的設計，相較之下，SAFE 就缺乏這些機制，有著較高的資訊不對稱程度及代理成本。至於水平代理問題上，三種可轉換證券的投資人都有跟普通股股東利益不一致的可能，但可轉換債在債務到期後，以及 KISS 在到期日後，都有實現利益不一致的現實法律途徑。相較之下，SAFE 投資人在法律上並沒有談判籌碼，雖然因此看起來好像水平代理衝突不會實現而似有利於新創公司整體，但因為種子期的新創公司普通股股東就是董事會跟創辦人(經營團隊)，因此 SAFE 缺乏投資人實現衝突途徑的特點，其實提供了讓垂直代理成本增加的環境與條件，因此本文認為 SAFE 整體造成的代理成本較可轉換債及 KISS 高。

三、本文同意 Pollman (2019) 的研究，新創公司的公司治理問題會隨著時間經過呈現衝突增加的趨勢，但本文認為新創公司的代理成本並不一定是一路增加的發展。在種子期使用 SAFE 的新創公司，於 SAFE 被轉換成種子系列特別股前，反倒有一段代理成本較高的時期，此時全靠新創公司董事會跟經營團隊的自律及責任感來維持公司治理，訪談結果也得到一致的結論。這問題會持續直到 SAFE 被轉換成種子輪特別股、引入董事席次跟資訊權後，情形才獲得改善，再重新隨著之後的每次募資逐步增加代理成本。

四、以目前的趨勢來說，SAFE 的使用已經逐漸超越可轉換債。SAFE 會被廣泛使用，可能跟過去這幾年大量資金湧入新創投資市場，使得市場變得相當競爭有關。某程度上，過去這幾年，新創投資市場的天秤，從一面倒由投資人說話的買方市場，逐漸倒向對創辦人(經營團隊)有利的方向，因此為了搶案，即使 SAFE 會造成較高的代理成本而不利於新創的公司治理，使用上卻仍不斷增加。訪談結果有創投指出，在美國為了搶案，根本不得不接受 SAFE，也印證了此觀點。

以上為本文研究的結論。本文仍相當肯定四種可轉換證券包含 SAFE 做為募資工具的價值，僅係就對新創公司治理可能的影響進行分析。下一節，本文將針對所發現的問題提出些許建議。



## 第二節、研究建議

本文基於上述結論，提出以下的建議：

- 一、就可轉換特別股來說，如本文所分析，種子期的可轉換特別股確實可能因為優先清算權跟股東保護條款，而跟普通股股東之間存在著利益不一致的情況。當然，如果新創公司還在種子期，真的實際發生衝突的機率或許還不高。但如果仍想要減少兩種股東彼此間衝突的情形，避免發生少數特別股股東封鎖整個股東會的決定，此時可以考慮在合約裡就股東保護事項設定重大性門檻，例如公司如果要併購多大金額以上的企業，或公司淨值多少以下時要進行解散清算，才需要特別股股東之同意。又例如，公司發行收益低於多少金額以下或估值低於多少以下時，此時發行順位相同或更為優先的證券才需要特別股股東之同意等等，如此將可減少兩種股東彼此間發生衝突的可能情形。
- 二、至於 SAFE，SAFE 的廣泛使用似乎是已經既定的趨勢。SAFE 的優點就是快速、經濟，因此任何對 SAFE 的建議要盡力維持這個優點。直觀來看，要降低 SAFE 所造成的代理成本，一個最快的方法是由投資金額較大的 SAFE 投資人擔任董事，但投資人取得董事席次對新創公司來說是大事，勢必增加談判的時間，因此比較務實的方式是要求新創公司設立獨立董事，或給投資金額較大的 SAFE 投資人董事觀察員席次。另外則是加入資訊權，這是合理的基本要求，新創公司也不會因提供資訊而失去權力，因此應可加入 SAFE 的制式約定，給予投資人更多的保障。

以上兩點單純是本文作者的建議，據本文作者的實務經驗以及目前蒐集到的資訊，尚無新創公司或創投基金採用本文作者建議的作法。以第一點來說，保護條款跟特別股股東的經濟權保障息息相關，在初期股東人數不多、股東衝突還不明顯的情況下，投資人身為特別股股東或許沒有意願自我設限而接受重大性門檻，而創辦人也恐無正當理由提出該種要求。至於第二點，或許可能因

為談判資訊權跟獨立董事、觀察員的要求，跟 SAFE 本身追求迅速經濟的目的相違背，因此尚未能發生。

新創公司的募資行為其實時時都在變化，募資工具的態樣也是。本文無法預測未來市場的演變，但本文作者認為，除非未來全球市場的新創資金持續維持甚或增加，否則本文作者認為未來可能還會有其他新型態的、介於 SAFE 跟 KISS 之間的可轉換證券出現，以彌補現有 SAFE 的不足、但仍具備能為新創公司接受的簡單及便捷。未來本文介紹的四種可轉換證券有沒有再進化、這些證券對新創公司種子期公司治理的影響有沒有改變、實務上這四種可轉換證券會不會增加降低代理成本的配套措施，將是新創公司經濟裡一個值得持續研究的議題。

## 參考文獻

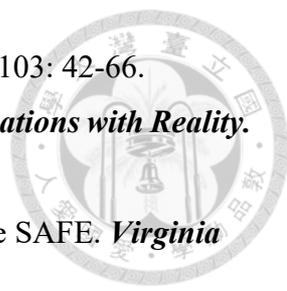


### 一、書籍

- 季晶晶譯，2014，*從0到1：打開世界運作的未知祕密，在意想不到之處發現價值*，台北：天下雜誌。Thiel, P. & Masters, B. 2014. *Zero to One: Notes on Startups, or How to Build the Future*. USA: Currency.
- Feld, B. & Ramsinghani, M. 2014, *Startup Boards: Getting the Most Out of Your Board*. USA: Wiley.
- Kupor, S. 2019. *Secrets of Sand Hill Road: Venture Capital and How to Get It*. USA: Portfolio Press.

### 二、期刊

- 林郁馨，2014，閉鎖性公司之公司治理與少數股東權之保障，*月旦法學雜誌*，231期，頁131-155。
- 黃朝琮，2020，公司治理之審議民主面向，*臺北大學法學論叢*，115期: 61-169。
- 賴志豪，2019，新創事業的股權規劃，*理律法律雜誌雙月刊*，108年10月號：2-3。
- 蔡昌憲，2020，初探我國新創公司籌資法制之展望—從推特 IPO 到虛擬通貨 STO，*臺灣財經法學論叢*，第2卷第1期，頁157-244。
- Bartlett, R. 2006. Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation. *UCLA Law Review*, 54:37-115.
- Bartlett, R. 2015. Shareholder Wealth Maximization as Means to an End. *Seattle University Law Review*, 38:255-295.
- Bratton, W. 2002. Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control. *Michigan Law Review*, March 2002, Vol. 100: 891-945.
- Bratton, W. and Wachter, L. 2013. A Theory of Preferred Stock. *University of Pennsylvania Law Review*, 161:1815-1906.
- Broughman, B. 2010. The Role of Independent Directors in Startup Firms. *Utah Law Review*, 356:461-510.
- Coyle, J. F. & Green, J. M. 2018. The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup

- 
- Seed Financing Contracts. *Minnesota Law Review Headnotes*, 103: 42-66.
- Gornall, W. & Strebulaev, I. A. 2020. *Squaring Venture Capital Valuations with Reality*. *Journal of Financial Economics (JFE)*, 135(1): 120-143.
- Green, J. M. & Coyle, J. F. 2016. Crowdfunding and the Not-So-Safe SAFE. *Virginia Law Review Online*, 102:168-182.
- Grundeir, J. & Talaulicar, T. 2002. Company Law and Corporate Governance of Start-Ups in Germany: Legal Stipulations, Managerial Requirements, and Modification Strategies. *Journal of Management and Governance* 6(1):1-27.
- Ingle, C. & Mccaffrey, K. 2007. Effective governance for start-up companies: Regarding the board as a strategic resource. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 3(3):308-329.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kaplan, Y. 2021. Good Corporate Governance Policies and Disclosure Mechanisms in Startup Companies. *University of Miami Business Law Review*, 29(2):31-52.
- Korsmo, C. 2013. Venture Capital and Preferred Stock. *Brooklyn Law Review*, 78:1163-1230.
- Pollman, E. 2019. Startup Governance. *University of Pennsylvania Law Review*, 168: 155-221.
- Smith, D. 2005. The Exit Structure of Venture Capital. *UCLA Law Review*, 53:315-356.
- Strine, Jr. L. E. 2013. Poor Pitiful or Potently Powerful Preferred?. *University of Pennsylvania Law Review*, 161:2025-2039.

### 三、網路資料

- 呂志明(蘋果日報), 2021, 最有潛力獨角獸 *Cobinhood* 爆內訌創辦人股東互告結果出爐, <https://tw.appledaily.com/local/20210706/E3L6UE5VVNC65ASNI2DLZKGFRQ/>, 搜尋日期: 2022 年 6 月 8 日。
- 500 Startups. *Form KISS (Debt Version)*. <https://500startups.app.box.com/s/>

- 8ybx9y3bhk4mte50v7k. Accessed June 7, 2022.
- 500 Startups. *Form KISS (Equity Version)*. <https://500startups.app.box.com/s/8ybx9y3bhk4mte50v7k>. Accessed June 7, 2022.
- Brazilian Institute of Corporate Governance. 2020. *Corporate Governance for Startups & Scale-Ups*. [https://idbinvest.org/sites/default/files/2021-04/IBGC\\_Segmentos\\_-\\_Corporate\\_Governance\\_for\\_Startups\\_%26\\_Scale-Ups.pdf](https://idbinvest.org/sites/default/files/2021-04/IBGC_Segmentos_-_Corporate_Governance_for_Startups_%26_Scale-Ups.pdf). Accessed June 8, 2022.
- Carolynn Levy. 2020. *Re: Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets; File Number S7-05-20*. <https://www.sec.gov/comments/s7-05-20/s70520-7254270-217568.pdf>. Accessed June 29, 2022
- Cooley LLP. 2017. *Series Seed Convertible Note Financing Package*. <https://www.cooleygo.com/documents/series-seed-notes-financing-package>. Accessed June 10, 2020.
- Early Metrics. 2022. *Rise of Startup Valuations: How to Make Sure the Price Is Right*. <https://earlymetrics.com/rise-of-startup-valuations-how-to-make-sure-the-price-is-right/>. Accessed June 11, 2022.
- eShares, Inc. DBA Carta, Inc. 2020. *The rise of non-debt convertible securities*. <https://carta.com/blog/non-debt-convertible-securities/>. Accessed June 29, 2022.
- eShares, Inc. DBA Carta, Inc. 2022. *State of Private Markets: Q4 2021 and Year In Review*. <https://carta.com/blog/state-of-private-markets-report-q4-2021/>. Accessed June 7, 2022.
- European Investment Bank. 2020. *From starting to scaling: How to foster startup growth in Europe*. <https://www.eib.org/en/publications/from-starting-to-scaling>. Accessed June 14, 2022.
- Internal Revenue Services. 2022. *Publication 542 (01/2022) Corporations*. [https://www.irs.gov/publications/p542#en\\_US\\_202201\\_publink1000257747](https://www.irs.gov/publications/p542#en_US_202201_publink1000257747). Accessed June 8, 2022.
- Metinko, C. 2022. *As Venture Capital Continues To Change, What Will 2022 Bring?* <https://news.crunchbase.com/venture/venture-capital-forecast-2022-hedge-funds-tiger-global-softbank/> Accessed June 11, 2022.
- National Venture Capital Association. 2018. *Venture Monitor Pitchbook 1Q 2018*.



<https://pitchbook.com/news/reports/q1-2018-pitchbook-nvca-venture-monitor>.

Accessed June 12, 2022.

National Venture Capital Association. 2020. *Venture Monitor Pitchbook 1Q 2020*.

<https://pitchbook.com/news/reports/q1-2020-pitchbook-nvca-venture-monitor>.

Accessed June 12, 2022.

National Venture Capital Association. 2021. *Venture Monitor Pitchbook 3Q 2021*.

<https://pitchbook.com/news/reports/q3-2021-pitchbook-nvca-venture-monitor>.

Accessed

National Venture Capital Association. 2021. *Venture Monitor Pitchbook 4Q 2021*.

<https://pitchbook.com/news/reports/q4-2021-pitchbook-nvca-venture-monitor>.

Accessed June 8, 2022.

National Venture Capital Association. 2022. *Model Legal Documents*.

<https://nvca.org/model-legal-documents/> Accessed June 10, 2022.

Wikipedia. 2022. **Startup Company**. [https://en.wikipedia.org/wiki/Startup\\_company](https://en.wikipedia.org/wiki/Startup_company).

Accessed June 14, 2022.

Wilmer Cutler Pickering Hale and Dorr LLP. 2021. *2021 Venture Capital Report*.

<https://www.wilmerhale.com/en/insights/publications/2021-venture-capital-report>.

Accessed June 12, 2022.

Wilson Sonsini Goodrich & Rosati, Professional Corporation. 2022. *Full-Year 2021 Entrepreneurs Report Year*.

<https://www.wmgr.com/a/web/w47kSyTTgRwVPffCe8gk6c/entrepreneursreport-ye-2021.pdf>. Accessed June 7, 2022.

Y Combinator. 2021. *SAFE Financing Documents*.

<https://www.ycombinator.com/documents>. Accessed June 10, 2022.

#### 四、碩博士論文

任智瑋，2020，*打造臺灣資本市場成為獨角獸孕育平台-以雙層股權結構特別股與公司治理為核心*，國立政治大學法學院碩士在職專班學位論文。

吳思蓓，2016，*新創事業持有超額現金之評價研究-以融資限制與公司治理觀點*，東海大學研究所論文。

陳怡安，2017，*新創產業之募資—以股權式群眾募資為中心*，國立臺灣大學法律學

研究所碩士論文。

黃琪禎，2018，*我國非公開發行公司治理路徑之探尋——從法制建構和實務運作出發*，

國立臺灣大學法律學研究所學術論文。

張庭，2018，*論利於新創事業籌資之法制建構——以群眾募資為中心*，成功大學 法

律學系碩士學位論文。

傅靖瑜，2018，*金融科技新創事業之募資——以夾層融資法制為中心*，東吳大學研究

所論文。

賈晉宜，2020，*股權安排下的公司治理——以特別股為中心*，國立政治大學法學院碩

士學位論文。

鄧茗佳，2021，*新創公司股權融資之法制研究*，東吳大學研究所論文。

