

# 【募資方程式】新創企業如何使用特別股

作者：林陣蒼執業會計師/財稅律師，現為浩信會計師事務所主持會計師

關鍵字：新創募資、特別股

日期：2019.4.15

企業常見籌資的管道，不外乎資金借貸、普通股、公司債及特別股等幾種方式。其中發行公司債依現行公司法規定除需為公開股票發行公司外，尚需符合一定獲利的資質條件<sup>1</sup>，始得向主管機關申報發行。特別股之發行雖一般公司均得採用，惟 2018 年公司法修法前，公司發行特別股受到諸多限制<sup>2</sup>，包括如不得發行享有數表決權之特別股、不得按一股換數股比例轉換為普通股等。新創企業本可透過特別股設計一些誘因吸收投資人挹注資金，但法規的限制下壓縮公司與投資人的談判空間，不利新創企業的募資。因此新創企業採用發行特別股方式籌資的情形並不多見，一般新創公司籌資管道仍仰賴傳統的資金借貸及普通股。而 2018 年公司法修法後，針對特別股的發行限制大幅鬆綁，增加諸多彈性設計，新創公司善加利用，不僅便利籌資亦有利於新創團隊股權結構的規劃及安排。

特別股係指股份所表彰之股東權所具有之盈餘分配請求權、贖餘財產分配請求權或表決權等權利內容不同於普通股者。換言之，特別股和普通股均屬表彰之股東權一種股份，只是其盈餘分配請求權、贖餘財產分配請求權或表決權等權利內容不同於普通股而已，故稱之為特別股。普通股與特別股的主要區別參考表一。

表一、普通股 vs 特別股

	普通股	特別股
剩餘資產分配權	劣後特別股	優先普通股
盈餘分配	不可累積/股息不固定	可累積/股息可固定
表決權限	公司決策參與權	限制或特定表決權限
表決權數	一股一權	可一股多權
可否轉換	不可	可轉換為普通股

資料來源：本文整理。

特別股種類及其權利義務的內容有多樣，其中較受關注的是關於特別股股東如何參與公司盈餘、贖餘財產的分配，如何行使表決權以及贖回或轉換的機制等。茲將主要分類及權利義務整理如下表二。

<sup>1</sup> 參公司法第 246 條、第 249 條及 250 條。

<sup>2</sup> 經濟部七二、三、二二商一一一五九號函略以「...條文中所稱「行使表決權之限制」固不能解釋為每股享有數表決權，「行使表決權之順序」亦僅在分別普通股股東與特別股股東，或二種以上特別股股東對同一事項決議之先後，而與表決權之多寡應無關連，故依現行法應不能容有每股享有數表決權之特別股」、經濟部九〇、八、二〇商字第〇九〇〇二一八〇三〇號略以「按公司法第一百五十八條規定，公司發行之特別股，得以盈餘或發行新股所得之股款收回之，係屬列舉規定，是以自不得以盈餘或發行新股所得股款以外之方式收回特別股」、經濟部九〇、五、二二商字第〇九〇〇二〇九五五四〇號函，「按公司發行特別股時，應就特別股權利、義務事項於章程中明定，公司法第一百五十七條定有明文，惟章程中尚非可明定特別股得按一股換數股比例轉換為普通股者」。

表二、特別股之分類

按表決權之有、無或限制分類		說明
1	具有表決權之特別股	指特別股具有與普通股一樣或複數之表決權
2	無表決權之特別股	指特別股無表決權者
3	限制表決權之特別股	指特別股之表決權受有限制者，例如普通股一股有一表決權，特別股一股表決權則打八折計算
按盈餘分配內容分類		說明
1	累積特別股	公司無盈餘時所積欠的特別股股利，應於有盈餘年度補足之特別股
2	非累積特別股	指公司無盈餘年度未分配特別股股利者，該年度之股利即永遠喪失，不再補發之特別股
3	非參加特別股	指公司無論盈餘多寡及普通股股利大小，均只能享有定額或定率股利之特別股
按權利內容分類		說明
1	優先權	指特別股盈餘分配或贖餘財產分配權利或表決權優先於普通股者
2	劣後股	指特別股盈餘分配或贖餘財產分配權利或表決權劣於普通股者
3	混合股	指特別股一部分權利優於普通股，一部分權利劣於普通股者，例如盈餘分配部分優先於普通股，贖餘財產分配部分後於普通股
按是否具有負債性質分類		說明
1	具有債務性質之特別股	指法律或名目上雖稱之為「特別股」，而其性質屬負債之特別股
2	不具債務性質之特別股	指經濟實質或法律形式均屬權益性質之特別股

資料來源：本文整理。

註釋：整理至發行債務性特別股之會計處理，95 年度健全商業會計制度非公開發行公司治理輔導計畫，委託單位：經濟部商業司，執行單位：(財)中華民國證券暨期貨市場發展基金會。

公司發行特別股可於公司設立時或成立後發行新股時進行，並應於章程記載其種類及權利義務做為發行之依據。企業是否發行特別股籌募資金，考量的因素包括如公司的發展前景、財務現況、產品或服務的性質、股權結構以及潛在投資人的期待等，根據企業不同狀況下的需求而設計不同的發行條件。新創企業具有高風險、高報酬的特性，採發行股票籌募資金時，因為特別股相對普通股對投資人保障多(例如具有優先清算權)，機構投資人一般傾向選擇投資特別股。新創公司可充分利用特別股多樣化的權利義務的內容，彈性設計不同的特別股發行條件及誘因，強化募資談判空間，吸引更多投資。尤其公司法修法後，大幅放寬特別股的發行條件限制，例如得發行複數表決權特別股、黃金股、得轉換為普通股及贖回特別股的財源不再侷限僅得以盈餘或發行新股所得股款等，新創團隊無需再透過境外投資架構，即可有靈活的操作特別股的選項及工具，更符合投資人及新創公司的需求。

新創團隊在規劃透過特別股籌募資金時，首重與投資人敲定 Term Sheet。特別股最大優點之一係具彈性權利義務的內容可供新創公司與投資人協商談判，這些協商談判的內容反應在投資合約的條款裡，即所謂的 Term Sheet。新創公司應注意 Term Sheet 條款內容，投資人通常關心的議題包括如：

## (一)、優先清算權(Liquidation Preferences)：

指當公司發生清算事件時，給予投資人優先的資產分配權，最大可能確保特別股投資人取回其原始投資額及累積未分配之股息(通常介於 6%-10%)<sup>3</sup>。觸發清算事件不僅包括公司遭受清算或破產等情形，亦可發生在公司 IPO 或併購時。投資人青睞優先清算權另一個原因係可避免新創團隊取得資金後即將公司解散，獲取不當利益。優先清算權條款有時會配套參加權<sup>4</sup>，所謂參加權係指特別股投資人取回其原始投資及累積未分配股利後，是否或依何種比例再與普通股股東參與分配贖餘財產。

## (二)、反稀釋條款(Anti-dilution provision)：

反稀釋條款主要目的係保護前一輪投資人的持股，不會因後續低價發行大量新股而被稀釋，且新一輪增資價若較前一輪低可能反應公司經營不佳估值下跌。因此反稀釋條款亦有促使新創團隊努力經營推升公司價值，避免估值下跌時觸發反稀釋條款。反稀釋條款主要的內容係當公司將來增資價格低於特別股轉換普通股價格時，轉換價格應相應調整，調整的方式主要有兩種，其一係將每股轉換價直接調整為較低的每股增資價值，稱為全輪制(Full Ratchet)，另一種是加權平均制(Weighted Average)<sup>5</sup>。舉例說明，設甲公司創始團隊持有 60 萬股普通股，A 投資人以每股 1 元取得 400,000 特別股，每股得轉換為一股普通股。公司後續營運不佳，擬以每股 0.5 元增資 100 萬股，取得 B 投資 50 萬元。兩種調整方式的計算結果如下：

表三、反稀釋的計算

	持股數	持股比率	每股價格	Full Ratchet	持股比率	Weighted Average	持股比率
創始團隊	60 萬股	60%	-	60 萬股	25%	60 萬股	28%
A 投資人	40 萬股	40%	1 元	80 萬股	33%	53 萬股	25%
B 投資人	50 萬股	-	0.5 元	100 萬股	42%	100 萬股	47%

資料來源：本文整理。

## (三)、控制與保障條款：

特別股可以透過表決權的設計，包括以章程約定複數表決權、對於特定事項具否決權、特別股東被選舉為董事、監察人之禁止或限制，或當選一定名額董事之權利，達到強化公司控制權的目的。例如新創公司創辦人持有公司普通股的 40%(股數為 1,000,000 股，已發行普通股數 2,500,000 股)，若透過發行特別股 100,000 股，每股特別股有 10 張普通股的投票權，此時，創辦人擁有普通股的表決權數達 3,000,000 股，占普通股表決權數達 80%，達成創辦人控制公司的目的；或者公司亦可以章程約定，創辦人就特定董事人選或公司重大營運讓與、重大資產處分、發

3 有時根據與投資人的談判，亦會做一些調整，例如原始投資金額的 1.25-2 倍，每年增加 25%等。

4 參加權(Participating)因係投資人取回其原始投資金額後又再次以普通股身份參與分配，新創團隊並不樂見參加權條款，有種被拿二次的感覺(Double Dipping)，參加權通常有三種方式，包括不參加(Non-participating)、完全參加(Fully-participating)及限制參加 Capped-participating。

5 加權平均制(Weighted Average)的計算公式為新轉換價格(CP2)=舊轉換價格(CP1)(A+B)/(A+C)，其中 A 為增資前已發行之普通股，B 為新增資金額於舊價格可取得之股份數，C 為本次增資之股份數。加權平均制(Weighted Average)又有可分 Board based 和 Narrow based，差別在於已發行之普通股有沒有考慮將潛在可能轉換成普通股票的選擇權(Options)和購買權(Warrants)也計算進來。

行特別股等重大事項具否決權。惟應注意相關法令規範及限制<sup>6</sup>，例如，經濟部商業司函釋認為，具否決權的特別股在行使否決權事項以股東會所得決議之事項為限；依法屬於董事會決議之事項，例如：經理人之委任、解任及報酬，不得行使否決權；又對於「董事選舉之結果」，亦不得行使否決權。特別股股東針對特定事項行使否決權時，應於討論該事項之股東會中行使，以避免法律關係懸而未決。縱使特別股發行條件另有約定「得於股東會後行使」，亦宜限於該次股東會後合理期間內行使，以使法律關係早日確定。

募資是新創公司面臨的最具挑戰的課題之一。資金一旦斷鏈，巧婦也難為無米之炊。特別股做為新創公司重要募資的管道，有著相對資金借貸及發行普通股獨特的優勢，在創投資本市場得到普遍的認同。但特別股需與投資人個別協商談判，Term Sheet 的條款繁多而複雜，新創公司對於這些條款的內容如果視而不見，可能不是預防產生不利結果的好策略。而對於已經簽訂的條款，則應避免觸發如優先清算權、反稀釋條款等黃金條款。與投資人的談判過程中，應適時諮詢專業導師或顧問，以便能與專業投資人武器對等展開協商。

---

<sup>6</sup> 參經濟部一〇八、一、四經商字第〇七〇二四三〇九七〇號函。