

攸關新創生死不可不知的股權規劃

中華創業育成協會 賴荃賢 秘書長

2018/9

史蒂芬·賴感謝各界朋友的熱情與支持，從第一篇「關於創投與募資的二三事~史蒂芬·賴的碎唸」，到第二篇「漫談台灣創投事業與投資評估模式」，這二篇文章中分享了創業投資、新創募資技巧跟投資評估等相關議題，獲得熱烈的迴響，相信有了您們的支持，讓史蒂芬·賴有了一股動力可以繼續為大家分享個人粗淺的經驗與知識，更期待對各位的創業能有助益！

在前二篇分享的文章中，從創業投資、投資評估到新創募資，其實這幾個議題皆不停的圍繞著一個中心思想，就是企業價值與投資價格之間的轉換與交易過程，而在價值轉換的過程中，投資人提供了新創企業得以擴大營運的「資金」，但同時投資人也取得新創企業部份的「股權」；簡單說，投資人就是用現金買你公司股票，重點是要用多少的現金可以買到多少比例的股票(權)，說穿了就是買賣雙方合議的過程，賣方想把產品價格賣愈高愈好，買方則期待可以買到價美物廉的產品，中間所存在的問題就是錢花得值不值得的概念。

我們也都知道，當你在一家企業取得多少股權同時也代表擁有多少的投票權、而投票權將決定經營權，所以經營權與所有權是否有默契與共識，也將重大影響公司治理與運作。因此，在新創企業募資的過程中，如何透過股權規劃來取得經營權與所有權的完美平衡，也就決定了企業未來發展的機會，可謂是一個相當重要的議題，創業者不可不慎！而歷史上最經典的相關經營權與所有權的案例就是蘋果公司，賈伯斯在 1977 年創辦了蘋果，但他卻在 1985 年因為公司董事會的不支持下，在全世界的目光中黯然離開了他一手創辦的公司，其中一開始三位創辦人均等的股權設計還有經營者與董事會的關係沒有經營好就是重要的關鍵因素；由此可見，股權規劃資本形成將連動影響到經營權與所有權的區分，也將重大影響一家企業未來的發展。

然而，企業發展有三個關鍵因素，不外乎是「人才」、「技術」與「資金」，而這三個因素則有著密不可分的關係，我們都知道事業剛初創時從幾個志同道合創業夥伴的結合開始，幾個合夥人有錢的出錢有力的出力，在有限的資源(金)下不斷的投入資源與研發，也不斷創造與累積出企業價值，所以在創造價值過程中也才能有機會吸引足以協助事業成長的財務性或策略性投資人參與，公司透過投資人的資金挹注擴充企業的營運資金，以逐步壯大企業。

在創業初期有錢出錢、有力出力是新創的常態，但是人、技術與資金要怎麼衡量其價值，就是股權規劃最基本的課題，通常在企業還沒有成功之前可能不會有太多感覺，不過一旦公司開始有發展的機會時，往往容易因為利益的分配造成團隊的歧見，甚至吵到不可開交而拆夥的比比皆是，所以在創業初期建議團隊應該要先取得共識，並且白紙黑字載明下來，以避免後續可能衍生的爭議。

就上述所提的幾個議題中，股權規劃涉及經營權與所有權的重大議題，也將大大影響企業的長遠發展，對創業與企業經營者可謂相當重要，不可不知，而本篇文章將試著從企業的募資規模規劃、到企業價值與投資價格的轉換、最後再從股權比例及經營權與所有權的區分幾個角度來跟大家分享筆者的淺見。

先來談談如何估算最適化的募資金額

創辦一家企業開門見山七件事，柴、米、油、鹽、醬、醋、茶樣樣都需要花錢，像是招聘員工要付薪水、買生財器具要花錢、搞研發要花錢、做行銷也要花錢，創業錢不是萬能、但是沒有錢萬萬不能，所以創業者一般都會期待能找到投資人而且錢愈多愈好。在實際的狀況中，創業資源有限，在每一分錢都要打好幾個結的情形下，缺錢是常態，但是，創業需要資金，但錢真的愈多愈好嗎？再加上投資與被投資本來就是一場交易行為，投資人給你錢，你也必需交出公司部份的股權給投資人，投資人變成股東後跟你共同承擔經營企業的風險，也會跟你分享經營成功的豐碩成果，所以在你需要投資人投資多少錢、要讓投資人取得多少股權這個議題之下，創業者就必須審慎評估企業本身真正需要的資金，進而轉換成合適的募資金額規模，當有了合適的募資金額後，你就可以再依所評估企業本身價值多寡，再推算出募資的股權架構跟投資價格與條件了。

而什麼是最適化的募資金額規模，筆者就本身的經驗提出幾點衡量指標提供創業者參考：

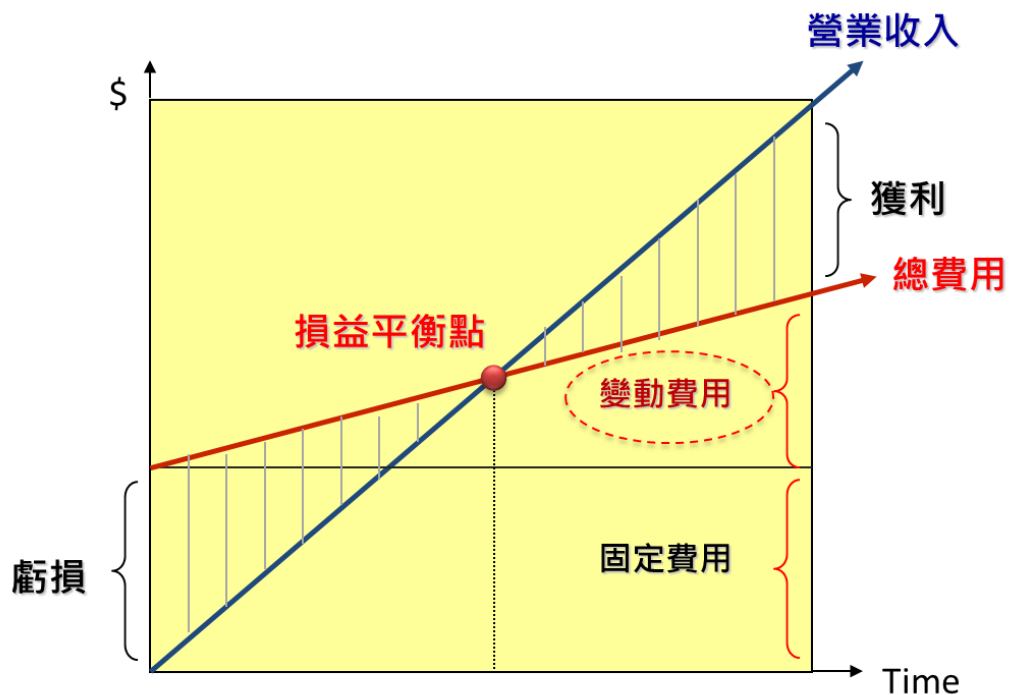
1. 原股東或原團隊後續可能再出資的能力：

在實務上，企業現金增資案在通過董事會後，會先發送繳款通知給予原股東認購，如果是充滿發展潛力的企業，理論上原股東的認購應該相當踴躍，但是實際上原股東往往口袋深度有限，在大量的外部現金增資下可能無力再參與現增，所以在衡量原股東(團隊)可能再出資的能力有多少，也將影響未來募資的期程與金額。

2. 企業燒錢的速度與可能創造營收的時間區段：

新創企業初期在還沒有營收前需要投入相當的人力與資源進行研發，而研發的時程愈長，代表燒錢的時間也愈長，而如何越快讓公司有營收進來，就顯得相當重要，要儘量避免公司陷

入現金一直只有淨流出的窘境，換言之，創業初期最好把損益兩平點盡量控制在低點(如圖一)，把總費用斜度壓平，把營業收入斜率拉高。



圖一、損益平衡示意圖

3. 規劃企業中長期的發展目標來預估企業所需資金：

先擬定企業中長期發展約 2-3 年的發展目標(Mile Stone)，再評估從現在的出發點要達成發展目標規劃要做的事、需要多少人力、以及可能的相關開銷，營運資金需要考慮固定的成本(如薪資、租金等等)，還有可能的大額資本支出(如買機器設備)，再扣除掉目前手邊所擁有的資金以及這段時間可能創造最保守的獲利，再加上 20-30%的營運週轉金，需要多少股本及增資的金額，須看營運資金需求，每次增資計畫最好在評估最差的情況下還能足夠支應最少 18 個月的營運資金。

最適化的募資金額規模 = [公司平均每月的 **Burn rate** X 24 或 36 個月的時間區段)-(企業目前可運用的資金 + 24 或 36 個月最保守的可能獲利)] X 120% 或 130%

4. 不恰當的募資金額將不利企業發展：

募資金額過小-易造成團隊頻繁從事籌資活動，不但造成投資人困擾，亦容易忽略本業的經營與管理，且營運週轉金不足也容易陷入財務困境。

募資金額過大-在原股東與團隊口袋有限的情形下，在大量現金增資下可能無力再出資，容易造成經營團隊股權被大量稀釋，不利公司治理，而且在股本過於膨脹的情形下，營運績效也不容易彰顯出來。

5. 資金需求要用倒推法、千萬不要等到缺錢才找錢

募資計畫及時程，要考慮公司的發展，如果有大額的資金需求，如預計與其他企業進行大型合作或有重大投資活動需要大額投入資本時，建議要考慮到資金到位的相關時程，千萬不要等到缺錢才找錢，不僅會讓企業容易成為投資談判的弱勢，也可能讓企業經營陷入財務危機。另募資計劃也要跟公司營運狀況連結，在公司營運狀況好的時候，也比較容易以較高的溢價或條件發行新股來引進投資人。

新創團隊如何在有限的資源下、爭取最適化的股權比例

我們都知道，創業團隊在創業初期有的是滿滿的創業決心和滿腔熱血、也有核心技術跟執行力，但往往最欠缺的也就是資金，簡言之，在「本人」、「本事」與「本錢」的創業三本之中，創業者本人願意全力投入、也練就了一身本事，但是往往就欠缺一些本錢，急死一票英雄好漢。

在現行公司法所規範的公司型態下，除一般非公開發行的股份有限公司可用現金、財產、技術等方式出資外，還有閉鎖型企業型態可以選擇。故在出資種類上可採用現金、財產、技術、勞務、信用、債權等方式，然而，在這所有的出資種類中，萬本不離其宗的不外乎是：我出什麼樣的價值(資源)，可以佔有公司多少的股權比例。當然，企業的資產(價值)一定不限於帳面上看得到的現金。

在個人多年接觸與輔導新創團隊的經驗中，常被團隊問到如何在引進投資人大筆資金後仍保有團隊的股權比例不會被稀釋太多，這是一個相當常見的疑惑，也可說是創業初期最常見的共同問題；一般來說，當公司發展到一定程度時，創業者往往希望透過投資人來募得下一階段發展所需的資金，以加速企業發展，但創業初期在股本相對小的狀況下，當有大額的資金挹注時，團隊在不想股權被大量稀釋下，經過換算後往往造就了極高的股價(溢價)，讓投資人難以下手。

其實，在募集資金的過程中，最好能兼顧原股東、經營團隊，以及新進投資人三方的權益，畢竟投資人期待的是未來可能的高額報酬，當股價(溢價)過高時，換個角度也是嚴重壓縮投資人的獲利空間；因此，建議的做法應該是先規劃出合適的募資金額，開出合理的溢價，並讓投資者也享有合理的投資報酬率，應該是比較具體可行的做法。

至於創業者擔心的股權被稀釋問題，新創團隊如何在有限的資源(金)下，爭取最適化的股權比例，就實務上有相當多元可運用的方式，(例如：團隊賣老股換新股、用技術作價入股、實施員工認股權、選擇發行無面額或微面額股票、彈性溢價等)，但因為運用方式會因個案的需求而有所不同，就不在本文一一說明，但就一般最常見採用技術股或者是溢價方式為之，在此簡單說明如下：

技術作價入股話題

所謂技術股，就是技術團隊以其技術作價來取得股權。說得白話一點，就是技術人員將自身所擁有的技術，可能是專利權、智財權或是研發成果等等，經過鑑價程序認定價值後，充當股金以取得股票。此相當於將技術賣給公司，以所獲得的金額拿去認購增資股票。

技術股的好處：

1. 創業家不需要自己籌措現金，而是將以前研發與努力的成果，轉換成公司股權。
2. 另投資人也可以確保公司未來長遠發展所需要的專利及無形資產，是為公司所有，而非創業家私人所擁有。
3. 當技術所有人亦同時具備股東身份時，且多會積極持續參與研發，有助於公司發展與價值之提升。

技術股可能的問題：

1. 技術的價值是多少，可能還是會一個結果各自表述，仍有待投資與被投資進一步協商。
2. 另創業家的稅負可能會增加(扣除列舉成本上限 30%後，70%利得×個人所得稅率)，但部份產業或條件符合可以選擇緩課稅。
3. 非取得專利權之無形資產，其相關的攤銷費用，於營利事業所得稅中不能減除。

股票溢價發行的話題

所謂溢價發行，就是新發行的股票價格超過原股票的面額，目前國內大多數的企業股票皆有設定面額(如 10 元)，超過面額的部份稱之為溢價，在此舉個簡單的例子：一家成立二年的新創公司，股本為新台幣 500 萬元，設定面額為一股 10 元，100%皆為創辦人所有，所以創辦人持有公司 50 萬股的股票，今天有一個 A 投資人，打算出資 1,000 萬參與投資，理論上在不考量溢價的情形下，A 投資人將持有 100 萬股的股票，所以公司總發行股票是 150 萬股，原創辦人持股比例將被稀釋成 50 萬股/150 萬股，從原 100%降成 33.33%，經營權就可能會有改變的風險，從本案來看，如果把募資的價格從 10 元溢價成 20 元，新 A 投資人就取得 50 萬股，和創辦人一樣是 50%，餘此類推。

所以股票溢價發行也是在不被大量稀釋下取得營運資金的一種方式，但是回到基本面，溢價並不是數字遊戲，數字愈高就愈好，而且投資人是否認同企業有這樣的價值與股票價格，又是另外一回事了。而溢價發行有幾個親切的小提醒：

1. 募資時程間距內公司價值之彰顯：公司資本形成的時間點與各輪募資價格的關聯性，如上一輪在半年前以 20 元發行，再半年後馬上要以 50 元再發行新股，就得考量新投資人的感受了，再來一般都期待股價能隨著每一輪的現增而水漲船高，而非節節下滑。
2. 請多交代溢價的合理性：公司初期在沒有營收或財務較為窘迫的狀況下，往往難以交代溢價的合理性，但請記得，公司的價值不是只有在財務帳面上的數字，包含團隊有多優秀、技術在市場的競爭優勢或領先地位為何、公司即將可能發生的大量訂單、或與國際大廠即將完成什麼樣的合作意向等等，都是可以當作溢價合理性的支撐條件。

投資價值與投資價格如何衡量

一般而言，如果企業經營者能認真投入經營好一家企業，自然就會創造好的出企業的價值，例如：你研發出一個具殺手級應用的產品，推出市場即造成瘋狂搶購，就能夠為企業帶來豐厚的營收，所創造出的企業價值自然不在話下，顯而易見的是，這種企業的投資價格當然也會水漲船高。那為什麼在募資的實務中，企業經營者往往會覺得本身企業具有相當的投資價值，但是投資人給的投資價格確不高，這種企業價值天上飛，投價價格地上跑的問題到底出在那裡？

價值這二個字我個人的見解是，「價」就是我付出的，「值」就是我得到的；其實投資跟在菜市場裡挑菜買菜有點像，我們往往都很期待可以買到便宜又好吃的菜，也就是所謂希望可以買到物超所值的投資標的，那什麼是物超所值呢？提供幾個淺見給大家參考：

1. 投資看得是未來，投資人透過其專業投資評估的能力，發掘早期潛力的投資案源，除了提供資金外，也會提供投資後管理所帶來的附加價值來協助企業發展，來獲取投資始點和出場點的價差，所以投資價格的高低往往來自投資人對被投企業未來可創造的價值的期待。
2. 而企業未來的價值則來自於企業本身的獲利能力與成長潛力，成長潛力除了來自企業的成長外，企業所處的產業是否充滿前景與發展，也是評估的指標。
3. 企業的獲利能力來自企業創造營收能力與經營管理能力，請注意，獲利能力不只代表企業營收的成長，而是營收成長之餘獲利也要跟著成長才對，另外企業經營管理能力，除了管控成

本與費用損失外，在財務管理、投資管理與資產管理是否能到位，也是企業經營管理能力的一環。

4. 企業的成長機會則來自產業趨勢與切入市場規模大小，要注意「潛在市場機會」(potential market opportunity)、「潛在市場範圍」(Total Addressable Market, TAM)、「可服務市場範圍」(Serviceable Available Market, SAM)、和真正「可獲得市場範圍」(Serviceable Obtainable Market, SOM) 都是不一樣的概念。
5. 一般跟投資人互動時，往往都會要求過去三至五年的財務報表與財務預測，財報看得是過去的經營實績，財測看得是未來發展的機會和合理性，請記得財務預測的合理性很重要，為什麼營收會不斷的成長，一定要交代出邏輯為何，而非憑空想像。

我們都知道就目前資本市場中，大立光(3008)的股價約莫在 4,000-5,000 元/股，那為什麼大立光在股民和法人的心中即使價格這麼高卻還有一定的投資價值，從最簡單的原因來看，因為大立光去(2017)年為它的股東帶來 193.65 元的高額 EPS(近四年都是 3 位數的 EPS)，這就是它的投資價值所在。有時候，若一家公司只用股票面額來募資，那很有可能就是公司並沒有創造出企業價值，而沒有溢價的能力。

當然，投資與被投資的期待不同，價值和價格的衡量有時很難靠科學來計畫，舉凡團隊的能力、技術的價值或公司的品牌等，都是價值呈現之所在，如何取得折衷平衡，共創美好的未來才是關鍵！

股權代表投票權、而投票權則將決定經營權

我們都知道，投資人出資成為一家公司的股東，出資的多寡以及投資時的價格將影響投資人的持股比例。然而，股權代表股東的投票權，而投票權將會決定經營權(股東投票選任董事→董事會選任經營團隊)，而持有的股權規模與比例，也代表者出資者對公司的承諾、資源運用、權利大小和所背負的責任。

由圖二中可見，在企業剛起步的階段，創業者幾乎都是自己或團隊出資，所以可以說完全靠自己，當然投資人甚少參與公司設立成為發起人。

而擁有公司超過 67% 股權時，幾乎可完全主導公司的重大議題的通過與否，為什麼是 67% 而不是 87% 呢？因為公司的重大決議，要 1/2 出席 2/3 同意，或 2/3 出席 1/2 同意才叫通過，所以可以自行算算看比例是多少了。

在公司持有超過 50% 的時候，沒有意外應該可以百分之百取得公司的經營權，除非自己不想經營。而剛好一半一半的股權是很糟糕的設計，因為誰要聽誰的很難決定，容易爭執不休。

而持有高於 34% 的時候，則擁有重大議案的否決權，算是比較被動式的主導。

在大於或等於 20% 時，由於有權益法的關係，投資人必須把轉投資公司的損益合併進自己的財務報表中，尤其是早期新創企業，往往處於累虧階段，但是又高額溢價的狀況下，投資人的壓力可見一斑。小於 20% 時，則能不管最好不管。

而持有小於 1%，通常發生在上市櫃公司的小股東，在股東會時發言往往砲火猛烈，但也往往無濟於事，這種從我開玩笑的角度叫搗蛋權。



圖二、股權比例的幾個話題

而股權結構對公司經營管理有長遠的重要性，像是賈伯斯曾在 1985 年宣佈辭職說穿了也是股權規劃的問題，所以資本形成與股權規劃不得不慎重。一般而言，股權架構設計和股權分配建議遵循的基本原則如下所列：

1. 平等互惠原則：資源最怕不患寡而是患不均，在公司經營過程中，有錢出錢有力出力是為了要共創美好的未來，並非結合後來互鬥，所以在股權規劃上務必考量到公平互惠的原則，考

量創辦人、原始股東、經營團隊與新投資人等各利害關係人的權益，相信彼此平等尊重，才是長久經營之道。

2. 決策效率原則：股權大小代表在公司發言的分量大小，股權架構的設計需要充分考慮並有助於提升公司治理效率與經營管理效率才是最好的規劃。
3. 鞏固經營原則：在股權架構設計中，最好能確保每一輪的現金資金都能確保原團隊的經營權穩固考量，畢竟投資人也不樂見原團隊的快速流失而造成公司經營的風險。
4. 可長可久原則：新創公司的股權架構設計和資本形成要能有利於後續的投資和上市安排，儘量避免股權規劃不良而影響未來的資金進入造成障礙。

股權規劃的真諦在於取得經營權與所有權的完美平衡

台積電前董事長張忠謀於【2011 台灣最佳聲望標竿企業頒獎典禮】以企業基本面專題發表演說中曾提及，「企業存在的目的、並不是為了給經理人或老闆事情做；企業存在的目的、而是為了給股東、員工和社會回饋」，所以很明顯的，創業者要經營一家傑出的企業，其關鍵則在於經營者是否能維護股東最大權益、照顧好企業員工，以及做好企業永續發展的社會責任。

然而，個人認為持有一家企業的股權其本質主要會在兩個方面呈現：❶持有股權比例代表股東在這家企業可以獲取分配利益的權利大小；❷股權比例的多寡代表股東可參與公司經營管理的權利大小。因此股權規劃的核心，就是對這家公司控制權，控制權不僅僅影響公司的經營和發展，還影響到公司的資本結構、融資和投資、利益分配等等。

因此，持有一家企業的股權規模與比例則代表對公司的承諾、資源運用、權利大小和所背負的責任為何，而股權大小則也代表了投票權的大小，而投票權則將決定經營權，所以股權架構好壞也會影響一家公司治理的品質，而公司治理則決定企業永續經營的關鍵，相信其真諦主要在興利，其次才為防弊。

而完美的經營基礎則在於企業的經營權與所有權是否互信、互重、互利，經營團隊與董事會的關係：兩者間的溝通、協調、決策更是一門學問。因此創業初期的股權規劃設計良窳，則直接影響了所有權和經營權是否能順利運作，也代表公司治理是否能長治久安，不斷的成長茁壯，可謂影響重大，不可不慎！

從圖三中可以看到，一家公司透過取得資金、技術以及信用或勞務等方式，取得公司營運必要的資源與資金，進行依規劃比例轉換為公司的股權配置，而結合成公司的資本形成，並組成公司的最高

決策機構-股東會，透過股東會選任出董事會成員並選出董事長，最後再由董事會選任出經營團隊，所以可以從圖中很明顯的看出，公司核心的權利與控制權在股權配置。

另在公司治理的體制上大致區分成三個階層與一個監督機制：

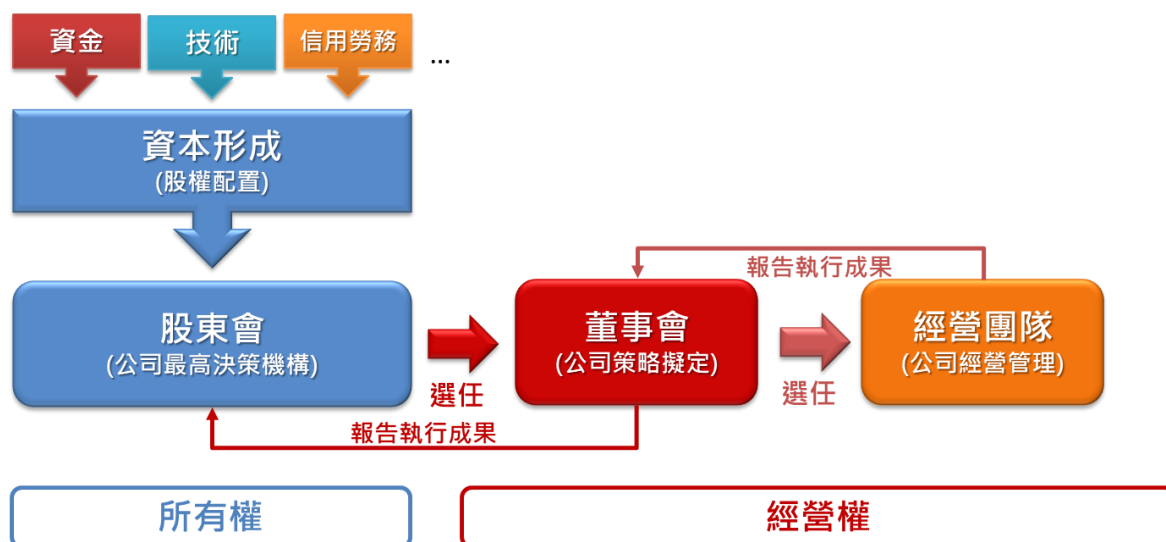
第一層：股東會-是股東行使股東權益的殿堂，也是公司的最高權力機構。其功能在選任或解任董監事、修改公司章程、公司重大議案決議等都是需要股東會進行決議的。

第二層：董事會-是股東會的執行機構，主要執行股東會的決議，擬定公司發展策略與目標、完成高品質經營管理決策、選任有能力的經營團隊，以及訂定績效評估與酬勞制度以及選用經營團隊也是董事會的權責。

第三層：經營管理階層-投入經營與管理並負責公司的日常營運活動，其責任在全力達成公司經營目標，以及執行股東會/董事會決議，並向股東/董事報告經營績效。

監督層：監事會，由股東會選派，主要職責是監督董事會和經營管理層。

取得經營權與所有權的完美平衡 ~By 史蒂芬·賴



圖三、公司治理的層級與架構

暫結

一家新創公司在未來的發中有可能需要的不只是僅有一輪的融資，因此必須規劃與留下空間讓未來的投資人可以進場。所以如果在創業初期一開始團隊就讓出太多公司的股權，未來可能就很難讓新的投資人進來。那股權釋出的比例要怎麼評估比較好？從個人經驗分享：一般而言，在種子輪的投資人參與大致落在 10%到 25%股份，在 A 輪的投資參與大致為 25%到 50%左右股份，到 B 輪外部投資人合計大約超過 33%。

不過大家要有一個概念，正常的投資人不會只投資一家公司，往往不會想要參與公司的經營與管理，投資人的專業在投資評估、談投資條件、投資後管理與股票出脫，經營企業真的非其所願，所以一般也不用擔心投資人會把公司吃掉，所以再次強調，公司價值與募資金額往往決定公司的增資條件與股權形成，要找出平等互惠、合理公道的條件，才有被投資的機會。

再者，新創事業在營運初期在團隊不完整、技術不成熟、市場缺乏客戶驗證下可能很難有顯著的利潤，但因為新創企業其往往具有前瞻技術而於不久的將來產生爆發性成長的可能，從公司未來長遠發展的需求來設計具有未來調整彈性的股權架構，包括評估技術入股導入相關之影響、股票溢價發行的合理性、在不同投資的路徑下對個人股東可能產生的稅賦效果、股權獎酬設計對於人才留任與引進的運用，以及預留未來可能引進新投資人（新資金）或投入資本市場（申請上市（櫃）或興櫃）之可能性，以尋求公司所有股東的最大權益、員工最大的福利，造就一家永續經營的好企業，創造多贏的局面！