有限合夥法與創投事業組織 上

文／陳學德

壹 前言

創業投資（下稱創投）事業最為興盛之美國，創投公司大都採「有限合夥」之法人組織，而我國與美國、以色列併列為創投事業高度發展國[1]，然相關創投事業，自 1984 年宏大創投股份有限公司成為我國第一家創投事業以來，皆以「股份有限公司」型態出現，與外國係以「有限合夥」事業組織型態有異[2]。從比較法上言之，此種內、外國創投事業組織之差異，值得探討。

當代產業講究效率與實用，如何讓擁有技術者與擁有資金者能迅速媒合，或提供一個平臺讓其發揮綜效，是政府與民間最關注課題。而大陸法系公司制組織受限於資本三原則，合夥組織則因需負無限責任，都無法滿足目前產業需求；於是，非公司制之商業組織—有限合夥立法就應時而生。

我國 2015 年 11 月 30 日施行「有限合夥法」後，學者擔心會有大量企業轉型為有限合夥避稅，但於實施 1 週年時，內資僅 1 家「有限合夥」法人登記，迄 2017 年底亦僅 16 家，資本額至多為 15 億 1 萬元，少則僅 2 萬元[3]，與一般創投事業公司大多在 10 億元以上[4]不同，此與主管機關於該法立法總說明時，表示係為與國際接軌，以利國際創投事業來臺投資等語，顯然立法與實踐落差甚大；而同年 7 月 1 日立法增訂之「閉鎖性股份有限公司」，迄 2017 年底止，則多達 925 家[5]，惟均無創投事業改制為有限合夥或閉鎖性股份有限公司等人合性組織，殊值研究。

貳 創投事業組織之比較法

理論上，從投資人責任、資本規模、租稅因素、資金籌措及退出投資等角度觀之，公司組織或合夥事業各有其優劣[6]，因此創投事業要選擇何種組織型態，本宜由投資人依其需求定之。惟事實上，我國在立法政策上，在 2015 年前，各種行政輔導及租稅優惠措施，均以「股份有限公司」為對象，限縮了創投事業選擇「合夥」之組織型態，雖於 1986 年修正創業投資事業管理規則（2001.6.4 廢止）時，增訂創投事業亦得為「合夥」，因當時合夥無法免除雙重課稅，且受限於公司法第 13 條公司不得投資於合夥及無限責任公司，加以有限公司或股份有限公司有「有限責任」之優點，致事實上創投事業仍無「合夥」之組織型態[7]。

一、緒言

我國商業組織中，營業登記數量最多者為有限公司與合夥，合夥由於合夥人需要負無限責任，在一般投資人無意願承擔無限風險前提下，無法大量募集資金。若採股份有限公司，雖可募集大量資金，但公司成立耗時費力，且某些投資標的具時效性，若先成立公司再來募集資金，往往錯失先機。因此「有限合夥」就像是一個藍海策略，提供投資者與經營者另一種搭配型態。

一般認為[8]有限合夥最適宜於私募基金（Private Fund 簡稱 PF）、創投產業（Venture Capital）（理由詳如後述）與文化創意產業。

所謂 Venture Capital ，係指由一群具有技術、財務、市場或產業專業知識和經驗人士操作，以其專業能力，協助投資人選擇並投資有潛力之高風險、高成長企業，追求未來高回收報酬之基金[9]。因其結合資金、技術與能力、投資於具高度發展潛力之新技術與新構想，有別於一般公開流通證券投資活動，創投主要是以私人股權方式，從事資本經營，並以培育和輔導企業創業或再創業、併購或被併購、上市或上櫃。由上述可知，創投事業需要快速地媒合資金與技術，參照國外創投事業，重要精神有二[10]，其一，創投事業經營需要專業化，其二，建立專業人員之信賴基礎，這些有限合夥都可以做到；史丹佛大學教授 J.A. Grundfest 形容創投事業之於科技產業，可比擬為文藝復興時期梅迪西（Medicis）家族贊助藝術家達文西[11]，大哉斯言。

二、有限合夥發展史

有限合夥為一種商業組織型態，由一部分人負責經營，承擔無限責任，另一部分人負責出資，就自身出資額負有限責任。早在中古世紀，歐洲南部城市威尼斯，因應海上長程貿易開展，海運需求大增，惟實際從事航運之人，大部分無雄厚資金，有雄厚資金之商人，又不願負無限責任來經營航運，故 15 世紀左右在該地興起了一種名為「commenda」的商業型態[12]，此型態由兩種人組成，由「commendatarius」負責經營，對外負無限責任，另由「commenator」出資，並僅在該資金部分負有限責任，讓願意從事海上冒險者可以及時獲得資金，也讓不想承擔無限責任卻擁有資金之投資人，有投資標的，此為文獻記載以來，最早之有限合夥組織紀錄。

儘管「commenda」之商業型態迄今已有一段時日，但遲至 1916 年美國通過「統一有限合夥法」[13]，始就有限合夥為法制化。英國則在 2000 年底制定「有限責任合夥條例」[14]，日本更晚至 2005 年始公布「有限責任合夥法」。

三、美國有限合夥制度與創投事業

美國商業組織主要包括公司、有限責任公司、合夥、無限責任合夥、有限合夥、有限責任合夥、非美國公司之美國子公司以及非美國公司之美國分支機構等幾種型態，因商業組織型態屬於州法管轄範圍，大原則雖然相同，但在執行規範上仍時有差異，以下所述者僅為有限合夥制之原則，此先敘明。

（一）有限合夥制度特色

有限合夥成員分為普通合夥人（General Partner，簡稱 GP）與有限合夥人（Limited Partner，簡稱 LP）兩種。有限合夥同時結合稅捐轉付（flow-through ）特徵以及公司有限責任特徵。是有限合夥組織，具有下列特點：

1. 能獨立享受權利、負擔義務；
2. 有一定存續期限；
3. LP 不參與營運控制與經營；
4. GP 對合夥之債務負個人無限責任，而 LP 僅以其對合夥之出資為限，對合夥債務負有限責任；
5. 有限合夥在稅務上與普通合夥相似，而與公司不同，其就資本利得享有稅捐轉付之租稅地位[15]。

（二）有限合夥制創投基金運作模式

1. 成員結構穩定

採用有限合夥組織成立創投基金，除了稅務上考量外，其成員結構非常穩定，因合夥成員進出困難，創投基金因而擁有相當穩定投資方向及策略。

2. 權限與責任之架構

GP 實際出資通常只占全部基金認購數額極少比例（例如 1%）[16]，但卻享有創投基金管理權，包括同意 LP 加入、選擇創投基金管理公司、決定投資標的、投資收益與損失分擔之分配與安排、進行創投基金清算分配，及其他所有與合夥相關之行政、稅務、法律事項之權利……等，而可減少代理成本（agent cost）[17]。至於實際負擔基金出資之 LP，並無管理基金權限，除享受基金投資收益外，所能主張或行使之權利不多。

GP 以微小出資，卻得以管理全數 LP 資金之道德風險，除透過 GP 對合夥債務負擔個人無限責任外，創投事業會與創業資本家簽訂投資協議書（venture capital contract），解決新創事業之不確定性風險、資訊揭露（Information Disclosure）不足問題，並約定創投事業之存續期間、創業資本家之利潤分配激勵制度（carried interest）[18]、創投人之投資退出機制及股份紅利分配等事項，以降低代理風險[19]。

3. 分期支付認購金額

有限合夥組織之創投基金，通常

（文轉三版）

註釋

1 王文宇（王寶樹主編），非公司企業法制的當代發展，社會科學文獻，頁 219（2009）。

2 許杏宜，有限合夥法最新草案之評析－兼談私募股權基金之運作，全國律師，2015 年 3 月號，頁 40。

3 經濟部商業司全國工商網站，詳 http://gcis.nat.gov.tw/mainNew/limitedPartnerAction.do?method=list（最後瀏覽日 2017.12.31）

4 創投商業投資公會，2017 年臺灣創投年鑑，頁 169-176，附錄四其資本額至少有 10 億元。

5 同註 3，詳 http://gcis.nat.gov.tw/mainNew/closeCmpyAction.do?method=list

6 Joseph Bankman, The Structure of Silicon Valley Start-ups, UCLA Law Review 1737-1768 (September, 1994); J. William Callison, Venture Capital and Corporate Governance: Evolving the Limited Liability Company to Finance the Entrepreneurial Business, 26 Iowa The Journal of Corporation Law 97, 98-102 (Fall, 2000)

7 王志誠，臺灣創投事業與大陸市場管制，月旦法學，第 103 期，頁 79-80（2003.12）。

8 參見立法院公報，104 卷 51 期，院會紀錄，頁 325-326（鄧振中報告），立法院經濟委員會審查日期 2015 年 5 月 18 日。

9 湯微，淺談我國有限合夥制私募股權投資基金的法律地位和監管，法制與經濟，2012 年 5 月期，頁 98（2012.5）

10 創投商業同業公會，96 年創投事業發展計畫 - 我國創投事業整體法制研究報告，經濟部工業局委託研究案，頁 28（2007）。

11 闕立婷，從組織法論我國引進有限合夥法之必要性 - 以創投事業為中心，政治大學碩士論文，頁 102~105（2012）年。

12 Ron Harris, The Institutional Dynamics of Early Modern Eurasian Trade: The Commenda and the Corporation, Tel Aviv University - Buchmann Faculty of Law, November 3, 2008, p.8

13 Revised Uniform Limited Partnership Act 簡稱 R.U.L.P.A.

14 Limited Liability Partnership Regulation.

15 此為有限合夥組織成為美國創投事業首選重要原因之一，詳見許杏宜，同註 2 文，頁 45。王志誠，同註 7 文，頁 80。

16 Joseph A. McCahery & Erik P. M. Vermeulen, Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting, European Business Organization Law Review, 15 (2), 237 (2014)

17 王文宇，日無私照 - 論私募股權基金的蛻變，臺灣法學雜誌，第 128 期，頁 19（2009.5.15）。

18 許杏宜，同註 2 文，頁 44。

19 盛立軍，創投 - 操作、機制與策略，五南圖書，頁 94-95（2001）。

20 行政院經濟建設委員會委託理律法律事務

（文接二版）

不會一次將資本收足，係讓 LP 分期支付認購金額。此一制度係為敦促 GP 在一定期間將所收到投資基金進行投資活動，在已繳納資金完成一定比例投資時（通常為總金額 50% 至 60%），才能再要求 LP 支付下一期認購金額。

4. 投資及經營管理期限

有限合夥制創投基金訂有一定存續期間，通常是以 7 至 10 年為期，惟有限合夥契約通常會規定經一定比例之有限合夥人同意，得將此一創投基金的期限加以延長，但亦僅以延長 1 至 2 年為限。因被投資公司多屬於新創事業，三年五載不一定能夠回收投資，故將經營期限訂為 7 至 10 年，以利投資回收；再則創投基金經營管理以「人」為最重要因素，而「人」之能力並不是永續不變，因此，投資人給予經營團隊 2 至 3 年投資期，配上 5 至 7 年投資管理及回收期，應屬合理期間規劃。

5. 投資收益分配

美國創投基金對於資本運用，多採取一次出擊（one shot）的方式，亦即每一塊錢只能由基金運用於投資一次，該次投資回收金額（包括投入之資本及收益）應全數分配給投資人，並非僅分配收益，而將資本部分再收回利用。如有獲利，在彌補虧損後，一定比例（通常為扣除資金成本後收益金額的 20%）收益，將由 GP 收取，此為前述創投基金最重要之激勵制度。

四、小結

國內創投事業必須為公司組織，而公司具有永續經營之特質，不如有限合夥，可於一定期間結束分配投資成果及剩餘財產，再另謀發展，深具彈性；因此，參諸創投事業興盛之美國，多採有限合夥組織，我國若引進有限合夥組織型態，將能協助創投事業，建立更具效率之投資決策及明確彈性之退場機制，可吸引國內外長期資金導入創投事業，解決面臨之資金困境。故政府自 1993 年來即研議有限合夥法，迄 2015 年底始行立法施行，而觀其立法要目（詳如參、一所述），大抵與美國有限合夥制相同，何以施行迄今僅有 16 家，而同時修法之閉鎖性股份有限公司，迄 2017 年底高達 925 多家，並無任何創投公司改變為有限合夥法人，則有限合夥制是否達成立法目的，均值研究。

參 有限合夥法之立法經過及要目

一、概說

自 2004 年起，前行政院經建會即委託進行「有限合夥法」之研究[20]，2005 年經濟部亦委託進行「有限合夥法暨有限責任合夥法之研究」[21]，並提出草案建議，其間二度正式提案立法院審議「有限合夥法草案」[22]。惟政黨輪替後，行政院遂「撤回」提案收場。復於 2015 年 2 月再提案函請審議「有限合夥法草案」[23]，並於同年 11 月 30 日施行，觀其立法理由，係增加有限合夥法人，提供事業組織型態多元及事業經營之彈性[24]，亦即[25]在原有相似之隱名合夥及兩合公司外，希望能彌補隱名合夥無法人人格之缺點，而兩合公司受公司法規範較無彈性（出資者間內部關係、公司不能成為無限責任股東、公司解散清算程序須依公司法規定等），並吸引外資來臺。

至立法通過之「有限合夥法」，其要目有 8[26]：

（一）有限合夥之定義、組成及負責人之認定。

（二）有限合夥應經登記，始得對外以有限合夥法人營業。

（三）合夥人之出資額種類：區別 GP 與 LP 之角色、定位及負責任之不同，分別明定其出資種類，並賦予一定彈性，得分階段出資，且原則上不須驗資。

（四）出資額取回及轉讓之限制：除有限合夥契約約定外，原則上不得取回其出資額，亦不得全部或一部轉讓。

（五）有限合夥業務之執行：除契約另定外，由普通合夥人全體過半數同意行之。並明定有限合夥人原則上不得參與有限合夥業務之執行，及對外代表有限合夥等安全港條款。

（六）有限合夥負責人應忠實執行業務，並盡善良管理人之注意義務；如有違反，致有限合夥受有損害者，負損害賠償責任；有限合夥負責人因執行業務違反法令致他人受有損害時，對他人應與有限合夥負連帶賠償責任。

（七）彈性之收益分派機制：允許各合夥人以契約約定盈餘分派方式，及 1 年不以分派 1 次盈餘為限，得提高普通合夥人得享有分配之比例。

（八）為杜絕不法，就未經登記以有限合夥名義經營業務或為其他法律行為者，規避、妨礙或拒絕有限合夥人之查閱或主管機關之檢查者，訂定處罰規定。

就上開立法要目，與美國法有限合夥制大抵相同（稅捐部分除外），其對「有限合夥」組織設計，若改作「公司」之法制模式觀察，除 1 年多次分派盈餘之會計作業外，不就是公司法上兩合公司制度[27]？此於前揭政府委託之 2 份研究報告，亦指稱有限合夥實與兩合公司類似[28]，而就公司法第 116 條與有限合夥法第 9 條第 1 項，公司法第 117 條與有限合夥法第 14 條第 1 項，公司法第 115、122、118 條與有限合夥法第 26、29 條，及公司法第 116 條與有限合夥法第 27 條第 2 項等規定，相互參照，益可證明上述觀察[29]。

二、股份有限公司、閉鎖性股份有限公司與有限合夥

依上說明，茲將股份有限公司、閉鎖性股份有限公司與有限合夥之相關法制臚列於下，進行比較[30]（見附表一）：

肆 我國創投事業概況

我國創投事業之發展成效舉世有目共睹，迄 2016 年止，國內創投家數計有 244 家，實收資本額達 1483.54 億元，而當年度投資金額合計有 158.515 億元，其中投資前 5 大產業，分別為 IT 產業、生物科技（含新藥及醫材）、製造業、文化創意業、服務業，而生物科技、文化創意、服務業分別位居第 2、4、5 投資順位，亦即國內創投已跟上國際創投潮流[31]；而國內進入資本市場企業中，估計每 3 家就有 1 家企業曾獲得創投資金支持，高科技產業更高達每 2 家就有 1 家，2016 年則有 48 家次，占整體企業家數達 40.33%[32]，可見創投事業對於國內整體產業所投注心力與資金，仍是造就各產業企業成功之最佳後盾。惟觀創投事業資金來源，2016 年底止，仍以內資為主，外資占比僅 1.8%[33]，與以色列達 50% 以上不同，就風險分散角度言，仍有積極引進外資必要，除可促進國內外資訊流通外，亦可達到風險分散功能。

而創投事業發展，實與其所處環境因素有關，而此包括完善管理法規與租稅優惠、豐富之資金來源支持與配合、企業家不屈不撓創業精神、證券金融市場之活絡與多元等 4 項有關。以下特就我國創投事業發展經過、其商業組織型態及與其他人合組織不同處，予以分述。

（下期待續）

（作者為臺中地院法官兼庭長）

附表一

	股份有限公司	閉鎖性股份有限公司	有限合夥法
登記方式	登記制	登記制	業務許可登記
責任態樣	有限責任	股東負有限責任	普通合夥人無限責任；有限合夥人有限責任
退場機制	永續經營	永續經營	以契約約定
盈餘分配	會計年度終了進行盈餘分配，提請股東常會承認	章程約定，半年結算	以契約約定
內部會議	依法定期召開董事會與股東會	可採視訊會議集會	以契約約定
表決權	一股一權	允許特別股行使複數決，或對特定事項有否決權	以契約約定，若無規定，則依出資額比例分配表決權
股份轉讓	不得以章程禁止或限制之	若以章程限制股份轉讓，應於股票上以明顯文字註記	退夥依契約規定
財務報表簽證	公司資本額達 3000 萬以上，其財務報表應經會計師簽證	公司資本額達 3000 萬以上，其財務報表應經會計師簽證	達一定數額（有限合夥法未明確敘述）其財務報表應經會計師簽證
課稅方式	雙層課稅（個人所得稅＋營利事業所得稅）	雙層課稅（個人所得稅＋營利事業所得稅）	法無明文，財政部認按公司組織課稅
資本收取彈性	不得分期支付		依約得分期支付
經營團隊穩定性	3 年改選董監事	3 年改選董監事	普通合夥人負責經營
代理成本	高	低	低
股本循環使用	是	是	否
公開籌資	公開上市募資	群眾募資	否

註釋

所執行「有限合夥法之研究」，計畫主持人：葉雪輝，執行期間民國 93 年 1 月至同年 12 月（2004.12）。

21 經濟部委託萬國法律事務所基金會執行「有限合夥法暨有限責任合夥法之研究」，計畫主持人：陳傳岳（2005.12）。

22 立法院第 7 屆第 1 會期第 2 次會議議案關係文書，院總第 1562 號政府提案第 11109 號，行政院函請審議「有限合夥法草案」案，政 293 頁，http:lis.gov.tw/（最後瀏覽日：2017 年 12 月 30 日）

23 立法院第 8 屆第 7 會期第 3 次會議議案關係文書，院總第 1562 號政府提案第 15241 號，行政院函請審議「有限合夥法草案」案，政 1 頁，http:lis.gov.tw/（最後瀏覽日：2017 年 12 月 30 日）

24 參見該法第 1 條立法理由。

25 林仁光，臺灣有限合夥制度之評析、月旦民商法、第 54 期，頁 21（2016.12）

26 104 年有限合夥法立法草案總說明，請參閱立法院公報，104 卷 51 期，頁 326（鄧振中報告）

27 廖大穎，新制商業組織與有限合夥立法週年的觀察，月旦民商法，第 54 期、頁 44-45（2016.12）。

28 闕立婷，同註 11 文，第 21 頁、第 34 頁註 22。

29 廖大穎，同註 27 文，頁 48-49。

30 張書瑋，創業新選擇 - 有限合夥與閉鎖公司，會計研究月刊，第 354 期，頁 69（2015.05）。

31 創投商業同業公會，同註 4，頁 1、4、5。

32 創投商業同業公會，同註 4，頁 91-94 表格 95-97。

33 創投商業同業公會，同註 4，頁 36 表格 28。