

國立政治大學

企業管理研究所 (MBA學位學程)

碩士學位論文

台灣新創公司股權報酬個案研究

A Case Study on Equity Compensation of
the Start-up Company in Taiwan

指導教授：陳嫻如

研究生：張嘉益

中華民國 108 年 8 月

研究摘要

2018台灣新創生態大調查中指出人才、資金是新創公司常見的挑戰；股權報酬不僅能做為激勵機制，激勵創始員工持續推使新創公司成長，同時也會影響創投對新創公司的估值與投資意願，顯見股權設計對新創公司之重要性。論文作者過去曾參與親友的共同創業，經歷股權報酬設計不當帶來股東與創始員工的分歧與衝突，最終導致原始股東退出。因此本論文以作者過去創業公司之股權報酬設計問題為出發點作為個案研究主題，先以文獻探討新創公司的員工溢酬、股權報酬設計的重要性、股權報酬設計的標準與其機制等領域，再深度訪談創始員、股東與第三方創投三個受訪對象，回顧檢視論文學生過去之公司個案，最後結合文獻與訪談結果做出研究結論。

研究結論提出在設計股權報酬時應注意三件事「規劃」、「彈性」與「溝通」，在創業過程中無論新創公司或創始員工皆需面對不斷變化，在創業之初應對未來有一定「規劃」，包括商業計畫、各種資源需求、融資規劃與未來的里程碑、現金流入等；再根據這些計畫設計具備「彈性」的股權報酬，新創公司能透過設計員工持股計畫規劃期權池、里程碑，在達成特定條件、進度或時間時給予創始員工配股或認股權力以持續激勵創始員工，並保留一定彈性面對各種可能變化。最後針對這些規劃與彈性的股權報酬設計持續「溝通」，使股東與創始員工對公司現況、未來與可能的變化保持共識，且不應害怕衝突或省事，誠實溝通彼此需求與想法。

關鍵字：股權報酬設計、新創、員工持股計畫、技術股

本研究需特別感謝政治大學財管所陳熾如教授指導論文，鼓勵學生省視過去創業個案，從中學習成長；同時感謝論文作者個案公司的股東、創始員工，與於創投工作的曾姓學姊接受訪談，給予寶貴想法與建議。

目次

第一章 緒論.....	5
第一節 研究動機.....	5
第二節 研究目的.....	6
第二章 文獻探討.....	7
第一節 新創公司的員工報酬.....	7
第二節 股權報酬設計的考量標準.....	8
第三節 股權分配的方式與機制.....	10
第四節 常見的股權分配比例.....	15
第三章 研究方法.....	17
第一節 資料來源與研究方法.....	17
第二節 個案說明.....	17
第三節 深度訪談.....	26
第四章 研究分析與討論.....	32
第五章 結論與建議.....	36
附錄（訪談紀錄）.....	38
參考文獻.....	57

表次

表 1 股權報酬設計決定時機比較整理.....	10
表 2 溝通時間與合約正式性.....	12
表 3 辨識各種不確定性.....	13
表 4 依產業別呈現公司IPO時之股權比例.....	15
表 5 依國家別呈現公司IPO時之股權比例.....	16
表 6 個案公司商業模式.....	18
表 7 創業角色與分工.....	20
表 8 個案公司歷年增資與股權變化.....	22
表 9 個案公司創始員工機會成本比較.....	24
表 10 個案公司股東與創始員工針對股權報酬意見歧異點.....	26
表 11 訪談主軸與涉及內容規劃.....	26
表 12 訪談大綱與訪談問題.....	30

圖次

圖 1新創公司股權報酬分配差異之比例 (Wasserma, 2012)	11
圖 2個案公司品牌與產品形象	19



第一章 緒論

第一節 研究動機

「人才招募」與「資金」是台灣新創公司面臨最大的挑戰（2018台灣新創生態大調查，2018）。新創公司處於商業模式、營收尚未穩定的階段，風險高於一般企業，其創始員工也需背負比一般企業員工更高的風險，好的人才才是新創公司成功的關鍵，新創公司必須提供高於一般公司的報酬（Burton、Dahl與Sorenson，2017），才能吸引優秀人才加入並幫助公司快速成長。然而定期給付創始員工薪資對營收尚未穩定的新創公司為一大固定費用，股權報酬（Equity Compensation）在此種情況即是新創公司常用的報酬工具。良好設計的股權報酬能幫助新創公司吸引人才，讓員工在未來取得高於一般公司的溢酬，同時減緩公司財務壓力，降低營業固定成本。良好的股權報酬設計不只能吸引優秀人才加入公司，也會影響人才進入公司後的表現、公司成長（Arbaugh、Cox與Camp，2004）與創投對其估值與投資意願（Hellmann與Wasserman，2016），在在皆顯示股權報酬設計對新創公司的重要性。

論文作者過去曾與親友一同創業，創業過程即經歷股權報酬設計不當帶來的問題。創始員工因激勵機制與股權報酬設計不當而缺乏激勵與肯定，對公司與股東產生不理解的感受；而股東則認為創始員工應共體時艱，在賺錢或募得外部資金後再調整薪資或股權報酬，導致股東與創始員工間產生意見分歧，最終在公司需要資金再增資時原有股東決定退出，由創始員工成立新公司買下主要由原股東持有的舊公司與相關資產（產品、商標等）。美國市場調研機構CB Insights（2014）便曾針對101家失敗的新創公司進行分析列出創業失敗的前20大原因，其中一項便是投資人與共同創辦人關係處理不好，股權報酬設計、股權結構分配皆是造成該問題之原因。論文學生希望藉由本研究重新省視過去創業遭遇的股權報酬設計問題，將其轉化為學習經驗；也希望能為新創公司股權報酬設計領域提出貢獻，幫助減少新創公司股權設計問題、吸引人才並提升其成功機會。

第二節 研究目的

本研究先藉由文獻挖掘探討股權報酬設計相關領域文獻資料，再透過深度訪談個案創始員工、股東與和個案無直接關係的第三方創投，最後整合文獻與訪談內容期望達到以下研究目的：

- 了解新創公司股權報酬設計的重要性與其影響：探討股權報酬設計的重要性，並了解其對新創公司與創始員工之影響。
- 了解影響股權報酬設計的標準與因素：探討設計股權報酬需考量哪些標準與因素，以便在未來能做出適當的股權報酬設計。
- 了解股權報酬設計的機制：探討如何設計合適的股權報酬與了解常見的股權報酬設計機制。

希望透過本個案研究幫助論文作者重新審視思考過去經歷，除從中學習成長，未來無論再創業、進入創投產業或處理相關問題時能具備更多知識與經驗，也同時希望能對新創產業與學術界提出貢獻。

第二章 文獻探討

第一節 新創公司的員工報酬

一. 新創公司的員工溢酬

有能力的新創公司會付出高於普通企業的報酬以吸引獨特的高階人才加入。Burton、Dahl與Sorenson (2017) 針對丹麥企業研究成立時間與公司大小兩項變數對員工薪資的影響，得出初創且規模較大的公司薪資高於成立較久的企業；而較小的初創公司則傾向少於一般企業的薪資。該研究指出這樣的溢酬來自兩個可能原因，一是補償員工加入新創公司須面對新公司營運的不穩定性、倒閉失業的風險；另一項原因則是需要在人才市場中與一般企業競爭人才。

Sauermann (2017) 針對美國一萬多名科學家與工程師的資料分析研究中指出，雖然新創公司的工程師或科學家專利應用數量多於一般企業，但新創公司僱員無論在價值獲得或工作安全性都輸給一般企業。Kim (2018) 針對MIT畢業生的研究則指出，為了競爭吸引高階人才加入，獲得VC投資的新創公司相比一般企業的非CEO僱員薪資高出10%薪資報酬；但沒有VC投資的新創公司相比一般企業並無明顯薪資差異。

這些研究皆顯示有能力的新創公司願意支付高於一般企業的報酬吸引高階人才，補償新創公司不穩定的風險；但缺乏成長性的小公司內或被取代性高的員工在報酬則與一般企業沒有明顯差異。

二. 股權報酬的重要性

新創公司於初期並無穩定的收入支付高於一般企業的報酬，股權報酬便是新創公司常使用吸引人才的手段。Arbaugh、Cox與Camp (2004) 的研究指出股權報酬 (Equity Compensation) 的激勵表現優於獎勵報酬 (Incentive Compensation)。同時股權報酬與「公司銷售額」、「員工人數成長」呈顯著相關 (這兩項指標不會受性別或稅務影響，皆常被用來衡量私有或高成長公司)；獎勵報酬對這兩項指標則無影響。且經理人若持有公司股份會重視公司內部創新，因此分配股權有助於公司創新與持續成長 (Hoskisson, 2002)。

股權報酬比起薪資報酬更容易引起員工比較與不滿（Bao與Wu，2017），且組織內不公平的報酬差異會引起員工反向行為，降低產出（Pfeffer與Langton，1993；Fehr，2009），公平報酬則能鞏固共同利益與合作行為（Morgan與Sawyer，1979；Deutsch，1975；Kroll，2007）。公平知覺則是主要影響團隊互動與效率的原因（Breugst，2015），不公平知覺會導致並鼓勵員工Free-Reider的行為。

Kagan、Lovejoy與Leider（2017）研究指出股權報酬設計與付出越相關時，員工的付出也相對股權報酬平分時更高。同時研究也指出，貢獻度高的員工喜好依產出分配股權報酬，雖然其無論在哪種股權設計下皆會產出高貢獻；貢獻度低的員工則會受股權設計顯著影響產出。

股權報酬設計不只影響員工產出，也會影響到公司獲得的投資與其估值，Hellmann與Wasserman（2016）針對新創的實證研究指出，平均分配股權報酬相較不平均分配報酬，會導致較少的外部投資與較低的估值。然而，股權報酬不如金錢薪資報酬直接明瞭，如何設計股權報酬成為新創公司一大挑戰。

第二節 股權報酬設計的考量標準

Wasserman（2012）在其著作中透過量化分析與深入檢視股權分配案例，分析出四種能幫助股權報酬設計更精準的標準，分別為「過去貢獻 Past Contribution」、「機會成本 Opportunity Cost」、「未來貢獻 Future Contribution」與「動機與偏好 Founders Motivation and Preferences」。

一. 過去貢獻 Past Contribution

在分配股權前創始員工為公司創造貢獻多少價值，包括：

- 創業想法：在所有條件相同的情況下，依創業想法的成熟度，給出創業想法的創始員工相較沒有給出創業想法的員工股權報酬多出10%至15%。且獲得股權報酬的創始員工在未來更可能給出更多重要想法與貢獻；但若在獎勵想法貢獻時，若有員工的想法貢獻沒有獲得回報，則該員工會累積不滿與厭惡情緒造成未來公司內部緊張。

- 資本投入：Wasserma（2012）研究資料中顯示59%創始人與42%的創始團隊成員有投入資本；38%的新創公司創始人非均等投入相同資本。資本投入多寡除了單純反映創始人或創始員工的財務能力，也反映出對公司的信心與未來貢獻投入程度。

二. 機會成本 Opportunity Cost

每位創始員工投入的機會成本不盡相同，有些創始員工在一般企業有穩定高薪的工作，若需要放棄完全投入新創公司會有較高的機會成本。因此為了吸引人才，公司會提供各種誘因包括更好的職位頭銜、重要的職位角色、薪資或股份等，補償創始員工穩定收入的機會成本。

三. 未來貢獻 Future Contribution

未來貢獻是最難評估但卻應是股權報酬設計中最重要標準，因為公司的成功與價值來自創始員工後續投入的貢獻。Wasserma（2012）則指出在創業時可觀察影響未來貢獻的標準：

- 連續創業家：連續創業家通常擁有多人脈與社會資源因此也會有較好的未來貢獻，相比一般創始員工會多7%至9%的股權報酬。
- 投入承諾：創始員工願意投入的新創公司的時間也與未來貢獻呈相關，例如全職創始員工股權報酬會多於兼職創始員工。
- 職位：每個公司皆有不同職能需求，且不同職位會對應不同的功能與貢獻，也應對應不同的股權報酬。例如CEO都會取得較多的股權報酬。

四. 動機與偏好 Founders Motivation and Preferences

創始員工的動機也會影響股權報酬設計：

- 財富動機：追求財富的創始員工會強調追求較多的股份，以便在未來公司成功後能獲得更多的報酬。
- 風險厭惡與信心程度：對風險的厭惡程度，與對自己能力、公司前景的信心程度會影響創始員工追求股權或現金報酬。

- 對衝突的忍受程度：創始員工對衝突的忍受程度也會影響對報酬的談判意願，因此也影響其股權報酬的多寡。
- 創始員工創業前的關係：會影響對股權報酬的期待與實際分配。

第三節 股權分配的方式與機制

一. 股權分配的時機

Wasserma (2012) 在其著作中研究調查指出，73% 的公司創業30天內便決定股權報酬設計，然而不同時間點決定或設計股權報酬都可能為創業團隊帶來不同優缺點。例如在創業初期容易有錨定效應，員工後續表現可能與起初預期不符；一開始就決定股權報酬設計談判較容易，但若在後續修改則容易造成團隊內部緊張；而較晚才確認股權報酬分配能分辨員工的價值而給予對應、合理的報酬，但缺在初期較難吸引人才，並因賭注 (Stake) 較公司創立時高而容易造成紛爭。

股權合約在公司越釐清狀況下 (如確定商業模式、產品計畫、工作內容後) 再擬定會有較好的產出與價值創造 (Wasserman, 2012)；但越晚確定股權合約，因為報酬的不確定可能會降低工作動機 (Belt與Paolillo, 1982；Barber與Roehling, 1993,；Yuce與Highhouse, 1998)，使得員工在早期不積極投入創造公司價值。然而Kagan、Lovejoy與Leider (2017) 研究則指出貢獻度低的員工在股權報酬設計合約在較晚決定時會增加員工貢獻與付出，Wasserma (2012) 在其著作中也提及較晚分配股權能增加員工激勵。

表 1 股權報酬設計決定時機比較整理

較早決定股權報酬	較晚決定股權報酬
<ul style="list-style-type: none"> ● 吸引人才。 ● 較早分配股權報酬利害關係不明顯紛爭較少；但新創公司初期變化大，可能需要不斷修正股權報酬設計。 ● 無法正確衡量每個人的實際貢獻。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 能了解創始員工的貢獻、投入程度。 ● 清楚確認公司策略與商業模式。 ● 清楚確認各創始員工的角色。 ● 強化員工激勵。 ● 避免太多變因變更股權報酬設計。

二. 平均分配與非平均分配

新創公司內每位創始員工的條件與付出貢獻不盡相同，對應的股權報酬也應不同；然而Wasserma（2012）著作中卻指出有33%的公司選擇平均給予創始員工股權報酬。調查資料同時也指出在短時間內決定股權報酬設計的公司越傾向平均分配股權報酬，60%選擇平均分配股權報酬的新創公司在少於一天的時間內就決定該股權報酬設計；反觀只有39%選擇不平均分配股權報酬的新創公司短於一天決定股權報酬設計。並為探討股權報酬平均與非平均分配對新創公司的影響，進一步調查募集第一輪資金的新創公司發現「短時間決定且平均分配股權報酬的團隊」估值明顯低於「較晚決定且平均分配股權報酬的團隊」與「非平均分配股權報酬的團隊」。

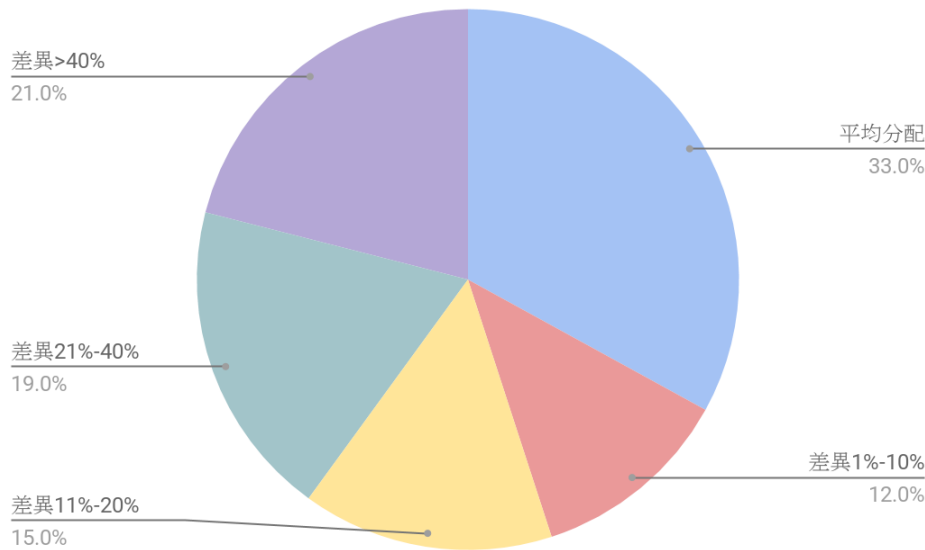


圖 1 新創公司股權報酬分配差異之比例 (Wasserma, 2012)

楊、賀、朱、王（2017）研究則指出公司中各階層成員的報酬（包含薪資、股票等任何形式報酬）差異過大或過小皆不利於增強新創企業中的創新精神。Wasserma（2012）認為避免衝突與緊張而缺乏在股權分配時深度討論，是造成創始員工股權報酬平均分配的主因，但同時也涵蓋下列因素：

- 創始員工背景與貢獻：「創始員工的背景」包含創業經驗與先前工作年資，與「初始貢獻」包含創業想法、智財權、初始資金等，創始員工在這兩大類因素差異越小，創始公司越傾向將股份平均分配以避免在溝通股權設計時的緊張與衝突。
- 團結訊號：另外也有創始員工認為平均分配股權報酬傳遞一種團結訊號，「團隊更在乎創業成功而非個人財富的累積，大家一起從零開始，承受相同風險，在一開始爭股權無益於團隊合作與效率」。

三. 正式與非正式合約

股權報酬設計是否落成正式合約與創始成員溝通股權報酬的時間有關，溝通時間越長越傾向落成正式合約（Wasserma，2012）。股權報酬設計若落成正式合約雖然能確保創始員工權益，但也有一定缺點，包括較難因應變化調整、限制突發的好想法或行為或與稅務相關問題。影響溝通時間因素包括：

- 股權報酬設計的複雜程度：若沒有太多變化因素或如智慧財產權等複雜議題，溝通時間容易縮短。
- 創始團隊避免衝突的程度：若創始團隊為避免溝通股權報酬時發生衝突，會傾向避免落成正式合約造成彼此關係緊張，也會較快決定股權報酬設計。

表 2 溝通時間與合約正式性

溝通時間	一天或小於一天	兩天或大於兩天
正式合約	41%	54%
非正式合約，落成文件	37%	35%
非正式合約，口頭約定	22%	11%

四. 靜態與動態分配

(一). 新創公司與創始員工的動態變化

以公司的角度看，49.6%新創公司創辦人表示公司的商業計畫從開始就經歷不斷修改調整，其中15%更是經過重大變動（Shane，2008；Hannan，1996），尤其在全球化時代、科技迭代速度飛快的時代下，新創公司受更容易受到影響，需要更頻繁地調整經營方向與策略（McDougall，1996）。這些調整變化皆會影響新創公司所面臨的挑戰，所需要的人才與專業技能，進一步影響公司內部各種角色需求與工作變化（Wasserma，2012）。

以創始員工的角度看，在新創公司也會經歷各種變化：

- 當公司的商業計劃或策略變化時，創始員工的技能與角色需求會有不同變化，創始員工的實際貢獻也會發生變化調整。
- 創業過程中，創始員工因為自己的能力與實際貢獻差異，會影響工作動機與投入貢獻程度。
- 創始人一般在創業之初會高估每個創始員工包括自己能創造的價值。在實際創業過程中，隨著時間增長會逐漸更了解每個創始員工的能力、貢獻與投入程度。
- 創始員工個人生活變化也可能改變其投入與貢獻程度，包括家庭狀況、遷移與法律問題等。

(二). 界定可能變化與設計以對應機制

新創公司因需面對上述包括公司本身與創始員工的各項可能變化，股權報酬設計也必需因應各種可能變化。Wasserma（2012）提出透過三個層次界定各種不確定性，此架構來自Rumsfeld與Malhotra，包含「已知 Knowns」、「已知的未知 Known-unknowns」、「未知的未知 Unknown-unknowns」。藉由界定三種層次的可能變化，事先規劃好對應的股權報酬機制，盡可能降低未來的不確定性。因為無法完全預知未來所有可能變化，「溝通」也是一項面對變化的重點以建立創始員工的共識與信任。

表 3 辨識各種不確定性

類型	說明	對應機制
已知 Knowns	已知確定會發生的結果。	<ul style="list-style-type: none"> • 根據商業計劃、目標或標準，建立期權池，以Vesting方式設立里程碑激勵員工。 • 充分溝通後建立正式合約。
已知的未知 Known-unknowns	目前已知可能會發生的情境，但非確定的結果。	情境分析，包括預期、最好、最壞與各種可能情境，針對不同情境給予對應機制。
未知的未知 Unknown-unknowns	任何可能預料之外的意外。	<ul style="list-style-type: none"> • 盡可能設想「未知的未知」，轉化為「已知的未知」。 • 了解不可能完全設想，需要預先溝通建立創始員工的共識與信任。

(三) . 對應變化的股權報酬機制

Wasserma (2012) 提出以能Vesting (期權) 的方式設計股權報酬機制，創始員工必須達成一定的目標或時間條件才能獲得股份的認購獲分配權力，而非一開始就獲得固定數量的股權報酬，通常條件又區分為「時間基礎 Time- based」與「里程碑基礎 Milestone- based」。當創始員工離開公司時，其未被分配的股份應重新流回期權池或流向新進員工，該機制不但可作為「黃金手銬」鼓勵創始員工留在公司努力達到公司設立目標，並保留一定股權報酬彈性因應變化。

鄭 (2017) 研究中也指出，因股權的網絡存在僵固性的特質，不需在公司初期就設法提出最佳股權結構，而是在符合法令規範下讓團隊保有因應變化靈活調整，包括運用員工選擇權計劃、特別股等機制。

第四節. 常見的股權分配比例

Lebret (2017) 為瞭解一般新創公司上市時創業員工、員工與創投等各角色的股權比例，研究調查400家成功與即將上市的新創公司。發現在公開發行時時創始員工的持有股數在10%，投資人在51%，一般員工在20%，剩餘20%則為上市時大眾流通股份。實際股權比例依產業與國情稍微不同，其研究結果呈現如表4與表5。

表 4依產業別呈現公司IPO時之股權比例

產業	創始人年齡	上市時股權分配比例			
		創始人	員工	投資人	IPO放出股數
生物科技	45	7%	15%	57%	23%
醫療科技	42	8%	17%	54%	22%
網路	34	17%	22%	48%	15%
軟體	34	17%	27%	42%	16%
HW/Comp./Tel	37	12%	27%	47%	15%
半導體	38	13%	26%	44%	18%
能源	38	8%	19%	56%	18%
其他	39	10%	21%	52%	20%
整體	38	12%	22%	50%	18%

表 5依國家別呈現公司IPO時之股權比例

地區	創始人年齡	上市時股權分配比例			
		創始人	員工	投資人	IPO放出股數
美國矽谷	37	13%	27%	46%	15%
美國波士頓 地區	42	9%	19%	51%	22%
美國加州	43	7%	19%	56%	18%
美國西岸	35	19%	22%	47%	14%
美國東岸	41	9%	19%	54%	20%
美國中西部	42	9%	17%	55%	20%
法國	35	17%	13%	51%	24%
瑞士	40	14%	14%	55%	21%
英國	35	8%	24%	48%	21%
其他歐洲	31	18%	16%	55%	26%
以色列	33	14%	17%	55%	14%
中國	32	22%	20%	43%	15%
加拿大	24	23%	39%	14%	21%
其他	35	15%	19%	49%	19%
整體	38	12%	22%	50%	18%

第三章 研究方法

第一節 資料來源與研究方法

本研究採用「個案研究法」，以論文作者過去創業公司為個案，在創業期間因股權報酬設計問題導致公司創始員工與股東間產生衝突，創始員工認為付出貢獻沒有獲得對報酬、缺乏激勵，影響對公司的認同；股東則認為員工尚未替公司賺錢，不願繼續投資與分配股權作為報酬，最終導致股東與員工分拆。

本研究先透過文獻探討，研究相關文獻包括「股權報酬設計的重要性與影響」、「股權報酬設計考量的標準」與「常用的股權報酬機制」等領域，再透過向股東、執行團隊與本個案無關係的第三方創投進行深度訪談，整理文獻與訪談結果後提出個案建議與研究結論。本研究除了協助論文作者省視過去創業經歷的股權報酬設計問題，也期許研究能幫助創業相關領域團隊了解設計股權報酬、吸引人才，推動團隊朝公司目標前進，讓股東與執行團隊共同創造最大價值。

第二節 個案說明

一. 個案公司商業模式

公司創立自有品牌，以「天然生活」為品牌訴求，並以有機芳療保養品為切入點，從英國進口各式有機植物原料，在台灣以打造市面上植物原料比例最高的天然產品。同時延伸提供各式天然相關、五感體驗的服務與產品如花藝、甜品，未來甚至能推出各式有機茶品、生活用品等。創業團隊透過大量插畫、故事打造藝文與天然複合的品牌形象，鎖定注重天然與產品品質25至35歲中高端白領消費女性，產品售價對標稍低於一線跨國有機天然品牌，營造顧客高性價消費感受。

表 6 個案公司商業模式

<p>Key Partners</p> <ul style="list-style-type: none"> • 英國有機原料供應商。 • 設備完善、協助研發、具備彈性生產量的長期台灣代工廠。 • 異業合作夥伴：花藝、法國服飾品牌等。 	<p>Key Actives</p> <ul style="list-style-type: none"> • 提供市場上最植物比例最高的天然有機芳療類保養產品。 • 提供顧客天然生活相關的服務與產品。 	<p>Value Proposition</p> <p>提供天然生活的品牌：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 市場最高比例國際有機認證原料打造的天然保養品。 • 植物故事/插畫打造品牌藝文形象。 • 延伸五感自然生活的產品與服務。 	<p>Customer Relationships</p> <ul style="list-style-type: none"> • 官方商城建立會員資料與等級制度。 • 社群：透過Facebook、Instagram與Line官方帳號等社群媒體，為職顧客互動。 	<p>Channels</p> <ul style="list-style-type: none"> • 網路通路：於官方商店、各大網路通路銷售產品。 • 實體通路：與文創百貨如誠品、林百貨與知事官邸等合作。 • 廣告：關鍵字、Facebook廣告。 • 透過異業合作、品牌得獎提升知名度。
<p>Costs</p> <ul style="list-style-type: none"> • 產品售價對標稍低於一線跨國有機天然品牌，打造高性價比的消費感受。 • 產品成本平均約20%。 • 營業費用、行銷成本高。 	<p>Revenue Streams</p> <ul style="list-style-type: none"> • 芳療類產品銷售。 • B2B，例如品牌客戶贈禮。 • 異業合作銷售分成。 			

產品上致力於打造市面上最天然、植物原料比例最高的純粹好產品。公司由英國進口有機植物原料包括精油、純露、植物油等，協同合作實驗室規劃產品線、開發產品，並委託代工廠製造最終產品。產品線包括保養系列的純露、精華乳、面霜與眼霜，身體系列的手霜，清潔系列的潔面、沐浴液體皂。

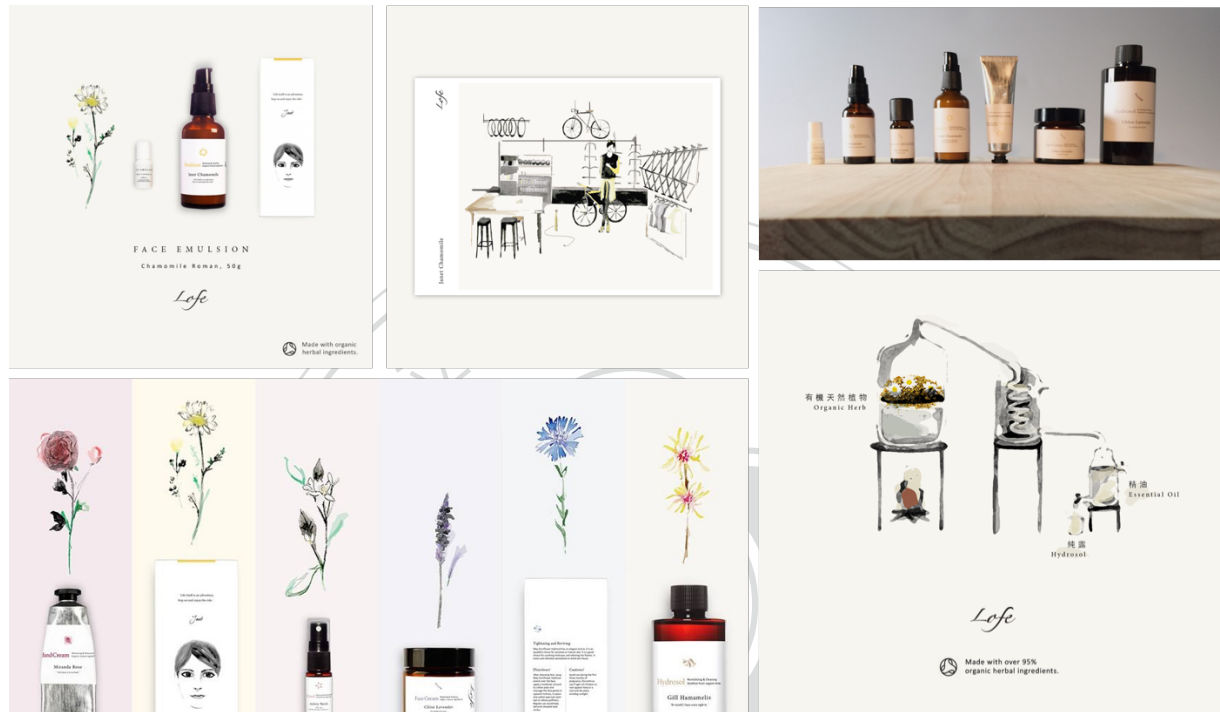


圖 2 個案公司品牌與產品形象

通路部分主要以網路自營官方賣場為主，配合各大網路平台販售，合作線上通路包括 Yahoo 超級商城、PChome 商店街、Herby、Friday 購物商城等。實體通路則與誠品 Expo、林百貨與知事官邸等文創通路合作寄售，全台灣北中南共有六處寄售點；也曾於敦南誠品設有自營櫃位。另外也嘗試與不同品牌異業合作銷售或推出產品，包括與甜點品牌糖村推出聯名禮盒，與法國時裝品牌「Vanessa Bruno」、花藝品牌「松果手感」推出聯名禮盒，進行行銷、銷售合作等。

二. 創業歷程與營運狀況

(一). 創業背景與參與角色分工

個案公司創立之初為論文作者之四位親戚針對芳療相關產品萌生創業念頭，認為當時台灣市場上缺乏相關產品；論文作者過去為台灣藝術大學畢業，就讀設計相關科系，畢業

後進入廣告代理商工作，具備設計、行銷與品牌經驗，因此接受親戚委託協助規劃、設計品牌與產品，同時找來兩位大學同學協助。論文作者為主要執行者，與執行團隊成員B共同發想品牌、規劃產品線與執行設計（創始成員B與論文作者經歷相近，台灣藝術大學、廣告代理商工作）；因所規劃品牌需要運用大量插畫，因此請美術班背景的執行團隊成員C協助產出所有插畫。

在一切規劃就緒後，論文作者以四位股東出資之資金成立公司開始營運，另外兩位創始團隊成員於公司創立之初正攻讀研究所，只有需要時開會討論進行協助。創始成員B於公司成立第三年研究所畢業後才全職加入，負責所有面對消費者相關工作、品牌文案與協助行銷活動；創始成員C則一直以兼職模式進行品牌插畫素材產出與藝術顧問工作。創始團隊從零開始開始，設立公司、創建經營自有品牌、設計產品、進口原料、委託台灣代工廠製造到通路銷售與行銷等。

股東四人則不參與日常經營，只有一位主要股東A每週與論文作者開會，了解經營績效與提出建議，並協助每月以電子郵件將公司經營狀況告知其餘三位股東，其餘三位股東若有意見會再透過電子郵件反饋。

表 7 創業角色與分工

角色	出資股東				創始團隊		
	股東A	股東B	股東C	股東D	創始員工A (論文作者)	創始員工B	創始員工C
公司設立前	<ul style="list-style-type: none"> 創業想法。 經營決策建議。 出資。 				<ul style="list-style-type: none"> 品牌、產品規劃、發展與提案。 出資。 		<ul style="list-style-type: none"> 藝術指導。
公司設立後	<ul style="list-style-type: none"> 每週與創始團隊開會給予建議。 	經營決策建議（主要透過電子郵件）。			所有公司營運，進行產品規劃、生產至銷售。	<ul style="list-style-type: none"> 討論並給予建議。 第三年研究所畢業 	<ul style="list-style-type: none"> 品牌插畫素材產出。

	<ul style="list-style-type: none"> 經營決策建議。 			後全職加入，負責所有面對顧客相關服務、各式文案與協助品牌行銷活動。	
--	---	--	--	-----------------------------------	--

(二). 出資、股權結構與報酬

公司以境外公司模式設立於英屬維京群島，台灣設立分公司。初始股東共計四人出資共計4.3萬美金，其中股東A出資1.1萬美金，其餘三位股東每人出資0.8萬美金（詳見下表8）。公司初期只有論文作者全職投入領有薪資，另外兩位創始成員則因就讀研究所兼職僅配發技術股。股東考量大部分初始資金因需花費在原料、產品製造、行銷活動與各類營運等，加上經營自有品牌較為辛苦狀況下，酌量分配技術股約10%股份給與創業團隊作為股權報酬。

公司於2013、2014年因營運資金不足，部分股東依序做了二次增資，詳見下表8。2013年增資時，股東D單獨出資新台幣50萬元。論文學生則考量公司現金緊張，主動將薪資條件由新台幣35,000元降為20,000元；另外兩位創始成員則各配發0.5%技術股。並因股份稀釋與為激勵員工加入優先分紅條件，在未來公司產生盈餘的前三年，創始成員能優先配當年度盈餘之10%。2014年增資時，所有股東包含論文學生共計五人各出資新台幣30萬元，共計新台幣150萬元。同時論文學生薪資調整為新台幣28,000元，執行成員B開始全職加入，薪資為新台幣25,000元。

三次出資合計新台幣329萬元整（初始投入美金以匯率30計算），最終出資股東股權合計佔74.18%；創始團隊佔25.82%，團隊報酬之技術股雖因增資稀釋小於10%，但其價值因資本增加而提升。

表 8個案公司歷年增資與股權變化

角色	出資股東				創始團隊		
	股東A	股東B	股東C	股東D	創始員工A (論文作者)	創始員工B	創始員工C
初始出資金額 (千元美金)	11	8	8	8	8	-	-
技術股	-				1% (約430美金)	4% (約1,720美金)	5% (約2,150美金)
薪資/獎金條件	-				薪資35,000/月	-	-
初始股權比例	23.02%	16.74%	16.74%	16.74%	17.74%	4.00%	5.00%
	73.24%				26.74%		
2013年增資金額 (台幣)	-	-	-	500,000	-	-	-
技術股	-				0%	0.5% (約8,950新台幣)	0.5% (約8,950新台幣)
薪資/獎金條件					薪資20,000/月	兼職	兼職

	-				未來公司若有盈餘分配的前三年，優先提撥10%給三位執行成員，剩餘再依股權比例分配或做盈餘轉增資		
2013年增資後 股權比例	19.57%	14.23%	14.23%	28.23%	15.08%	3.90%	4.75%
	76.26%				23.74%		
2014年增資金額 (台幣)	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	-	-
技術股	-				0%	3% (約98,700 新台幣)	1% (約32,900 新台幣)
薪資/獎金條件	-				薪資28,000/ 月，將分配股 份分給另外兩 位執行成員	薪資25,000/ 月	兼職，論件 計酬
2014年增資後 股權比例	18.90%	15.16%	15.16%	24.96%	18.76%	3.73%	3.33%
	74.18%				25.82%		

創始員公薪資因執行工作內容複雜，難以市場行情對標，因此暫以機會成本加上台灣平均調薪幅度作為計算。論文作者創業離開廣告公司時，業務執行職位薪資為新台幣35,000元，以此作基準；創始成員B其背景與論文學生相似，相同大學科係與同間廣告公司經歷。根據行政院於2018年發佈之「我國薪資現況、低薪研究及其對策」研究報告中指出2010-2016平均薪資年增率為1.3%，創始員工報酬與其機會成本落差評估如下表9。

表 9 個案公司創始員工機會成本比較

角色	執行團隊A (論文學生)			執行團隊B			執行團隊C
	實際薪資/ 月	應得薪資/ 月	薪資落差/ 月	實際薪資/ 月	應得薪資/ 月	薪資落差/ 月	
2012	35,000	35,000	-	-	-	-	無全職投入
2013	20,000	35,455	(15,455)	-	-	-	
2014	28,000	35,916	(7,916)	25,000	35,000	(10,000)	
2015	28,000	36,383	(8,383)	25,000	35,455	(10,455)	
2016	28,000	36,856	(8,856)	25,000	35,916	(10,916)	
Total	1,668,000	2,155,314	(487,314)	900,000	1,276,451	(376,451)	
股權報酬 價值	77,204.00			122,717			
整體薪資 落差	(410,110.43)			(253,733.98)			-

並進一步參考Adecco人力資源公司針對大中華區含台灣的薪資調查（大中華薪資指南，[2016](#)），報告中指出在零售類別中，品牌專員需要1-2年工作經驗，月薪在新台幣40,000-50,000元；店面經理需要專科以上學歷，3年以上工作經驗，約在新台幣22,500至180,000不等；業務與營銷類別中，廣告方向的業務主任/客戶主任需要1-2年工作經驗，月薪在新台幣28,000至45,000不等；網站企劃行銷人員需要3年工作經驗，月薪在新台幣40,000至60,000不等；行銷方向的企劃人員需要1-3年工作經驗，月薪在新台幣30,000至55,000不等。而在調薪幅度部分，有調薪意願的公司佔比85%，其中調薪幅度1%至2%佔調查企業10.3

%，3%至5%佔調查企業83.5%，6%至10%佔調查企業4.1%，大於10%佔調查企業2.1%。根據該調查，薪資部分創始團隊之機會成本落於市場價值區間新台幣28,000至55,000元；所受調查企業薪資成長率大多落於3~5%。因此表9依創始成員之機會成本與薪資成長屬於合理區間。

(三). 個案問題點

在創始團隊努力下逐漸打開品牌知名度、擴張通路與推動公司成長。網路通路持續擴張，除了設立官網賣場，並於多個大型網路銷售平台合作販售，不斷優化營收，產品開始於；實體通路上則與誠品EXPO、林百貨等文創通路合作寄售，拓展全台北中南多多個銷售據點；同時嘗試與異業行銷合作包括與文創通路法國設計服飾「Vanessa Bruno」、甜點名店「糖村」、花藝品牌「松果手感」、「九州鬆餅」餐廳等聯名推出產品或執行行銷活動。創建品牌也在2015年獲得Shopping Design雜誌年度評選中獲選當年「最佳原創品牌」獎項。

然而，公司營收雖每年持續成長，但在產品線、通路、行銷與營運等持續花費擴張下，公司收入大於支出每年還屬於虧損，當營運資金不足時，股東兩度再投入資金幫助公司營運同時也改變了股權結構。並在2016年股東建議執行團隊開始尋求外部資金加入。

隨著時間累積，團隊成員的報酬與激勵問題也逐漸浮現，創始成員B與C認為付出的貢獻與報酬不符，第一來自所建品牌與成果為執行團隊努力所致，但股份經二輪增資下創始成員持股比例卻下降，起初雖是因參與品牌創立與經營而加入，但最終只能獲得少部分成果或獲利。第二則為公司尚未獲利轉正，連帶在兩三年下來創業員工只能獲得低於市場行情的薪資，因此朝兩個方向與股東協調：

- 增加股份：可維持現有薪資，但能配發股票激勵創始員工。
- 增加薪資：若能成功尋找外部資金，增加薪資至業界標準。

而股東雖肯定創始團隊的執行成果但認為公司持續在虧損，要求創始團隊應業績目標、等到公司賺錢才能調整薪資或進行配股；也認為創始成員目前的日常工作內容與表現符合報酬，若需要也能在市場上找到相同能力人才。雙方溝通時因立場不同無法達成共識，在考量公司也尚未轉盈情況下，原股東決定退出解散原公司，論文作者與創始員工B另外成立新公司，並達成協議將所有商標、公司資源轉入新公司，接手原公司業務。

表 10個案公司股東與創始員工針對股權報酬意見歧異點

出資股東	執行成員
<ul style="list-style-type: none"> ● 公司尚未轉虧為盈，還可能須向外部募資。若有對外募資才有機會調整配股與薪資。 ● 執行團隊員工能力可被取代，並未提供獨特價值。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 付出的努力沒有獲得對應報酬： <ul style="list-style-type: none"> ○ 品牌與產品皆為執行成員製作，但股權占比低，只能享有少部分未來獲利與成果。 ○ 薪資低於機會成本與業界水準。

第三節 深度訪談

一. 訪談目的

本研究採用深度訪談進行個案回顧與研究，透過文獻探討架構作為訪談架構，希望了解受訪者針對「股權報酬設計的重要性與影響」、「股權報酬設計考量的標準」與「常用的股權報酬機制」等領域文獻的看法，訪談過程會先讓受訪對象了解論文作者的文獻發現，並針對文獻內容做討論與意見反饋。最後讓創始員工與股東一起重新審視個案股權報酬問題，也透過訪談外部第三方創投整合外部建議提出研究結果，嘗試將過去不盡成功的創業案例轉化為經驗。依文獻架構研擬訪談主軸與涉及內容規劃如下表11。

表 11訪談主軸與涉及內容規劃

訪談主軸	涉及內容規劃		
	針對創投	針對創始員工	針對股東
新創公司的員工溢酬	<ul style="list-style-type: none"> ● 是否同意新創公司員工有溢酬 ● 一般溢酬在多少 	<ul style="list-style-type: none"> ● 是否同意新創公司員工有溢酬 ● 實質報酬考量外願 	<ul style="list-style-type: none"> ● 是否同意新創公司員工有溢酬 ● 是否願意為好員工

		意加入新創公司的原因	付出更多報酬
股權報酬設計對公司或員工的重要性與影響	<ul style="list-style-type: none"> • 股權設計是否會影響估值 • 純出資股東/創始團隊合理的比例 • 當員工較強勢要求股權是否會影響投資意願 • 股權報酬設計時是否會考量控制權 	<ul style="list-style-type: none"> • 股權報酬是否會影響吸引加入或後續付出 • 分配不公平是否會影響付出 	<ul style="list-style-type: none"> • 股權報酬的設計是否會影響股東間的溝通與氣氛 • 當員工一開始就溝通股權報酬是否會影響投資意願 • 股權報酬設計時是否會考量控制權
股權報酬設計的標準：過去貢獻	<ul style="list-style-type: none"> • 四項分配標準中的重要順序 • 是否認同貢獻創業想法有較多報酬 • 是否認為創始員工該投入資本 	<ul style="list-style-type: none"> • 四項分配標準中的重要順序 • 是否認同貢獻創業想法有較多報酬 • 是否認為員工該投入資本 • 投入資本是否會增加公司認同與付出 • 投入資本是否會減少報酬要求 	<ul style="list-style-type: none"> • 四項分配標準中的重要順序 • 是否認同貢獻創業想法有較多報酬 • 是否認為創始員工該投入資本
股權報酬設計的標準：機會成本	<ul style="list-style-type: none"> • 是否認同員工的機會成本與其股權報酬相關 	<ul style="list-style-type: none"> • 是否認同員工的機會成本與其股權報酬相關 • 若沒有滿足機會成 	<ul style="list-style-type: none"> • 是否認同員工的機會成本與其股權報酬相關

		本是否還是會積極投入貢獻	
股權報酬設計的標準：未來貢獻	<ul style="list-style-type: none"> • 一般如何預測新創團隊的未來貢獻 • 創始團隊的未來貢獻不足會如何因應調整 	<ul style="list-style-type: none"> • 如何看待自己未來貢獻與開始不同 • 若未來被股東告知貢獻不足是否願意接受股份調整 	<ul style="list-style-type: none"> • 員工的未來貢獻不足會如何因應調整
股權報酬設計的標準：動機與偏好	<ul style="list-style-type: none"> • 一般如何看待全職/非全職創始員工股份比例 	<ul style="list-style-type: none"> • 偏好拿薪資或股權報酬 	<ul style="list-style-type: none"> • 偏好支付薪資或股權吸引人才
股權報酬分配時機	<ul style="list-style-type: none"> • 股權早晚分配的影響 • 接觸的新創公司分配股權的時機 • 在分配時機會如何建議新創公司 	<ul style="list-style-type: none"> • 股權早晚分配的影響 • 越早決定股權報酬設計是否會吸引加入與後續付出 • 是否在一開始避免衝突會刻意避談股權報酬 • 是否認為需要盡快確認股權報酬 	<ul style="list-style-type: none"> • 偏好較早或較晚分配股權 • 如個案一開始已經訂定後續修改是否較難 • 如果創始員工表現不如預期，會如何調整 • 是否認為需要盡快確認股權報酬 • 是否在一開始避免衝突會刻意避談股權報酬
股權報酬機	<ul style="list-style-type: none"> • 創始團隊股權平均 	<ul style="list-style-type: none"> • 是否會認為創始員 	<ul style="list-style-type: none"> • 如何看待創始員工

制：平均分配	<p>分配創投怎麼看，是否真會影響估值</p> <ul style="list-style-type: none"> • 偏好薪資平均或股權平均 	<p>工間股權分配需要相同</p> <ul style="list-style-type: none"> • 偏好薪資平均或股權平均 • 是否當初認為團隊優先因此在開始避談股權分配 	<p>股權平均分配</p> <ul style="list-style-type: none"> • 偏好薪資平均或股權平均
股權報酬機制：正式與非正式	<ul style="list-style-type: none"> • 新創公司的股權設計正式性是否影響創投投資看法 	<ul style="list-style-type: none"> • 是否偏好正式合約或其他意見 	<ul style="list-style-type: none"> • 是否偏好正式合約或其他意見
股權報酬機制：動態與靜態	<ul style="list-style-type: none"> • 一般新創公司的股權報酬設計如何面對公司動態變化 • 如何建議新創團隊 • 一般常見的股權報酬動態設計機制 	<ul style="list-style-type: none"> • 是否了解未來自己動機、貢獻與公司變化會讓自己的貢獻有所不同 • 若有認知不同是否能接受股權報酬的調整 • 對時間基礎與里程碑基礎的期權設計看法 	<ul style="list-style-type: none"> • 是否能認同公司不同階段需求，對資金、人才的需求會有變化 • 是否同意設計動態股權報酬機制 • 對時間基礎與里程碑基礎的期權設計看法
其他股權報酬設計機制	<ul style="list-style-type: none"> • 偏好認購或配股 • 是否建議設立退出機制 	<ul style="list-style-type: none"> • 偏好認購或配股 • 是否建議設立退出機制 	<ul style="list-style-type: none"> • 偏好認購或配股 • 是否建議設立退出機制
個案相關	<ul style="list-style-type: none"> • 一般常見創始員工/ 	<ul style="list-style-type: none"> • 會如何重新看待股 	<ul style="list-style-type: none"> • 會如何重新看待股

	出資股東的股權比例 <ul style="list-style-type: none"> • 會如何建議個案股東與創始員工 • 一般親友組成的公司常見股權問題 	權報酬設計 <ul style="list-style-type: none"> • 會如何與股東進行溝通 	權設計 <ul style="list-style-type: none"> • 會如何與創始員工進行溝通
--	---	--	--

(二). 訪談大綱

深度訪談以文獻架構作為訪談架構，涉及包括「股權報酬設計的重要性與影響」、
「股權報酬設計考量的標準」與「常用的股權報酬機制」等主題，涉及每項主題前論文作者會向受訪者說明該主題所整理的文獻資料，再進行討論與意見反饋。個案反饋部分訪問者會先向受訪者說明論文作者提出的改善建議，再請受訪者做評論，或針對個案提出其他想法或建議。研擬訪談架構與問題如下表12，並涵蓋表11之涉及內容。

表 12訪談大綱與訪談問題

序號	訪談問題		
	針對創投	針對創始員工	針對股東
個案說明：個案公司介紹與股權報酬調研資料。 主題說明：新創公司員工溢酬、股權報酬設計對公司、員工的重要性。			
1	創投如何看待員工的報酬與公司股權設計？一般從中反映出什麼關於公司的信息，並會如何建議公司員工的報酬與股權設計？	如何看待創始員工在公司的報酬，為何當初願意加入，之後又為何會覺得報酬不公？	如何看待員工的報酬與公司股權設計？是否有考量如文獻中提及的其他因素，如激勵、控制權或估值等？
主題說明：設計股權的四項標準「過去貢獻 Past Contribution」、「機會成本Opportu			

<p>nity Cost」、「未來貢獻Future Contribution」與「動機與偏好Founders Motivation and Preferences」。</p>			
2	<p>如何看待這四項標準？，一般在看新創公司是否還有考量其他因素？並是如何看待個案狀況？</p>	<p>如何看待這四項標準？在加入公司之初自己在這四項標準上的狀況與後續變化？</p>	<p>當初如何考量分配給創始員工的股權，如何看待這四項標準？覺得當時創始員工在這四項標準的狀況與後續狀況？</p>
<p>主題說明：股權設計機制，包括分配時機、平均分配與動態分配。</p>			
3	<p>創投如何看待新創公司的變化與其對應股權報酬設計，是否有建議或常用的機制？</p>	<p>覺得加入公司後，公司與自己的動態變化，在這樣的變化狀況下如何看待股權設計？</p>	<p>覺得公司實際運營與員工付出上的動態變化，針對機制、時機與公平性上是否有其他想法？</p>
4	<p>針對個案公司，給予員工與股東想法建議。</p>	<p>在了解相關股權設計資料與訪談討論後，針對過去的評論與想法？</p>	<p>在了解相關股權設計資料與訪談討論後，針對過去的評論與想法？</p>
<p>主題說明：作者學生提出股權設計應改進之處。</p>			
5	<p>評論與建議改進作法。</p>	<p>評論與建議改進作法，會如何解決創始員工與股東之間的問題？</p>	<p>評論與建議改進作法，會如何解決創始員工與股東之間的問題？</p>

第四章 研究分析與討論

一. 股權報酬的重要性

(一). 新創公司的員工溢酬

股東與創投的角度觀察新創公司的確有員工溢酬，但其溢酬部分主要來自股權而非薪資，而是公司成長後、有新的投資人加入推動公司估值或股權價值提，握有配股的創始員工才會獲得溢酬；若在公司成立初期，許多新創甚至不會支薪，創始員工薪資加上股權報酬可能還不如一般企業。

由創始員工角度來看，受訪員工與論文學生當初加入新創公司要求的並非實質報酬，但長期報酬與付出的不對等還是會累積成為員工的不理解與對股東的不滿，應在事前做好溝通，清楚彼此的需求與投入程度，並做好商業規劃、設計對應相關報酬機制，彼此再做充分的理解溝通。

(二). 股權設計的重要性

由股東與創投的角度來看，股權報酬設計對新創公司的確至關重要。一是考量該設計是否能達到激勵員工的效果，創投投資時一般並非要取得公司控制權，即便在多輪融資稀釋後，都需考量股權比例上是否能給予創始團隊足夠激勵，推使他們持續帶領公司成長；二是股權報酬設計也會影響創投的投資回報，無論團隊持股、或根據ESOP（員工持股計劃）未來可能配發或認購的股份都會影響創投的成本，雖然要考量給予團隊足夠的誘因，創投還是必須考量投資回報，因此股權報酬設計會影響創投對新創公司的價值評估並連帶影響其投資意願。

個案股東在創業之初並無太多股權報酬設計的考量，股東們當初認為這是相對單純的創業，產品產出後就可盈利，股東間單純以協調方式討論可出讓給執行團隊的股份；由創始員工的角度來看，受訪創始員工當時認為不受肯定，雖是創始成員但有被當外人的感受，認為問題主要來自激勵機制與溝通。創始員工表示股權報酬設計除了能作為激勵手段，讓付出貢獻能獲肯定外，股權比例增加也是一種提升說話權的方式，能增加其對公司的認同感與受被重視程度。

二. 股權報酬設計的標準

(一). 過去貢獻

由股東與創投角度來看，過去貢獻一般佔公司初期大部分的股權報酬設計因素，有創業想法的員工一般會獲得較多股份。同時創投在評估新創公司時會認同創始員工的資金投入，尤其創始員工一般又能用較低的價格認購股份。原因包括是資金投入能增加員工對公司的認同，展現對公司與未來發展有信心的訊號；並能促使創始員工以有別於一般受薪員工的角度思考，對公司經營、薪酬等看法可能會改變，同時避免「道德風險」、重視公司長期利益。

個案因公司創立時角色分工複雜，創業想法來自出資股東，並找來無出資只負責執行的創始團隊做實際經營（且主要執行成員與股東為親戚關係），因此僅以出資比例做為開始時的股權報酬設計標準，造成股東佔大股，執行團隊佔小股的情況，且當時也沒有提供創始員工認股機會、創始員工也無主動爭取認股機會。創始角色、投入程度複雜且未規劃，導致股權報酬設計無依定依據，也埋下後續股權報酬爭議的種子。

(二). 機會成本

由創投與股東角度來看，用機會成本考量報酬應較常針對後進員工而非創始員工，且新創公司多以股權報酬彌補該員工機會成本；受訪創始員工也認為當初並非考量實質報酬或機會成本才加入，而是想要參與新公司與品牌的建立。

(三). 未來貢獻

由創投與股東角度來看，創始成員的未來貢獻難以在創業初期預估，為了讓股權報酬符合未來貢獻一般會規劃ESOP（員工持股計劃），設計里程碑與其對應的配股或認股權力，再搭配里程碑加上時間限制的方式，激勵員工在特定時間內達成目標才能獲得股權報酬，並會將相關協議落為正式合約與寫進董事會章程。

由創始員工角度看，其提到每次公司有重大進展時也希望股東或公司能給予相對應的肯定，因此透過股權設計能給予員工肯定與增加激勵，並反映其未來貢獻。

(四). 動機與偏好

由創投與股東角度來看，新創公司一般還是偏好發股權給創始員工；受訪創始員工則認為任何形式的報酬都能接受，只希望獲得尊重與重視。個案中股東與創始員工雙方都沒

有針對角色分工與投入程度做好了解與規劃，除了角色分工複雜，股東部分並沒有明確知道某些創始員工的投入程度與意願；而受訪創始員工剛開始也是抱持嘗試心態加入，雙方都沒有建立共識與相互理解，因此也無法針對「動機與偏好」部分準確設計股權報酬。

三. 股權報酬設分配機制

(一). 股權報酬分配時機

由創投與股東角度來看股權分配時機早晚沒有太大影響，因為新創公司經歷每輪融資都會改變各種條件、股權報酬設計；受訪創始員工則認為因為公司從創業開始變化皆不大，因此早晚分配並無特別感覺。但有提到認為公司的資金應該一次到位，除了有較充裕的資金做完整規劃，也可以避免後續在增資時出現各種衝突。兩方雖然都認為分配時機沒有太大影響，但彼此在認知上有些許差異，創投與股東出發點來自新創公司有每輪融資的認知背景；而受訪創始員工則站在公司應以自有資金或後續盈利經營，沒有每輪融資而是抱持資金應一次到位的觀點，顯見彼此經歷認知落差。

(二). 股權平均分配

受訪股東認為股權平均分配為假平等，且新創公司中必須有領導主事者出來解決事情，需要有較多的股份話語權；受訪創投則持類似觀點，雖認為股份可以平均，但在董事會席次設計時需要有機制讓表決權非五五對等。個案中也並未發生股權平均分配問題，股東出資不盡相同，執行團隊所配得技術股也稍有差異，因此股權並無平均分配的情況。

(三). 股權動態設計

受訪股東、創投與創始員工都能認同新創公司與其成員皆須面對不斷的變化。股東與創投認為透過ESOP（員工持股計劃）規劃期權池、設計里程碑並搭配時間限制，這些里程碑可依融資輪次、技術研發進展或獲利績效等作為達成目標，在達成特定目標時以配股或認股方式激勵創始員工。另外受訪股東也提到在新創公司初期若成功募資多以直接配發方式贈與執行團隊股份，後期則多用達成里程碑方式給予認股或配股權。另外創投在投資新創公司時也會考量ESOP中將配發或給予員工認購的比例或股數，因為這些報酬設計皆會稀釋股份影響創投的投資成本。創始員工也同樣認為透過設計里程碑給予員工配股或認股的方式能讓員工獲得激勵與肯定。透過ESOP對應各種變化的股權報酬設計機制能讓創

始員工隨著貢獻變化獲得對應報酬，甚至在離開時需要繳回獲贈股份，讓創始成員與公司發保持緊密連結。

四. 個案回顧與改進

受訪股東認為公司在一開始組織角色與分工太複雜，創業想法、出資與實際執行的人皆不同，且事先並沒有規劃清楚；加上當時欠缺充分的溝通，讓股東與員工共同認同與理解公司的處境與未來規劃，並應確認各自的角色與分工、投入程度等，加上股東與創始成員彼此背景經歷差異過大，導致後續對股權報酬設計產生分歧與衝突。

受訪創始員工則因公司主要為親戚關係成員組成，付出的貢獻沒有受到肯定、激勵效果不夠，加上股東與創始員工間溝通方式不良，導致公司向心力不足與自己有被當外人的感受。希望能藉由改善溝通方式，讓股東了解員工的貢獻與付出；並透過依里程碑設計激勵機制的方式改給予團隊適當認同。

受訪外部創投則認為股權報酬應在公司初期即規劃清楚，並經股東與團隊雙方審視溝通後達成協議，除了能激勵團隊創造更多價值，良好的股權報酬設計與股權比例也能幫助後續引進投資人。創始員工若認為報酬不公應在加入時即提出，訂定後就難以再做後續調整；並建議股東在設計股權時應考量給予創始團隊足夠激勵。最後也建議團隊中若有商業或社會歷練較多的成員加入，也許就能在一開始考量到這些問題。

第五章 結論與建議

一. 研究結論

股權報酬設計不僅能做為激勵機制，促使創始員工推動新創公司成長，同時也會影響創投對新創公司的估值，顯見股權設計對新創公司的重要性。在整合文獻探討與深度訪談研究後，歸納新創公司在進行股權報酬設計最需注意兩項重點「溝通」與「彈性」，並達成三件事：

(一). 商業計劃

在進行股權報酬設計時應做好溝通，但在溝通前則應有「溝通內容」，新創公司必須對未來有一定規劃，包括資金、人才與各項資源的需求，預期達到的目標、獲利、里程碑甚至可能面對的變化等。才能讓股東與創始員工能對公司現況與未來做溝通與達成共識，並方便後續規劃股權報酬。

(二). 溝通

根據商業計劃「實際溝通」，同時必須以坦承、不害怕衝突且開放的心態清楚溝通包括彼此的需求、看法、投入程度與變化等。並設計溝通機制，讓創始員工與股東能持續保持良好溝通與共識，認同彼此價值。

(三). 保持彈性

新創公司與員工皆需面對不斷變化，公司的策略與營運方向可能會經歷調整或甚至重大轉變；公司對特定職能的需求、創始員工的貢獻與投入程度或甚至私人生活等皆可能出現改變，若只在創業之初或每輪融資時做調整將難以應變新創公司面臨的各種可能變化，也無法持續激勵創始員工。因此透過設計ESOP（員工持股計劃）、規劃期權池，並依里程碑或時間設計創始員工配股或認購的權力，保留一定彈性面對各種變化。

每個新創公司創業時內部條件與外部環境不盡相同，並沒有一套通用的股權報酬設計準則，但若能理解股權報酬設計對公司與創始員工的重要性，在創業之初做好未來規劃，持續溝通保持股東與創始員工的共識，並能注意報酬機制應具備彈性，才能設計出較適切的股權報酬機制，幫助新創公司吸引人才與外部投資人，持續推動公司成長。

二. 研究限制與未來建議

由於本研究為探討個案股東與創始員工過去對股權報酬設計的看法，必須仰賴論文作者與受訪者回憶約兩年前之記憶與感受，當事人有些時候無法確切回想細節、需要彼此討論回憶，且其觀點可能受到兩年來經歷而改變，皆可能造成對訪談結果的影響。

另本研究因個案公司營運狀態尚未穩定、資料不足，無法進行創始員工股權報酬與其貢獻之相關研究，建議未來股權報酬領域研究者能進一步進行研究。



附錄（訪談紀錄）

一. 受訪股東

受訪股東為財務金融背景，在台灣大型創投基金目前已有十五年工作經驗。該基金規模龐大一般以投資基金為主，少數大型投資案有直投。同時該股東是本個案公司初始想法發起人，平時也較積極參與公司運營的，每週皆會與創始團隊開會討論。與該股東訪談內容記錄如下：

（一）. 員工溢酬與股權報酬設計的重要性

- 訪問者：您怎麼看新創公司的員工溢酬？
- 受訪者：我覺得這是先後的問題，若事後看溢酬可能是來自公司已經成功了，而該溢酬可能很大比例來自股權報酬；若在公司初期還沒成功、股權還不值錢時員工溢酬就不明顯。在美國可能常見狀況是創始人在大公司做了段時間，累積技術後出來創業，初期都不支薪只拿股權，在未來成功後股權能彌補初始不支薪的狀況，此種情況公司創始員工報酬可能就不如有支薪的狀況，跟一般企業相比也不會有員工溢酬。
- 訪問者：再來是談股權報酬的重要性，文獻指出會影響員工的付出。
- 受訪者：是，如果好一點的公司在A輪開始就會有創投進來，那時從創投角度來看，會在乎創始員工的股權占比是否超過六至八成，因為未來股權會隨著每輪融資被稀釋。假如創始員工只有佔股兩成，股權比例就會在稀釋後更低，造成對創始團隊的激勵作用不足、跟普通僱員沒有兩樣，還不如去一般企業上班。一般美系創投比較重視這種情況，亞洲創投則較不介意大型外部股東佔超過50%大股。
- 訪問者：股東在公司成立時主要認為自己是創始員工還是資金方？是否在股權設計時有考量控制權？
- 受訪者：當時股東們角度是介於兩者中間，在一開始有創業想法但沒有實際執行才找執行團隊進來，但這導致想法、出資與執行的人都不同，不是一般常見狀況。若現在是有想法又實際執行的團隊創業，我會建議股權設計時團隊至少過半，看是要執行團隊也出資，或是找來外部純出資的股東；但執行團隊不出資又佔大股溢價會

過大，可能要等下一輪出資再把溢價部分作價給新股東，若下輪股東願意接受也代表他們認可團隊與公司價值。

- 我們在一開始有考慮控制權。但以創投角度來說不一定會想要控制權，因為創投若認為這是很好的團隊，會覺得要控制權沒有意義，反而希望團隊控制、創投輔助；另一方面團隊在看創投時，除了資金也會考慮創投能引進的資源、人才等，而不是只出錢整天盯著績效追問。
- 訪文者：怎麼看股權報酬設計會影響估值？是因為報酬設計帶給創始員工的激勵效果，還是考量買賣股權時的獲利？
- 受訪者：其實都會，一般有兩種考量。第一是在每輪融資下股權會被稀釋，若在該股權架構下依融資計畫估計到C輪時創始員工股權比例不到10%，就會認為團隊沒有主導控制權與激勵效果。
 - 第二是創投有出場的壓力，一般投資時間為五至七年，尤其是在早期的公司，創投進去會考量七年之後要有約10倍的退出，就會去算怎樣的估值是合理的。當然有時候有些產業很熱估值會比較好，但回歸正常去看，無論哪個產業在某個階段都有大約一致的估值，不會跳脫很遠。如果股權比例計算下來無法達到預期的報酬，比較謹慎的創投就不會考慮，當然這也要看市場熱度與雙方的平衡點。
- 訪問者：所以其實創始團隊一開始心態跟股東不太一樣，因為股東有創投經歷而有輪融資進出場的概念；但執行團隊不懂，只想要做品牌，用自有資金做好、做長久。
- 受訪者：這的確是我們遇到很多新創公司都會有的狀況，反觀創投很習慣每輪融資這件事，然而大部分的人都是第一次創業，這樣的落差是很危險的事情。像二十年前在投生技的時候，基因定序很熱估值很高，國內也剛開始投沒經驗，每個國外回來的專家都像寶；這些創業者也都覺得自己的東西很有價值。但當估值吊太高（台灣會換成每股價值）會導致後續卡在死胡同。例如有間生技公司每股價值七十塊，還在實驗室階段什麼成果都沒有就募了八億的資金，一是創投會緊張請團隊找些有營收的項目進來做，分散了主營項目，另外當團隊花到資金不夠再募資時，因為沒

有成果找不到人願意接手，原始股東也不願意折價募資（譬如降到三十五塊募資原始股東等於直接損失了一半），所以這間公司到現在還卡在那裡。而經過一輪產業循環，現在新來的生技公司估值就比較合理。當然新公司團隊一開始都會開的比較高，但出去繞一圈知道市場的估值在哪裡便會妥協。現在不會妥協的變成是做軟體的，做這行也可以看到每個產業的循環。

- 訪問者：所以我覺得當時團隊的確不懂每輪融資的概念，而且沒有規劃每輪的進度與需求，或是公司的營收、里程碑等。
- 受訪者：是，但我後來也覺得能夠理解，因為有時候說什麼但團隊沒有親身體驗也沒有用，新創公司有時就是這樣跌跌撞撞。我們常在看到有些人很固執，尤其是台灣的創業團隊很多都是技術背景出身，往往很執著在自己的技術或產品很棒，不願意接受外面的現實做調整改變，通常就會比較辛苦；而有些自己有意識且願意調整改變的團隊後來都會走得很順。印象中我有稍微跟你說過這些，但我也不會強迫你接受，團隊需要自己經歷過才有辦法體會。
- 訪問者：但我想另一個問題也是我們的團隊組成太單一了？
- 受訪者：對，但另一方面我覺得大家的角色有點複雜（有創業想法、出資與實際執行的人都不同），事後想起來是比較大的問題。

（二）. 股權報酬設計的標準

- 訪問者：（介紹股權分配標準「過去貢獻」的文獻資料，並詢問受訪者想法）
- 受訪者：「創業想法」與「資本投入」這兩點的確是在公司初期股權報酬設計最重要的考量因素，創業本來就是那個想法，當然後續還看能提出什麼貢獻。然後我覺得美式那種年輕人都不用投錢進來的想法不太現實，只比較會在矽谷發生。外沒有資本投入很容易有「道德風險」，創業團隊很容易可以撒手不管，僅僅只失去未來的期待並沒有現實切身的影響。我覺得某種程度創業員工還是要有一些成本的投入與付出。
- 訪問者：所以是否也因如此創投會看創始員工出資的狀況？
- 受訪者：對，我們有碰過創始團隊真的是做一做、還找了員工，沒多久就說我辭職、爛攤子一丟就不做了，最後還是創投去幫忙收尾，這種狀況還不是少數。

- 訪問者：當初股東們會希望執行團隊有出資嗎？
- 受訪者：如果有可能的話，但沒有就是給薪水。
- 訪問者：不過也回到那個問題，公司一開始創立時角色太複雜。
- 受訪者：是啊，當初的確沒想清楚，因為股東有想法但又沒有辦法自己出來做，所以最後變成一個很複雜的狀況。我覺得那時候沒有想那麼清楚。
- 訪問者：（介紹股權分配標準「機會成本」、「未來貢獻」與「個人偏好」的文獻資料，並詢問受訪者想法）
- 受訪者：「機會成本」我覺得在第一輪並不是這麼重要，倒是比較針對後續的新進員工才會把機會成本納入考量。「未來貢獻」那塊我也覺得不是針對處於第一輪的公司，而是後面新的外部資金進來後都會重新去設計。
- 訪問者：那回頭看個案，當初股東們決定給創始員工每人3至4%的技術股，這是過去做創投的經驗還是怎麼衡量出來的？例如有考量我們的能力或什麼嗎？
- 受訪者：說真的其實也沒有特別做什麼考量或想的那麼細，只是抓個大概大家願意讓多少出來分配給執行團隊。說實話也沒辦法細分誰該配股多少因為我對找來的創始成員也不夠了解，包括未詳細分工、投入程度與存活等等。
- 訪問者：所以那時候討論的過程是您先決定一個技術股報酬方案出來再跟所有股東討論？中間有討論很久嗎？
- 受訪者：我有點忘記，可能有跟大家提技術股的空間再一起來討論，也有問一下同事的意見。另外畢竟我們是台灣人，給的就比較台式，台式一般出資就是最大的，當然當時還要面對執行團隊，所以要在中間找個平衡點，就開了一個範圍，最後股東們去討論。
- 訪問者：而且我們一開始好像也沒有特別在意這部分，有時候是不是覺得先做再說，然後也沒有意識到這件事很重要。
- 受訪者：那時候覺得你是最想做的，其他兩個人感覺沒那麼投入（在唸研究所），有點在試試看或什麼的。然後那時候的設計真的太複雜了，如果角色是執行團隊想出這個想法，來找股東們談又是另一種感覺。立場不同在談股權時就應該不太一樣，會是不同的出發點。

- 訪問者：如果一開始大家都坐下來談，也清楚未來的規劃，你們會考慮分配給團隊更多股權嗎？
- 受訪者：如果這樣我們可能會要求團隊出資比例提高。假設執行團隊出資比例比較高時，對報酬的想法可能又會不一樣了。所以現在想想那時候太複雜了。

(三). 股權報酬分配機制

- 訪問者：（介紹股權分配時機文獻資料，早晚分配的優缺點，並詢問受訪者想法）
- 受訪者：其實我自己感覺公司後續如果必須經歷很多輪融資，每輪增資的條件都會談得很辛苦。即便前面談好的條件，後面為了資金很多條件也都會更改不適用。
- 訪問者：所以其實早晚分配不是重點囉？因為未來一定是有變動的。
- 受訪者：應該說要堅持某部分一定要給員工，看是要馬上給還是之後到某個程度可以用比較便宜的方式認股。一般到越後期越傾向給認股權，需要拿錢出來；前期則是無償配給團隊。但無論前期條件怎麼談，如果後面找的投資人比較強勢、公司又缺資金時都很難堅持這些條件。所以我個人覺得不會晚點分配股權，後面就不會有衝突或沒問題。
- 訪問者：（介紹股權平均分配文獻資料，並詢問受訪者想法）
- 受訪者：我個人感覺股權平均分配是假平等。大家一開始在一起一定是有某個理念相同，可是到某個程度一定有爭執紛爭，這時候做決策或負責人要有勇氣請不適合的人離開，即便是好朋友，否則團隊會走不下去。
- 訪問者：所以當初股東儘管都能拿出一樣的錢，還是會故意讓一個人拿比較多？當初有這樣的考量嗎？
- 受訪者：當時沒有想那麼多，是預計要拿出多少錢不夠的我先補。如果是你們現在想要創業，可能就要想一下，有些人個性只適合做技術開發，有些人就適合出來管。
- 訪問者：那如果重來一次，這些股東都是出資，你會刻意去分配某個人主導權比較大出錢比較多，做一個階梯式的股權規劃嗎？

- 受訪者：我覺得出資還好，應該是要看每個人願意對公司的投入程度，有些人也許可以多出一點但不想管事。如果未來還有類似的機會，我覺得很多事情會講得比較清楚，包括大家的角色，例如誰是純粹出資、事情是交給誰負責。
- 訪問者：（介紹股權分配的動態與靜態文獻資料，並詢問受訪者想法）
- 受訪者：我覺得新創比較難針對各種可能變化去做預測，很多時候對新創做的預估假設是當下的期待值，但現實中變化很快。我覺得唯一可以連結的是在每輪募資時可以反映每個人的貢獻，給予股權上的分配，甚至募得資金的某部分也會分給員工報酬做薪資上的調整。但隨時做好計劃調整就比較難。另外我覺得能培養的是心態能隨時調整，能對新的突發狀況做反應處理，有些人就沒辦法。
- 訪問者：是不是一開始也需要溝通，讓大家有共識很多事會變化。
- 受訪者：對，但就像之前提到的，很多事沒有經歷無法真正了解；有些人也會一開始同意，但事情真的發生時他沒辦法接受。這也可能造成團隊不斷變動。
- 訪問者：（介紹Vesting，並詢問受訪者想法）
- 受訪者：我覺得較後期基礎出現後才知道如何設計里程碑。在剛開始的階段可能比較會是用募資輪次作為里程碑，例如種子輪、天使輪或A輪等每輪都分一些股權。在剛開始就設定一定要達到什麼里程碑有點困難，因為很多事都會變化，這些指標不一定是賺錢。
- 訪問者：但比如像我們是否還是可以訂，例如包裝設計出來、第一項產品出來、或是明年要推出幾項新產品？
- 受訪者：對，但到了產品階段一般就會跟獲利綁在一起。而像做技術的，前面三、五年可能一直都在研發階段。假設跟投資人談好，例如20%就是要留給執行團隊，可能拿到募資當下就分10%給團隊、另外10%可以做為Vesting。而越前面當下發放的比例越高，越後面設里程碑Vesting的比例越高。
- 訪問者：你們現在創投在投會每一輪都保留期權給團隊嗎？或是你們會鼓勵新創公司做這件事嗎？
- 受訪者：原則上是需要，但看創投。但也要看給多少比例與公司的估值，有些估值開得太高就不太會給。

(四). 個案回顧與改進

- 訪問者：做完這些文獻，我回去反省一下有幾個點是可以改進調整的。第一是我們沒有事前的規劃，但很多因素影響包括對很多事不確定，創始團隊很多事都不懂、也沒有仔細想過這些事；也不了解這些規劃牽扯的層面很多，無論是訂定目標與達成績效，還是會關係到股權的分配、甚至是設計一些變化的機制。那時候只想著把產品做出來、把品牌做的有特色。
- 受訪者：對，而且我覺得新創團隊通常有個想法是我東西做出來就能賺錢了。
- 訪問者：第二個就是我們沒有考慮到變化彈性，但這也是跟著第一點來，沒有作好規劃就不會考慮到變化與彈性。第三點則是缺乏溝通，因為沒有規劃、對股權不了解，等到最後大家才開始要談就比較難了。
- 受訪者：對啊，那時候就沒想麼多，大家只是想試試看。
- 訪問者：若你回頭看，有哪些是覺得可以改進的嗎？
- 受訪者：我覺得第一個是至少有足夠的溝通，讓大家對未來大方向有一致的認同，理解公司的處境與規劃，讓觀念上的差距不要太大。當初可能都理所當然覺得是怎樣，但後來顯然每個人認知落差很大。再來是角色分工不要弄的那麼複雜，包含團隊、股東之間的溝通也不夠。當初覺得這並非技術相對高的工作，難度應該不高，所以沒有設想規劃那麼清楚。最後是經驗認知的差異，股東與執行團隊的年齡有差異，導致無論是經歷或所想的事情都不一樣，比較難調和。很多創業一開始都是經驗、背景相仿的人去做，成長到某個階段開始有不同需求，才開始加入不同背景的成員。再加上初始角色分工複雜、大家又沒有溝通清楚。
- 訪問者：對，包括我們以為創始員工A在爭取股權，但出發點其實只是想要任何形式的認同。還有開會時都是我先跟你開會討論公司大方向的事，聊完創始員工A才加入討論她負責的部分，讓她覺得自己是外人，這也是我事後訪談才知道的。所以可能可以讓她認股，或是有充分溝通的機會等，這是那時候沒有想到的。
- 受訪者：創業沒有一條明確的路，有歷練或沒歷練再創業也沒有標準答案，但大家要有共識碰到問題時能快速調整。心態是最重要的，沒有想清楚真的不要冒然創業，不過現在回去看這段經驗還是不錯的經歷。

二. 受訪創始員工

被訪談創始員工與論文學生同為台藝大、奧美廣告公司背景。在公司創立之初正在就讀政大商學院研究所，於公司成立第三年畢業後才全職加入。目前為新成立公司羅芙生活有限公司負責人，主營業務也由芳療產品轉為流行服飾銷售，成功經營且規模不斷擴大；同時她也成立經營全台最大Facebook知識型親子育兒社團。其訪談內容整理如下：

(一). 員工溢酬與股權報酬設計的重要性

- 訪問者：（受訪者對當時股權溝通後續演變爭執部分不了解，協助重新回憶個案，並介紹新創公司員工溢酬文獻資料）妳那時候加入公司的時候會覺得要拿比較多報酬嗎（報酬包含薪資加股權）？還是進來就做做看？
- 受訪者：其時我沒有那麼在乎實質報酬（錢）。因為一開始還是唸書兼職就先邊做邊看，還不確定自己想做什麼、也不確定公司是否能做得有趣。
- 訪問者：所以說你不在乎實質的報酬，比較在意的是參與這件事？
- 受訪者：恩，後面在爭取股權報酬時是已經覺得投入很多。一方面覺得自己付出很多，另一方面是覺得自己能力不差，不想要讓別人覺得自己是沒什麼能力又做個簡單工作領小錢的員工，加上後續在討論股權時拖的比較久，感覺自己的價值沒有被認可。
- 訪問者：應該說你不想被看扁？
- 受訪者：我覺得是感覺問題，不是薪資或報酬。
- 訪問者：我原本以為你們在意股權，認為之後公司做起來股東佔大股會拿走大部分報酬。如果是沒被肯定與報酬問題相比哪個是主因？
- 受訪者：前者是心理因素，但後面是觸發這件事的感覺。
- 訪問者：意思是先感覺沒價值，然後後面想想也覺得這樣做起來也不是我的？
- 受訪者：大概是這樣，但這些都是後面才出現的。
- 訪問者：股東角度看是覺得公司尚未賺錢，同時團隊貢獻還沒有轉化成為公司價值。
- 受訪者：我們能理解公司還沒賺錢，所以可以給予其他東西，其實股份對我來說更是不痛不癢的東西，所以後續讓我們感覺自己不值錢也不值那個股份。

- 訪問者：但這也牽涉我們沒有投錢或認股，這個等等議題還會談。同時這也反應大家沒有坐下來好好溝通吧，包括你不知道我在幫你們溝通股權時的爭執狀況，還有我現在問才知道你覺得價值沒被肯定。（介紹股權報酬設計重要性的文獻資料）如果當初技術股給到10%你會比較願意付出嗎？
- 受訪者：我覺得給我1或20%都沒有差。我不是要爭股權，而是任何形式報酬都可以，股權當時只是張白紙，主要是看誠意而已。我們每天在公司知道公司賺多少錢，也知道這個行業不可能業績爆發而提昇一點股份就賺多少錢。
- 訪問者：所以你也不會想說股權如果比較多，未來的成果或賺錢可以拿比較多？
- 受訪者：不會，其實當時每次增資股權比例調整或分配我都只知道數字有改變簽名而已，但我連改變多少也沒有概念。所以可能又是溝通的問題。其實在乎的點是股東好像什麼都不願意給。
- 訪問者：所以你可以接受任何形式的報酬，只要股東有誠意，而不是股份多少的問題？
- 受訪者：我覺得是，就算股東說一個月能拿五千塊的產品都很好，或換成任何形式的福利報酬都可以。況且我們也不是半年、一年或三年就能爆發性成長的公司。
- 訪問者：（介紹股權報酬設計重要性的文獻資料）我當初一直以為爭執點在股權，因為我們都有認知公司還沒賺錢，額外的報酬最直接的就是股權。
- 受訪者：我覺得那時候股東也很開放不太干涉我們，但或許是大家背景不同，所以不了解我們在做什麼，也以為我們做的沒有為公司帶來價值。
- 訪問者：所以也是缺乏溝通，股東不了解我們做了什麼事情、或是這些事情很難達成。每週跟我們開會的那位股東就會比較了解，但其他股東可能久久才跟大家開會一次，要到兩三個月才知道公司推進什麼、中間克服了哪些問題，比較難感受到我們的價值。
- 受訪者：所以我後來想想真正的問題不是股權，而是一開始組成的人。

（二）. 股權報酬設計的標準

- 訪問者：（介紹股權設計標準的文獻資料）所以你怎麼看這四項標準，先來討論過去貢獻的部分？你怎麼看報酬？

- 受訪者：我們那時候是先想、先設計品牌產品，覺得有意思才出來做，所以給多少我覺得就是看個感覺，不要給到很難看我都還好。
- 訪問者：當初你有考量機會成本嗎？比如研究所畢業後可以去哪邊？
- 受訪者：我只覺得那時候碩士畢業如果完全沒有支薪就不合理，最少就一定要支薪。也了解公司還沒轉虧為盈，而且創業之初大家就是省錢共體時艱的感覺，就算真的只給我兩萬我也不會說什麼。
- 訪問者：你覺得股權設計沒有很重要，也不是股權報酬不公而不滿，而是因為價值沒有被肯定，能接受任何形式的報酬。但你會偏好拿股權嗎？
- 受訪者：應該是有比沒有好的概念。

(三). 股權報酬分配機制

- 訪問者：（介紹股權分配時機文獻資料、早晚分配的優缺點，並詢問受訪者想法）
- 受訪者：題外話，之前在開新公司時有跟家人討論多少股份要出多少錢，我爸建議一開始成立公司錢多準備一點當作緩衝，可以做大做小因應變化，不然每輪增資出多少錢、股權調整可能都會造成爭執。
- 訪問者：一次到位當然最好，有比較多資金能規劃運用；也不會一直去變動股權。
- 受訪者：當初公司可能就是丟進來的錢太少，沒有去調查或規劃一般業界做起來要花多少，導致後來花錢也花得很小心。
- 訪問者：（介紹股權平均分配文獻資料）我在訪問股東時有問到如果大家都有辦法拿一樣的錢出來，會刻意讓誰當主事者出多一點嗎，但他說他那時候也沒有想這麼多。我想創業是一個學習的過程，儘管他一直在做創投，我們當時大家都是覺得先做再說。
- 受訪者：他在這個公司也蠻像創投的角色做個股東。
- 訪問者：是啊，大家都是從中學習，股東A做創投可能比較多從外部看，又常是做基金投基金，不會看到那麼細或參與新創發展的過程，所以當初的創業也是學習的過程。
- 受訪者：所以他到最後可能也不知道為什麼做不起來？

- 訪問者：我想做不起來有很多原因，不一定是來自內部團隊，可能來自市場、環境等，不過我的論文倒不是探討公司做不做的起來。
- （介紹股權分配的正式性、動態與靜態與Vesting文獻資料）妳覺得當時自己的付出有出現變化嗎？或是否有感受認同文獻中提到的變化？
- 受訪者：其實回想起來儘管過去有些事很難、或當天有碰到什麼事，但氣一氣還是會忘了繼續工作；我也沒有覺得自己特別有偷懶的時候。但有隨著時間累積，自己覺得自己的付出不等同被肯定。
- 訪問者：所以到後面你付出意願有稍微低一點嗎？
- 受訪者：我覺得沒有，但累積的是對股東更不理解與更加不確定。我不會不滿，因為畢竟也不了解他們的想法。
- 訪問者：所以如果大家有在溝通上做改進會好很多？
- 受訪者：會希望如果股東能更了解我們做了哪些事與帶來的價值。
- 訪問者：剛剛提到這些設計機制上，比較認同的是哪幾個？像早晚分配對你來說可能沒有影響？
- 受訪者：恩，而且這個個案公司早晚的差異不大，所以早晚分配沒什麼影響。
- 訪問者：那你覺得動態的分配呢？
- 受訪者：例如說我們做到某些里程碑如進了哪些通路，股東可以多少加薪或怎樣都好，或考慮雇人分攤工作等。
- 訪問者：但我覺得那時候有很多因素，還有錢可能也不夠。
- 受訪者：我覺得事情不能這樣看，不能看我們沒錢，而是丟了錢能換到什麼東西。

（四）. 個案回顧與改進

- 訪問者：所以現在我們都看完了，從新創報酬、股權報酬重要性、股權設計標準到一些設計的機制，我們再回頭檢視個案時，妳覺得在股權報酬有哪些可以改進的地方？
- 受訪者：我覺得是股東可能可以多給出一點誠意。
- 訪問者：是指股權的部分嗎？另外你會想要投錢進來公司嗎？

- 受訪者：如果你們有要求我會；但以一個外人的感覺來講，你們沒有要求我不會。因為我一直認為你們是親戚，這個公司好像要經營成家族企業。可能溝通方式也有影響，因為信件來往、討論正事我也沒有參與，我會覺得我沒有講話的餘地。
- 訪問者：所以妳是覺得沒有獲得尊重與報酬。
- 受訪者：我覺得這件事背後的原因可能是你們都是親戚。原本覺得自己不算太外人，畢竟我覺得自己貢獻很多、也盡量都從經營者的角度看事情。但時間久了就更確定你們把我當外人。
- 訪問者：如果配股或讓妳認股會覺得比較好嗎？
- 受訪者：我覺得可以，但還不如辦幾個聚會。我覺得缺乏團隊的向心力與溝通，我不覺得我被算在裡面。
- 訪問者：如果我們無論配股、認股，或是透過里程碑機制讓妳最後股份達到跟大家一樣多呢？
- 受訪者：如果我今天稍微有些股權而不是這麼懸殊，股東可能就需要聽我的意見。但今天如果股份太少，我自己就會覺得不應該講話。當然也還包括你們之間是親戚，所以會自認自己只是個員工。
- 訪問者：所以要讓你有成為公司一份子的方法是把你的股權提高？
- 受訪者：我覺得是大家有向心力的感覺，我可能沒有股權但可以感覺到大家有沒有把我說的話當一回事。
- 訪問者：所以貫徹從頭到尾讓妳比較不滿的原因就是妳感覺不是公司的一份子。所以可能可以透過兩個方式解決，一是大家做好溝通，另一是把股權拉高。
- 受訪者：股權我覺得還好，但我覺得如果我們達成重大里程碑時股東可以表現誠意，例如股權調整個半%也好。像如果拿第三個執行成員來說，他應該更感覺他是外人（非全職、專案式合作，平時不會一起開會）。
- 訪問者：所以就是要讓你們參與度提高，畢竟當初大家也不是圖實質的報酬，而是追求心裡理想上的報酬。
- 最後這邊是我提的建議跟想法，第一個是我們缺乏詳細的計畫，我們只是想把品牌產品做出來賣，不在乎市場、需要花多少錢、每年達到什麼目標等，有個規劃拆

下來就會有目標、里程碑或財務預測等。所以股權也沒辦法規劃，或做彈性的設計，很多事情都是蠻隨意的過程。最後就是溝通不足，尤其是站在妳的角度無論是股權上、有沒有被重視或是付出的價值，最後這部分妳可能覺得佔蠻大的。

- 受訪者：可能不像一個公司吧。另外一開始想做這件事的人，他原本只有這些資金、只能請三個人，可能就不用做品牌，做代理販售就好了；或是我們執行的人設計品牌可以外包、配方產品全部都交給代工廠就好了。
- 訪問者：對啊，那時候我們比較為了理想在做這件事，不像在做生意、賺錢，而是像在學校時做設計或專案的心態。當然也包括很多事情沒有溝通好，很多事情也都不懂，只想著做產品、品牌。妳覺得除了溝通還有其他要改進的嗎？
- 受訪者：我覺得是團隊默契的問題，這點比較重要。我是蠻好打發的人，只要在每個里程碑有點激勵就好。

三. 受訪外部創投

由論文指導教授陳嫻如老師介紹之城大財經所學姊，目前在創投擔任投資經理，負責生技領域的募資與投資。該創投旗下目前有兩隻基金，主投生技、IT與物聯網領域，管理資金規模達新台幣一百多億。並設有創業孵化輔導服務，投資、輔導與培育國內新創公司與人才。本次訪談以外部創投、投資人角度回饋個案意見與想法，其訪談內容整理如下：

(一). 員工溢酬與股權報酬設計的重要性

- 訪問者：（介紹個案狀況與新創公司員工溢酬文獻資料）請問你們在看新創公司會感覺到他們需要付比較高的報酬嗎？
- 受訪者：我們確實這麼認為，而且我們很在意管理團隊的股權。假設這家新創公司是第一次引入創投資金，我們會去檢視公司的股權狀況。首先會了解這個技術從哪裡來，技術的IP是否屬於公司還是個人，若掛在個人一但他走了技術也沒了。再來會看創始團隊內每個人是否都有不同功能，大家的功能應該要互補，而不是兩個人做一樣的事、有些功能是缺的。
- 訪問者：但是否很容易大家是相同背景一起出來做，例如同一個實驗室一起做研究再跳出來做？

- 受訪者：如果是背景太類似，我們會先了解這兩個人工作間有無衝突。另外是這個團隊是否能接受別人的建議，我們也會看能不能拿到董事會的席次，我們會嘗試給公司各種建議，想辦法去影響這間公司但不是要掌控他。譬如新藥研發階段，公司缺了哪些人才，有經驗的團隊就會希望創投那給予這些資源。所以我們會幫他找對的人，而且是能合作的，這件事不容易。
- 無論是生技或非生技，我們創投都很看重團隊。因為創投錢給出去後，無法時時刻刻待在公司內部，如果這個團隊感覺怪怪的，我們就絕不會投。如果團隊是好的但技術有風險，我們還是傾向會投，因為就算換個題目這個團隊還是可以繼續。因次我們也會看團隊的持股比例，尤其是創使人（發起人）持股比例太低是不能接受的事情，我們會覺得激勵誘因不足。
- 訪問者：這個狀況會常見嗎？因為創辦人是否一般也想主事，他會想辦法讓自己持股比例高點？
- 受訪者：所以要看公司在哪個階段，如果是一開始還沒有創投進入，創辦人持股比例應該是高的。以生技公司為例，剛開始可能跟親朋好友投入了兩千萬做到動物實驗，開始要引入創投資金。但因為生技產業特性，如果創辦人拿出來的錢只有七、八百萬佔不到50%，那後續稀釋完會剩下很少股份。所以我覺得拿生技產業很適合講你們的個案，因為它需要很多錢，而且大部分的錢都不是創始人拿得出來的。但我們為了給創始人激勵，會發給他們ESOP（Employee Stock Ownership Plan 員工持股計劃）。假設開始階段他們拿出來的錢不多，我們也會合理懷疑這個東西沒那麼好，當然創始人可能拿不出那麼多，但如果個人財富不夠也代表可能太年輕，太年輕做生技產業經驗不夠也不適合，跟高科技產業不同，生技一般需要在大藥廠十幾年的工作經驗。另外如果一開始投入不多，之後都是燒別人的錢，風險都在別人身上，就會非常奇怪。
- 訪問者：這是否也很難拿捏？因為要燒很多錢加上估值太高，後續資金也很難進來。
- 受訪者：對，所以我們不會給很高的估值，但估值不高時創始團隊的股權又會被稀釋的很低。

- 訪問者：所以對你們來說股權多少比例以下就是太低？
- 受訪者：如果進去前只佔10%以下；因為生技投資金額都很大，進去後降到2至3%都很正常。
- 訪問者：（介紹股權報酬設計重要性的文獻資料，並詢問受訪者想法）
- 受訪者：股權報酬設計的確會影響公司估值，像美國公司很常會保留一堆里程碑的ESOP，要達到特定條件才會發股權或是給予認購，所以一般會保留20%的股權做發放，但因為會不會給出去不確定，我們也會看他保留的部分是否會稀釋每股價值。

(二). 股權報酬設計的標準

- 受訪者：（介紹股權設計標準中「過去貢獻」的文獻資料）你們一般在看會希望創始團隊多少拿出一點錢嗎？
- 訪問者：是還好，其實他們有股權但沒有拿出錢是沒有關係的。
- 受訪者：但你們會覺得團隊不拿出錢比較沒有commitment嗎？
- 訪問者：對，你們公司做芳療的我不太熟無法評論，但假設是生技公司的創始人。技術來源在他身上、他同時也出錢，但其他人都是他找來的也沒有入股，我們就會認為其他人是隨時可以被替換掉的。假設創始員工覺得公司很好應該要出錢。
- 受訪者：但相對公司應該也要給創始員工機會認股？
- 訪問者：一定要給他們機會認股，如果他們是創始員工應該要可以用很便宜的價格認股，我們其他人才是用比較昂貴的價格。
- 受訪者：（介紹股權設計標準中「機會成本」的文獻資料，並詢問受訪者想法）
- 訪問者：我沒有覺得創始員工薪資會高於外面，以創投來看反而是會低了一些，但會拿到滿手的股票，若是薪資與股票加起來確實是比較高。
- 受訪者：（介紹股權設計標準中「未來貢獻」、「動機與偏好」的文獻資料，並詢問受訪者想法）
- 訪問者：其實創始員工還是本薪會少一點，大部分是偏好給他們多一點股權，並會設定里程碑，讓他們努力地去達到之後才能行使認股權。我們會設計一連串的條件，但這些條件不會說無法達成。有些條件是當初募資就說會達成，舉例說要把p

hase 1做完，那我們就會設計之前要達成哪些里程碑，例如第一個收案的病人、第一個分析出來證明安全的病人或是phase 1 正面結果出來時等，並再依里程碑重要性分配對應大小的股權。

- 受訪者：這些都會寫成正式合約嗎？
- 訪問者：會，而且都會在董事會的議事錄裡。
- 受訪者：因為這些都可能涉及法律上的正式文件或公司登記的變更，一般小公司是否不會有那麼多錢或時間去做這些事？
- 訪問者：要引進創投時也應該要到這階段了，因為創投跟天使投資人不一樣，如果公司認為沒有心力去做額外的事，包括引進創投後會要求財務報表經過財簽、每份合約需要有律師對應的窗口，這些費用就是必須在那邊。一開始公司可能跟親朋好友、天使投資人募資，再來才是創投，創投又分好幾輪，最後才是PE Fund。如果連合約都沒有辦法委任外部律師時，他們可能還在找天使投資人的階段，這階段的投資人一般不會做深入的盡責調查或有完整的合約。
- 受訪者：所以創投都有習慣配合的律師嗎？如果這一輪有很多創投進來也各自會堅持用自己的律師嗎？
- 訪問者：我們創投都有自己配合的律師，公司那邊也會有，雙方律師會對應。如果試這輪有很多投資人通常會有個領投者，他們的律師會出文件，其他創投就用這份文件跟投。領投人一定做最多事，包括盡責調查也是，創投大家都會看著彼此，雖然各自會做簡單的調查，但一般是仰賴領投人。各家創投律師會審閱領投人出的正式文件，但需求都是跟領投人溝通，領投人再對接新創公司。
- 受訪者：如果好的項目大家會搶著當領投人嗎？
- 訪問者：當領投人其實很累。如果真的好案子，公司會選最有幫助的投資人，這又是不同方向了。投資人每個屬性不一樣，新創會喜歡對公司有幫助的，譬如在產業上能帶來一些生意等等。

(三). 股權報酬分配機制

- 訪問者：（介紹股權分配時機文獻資料、早晚分配的優缺點）你們在看股權早晚分配會有什麼影響嗎？因為一般找創投股權報酬都已經設計好了？

- 受訪者：如果還沒有我們會做建議，有些公司對這塊不清楚，甚至會希望我們當發起人（雖然我們不能當發起人），但我們會針對股權報酬與結構給予建議。
- 訪問者：（介紹股權平均分配文獻資料）你們會排斥所有的創辦人拿一樣的股份嗎？
- 受訪者：不會，公司自己決定分配好就好。
- 訪問者：可是不會擔心做決定時沒有辦法決定或有衝突嗎？
- 受訪者：那這就要到董事會上面，假設董事會有五董，五個創辦人都平均拿20%股份也各自在董事會佔一席，但五個董事總是要多數決通過。
- 訪問者：（介紹股權分配的正式性、動態與靜態與Vesting文獻資料）在Vesting里程碑設計時，時間基礎相比里程碑基礎用得多嗎？
- 受訪者：會，但一般會與里程碑相呼應，我們會去算達到某個里程碑要花多久時間，再在大的里程碑中間安排許多小的里程碑讓團隊有成就感，這些里程碑會基於時間。例如這些事情別間公司可能做三個月，我們會設定四個月內完成就算有達成，但如果比較嚴格的創投就會設定三個月。
- 訪問者：那如果這個里程碑比較晚達到你還會發給他嗎？
- 受訪者：那就不會發給他，是時間與里程碑雙重觸發。因為認股權的協議是附在公司董事會議事錄，董事會通常會有員工代表（如果員工進不了董事會代表股權也太少了），員工如果覺得達不到應該在第一次董事會就反應提出。
- 訪問者：但也看怎麼寫嗎？是否會單純只有里程碑不壓時間？
- 受訪者：一般不會。
- 訪問者：所以一般除了設計ESOP依里程碑給予團隊配股或認股權，還有其他常用的股權報酬設計機制嗎？
- 受訪者：一般就這兩個，有可能還會兩個結合。例如設定里程碑但讓員工用很少的價錢認；或不用達到里程碑但達到某個時間點就可以認購，但這種一般價錢會比較高，會跟Fair Value（最近一輪募資價格）一致。員工認股是一個最好的指標，因為他們每天待在公司裡，如果員工願意進去認代表對公司有信心。另外因為配股或認股會稀釋股份，一般不會只設定時間里程碑，這些ESOP都是創投的成本。

- 訪問者：你們會很在乎創始員工的退出機制嗎？例如員工可能會因為某些因素離開，如果還是佔大股會希望他們退出時降低股權比例嗎？
- 受訪者：不會，但這要看他們拿什麼股份，如果他是拿普通股，在一開始大家最艱難時投入貢獻佔了大股這是沒辦法改變的。但如果是ESOP就可以，可以在合約內註明如果拿到股權後多久時間離職就會失效，這些股份就會留回期權池。

(四). 個案回顧與改進

- 訪問者：針對個案公司有什麼想法建議嗎？
- 受訪者：公司治理設計可以加強，股權（股東）與經營團隊（董事會）是分開的。董事會組成是看股東投票決定，如果股權比例一開始不太對勁，就應該要求例如在三席董事會裡佔一席，三分之一雖看似沒有談判權，但至少可以代表執行團隊提出一些決議，或有些拒絕權。但站在股東立場他們也是對的，如果一開始都沒談好報酬就找了其他創始員工進來，就算報酬水準低於其他工作也是他們自己願意加入的，因為一開始就沒有承諾給予任何股權報酬，所以股東會認定他們能接受該報酬而加入，中間有溝通不良問題也不在股東身上；反觀如果覺得報酬很低找不到人才加入一開始就要跟股東談，包括公司風險很高沒有人願意加入、他們需要調高薪資水準，或是考慮股權報酬怎麼規劃配發等。
- 訪問者：所以應該說報酬、股權一開始就要講清楚。
- 受訪者：對，這件事就是這樣，如果一開始沒有談定，無論中間公司是否有做成功都會失敗，造成雙輸。
- 訪問者：那你們現在看到的新創公司有意識到要重視這件事嗎？
- 受訪者：也許沒有。新創公司來找我們主要是缺錢，但如果我們對股權結構有疑慮，或股權報酬設計對創始團隊沒有激勵效果，我們就會對他們建議。若團隊不接受建議我們可以不要投，新創團隊會考量是否依我們建議做調整。
- 訪問者：我自己整理完文獻與回顧後，主要一是覺得執行團隊當初不像在創業、開公司，而是用在學校的思維做一個理想的專案。沒有完善的商業計畫、資金會用到什麼時候、里程碑也沒有設定，而是邊走邊看。而商業計畫出來才能做完整的規劃，包括做股權的設計。二是因為沒有計畫，也缺乏完整思考後的溝通。

- 受訪者：可能是因為執行團隊都沒有經驗，大家都剛大學畢業出來，都是相同背景，沒有財務領域的成員，只想著把東西出來就可以共享成果。所以其實我們在看一間公司時，如果創辦團隊都是技術背景為主，我們就會看創辦人是有足夠經歷，例如在一間公司做到副總，雖然不懂財務但很多事情都有經歷或聽過，遇到問題時知道可以找誰；若不是，我們會建議去找個不同背景的人一起組成團隊。
- 訪問者：是，如果重來一次可能不一樣。再來是股權沒有因應公司可能的變化做彈性的設計。所以最後想問創投一般在看新創時會在意或希望公司有期權池的設計嗎？
- 受訪者：如果公司團隊本身已經持股過高，或里程碑都差不多已達成，我們就不會再去設計ESOP。



參考文獻

1. 資誠聯合會計師事務所、財團法人台灣經濟研究院、社團法人中華民國全國中小企業總會、社團法人中華民國全國青年創業總會、行政院新創基地（2018）。2018台灣新創生態大調查。
2. 杨婫, 贺小剛, 朱丽娜, 王博霖. 垂直薪酬差距与新创企业的创新精神（2017）。财经研究, 43(7): 32-44, 69。
3. Noam Wasserman (2012). *The Founder's Dilemmas: Anticipating and Avoiding the Pitfalls That Can Sink a Startup*. Princeton University Press.
4. Jiayi Bao, Andy Wu (2017). *Equality and Equity in Compensation*. Harvard Business School, Working Paper 17-093.
5. Arbaugh, Ben; Cox, Larry W.; and Camp, S. Michael (2004). *Employee Equity, Incentive Compensation, and Growth in Entrepreneurial Firms*. *New England Journal of Entrepreneurship*: Vol. 7 : No. 1 , Article 5.
6. Kagan, Evgeny and Lovejoy, William S. and Leider, Stephen (2017). *Designing Incentives in Startup Teams: Form and Timing of Equity Contracting*. Ross School of Business Paper No. 1372.
7. Kim, J. Daniel (2018). *Is there a startup wage premium? Evidence from MIT graduates*. *Research Policy*, Elsevier, vol. 47(3), pages 637-649.
8. Fackler, Daniel; Fuchs, Michaela; Holscher, Lisa; Schnabel, Claus (2018). *Do Startups Provide Employment Opportunities for Disadvantaged Workers?*, IZA Discussion Papers, No. 11556, Institute of Labor Economics (IZA), Bonn
9. Burton, M. D., M. S. Dahl, and O. Sorenson (2016). *Do Startups Create Good Jobs?* Working paper, Cornell University.
10. Burton, M. D., M. S. Dahl, and O. Sorenson. 2016. *Do Startups Create Good Jobs?* Working paper, Cornell University.