國立政治大學科技管理與智慧財產研究所

碩士學位論文

創投與新創之間的價值共創

Value co-creation between venture capital and startup

國立政治大學
National Chengchi University

指導教授：鄭至甫 博士

研究生：張容嘉 撰

中 華 民 國 110 年 6 月

DOI:10.6814/NCCU202101337

謝辭

能就讀政大科管智財所，是至今最幸運、最幸福的經歷，這兩年所遭遇的人、事、物以及拓展的視野，都成為未來重要的養分以及心靈上的支柱。而在撰寫論文的過程中也獲得了很多人的協助與支持，然而遺憾撰寫篇幅有限，以此 76 人作為代表，若有未提及之人亦感恩在心中。

最感謝的人莫過於指導教授鄭至甫老師，老師一路帶領著我從學習如何閱讀期刊到尋找自己的論文缺口、擬定題目、撰寫每個章節的架構...，甚至是訪談對象的找尋，都給了我極大的建議與不分早晚的陪伴支持，撰寫過程也給予我許多耐心和獨立思考的空間，讓我得以感受撰寫論文的樂趣。感謝兩位口試委員黃國峯教授和李慶芳教授給予論文修改的建議以及肯定，協助我突破自身撰寫的框架進入另一個層次。也非常謝謝兩位匿名的受訪者，沒有你們的協助一定讓這篇論文黯然失色，還要謝謝 Ashley 願意在找尋受訪者時提供協助，讓當時的我看到一道曙光。也感謝所辦翠娥姐、秋玲姊、鈺婷和宛蓉助教在口試當天和過往行政上的協助。

在此特別感謝吳思華老師在碩二上時同意讓我旁聽博士班的課，替我打開了學術的視野，也在這堂課中讓我認識親切又可愛的博士班學長姊和同學，感謝文倩學姊、佩純學姊、國卿學長、頌全學長、婷萱學姊在論文初期時給予很多撰寫的建議以及實務上的經驗，是我撰寫論文時非常重要的靈感來源。也謝謝姵吟、婉如於本課程的陪伴和支持。

再感謝張瑜倩老師提前在碩二暑假的周末撥空開「研究方法」這堂課，讓我的心裡踏實很多，也從老師身上學到很多關於論文撰寫的方法與架構，甚至在後續論文撰寫時，與蕭瑞麟老師皆協助我突破苦思的迴圈，而宋皇志老師、吳豐祥老師、柯玉佳老師、許牧彥老師也時常在巧遇時給予關心，謝謝所有老師兩年的栽培。

另外，感謝一中學長在碩一時，給予論文撰寫上的訓練以及思考脈絡，協助奠基在撰寫時的基礎，還有感謝實習的主管震華組長一直很關心我，甚至在口試前夕，協助我取得證明而得以口試。也謝謝考研究所時認識的謝京叡老師，老師的精神一直是我遇到困難時的砥礪與典範。

DOI:10.6814/NCCU202101337

再來就是科智所的學長姐，特別感謝 Ben(炳曄)學長不論是在所 K，甚至畢業工作後，都給予我很多論文撰寫的建議，建勛學長則是將心路歷程撰寫成文章讓我提早準備，夏寧、政憲、品傑、妧裹、婕妤、代航、淑媛、棓斤學長姊們也在我迷茫時曾拉了我一把。

而我最愛的鄭門好夥伴以及朋友們陪伴我度過艱苦以及低潮的日子，甚至給了我很多實質建議以及心靈支柱，感謝文瑜、阿馨、Jenny(家筠)、羅皓、弋渲，以及蓁蓁、阿群、蕭蕭、品雯子、琪琪、婉錡、吟瑜、睿哲、阿芝、阿晴、心瑜、阿樺、威儀，沒有你們我過不了這關，所有的回憶我都記在心裡(抱歉寫太細的話謝辭會寫不下，不然我真想寫個五頁)。還要謝謝兩年中其他朋友翰翰、簡簡、家銘、楷晉、小聿、昱霖、慈媽、語庭、小安、家禎、潔生、政浩、育萱、阿茹的鼓勵與陪伴。

最後，感謝最愛的父母以及妹妹阿甄，支持我讀書以及在論文撰寫上的諸多建議與實質幫助，不但出錢又出力，還有一直很關心我的奶奶和阿嬤、在天上的爺爺跟阿公，您們是我最大的靠山。

撰寫過程中有三個省思，也在此作紀錄。一、寫論文就像人生一樣，每個人都在自己的時區裡，快慢不一定是好是壞，但一定要有目標並努力邁進。二、很多時候真的不要想太多，做就對了！只有真正動手做才知道結果如何，才知道適不適合自己。三、寫論文時會發現自己生活上的優點與缺點，是一個正視與反思自己的好時機，也能藉此機會修正平時不好的習慣與盲點。

謝謝自己的努力，讓兩年的時光充實而不悔，期許自己未來能有機會回饋社會，幫助更多需要協助的人們，持續努力、進步，邁向人生的每一階段。

張容嘉　謹誌於國立政治大學商學院

科技管理與智慧財產研究所

中華民國 110 年（西元 2021 年）

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

中文摘要

創業投資公司透過將資金投入未上市新創企業，提供其資金、資源、人脈並進行投資後管理，甚至協助其進行上市或併購，期望新創能高速成長以收回高額報酬。與其他資金籌措方式相比，創業投資人的參與具有時限長，較能陪伴新創成長等特點，因此實務上創投與新創間的關係，可說是長時間的「魚水共生」、「共生共榮」。然而關於其互動關係的理論研究卻多認為彼此間僅為了各自利益，最常見的便是利用「代理理論」、「賽局理論」等研究來討論創投與新創間互動關係之影響，這樣的理論與實務間之差距，成為本研究主要的思考點。本研究認為可解釋其雙方間的關係為：雖追求各自利益，但卻於投資後活動階段，藉由合作與互動協助彼此創造價值、達到目標，甚至進一步創造第三方（如：利害關係人、社會、產業）之價值，並期望這樣的互動關係可以用「價值共創理論」之架構進行解釋。本研究試圖解釋「創投與新創之間是利用何種互動方式達到共創價值？」的主要研究問題，利用探索性個案研究法、對偶分析以及滾雪球抽樣三種研究類型，並進行半結構式訪談，從受訪者間的合作，延伸至整體產業的互動。同時亦針對論文進行研究命題、研究貢獻與意涵、研究限制、未來建議之闡述。最終得到以下三項研究發現：(1) 雙方的價值共創關係為：為了同一目標在遵循一定的體制下，站在彼此的立場互相著想，盡力做出想法與資源的互換，期間所造就的價值，將成為未來各階段長期合作中，重要的經驗以及養分；(2) 創投與新創間的互動，可以藉由 Ramaswamy 提出之價值共創理論兩大架構內的八大元素解釋，而藉由這樣的互動模式可以進一步創造出期待的價值；(3) 在互動過程中，可以歸納出七個共同重視的因素，並不是每一要素都需要達成，但若都達到則可以越緊密、越融洽。

關鍵字：創投、新創、互動過程、價值共創

DOI:10.6814/NCCU202101337

Abstract

Venture capital invests funds in unlisted startups, provides them with funds, resources, and post-investment management, and even assists them in IPO or mergers and acquisitions, hoping that startups can develop rapidly to recover high returns. Compared with other fundraising methods, venture capitalists involve long-time participation and are more able to accompany the growth of new ventures. Therefore, the relationship between venture capital and new ventures can be regarded as "co-existence" in practice. However, most theoretical studies on their interactions believe that they only interact for their benefit. Most common research includes agency theory, game theory. They discussed the impact of the interactive relationship between venture capital and new ventures. The gap between practices has become the main thinking point of this research. This study believes that their relationship can interpret as: although they are pursuing their profit, they assist each other to co-create value and achieve goals through cooperation in the post-investment activity stage, even further create value to third parties (such as stakeholders, society, industry)and hope that this interactive relationship can explain by the framework of the theory of value co-creation. This research attempts to explain the main research question of "What kind of interaction is a venture capital and new ventures to achieve co-creating value?" Using the explanatory case study method, dual analysis, snowball sampling, and conduct semi-structured interviews. Extend from the cooperation between interviewees to the interaction of the whole industry. At the same time, the research topic, research contribution and meaning, research limitations, and future suggestions explain in the thesis. Finally, there are three research findings: (a) The value co-creation relationship between the two parties is: for the same goal, under a given system, stand on each other standpoints, try to make the exchange of opinions and resources. The values created

DOI:10.6814/NCCU202101337

during the period will become the prime experience and nutrients in the long-term future cooperation; (b) The interaction between venture capital and new ventures can explain by the eight elements in the two frameworks of the value co-creation theory proposed by Ramaswamy, and this interaction mode can further create expected value; (c) In the interaction process, there have seven factors of common concerns that can summarize. Not all elements need to arrive, but the closer and more harmonious they can be if they are all achieved.

國立政治大學
National Chengchi University

Keywords：Venture capital, Startup, Entrepreneur, Interact, Value co-creation

DOI:10.6814/NCCU202101337

目錄

第一章 緒論.....1
第一節 研究背景.....1
第二節 研究動機與目的.....3
一、 研究動機.....3
二、 研究目的與問題.....4
第三節 研究流程與章節結構.....5
一、 研究流程.....5
二、 章節結構.....6
第二章 文獻探討.....7
第一節 價值與價值共創.....7
一、 利害關係人與價值.....7
二、 價值共創理論發展與定義.....9
三、 價值共創演變比較.....12
四、 價值共創架構.....15
第二節 創投與新創的價值評估.....20
一、 新創企業生命週期.....20
二、 創業投資評估程序與過程.....22
三、 創投參與的價值.....25
第三節 創投與新創間的關係探討.....27
一、 創投與新創互動之正向關係.....27
二、 創投與新創互動之中立或負向關係.....28
三、 創投與新創互動之其它關係.....29
第三章 研究方法.....33
第一節 研究架構.....33

DOI:10.6814/NCCU202101337

第二節 研究方法.....34
一、 研究類型與抽樣方式.....34
二、 研究資料處理.....36
三、 研究對象與研究歷程.....40
第三節 研究信效度驗證.....42
一、 資料信度.....42
二、 資料效度.....42
第四章 研究分析.....45
第一節 個案簡介與產業背景.....45
一、 新創 A.....45
二、 創投 B.....45
三、 產業概況.....46
第二節 創投與新創互動前.....47
一、 需求期待.....47
二、 問題、目標擬定.....49
三、 網絡關係.....51
第三節 創投與新創互動過程.....53
一、 參與平台.....54
二、 資源獲取.....55
三、 互動（溝通）.....57
四、 互動（取用）.....61
五、 互動（風險評估）.....63
六、 互動（透明）.....65
七、 體驗思維.....67
第四節 創投與新創互動後.....69

DOI:10.6814/NCCU202101337

一、　關係階段認定.....69
二、　價值與效益.....70
第五節 個案分析小結.....74
第五章 研究結論與建議.....79
第一節 研究發現與結論.....79
第二節 研究結果討論.....85
第三節 研究貢獻與意涵.....88
第四節 研究限制.....90
第五節 未來建議.....91
參考文獻.....92
一、　中文文獻.....92
二、　英文文獻.....93
附錄一 訪談大綱.....99

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

表目錄

表 1- 1 資金獲取管道特點 2
表 2- 1 為利害關係人創造價值之分類 8
表 2- 2 價值共創相關文獻彙整 10
表 2- 3 傳統與共創企業中顧客關係比較 12
表 2- 4 價值創造過程之演變 14
表 2- 5 共創價值四原則 16
表 2- 6 價值共創 DART 四要件 17
表 2- 7 新事業發展階段 21
表 2- 8 創投參與經營的價值 25
表 2- 9 創投與新創間的正向關係 27
表 2- 10 創投與新創間的中立與負向關係 28
表 2- 11 創投與新創間的其他關係 30
表 3- 1 資料分析步驟 38
表 3- 2 對偶關係評量 39
表 3- 3 訪談對象 41
表 3- 4 研究品質威脅因素 42
表 4- 1 需求期待 49
表 4- 2 問題與目標 51
表 4- 3 新創 A 的利害關係人網絡 52
表 4- 4 雙方利害關係人 53
表 4- 5 雙方參與平台 55
表 4- 6 雙方資源獲取 56
表 4- 7 雙方溝通模式 61
表 4- 8 雙方各自取用 63

DOI:10.6814/NCCU202101337

表 4- 9 雙方各自風險評估 65
表 4- 10 雙方各自透明程度 66
表 4- 11 雙方各自體驗思維 68
表 4- 12 雙方對於關係之認定 70
表 4- 13 雙方獲取之價值與效益 73
表 4- 14 個案互動前之特性歸納整理 74
表 4- 15 個案互動過程之特性歸納整理 75
表 4- 16 個案互動後之特性歸納整理 77
表 4- 17 互動前中後之比較 78
表 5- 1 藉由互動過程造就之新意涵 82
表 5- 2 實踐創投與新創價值共創的七要素 83

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

圖目錄

圖 1- 1 研究流程 5

圖 2- 1 價值共創架構 15

圖 2- 2 價值共創原則架構 16

圖 3- 1 研究架構 33

圖 3- 2 範本式分析方式 37

圖 3- 3 訪談資料分析工具 38

圖 5- 1 七要素關係光譜 84

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

第一章 緒論

第一節 研究背景

創業投資（Venture Capital）有別於天使投資人（Angel Investor）以及群眾募資（Crowd Funding），是一種專門將資金投入未上市新創企業的投資機構，機構中的人員是對於特定產業、財務、技術有一定了解的專家組合而成，運用專業知識及能力找尋適合的投資標的，並提供投資資金、資源、人脈進行投資後管理，甚至協助其進行上市或併購，期望新創能有高速成長的機會以收回高額報酬。然而創業並非容易，故進行創業投資仍被視為一種高風險、投入成本高且歷程長的經營模式。

1982 年，政府為了促進台灣產業發展，委派當時的政務委員李國鼎先生，至美國考察經濟發展，他發現 Venture Capital 對於利用資金促進新興產業發展有極大的益處，尤其高科技產業以及新創公司更是對它有很大的仰賴，因此回台後便積極推動。而在美國，李國鼎先生深感 Venture Capital「助人興業」的本質，即幫助別人成功之餘自己也能賺取利潤，故將其命名為「創業投資」(賴荃賢, 2018)；而於中國大陸則因其為一種高風險的投資行業，故亦有「風險投資」之稱號。

而在創業的路途上，除了人才、資源等因素外，擁有足夠的資金是極具重要的元素，若資金不足則不論是購買原料、原型（Prototype）開發、或任何經營決策皆會難以達成，然而新創於各個階段獲取資金的方式都有可能不同，在此亦進行天使投資、募資、私募股權、企業風險投資（CVC）間的比較，如表 1-1，藉此了解創業投資對新創的重要性。

DOI:10.6814/NCCU202101337

表 1- 1 資金獲取管道特點

	天使投資	群眾募資	私募股權	企業風險投資
特點	投資於種子期，由家人或朋友進行小規模投資，常作為顧問不參與管理，亦不太要求回報。	要將產品商品化或提出原型，讓投資者(多為一般大眾)進行選購，極可能負擔智財相關風險。	投資於成熟期或企業即將上市前，投資期限短但投資額大，於審查時更為嚴謹，當私募介入後公司可能失去經營權。	為公司的策略目標之一，因此較注重企業自身利益，以進行合作或併購。

資料來源：本研究整理。

由上表可以發現，天使投資專注的時期過早、資金額過小，且家人朋友的人脈有限，在新創團隊擴張時期無法供給過多資源。而於群眾募資平台尋求資金挹注也需擔心商品的智慧財產會搶先被競爭者抄襲，而不利於後續擴張發展；另外也有募得資金過少無法幫助運營的風險，且必須已經有產品原型出爐，倘若原型設立以及訂單製作時便有資金短缺不足之問題，將無法兌現給予投資者（顧客）的承諾。私募股權則過於後期且著重在協助上市（IPO），但新創經營的困難大多在初期至中期便會產生，且私募介入經營管理，常讓新創擔憂股權被稀釋的問題。企業風險投資（CVC）雖然跟創業投資類似，但仍舊有必須配合該公司年度目標或是被併購、沒有決策權之風險。

綜上所述，與其他資金籌措方式相比，創業投資人的參與具有時限長，較能陪伴新創成長、給予資源與人脈、具有專業知識背景可供諮詢等特點，因此實務上創投與新創間的關係，可以說是長時間的「魚水共生」、「共生共榮」。

DOI:10.6814/NCCU202101337

第二節 研究動機與目的

一、研究動機

基於前一節之產業實務，可以了解創投是以助人興業為其本質，然而於學界研究中發現，有許多研究稱創投與新創企業為合作之互利關係，認為創投的加入可以幫助新創企業上市、增加公司績效、幫助組織擴充，甚至可以促使產業的創新(Davila, Foster, & Gupta, 2003; Fredriksen, Olofsson, & Wahlbin, 1997; Hellmann & Puri, 2000; Kortum & Lerner, 2001; 劉松瑜, 2007)；而另一些研究則指出創投與新創的關係無正向影響(Arvanitis & Stucki, 2014; Gompers & Lerner, 2003; Stuck & Weingarten, 2005; van Dijk, Schrevel, van Stormbroek-Burgers, & Blomme, 2014)，這些研究皆不是利用理論進行關係的探究，僅對於關係進行陳述與探討。然而隨著時間推進，出現結合理論的研究卻大多認為，彼此間僅為了各自利益，最常見的便是利用代理理論、賽局理論、囚徒困境理論、心理契約理論等理論討論其雙方互動關係之影響(Amit, Glosten, & Muller, 1990; Cable & Shane, 1997; Elitzur & Gavious, 2003; Parhankangas & Landström, 2004)。

這樣的理論與實務間之差距，成為本研究主要的思考點，是否有任何一個理論能以正向的出發點解釋創投與新創間的互動過程，以提供全新的角度進行討論。在研讀眾多文獻後，本研究認為可以解釋其雙方之間的關係為：雖然追求各自的利益（創投追求高回報、新創則有資金以及資源的需求），但卻於投資後活動階段（Post-Investment Activities），藉由合作與互動協助彼此創造價值、達到目標，甚至於此過程中進一步創造第三方（如：利害關係人、社會、產業）之價值，並發現在這樣的互動關係中，是可以用「價值共創理論」之要素進行解釋，替這個有著眾多利益糾葛的產業中，增添一道象徵價值的色彩。

DOI:10.6814/NCCU202101337

二、研究目的與問題

基於以上的研究背景與動機，本研究試圖解釋「創投與新創之間是利用何種互動過程達到共創價值？」的主要研究問題；同理亦盼回應創投與新創間共生共榮的關係中，若以雙方互助的角度，「要如何做才能為彼此皆創造價值？」之實務問題。

並期望達到以下二個研究目的：

(一)、 檢驗與聯繫創投及新創間之互動模式與價值共創理論的關聯。

(二)、 探尋在創投與新創的互動中，彼此重視的價值與共創方式。

根據以上之目的，延伸出欲回答之問題如下列三項：

(一)、 創投與新創間有何種價值共創關係？

(二)、 雙方以價值共創理論中的何種互動方式達到價值共創？

(三)、 在共創過程中重視的互動因素為何？

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

第三節 研究流程與章節結構

一、研究流程

本研究之流程如圖 1-1，經過閱讀文獻發現研究痛點後，進一步思考研究目的與問題，並不斷查找相關理論文獻修訂研究之核心，確立研究方法與架構後，再經由創投方與新創方之訪談，交叉比對研究痛點並做最終確認，再將訪談逐字稿進行編碼與資料分析，找出研究結果與結論，針對研究進行限制檢討並給予未來建議。

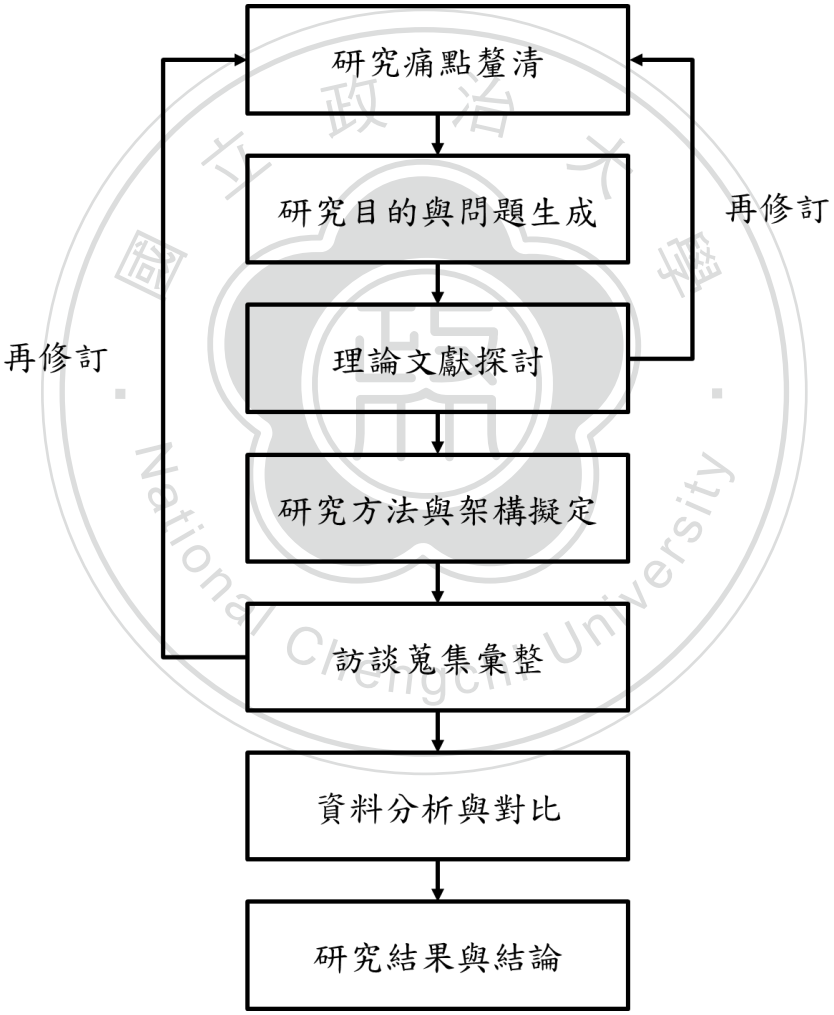

圖 1- 1 研究流程

資料來源：本研究繪製

DOI:10.6814/NCCU202101337

二、章節結構

本論文分為五章，第一章緒論盼能讓讀者瞭解本研究之動機與目的，以及主要探討的研究問題；第二章文獻探討，則是對於價值共創理論，以及創投與新創價值評估方式做進一步的理解，並探尋國內外創投以及新創間互動關係的描述，以尋找研究缺口；第三章研究方法，敘述本研究架構之設定，及使用之抽樣、資料處理方式，讓讀者理解研究者之研究邏輯，釐清如何選擇研究對象、撰寫訪綱、訪談準備，使能遵循此脈絡進行未來相關研究，而信效度驗證則是提供研究的真實程度並確立研究品質；第四章將所蒐集之訪談資料，藉由研究之架構與方法，淬鍊並歸納整理出研究發現，以利讀者更瞭解創投與新創間是「如何價值共創」之過程；第五章則針對前一章節之結果，對應第一章之問題總結研究發現與結論，並探討研究實施過程中發生的限制以及因素，最終給予相關領域研究者未來發展的研究建議。盼藉由以上流程以及章節架構讓讀者清楚理解本研究之思考脈絡，並一同充實此領域的研究。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

第二章 文獻探討

第一節 價值與價值共創

本節盼藉由了解利害關係人所創造出的價值型態，進一步探討從價值創造到價值共創的理論發展，以及比較新型態共創方式與傳統價值創造間的差異，使讀者更能了解它的精神所在，最終深入探究價值共創理論所需的要素，以便作為本研究的理論依據。

一、利害關係人與價值

利害關係人的概念最早是由 Freeman(1984)所提出，其定義為「可影響組織達到目標或受組織目標影響的團體或個人」(Freeman, 2010, p. 46)，但從 1984 年至 2015 年各學者對於「利害關係人」概念之解釋有 885 種(Miles, 2015)，若要針對創投與新創之關係，本研究認為應以學者 Heugens 之定義「企業與利害關係人的關係可被視為一種合約的承諾，因為他們（1）以某種形式的相互協議為基礎；（2）為實現互利或防止某些損害的特定目的；涉及（3）相互認可的合約條款中隱含或明示的未來權利和義務」(Heugens & Van Oosterhout, 2002, p. 388)來作為依據，因為當創投決定投資新創企業後，便會進行談判條件、撰寫投資協議書等形式與非形式約定。

然而，有學者認為企業其實更要關注「所有的」利害關係人，並為他們創造最大的價值，而非僅有股東權益(Argandoña, 2011)；更有學者認為，在企業商業模式中，所有的利益相關者（員工、客戶、供應商和其他合作夥伴）創造的價值，便代表著企業創造的總價值(Zott & Amit, 2007)。但何謂價值（Value）呢？價值在不同領域（會計、金融、經濟、採購物流、行銷）的研究探討中也有非常不同之解釋。學者 Grönroos 認為價值與客戶（用戶）的體驗有關，是藉由「使用」所

DOI:10.6814/NCCU202101337

產生(Grönroos, 2012)，而 Argandoña (2011)則將「為利害關係人創造的價值」分為六類，如下表 2-1 所示。

表 2- 1 為利害關係人創造價值之分類

價值類型	說明
經濟外部價值（經濟價值）	員工之間的合作所創建，可由任一方使用。
無形外部價值	企業所提供，例如：薪資、報酬、職涯晉升、認可（同事、主管）、榮譽稱號、特殊身份、培訓。
心理內在價值	可以替代外部價值，例如：滿意度。
操作學習的內在價值	藉由操作或實際體驗獲得，例如：獲取知識或能力。
超越性價值	屬於道德的一種，由評估學習（考慮他人與個人利益）組成（例如：美德或惡名），無法用任何價值代替。
由正外部性或負外部性組成之價值	藉由關係造成環境損壞、激勵腐敗或是傳播專業知識等。

資料來源：整理自 Argandoña (2011, p. 8)

國立政治大學 National Chengchi University

綜上所述，藉由此分類將更清楚地判定利害關係人間創造、使用、交換何種價值，也有助於往後對於創投以及新創所創造出的價值有所定義。而關於利害關係人之間的價值綜效，則有研究指出可由高階創新管理人員，為兩個或兩個以上利害關係群體進行整合，進而創造新價值。具體而言，管理者可以藉由將多元且新穎的組合進行重新建構與重組，每種組合都由不同的利害關係群體構成，以此方式增加共同效益，達到綜效(Tantalo & Priem, 2016)。

DOI:10.6814/NCCU202101337

二、價值共創理論發展與定義

最初針對價值創造，學者 Normann and Ramirez (1993)提過，成功的企業不僅僅是價值的增加者，更是重新創造價值的角色，甚至會動員共同參與者（供應商、商業夥伴、客戶等）一起創造價值，或是重整這些關係人而重新改造價值（Reinvent Value），由此可見現今的產品與服務中，有越來越多機會可以創造價值，因此價值變得越趨密集，若一個價值就像一顆星星，則密集處便形成像星系一般的價值星系（Value Constellation）。

Ramirez (1999)則認為客戶（用戶）參與價值活動時，不僅是「增加」創造的價值，而是藉由這些可能同時擁有多元互補身分的參與者，參與活動中交換彼此不同的價值，甚至相互重新創造價值，使得企業與客戶在創造價值上是一起協作（Co-Production），而不是位於天秤的兩端。

隨後學者 Prahalad 和 Ramaswamy 在 2004 年提出了價值共創（Value Co-Creation）的概念，他們認為「企業必須改變過去以企業為主體的經營方式，應創造可以讓利害關係人分享他們想法、經驗與價值需求的環境，並透過多方面良好的互動，去創造出真正的企業/顧客/利害關係人之價值」(李明恩, 2012, p. 17)。由此可知，這樣的互動關係已經從傳統的「以企業為中心」轉變為「以顧客為中心」，讓顧客決定所需，再自發性創造、設計、生產並貢獻自身的資源，藉由互動及體驗兩個價值共創的基礎，與企業共同創造價值；而「市場」則像是共同創造體驗的空間或平台，一旦進入這個平台，個體可以選擇並決定體驗與付費的意願以及體驗的模式，決定如何一起對話、定義問題、解決問題、塑造期望與服務體驗，個體間不為取悅對方而付出，但卻又相互依存(Coimbatore K Prahalad & Venkat Ramaswamy, 2004a)。

DOI:10.6814/NCCU202101337

表 2- 2 價值共創相關文獻彙整

作者	年份	對價值共創研究的主要內涵
Storch	1823	指出服務過程需要生產者和顧客之間的合作。
Fuchs V.	1968	指出顧客是生產過程中的合作因子，會對服務業的生產效率產生重要影響。
Wikström	1996	顧客作為資源和共同生產者參與企業生產服務，透過企業和顧客深入互動，進而帶來更多價值。
Ramirez	1999	提出價值共同生產（Value Co-Production），服務結果和價值創造是由生產者和顧客共同決定的想法。
Prahalad& Ramaswamy	2000	指出共創價值本質上是共同創造顧客的體驗價值，並貫穿整個體驗過程。
Sheth et al.	2000	廣義的價值共創包含顧客與企業在產品或服務設計、生產和消費等價值創造過程中的互動和合作。
Grönroos	2000	企業需在共創過程中實現自身價值目標，還要根據顧客訴求提出的價值主張，整合投入的資源，透過互動和合作完成共創。
Prahalad& Ramaswamy	2004	互動是企業與顧客共同創造價值的方式，共創價值形成於顧客和價值網路各節點企業間的異質性互動。
Vargo& Lusch	2004	提出服務主導邏輯價值共創理論。
Jaworski& Kohli	2006	在共創價值中，顧客的需求也是共同創造的產物。
Kalaignanam& Varadarajan	2006	生產者邏輯的價值共創是以企業為主體的投入—產出過程。

DOI:10.6814/NCCU202101337

Auh et al.	2007	消費者邏輯的價值共創，顧客與企業的價值共創資訊即時向企業價值主張和共創支援系統做出回饋，顧客透過合作和互動過程獲得體驗、多維價值。
Vargo& Lusch	2008	服務主導邏輯下的價值共創不是交換價值，而是顧客在消費過程中實現的使用價值（Value-In-Use）。顧客作為資源整合者，利用資源共創價值，價值是持續而動態形成。
Cova&Salle	2008	共同投入資源創造價值，導致價值共創過程成為一種顧客和企業雙方創造價值的過程。
Nambisan	2009	價值共創的價值產出是顧客利益的實現，也是價值共創主要動機與前提。
Schau et al.	2009	價值創造主體之間的合作都可能促成共創。
Doorn	2010	價值共創是顧客與企業透過共同採取創意、設計和其他自主行為，在價值創造過程中進行合作，是一種有意識或無意識的行為。
Hoyer et al.	2010	提出 B2C 下顧客參與新產品開發的價值共創理論模型，考察其動機、行為結果以及激勵與抑制因素。
Ojasalo	2010	共同生產不等於價值共創，共同生產的概念介於傳統觀點與價值共創之間。
Grönroos	2011	只有在公司與客戶之間發生互動時，才可以共同創造價值。如果沒有直接的互動，就不可能實現價值共創。
Terblanche	2014	價值共創意味著價值不是由公司創造的，而是在交易過程中轉移給客戶的，由客戶和供應商在消費過程中共同創造的。共同製作（Co-Production）是指客戶（或任何

DOI:10.6814/NCCU202101337

		其他利益相關者）參與核心產品本身。當有共同的創造力，相關產品的共同生產和共同設計時，它就發生了。
Kohtamäki& Rajala	2016	在 B2B 環境中，參與者的主觀價值體驗被認為是價值共同創造過程的結果，在這個過程中，價值主張在供應商、服務提供者和客戶之間的交換過程中充當潛在價值的傳遞者。
Du, P., Lee et al.	2017	透過治理多元利害係人之間的關係，以架構與規則規範參與者的行為，促成個別利害關係人之間的互動；即興活用彼此資源、創造共同利益的過程(p.403)。

資料來源：整理自蔡家昌 (2019, pp. 43-50)、本研究整理

三、價值共創演變比較

如同學者 Coimbatore K Prahalad and Venkat Ramaswamy (2004b)所提，隨著社會以及科技的進步、線上網絡密集，使得人與人之間的交流越發頻繁，資訊交流在買賣的過程中也更透明化，因此顧客對於產品或服務品質的要求也越來越高，企業和顧客的共創互動便與傳統企業產生不同的區別（如表 2-3）。

表 2- 3 傳統與共創企業中顧客關係比較

	傳統交易	共創體驗
互動目標	擷取經濟價值	透過極具吸引力的共創體驗共同創造價值，也擷取經濟價值
互動場合	在價值鏈末端互動一次	在體系內的任何時間、地點重覆持續互動
企業-顧客關係	以交易為基礎	以一連串共創體驗為主的多次互動和交易

DOI:10.6814/NCCU202101337

選擇角度	顧客以產品和服務種類、功能特色、產品性能及操作程序做選擇	透過多重管道、選項、交易及價格經驗關係進行互動，從而產生共創體驗
企業-顧客互動型態	企業主導、顧客被動、一對一互動	積極、由企業或顧客發動、一對一或一對多
品質重點	內部流程及公司提供的產品或服務	顧客與企業的互動品質、共創體驗的品質

資料來源：整理自 Prahalad and Ramaswamy (2003, p. 115 顧淑馨譯，消費者王朝)

由上表可知，企業與顧客之間的關係相較於之前探討的「以顧客為中心」，更進一步轉變為「與顧客有對等的互動關係」，不再是單純的中心觀點或是交易觀點，而是更重視透過互動所交換的資訊與資源，並且藉由建立一連串的共創體驗來創造價值。價值經由先前的轉變，轉為集中在顧客的經驗與體驗，不是僅包含在企業所提供的產品和服務內；後期更轉變為，除了受企業影響，甚至受其他利害關係人或社群平台影響，以個人為中心，也以企業為中心，兩者於市場這個共創經驗的平台上共同創造價值(Prahalad & Ramaswamy, 2003)，其轉變如表 2-4。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

表 2- 4 價值創造過程之演變

	企業及產品中心的價值創造	個人及經驗中心的價值共創
價值觀	價值與企業產品或服務有關；競爭空間也以此為導向	價值與經驗有關；產品與服務可促進個別及社群經驗；競爭空間以顧客經驗為導向
企業角色	為顧客界定及創造價值	讓個別顧客參與界定與共創特殊的價值
顧客角色	被動地對公司界定的產品、服務及解決方案有所需求	顧客在尋找、創造及擷取價值上扮演積極的角色
價值創造觀	價值由企業創造，顧客只有一種選擇：從企業提供的種類挑選	顧客與企業及其他利害關係人共創價值

資料來源：整理自 Prahalad and Ramaswamy (2003, p. 247 顧淑馨譯，消費者王朝)

總結以上，可繪製出圖 2-1，因此根據 Prahalad and Ramaswamy (2003)的想法，共創並非將企業活動或產品服務客製化轉移或外包給顧客，也不是以企業設想的產品為中心來舉辦或設計顧客活動。企業若想要與顧客達到良好的價值共創目標，須注重共創的品質，但品質取決於建立的互動環境，企業必須將「體驗環境」有效的提升或進行創新改善，以助於多元化的共創；並須建立彈性的「經驗網絡」，讓利害關係人建構個人化的體驗，使得企業與顧客的角色朝向「單一且具有意義和感覺的個人體驗」發展。

DOI:10.6814/NCCU202101337

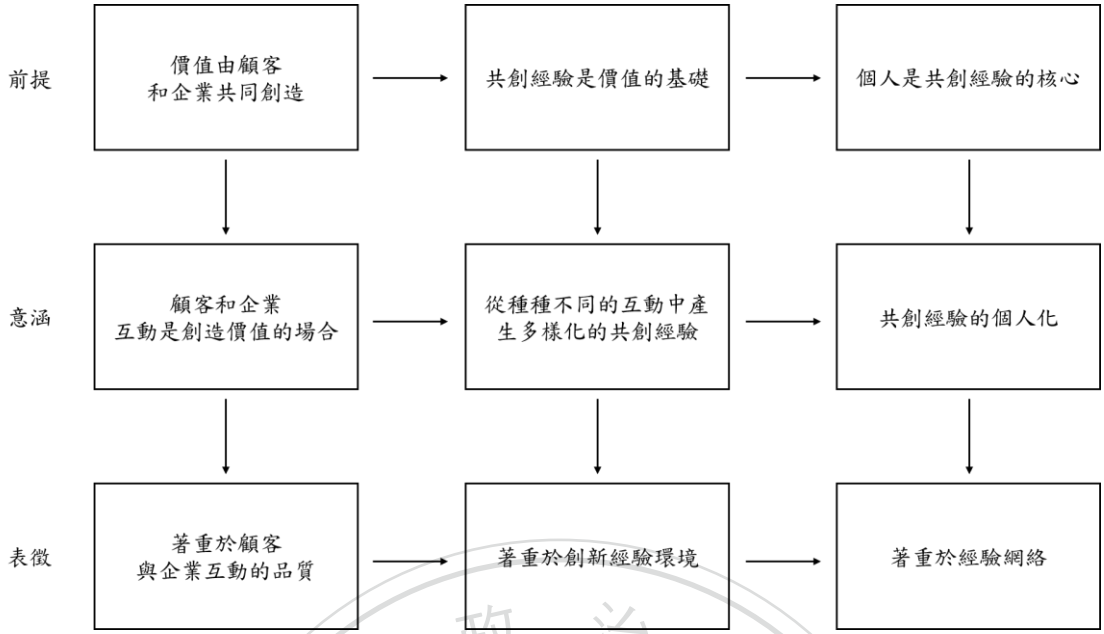

圖 2- 1 價值共創架構

資料來源：整理自 Prahalad and Ramaswamy (2003, p. 64 顧淑馨譯，消費者王朝)

四、價值共創架構

根據學者研究，企業共同創造價值的核心原則，是邀請利害關係人一起創造經驗與體驗，以延伸出更好的效益與創造力，但若要與利害關係人一起共創，其包含了圖 2-2 之四個組成核心：體驗思維、互動內容、參與平台、網絡關係。藉由先創建有品質的互動平台或論壇，以降低風險成本，再從互動中獲得經驗，聯繫利害關係人的資源網絡(Ramaswamy & Gouillart, 2011)，由下表 2-5 說明四元素之內容。

DOI:10.6814/NCCU202101337

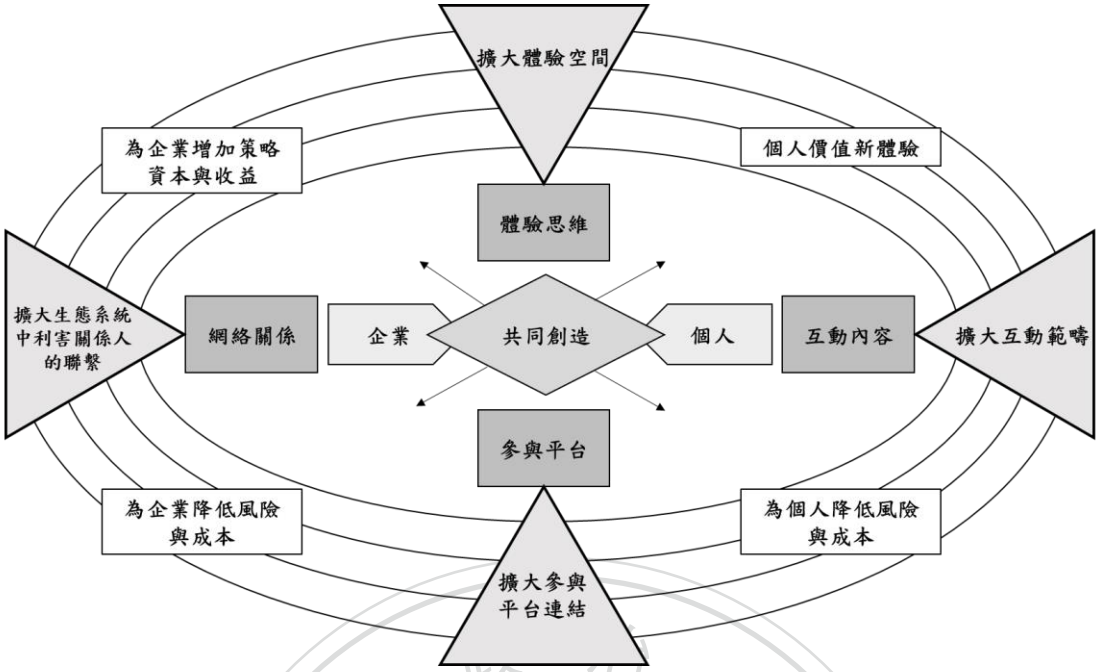

圖 2- 2 價值共創原則架構

資料來源：整理自 Ramaswamy and Gouillart (2011, p. 165 王怡棻譯，共同創造到底有多厲害！)

表 2- 5 共創價值四原則

原則	說明
參與平台	平台是共同創造的基石，其形式多元，包括：產品服務本身、現場會議、網站、商店、社群空間等。企業提供平台讓利害關係人能彼此交流並分享經驗，而隨著網路發展，使用者對平台黏著度之議題亦日漸重要。
體驗思維	體驗是價值的基礎，若要促使共創體驗，企業需讓利害關係人化被動為主動，自發性參與、設計和其他角色的共事方式。
互動內容	藉由多元背景之成員頻繁而直接之互動，了解彼此之運行項目，以增進工作效率、降低溝通成本。
網絡關係	增加各利害關係人間之互動、共創經驗，鞏固彼此之聯繫。

資料來源：整理自高于婷 (2011, p. 12)

DOI:10.6814/NCCU202101337

藉由以上四個組成元素，釋放出共同創造的四大力量：個人價值新體驗、為個人降低風險與成本、為企業增加策略資本與收益、為企業降低風險與成本。而若隨著時間推進，規模逐漸擴大、越多人參與共創網絡，互動的增加可以創造新的資本，將四個元素擴張開來，因而促進組織成長(Ramaswamy & Gouillart, 2011)。而學者 Prahalad & Ramaswamy 則對於共創的互動更進一步提出研究，他們認為企業與客戶的共創過程中須滿足如表 2-6 之 DART 四項要件，才算是價值共創(Coimbatore Krishna Prahalad & Venkat Ramaswamy, 2004)。

表 2- 6 價值共創 DART 四要件

要件	內容
溝通	（Dialogue）溝通是兩個平等的解決問題者共同交流互動、深入參與、雙方均有行動的意願。不只聆聽顧客而要同理心理解、體驗顧客的感受，能夠認知經驗的情感、社會、文化脈絡，並可以用溝通維繫一個忠實族群。 為價值共創而進行溝通的特色： 1. 著重於客戶和企業都感興趣的議題。 2. 需有可以從事溝通的論壇或平台。 3. 需有參與的規則（明定或默契），以便互動順利進行並產生效果。
取用	（Access）顧客的目標愈來愈轉向能夠獲取令人嚮往的經驗，而使企業的重心及價值鏈不一定是創造及轉移產品的所有權，取用與擁有不同，甚至能與新興市場創造新商機，取用有三種： 1. 資訊和工具：生產製造、品管資訊或技術服務。 2. 某種生活（存）方式：取得某種權利，享受多元生活（存）方式。 3. 參與企業把持的產業價值鏈：透過科技，改變表達意見的能力。

DOI:10.6814/NCCU202101337

風險評估	（Risk assessment）管理者向來假設企業比消費者更懂得評估及管理風險，因此行銷人員與客戶溝通時，幾乎完全把重點放在說明優點，很少提及風險（客戶受害的機率）。但進入共創關係後，風險承擔與管理該由誰負責成為重要議題，企業應提供資料與適當的方法，協助客戶評估與產品和服務相關之個人和社會風險。藉由與客戶風險與優劣勢之積極溝通，可提升雙方互信基礎。
透明	（Transparency）顧客與企業之間不對稱的資訊地位，使得企業在價格、成本與利潤一直取得優勢，但隨著社會與科技發展，產品、技術和商業體系的資訊更易於取得，顧客對透明度的要求會更加強烈。而公開透明在價值共創的過程中更有助於新型態的發現與開發。

資料來源：整理自 Prahalad and Ramaswamy (2003, pp. 73-87 顧淑馨譯，消費者王朝)

而根據上述之四要件，其彼此亦可透過不同的組合創造出新能力(Prahalad & Ramaswamy, 2003, pp. 88-90)，如以下四項：

1. 取用加透明：可增進顧客做出有根據的決定能力。
2. 溝通加風險評估：可增進辯論與討論議題的能力，以及共同做出公私政策選擇的能力。
3. 取用加溝通：可以增進建立和維持因志同道合而集結主題的社群能力。
4. 透明加風險評估：可增進共建互信的能力。

綜觀上述，價值共創透過不同的利害關係人互動、彼此間的資源運用，以達成個人以及共有之利益。然而除了要有外在的平台與社群網絡的媒合，更需要有內在互動過程中的尊重與直接創造，共同創造就是因為有平台、個人體驗與合作流程結合後才能更強大，進而為所有利害關係參與者帶來價值，例如：洞見、知識、技能、創造力等(Ramaswamy & Gouillart, 2011)。

DOI:10.6814/NCCU202101337

從以上幾個段落可以發現，價值共創理論的描述與創投及新創間的關係非常相近，因為創投投資人以及新創創辦人都各為一個個體，對於創投這間公司來說，新創就是他的顧客（客戶），而簽訂投資協議後的互動，則是價值共創的過程，但究竟是如何互動，使得雙方都獲得有意義的體驗，則是透過後續之資料蒐集以及訪談，歸納於第四章。

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

第二節 創投與新創的價值評估

本節盼藉由聚焦新創生命週期以及創投投資評估的階段，使更理解各新創階段可以採取怎樣的籌資手段，也更了解新創以及創投的價值體現，並呼應本研究的個案以及創投所處的階段。

一、新創企業生命週期

由於不同的新創企業會因為不同的分類方式而有不同的階段，為了整合不同的說法，Salamzadeh and Kawamorita Kesim (2015)提出了一個整體的觀點，將新創的生命週期分為以下三個階段。

(一)、 自助、引導階段（Bootstrapping Stage）

企業藉由一系列的作為，將想法轉變為有利可圖的商業模式，並且陸續開始尋找資金來源（自身現有資金、天使投資人募資等），若有一定規模則會持續擴充組建核心團隊。然而此階段的風險最高，因此此階段的衡量可以透過：產品或服務於市場中的接受度以及可行性分析，還有創辦人對於資金管理的能力、建立管理團隊能力，來作為企業是否能長遠發展的評估。

(二)、 種子階段（Seed Stage）

這個階段的新創企業有幾個特點：開始重視團隊合作、將產品原型（Prototype）陸續開發、嘗試進入市場與競爭對手較量，而因對大多數公司而言這個階段是高度不確定的，許多團隊有很高的機率面臨失敗、倒閉的危機，故會開始尋求加速器、孵化器或創新育成中心的支持與投資以加速此階段的進行，盼能快速發展成為初創企業。

(三)、 創立階段（Creation Stage）

在此階段，新創企業開始銷售產品服務、正式進入市場、雇用第一批員工，最終組織或公司成立，並會開始尋求創業投資、公司或銀行融資以獲得更多資金來促進本階段的運作，甚至擴大組織的規模。

DOI:10.6814/NCCU202101337

而學者 Ruhnka and Young (1987)則歸納 73 家創業投資公司投資者所認為的新事業發展過程，分為下表 2-7 之五階段，各階段皆有其發展特點與風險，藉由上述兩種之分類方式，能使創業者更清楚自己的階段目標。

表 2- 7 新事業發展階段

	特性	風險
種子階段	1. 有商業模式或產品構想 2. 原型（Prototype）尚未完成 3. 有創業家，但無核心管理團隊 4. 主要為天使投資人投資	1. 原型無法完成 2. 市場規模不大 3. 研發過慢 4. 資金耗盡
創建階段	1. 於市場測試原型產品進行優化 2. 組成團隊、完成組織規劃與市場分析 3. 未達行銷綜效	1. 原型效能不佳 2. 缺乏管理能力 3. 潛在市場占有率不如預期
第二階段（擴張階段）	1. 已被市場接受，有些許訂單，但仍不足以損益兩平 2. 完整的管理團隊 3. 持續依照市場需求修改規劃，努力拓展、推銷產品	1. 缺乏管理效能 2. 市場競爭力不足 3. 製造成本過高，無法達到預期利潤
第三階段（成熟階段）	1. 大量生產、增加市場銷售額 2. 累積重要客戶，公司獲有相當利潤	1. 銷售量停滯 2. 非預期競爭情況 3. 替代性產品出現 4. 資金不足以行銷、吸收人才，或是擴大本土及海外市場

DOI:10.6814/NCCU202101337

退出 階段	1. 穩定產能與客源 2. 增加市場銷售額，資金充裕 3. 有明顯利潤，已達損益兩平 4. 風險低，有公開上市之規劃	1. 管理失當，名譽受損 2. 無法提升獲保持市場佔有率 3. 無法回收投資

資料來源：整理自許芳銘, 何祖鳳, 及曾振芳 (2007, p. 4)

二、創業投資評估程序與過程

創投針對不同類型的新創會有不同的評估方式，Tyebjee and Bruno (1984) 蒐集了 41 位創業投資家的問卷後，歸納他們的投資評估過程分為五個階段：

(一)、 投資取得階段（Deal Origination）

創業投資家主要是透過三種方式認識潛在的投資活動：

1. 第三者推薦（佔 65%）：在這一類型中，33%是來自創投的互相推薦、40%是先前的被投資人或熟人推薦、10%來自銀行、其餘 17%來自證券投資經紀人。而通常來自創投的推薦中，推薦者會是該方案的領投者，並負責尋求其他創投投資資金的參與。
2. 創業家主動自薦（佔 25.6%）：通常創投會向創業者要求營業計畫書（Business Plan）或私募備忘錄（Private Placement Memorandum, PPM），藉由這些資料的篩選，決定是否進入下一個投資階段(Feld & Mendelson, 2016)。
3. 創投積極尋求投資案（佔 9.4%）：於初始階段或需拓展融資的關鍵時刻尋求新創，會透過非正式的私下調查，再找獵頭公司進行鎖定。

(二)、 投資篩選階段（Deal Screening）

透過篩選可能性高的潛在投資案，以免消耗過多時間與人力成本，可分為四大篩選準則：

DOI:10.6814/NCCU202101337

1. 創投公司的投資方向與投資案所需的投資規模：投資上限是由投資組合的資本總額和投資意願決定，且因為由創投互相推薦的投資案居多，因此一個投資案可能會有大量不同的資金來源。
2. 被投資企業的技術和市場領域是否為創投所了解：創投傾向於投資新興技術產業而非成熟技術，並偏好投資特定技術以及擅於瞄準未來市場的需求。
3. 被投資企業的地理區域是否方便：進行投資規劃時，會希望能定期與新創管理團隊見面，因此耗費於通勤的時間與費用需於可接受範圍，而因為創投的總部大多位於都市，甚至會有將會面地點限制於大都會地區的情況。
4. 投資案的融資階段（Stage of Financing）：於新創公司的生命週期中，創投投資家甚少投資於種子期，大多投資於擴張階段、成熟階段，因為他們期望能投資的是已經確認能存活於市場的商業模式。

(三)、 投資評估階段（Deal Evaluation）

學者經因素分析將評估構面分為五大項，前兩項與預期報酬成正比，第三、四項則與風險成反比，決定是否投資時會利用這五項權衡風險和報酬。

1. 市場吸引力（Marker Attractiveness）：評估此產品服務的市場規模、市場成長潛力和市場可接近性、市場需求的存在。
2. 產品差異化（Product Differentiation）：泛指企業家運用技術、技能創建獨特產品的能力，可以利用專利或特殊材料的營業秘密來增強競爭力並提高利潤率。可以分為：產品獨特性、研發技術能力、邊際利潤率、產品專利設計。
3. 企業創始人的管理能力（Managerial Capabilities）：來自於創辦人管理多個業務領域的能力。涵蓋有團隊的管理能力、市場行銷分析能力、財務能力、創業家的人脈關係。

DOI:10.6814/NCCU202101337

4. 環境威脅的抵禦力（Resistance to Environmental Threats）：由於技術變化造成產品過時，或是經濟狀況的敏感性以及進入障礙的競爭力，而造成企業家必須提前部屬的能力。包括進入障礙的保護、技術過時的防範、股價指數下跌風險的防護、經濟循環的抵抗。

5. 變現能力（Cash Out Potential）：代表創投投資家認為可以清算或是兌現投資的程度。

(四)、 投資協議階段（Deal Structuring）

創投投資家與創業家雙方必須皆能接受投資協議，交易才能達成，而協議的目的有三項：

1. 確定交易價格與股權分配，以保障雙方的權利義務。

2. 建立保護條款：創投可能利用管理資金支出和團隊的薪資來掌握新創發展，另一方面，新創則藉由籌措額外資金來制衡投資者的權力，以避免創投投資家有權力透過強制收購、合併、公開發行來控制董事會，以及過多管理新創的發展模式。

3. 盈利支付結算（Earn-Out 條款）：要將資金相關條款寫清楚，因為有些創投業者不信任新創團隊所做的估價，故參與的股權份額透過未來是否達到創投期望的業績決定協議內容，而非一次付清交易價格。

(五)、 投資後活動階段（Post-Investment Activities）

交易完成後，創投投資家的角色拓展至合作者，可能透過董事會中的正式代表或市場供應商，以及債權人網絡中的非正式影響。若發生財務或是管理危機，創投可能會進行干預，甚至建立新的管理團隊，但多數創投平時會盡量不控制運營。而為了在五到十年內回收報酬，創投會積極指導公司合併、收購、公開發行。因本階段有前述之特質，故本研究主要著重在此階段的互動過程。

DOI:10.6814/NCCU202101337

三、創投參與的價值

雖然每一間創投在每個生命週期階段對新創估值的方式可能有所不同，但從上述創投投資篩選與評估方式，可以知道創投在投資時認為新創經營上的重點為何，以及是如何評估新創的價值。除此之外對新創企業而言，一家公司的估值就財務層面可解釋為：流通在外的股數與每股價格相乘(Feld & Mendelson, 2016)。估值對於創業家很重要，因為它決定投入的努力和資源的價值。

由此可知對於社會，新創企業的價值是顯而易見甚至可以被估算的，並且時常以嚴格的方式進行檢視，除了從估值之外，也可以從創業模式九宮格中的「價值主張」作為依據(Osterwalder, Pigneur, Bernarda, Smith, & Papadakos, 2014)。但相對而言，創投所創造的價值卻是間接而不明顯的，國內學者認為新創公司之所以能提升價值，主要是透過創投一連串的參與行為來提供有價值的服務，並提到許多國外的文獻均指出：創投的參與及所提供的服務都對新創企業的價值提昇有顯著的正面影響(張紹基, 2000)。

Gladstone (1988)將創投的參與方式分為如表 2-8 之三類，其中積極式參與的創投較容易作為新創的長期顧問，他們需具備專業技術知識以及協調溝通能力，因此參與項目多元且深入。

表 2- 8 創投參與經營的價值

參與方式	參與項目	參與內容
積極式參與	行銷	經驗豐富的創投公司皆能於訂定決策時，在面對產品的競爭威脅等方面，給予創業者建議。另外亦扮演人脈撮合者的角色，撮合相關廠商的交易或是技術移轉、策略聯盟。甚至若是掌握銷售通路和媒體平台，更有助於新創產品的促銷。

DOI:10.6814/NCCU202101337

	技術	利用與學校、學術研究機構的密切關係，於商品化以及進入市場時，給予新創流程調整修正的寶貴建議。
	經營管理	創投給與經驗不足或沒有經驗的創業者，在認定公開上市時機、併購決策擬定、平日市場營運的幫助，使新創企業運作時能較順利。
	人事	藉由人才推薦或親自參與管理團隊，強化組織的功能，避免創業者招募到經驗不足的團隊。
	財務	評估新創企業年度績效和財務資訊，針對不同情形與其共同擬定應變計畫，要求創業者改進或派駐財務稽核人員，以應付財務危機。
反應式參與		創投成員組成缺乏技術專家，導致無法於策略推動和技術問題的解決給予貢獻，因此傾向跟隨創業者的整體策略，但會較注重財務問題，如重大支出、資金需求規畫等。
被動式參與		相對於前兩種類型，屬於被動參與經營管理，但會保留派任董監事的權利，以及關注新創的財務資訊，例如：籌措資本和股權轉移。

資料來源：整理自柯美滿 (2003, pp. 52-53)

對此，可以發現創投不僅提供資金來源，更提供營運管理、人脈支援等非金流協助，甚至擔任董監事監督、諮詢，藉由共同資源的整合，新創企業資源的不足得以受益，達到互利共生的綜效，這便是創投公司給予新創公司的價值貢獻。

DOI:10.6814/NCCU202101337

第三節 創投與新創間的關係探討

一、創投與新創互動之正向關係

在了解創投與新創各自的價值後，可以發現現今學術文獻中，探討創投與新創關係之研究十分多元，而且以正向關係為最大宗，其所呈現的價值除了對於單一新創公司外，亦有對整體產業所貢獻之價值，如表 2-9 所示。

表 2- 9 創投與新創間的正向關係

文獻來源	文獻內容
Kortum and Lerner (2001)	創業投資對產業創新具有強大的積極作用，並與專利申請的大量增加有關，顯示具有促進技術創新的作用。
Hellmann and Puri (2000)	對於創新的創業企業，創投的加入可以大大減少產品上市時間。
Hellmann and Puri (2002)	獲得創業投資的公司會更快地於各個維度進行專業化（例如：人力資源、股票期權和營運職位的雇用），也可以更快地進行領導階層的轉變。
劉松瑜 (2007)	在經營績效和股價表現上，有創投參與投資的高科技公司較無創投參與投資的高科技公司佳，且創投的專業能力對於高科技公司績效有正面積極影響，創投亦可協助承擔高科技公司風險。創投的參與會加速新創公司上市的時間，使較早募得資金。
Fredriksen et al. (1997)	創業投資公司確實為其被投資公司在發展的非經濟方面增加了價值，也可能通過對經濟發展產生更直接的影響來增加價值。

DOI:10.6814/NCCU202101337

Brav and Gompers (1997)	創投支持新創 IPO 的公司股價優於非創投支持新創 IPO 的公司。
Megginson and Weiss (1991)	創投有助於降低新創上市的總成本，並使公司的淨收益最大化，而創投在首次公開募股後仍持有公司很大一部分股份，可以說是雙贏之局面。
Davila et al. (2003)	創投投資資金是證明新創品質的重要信號，創投支持的新創公司，其成長要比非創投支持的新創公司快。創投投資會使員工人數增加，而員工人數增加與新創公司在連續幾輪融資中的估值增加呈正相關。

資料來源：本研究整理

二、創投與新創互動之中立或負向關係

相比探討創投與新創間的正向關係而言，討論中立或負向的關係較少，大多的負向關係討論於特定產業，例如：生技產業。對於整體新創企業而言，論點皆為中立或趨於保守，本研究認為可能的原因為：影響新創績效的因素多元，可能有經濟、成員、整體社會環境等原因。盼藉由列出表 2-10 之文獻內容以利於讀者與正向關係進行比較。

表 2- 10 創投與新創間的中立與負向關係

文獻來源	文獻內容
Arvanitis and Stucki (2014)	分析新創公司成立後三、六、九年創投對創新績效的影響。結果不支持對新創具有積極影響的假說，也不支持對新創具有持續創新績效的積極影響。

DOI:10.6814/NCCU202101337

Stuck and Weingarten (2005)	創新與創投投資沒有很高的關聯，並且即使創業投資數增加，創新的標準實際上在 1996 年之後也急劇下降。
Gompers and Lerner (2003)	在繁榮時期，特定行業的過度融資會導致創投投資對技術創新的有效性急劇下降。
Ritter (1991)	首次公開募股（IPO）表現不佳，可能是投資者對初期成長型新創的盈利潛力過於樂觀。
Smart and Zutter (2003)	有創投參與投資的新創公司，其上市股票價格的折價程度高於無創投參與投資的公司(劉松瑜, 2007)。
van Dijk et al. (2014)	研究指出風險投資家或企業家的自利行為在關係中會引起衝突，從而阻礙了企業的效率、生產率以及效用。

資料來源：本研究整理

由以上可以發現，關於創投與新創間的互動之研究，正向關係之文獻指出雙方為互助合作，並為彼此加值之關係；而中立或負向關係之研究則指出創投與新創的關係僅為了各自利益，並不創造額外價值。在學術上關於正向影響的研究雖多於中立或負向，但仍有所差異，因此下一段將著重於互動關係之相關理論的探討，以釐清是否已有合適之理論說明彼此的關聯。

三、創投與新創互動之其它關係

由文獻研究可以發現，目前為止對於創投與新創間的關係，仍著重在利用代理理論、囚徒困境理論、程序正義理論來做討論，但隨著這些理論的時間推移可以發現，已有越來越多學者認為可以將創投與新創間的關係視為合作，並將彼此拉高到對等且公平的關係，重視彼此間的信任（如表 2-11 所示）。

DOI:10.6814/NCCU202101337

表 2- 11 創投與新創間的其他關係

文獻來源	文獻內容
代理理論（Agency Theory）	
Amit et al. (1990)	利用理論發現：（1）通常技術水準不高又偏好規避風險的創業家，會選擇讓風險中立的創投參與合作，因為可以分擔風險。（2）由於資訊不對稱帶來的逆向選擇（Adverse Selection）問題，能力較弱的創業家將與創投合作，而更厲害的新創將在沒有創投加入的情況下發展。（3）可能有不具能力的創業家，將資源投入在過度傳達創業家能力的信號，而使創投投資。
Sahlman (1990)	為了避免代理問題，創投與新創所擬定的合約會有三個特色：（1）履行階段資金承諾，並保留可以放棄的選擇權利。（2）與價值績效直接相關的薪酬制度。（3）保留投資人強制分配投資收益的權力。並且應更謹慎評估與篩選投資案，同時進行各樣調查與監控，使彼此目標方向相近。
賽局理論（Game Theory）	
Elitzur and Gavious (2003)	研究發現最佳方案為盡可能地讓創業家享有所有的激勵報酬。因此在投資中，普通債務（Straight Debt）合約是最佳選擇。
囚徒困境理論（Prisoner's Dilemma Theory）	
Cable and Shane (1997)	提出創投-新創關係應被視為囚徒的困境而不是代理問題。其確定了促進長期合作關係的因素，而不是機會主義叛變帶來的短期個人收益(De Clercq & Sapienza, 2001)。

DOI:10.6814/NCCU202101337

程序正義理論（Procedural Justice Theory）	
Sapienza and Korsgaard (1996)	採用程序正義來研究創業家以反饋（Feedback）的方式管理資訊流，以及對創業者-創投關係的影響。研究結果發現，即時反饋（Timely Feedback）對於促進投資者與創業家間的正向關係具有重要意義，並強調信任的重要。
Fiet, Busenitz, Moesel, and Barney (1997)	發現創投與新創企業關係中，程序正義與新創團隊（NVT）解雇之間存在負相關。因此需證明解僱 NVT 是公平的，並且符合 NVT 和創投的最佳利益。
Busenitz, Moesel, Fiet, and Barney (1997)	不加區別地使用合約，可能會讓新創團隊（NVT）對創投如何公平對待的看法產生不利影響，最終可能會抑制 NVT 對建議的接受。
心理契約理論（Psychological Contract Theory）	
Parhankangas and Landström (2004)	關注在創投與創業家之間的關係中可能違反心理契約的四種情況：（1）目標存在分歧；（2）無能力；（3）偷懶或逃避；（4）創業家的習性。並研究創投面對這些情況的反應。
制度理論（Institutional Theory）	
Bruton, Fried, and Manigart (2005)	研究認為追求制度觀點與純粹基於經濟觀點（代理理論）相比更有重大意義。從中確立機構的觀點，提供規範和認知制度讓全球創投有基礎了解。
資源基礎理論（Resource-Based View Theory）	
Miloud, Aspelund, and Cabrol (2012)	發現行業的吸引力、創業家和高層管理團隊的特質，以及新創企業的外部關係，在早期階段尋求創業投資時，會極大地影響估值。

DOI:10.6814/NCCU202101337

資源交換理論（Resource Exchange Theory）	
Huang and Knight (2017)	了解新創企業在發展的過程中，何時會發生不同形式的資源交換，以及雙方滿足彼此對交換的期望程度之差異。
Cornelius and Naqi (2002)	研究發現投資組合公司的資源優勢與創投參與度低相關，而資源劣勢與創投參與度高相關。
其他關係	
De Clercq and Sapienza (2001)	在對雙方關係有效監管的基礎上，可以透過針對關係的投資和知識共享歷程，在創投-創業團隊中創造關係租金（Relational Rents）。
許端芳 (2002)	以生物的互利共生、片利共生、寄生、捕食、競爭、及互容性之觀點，解釋創投與新創間不同階段的互動。

資料來源：本研究整理

然而在理解諸多文獻探討創投與新創分別創造的價值後，透過這些探討彼此關係之研究，雖然能了解創投與新創間的互動模式，卻無法更清楚的知道他們共同創造價值的方式，因此本研究以此為缺口，試圖以價值共創之理論作為闡述兩者關係的探討，盼能作為學術之貢獻。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

第三章 研究方法

第一節 研究架構

根據先前 Ramaswamy & Gouillart 所提出的共創造四原則：參與平台、體驗思維、互動內容、網路關係(Ramaswamy & Gouillart, 2011)，本研究將 Coimbatore Krishna Prahalad and Venkat Ramaswamy (2004)提出之價值共創的 DART 四項要件融入於「互動」中探討。此外另有學者認為可以用「問題」、「資源」、「社群」、「平台」、「互動」、「經驗」、「價值」等理論關鍵字，了解價值共創的過程(Du et al., 2017)。

因此本研究將其濃縮成為探討創投與新創價值共創過程中的八大因素：參與平台、體驗思維、互動、網絡關係、需求期待、問題目標、資源、價值。盼藉由八個組成元素了解創投與新創是如何相輔相成的共創價值與效益(如圖 3-1)。

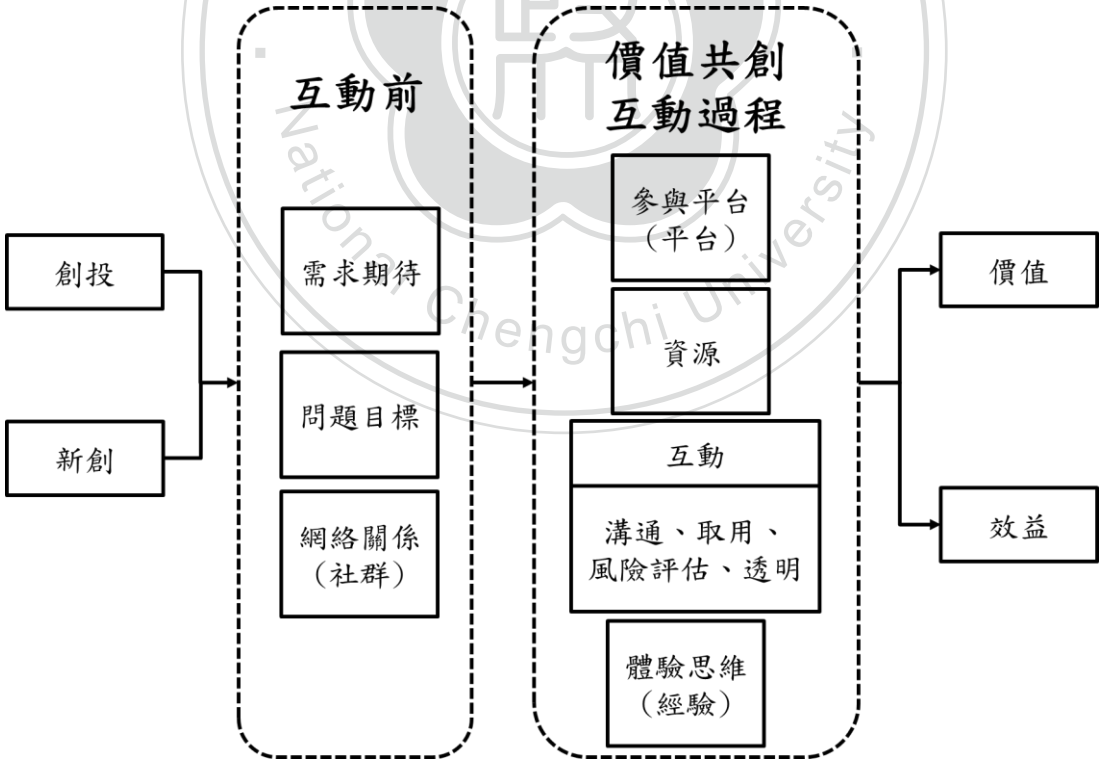

圖 3- 1 研究架構

DOI:10.6814/NCCU202101337

第二節 研究方法

一、研究類型與抽樣方式

本研究屬於探索性個案研究法、對偶分析以及滾雪球抽樣三種類型。

(一)、 探索性個案研究法

因本文欲瞭解創投與新創間之互動關係，雖一個新創可能向多個創投進行募資，但一個創投對於一個新創仍屬於一對一之關係，故以質性的個案研究方式，將能更深入進行探討。希望藉由訪談分析取得證據，利用個案研究方法以驗證真實生活情境中當前創投與新創互動的現象，洞察、解釋現象的內涵和背後的情境脈絡(鈕文英, 2021)。

根據 Babbie 所提，社會研究目的分成三種，分別為探索（Exploration）、描述（Description）、解釋（Explanation） (Babbie, 2016)。而本研究之目的為了解創投與新創之間的互動過程，是否有價值共創之情形；故符合探索性研究之「透過個案發現極少被了解的現象，找出重要議題」(鈕文英, 2021, p. 616)，主要目的為滿足好奇心、檢驗可行性、發展後續研究(Babbie, 2016)。

(二)、 對偶分析

Thompson and Walker (1982)對於對偶關係的定義為，首先必須是隨時間拓展且持久，第二，必須有規律的相互影響，第三，受個人因素或關係型態影響，即符合創投與新創間互動之模式。

Kenny, Kashy, and Cook (2006)指出，對偶分析中最基本的概念為非獨立性。此外還延伸出可區分性、對偶變數的類型、對偶變數的度量級別、對偶設計的類型、對偶數據結構等探討，另外有學者亦提出行動者與夥伴互依模型（Actor-Partner Interdependence Model, APIM）展現對偶分析的應用（較常應用於量化分析）。而因本研究為質性研究，故以下除了度量級別以及 APIM 外，將與本研究之意涵相互解釋。

DOI:10.6814/NCCU202101337

1. 非獨立性（Nonindependence）

是由親密的人際關係所引起的，並且兩個個體互相共享經驗，這樣的連結可以透過多種方式發生，甚至就算沒有互動或不認識，但都受到同一環境刺激，皆可能有非獨立性。而本文所探究的即為創投與新創間互動、經驗等因素，雙方提供彼此資訊或共同解決問題，即可能影響互動後的認知與結果，這樣緊密依存的互動關係為非獨立性。

2. 可區分性（Distinguishability）

即為成員可透過有意義的變數區分彼此，也可能有不可區分的情形，但大多研究以有意義的區分為主才較不會有問題，例如：丈夫與妻子、老闆與員工、服務員與顧客。本研究為創投與新創之關係，可以視為投資者與被投資者，或是募資與被募資，以金流作為區分。

3. 對偶變數類型

可分為對偶間（Between-Dyads）、對偶內（Within-Dyads）、混合變數（Mixed-Variables）。對偶間變數是成員的變數相同，例如男女朋友交往時間長度。對偶內變數則是成員的變數分數不同，但進行平均卻有相同分數，如室友間完成家務的實際比例。混合變數如夫妻年齡，因為對偶內與對偶間都有差別；個人生產力與滿意度也是混合變數的一種。本文關注的創投與新創間的合作時間長度為對偶間變數，然而在合作中所付出的時間比例，則為對偶內變數。

4. 對偶設計類型

包括標準對偶設計（Standard Dyadic Design）、社會關係模型（Social Relations Model, SRM）設計、一對多設計（One-with-many Design），而標準對偶設計佔三者中 75%。標準對偶設計是雙方進行一人對一人的互動，並分別產生數據或資料，若只研究對偶的一個成員，則為單邊設計，若兩個成員皆研究則為雙邊設計(或對等設計)，在雙邊設計時，雙

DOI:10.6814/NCCU202101337

方的某些變數需有相同之處。研究對象為同時研究創投與新創，故屬於標準雙邊對偶設計。

5. 對偶數據結構

分為個體、對偶、成對（Pairwise）三種結構，但個體結構因忽略了非獨立性而不建議執行，另外二者則有各自的優缺點。對偶結構下，若有 n 個對偶則有 n 筆數據，但一個人會有兩個變數，所以更動資料會使數據加倍。而成對結構是個體結構和對偶結構的組合，每人都有一個數據，但每個數據都有兩個成員的資料，故又稱複式紀錄（Double-entry）。

(三)、 滾雪球抽樣

本研究採非機率抽樣之滾雪球抽樣（偶發抽樣 Accidental Sampling），滾學球抽樣經常用於相對敏感或私密的研究上，例如：吸毒相關研究。並以滾雪球泛指逐步累積研究對象的過程，建立社交網絡的成員身分。而因本研究欲探究之內容，受其簽訂的保密條款影響而不公開，故研究對象屬於難以找尋之母體，藉由其中之樣本（創投）提供其他對象（新創），進而得以採用上述之對偶分析(Babbie, 2016)。

二、研究資料處理

1. 半結構式訪談

質性訪談是一種有目的性的談話，因此可以藉由面對面訪談，讓研究者進行提問、傾聽、回應，了解受訪者之感受、生活經驗、習性、思考脈絡，可以分為結構式訪談、半結構式訪談、非結構式訪談、群體訪談(林金定, 嚴嘉楓, & 陳美花, 2005)。

半結構訪談之模式為利用較寬廣的研究問題作為訪談用字與問題順序的依據，預先擬定訪談的架構與訪綱，但是會依據受訪者或訪談情形，彈性調整溝通類型、訪談問題與順序，優點是可呈現受訪者真實感受(林金定 et al., 2005; 鈕文英, 2021)，缺點是受到受訪者主觀以及研究者的訪談能力影響，必須巧妙的引導

DOI:10.6814/NCCU202101337

問題避免離題，適時發問、保持中立、感受受訪者的情緒氣氛，才能於撰寫研究時，將事實進行闡述，確立研究的價值，因此又稱為引導式訪談。

2. 資料分析

資料分析可以分為範本式、編輯式、融入或結晶化三種，而本研究將聚焦於使用範本式分析（又稱為模板式分析），利用先前文獻探討中使用的類別：參與平台、體驗思維、互動、網路關係、需求期待、問題目標、資源、價值，作為暫定的範本（編碼簿），之後對單位化後的文本資料歸類到適合的類別，無法歸類者則調整資料類別以包括蒐集的資料，找出類別間的相關性，驗證合理性(鈕文英, 2021)，如圖 3-2 所示。

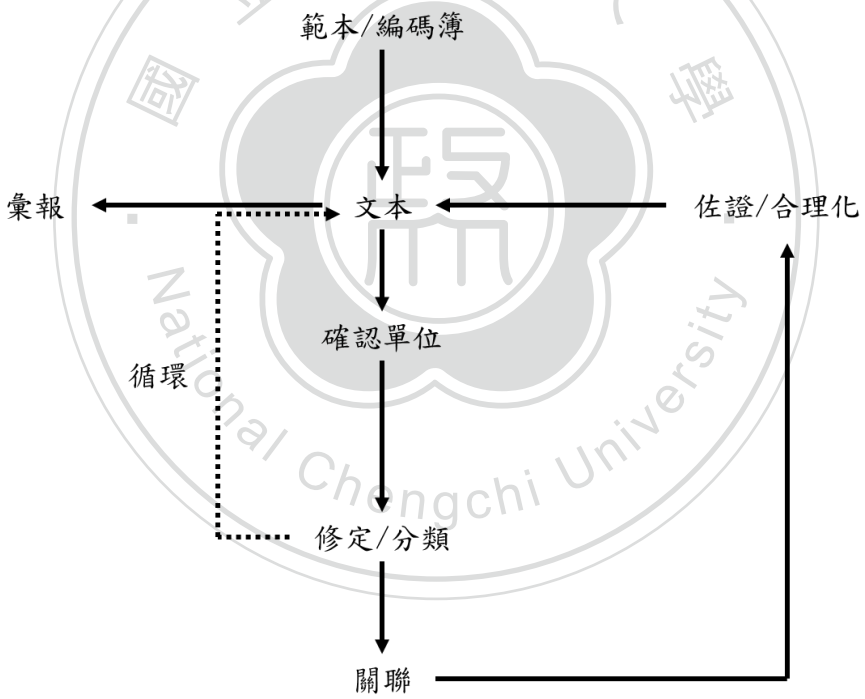

圖 3- 2 範本式分析方式

資料來源：整理自 Crabtree and Miller (1999, p. 22)

編碼為分析研究資料的過程，即為將資料分解、概念化、整合，並給予資料「代碼」（Code），包含持續比較法、分析歸納法、融入或結晶化分析、內容分

DOI:10.6814/NCCU202101337

析，其中分析歸納法是根據先前文獻的類別，發展為暫定類別，之後再視情形修改，與前述的範本分析有異曲同工之處。

3. 資料分析步驟

本文的資料分析步驟參考王明鳳 (2008)之方式進行，先將訪談內容以錄音方式記錄，再將其謄寫為逐字稿，並將逐字稿的內容整理於鈕文英 (2021)所附之電子檔案附錄 22 的表格中，如圖 3-3 所示，而資料分析步驟則如表 3-1 所示。

1. 紀錄的編號：
2. 訪談對象：
3. 訪談次第：
4. 訪談者：
5. 訪談日期和時間：
6. 訪談地點：
7. 訪談情況概述：
8. 訪談內容概述：
9. 謄寫者和謄寫日期：

編碼	訪談紀錄的內容	省思和評論

圖 3- 3 訪談資料分析工具

資料來源：擷取自鈕文英 (2021 附錄 22)

National Chengchi University

表 3- 1 資料分析步驟

步驟	解析方式
資料處理	將資料進行編號，如：受訪者、逐字稿頁次、受訪者對話。
編碼	1. 謄寫逐字稿：依據訪談時之錄音，盡可能完整逐字記錄。 2. 檢視分析逐字稿：詳細閱讀並逐字句檢視內容，按照研究架構決定的類別進行編碼，將其命名與分類。 3. 進行編碼：以編號將逐字稿依題序加入每個問題後，每一題目放入相同觀點之文字。

DOI:10.6814/NCCU202101337

分類、比較、概念化	重新分類，將屬性相近的概念組成一群體。若有自創之分類，則將受訪者陳述的話列出，佐證說明概念與架構。
建立脈絡	將現象之脈絡、互動結果放在一起，藉著範本把類別聯繫起來，以看清類別間的脈絡。
詮釋	將資料以理論說明，深入解釋意涵，作為結論以及建議，史研究具有價值。

資料來源：整理自王明鳳 (2008, pp. 86-87)

另外，本研究亦透過表 3-2 之對偶評量作為分析之方式，其中第一層資料透過雙方之詢問取得，而第二層資料為第一層資料之分析，藉由交叉分析的方式使得資料處理更加完善。

表 3- 2 對偶關係評量

第一層資料				
個人(P)	對方(O)	將個人和對方特徵做評量	個人對於雙方關係的觀感	預估對方對於關係的觀感
對於自我的認知：背景資料、個人特質、需求期待、價值觀與態度、溝通行為。	對於對方的認知：背景資料、個人特質、需求期待、價值觀與態度、溝通行為等。	互動過程中對於價值觀、態度等，認為與對方的一致性、相似性、互補性、互惠性、共同性、互賴性為何。	對於雙方關係的互動頻率、關係所處階段、權力和決定方、溝通和衝突、夥伴關係、規範的認知與觀感。	認為對方看待雙方關係的互動頻率、關係所處階段、權力和決定方、溝通和衝突、夥伴關係、規範的認知與觀感。

DOI:10.6814/NCCU202101337

第二層資料		
個人/對方	關係	
分析對偶雙方關於個人和對方知覺之特徵相似性，以及對偶雙方對彼此關係的觀感間有何關聯？	分析對偶雙方關於個人和對方特徵評量間的一致性，此情形與雙方對關係的觀感有何關聯？	分析對偶雙方關於個人和對方對彼此關係看法間的相似程度，此情形與對偶雙方的特徵有何關聯？

資料來源：整理自鈕文英 (2021, pp. 209-210)

三、研究對象與研究歷程

(一)、 研究對象之選擇

目前根據經濟部中小企業處所發布之「具創新能力之新創事業認定原則」，其針對國內新創事業（Startup）之定義為實收資本額新臺幣一億元以下，或經常僱用員工數未滿二百人，且符合公司法或商業登記法辦理公司登記或商業登記，設立未滿五年之事業(中華民國經濟部, 2021)。

而考量到研究問題與目標，本研究之研究對象選擇，係以上述之新創事業定義，並參考規模人數、市場經驗以及與創投交涉之經驗為主要標準，因此本研究以滾雪球抽樣之方式，藉由指導教授及曾參與的育成單位協助聯繫創投，再藉由創投及指導教授介紹訪談新創企業。最終選擇一家創投基金管理之投資人，以及被其投資並具有超過億元募資經驗之新創企業創辦人進行訪談，訪談時間地點之確認以及訪綱寄送之電子郵件皆由研究者本人進行聯絡。由於受訪者不希望將訪談內容公開，因此將其名稱匿名處理。

DOI:10.6814/NCCU202101337

表 3- 3 訪談對象

公司名稱	訪談對象	職稱	訪談時間	訪談地點
A 新創	b	創辦人	2021 年 04 月 12 日 下午 16 點 30 分	新創公司 辦公室
B 創投	j	投資總監	2020 年 10 月 29 日 早上 10 點 00 分	咖啡廳

資料來源：本研究提供

(二)、 訪談進行方式

與受訪者正式見面前，整理並理解訪談方式，並蒐集文獻資料以及受訪者公司單位的相關資料，熟悉研究對象的公司文化與目標。訪談時間以一小時至兩小時為主，並視情況進行時間之調整。於訪談前說明研究之題目、目的以及訪談方向，聽取回饋後了解訪談對象之背景資訊，以建立信任與友善的氛圍。

訪談中經受訪者同意後，以全程錄音為主、書寫為輔方式紀錄，亦給予受訪者與電子郵件聯絡時相同之訪談大綱作為確認，訪談過程盡量保持中立、開放、雙向溝通確認之形式，以避免誤解受訪者的話語。訪談後亦請受訪者推薦其利害關係人，並與受訪者保持聯繫，以確認訪談內容明確無誤並再次解答相關疑問，撰寫整理研究論文後再與受訪者進行內容勘誤與確認。

(三)、 訪綱設計

為符合研究目的與問題，訪談著重於兩組織之間的互動模式，並擷取雙方合作至今的經驗進行詢問，可說是一長時間互動的企劃案中之部分過程，主要依據（1）雙方於投資後管理的互動模式、（2）合作時意見不一致的解決方式、（3）合作所創造之價值以及共同目標 作為大綱擬定的方向。

另將本研究之訪談大綱內容置於附錄一。

DOI:10.6814/NCCU202101337

第三節 研究信效度驗證

一、資料信度

信度的意思是一致性，當不同研究者再利用本研究之方法與資料分析方式進行多次研究時，會得出相同之研究結果，比起效度，信度於研究之中應最先符合，無信度便無效度，但有信度不一定代表效度有達到。因此為力求研究的可靠程度與可驗證的特質，於研究流程詳細敘述本文之研究步驟，並繪製研究架構以釐清研究者之思考邏輯，另外亦於研究期間不斷省思想法是否過於主觀、用詞是否恰當等問題，並嘗試以不同角度切入討論，也與指導教授頻繁來回確認。

二、資料效度

在進行研究時，可能會因為研究者或受訪者的主觀意識等因素而影響（如表 3-4 所述），因此須證明研究結果之意義、正確性，以增加其說服性，而質性研究的品質可藉由一些方式佐證，例如：長期投入、持續觀察、三角驗證等，而本文採取三角驗證方式以及參與者查證的方式以提升研究品質。

表 3- 4 研究品質威脅因素

因素	意涵
研究者本身	
1. 個人因素	個人特徵、經驗知識、研究中的角色、與研究參與者的關係。
2. 期待與偏見	蒐集資料、訪談時有意或無意地表達主觀意識，則會影響研究參與者的表現。
3. 反作用力	直接對參與者進行情緒的表達、批評、讚美等。
4. 情緒陷阱	（1）參與研究時間過短、與研究參與者互動過少。 （2）研究者深入本土，與研究場域以及參與者無距離感。

DOI:10.6814/NCCU202101337

研究參與者本身	
1. 個人因素	個人特徵、能力，如：欺騙、答非所問、不理解訪談問題等。
2. 反應心向	（1）社會喜愛效應：呈現符合研究者心意的觀點和行為。 （2）禮貌的偏誤：過於隱藏或誇大個人情緒及特質，或隱晦表達批評。 （3）產生異於平常的行為：刻意引起注意、比平常過於安靜、浮動、專注。
資料蒐集、分析與解釋	
1. 蒐集不適當或不充分	來源不當、不多元、資料不夠飽和，以致無法充分回答問題。
2. 分析不適當	研究方法與問題不適合，未將多元面相列入分析。
3. 解釋不充分	未充分掌握、解釋資料意義。

資料來源：整理自鈕文英 (2021, pp. 365-366)

(一)、 三角驗證

三角驗證可以區分為方法間驗證以及方法內驗證，其中方法內驗證又可以分為：不同資料來源的三角驗證、不同研究者的三角驗證、不同理論的三角驗證，而本研究採用不同資料來源的三角驗證，原因為不同資料來源可以是不同的資料提供者(鈕文英, 2021)，而本研究便是對於創投方、新創方針對相同主題提供對偶訪談資料，進行查核。

另外亦進行方法間的三角驗證，也就是不同的資料蒐集方法，例如：訪談、問卷蒐集、觀察、次級資料等方式，本文除了聚焦於對研究對象使用半結構式的訪談外，亦有相關次級資料的蒐集與歸納，交叉比對以避免有過度主觀不符合產業狀況。

DOI:10.6814/NCCU202101337

(二)、　參與者查證

除此之外，亦與在相關行業的學長姊求證想法，以彌平威脅研究品質的因素，研究結果與發現亦與受訪者做進一步的查核確認，以符合最真實的情形，另外於研究期間也不斷的與指導老師進行討論溝通，目的便是希望盡所能的提高研究之效度。

總結以上，本研究採用以下方式取得信效度驗證：

1. 利用網路上的產業資料與理論文獻，交叉比對其兩者的價值共創關係，以力求其理論與實務的應用度以及一致程度。
2. 依循資料分析步驟以及對偶關係評量進行分析訪談內容，並提供訪談大綱，使其他研究者亦能遵循此方式達到相似的研究結果。
3. 本研究於撰寫前，多方與指導教授以及相關行業之學長姊求證，以維持此行業之真實性，避免實務之誤差。
4. 本研究將研究架構與研究流程繪製於內文，使研究者能同理的達到中立之研究結果。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

第四章 研究分析

第一節 個案簡介與產業背景

一、新創 A

A 公司一共有三位創辦人，分別以 b、s 與 k 作為代稱，致力於透過 SaaS 軟體系統讓餐飲業者更能掌握顧客所需，於 2012 年成立至今，目前累積客戶高達約九千間，於東南亞（如：新加坡、馬來西亞、香港）皆有市場，也獲得無數世界競賽大獎。

於 2016 年獲得 W 創投領投（C 創投與 T 創投跟投）之 560 萬美元（約新台幣 1.7 億元）A 輪增資，並於 2020 年再次獲得 J 創投領投（B 創投與 C 創投跟投）的 500 萬美元（約新台幣 1.5 億元）募資，成功完成 B 輪資金挹注。

而三位創辦人因為有共同喜好且從高中便認識，對於新創公司 A 的管理有極高的共識，也都有擔任 A 公司 CEO 之經驗，大大提升彼此的凝結力，其中創辦人 b 相較於 s 與 k，有較大承擔風險以及不畏懼衝突的特質，創辦人 s 則會於其中協助取得平衡，整體團隊的氛圍較美式，創辦人也願意聆聽管理團隊的意見並取得溝通，於訪談中也深刻感受到他們對於公司發展的強烈企圖心。

二、創投 B

為 A 新創於 B 輪時的創投公司之一，於 2009 年成立於台灣，是一間基金管理公司，專注於投資特定領域，例如：生物醫療、網路軟體、材料設備等。公司內主要之投資團隊不到 10 人，其中投資總監 j 於 2020 年加入創投 B，有著在三間行動通訊領域之新創服務，以及任職育成中心七年之經驗，期間所協助之新創募資，成功率超過一半，並且擔任多個政府或民間企業創新計劃的顧問或業師，在新創圈具有相當程度的資歷，個人特質上喜歡嘗試與學習新的東西，擁有興趣

DOI:10.6814/NCCU202101337

廣泛、強烈的自學能力，公司內的氛圍也是願意互相溝通、不同的專業樂於一起協助評估。

值得一提的是早在 j 總監進入 B 創投前，b 創辦人與他便已經認識成為朋友，因此更能加深彼此之間的共創發展。

三、產業概況

從新創 A 開始發展至今，也有越來越多的後起之秀加入這個智慧餐飲系統的網路產業，但在 A 公司尚未成功之前，台灣的創業環境中創投大多對於半導體或是生技等產業進行投資，然而與網路產業不同的是，這些產業都是有廠房等固定資產，創投的資金回報可以從資產以及研發的投入中取得顯而易見的報酬。然而以網路事業而言，新創卻是需要將錢投資在行銷及流量，且大多的軟體網路公司也是以廠商作為主要客戶（Business to Business 的營運模式，又稱作 B2B），因此許多創投便不明白這樣的轉變而趨於保守。

在這樣艱苦的環境底下，A 公司仍能白手起家，在此產業中取得 5%的市場占有率，甚至努力往 IPO 之目標邁進，於台灣的新創生態系而言是具有相當的代表性，且在過去五年內分別獲得多家台灣以及日本知名創投業者投資，故選擇作為本研究之個案，盼能藉此更了解新創與創投間的互動模式。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

第二節 創投與新創互動前

於投資篩選階段，或正在擬定投資協議時其實就開始互動，只是此階段的互動存在著不一定的風險，以及需求與目的性較重，但可以從此階段了解合作前的期待、目標以及現有的社群利害關係。

一、需求期待

(一)、 創投方

在新創與創投互動前，因為彼此有各自利益的著想，故在簽訂投資協議前，會有底線設定，並且希望自己的創投公司也能成長、持續營運，為了保障自己、避免風險高到無法承受，創投會理智的思考或評估是否合作。

創投 B 認為：*「當然一定會評估，VC 一定會評估會不會賺錢，可是另一個我們會選擇說這個是不是我們想做的、未來的行業，有沒有創新、有沒有改變產業結構、有沒有用正當的角度，道德利益一定有的，我們一定有這個原則。」*

由此可以發現，除了自身利益外，還有對於整體市場、產業成長的期許與標準，最重要的是新創方是不是符合市場的需求，以及有明確的目標並有努力的決心，雖然現階段可能沒有一定的市場佔有率，甚至可能有虧損，但是有潛力、有前瞻性、值得投資，甚至是可以改變總體環境的，那麼創投便會選擇投資。

而在不背離原則之下，對於投資後管理活動的互動過程一定會有其想像與期待：*「一定會有對工作的期許，一定會有想說那我希望能夠促成一些公司，那促成公司的角度就是這個投資或是這些案子要能夠發展得很好，IPO 是一種、要能出場是一種，或是他能發光發熱都是一種這樣子。」*

因此可以看出對於創投來說，新創能不能有所成長是一大期許與目標，甚至希望能造成一個產業以及社會的貢獻，對於整體環境都能有附加價值。除了符合公司期待之外，也會有這個投資案帶給自身成就感的期許，期待能與投資案合作到最後，彼此一同成長，除了新創方要成長外，自己也能累積經驗，以及有著期

DOI:10.6814/NCCU202101337

許能與新創創辦人成為朋友的希冀，一方面是希望達到資訊透明、不會有所猜忌，另一方面則是希望彼此能有互相扶持、幫助的情感支助。

(二)、　新創方

對於新創創辦人來說，新創公司就像自己的孩子，有著務必要成功撫育的壓力以及動力，因此在公司業務、據點拓展或是有意 IPO（首次公開發行）的時候便需要創投的支持。相對的對於新創來說，能找到一個懂自己的合作夥伴也是非常重要的，所以大多會尋找有投自身產業的創投來投資，才能讓創投切中要害的給予建議，並且獲得真正需要的資源。

這便誠如新創 A 的分享：*「這些創投要能了解我們想做的商業模式，我覺得這件事情非常重要，因為之前的事件很大的一部分就出在 SaaS Model 這個商業模式在會計上必須陳列的結果，所以造成了各方解讀不同。」*

另外新創 A 也對於最初尋找 B 創投投資的原因做進一步的闡述：*「主要是因為 B 創投這幾年在台灣的投資都做得蠻有聲有色的，你看像他投了新創 AY、IL，IL 是對我們最有直接關係的，因為那是餐飲，投新創 FN 那也是跟我們領域有相關，那所以我覺得他了解網路跟民生產業吧。」*

由此可知，除了創投會對於新創進行盡職調查（Due Diligence，DD）外，新創對於創投方也會進行全面的了解，才知道是否能藉由合作達到綜效。根據訪談的過程可以得知，雖然長時間而言仍然可以靠自己認識同業的新創，但藉由創投方介紹會因為投資人相同，而造成洽談合作時利益更一致、更趨於共好的目標。

藉由雙方互補的合作，新創方期望能有更多的機會取得資訊以及資源，才能更確保自己在市場上的拓展速度，並且也傾向於合作前相信創投的人脈對他們是有利的，相信有創投的加入會使未來更順利，在這樣互相相信的情況下展開他們的合作。

針對以上創投以及新創的分析與整理，本研究將其歸納出下表 4-1。

DOI:10.6814/NCCU202101337

表 4- 1 需求期待

對於另一方之需求期待

創投方	1. 有自身利益不受損的底線 2. 產業以及新創企業的可發展性、創新性，還有新創競爭力、欠缺資源程度都是評估的內容 3. 對自身以及對方未來發展有著期待、期許
新創方	1. 期望創投對自身企業以及所處產業有所了解 2. 會評估對方資源及資金的易取得性、能否給予有用的建議與人脈 3. 會對於創投方也進行全面瞭解與調查

二、問題、目標擬定

(一)、 創投方

對於創投方來說，在擬定投資協議時或是談合作的過程中，一定會希望能了解新創在未來一段時間內的目標，並且提出自身對於新創達成目標過程中的階段性期許，例如希望多久內 IPO、多久內進行下一輪募資，然後再互相討論實行的可能性，最終達到一個共識，不論是明文規定或是非明文規定的目標都會有所設定與協調。

創投 B 便提及：*「一定是討論過的，他會有寫在合約裡跟沒有寫在合約裡，例如說我就希望你去做某個市場，我們來試海外，有可能會有這樣子的，但不一定會寫下來，可能會講就是說我們投資人希望是在至少下一輪募資，要在多少錢以上，你必須成長到多少募資以上，會約定這個目標，如果沒做到要做什麼事情，這種事是有可能會定條件的。」*

DOI:10.6814/NCCU202101337

藉由擬定清楚問題和目標，創投方才更能明白如何協助、以及要給予什麼樣的資源，雖然有投資協議的規範，但它的作用是保障雙方的權利，避免風險而造成各自的損害，而真正的執行過程、如何執行都是在於雙方的默契以及職業道德。

(二)、　新創方

其實新創公司自身就會有成長目標與覺悟，例如若決定要 IPO 或下一輪募資，公司自己也必須要準備好，諸如：商業模式的符合、產品服務的拓展已達一定程度，營運績效上也要達到營利的成長、公司員工規模擴增、組織系統建置完整，而創投的角色更像是從旁協助，適時的給予其所需，畢竟能創造公司最大價值的人，仍然取決於創辦人。

新創 A 也提到：*「這一輪的投資協議是我們跟 J 創投談的……但是我們跟 J 創投談的其實比較後期，所以我們會談的是怎麼樣能夠 IPO，怎麼樣能夠拓展海外市場，怎麼樣能夠做出在台灣有一定的市場佔有率，然後發展出其他不同的商業型態，就是除了月租費的控制以外有沒有其他一些可以做的，大概都會關注這個。」*

而像是新創 A 已經有許多創投投資，因此許多的問題釐清和目標擬定都是透過多位創投一起討論出來的，因為投資協議上的每個條件都要每人一一同意，會需要 A 輪、B 輪的投資人互相放棄一些權利/權力，大家互相協調出最佳的最終結果，而討論的過程也是都取決於新創 A 公司當時的現況。

關於討論過程的細節，新創 A 解釋道：*「我們當時在談募資的時候，因為都談特別股，特別股會有特別的條件，這些特別條件如果你只有第一輪的時候那就是你要不要接受這個特別條件，但是當你今天要進到第二輪的時候，第二輪有些會要 veto right 你前面的條件，當然前面這一輪的條件他跟你簽的時候他都有否決權，一定他在某些條款上他都有否決權，除非是當你今天來募資的時候你的 bargaining power 很大。」*

DOI:10.6814/NCCU202101337

而第一輪談完、第二輪進來時，便會進一步的談其他的條件，如果這時公司表現的好，那第一輪的投資人若覺得第二輪投資人給予的條件很差，那麼就會否決第二輪的提案；但如果公司表現得不好，第二輪投資人就會要求第一輪放下很多的條件，而第一輪也會去考慮要不要執行否決權，避免自身權利受損。這是一個互相協調的過程，所以最後要談的條件會是所有的創投都同意的。

這樣的過程也歷時很長的時間，創投 A 表示從開始到真正能簽約會需要耗費兩個多月，畢竟每個創投都會有不同的意見，原本跟 A 輪談過的，可能 B 輪還要再重新談一次，一定要確保大家都同意，是一個非常動態的過程。

針對以上創投以及新創的分析與整理，本研究將其歸納出下表 4-2。

表 4- 2 問題與目標

與另一方擬定問題與目標
1. 可分為明文規定（投資協議上標註）與非明文口頭規定
2. 以共同討論方式擬定目標與條件以及最終若未達成的彌補措施
3. 新創方有特定想做的事，創投方當支持角色；創投方希望達成的，新創努力完成
4. 需視新創當時狀況以及表現做出協議擬定
5. 若有多個創投會一起協調投資協議，過程漫長

三、網絡關係

(一)、 創投方

在評估投資案的過程中，創投投資人有許多既有的利害關係人可以互相協助，例如：創投公司同事、專家、會計師、律師等。首先關於公司內的同事，根據訪談內容創投 B 提及公司內部其實非常能接受互相討論，所有同事間都可以接受一起討論，不論是任何提案或是趨勢都能用開放的態度互相了解，如果真的有不懂的，也可以請教其他專家朋友。

DOI:10.6814/NCCU202101337

創投 B 補充說明：*「一定要跟專家做確認，我會去請教專家意見，就是說這個行業或是這個技術到底怎麼樣才是好，或是這個市場到底哪邊才是 key application……另一個事情是在我們基金裡頭會有不同專業的人，有人對材料很懂，有人對資訊很懂，有人對生醫很懂，我們會互相大家一起 double check。」*

而因為並不是所有投資人的專長都是財會領域，因此對於財務、帳務上的認定則會請教會計師，以提供更公正的許可；在草擬協議的過程中也需要律師的協助，避免不公正或是歧義的發生，但因為大多的創投與新創都會有各自信任的律師，若彼此律師的想法不一樣，則會互相協調，努力站在彼此的角度設想，才能讓協議擬定成功，達到合作的目標。

(二)、　新創方

在創業的過程中新創 A 也參與了很多不同的社群與團體，從而認識許多人脈關係，從而作為其創業過程中的重要支持者，也因此有多元的管道認識創投投資人。本研究也將此製作成表 4-3，以更明白彼此間的關係。

表 4- 3 新創 A 的利害關係人網絡

利害關係人/社群網絡	關係與互助
S 計畫	以此接觸多位當時的創投投資人，並結交事務所的會計師好友。
Z 社群：創辦人 b 擔任一年總召，與台科大 v 老師共同發起	有感於台灣的創業知識和普及度不足，需要有人帶領，也在其中認識了 C 創投的一些 AO，以及 W 創投的創辦人 m。
W 加速器	雖然沒有加入加速器，但是與 m 保持友好關係，並經常去展示日（Demo Day），也結交許多團隊好友。
I 計畫實習經驗	I 計畫培養許多創業家，b 參與五年後多數都發展得很好或有成功出場（公開發行或被併購），彼此維持很

DOI:10.6814/NCCU202101337

	好的關係也多有互動，甚至也有許多此計畫的人（擔任總經理、金融業）認識創投或擔任投資人。
參與 M 計畫、台大的課程、學位	目的之一是讓新創 A 曝光，但創辦人 b 更重視的是學到的新知以及認識人脈、從人脈中學習。

新創 A 也在訪談過程中提到，在利害關係人的合作上，他們也有自己習慣的律師跟會計師事務所，也同樣認為這樣的利害關係人團隊一定要找能信任的人，因為投資人在擬定投資協議的時候，會是站在不同的立場，是在談判桌的不同角度，因此會為了自己的利益也找尋適合他們的團隊，不論是在哪一輪募資都會有一樣的狀況發生，只是會再互相協調出適合彼此的結果。

針對以上創投以及新創的分析與整理，本研究將其歸納出下表 4-4。

表 4- 4 雙方利害關係人

雙方各自利害關係人

1. 兩方有各自信任的利害關係人，各有立場但會互相協調、溝通。

創投方	1. 同一個創投公司的投資經理人會一同協助評估投資案 2. 會另外詢問專業人士關於欲投資產業、個案的資訊
新創方	1. 會從利害關係人或相關社群中尋找創投 2. 會組成相關團體以交流意見、學習新知、曝光，形成價值群 3. 會藉由過往的經歷與其他創業家、創投互相認識

第三節 創投與新創互動過程

在擬定完投資協議後，會是創投與新創互動最頻繁且明顯的時候，此時的雙方，雖然受到投資協議的制約，但卻處在互相需要的關係中，也是因為這樣的互相需要，而加深密切互動的過程。

DOI:10.6814/NCCU202101337

一、參與平台

(一)、 創投方

其實不論從創投方或新創方的訪談都可以得知，平常的經營決策跟公司年度目標都會在董事會進行討論，因為董事會就是一個最終決策權之所在，負責掌控公司治理的機制制度。而因為董事會除了新創方之外，不論是哪一輪的創投投資人皆會參與，若有必要也會集結各方利害關係人(例如：會計師、律師)，故可說是一個互相交流的平台。

另一個從訪談內容可以發現的是，「創投本身便是一個平台」，負責進行利害關係人的核心能力、資源媒合，每間創投都有他累積的人脈資源，例如：經營團隊、投資人，透過股東的互相介紹，形成一個生態網絡，若有新的同事加入，則會有新的「端點」可以拓展延伸。

就像創投 B 所說：*「我們之前有一個生醫背景的加入，我們就可以認識一些生醫背景的人，那我加入可能熟悉很多加速器的東西，或是我之前有跟不同的企業打交道，他可能本來不是我們 B 創投的股東，這就是增加的東西。」*

(二)、 新創方

就像上一段所言，創投是一個平台，這個平台媒合兩端的資源，加速彼此互動的速率也提升彼此互動的品質，甚至因為是一個經認可的平台，在互動的過程也較有安心、信任感。

從訪談中也得知，B 創投會舉辦自己的投資論壇或餐會，對於 A 新創來說便是一個很好的機會，可以從中學習新知又或是認識新的人脈，若有機會認識成功的企業家或是投資人便可以互相交流，了解對方的投資領域與專長，尋找新的合作機會。

新創 A 也補充道：*「你在其間跟他談話的時候，這種東西很難預期，但是出現就賺到，我覺得互動後期很多都是會這樣，比如說我們不會去這個（論壇），*

DOI:10.6814/NCCU202101337

我們就會去餐敘，在談話中或過程裡面我知道一個新的發展趨勢，如果說他講的也很有哲理、管理的話，那你就賺到更多的東西，但是那個很難預期。」

除了創投本身的平台外，新創 A 也會去參與一些其他單位主辦的大型活動，其中也不乏國發會等政府組織所舉辦，而在這樣的活動中也呈現了平台的特性，因為會有許多新創公司、網路創業公司、營利或非營利組織、媒體等參與，都對於 A 新創來說是一個很好增加交流觸角的機會，也可以從中遇到其他的創投。

另外，在非董事會的開會期間，創投 B 也會與新創 A 利用社群平台(例如：Line 群組)交流或是交換看法，甚至並非所有時間都討論公事，可能也會有相約餐敘、打球的情形，由此可見不論是否為實體、是否為正式交流，都可以證明雙方交流的參與平台非常多元。

針對以上創投以及新創的分析與整理，本研究將其歸納出下表 4-5。

表 4- 5 雙方參與平台

雙方參與平台
1. 創投本身便是一個平台
2. 所有投資人與新創都會在董事會上互動
3. 創投舉辦論壇、活動等方式讓多方的投資人、新創共同交流
4. 平時亦透過社群平台聯繫

二、資源獲取

(一)、 創投方

就像前面所提及，當雙方確認了目標後，創投便更能了解應該如何協助新創的發展，以及需要什麼樣的資源朝向目標邁進，例如：若知道想往國外市場發展，便透過人脈來幫助新創拓展海外業務的管道，或協助尋找其他的投資人加入投資；又或是對於新創的產品與服務需要其他的廠商、製造商協助，若新創不熟悉、不

DOI:10.6814/NCCU202101337

認識，便會介紹不同的廠商進行合作。不論是尋找員工或是公司的媒合，只要是創投力所能及的都會進行協助。

如同 B 創投所說：*「有可能我們共同目標就是 IPO 阿，那我就會想辦法幫你找 IPO 需要的資源、好的會計師、好的承銷商、券商，看怎麼樣可以把你拱上去。」*

(二)、　新創方

對於新創 A 來說，也深刻感受到這些創投的協助，像是幫忙做人脈資源的連結，例如最早的 W 創投有自己的公會，甚至也協助新創 A 進行財會記帳模式的調整並建立完整的基礎，而 C 創投則是進行單點式的介紹，J 創投跟 B 創投也作為進行國外發展的重要管道，因為很多跟網路相關的投資都在國外。上述創投 B 的幫助也有被提及，例如：社交網絡聚會、論壇等活動，協助介紹不同的公司以及新的機會，讓創辦人 b 覺得有評估跟學習的管道。

而雖然創投 B 會介紹人選希望新創 A 雇用以加入團隊，但是創辦人 b 認為還是要跟對方合得來，雖然被推薦了，但合不來還是要協調、看彼此磨合的狀況。另外也會直接請創投方幫忙介紹自己想認識的團隊以便談合作，甚至是政府的人脈，例如：經濟部、國發會、中小企業處，詢問情報或是爭取政府的資源或資金，因為若有意往國外發展也需要政府的支持。

新創 A 也補充：*「因為有時候比如說去年消費券的時候，他的有一些規定不是很合常理，那我們就會去反應一下，透過他去找國發會反映一下，因為就會說他們沒有考慮到現實情境阿這種話，就會可以得到一些回覆。」*

針對以上創投以及新創的分析與整理，本研究將其歸納出下表 4-6。

表 4- 6 雙方資源獲取

雙方資源獲取
1. 人脈交流：認識更多投資者、可以合作的其他團隊、上下游合作業者（公司）、為達目標所需的人才和員工

DOI:10.6814/NCCU202101337

2. 機會交流：使擁有更多機會拓展市場或獲得政府部門的情報
3. 舉辦論壇、活動，使得與其他利害關係人更緊密
4. 協助與政府溝通或獲取政府資源

三、互動（溝通）

在溝通互動的過程中，又可以分為五個類別，分別是：規範、權力決定方、頻率、意見不同、互動內容。關係中的規範使得關係能遵循一定的脈絡和準則進行；而頻率則可以了解互動關係的親密程度；從權力決定方以及如何造成意見不同、如何解決可以看出關係中是否不對等；互動的內容則更了解互動的目的與情形。

(一)、 創投方

規範

從訪談中可以得知，其實創投與新創的互動過程中，遵循的準則就是投資協議：*「還是要有一些合約原則，我們在做甚麼事情，不能就是說我們講好，一定還是要有公司的治理或程序。」*對於創投來說，強制力就只有在投資合約上跟董事會的公司治理上，而且通常沒有辦法對於合約再做更改，因為更改合約耗費的金額高，又會耗費許多時間與人力。

對於合約的內容，會規範諸如：要在何地 IPO、IPO 的資格、如何估計等，創投 B 也補充：*「我們可能講你必須要一百萬美金才可以賣掉，那你就不能隨便找一個人出很少的錢隨便賣掉，這個可能會定出條件。」*在合約上也會明訂達成目標的條件，以及若沒達成需要付出的成本。

而合約也會明訂創投的退場機制，或是將公司轉賣給其他人時也會有條件限制，例如：需先賣給現有股東、創辦團隊或第三方投資人需經現有股東同意，這些在合約上都會有清楚的條列。可以將規範作為保障彼此的一種方式，如此對於關係的相處上會更沒有壓力，可以更自在地進行互動。

DOI:10.6814/NCCU202101337

權力決定方

規範除了進行權益保障，創投也會在投資合約中提到對於新創的人事權是否有權力介入，*「但通常是不好的VC才會說我要介入你的人事權，或是這個公司爛到不行才會說要介入人事權。」*不過若規範有提及，便也間接表示新創對此有所同意，但大多創投並不會介入，因為這通常都是公司治理的部分，公司自己公司章程都會去定義多少預算、需要什麼樣的權責、什麼事情必須要去董事會抉擇、決定，什麼事情需董事會、股東會投票。利用這樣的方式與創投方進行制衡。

而因為新創 A 有著許多的創投投資人進行投資，所以創投 B 也提到關於權力的決定是在於股權的多寡：*「通常都是看誰實力比較強，這個實力是在於說你有多少股權，你到底有多少投票權或是你有多少的關鍵決策權。」*

但也有其他的情形造成不同的權力決定方，例如：如果進行的決策行為或產品服務是違法的，那麼這時權力決定方就會是政府或是 FDA 決定的，由這些第三方進行裁決，而非雙方能控管。又或是在法規上的阻擋便會是窒礙難行的因素，以及在進行專利申請或金融科技的允許時，新創的產品達不到前瞻進步或安全有效的標準，就需要不斷改善來達成，便不是創投或新創公司所能決定。

頻率

雖然創投 B 並沒有舉自己的例子說明，但投資總監 j 透漏，每一家公司的投資人都會與公司協調固定的開會時間，董事也會有不一樣的要求，例如每個月、每一季開一次董事會，或是每年開兩次，也會各自要求新創給予管理報告，並定期參加高階主管經營會議。藉由這樣固定的會議可以定期追蹤新創的進度與狀況，以達到互動的過程。

意見不同

在互動的過程中一定會有意見不同的時候，創投 B 舉例：*「譬如說他今天就突然想著我今天要去東南亞市場，可是其實我們非常不看好，可是他又很想去。」*但意見不同並不代表是壞事，大多時候都可以從這樣的過程中激盪出不同的想法

DOI:10.6814/NCCU202101337

或作法，畢竟做決策的過程中，很多事情都是沒有一定的標準答案，這時候便只能依靠互相討論，討論出一個彼此都同意的共識。若真的無法繼續合作，也會有退場機制的條件：*「你吵完架如果還可以做朋友就做朋友，吵完架真的要分手就看有沒有一些權利義務阿。」*透過合約上的規範，也能在意見不同時給予保障。

互動內容

在互動內容上，創投 B 認為便是以合約上的目標作為大方向，然後再透過平常的董事會、高階主管會議，進行公司年度目標、經營決策的討論。討論內容包括：市場發展的決定、IPO 的進度等。

(二)、　新創方

規範

對於規範內容，新創 A 也表示投資協議會明定董事會需要同意的事項，還有 A 輪以及 B 輪需要核可的內容。而與創投的互動便是遵照條例的內容運行，以保障彼此的利益。

關於投資協議的內容，新創 A 也堅決認為不能輕易改寫與變動：*「不可能改的，投資協議不可能改的，要改茲事體大，你只有發生新一輪投資或者 IPO 才有可能改，不然就不可能改。」*因為一旦要改投資協議，會是所有投資的創投方都要改：*「我們當時弄那個投資協議就是這麼厚一本嘛，我們找 L 律師事務所、他們找 T 律師事務所，共同把那個投資協議出來就花近十萬元美金。」*由此可見，如果真的全部都重新改寫一遍，每一個人又有各自要求的權利，如 A 新創有五間創投方，便耗時、耗力有消耗眾多資金，因此投資協議如生活中的憲法般，不能輕易更動。

權力決定

新創 A 坦言，若公司當時狀況較差，則話語權會較小，但若現金流、損益達成率、業績達成率有一定的成效，那話語權以及議價能力會相對而言較高，因此公司本身是否已經有一定的運行能力是重要的關鍵。

DOI:10.6814/NCCU202101337

頻率

根據新創 A 的說法，其與創投 B 的互動可以分為正式與非正式，其中正式互動又分為繳交報告、董事會議、信件與見面次數。例如：月初給投資人關於顧客的狀態、公司成長狀態的報告，而月中則有財報與管理報表；董事會則是固定在一到兩個月的月底，利用一個半小時的時間說明進度還有進行策略討論；一到兩個月也有最少一次的信件跟見面次數。

而非正式互動則是進行閒暇的互動交流：*「噢我跟 j 因為認識很久了我跟他每兩個禮拜都要打一次球……就是我們有一個聚會啦，我太太也認識他太太……那我們在 Line 上面都有群組，所以大家隨時要找都找的到。」*由此可以發現創投與新創間的互動是非常頻繁且緊密，已經融入生活之中的關聯。

意見不同

根據新創 A 分享:*「老實說如果真的意見不同，其實到最後都要看成果啦……我後來覺得最糟糕的就是表決，因為表決完就完蛋了就是他再也就不會回來了。」*可以發現，意見不同的過程中也還是要根據最終其他董事會中的投資人是否意見一致，而若進行到表決，那麼協商的餘地便會減少很多，會進而增加新創的不利因素，並不是新創所樂見的結果。而雖然創辦人 b 相較於過去其父執輩「避免衝突」的特性，他並不害怕與董事會有衝突的產生，更傾向於直來直往的模式，但還是會盡量避免衝突的發生。

對於新創 A 來說，若創投方提出的想法合理，都是有可以討論的空間，因為接受了投資，雙方便是在「同一艘船上」，所以會盡可能的互相尊重彼此的利益，若真的提出不合理的要求，也會同時侵害其他董事會上股東的權益，因此在總體上來看，會盡可能保持理性與能溝通的空間。

互動內容

在正式的會議上，新創 A 分享：*「其實就是中間每一個過程裡面會跟董事會的人或者投資人……會去溝通現在的狀況未來要做什麼事情，大概是這樣。」*而

DOI:10.6814/NCCU202101337

因為與創投 B 的投資總監是朋友關係，因此交流的內容增加了平日的休閒娛樂，例如：打球、餐敘，與其他的創投也並不是只有公事，也會有如球賽、聚餐的話題，來聯繫感情甚至是交友。

針對以上創投以及新創的分析與整理，本研究將其歸納出下表 4-7。

表 4- 7 雙方溝通模式

雙方溝通模式
1. 利用合約作為規範，輔以於董事會認可的公司治理模式，且大多不會更改，而合約內容主要是為了保障雙方利益
2. 公權力（政府、法規）所造成的影響更甚，而若新創的績效不佳，可能造成話語權也減少
3. 定期給予報表以及與董事會彙報和討論
4. 會有娛樂活動或是用餐等非正式聚會，用以聯繫感情或交友
5. 除了使用信件等正式管道外，也會使用 LINE、私下聚會等非正式交流
6. 意見若不同便盡可能協調出可接受的結果，真的不行就是表決
7. 會議內容多為公司目標的擬定以及實踐狀況和經營決策事項

四、互動（取用）

(一)、 創投方

創投方的取用可以分成自我經驗的取用以及提供資訊給新創方取用，在自我經驗的取用上，創投 B 認為因為每次遇到的狀況跟挑戰都不一樣，也很少有公司從投資到最後都一樣，會因為成長階段不同而有不同的挑戰跟改變，但藉由這些不斷累積失敗的經驗可以成為未來成功之養分。

甚至進入創投前，所從事的職業、與其他不同企業互動所累積的經驗，都會成為自我經驗的取用，也可以成為提供給新創的資訊，讓新創創辦人獲得經驗，需要的話也會給予財務模型、資訊的建議。

DOI:10.6814/NCCU202101337

(二)、　新創方

因為新創 A 有與多位創投互動的經驗，因此取用地資訊各有不同，也從所有的創投投資時學習很多，像是擬定投後管理架構（管理的體系、管理的報表）的經驗是由 W 創投提供，C 創投也協助修正，然後 J 創投與 B 創投則是延用先前的模式，由此可見並不是只有新創 A 進行取用，B 創投也取用了先前其他創投的經驗與資訊。

而創辦人 b 也認為透過創投，在個人成長上也吸收了許多經驗，他補充說道：*「例如說他會要求你要有視野，然後你要想得思慮比較深、做事不要那麼衝動、要會講話，那這些東西其實回過頭來都是對公司或者創業者個人是能夠帶來成長的。」*但更多的是從創投 B 取用關於關注其他團隊、市場消息的資訊，而相對來說，新創 A 也會給予創投建議的回饋，並不是只有單向取用，而是會提出自己的想法，也提供創投方不同的資訊，這樣的互動讓取用更雙向。

除了創投之外，新創的取用對象還有在其他場合認識的投資人或高階經理人，不論是在活動過程中或是聚餐中，能夠交流到不同的想法，獲得新的發展趨勢、有道理或哲理的人生觀，*「這種東西很難預期，但是出現就賺到……賺到更多的東西。」*

對於創投所提供的資訊和建議，創辦人 b 都很廣泛的接受與採納，認為直來直往更能反映到真實的意見，對於建議也很樂意採行。但同時，新創 A 有許多不同的創投，要如何在當中取得平衡，對於新創 A 來說也是一大考驗，*「當你把這麼多不同個性的創投做完，你真的會變成一個非常完美的企業家。」*誠如 A 新創所說，會盡量把每一個不同的期望都採納，努力符合 C 創投的「具有中國文化傳統與儒家思想的企業家」，以及 B 創投與 W 創投的「新一代創新科技領域這種爆發性的創業者」，和 J 創投的「有國際觀、可以除了台灣市場以外還有海外市場的創業者」。將所有的建議都集合起來，成為未來能更進步的最佳利器，但因

DOI:10.6814/NCCU202101337

為這些資訊的重疊度並不相同，因此對於 A 新創而言，困難的是如何從這些「都很好的建議」中，學習如何執行並找出最適合自身的方案。

而在獲取資訊的管道上，也並非單純會議交流或是僅使用電子郵件往來，更多的是利用現今新興的通訊軟體工具，讓大家隨時有資訊都能即刻交流與取用。

針對以上創投以及新創的分析與整理，本研究將其歸納出下表 4-8。

表 4- 8 雙方各自取用

雙方各自取用

創投方	1. 提供公司治理資訊給新創參考 2. 投資時取用之前投資的經驗（或其他投資人的經驗）
新創方	1. 取用不同創投的經驗，盡可能都符合 2. 取用創投提供的財務模型、管理架構 3. 接收創投所給予的團隊、市場等資訊的建議 4. 會有資訊上的互相回饋與採納 5. 利用非正式場合採納別人的經驗 6. 會理性思考創投給予的建議是否要採用 7. 利用應用程式讓溝通更迅速 8. 創投方會給予個性上的建議使創辦人成長

五、互動（風險評估）

(一)、 創投方

在風險評估的層面，創投 B 透過定期與 A 新創更新狀況，幫助新創公司評估會面臨的相關風險，不論是個人、公司、社會層面，都進行定期的把關。B 創投會要求團隊於每個月都提供當月報表、備忘錄，記錄公司最新的情況，而新創方也會利用信件或是另外做精細的報告呈現，完全按照新創公司的階段決定。利用這樣的方式追蹤新創的情況，同時也能建立一套更有效率的制度。

DOI:10.6814/NCCU202101337

另外，在協助評估的過程中也很常遇到意見不同的時候，不管是 IPO 或是募資階段的決定，又或是是否併購、轉讓出場，可能會因為各自評估的方式不同，而有所不同的結果，是一個動態的討論過程，但藉由與新創積極地互動，對於風險和優劣勢的評估和交流，更可以提升雙方的互相信任感。

(二)、　新創方

而新創 A 的訪談內容也與創投 B 成功的對照：*「然後我們現在固定就是每個月會發兩個 report 給投資人，月初跟月中，那月初就是結一下顧客的狀態、成長的狀態，因為財報還沒出來嘛，那月中就會發財報跟管理報表，然後通常我們都會排一個月一次或兩個月一次，月底就會開董事會講一下進度還有什麼要討論的。」*可以再次發現，若沒有這樣的定期溝通互動，很難彼此了解狀況，或是進行可執行性評估，雖然本研究的新創個案有三位創辦人，但對於很多新創來說，創辦人可能只有一位，甚至極有可能對於市場總體環境並不熟悉，或是沒有商管領域的相關經驗，這時就十分需要與創投進行雙向的評估與溝通。

在風險評估過程中，新創 A 也舉出最近的疫情為例，面對新冠病毒（Covid-19）對於產業的衝擊，也成為影響新創作出決策的因素，雖然當時的 B 輪募資已經結束，但對於創投方也造成一定程度的顧慮，因此便要與創投方不斷的協調，並同時評估當時台灣的疫情發展。由此可見對於風險評估，並不是單就雙方的因素，大環境的狀況時常也扮演著舉足輕重的考量因子。

以新創 A 來說，許多的決定最終都要通過董事會，必須要設法讓大家都同意，但若其他的投資人或是股東認為風險太高，對新創 A 來說也會無法執行，因此會盡可能與所有董事會的與會人溝通，*「所以在這個機制上我當然會盡可能去跟大家講說，我會考慮你想考慮的點是什麼，那我會盡量避免嘛，那告訴你最糟糕的環境情況我們會怎麼樣，那我們怎麼樣去做去避免，來讓你覺得好像可以試試看。」*

DOI:10.6814/NCCU202101337

其實不論對於新創或是創投來說，資金回報或是獲利都與風險是呈現正相關的，在新創這樣的新興產業，不能同時期望高獲利與高報酬的產生過程中並沒有任何風險，是創投和新創彼此間已有的共識，就像新創 A 所說的：*「可是你今天期望的是年報 30%，最好是三倍 300%，然後再更好的 3000%這種，那你怎麼會說你什麼風險都不要冒呢？」*因此每個人在追求高報酬的同時也會盡自己所能的控制風險，評估自己承擔風險的能力。

針對以上創投以及新創的分析與整理，本研究將其歸納出下表 4-9。

表 4- 9 雙方各自風險評估

雙方各自風險評估

創投方	1. 會要求定期製作特定報告內容追蹤 2. 若評估結果有所不同會不斷與新創討論
新創方	1. 遇到劣勢時會與創投溝通解決方式 2. 雖有自身利益，但各自仍要為彼此著想 3. 將自身的想法與現狀說明清楚，以利於對方評估 4. 風險一定有，但各自都要有能承擔風險的能力

國立政治大學 National Chengchi University

六、互動（透明）

(一)、 創投方

在創投與新創的產業中，因為有投資協議或是保密條約的關係，讓創投這個行業一直有種神秘感，但事實上資訊不透明是外人的觀感，就內部雙方而言，許多事情一定要溝通清楚，甚至是有白紙黑字的規範需要遵守。

而通常要求簽署保密協議(Non-disclosure agreement，NDA)的會是新創方，雖然預計要發展的規劃，都會在市場中有走漏風聲的可能性，而專利最終也會在市場中有所公開，但是還有許多資訊需要保密，例如：營業秘密、財務資訊、股東名單與比例、個人的隱私資訊等，就像創投 B 所說：*「你有什麼 special recipe*

DOI:10.6814/NCCU202101337

這件事我不會跟別人講，或是你這個專利的作法在你還沒有公開這部分不會特別去宣揚、不會特別去講這件事情。」

除了利用一些規範達到資訊透明外，也可以利用交友的情感因素，雖然並不能斷言交友就完全是為了利益，但免除不了的是若能成為朋友，相對許多事情會更願意開誠佈公的告知彼此，若有緊急危機會願意在董事會前溝通，甚至相處上也會更有默契，達到資訊透明的目的。

(二)、　新創方

新創 A 便認為，在與創投方互動過程資訊透明的前提是，自己公司內部運行也要十分透明與清楚，以利於在尋求投資人投資時，證明自己的能力。新創 A 也補充說道：*「我跟客戶的所有互動全部線上不用靠人，我的帳非常清楚，我的客戶協作流程全部自動化，每一件事都可以追蹤都可以記錄，然後所有東西都系統跳轉，我所有東西都符合財務就是簽證會計師的認可，我從近十年前就開始簽一直簽到現在。」*而就像前面所說，為了要讓 A 輪與 B 輪的創投資訊透明，會在董事會時將所有創投投資者集結，所有條件都開誠布公的談，雖然過程曠日廢時，但是唯有這樣的方式才能讓大家獲得最公正最透明的資訊。

新創 A 團隊的特點是內部的運行與討論都是很開放的，而創辦人的性格也影響很大，就創辦人 b 來說更願意直白的溝通，意見不同或是分歧也沒關係，創辦人 b 表示：*「對我來講我是力求透明度要增加，就是這件事情在 A 新創公司內跟公司外都是一樣的……我們比較希望的是你不要隱瞞我，你可以告訴我實際的情況長什麼樣子再自己想辦法解決。」*藉由直白地訴說自己的想法，以及做決定的思考邏輯，讓公司的事情可以直接的互通有無，不論是對於公司內部或是對於創投投資人來說，是最快速、最方便的方式。

針對以上創投以及新創的分析與整理，本研究將其歸納出下表 4-10。

表 4- 10 雙方各自透明程度

雙方各自透明程度

DOI:10.6814/NCCU202101337

創投方	1. 有公司章程以及投資協議使運作更透明 2. 利用投資協議避免雙方以外知曉，但雙方間不論正式或非正式場合必須盡量透明
新創方	1. 將公司內部的資訊透明化有助於獲得投資與評估 2. 力求讓資訊透明有助於讓雙方解決事情

七、體驗思維

(一)、 創投方

體驗思維當中最重要的點是要如何讓對方能夠化被動為主動，那以 B 創投的作法就是不主動介入，而是從旁觀者的方式提供建議，或是扮演和事佬的角色協助處理紛爭，也會提醒一些法律的措施和規範。而根據合約以及公司治理的規定，若是不需要經過董事會同意的事，B 創投也會認為可以放手讓新創做多方嘗試，試過了再看成效如何。

就像 B 創投所說，在合作的過程中必須相信自己的信念，也相信自己的投資眼光：*「你必須要相信一些事情嘛，就是說你的知識或是你的所有的常識知識或是生活方式，你必須去相信他，你至少要相信他，如果你不相信這件事情的時候，你怎麼做感覺都不對。」*

對於 B 創投來說，一旦投資了便是利益共同體，必須要有不隨意揭露公司事務的責任，因此不論是紛爭或是挫敗都是過去的事情，也是階段性非常態的過程，因此在於投資後管理階段會較以開放的心胸看待。

(二)、 新創方

而從 A 新創的回饋可以感受到他們也努力的化被動為主動，例如：*「會阿會阿我們基本上就是誒你覺得這個東西怎麼樣，那其實對新創 A 來講我們盡可能要做到的是不是只有接受啦，我們還是可以 feedback。」*由此可以看出，在給予回饋上的主動。此外就像前面所提，有了資訊透明化的基礎後，也會自己主動尋

DOI:10.6814/NCCU202101337

求 B 創投在政府資源獲取、團隊人脈認識上的協助。甚至，若有相對急迫的事，新創 A 的創辦人也會積極主動地拜訪各個創投，而非被動等著創投援助。

在想法上的互動也可以看出新創 A 的主動積極：*「我一定會告訴你說這件事情我們怎麼想，為什麼這麼想，接受不接受……我們之間其實用一種方法就可以講得通了，例如說我把東西全部攤開，那你有看到問題你自己看到就直接講就好了，跟以前的方式比較不太一樣。」*積極的給予回饋以及提出自己的想法，是在溝通的過程中不可或缺的因素，相對的創投方也必須要能適時接受這些回饋，才能有更多解決方案的可能性。

這也是為什麼對新創來說，能有一個熟悉其產業的創投是重要的，而對接的負責人（AO 本身以及老闆）面對新創互動的態度則更重要了，*「因為最終他才會決定了他怎麼跟你互動，因為就算你考慮了那個創投有沒有互補，那個老闆不喜歡你，老實說都沒有用。」*新創 A 補充道。而雖然這些創投會給予新創 A 許多不同的期望，但創辦人 b 努力將所有的期望盡力做到的思維，也算是一種獲得互信的共事方式。

雖然看似取得彼此的互信很簡單，但若牽涉到利益上的糾葛，新創 A 仍覺得必須要有自己的最終底線：*「你要創造一個你隨時都可以走了不談了的狀況……因為其實事情上是這樣，我現在接受了你的投資你接下來跟我在同一條線上，所以你現在要求如果很不合理，我接下來怎麼跟你一起合作？」*

對於雙方來說，各自有其必須保護的利益，而新創方的利益並不是只有共同創辦人的利益，還有股東們的權益，在被迫要犧牲時必須要替他們著想，因此會更傾向於，若還有能互相退一步的方式，那就繼續合作，若過度不合理那麼就會將決定權掌握回來。

針對以上創投以及新創的分析與整理，本研究將其歸納出下表 4-11。

表 4- 11 雙方各自體驗思維

雙方各自體驗思維

DOI:10.6814/NCCU202101337

創投方	1. 盡可能不過多介入而以輔助的方式給予建議 2. 要相信自己投資的信念 3. 可能扮演和事佬或關鍵磨合者
新創方	1. 更重視投資負責人的合作態度 2. 若有多家創投合作，會盡可能符合所需 3. 設定底線並積極尋求溝通、適時給予回饋，掌握主動權

第四節 創投與新創互動後

其實會因為階段不同，而形成「從互動過程到互動後，再從互動後到互動過程」不斷循環的一個迴圈，是一個動態的過程，而在每一個互動結束後都有不同的關係階段認定，以及對於產生何種價值的評估，以下之分析即就訪談當下之狀況進行分析闡述。

一、關係階段認定

(一)、 創投方

對於創投方來說，認為只要開始投資合作後就是命運共同體：*「我們就在同一條船上阿，我們就是一個利益共同體。」*是一種進行重大決策時，必須要一同討論、一起評估的關係，若合得來有機會成為朋友，那麼會更有利於彼此關係狀態上的穩定。

(二)、 新創方

而從與 A 新創的訪談中得知，對於其與 B 創投合作至今，覺得跟 B 創投的關係可以用合作夥伴形容，是一個與創投 B 平等的關係，跟 B 創投的投資人更因為認識時間較久，已發展為朋友的關係：*「那創投 B 就是投資人 j 嘛，我跟 j 就是朋友嘛。」*而對於目前的投資組合則認為：*「對我來講算是其實認真講是蠻豪華的，這個陣容其實算蠻明星隊的。」*

DOI:10.6814/NCCU202101337

在當時的情況下，可以判定彼此的關係是對等的，並沒有高低與優劣之分，針對以上創投以及新創的分析與整理，本研究將其歸納出下表 4-12。

表 4- 12 雙方對於關係之認定

雙方對於關係之認定

創投方	1. 投資後便是利益共同體 2. 若合得來也能成為朋友關係
新創方	1. 如果能提升新創公司的能力，則可以增加彼此的信任 2. 私下可以做朋友，但董事會上還是要按照合作條例

二、價值與效益

(一)、 創投方

*「人到底是資產還是費用，每個人一定都有一個費用，可是他如果創造出更多的產值、價值，他就在資產上有幫助。」*創投 B 的這句話，便貫穿了接下來的分析。以簡要的分類而言，創投 B 所認為的價值可分為：資產報酬、名聲與名譽、社會影響、個人成就。

然而就像創投 B 所言，價值的創造過程其實是按照階段性的目標改變而形成動態的結果，在每個時間點都是不一樣的，隨著機會挑戰還有產業環境的轉變而有所變動。

資產報酬

對於創投來說，最直觀的價值便是資金以及資產的回報：*「不是我整個基金壓倒在這上面，而是說至少在這個案子上我們應該都要獲利，你要讓公司活下去要成長要有獲利，那 VC 就要從這邊是有覺得有機會可產出。」*以創投的角度，新創只要能順利出場（IPO 或被併購）便不算是失敗，但真正的成功則是看獲利金額能讓創投收到多少報酬。

DOI:10.6814/NCCU202101337

創投 B 坦言：*「創投的資產就是新創公司啊，這些公司就是創投的資產。」*因為在財務報表上，新創公司的表現便是創投基金的淨值表現，創投會根據新創公司的估值換算未來的股價，以及代表公司的市值。淨值不是進入股市後才有，在財務報表上會有所反映。*「所以他一定是資產，一定是資產，但資產是多還是少他是正的還是負的，但是一定是資產。」*

名聲與名譽

如果創投投資的新創表現突出，對於創投未來的募資一定會有所幫助，短期利益是基金的本身有回饋報酬，長期效益就是有好的名聲與名譽：*「創投基金也是有他的履歷，你有投過 Facebook、你有投過台積電你就是有一個很漂亮的一個經歷這樣子。」*

若以創投 B 的角度來分析對於新創的價值，他說：*「知道這些都是誠信正直正派的投資機構，這一定有一個正向的價值。」*因為被績效好的創投投資表示新創具有一定程度的潛力，也會進而影響未來有哪些創投願意投資，所以是一個正向的循環，在國外來說若有國際級投資進駐，在國際股票市場上市的可能性便會大增。

社會影響

在確定新創是能營利之後，創投也會鼓勵新創做出對於社會有正向回饋的決策，*「如果他有一些好的 reputation、好的名聲，那當然對整個大家會有好事阿！」*但是優先順序一定是要先經營好公司，有自己的獲利模式、毛利、淨利，便有機會成為不只是高度賺錢獲利或是股價優良的公司，還可以成就社會的影響力、成為社會中的幸福企業，甚至是促成很多就業機會，不論政府是否有機會看重，對於社會還有投資人又是一種正向的循環。

個人成就

對於創投 j 來說，若能有機會幫助新創成長、探索更多的可能性，便能增加他的成就感，*「就是我對他是一個有價值的創投，有人可能身上沒有資源……只*

DOI:10.6814/NCCU202101337

要我能夠帶來一些他沒有的資源，可能他就覺得跟我合作還不錯。」除了協助本身創投營運的成就，投資經驗也能成為創投投資人個人成長的以及養分，以 j 總監來說，他希望未來在達成一些目標後，也能獨自營運一個基金，因此擁有更多的經驗都是一種成長。

(二)、　新創方

在新創方的價值創造上，則可以分為個人規劃、自我學習、成就目標、社會影響等四個面向。

個人規劃

對於新創 A 的創辦人 b 而言，若 A 公司成功出場，人生的下一階段規劃便是希望運行一個基金、幫助更新的團隊，達到人生的目標，能將他的經驗觀點找到好的團隊延續，而與多位創投互動的過程便會是人生目標的最佳墊腳石。

自我學習

在與創投互動的過程中，可以藉由與投資人或是其他利害關係人的交流，得知更多關於產業的新發展趨勢，或是從對方的價值觀中獲取一些哲理，便能加快自我成長與學習。而透過創投給予創辦人的建議，例如：*「他會要求你要有視野，然後你要想得思慮比較深、做事不要那麼衝動、要會講話。」*這些其實也都是對公司或者創業者個人是能夠帶來成長的。

成就目標

就像是完成老師、家人對自己的期許會增加信心與成就感，新創 A 也透過達成不同創投對於自己的期望，而努力的朝向目標邁進：*「老實說創投對你的條件你把我的投資人全部滿足了話你就會變成一個超級強的人生勝利組。」*

社會影響

對新創 A 來講也想透過與創投的合作來創造一個產業：*「至少我幸運的事情是我們可以讓做 SaaS 這個 model 的公司在台灣其實可以被更多人認識，更多人支持。」*這便對於新創 A 來說是最大的價值意義，其創造的價值不僅限於公司

DOI:10.6814/NCCU202101337

或個人，對於創投或是台灣的產業環境也是有好處：*「所以其實新創A做很多不管是公共關係(PR)，最終還是會說我們是跟這些投資人一起做出來的結果，因為他一定程度上就是回饋到這個產業裡面讓他變好。」*

因此也可以說新創與創投共同促進共好的結果，針對以上創投以及新創的分析與整理，本研究將其歸納出下表 4-13。

表 4- 13 雙方獲取之價值與效益

雙方獲取之價值與效益

創投方	1. 將投資經驗作為未來事業發展的力量 2. 金錢和財務上的回報仍然是重要的 3. 共創的價值是一個隨著情況不斷改變的過程，但是要有優先順序 4. 若有好的投資案，對於投資人或是創投企業來說都有名聲上的好處 5. 對於創投來說新創是其重要的資產 6. 新創能造就的還有就業、社會回饋等產業價值 7. 對於新創來說，若創投有幫助，便是一種價值 8. 好的創投投資對新創來說也是一種名聲的價值
新創方	1. 與創投合作的經驗也能應用在未來個人職涯發展 2. 可從創投投資人身上學到個性、人生哲理或是有價值的體悟可以幫助個人成長 3. 創投給予的建議對於公司發展來說是有益處的 4. 可以因合作而創造產業正向發展或回饋

DOI:10.6814/NCCU202101337

第五節 個案分析小結

根據以上的分析，可以再針對兩者互動時的想法與行為做更進一步的整理，在此用以下三個表格（表 4-14 至表 4-16）進行歸納。

表 4- 14 個案互動前之特性歸納整理

互動前	
需求期待	
相似之處	1. 雙方有利益不受損之底線。 2. 皆會對於另一方進行全面性的了解與評估。
不同之處	[對自身與對方發展皆有期待]： 創投方需求期待：對方之成長、自身的資金回報。 新創方需求期待：能了解產業、給予資源及人脈的協助。
問題、目標擬定	
相似之處	1. 分為明文約定與非明文約定。 2. 約定與規定都是共同討論得出之共識。
其他特點	1. 創投為支持者，新創為實踐者。 2. 協議擬定耗時且須視新創方情況而定。
網絡關係	
相似之處	1. 會各自組成群體/社群，並與群體/社群互相協助。
不同之處	[皆有來自利害關係人的幫助]： 創投方的利害關係人：評估投資案、提供能協助新創的資源人脈。 新創方的利害關係人：協助創投與人脈找尋、交流資訊、學習新知。

DOI:10.6814/NCCU202101337

其他特點	1. 各自利害關係人立場不同，但會協商取得共識。

資料來源：本研究整理

由互動前可以看出，在需求期待、目標擬定以及網絡關係上，皆有其相似之處，而若有不同之處，其實都能歸納出一個相似的特點，只是雙方之特性細項有所不同。本研究認為造成此情形的主因為，此階段有共同的目標：確認投資、擬定投資協議，而在確認投資前雙方已經確認彼此需求，因此分析結果會傾向趨於相似。

表 4- 15 個案互動過程之特性歸納整理

互動過程	
參與平台	
特點	以下幾點皆為互動時的參與平台： 創投本身、董事會、論壇、活動、社群平台。
資源獲取	
不同之處	[皆有從對方獲取資源]： 新創給予創投：人脈。 創投給予新創：人脈、政府資源、市場機會、交流平台。
互動（溝通）	
特點	1. 規範：遵循合約規範之脈絡進行互動以保障權益。 2. 權力決定方：公權力、董事會席次為主，也因新創績效而變動。 3. 頻率：最少每月會有一次互動機會，各式會議皆為定期。 4. 意見不同：盡可能協調，表決是最後方案。 5. 互動內容：

DOI:10.6814/NCCU202101337

	(1). 呈報報表、董事會彙報與經營方向討論，屬較正式互動。 (2). 打球、聚餐等娛樂活動的非正式交流以聯繫感情。
互動（取用）	
不同之處	[皆會理性思考是否取用對方資訊]： 創投方從新創方之取用：投資經驗（自己、其他投資人）。 新創方從創投方之取用：財務模型、管理架構、市場經驗、資訊建議、個人成長建議。
其他特點	1. 使用新興應用程式、聚會場合等取用管道形式。 2. 雙方會互相回饋與採納。
互動（風險評估）	
相似之處	1. 積極與對方進行討論與追蹤情況。 2. 各自都有承擔風險的準備。
不同之處	創投方：藉由報表、報告、評估風險。 新創方：將想法與現狀說明清楚，以利評估。
其他特點	1. 各有利益、彼此互相著想。
互動（透明）	
特點	1. 利用投資協議與章程使運行透明化。 2. 新創內外資訊皆力求透明，有助評估與解決事情。
體驗思維	
不同之處	創投方：相信信念、不主動介入，輔以建議。 新創方：主動溝通與回饋、盡力符合期待，掌握主動性與決定權。

資料來源：本研究整理

DOI:10.6814/NCCU202101337

互動過程之中也可以發現，除了體驗思維與風險評估之外，其餘的項目皆為有大方向的相似，本研究研判原因為，在互動過程中雙方須不斷協調並達成協議，故對於互動的認知會是相似的，而風險評估以及體驗思維的部分則是因為，創投必須要創造機會讓新創方化被動為主動，因此便可以看出雙方主被動的差異。

表 4- 16 個案互動後之特性歸納整理

互動後	
關係階段認定	
相似之處	1. 投資後是利益共同體。 2. 雖按照合作條例行事，但仍有機會可成為朋友關係。
價值與效益	
相似之處	雙方在合作過程中能替對方創造的價值： 資產報酬、名聲名譽、未來規劃發展、社會影響、成就目標（個人、公司）、經驗學習。

資料來源：本研究整理

而互動後的關係認定以及價值效益，則是有高度重複，由此可以看出雙方在經歷了一段互動過程後，是一同創造出相似且對雙方皆有利的價值，非僅創造特定一方之價值，而對於關係的認定已相較於合作前有更進一步的發展。

另外亦針對互動前、互動過程、互動後的模式彙整出表 4-17，可以發現各階段會著重不同的構面，而這樣的前中後流程是環環相扣的，互動前所討論的議題會影響互動過程中的討論與執行，而互動過程中的互動模式又會進一步產生風險或價值，甚至是檢討方案而影響下一階段的互動。

DOI:10.6814/NCCU202101337

表 4- 17 互動前中後之比較

		創投	新創
互動前	需求期待	1. 利益不受損的底線 2. 對於新創有評估準則 3. 對彼此皆有期許	1. 期待創投對自己有所了解 2. 會對創投進行調查並有自己的評估方式
	問題、目標設定	1. 分為明文與非明文約定 2. 共同討論得出共識 3. 擬定耗時且需視新創情況而定 4. 創投為支持者，新創為實踐者	
	網絡關係	各利害關係人立場不同，但會協商	
		1. 公司內投資人會共同協助 2. 詢問專業人士	1. 從社群網絡中找尋創投人脈，組成團體資訊交流、學習
互動過程	參與平台	創投本身、董事會、論壇活動、社群平台等都是平台管道	
	資源獲取	給予新創人脈、政府與市場機會、交流平台等資源	給予創投人脈資源
	互動-溝通	1. 規範：遵循合約保障權益 2. 權力決定方：公權力、董事會席次、新創績效 3. 頻率：最少每月一次，定期會議 4. 意見不同：協調、表決 5. 互動內容：正式互動、非正式互動	
	互動-取用	多元管道形式，互相回饋採納	
		過往或其他投資人的投資經驗	創投的財務管理、經驗、建議
	互動-風險評估	1. 積極討論與追蹤 2. 皆有承擔風險的準備 3. 各有利益、互相著想	
		由報表報告評估	力求資訊透明
	互動-透明	1. 利用投資協議與章程使運行透明化 2. 新創內外資訊皆力求透明，有助評估與解決事情	
	體驗思維	不主動介入、輔以建議	主動溝通與回饋，掌握主動與決定權，盡力符合期待
互動後	關係階段認定	1. 是利益共同體 2. 雖按照合作條例行事，但仍有機會可成為朋友關係	
	價值與效益	雙方能替對方創造的價值：資產報酬、名聲名譽、未來規劃發展、社會影響、成就目標（個人、公司）、經驗學習	

資料來源：本研究繪製

DOI:10.6814/NCCU202101337

第五章 研究結論與建議

第一節 研究發現與結論

研究發現一

雙方的價值共創關係為：為了同一目標在遵循一定的體制下，站在彼此的立場互相著想，盡力做出想法與資源的互換，期間所造就的價值，將成為未來各階段長期合作中，重要的經驗以及養分。

（回應研究問題一）

從本研究創投與新創的互動可以發現，創投給予一定空間讓新創自行發展、回饋想法，而透過雙方的互動也的確創造出雙方/第三方皆獲利的價值，即符合 Ramaswamy 在 2004 年所提出的價值共創理論之意涵。而若要根據 2017 年學者提出之最新解釋，則可以將其理解為：透過創投與新創以及其他利害關係人之關係，以投資協議作為互動的規範，保障彼此的權益，促成其中網絡關係的互動，並且活用各自所擁有的資源，創造出彼此的共同利益（獲得利潤、回報）。

由上述可以發現，雖可將創投理解為廠商（服務提供商、生產者），新創方則理解為顧客（客戶、消費者），而創投方提供服務給新創方，但雙方之關係並非僅限於某些價值共創理論提到之合作或共同買賣產品、服務之行為，因彼此的關係中，有高度的想法、行為上的互動，且主動方也不斷視當下情境有著動態的變動，因此本研究認為所利用的價值共創理論解釋，需涵蓋雙方的互動、主動性、創造價值等意涵。

而又從表 4-17 可以發現，其實創投與新創彼此所創造出的價值都是因為價值共創的互動過程所產生，若沒有這樣的過程無法達到互惠互利，因此綜上所述，其彼此的價值共創關係有以下幾點延伸意義。

DOI:10.6814/NCCU202101337

一、創投需給予新創空間發展，同時新創亦需主動尋求協助，雙方保持資訊透明。

二、投資協議以及董事會的存在是互動中的保障，具有必要性。

三、創投既是平台，亦是共創者之一，具有多元角色。

四、雙方關係不僅為交易或合作，更多的是想法以及資源上的互饋與取用。

五、需涵蓋利害關係人互動及體驗的價值共創理論方能解釋其關係。

六、其價值共創所創造之價值，將成為彼此長久合作重要的驅動力。

因此，雙方的關係可以解釋為：為了同一目標在遵循一定的體制下，站在彼此的立場互相著想，盡力做出想法與資源的互換，期間所造就的價值，將成為未來各階段的長期合作中，重要的經驗以及養分。

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

研究發現二

創投與新創間的互動，可以藉由 Ramaswamy 提出之價值共創理論兩大架構內的八大元素解釋，而藉由這樣的互動模式可以進一步創造出期待的價值。

（回應研究問題二）

在 Ramaswamy 所提出的價值共創架構下，可以利用八大元素做以下的解釋。雙方在多樣的「參與平台」（創投本身、董事會、論壇、活動、社群平台）之下，透過現有的「網絡關係」（政府、其他投資人、高階經理人等），擷取彼此的不同「資源」（人脈、政府資源、交流平台）。

在互動過程中，遵循一定規範進行互動以保障權益，不論是一月至少一次的正式互動（董事會、例會、報告報表），又或是非正式的交流聯繫情感，雙方都盡可能的協調出最終方案，並維持平等關係、互相著想。不論是利用聚會或是社群交流，雙方皆會提出自己的想法進行反饋，另一方也會理性思考是否採納。在資訊透明、了解事態全面性的情況下，也會勇敢承擔風險、審慎評估。

最重要的是，新創方會主動進行互動，而創投方則是作為一個輔助的角色，視新創的需求給予幫助。作為一個利益共同體，雙方共同創造的價值（資產報酬、名聲名譽、未來規劃發展、社會影響、成就目標、經驗學習），小至影響個人、公司，大至影響社會，造成整體產業生態系的成長與改變，而這些都是若只有其中單一方，便創造不出的價值。

而若進一步探討兩者之間在互動前與互動過程中，所創造出了新意涵，可將其可彙整出下表 5-1，並可以進一步發現藉由價值共創理論的互動模式，是創造價值的重要前提。

DOI:10.6814/NCCU202101337

表 5-1 藉由互動過程造就之新意涵

	互動前	互動過程	比較與延伸新意涵
參與平台	利用創投本身、社群平台作為溝通管道。	創投本身、董事會、論壇活動、社群平台等都是平台管道。	擴大並增加利害關係人範疇，加入其他創投或利害關係人加入，而產生了新的平台。
			延伸意涵：互動有助於平台的擴展。
資源獲取	僅限於獲取自身的資源，但會於合作討論時提出，作為彼此合作的參考。	創投給予新創人脈、政府與市場機會、交流平台等資源；新創給與創投人脈資源。	於互動過程才有資源上的交換與交流，互動前則是提出作為合作的利益參考。
			延伸意涵：互動將促進資源的流通與交換。
互動－溝通	以問題與目標設定為主要的溝通方向，已經開始有溝通頻率的產生，雙方於磨合階段，若發現不適合合作，則極有可能中止談判，互動內容主要以投資人和新創間的討論會議為主。	1. 規範：遵循合約保障權益。 2. 權力決定方：公權力、董事會席次、新創績效。 3. 頻率：最少每月一次，定期會議。 4. 意見不同：協調、表決。 5. 互動內容：正式互動、非正式互動。	互動前的溝通僅限於目標與問題的擬定，而於互動過程中才是真正的共同付出以及承擔彼此的決策風險。
			延伸意涵：真正成為利益共同體後的溝通是更緊密的。
互動－取用	於問題和目標擬定時，會互相回饋與採納意見和當下情況。	雙方皆以多元管道形式，互相回饋採納，創投取用過往或其他投資人的投資經驗；新創取用創投的財務管理、經驗、建議。	雖於互動前就有採納彼此看法的狀況，但於互動過程中所採用的意見是更影響決策，並可能引發風險。
			延伸意涵：互動中的取用更能對雙方產生實質幫助或效益。
互動－風險評估	已於決定合作時，評估彼此的合作風險，並評斷風險的可能性以及有風險承擔的準備。	1. 積極討論與追蹤。 2. 皆有承擔風險的準備。 3. 各有利益、互相著想。 4. 由報表報告評估、力求透明。	互動前的風險評估較像是一種心理準備，而互動過程中的評估則是對於未來發展的判定。
			延伸意涵：互動中的風險評估是要一同協調而非單方決定的。
互動－透明	保有自己的底線，僅提供對自己有利的資訊，以促成合作。	1. 利用投資協議與章程使運行透明化。 2. 新創內外資訊皆力求透明，有助評估與解決事情。	互動中要比互動前追求透明才能共好，而互動前更像是一種賽局，最大化自身利益。
			延伸意涵：合作中唯有透明，才能更長久。
體驗思維	盡力促成雙方共同之目標以及合作機會。	創投不主動介入、輔以建議；新創主動溝通與回饋，掌握主動與決定權，盡力符合期待。	互動過程更講求默契，以及合作又不影彼此發展和利益的相處模式。
			延伸意涵：不同公司有不同相處模式，找到對的相處模式更能達到目標。

DOI:10.6814/NCCU202101337

研究發現三

在互動過程中，可以歸納出七個共同重視的因素，並不是每一要素都需要達成，但若都達到則可以越緊密、越融洽。

（回應研究問題三、實務問題）

根據研究結果，可將其歸納為七點要素，亦可以將其理解為，若遵循要素進行合作，便能有效「催化」創造出價值（實務問題），以下針對此七點進行陳述（表格 5-2）。

表 5- 2 實踐創投與新創價值共創的七要素

要素	說明
是否替彼此利益著想	在互動的過程中，若沒有站在對方的利益角度，僅希望能獲得更多、侵犯對方利益，容易使得合作無法進行下去而破局，但若在思考利益或是談判的過程中，便站在對方角度思考，不僅能更快達成共識，有時更能創造雙贏的局勢。
彼此之透明程度	不透明、有所隱瞞，將使得另一方無法快速反應，或是即時提供資源、人脈等協助和建議，故理當追求彼此間的互動透明度高，藉此也能幫助風險評估時更全面。
是否盡力取得共識	雖不強求共識之結果，但要力求「盡力」，關係的穩定並非依靠長期之委屈求全，故若能理性取得同樣看法或創造出一個雙方皆同意之想法，將有助於雙方互動。
遵循合約規範互動	規範是為了保障雙方的權利與權益，且合約內容是雙方已達成之共識，遵循將更能促使互動過程更順暢；不遵循則會影響私下或是於業界的誠信與名聲。

DOI:10.6814/NCCU202101337

其他聯繫情感之作法	雖非必要，但若平時有相互聯繫情感之社交活動，則更能了解雙方之習性與應對方式，於合作中也能增加溝通效率，並且共同面對遇到之困難。
理性回饋與採納資訊	此為關係平等之基礎，互動的過程中，最重要的是「有來有往」，故當一方給予不合理之建議，應當提出自身的回饋，而若是合理之建議，則予以接受並採納，方能使雙方接收真正想法而溝通更順暢。
承擔風險之準備	創投方接受高回報的同時，也要能接受伴隨著高風險發生的機會；新創方則要承擔運用創投的資金，卻虧損的風險，當有負擔風險的心理準備後，便會更小心謹慎的進行評估，將更有助於未來發展。

由以上可以發現，若能滿足此七點要素，將有助於關係的緊密以及加速促進價值共創後的效益。並能讓雙方的互動更融洽，以利於長時間發展。七點要素就像是一光譜，並非所有要素都一定要達成，但若能做到越多項目，則越往光譜的右邊前進（如下圖 5-1）。

圖 5- 1 七要素關係光譜

DOI:10.6814/NCCU202101337

第二節 研究結果討論

綜觀當前台灣創投與新創產業合作模式，雖與國外有著不太相同之處，但就目前台灣的產業特性來說，A 新創與 B 創投的互動狀態仍有其代表性，雙方之互動亦充分展現了「魚水共生」之關係。而從上一節之研究發現三，便可以作為台灣新創與創投互動間考量因素的建議。

而針對互動前與互動後的共同特性，亦將其整理為表格 5-3，作為加深創投與新創間執行價值共創的證據。

表 5- 3 互動前與互動後之特性

特性	說明
互動前	
皆進行全面評估	不論是創投方或是新創方，在確認簽擬投資協議前，皆會對於另一方進行全面了解，可視此為一種風險評估，唯有更加了解彼此，才能確保後續的互動是有價值的。
皆保有利益底線	創投與新創雙方皆必須明白，其各自有相對應的利害關係人之利益需要維護，因此該如何設定自己最終的底線，並且了解對方的底線，是在互動過程前必須熟知的事項。
具有需求期待	了解彼此的需求期待，更是有助於未來雙方的互動，若有無法做到的需求期待，也必須誠實以告，避免合作後才引發誤會。
共同擬定明文與非明文約定	要準確區分明文與非明文約定的內容，避免未來互動時的窒礙難行，而共同擬定則是確保達成共識，使未來互動更趨於同一目標。

DOI:10.6814/NCCU202101337

各自組成群體並互相協助	雖然雙方便擁有彼此能創造的價值，但能取得其他利害關係人的合作，增加創造價值的觸角也是重要的。
互動後	
對關係階段有相似的認定	在一個階段的互動過程後，若能確保雙方的認定是類似的，那麼有助於確認價值的共同創造，並往下一階段邁進。
共同創造相似之價值	藉由檢視是否共同創造相似的價值，可以確保互動的意義，以及階段目標的達成，成為再次合作的動力。

藉由此表之解釋，將能使新創及創投更能明白該如何進行投前互動，以及各個投後管理活動階段的互動後審視。然而應當如何互動與合作，方能創造出更多的價值？藉由學者 Ramaswamy 和 Gouillart 提出的本研究圖 2-2，以及本研究發現二之表 5-1 可以了解到，若要拓展整體的價值共創體系，應當擴大體驗空間、擴大互動範疇、擴大參與平台連結、擴大生態系統中利害關係人的聯繫。以下便進行說明：

一、擴大體驗空間：

因為體驗思維是整體價值共創下的基礎，故在一定條件下，創投可以再給予新創更多的自發性主動參與空間，以輔助角色代替強制的介入，將會有利於共同創造多元價值，並提升合作的穩定度。

二、擴大互動範疇：

增加多元的互動內容，將有助於創投與新創間關係更緊密，例如：交換資訊消息與建議，以及對於事件、情況的溝通深度、頻次，使用多元管道交換建議，甚至是取得訊息的管道，都是增加互動透明度與深度的方式。

DOI:10.6814/NCCU202101337

三、擴大參與平台連結：

增加雙方能互動的空間，不論是正式或是非正式的互動，都有其不同的參與平台，但是更重要的是要加強參與平台的黏著度，確立這些參與平台的品質、提升參與意義，吸引更多不同類型的人才參與。

四、擴大生態系統中利害關係人的聯繫：

當有更多的利害關係人參與創投與新創間的互動，將有助於雙方進行決策時，有更多的建議以及資訊能採納、增加共創的經驗，反而能讓合作上更順利、更鞏固彼此關係。

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

第三節 研究貢獻與意涵

本研究之研究貢獻如下：

一、 從價值共創理論的角度解釋創投與新創間的互動關係。

藉由整合 Ramaswamy 過往提出之價值共創理論兩大架構內的元素作為解釋，可以發現雙方的互動過程幾乎符合體驗思維、互動內容、參與平台、網絡關係之要件，以此給予學術理論上一個全新的觀點角度。

二、 突破舊有理論發展，提供全新的觀點解釋其關係。

在過往的研究中，主要以代理理論（Agency Theory）、賽局理論（Game Theory）、程序正義理論（Procedural Justice Theory）等理論解釋創投與新創間的關係，但藉由這些理論卻無法解釋，雙方互動的過程為何能創造出價值，然而利用價值共創的理論架構，卻能清楚理解互動模式的特性，彌補過往之缺口。

三、 提供新要素作為互動建議以促進創投及新創間的關係。

除了學者在價值共創理論中的元素可以增進雙方互動過程外，本研究亦在研究發現部分提出七要素，盼作為促進創投與新創雙方互動過程中之催化劑，使關係更緊密。

由以上三點延伸出之理論意涵為：

一、 解釋創投與新創透過之互動模式與方式，以達到價值的共創。

可由本研究之觀點，合理解釋雙方促成價值之原因與過程，並延伸出促進合作效率的因子，確保其中之互動品質。

DOI:10.6814/NCCU202101337

本研究之實務貢獻如下：

一、　提供創投與新創雙方相對應的作法，以提升雙方互動之品質。

本研究提供共創價值的作法，使未來雙方進行合作互動時更有跡可循，過程中也能更敏銳的發現，應當利用何種相處模式以及相處的觀點看待關係的發展，並保持互動關係的對等，避免有過度的主導方，影響價值共創的結果。

二、　確保創投與新創若遵循一定作法，便能共同創造出價值。

藉由本研究總結出之互動模式作為價值共創的互動模板，可促進創投與新創實務上價值創造的效率、品質，並對於最終會有何種價值產生予以期待，更甚者也能創造出不同於本篇個案的價值。

由以上延伸出之實務意涵為：

一、　創投與新創皆能藉由價值共創之方式，使獲得更好的發展。

創投方藉由人脈、資源的方式協助新創方發展，而新創方亦透過這些更有效率的機會與管道，促成新事業的發展，藉由這樣的方式，雙方皆能獲得事業上良好的回報，同時促進社會與產業的利益，達到三方共同成長的三贏局面。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

第四節 研究限制

一、 研究資料有完整性之限制。

本研究雖已盡力控制研究中之變數，但因採用半結構式訪談法，並輔以次級資料佐證，此法將受限於受訪者的主觀意識與認知而產生研究品質的威脅。其次，因本研究之訪談對象為創投與新創，而雙方關係受到保密協議的保護，雖研究者已保證將以匿名、延後公開等方式給予保障，亦有經過對偶個案分析確保資料的連結性，但仍難以避免於訪談過程中受訪者的刻意隱瞞。其三，因本研究之創投及新創公司皆有眾多投資或被投資對象，因此互動內容可能因保密協定，而參雜其他之合作對象內容，而僅達到部分對偶分析。

且大多研究將所有之利害關係人皆納入價值共創理論作探討，而本研究僅專注在創投與新創間的互動，雖能將雙方的互動模式描述的更細緻，但也因此縮小研究視野，難以呈現整體新創產業生態系的互動全貌，若將利害關係人納入，將能使創投與新創互動過程的狀態了解的更詳細。

二、 符合所有類型創投或不同產業新創互動模式的不確定性。

因本研究之創投與新創皆為網路資訊產業，且他們的投資發生於 B 輪投資，新創方也已邁入成熟階段，而目前雙方於投後管理之互動亦僅有約一年時間。故若置換成不同產業、不同募資階段、新創的生命週期階段較早、雙方互動時間更長等不同因素，是否仍有相同之結果將有待確認釐清。

DOI:10.6814/NCCU202101337

第五節 未來建議

一、 完善研究資料之完整性並增加與其他利害關係人互動的探討。

未來若能一次研究更多的對偶個案，或將其互動過程轉為問卷等形式進行量化研究，將有助於增加此類型研究的實證性，進一步的給予本篇探索式研究更多的實際數據作為驗證。

而根據本研究的訪談，可以發現彼此的利害關係人可能有：同創投底下的新創、律師、會計師、政府單位，又或是隱含的其他對象，例如：加速器、育成組織、天使投資人，未來若能更進一步的進行關係間的廣泛研究，可以使此理論有更多理論上以及實務上的貢獻。

二、 探討多樣態之創投及新創間的價值共創理論匹配度。

可以探討不同募資階段又或是不同型態的新創及創投，例如：企業機構創投、銀行金控型創投等，以及創建型新創、擴展型新創等，以此可檢視是否所有情況下的創投與新創互動皆符合價值共創理論，又或是何種產業、情形不符合價值共創的內涵。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

參考文獻

一、 中文文獻

Babbie, E.，（2016）。社會科學研究方法。林秀雲譯（三版）。臺北市：新加坡商聖智出版。

Du, P., Lee, C.-F., Chou, H.-H., & Fang, S.-C.，（2017）。[(創)串新]的服務模式: 以價值共創觀點探索尚品宅配的服務流程與本質。管理學報， 34（3），頁 401-430。

Feld, B., & Mendelson, J.，（2016）。創業投資聖經。陳鴻旻譯。新北市：野人文化出版。

Prahalad, C. K., & Ramaswamy, V.，（2003）。消費者王朝：與顧客共創價值。顧淑馨譯。台北市：天下雜誌出版。

Ramaswamy, V., & Gouillart, F.，（2011）。共同創造到底有多厲害!。王怡棻譯。台北市：商周出版。

王明鳳（2008）。以管理矩陣及家族因素分析屏東縣民間老人養護機構。未出版之博士論文，東海大學，社會工作學系，台中市。

李明恩（2012）。以價值共創探討臺灣職業棒球球團之經營—以兄弟象為例。未出版之碩士論文，政治大學，科技管理研究所，台北市。

林金定, 嚴嘉楓, & 陳美花，（2005）。質性研究方法: 訪談模式與實施步驟分析。身心障礙研究季刊， 3（2），頁 122-136。

柯美滿（2003）。創業投資事業投資後管理－追蹤監控方式之研究。未出版之碩士論文，交通大學，高階主管管理學程碩士班，新竹市。

夏寧（2019）。以競合觀點探討創投與新創團隊的互動。未出版之碩士論文，政治大學，科技管理與智慧財產研究所，台北市。

DOI:10.6814/NCCU202101337

高于婷（2011）。簡單中的不簡單：簡單生活節的價值共創。未出版之碩士論文，政治大學，科技管理與智慧財產研究所，台北市。

張紹基，2000。創業投資公司真的能創造價值嗎?。《國科會研究報告》。台南市：成功大學國際企業研究所。

許芳銘, 何祖鳳, & 曾振芳，（2007）。新興產業營運計畫之評估模式—以網際網路產業為例。東吳經濟商學學報，（56），頁 1-26。

許端芳（2002）。以共生/寄生觀點探討台灣創業投資事業與高科技事業之互動關係。未出版之博士論文，交通大學，經營管理研究所，新竹市。

鈕文英，（2021）。質性研究方法與論文寫作(三版)。台北市：雙葉書廊出版。

劉松瑜，（2007）。創業投資事業對高科技公司價值提昇之研究。管理與系統， 14（1），頁 27-49。

蔡家昌（2019）。平台的價值共創機制之研究：以台灣大車隊為例。未出版之博士論文，政治大學，科技管理與智慧財產研究所，台北市。

賴荃賢（2018）。漫談台灣創投事業與投資評估模式，上網日期 2021 年 05 月 31 日，檢自：https://www.cbia.org.tw/news/3498931。

中華民國經濟部（2021）。具創新能力之新創事業認定原則，上網日期 2021 年 08 月 01 日，檢自 https://law.moea.gov.tw/LawContent.aspx?id=GL001136。

二、 英文文獻

Amit, R., Glosten, L., & Muller, E. (1990). Entrepreneurial ability, venture investments, and risk sharing. *Management Science*, *36*(10), 1233-1246.

Argandoña, A. (2011). Stakeholder theory and value creation. *Working Paper WP-922*, IESE Business School, Madrid, Spain: University of Navarra.

DOI:10.6814/NCCU202101337

Arvanitis, S., & Stucki, T. (2014). The impact of venture capital on the persistence of innovation activities of start-ups. *Small Business Economics, 42*(4), 849-870.

Brav, A., & Gompers, P. A. (1997). Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies. *The journal of finance, 52*(5), 1791-1821.

Bruton, G. D., Fried, V. H., & Manigart, S. (2005). Institutional influences on the worldwide expansion of venture capital. *Entrepreneurship Theory and Practice, 29*(6), 737-760.

Busenitz, L. W., Moesel, D. D., Fiet, J. O., & Barney, J. B. (1997). The framing of perceptions of fairness in the relationship between venture capitalists and new venture teams. *Entrepreneurship Theory and Practice, 21*(3), 5-22.

Cable, D. M., & Shane, S. (1997). A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships. *Academy of Management Review, 22*(1), 142-176.

Cornelius, B., & Naqi, S. A. (2002). Resource exchange and the Asian venture capital fund/portfolio company dyad. *Venture Capital*, 4(3), 253-265.

Crabtree, B. F., & Miller, W. L. (1999). *Doing Qualitative Research*. SAGE Publications.

Davila, A., Foster, G., & Gupta, M. (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing, 18*(6), 689-708.

De Clercq, D., & Sapienza, H. J. (2001). The creation of relational rents in venture capitalist-entrepreneur dyads. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 3*(2), 107-127.

DOI:10.6814/NCCU202101337

Elitzur, R., & Gavious, A. (2003). A multi-period game theoretic model of venture capitalists and entrepreneurs. *European Journal of Operational Research, 144*(2), 440-453.

Fiet, J. O., Busenitz, L. W., Moesel, D. D., & Barney, J. B. (1997). Complementary theoretical perspectives on the dismissal of new venture team members. *Journal of Business Venturing, 12*(5), 347-366.

Fredriksen, Ö ., Olofsson, C., & Wahlbin, C. (1997). Are venture capitalists firefighters? A study of the influence and impact of venture capital firms. *Technovation, 17*(9), 503-532.

Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge university press.

Gladstone, D. (1988). *Venture Capital Investing: The Complete Handbook for Investing in Small Private Businesses for Outstanding Profits*. Prentice-Hall.

Gompers, P., & Lerner, J. (2003). Short-term America revisited? Boom and bust in the venture capital industry and the impact on innovation. *Innovation Policy and the Economy, 3,* 1-27.

Grönroos, C. (2011). Value co-creation in service logic: A critical analysis. *Marketing theory, 11*(3), 279-301.

Grönroos, C. (2012). Conceptualising value co-creation: A journey to the 1970s and back to the future. *Journal of Marketing Management, 28*(13-14), 1520-1534.

Hellmann, T., & Puri, M. (2000). The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. *The review of financial studies, 13*(4), 959-984.

Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *The journal of finance, 57*(1), 169-197.

DOI:10.6814/NCCU202101337

Heugens, P. P., & Van Oosterhout, H. J. (2002). The confines of stakeholder management: Evidence from the Dutch manufacturing sector. *Journal of Business Ethics, 40*(4), 387-403.

Huang, L., & Knight, A. P. (2017). Resources and Relationships in Entrepreneurship: An Exchange Theory of the Development and Effects of the Entrepreneur-Investor Relationship. *Academy of Management Review,* 42(1), 80-102.

Kenny, D. A., Kashy, D. A., & Cook, W. L. (2006). *Dyadic data analysis*: Guilford press.

Kohtamäki, M., & Rajala, R. (2016). Theory and practice of value co-creation in B2B systems. *Industrial Marketing Management,* 56(7), pp. 4-13

Kortum, S., & Lerner, J. (2001). Does venture capital spur innovation? In D. L. Gary (Ed.), *Entrepreneurial inputs and outcomes: New studies of entrepreneurship in the United States* (Vol. 13, pp. 1-44). Emerald Group Publishing Limited.

Megginson, W. L., & Weiss, K. A. (1991). Venture capitalist certification in initial public offerings. *The journal of finance, 46*(3), 879-903.

Miles, S. (2015). Stakeholder Theory Classification: A Theoretical and Empirical Evaluation of Definitions. *Journal of Business Ethics, 142*(3), 437-459.

Miloud, T., Aspelund, A., & Cabrol, M. (2012). Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. *Venture Capital, 14*(2-3), 151-174.

Normann, R., & Ramirez, R. (1993). From value chain to value constellation: Designing interactive strategy. *Harvard Business Review, 71*(4), 65-77.

Osterwalder, A., Pigneur, Y., Bernarda, G., Smith, A., & Papadakos, T. (2014). *Value Proposition Design: How to Create Products and Services Customers Want*. Wiley.

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

Parhankangas, A., & Landström, H. (2004). Responses to psychological contract violations in the venture capitalist-entrepreneur relationship: An exploratory study. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 6*(4), 217-242.

Prahalad, C. K., & Ramaswamy, V. (2004a). Co-creation experiences: The next practice in value creation. *Journal of interactive marketing, 18*(3), 5-14.

Prahalad, C. K., & Ramaswamy, V. (2004b). *Co-creating unique value with customers.* Strategy & leadership.

Prahalad, C. K., & Ramaswamy, V. (2004). *The future of competition: Co-creating unique value with customers.* Harvard Business Press.

Ramirez, R. (1999). Value co-production: intellectual origins and implications for practice and research. *Strategic Management Journal, 20*(1), 49-65.

Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The journal of finance, 46*(1), 3-27.

Ruhnka, J. C., & Young, J. E. (1987). A venture capital model of the development process for new ventures. *Journal of Business Venturing, 2*(2), 167-184.

Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics, 27*(2), 473-521.

Salamzadeh, A., & Kawamorita Kesim, H. (2015). Startup companies: Life cycle and challenges. *4th International conference on employment, education and entrepreneurship (EEE), Belgrade, Serbia*.

Sapienza, H. J., & Korsgaard, M. A. (1996). Procedural justice in entrepreneur-investor relations. *Academy of management Journal, 39*(3), 544-574.

DOI:10.6814/NCCU202101337

Smart, S. B., & Zutter, C. J. (2003). Control as a motivation for underpricing: a comparison of dual and single-class IPOs. *Journal of Financial Economics, 69*(1), 85-110.

Stuck, B., & Weingarten, M. (2005). How venture capital thwarts innovation. *IEEE Spectrum, 42*(4), 50-55.

Tantalo, C., & Priem, R. L. (2016). Value creation through stakeholder synergy. *Strategic Management Journal, 37*(2), 314-329.

Terblanche, N. S. (2014). Some theoretical perspectives of co-creation and co-production of value by customers. *Professional Accountant, 14*(2), 1-8.

Thompson, L., & Walker, A. J. (1982). The dyad as the unit of analysis: Conceptual and methodological issues. *Journal of Marriage and the Family*, 889-900.

Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management Science, 30*(9), 1051-1066.

van Dijk, E., Schrevel, L., van Stormbroek-Burgers, R., & Blomme, R. J. (2014). How to create an effective venture capitalist–entrepreneur relationship: An entrepreneur's perspective. *Sage Open, 4*(4), 2158244014553602.

Zott, C., & Amit, R. (2007). Business model design and the performance of entrepreneurial firms. *Organization science, 18*(2), 181-199.

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337

附錄一 訪談大綱

創投方訪談大綱如下：

一、以下為整體而言與新創間互動之狀況，不需針對單一個案進行回答。

1. 是什麼機緣與原因加入成為創投？

2. 在過去育成單位與現在在 B 創投時，有觀察到其他創投是如何進行投後管理嗎？而您在 B 創投又是如何進行投後管理？前者與後者有什麼差異嗎？

3. 您對創投與新創產業有什麼期許？

二、A 新創為投資過的新創(可以不指名)，但以下之 A 新創皆為同一家新創。

1. 投資 A 新創的目的除了營利，還有其他動機與目標嗎？

2. 與 A 新創有什麼樣的共同目標為了達成此目標雙方做了什麼努力？

3. 對於 A 新創來說，除了您之外，創投公司或是第三方還會有什麼角色會介入呢？各方角色如何與 A 新創進行互動？

4. 藉由與 A 新創的互動中，達盈、個人、社會等三方會「提供」以及「獲得」什麼樣的價值？而預期對 A 新創創造的價值為何？有獨特的價值是只能透過與 A 新創的互動達成嗎？

5. 投後管理之後與投後管理之前，A 新創進行的商業模式或是產品服務有所不同？合作過程中，會讓創投方達盈與個人因此而有所改變嗎？

6. 與 A 新創曾因什麼事意見不合？通常是如何解決？A 新創曾做出什麼只為己利之行為？如何發覺並防止？

DOI:10.6814/NCCU202101337

新創方訪談大綱如下：

一、　開放性問答：

1.　您認為您以及另外兩位創辦人的人格特質分別可以如何描述？

2.　當初在做創投的選擇上有什麼考量因素呢？

3.　您認為在 2016 年以及 2020 年底獲得不同的創投公司投資後，各家創投帶給您們的影響為何？他們的投後管理方式有何不同？

4.　看到新聞與相關報導表示您們有意 IPO，在這樣的狀況下，有影響您們與創投之間的互動嗎？或是有影響對於創投的選擇(2020 年底的或未來的)？

二、　單一對象問答：

(一)、　簽訂投資協議前，或創投決定投資前：

1.　最初是如何認識 B 創投並合作的？

2.　選擇 B 創投的原因為何？

3.　您們對於 B 創投於合作前的需求、期望為何？

(二)、　確定投資，擬定投資協議交涉中

1.　您們與 B 創投有什麼樣的共同目標？如何討論目標？

2.　您們與 B 創投是如何共同討論出投資協議的？

3.　B 創投在對您們的投後管理主要是參與哪些項目？

4.　投資協議裡會闡述什麼樣的後續互動規則？

5.　過程中，有什麼樣的利害關係人參與？如何進行互動呢？互動的目的為何？

6.　您認為 B 創投投資後造成您與兩位創辦人什麼樣的心境轉變？

(三)、　投資協議簽訂後之互動

1.　您認為 B 創投給予了您們什麼樣的協助？或什麼樣的影響？(經濟層面或非經濟層面皆可)

2.　簽訂協議後，曾有什麼樣的事件造成協議內容需要再做改變？

DOI:10.6814/NCCU202101337

3. 若意見不同時，都是如何解決的？如何互相說服呢？

4. 遇到什麼樣的問題，會找 B 創投尋求協助？如何討論解決的？

5. 至今，您認為與 B 創投之關係為何？

6. B 創投給予您們他的個人經驗時，您們會如何回應？您們會提供給 B 創投甚麼樣的個人經驗？

7. 您認為與 B 創投討論及互動的氛圍與公司內部的差異為何？

(1) 您們與 B 創投是如何互動的？

(2) 於互動時通常會有什麼樣的角色參與？

(3) 互動的場合有哪些？

8. 面臨風險時，您認為與 B 創投如何共同衡量？各自又是如何衡量？

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101337