

第一章 緒論

第一節 研究動機

創業投資(Venture Capital)為一種近年來相當盛行的投資與融資管道。它不同於傳統投資行為中投資者不參與公司內部的營運決策，創投事業以股權融資的方式，幫助具有高度發展潛力的新興公司，除了提供創業公司在創業過程中所需要的資金外，也利用參與創業公司經營決策，提供關鍵性的管理諮詢服務，最後在投資成功後利用購併或首次公開發行(Initial Public Offering)獲取高額利潤。

創投事業本身具有極高報酬的誘因，然而在投資過程中所需面對的市場、技術高風險，卻難以預期。以往的文獻中，著重探討創業公司擁有資訊優勢。在創造價值的過程中，公司投入的努力可能未達最適水準，或投資在無效率但有利於私人利益的計畫，造成單向道德危機的問題(one-sided moral hazard)存在。然而創投事業在創新產業營運過程中，扮演著增加創業公司附加價值的關鍵角色。其所擁有的管理、財務及技術的專業知識，也相對於創業公司而有資訊優勢，在資訊不對稱或不確定因素存在的情況下，可能發生雙重道德危機問題(double-sided moral hazard)。

我國政府自民國 72 年引進創投概念後，創投公司擴張速度甚快；在擴張的過程中，創投事業已漸漸失去提供管理建議的功能，而僅提供企業經營中所需的資本。投資時點上，創投所做的投資以集中於企業流程中後期為主，主要目的為維持較穩定的收入，此種資金供給的角色已與投信、投顧幾乎無差異。故近年來創投生態的趨勢正在改變，首先以往創投公司

都在企業流程的中後期才投入資金，由於近年來創投事業林立，可投資的對象及範圍變小，壓縮創投的利潤，因此創投事業亟欲開發較早期的投資對象；另一方面，國內目前欲學習國外的個人投資，也就是創業天使 (business angel)，藉由個人資金的投入，加上涉入公司參與經營的方法，使科技公司能做更有效率的資源運用，創造更高的價值。

創業天使主要是指新創事業種子期的投資者，對創業公司提供資金及諮詢顧問等增值的服務。創業天使可能是個人、法人或企業，可以有效解決機構投資人不願意投資創業公司的問題。台灣有不少潛在創業天使，只是創業天使市場仍相當鬆散，缺乏有系統的媒合機制，否則可以進一步提高創新事業的投資效率。可以預期的，創業天使在未來國家發展創新產業早期階段扮演著不可或缺的角色。此外，創業天使加入創業團隊後，是否能有效率的解決創投事業與創業公司的代理問題，及提供一有效的監督機制，以激勵創投事業盡其全力給予創業公司協助，而創業公司亦能致力於研發具市場潛力的新商品，造成三方皆贏的局面，則是本篇所要探討的重點。

政府於民國 88 年取消創業投資租稅優惠部分條文，並於民國 90 年 5 月公佈實施「創業投資事業範圍與輔導辦法」取代「創業投資事業管理規則」，其中促進產業升級條例第八條取消創投股東租稅優惠，對創投事業募資的部分似乎造成頗大的影響，此後，個人或法人所提供的資金的確不斷的降低¹，可見政府租稅政策改變與創投事業資金間的關係，值得深入研究。

¹ 根據「中華民國創業投資商業同業公會」資料顯示，民國 88 年有 46 家創投公司成立，到民國 89 年僅增加 32 家創投公司。資本額由 88 年的 304 億下降至 90 年的 60 億，成長率為 -75%。

有鑑於此，本研究利用 Elitzur and Gaviious(2003)的內容，說明創業天使如何加入創投事業與創業公司間之合作過程，並利用三方模型討論其間道德危機問題。其次，考慮政府的課稅或補貼政策，對三方投入水準的影響，藉由模型的推導，試圖尋求政府介入創業天使創業投資流程的合理性，並導正創新產業在融資過程中所產生的無效率。

第二節 研究方法與限制

一、研究方法

國內文獻大部分著重在創投事業與創業公司的道德危機問題上，對新興投資者或創業天使的相關文獻不多。根據 Elitzur and Gaviious(2003)加入創業天使的三方模型，即使創業天使加入投資流程，也僅能解決部分的無效率，而不能將道德危機所產生的無效率狀況完全消除。本文擴充 Elitzur and Gaviious(2003)的模型，首先加入政府課徵資本利得稅，對創投和創業公司間的道德危機問題所產生之外部利益和訊息賽局重新詮釋。其次，在政府預算平衡假設下，利用各種租稅政策討論對創業天使或創投事業的投資，以及創業公司努力水準的影響效果。其研究方法如圖 1-1。

二、研究限制

由於本文模型包括的行為參與者較多，在計算的過程中數學處理過於複雜，為簡化起見，作如下限制：

- (一) 本文先利用一般化函數型態解出創業天使的投資水準與三方的持股比例對創投事業與創業公司的影響。但在討論政府課稅補貼政策對創投事業、創業天使、創業公司之投資與努力水準的影響時，僅以 Cobb-Douglas 函數型態分析之。
- (二) 本文在探討預算平衡下政府對創投、創業天使、及創業公司三方課

徵單一資本利得稅時，不以資本利得稅收入用作對投入資本具有誘因效果的資本補貼。此外，在考慮對任一單方的課稅與補貼時，皆採用自我融資的概念(self-finance)，各方之間不會有課稅或補貼的相互影響。

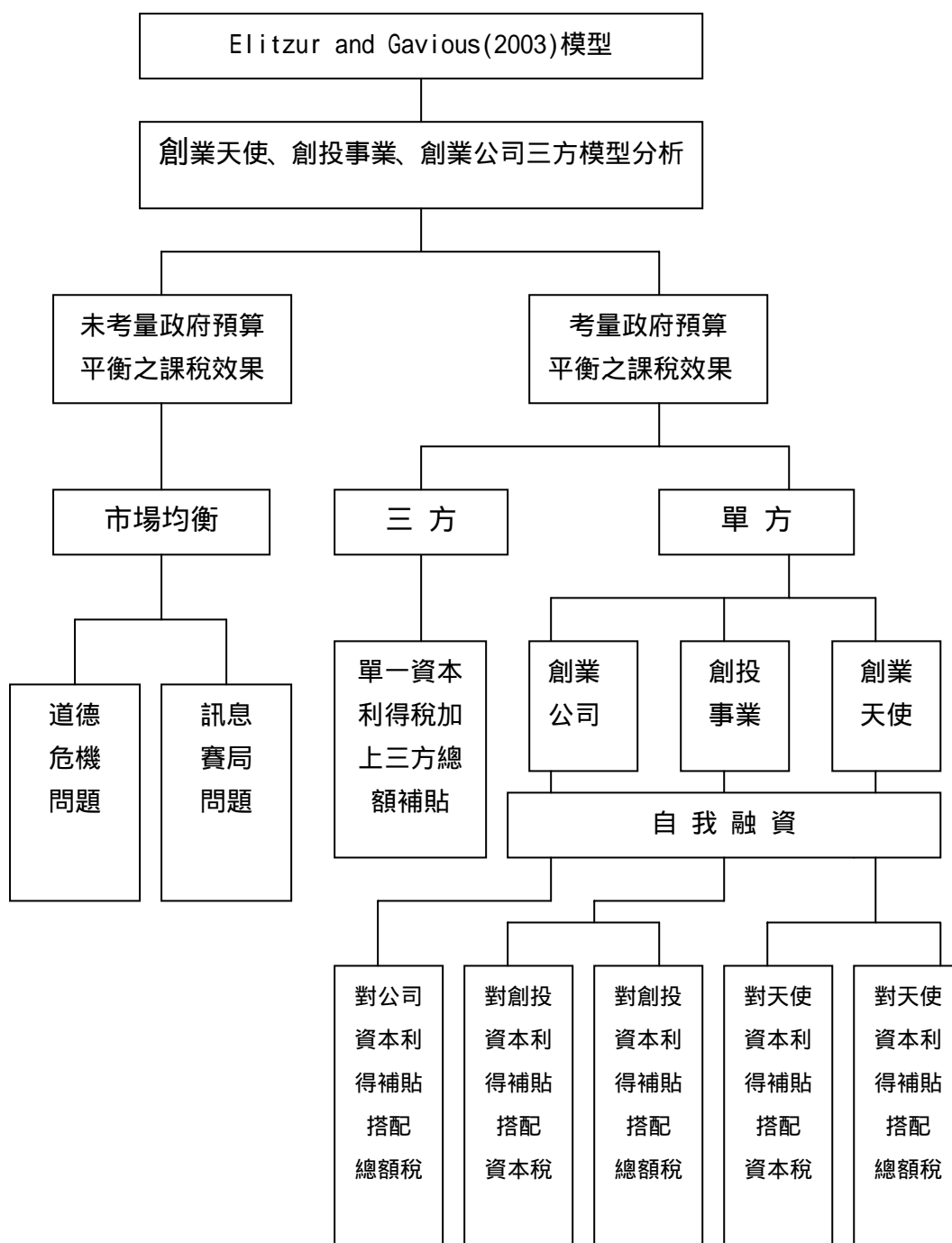


圖 1-1 研究方法

第三節 研究架構

本文共分為六章，第一章為緒論。第二章係文獻回顧，將創投事業因資訊不對稱所產生的問題及有關租稅的文獻做一彙總。第三章為基本模型介紹，分析 Elitzur and Gaviious(2003)一文中的模型特色。第四章將資本利得稅納入基本模型內，並觀察其與第三章不同之處。第五章則是在預算平衡的前提下討論政府的租稅補貼政策對創投事業、創業天使、創業公司以及產業的營收影響為何。最後，第六章為本研究之結論。