

行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

創業投資評估決策之研究

Decision Making Procedure on Venture Capital

計畫編號：NSC 87-2416-H-110-020

執行期限：86 年 8 月 1 日至 87 年 7 月 31 日

主持人：劉常勇 國立中山大學企業管理學系

E-mail: cyliu@cm.nsysu.edu.tw

一、中文摘要

我國近年來產業結構面臨大幅度的變遷，多角化與新事業開發有關之創業投資成為極為重要產業經營決策。尤其最近兩年，創投公司呈倍數成長，家數已達 54 家，金額也高達 240 億台幣，產業升級與高科技發展起重大作用。過去創投活動尚不興盛，有關研究也較為欠缺，因此大部分對於創業投資評估決策活動十分陌生，在面臨轉型投資機會，往往難以適時做出正確的抉擇。

本研究擬深入探討我國創業投資行為與投資評估決策的程序準則，並經由問卷調查來分析以下三項議題：

- (1) 分析創投公司的投資評估決策程序、評估準則內涵與權重，並比較在高科技項目與非高科技項目之評估決策差異。
- (2) 分析企業集團的投資評估決策程序、評估準則內涵與權重，並比較在高科技與非高科技項目之評估決策差異。
- (3) 比較創投公司與企業集團的投資評估決策在程序與準則上的差異。

關鍵詞：創業投資、決策程序、評估準則

Abstract

The industrial structure of Republic of China had been changed greatly in the past few years. Diversification and new business development become important business activities to regain competitive

advantage. Venture capital companies grow fast and total number reach to 54 at the end of 1996. There are 24 billion NT dollars of venture capital in the market looking for investment opportunities at the High Technology industry.

Research on the venture capital decision making process and design on assessment criteria was few in the past but needed now to help our businessman to make right decision. Therefore, this research will study venture capital activities in Taiwan detail by using questionnaire and field visiting.

The study will include the following theme:

- (1) Analyze the decision making procedure, assessment criteria, and associate weight of investment activities of venture capital companies, and compare the difference between high tech project and non-high tech project.
- (2) Analyze the decision making procedure, assessment criteria, and associate weigh of investment activities of conglomerate corporations, and compare the difference between high tech project and non-high tech project.
- (3) Compare the difference of decision making procedure and assessment criteria between venture capital companies and conglomerate

corporations.

Keywords: Venture Capital; Decision Making Procedure; Assessment Criteria

二、緣由與目的

近年來產業結構變化幅度極大，許多傳統性行業紛紛尋求轉型與升級，其中投資高科技產業是目前企業尋求轉型的一項重要策略。但高科技投資經常引領企業進入一個完全不同於傳統市場與產品的領域，是一種高風險的投資行為，運作不當往往也會拖累本業，造成經營上的財務危機。因此，如何選擇適當的投資標的物，如何進行審慎的評估，如何做出最後的投資決策，將是目前產業結構變遷下的重要企業經營議題。

創業投資(Venture Capital)是一種以非傳統融資方式，結合資金、技術、管理、與創業精神等力量，為支持創新活動與高科技產業發展所形成的新型態投資模式。二次戰後，創業投資事業首先在美國蓬勃發展，近年來東亞新興工業國與經濟開發中國家也紛紛效仿，掀起一股科技事業投資的熱潮。

台灣目前從事創業投資活動主要有兩大來源，分別是經政府立案成立創業投資公司以及大型企業（主要是企業集團）的投資部門，投資的對象主要則為高科技產業以及非高科技產業。(我國創業投資事業管理規則規定可在實收資本額的 30% 範圍內投資非高科技產業)。創業投資公司一般均由基金專業經理人來從事投資案的選擇與評估，目的是追求資金的最大回收。但大型企業(集團企業)投資部門除考量投資報酬與回收外，還包括經營綜效與競爭策略，因此投資評估就遠要比基金公司來的複雜，當然投資案的選擇與評估也可能與創業投資公司不同。當然高科技類產業與非高科技類產業的投資評估決策自然也會因風險、市場環境等的不同而有所差異。

本研究主要目的是，擬經由實證研究調查分析我國創業投資公司與一般大型企業(企業集團)投資部門在高科技與非高科技

項目投資評估上的差異，來瞭解我國創業投資評估決策內涵，並提出可供國人從事創業投資參考的評估決策模式。本研究內容將包括：

- 1.我國創業投資公司的投資評估決策程序與評估準則，並比較在高科技項目與非高科技項目的差異。(比較 A 與 B 的差異)
- 2.我國一般大型企業(企業集團)投資部門的投資評估決策程序與評估準則，並比較在高科技項目與非高科技項目的差異。(比較 C 與 D 的差異)
- 3.我國創業投資公司與一般大型企業(企業集團)投資部門在投資評估決策上的差異，並計其差異形成的原因。(比較 A、B 與 C、D 的差異)
- 4.提出一套可供國人參考的創業投資評估決策程序模式。

	高科技項目	非高科技項目
創投公司	A 投資評估決策程序 評估準則	B 投資評估決策程序 評估準則
企業集團	C 投資評估決策程序 評估準則	D 投資評估決策程序 評估準則

在本研究中擬採用的研究方法包括：

- (1)文獻探討與次級資料整理;
- (2)訪談創投公司與企業集團的投資部門
- (3)針對國內所有創投公司以及中華徵信所列之企業集團進行問卷調查，瞭解其投資評估程序、評估準則、以及權重，並進行統計差異檢定，以驗證期間差異是否顯著。問卷統計資料將區分如下四組進行分析，一則歸納各組的評估決策程序與評估準則，再則檢定其間差異是否顯著。

三、結果與討論

本研究對台灣地區所有創投公司與集團企業發出問卷 224 份，回收有效問卷 50

份，回收率 22.3%。經問卷統計分析與驗證後，有關研究結果可歸納為以下 10 點：

1. 投資目的的差異：創業投資公司的投資目的純為資本利得，分散風險與快速回收是其投資上的重要考量；而集團企業則視投資為多角化策略的重要手段，因此投資目的除包括資本利得以外，還與集團整體經營綜效的發揮，有密切關係。由於目的的差異，也導致兩者在投資決策評估行為上的差異。
2. 投資案源取得網絡的差異：雖然主動尋找投資案源均是兩者的主要手段，但一般集團企業的關係網絡較為密切與複雜，因此其投資案來源也就廣泛。創業者較集中於相關科技產業與同業的網絡關係，因此所得案源的品質則相對較高。
3. 投資產業別的差異：創投業者的主要投資標的物仍以高科技業為主，其投資評估能力與專業優勢也累積在此。而集團企業投資標的較為多元，且以傳統性產業為主，這也導致集團企業在投資非相關本業項目時，將面對較大的投資評估風險。
4. 投資策略的差異：兩者投資目的的差異也明顯反應在投資策略之上，創投公司投資策略主要考量投資案的產業性質、未來潛力、事業發展階段、投資地區等，相對比較集團企業為單純。而集團企業的投資策略除反應該集團的經營與發展策略，同時也受到集團主持人的主觀意識，因此隨機投資的程度也較高。
5. 對科技產業投資評估的差異：創投公司相對集團企業較為重視投資案的經營團隊素質能力，而集團企業相對創投公司更為重視主要股東與股權比重、財務規劃等兩類評估項目。這樣的差異反應出集團企業對於控制投資案與評估正式化

的重視，而創投業者則較強調如何重點評估投資案的價值。

6. 對傳統產業投資評估的差異：集團企業投資傳統產業較多的與其多角化策略有關，因此其對於各項投資評估項目，均給予高度的重視。但創投公司投資傳統產業僅為分散投資風險與財務操作上的考量，因此較多的選擇即將上市、上櫃的投資對象，所以評估重點以財務項目為主要的考量。
7. 投資決策程序上的差異：創投公司屬於專業性投資機構，其投資決策程序較為一致與正式化，同時也較有效率。但集團企業多由經營策略來帶動多角化與新事業投資，因此投資決策程序較多元化，同時也較為主觀。
8. 投資後直接參與經營程度的差異：創投公司多以從旁協助的方式參與投資案的經營，但集團企業則較傾向於直接參與或主導控制投資案的經營。
9. 對投資效能上的差異：集團企業對於傳統產業投資的效能上優於創投業者，主要因為集團企業的資源能力與網絡關係對於傳統產業投資案有較大的增益效果。但創投業者對於科技產業投資的專業能力則相對優於集團企業，因此其投資決策的品質與回報率也要優於集團企業。
10. 創投公司與集團企業的合作聯盟趨勢：結合集團企業的資源能力與創投業者的專業能力，對於投資與發展高科技產業將可帶來互補加成的效果，並形成創業技術團隊、創投業、集團企業三者合作聯盟的新投資模式。

四、計畫成果自評

本研究內容與原計畫相符，並已依進

度完成預期之目標。研究成果貢獻包括：

(1) 對於創投業與集團企業之投資評估相關議題，進行詳細的問卷調查與實證研究，並提出具有學術與應用價值的分析結果；(2) 提出創投業、集團企業、創業技術團隊三者合作聯盟的新投資模式。

本研究成果，將寫成「我國高科技產業投資評估決策分析之實證研究」、「創投業、集團企業、與創業技術團隊合作聯盟之投資模式評估」等兩篇論文，並發表於相關研討會與學術期刊。

五、參考文獻

- [1] 劉常勇，創業投資評估決策程序，會計研究月刊，1997年1月，12-30頁。
- [2] 劉常勇，創業投資經營計畫書之規劃，機械工業，1997年1月，167-172頁。
- [3] 中華徵信所，台灣地區集團企業之研究民國85/86年版，台北：中華徵信所，民國86年。
- [4] Amit Raphael and Livant Joshua, "Diversification Strategies, Business Cycles, and Economic Performance," Strategic Management Journal, Mar.-Apr. 1988, pp.99-110.
- [5] Christopher B. Barry, "New Directions in Research on Venture Capital Finance," Financial Management, Autumn 1994, pp.4-18.
- [6] Hall, J. & C.W. Hofer, "Venture Capitalists' Decision Criteria in View Venture Evaluation," Journal of Business Venturing, Jan. 1993, pp.25-42.
- [7] Edward B. Roberts, "High Stakes for High-Tech Entrepreneurs: Understanding Venture Capital Decision Making," Sloan Management Review, Winter 1991, pp.9-19.
- [8] Fried V.H. and R.D. Hisrich, "Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making," Financial Management, Autumn 1994, pp.28-37.
- [9] Ruhnka, J.C. & J.E. Young, "A Venture Capital Model of the Development Process for New Ventures," Journal of Business Venturing, Spring 1987, pp.167-184.
- [10] Tyebjee, T. and A.V. Bruno, "A Model of Venture Capitalist Investment Activity," Management Science, Sept. 1984. pp.1051-1066.