

夢想該如何定價？

莊孟儒*

在與法律從業人員互動中，尤其是涉及到股權交易案件，大家常問到的一個議題就是「估值」，而在新創投資的討論中，估值同樣往往是最早被提起，也最容易產生爭議的問題。創業者認為投資人給的價格太低，沒有反映公司的發展潛力；投資人則認為創業者開出的價格太高，與公司現在的營收、獲利及成熟程度不相稱。當大家看到海外早期新創公司以較高估值完成募資時，也經常會進一步問：為什麼台灣的新創公司不能有一樣的價格？

但在討論台灣早期投資的價格是否合理以前，可能需要先回答一個更基本的問題：一家還沒有穩定營收、沒有獲利，甚至連商業模式都還在驗證的新創公司，價格是哪裡來的？

早期投資價格的合理性，沒辦法只看公司現在有多少營收，畢竟在這個階段，營收可能還很難反映公司價值。投資人願意支付的價格，來自公司未來可能創造的價值、成功機率、持有時間、後續股權稀釋，以及最後能不能找到願意承接股份的買方。在不同國家的資金供給、後續募資、退出環境與產業結構不同，即使是看起來處於相同階段的公司，也可能產生完全不同的合理價格。因此，本文會先從單一公司的角度，說明早期

投資價格如何形成，再把同一套邏輯放回不同市場，觀察資金供給、後續募資、退出環境與交易成本，如何影響投資人最後願意支付的價格。

壹、早期新創的價格從哪裡來

價格（Price）、估值（Valuation）與市值（Market Capitalization），三者雖然意義上略有差異，最後都在回答同一個問題：投資人願意用多少錢，交換公司未來可能產生的經濟利益。因此，一家公司的價值不只是反映現在能賺多少錢，更重要的是投資人預期未來可以從這家公司獲得多少經濟利益，以及這些利益換算到現在值多少錢。

對於已經營運一段時間，而且有穩定營收較為成熟的公司來說，投資人可以從過去的營收、獲利、現金流及產業狀況，推估公司未來可能產生的收益。在這個階段，財務預測才有比較可靠的基礎。即使不同投資人的假設仍會有所差異，至少有相對充足的財務資訊可以作為判斷依據。若公司已經上市，市場上還會有許多買賣雙方的交易，透過看不見的手形成市場價格。

但早期新創公司面對的是完全不同的情

* 本文作者係AVA Angels投資總監

況。公司可能連產品都還沒有，或是只有少數客戶，營收還不穩定，每個月都在調整產品，甚至連最後要服務什麼樣的市場都還沒有確定。如果只根據公司目前的財務數字來判斷，許多新創公司的價值都非常有限；然而投資人願意投入資金，買的本來就不是公司現在的狀態，而是公司未來可能成為的樣子。

這也讓早期投資的定價變得特別困難。投資人需要判斷產品有沒有解決真正的問題、團隊是否有能力持續執行、市場是否足夠龐大，以及公司能不能在資金用完以前證明自己真正的商業價值。財務數字仍然重要，但在這個階段更像是支持未來想像的證據，而不是決定價格的唯一因素。

所以早期投資的估值通常不是一個可以精確計算的答案，而是投資人與創業者根據現有資訊、未來想像及市場條件，共同談判出來的交易結果。同一家公司在不同時間、面對不同投資人，出現不同價格並不奇怪，因為每一位投資人看見的機會、能夠提供的資源及願意承擔的風險都不相同。

貳、投資人為什麼相信新創可以賺錢？

對早期投資人來說，最大的問題通常不是公司現在值多少錢，而是為什麼要相信這家公司未來可以變得有價值。早期投資人不是因為確定公司會成功才投資，而是認為公司一旦成功，可以產生足夠大的價值。從一個新產業剛出現，到市場形成投資熱潮，投資

人的理由通常也會跟著改變。

1990年代網際網路產業的發展可以給我們一個參考。最早有人願意在缺乏案例時承擔風險；成功公司出現後，市場開始建立可參考的成長路徑；當資金愈來愈多，價格本身又可能成為投資的理由。Netscape從成立、上市到網路泡沫形成的過程，提供了一個相對完整的例子。

一、吃螃蟹的人

在新的產業剛開始發展，市場上還沒有成功案例的時候，通常需要有人願意第一個吃螃蟹。這些投資人並不一定完全沒有判斷依據，而可能是比其他人更熟悉技術、看見產業結構正在改變，或擁有可以協助公司取得客戶、人才與後續資金的資源。只是當時可以驗證的資訊很少，投資仍然高度依賴對團隊與未來的判斷。

Netscape在1994年由Jim Clark與Marc Andreessen共同創立。當時Mosaic已經證明圖形化瀏覽器可以被使用，卻還沒有證明瀏覽器可以成為一門生意。因此，創辦人願意投入自己的資金，可以讓公司開始運作，但還不足以證明外部資本也相信這個方向。

公司成立約五個月後，Kleiner Perkins Caufield & Byers投資約500萬美元；依據Fortune的回顧，當時公司估值約為2,100萬美元。當時Netscape Navigator尚未正式推出，消費者與企業是否會大量使用網路、公司最後要如何收費，都還沒有經過市場驗證。Kleiner Perkins相信的不是已經存在的財務數字，而是瀏覽器可能成為進入網際網路的重要入口。

二、成功的雪球

市場一旦出現成功案例，早期投資就會從少數人的嘗試，逐漸變成更多人可以理解的投資方式。Netscape在1995年8月上市，距離成立大約十六個月。公司原本規劃的發行價格區間是每股12至14美元，後來提高到28美元；掛牌首日最高來到約75美元，最後收在58.25美元。

這個結果的影響，不只是讓早期股東取得高額報酬，也讓公開市場第一次清楚表示：一家成立時間很短、仍未建立穩定獲利的網際網路公司，可能被賦予很高的價值。後來的投資人因此有了可以參考的路徑，可以回頭計算公司早期的價格、上市時的市值，以及不同階段投資人可能取得的報酬。

成功案例也會讓市場開始尋找可以複製的共同特徵，例如使用者成長、網站流量、營收速度或產業位置。這些指標不一定完整，卻讓原本只能依靠少數人判斷的投資，有了更多可以溝通的基礎。不過，一個案例證明的是某種發展路徑有可能成立，並不代表所有相似公司都能成功，也不代表任何進場價格都合理。

三、愚人之行

Netscape上市後的成功吸引更多資金進入網際網路產業，而網際網路後來也確實改變了世界。問題不在於投資人相信產業趨勢，而是市場可能把「產業方向正確」進一步推論成「只要與網際網路有關的公司都值得投資」，甚至認為無論今天支付什麼價格，下一輪都會有投資人用更高價格承接。

當投資人無法說明公司最後如何產生收

入、獲利或其他經濟利益，只能把報酬建立在下一位投資人願意支付更高價格上，投資就逐漸接近所謂的愚人之行。網路泡沫期間，許多公司只有有限的營收，甚至還沒有清楚的商業模式，仍然可以持續募資或進入公開市場。價格上升本身，反過來成為更多資金進場的理由。

這三種投資理由並不會整齊地出現在不同投資人身上。同一位投資人可能同時相信產業趨勢、參考過去案例，也在意下一輪是否有人承接。真正的差別是，如果下一位買方暫時不存在，他是否仍然可以說明公司最後如何產生收入、獲利或其他經濟利益。Kleiner Perkins投資Netscape時，至少可以提出瀏覽器成為網路入口的判斷，並實際協助公司組建團隊；到了泡沫後期，有些投資的主要依據只剩下市場還會繼續上漲。

網路泡沫破裂，不代表網際網路的長期趨勢是錯的，而是再次說明：正確的產業趨勢、能夠成功的公司與合理的投資價格，是三個不同的問題。興趣可能消退，市場熱度也不會永久維持，投資人最後仍然需要找到可以重複說明的獲利邏輯。接下來的問題，就是在這樣的風險下，投資人應該要求多少報酬，又能夠支付什麼價格。

參、投資人可以給什麼價格，取決於他對於回報的期待

對投資人來說，可以用什麼價格投資一家公司，最終還是要回到一個很實際的問題：投入這筆資金之後，未來有機會拿回多少錢？

如果只是把錢放在銀行或購買流動性較高的金融商品，投資人隨時可以把資金取回，也比較容易知道自己承擔了多少風險。但早期投資一旦投入，公司少說需要五年、七年，甚至到十多年才有機會上市或被併購。在這段期間裡，投資人通常無法隨意出售股權，也不一定可以收到股利。

更重要的是，事實上，很多早期公司最後不會成功。有些公司最終找不到適合的商業模式，有些產品做出來後沒有足夠的客戶，也有公司因為團隊問題、競爭環境改變或資金不足而停止營運。即使公司沒有倒閉，也可能長期維持在一個不大不小的規模，既沒有能力上市，也找不到願意併購的買家。對創辦人而言，這也許仍是一門可以持續經營的生意；但如果公司沒有發放股利、買回股份或安排股權轉讓，早期投資人即使帳面上仍持有股份，也不一定能真正收回資金。

假設一位投資人投資了十家公司，每家公司投入相同金額。其中有三家公司最後結束營運，六家公司雖然繼續存在，卻只帶來有限的回報，那麼最後一家公司即使成功，也需要創造數倍的收益，整體投資組合才有機會取得合理報酬。

實際上的投資組合當然不會剛好按照這個比例發展，但這個例子反映了早期投資的基本特性：少數成功公司的報酬，必須彌補多數失敗或表現普通的投資。因此，投資人會特別重視一家公司成功的機率以及成功後可能的規模，而不只是公司看起來會不會穩定經營。

一、價格如何影響投資報酬？

對多數早期股權投資而言，投資人的報酬

主要來自買入與退出時的價格差異。進場估值越高，同樣一筆資金能取得的股份越少；公司日後即使以相同價格退出，投資人的回收倍數也會不同。

假設一家公司增資前有900萬股。如果這一輪的認購價格是每股10元，投資人投入1,000萬元，就可以取得100萬股。此時公司的投前估值是9,000萬元，完成增資後共有1,000萬股，投後估值是1億元，投資人持有10%的股權。公司之後又經過幾輪募資，投資人的持股比例被稀釋一半，退出時剩下5%。如果公司最後以10億元被併購，投資人可以取得5,000萬元。相較於最初投入的1,000萬元，這筆投資的總回收倍數是5倍。

但如果同一輪的認購價格提高到每股20元，情況就會不同。公司原有的900萬股，所對應的投前估值會提高到1.8億元；投資人同樣投入1,000萬元，只能取得50萬股。增資後公司共有950萬股，投後估值是1.9億元，投資人的持股比例約為5.26%。如果後續同樣被稀釋一半，退出時只剩下約2.63%。即使公司仍然以10億元被併購，投資人可以取得的金額也只有約2,630萬元，總回收倍數降為約2.63倍。

換句話說，每股價格從10元提高到20元，若用估值來表達，就是投前估值從9,000萬元提高到1.8億元。公司的發展結果完全相同，投資人的投入金額也沒有改變，但因為進場價格不同，最後取得的股權與投資報酬就有明顯差異。如果退出的倍數再放大十倍，這個獲利差異也會更加顯著。

所以投資人在意進場價格，不一定只是希望取得更多股權。如果價格超過某個範圍，這筆投資即使公司發展得不錯，也可能無法

達到投資人需要的報酬。相反地，對創業者來說，估值也不是越高越好。這一輪取得很高的價格，下一輪就需要有更好的營運成果加以支持；如果公司的成長速度沒有跟上，後續可能只能用相同或更低的價格募資，反而增加募資及股東溝通的困難。

二、越早期的投資人需要更高報酬

不同階段的投資人承擔的風險不同，需要的投資報酬自然也不一樣。越早期的公司，可以用來判斷的資訊越少，失敗機率、等待時間及後續股權稀釋的不確定性也越高，因此投資人通常會要求成功案件創造較高的回收倍數。這不是因為早期投資人一定比較貪心，而是本身就有較高難以評估的風險、長期持有及資金缺乏流動性的成本。如果投資人承擔了最早期的風險，卻只能取得接近成熟企業的報酬，整體投資組合就很難成立。

投資人可以接受的價格有上限，公司完成下一個里程碑需要的資金，也會形成創業團隊可以接受的最低交易條件。假設公司需要募得3,000萬元，而且創業團隊最多願意在這一輪稀釋20%，對應的投後估值至少是1.5億元。這不是公司的客觀價值，而是公司要取得足夠資金，同時維持合理股權結構所需要的交易條件。

另一方面，投資人會根據可能的退出價值、成功機率、後續稀釋、持有時間及要求報酬，算出自己可以接受的最高價格。如果投資人只能接受1億元投後估值，創業團隊卻期待至少1.5億元，雙方就沒有成交區間。這不一定代表其中一方判斷錯誤，而可能是公司的資金需求、發展路徑與投資人需要的報

酬無法同時成立。

肆、下一輪投資人與退出市場如何影響定價

前一章處理的是在相同退出結果下，進場價格如何改變投資報酬；接下來要討論的則是公司持續發展後，市場如何改用不同的方法重新決定價格。早期投資人在評估公司現在狀況的同時，也需要預估下一輪投資人會如何重新定價公司，以及最終退出市場願意承接多少價值。

種子輪投資人需要思考公司做到什麼程度，才有機會取得A輪投資；A輪投資人需要判斷公司能不能繼續成長，吸引規模更大的後期資金；到了更後期，投資人則需要考慮公司有沒有機會上市、被併購，或找到其他願意承接股份的買方。

一、定價方式會隨公司發展改變

公司在不同階段，可以被投資人驗證的內容不同，使用的定價方式也會改變。早期投資並不是從頭到尾使用同一套公式，只在每一輪代入更大的數字；投資人往往會改用另一套標準，重新判斷公司值多少錢。

在公司還沒有產品、營收及獲利的時候，投資人主要評估的是創業團隊的經驗、產品想解決的問題、市場規模，以及團隊接下來需要多少資金。這個階段沒有足夠的財務數字可以計算，價格通常來自公司對未來的描述、相似公司的募資條件，以及投資人對團隊與市場的判斷。所謂的「說故事」不一定

代表內容不實，而是公司的價值主要建立在尚未發生、也還無法被完整驗證的未來。

價格不會因為公司多營運一年就自然提高，真正支撐價格成長的，是公司在這段時間裡消除了哪些風險。產品做出來，降低技術能不能實現的風險；有客戶願意付費，降低市場是否存在的風險；客戶願意續約，證明需求不只是一次性的；建立可以重複的銷售流程，則表示成長不再只依靠少數人脈。這些問題逐步被確認後，下一輪投資人面對的不確定性比較少，才可能接受更高的價格。

當公司開始產生營收，投資人就會逐漸從故事轉向數字。最常見的方式之一，是以股價營收比（Price-to-Sales Ratio, PS）作為參考：用公司的年度營收乘上市場願意給予的PS倍數，推算公司的股權價值。實務上可能依據公司狀況，使用上一年度營收、當年度收入或其他相關財務數字進行計算，但背後的概念相同，都是開始用公司已經創造的收入，限制原本可以想像的價格範圍。

不過，有營收不代表所有營收都應該使用相同倍數。投資人還會考慮營收成長率、毛利率、客戶留存、收入是否持續、客戶是否過度集中，以及取得營收需要投入多少行銷與銷售成本。成長速度快、毛利率高而且收入可以持續的公司，可能取得較高的PS；相反地，如果營收來自一次性專案、客戶集中，或每增加一元收入都需要投入很高成本，即使營收數字相同，估值仍然可能被折價。

等到公司開始產生較穩定的獲利，投資人的計算方式又會改變。這時候市場可能不再只問公司有多少營收，而會開始問每一元營收最後可以留下多少利潤。從PS轉向EPS與

PE，對公司來說是一個重要的轉折。公司在還沒有獲利的時候，可以用市場規模與營收成長說明未來的可能性；但當公司逐漸成熟，投資人會開始要求這些營收真正轉化成獲利。如果公司的營收增加很快，毛利率、費用控制及現金流卻沒有改善，原本建立在高成長上的PS倍數，就不一定能夠延續到以獲利為基礎的估值。

舉例來說，假設一家公司創辦團隊以每股10元設立了資本額1000萬的公司，還沒有營收時，投資人根據團隊、市場及未來成長，投資了1000萬，並且給予1億元投後估值，換算後每股價格是90元。這個價格包含了投資人對公司未來發展的想像，但當下還沒有營收可以驗證。

一年後，公司產生2,000萬元年度營收。如果市場上相似公司適用的PS是五倍，推算出的估值仍然是1億元，每股價格也是90元。公司雖然已經從沒有營收走到2,000萬元營收，估值卻沒有提高，因為這些營運成果只是開始接住上一輪價格中原本包含的期待。如果市場環境轉差，或投資人認為這些營收的品質只能適用四倍PS，估值還可能降至8,000萬元，形成20%的折價。

當公司繼續發展，年度營收成長到5,000萬元，也開始產生400萬元稅後淨利。此時，如果新的投資人認為公司已經進入應該用獲利檢驗價值的階段，並給予二十倍PE，公司的股權價值就是8,000萬元。公司營收雖然比前一個階段增加一倍以上，也開始產生獲利，但在二十倍PE的假設下，實際獲利仍不足以支撐原本的價格。

這個例子不是要說公司從故事走到營收，

再走到獲利時一定會折價。真正的意思是，每次計算方式改變，上一輪估值裡隱含的假設都會被重新檢查。故事階段的價格需要由後續營收證明，PS階段的價格需要由成長與未來獲利證明，到了PE階段，則必須由實際盈餘與現金流支撐。如果新的數字超過原本期待，估值仍然可以成長；如果無法支撐上一輪隱含的倍數，市場就可能透過降低倍數、降低每股價格或增加投資保障，形成新的估值折價。

因此，公司多營運一年或多花一筆錢，不代表價值一定提高。對種子輪投資人來說，除了判斷故事是否合理，也需要思考公司未來產生營收時，今天的價格會隱含多少PS；對成長期投資人來說，除了觀察營收倍數，也需要估計公司何時能產生足以支持PE的獲利。每一輪投資人其實都在使用下一輪可能採用的計算方法，回頭檢查自己今天支付的價格。

二、最終是退出市場，反過來影響一級市場

早期投資不像購買公開市場股票，投資人無法確定自己想出售時，市場上剛好會有買方。多數情況下，資金會跟著公司很多年，直到公司被併購、上市，或有其他投資人願意承接股份，才有機會取回。

不論中間經過多少輪募資，最後都需要有人願意用現金承接股份。因此，公開市場願意給成熟公司多少價格、大型企業願意用多少金額進行併購，會一路向前影響後期、成長期，最後再影響早期投資人可以接受的價格。

如果公開市場願意給某一類公司較高的營收或獲利倍數，後期投資人就可能願意用較高的價格進場；後期價格提高後，中期及早期投資人也會重新評估公司的潛在價值。相反地，當上市公司的價格下跌、併購活動減少，後期投資人會先降低價格或停止投資，壓力之後也會逐漸傳遞到更早期的市場。

不過，一級市場公司的股份缺乏流動性，資訊也不像上市公司一樣完整，因此早期投資價格通常還需要考慮不確定性、持有時間及流動性的折價。除了價格外，投資合約中的優先清算權、反稀釋條款及其他保障，也會影響投資人真正取得的經濟利益。兩家公司即使表面上的估值相同，如果投資條件不同，實際價值也不一定相同。

伍、不同市場如何形成不同的早期投資價格

前面幾章討論的，主要是一家公司在不同發展階段如何形成價格。接下來要把分析的單位從公司拉到市場：當資金供給、產業結構、後續投資與退出條件不同，同一套定價邏輯會不會產生不同的結果？

不同的投資條件，會讓表面上相同的估值換算成不同的實際價格；每個市場對種子輪、A輪及成長期投資的定義不完全相同。有些資料統計公司估值，有些只有單次募資金額；有些使用投前估值，有些使用投後估值，還有許多未上市公司的價格沒有對外公開。即使兩家公司都宣稱正在進行種子輪，一家可能只有創業者與產品概念，另一家可

能已經有穩定客戶，兩者自然不應該使用相同價格。

因此，與其直接比較定義不同的估值數字，更值得比較的是每個市場的退出條件：成功公司最後可能取得多少價值、投資人需要等待多久、後續資金是否充足，以及市場上有多少買方願意承接股份。早期投資人真正要做的，是從這些可能的結果往回推算今天可以支付多少錢。

不同市場的投資人因為利率、匯率、稅務、基金期限及資金來源仍然不同，不一定要求完全相同的報酬。但資金不會因為投入台灣，就自然接受較差的風險報酬。如果一個市場的成功退出金額較低、等待時間較長，或退出機率較小，投資人為了取得接近的風險調整後報酬，通常只能降低進場價格。因此，各國早期估值的差異，不一定代表投資人對創業者的評價不同，也可能只是退出條件不同所形成的結果。

一、美國：高價來自更大的市場與退出想像

根據Carta對其平台美國公司募資資料的統計，2025年第四季種子輪的投後估值中位數達到2,400萬美元，A輪則達到7,870萬美元，兩者都創下資料中的新高。種子輪及A輪的股權稀釋中位數仍約落在19%至20%，代表價格上升的重要原因，是投資人投入的金額增加，但希望取得的股權比例沒有明顯改變。

美國公司可以取得較高的早期價格，除了市場上的資金規模，也來自投資人對全球市場與大型退出的想像。設計軟體公司Figma於2012年創立，2025年7月以每股33美元的發行價掛牌，以完全稀釋後股數計算的估值約

為193億美元，約合新台幣六千億元。這可以說明公開市場願意給予成功軟體公司的價值上限。投資人願意支付較高的早期價格，不是因為每一家新創都能上市，而是相信少數成功公司可能產生足以支撐整個投資組合的回報。

這也不代表每一家美國新創都能取得相同價格。Carta的資料顯示，2025年完成募資的美國公司中，取得資金最多的前10%吸收了約一半的資金，後50%合計只取得14%。我們平常看到的美國估值，很可能是已經成功吸引投資人的公司價格，甚至是前段班，而不是所有正在募資的新創都可以取得的市場價格。

二、台灣：從本地退出條件往回推

台經院FINDIT統計顯示，2015年至2025年第一季約4,500件台灣新創投資中，企業與企業創投參與了2,841件，約占63.1%，比傳統創投或外資更常出現在交易裡。台灣的投資案件在產業上也有相當比例集中於硬體、醫療與生技等領域。

企業資金是台灣早期投資市場的重要參與者，企業投資人相較於一般財務性創投可能同時考慮技術、供應鏈及本業合作，出價的依據不只是財務報酬。相較於美國，台灣能夠承接尚未獲利公司高成長估值的公開市場資金與併購買方較少；公開市場也比較重視公司是否已經獲利，願意為尚未獲利的爆發式成長支付高價的買方相對有限。

走著瞧（Gogolook）與Figma同樣在2012年創立，2023年以承銷價215元登上創新板，從創立到掛牌約11年，以當時發行股數估算的市值約為新台幣70億元；2025年5月再由

創新板改列一般板市值約為33到36億元。雖然這兩家公司面對的市場與商業模式不同，但可以用來觀察不同市場造成的市場規模差異以及資本市場可能提供的退出規模。

三、日本：比美國更適合參考的市場

日本可以提供一個比美國更接近台灣的參考。根據日本產業革新投資機構整理SPEEDA資料所做的統計，日本種子輪投後估值中位數近年大約在3到4億日圓之間。台灣雖然沒有一個明確的統計數據來作為佐證，但根據我的經驗與台灣可以說在伯仲之間。

SPEEDA的統計也顯示，2025年日本新創上市家數降至31家，上市時市值中位數則由前一年的89億日圓提高到135億日圓。若排除三家大型深科技公司，當年主要上市新創不是已經獲利，就是預期在上市年度轉為獲利；同一年新創被收購或成為子公司的交易則達167件。這些變化顯示，日本的公開市場開始要求更清楚的規模與獲利路徑，併購也成為重要的退出方式。

這組比較想說明的，不是台灣與日本應該使用相同的估值，而是日本比美國更適合用來理解台灣價格形成時可能面對的限制。即使市場規模不同，只要公開市場同樣重視規模與獲利，資金也集中在少數成長路徑清楚的公司，早期投資人評估價格時，就會採用與美國不同的假設。決定價格的不只是市場大小，也包括後續資金與退出條件。

四、台灣應該使用哪一個市場的價格？

台灣的早期投資價格不是一個可以直接與美國或日本比較貴或便宜的數字，而是取決

於這家公司最後可能在哪一個市場退出。如果公司主要服務本地客戶，未來可能由本地企業併購，或是在台灣資本市場上市，投資人從本地可能出現的退出價格反推現在可以支付多少錢，有其合理性。

但如果公司已經用客戶、營收及後續資金證明自己可以進入海外市場，只因為團隊來自台灣，就要求公司完全使用台灣本地價格，也不一定合理。關鍵不是公司註冊在哪裡，而是它最後可能在哪一個市場被承接。公司能夠證明自己進入哪一個市場，投資人就有理由用那個市場可能出現的退出價格，重新評估今天可以接受的價格。

陸、推動價格成長的力量與投資人的競合

資金供需不只會在市場過熱時推高價格，也會在一般交易中改變創業者與投資人的談判位置。公司的營運成果決定長期價值，特定一輪的成交價格也會受到資金供需影響。當市場上有更多投資人願意競爭同一家公司，創業者通常可以取得較高估值、較少稀釋或較友善的投資條件；當資金減少，價格則會重新回到公司的營運成果與退出可能性接受檢驗。

當一家新創公司只有一位有興趣的投資人，價格通常由投資人占有比較大的主導權。創業者即使認為公司的價值更高，也可能因為資金即將用完，沒有太多談判空間。相反地，當多位投資人同時希望參與，創業者就有機會選擇對自己比較有利的條件。投

資人除了提高估值，也可能降低要求的股權比例、簡化投資條件，或提供更多產業及市場資源。

不過，資金增加不代表所有公司的價格都會一起提高。市場上可能同時存在兩種完全不同的情況：少數公司有許多投資人競爭，價格快速上升；多數公司則找不到願意領投的人，只能延長募資時間或降低條件。若價格上升只來自短期資金競爭，公司本身卻沒有降低風險或增加價值，等到市場資金減少，原本被競爭推高的估值仍然需要回到營收、獲利與退出可能性接受檢驗。

一、投資人之間不只有競爭，也需要合作

單一投資人不一定有能力提供公司需要的全部資金，也不一定熟悉公司未來要進入的每一個市場。因此，同一輪募資經常需要由一位投資人負責主要評估及協商條件，再邀請其他投資人共同參與。不同投資人可以提供技術、客戶、人才、海外市場或後續募資等資源，共同降低公司的發展風險。

對台灣市場來說，這種合作尤其重要。單一基金的規模通常有限，而公司又可能需要相當長的發展時間及多輪資金。若早期投資人只考慮自己這一輪可以取得多少股權，卻沒有思考下一輪可能由誰承接，即使第一輪成功完成，公司仍然可能在中間階段出現資金缺口。

當天使資金可以支持公司起步，成長期基金卻只願意投資已經具有一定規模的公司，中間從產品驗證走向規模化的階段，就可能出現所謂資金斷層。這不只是公司少了一輪

資金，也會讓前一輪投資人因為看不清楚下一棒由誰承接，而降低今天願意支付的價格。

既然投資人之間同時存在競爭與合作，也就不需要每一位投資人都做一樣的事情。有些投資人擅長在公司還沒有產品時判斷團隊及技術，有些投資人需要等到公司開始有營收後才有辦法評估；有些企業投資人可以提供第一批客戶及供應鏈資源，有些國際基金則可以協助公司進入海外市場或找到後續資金。

如果投資人可以找到自己最有優勢的階段及領域，就有機會比其他人更早看到公司的價值，或透過自己的資源提高公司成功的機率。相反地，如果投資人對產業、技術及後續市場都不熟悉，只是因為看到其他人投資就跟著進場，那麼即使取得較低的價格，也不一定代表投資風險比較小。

一個成熟的早期投資市場，應該讓不同位置的投資人都能發揮作用。天使投資人願意承擔最早期的團隊風險，早期創投協助公司完成產品與市場驗證及成長，企業投資人提供產業資源，成長期基金支持公司擴大規模，最後再由併購方或公開市場完成資金的循環。當每一棒都有適合的投資人，前面的投資人才更有信心投入，創業者也比較有機會用合理的價格取得資金。

柒、台灣早期投資的摩擦力與多元投資工具

除了公司的營運風險，早期投資還包含許

多交易成本。投資人需要花時間尋找案源、了解產業、調查公司、討論價格及協商合約；完成投資後，還需要持續追蹤營運、參與公司治理及協助下一輪募資。這些工作不會因投資金額較小就等比例減少，因此金額越小，固定成本占整體投資的比例就越高。如果每個案子都要重新摸索流程、設計條件及尋找專業人員，小額早期投資很容易變得不划算。這些摩擦力不一定會直接出現在估值公式裡，卻會增加投資人完成一筆交易的成本。當投資金額較小，固定成本占比又比較高時，投資人可能把這些成本反映在願意支付的價格上，或乾脆選擇不投資。我認為台灣早期投資主要存在三類摩擦力：找案、定價，以及談判與合約。

一、找案的摩擦力

早期公司的資訊通常不完整，也沒有像上市公司一樣需要定期公開財務及營運資料。很多案源來自創業者、其他投資人、加速器、會計師、律師或產業朋友介紹。這種方式可以利用介紹人的信任降低部分風險，但也讓投資機會集中在少數人際網絡裡。沒有進入這些網絡的創業者，即使公司條件不錯，也可能很難接觸到適合的投資人；新的投資人想進入市場，也需要花很長時間建立關係。案源平台、加速器及投資人網絡的價值，不只是舉辦活動或增加曝光，而是協助投資人降低搜尋與初步判斷的成本，讓適合的公司與適合的資金更容易找到彼此。

二、定價的摩擦力

早期公司缺乏財務數字，市場上又沒有公

開且完整的交易資料，因此定價很容易變成投資人與創業者各自提出一個數字，再透過談判尋找雙方都可以接受的結果。創業者可能參考海外公司、加速器條件或其他創業者的募資經驗；投資人則可能參考自己過去投資的公司、當地市場行情及希望取得的股權比例。但如果雙方使用的案例、輪次及投資條件不同，即使看起來都提出了合理的依據，最後仍然可能存在很大的價格差距。

市場上若能有更多可以參考的投資資料，至少可以讓雙方知道相似階段公司的大致範圍，降低彼此落差，進而加速投資討論與提高投資可能性。

三、談判與合約的摩擦力

價格談定之後，投資仍然沒有完成。投資人可能會進一步討論優先清算權、按比例增資權、資訊權、董事席次、反稀釋條款及股權轉讓限制等條件。創業者則需要理解這些條件會如何影響公司治理、未來募資及自己的權利。若雙方對常見條款沒有共同理解，每一個條件都可能需要花費大量時間溝通。

合約也需要律師、會計師及其他專業人員的協助。對大型投資案來說，這些成本佔投資金額的比例相對有限；但對金額不大的早期投資來說，專業費用與團隊投入的時間都可能形成很高的負擔。對新創公司而言，時間就是最大的成本。公司在募資期間仍然需要開發產品、服務客戶及招募人才，如果創業者將大量時間花在重複說明資料、協商條件及處理行政流程，就會直接影響公司的成長速度。

但這不代表合約越簡單越好。投資人與創

業者的權利義務如果沒有說清楚，問題只會被延後到公司營運不如預期、股東意見不同或進行下一輪募資時出現。真正需要降低的不是必要的保障，而是每一次都從頭開始談判所產生的重複成本。

四、多元投資工具如何降低摩擦

國際市場上SAFE或可轉換債這類工具的主要價值，就是把部分定價、股權轉換流程及相關權利義務問題延後到下一輪，讓投資人與公司先處理最重要的資金需求。雙方通常只需要先談估值上限、折價及幾項重要權利，可以降低小額投資的談判成本及完成時間。

這些工具並沒有消除價格問題，只是延後處理。公司如果連續簽署多份不同條件的SAFE，卻沒有清楚計算未來轉換後的股權比例，下一輪可能出現創業團隊被大幅稀釋、不同投資人權利不一致，或新投資人難以理解公司股權結構等問題。原本為了加快募資使用的工具，反而可能增加下一輪的摩擦力。

除了股權及可轉換工具以外，市場也可以依據公司狀況發展其他資金方式。已經有穩定收入的公司，可能適合使用貸款、創投債或依營收還款的融資；需要大型設備的公司，可能需要租賃或專案融資；希望讓早期股東或員工取得部分流動性的公司，則可能需要較成熟的次級股份交易機制。

對整個早期投資市場來說，投資工具越標準化、參與者對條件越有共識，完成一筆投資需要付出的成本就越低。當小額投資不再需要承擔過高的法律及行政成本，就可能有

更多天使投資人、企業與小型基金願意參與。投資人增加後，好的公司會有更多資金選擇，市場也比較容易形成價格。

不過，工具不會因為設計得比較簡單，就自動被市場採用。一套投資工具能不能真正降低交易成本，至少取決於三件事：法律及稅務上是否可行、是否有市場共同使用的標準文件，以及加速器、投資平台或專業律所等經常參與交易的機構，是否願意持續推動。只有當參與者預期其他人也會使用相同文件，談判才不需要每次重新開始。

不過，多元工具只能降低交易摩擦，不能創造不存在的獲利機會。如果公司沒有足夠的市場機會、後續資金及退出可能，即使合約可以在一天內完成，也不代表這是一筆值得投資的案子。

捌、結論：什麼才是合理的早期投資價格？

夢想本身沒有一個可以客觀計算的價格。投資人真正定價的，是團隊把夢想轉化成產品、營收、獲利與退出機會的可能性，以及完成這個過程需要的時間、資金與承擔的風險。

對創業者來說，合理的價格不是這一輪可以談到的最高估值，而是公司取得足夠資金後，能夠完成下一個重要里程碑，同時仍然保留下一輪募資空間的價格。過高的估值雖然可以降低當下的股權稀釋，卻可能在公司成長不如預期時，變成下一輪募資的負擔。對投資人來說，合理的價格也不是盡可能壓

低估值、取得最多股權。如果價格低到創業團隊缺乏動力，或公司拿到的資金不足以完成發展，投資人即使持有很高比例的股份，最後也不一定能夠取得報酬。

因此，早期投資的定價並不是創業者與投資人之間單純的零和談判。判斷一筆投資的價格是否合理，也不應先問它比美國或日本便宜多少，而要回到幾個更基本的問題：公司最後可能在哪一個市場退出、成功機率有多高、還需要經過多少輪股權稀釋、投資人要等待多久，以及目前取得的資金是否足以讓公司完成下一個重要里程碑。雙方真正需要找到的，是一個可以讓公司繼續成長、讓

下一輪投資人願意承接，也讓早期投資人保有合理報酬空間的條件。

同樣地，一個成熟的早期投資市場，追求的也不應只是更高的估值，而是讓價格有更充分的證據支持，讓投資過程中的交易摩擦力縮小進而投資可以順暢的發生，讓不同階段都有適合的資金承接，也讓成功公司的價值可以真正回到投資人手中。當這些條件逐漸形成，好的公司自然有機會取得更高、也更能被後續成果接住的價格。價格是否提高不是市場成熟的唯一證明，價格能不能被公司的營運成果與最後的退出結果接住，才是更重要的問題。