

【創業園地專欄】EBAN 公開天使不投資你的理由



EBAN(European Business Angel Network) 為歐洲創業天使網絡協會，性質類似美國天使資本協會(Angel Capital Association · ACA)。目前有超過 50 多個國家 150 個會員組織參與，包括：天使網絡、早期創投與種子基金、電子資金平台、個別天使投資人、群眾募資與加速器。

EBAN 提供眾多的功能與活動，包括：(1) 提供工具與認證服務；(2) 舉辦研討會、論壇，頒發年度最佳天使投資人/團體；(3) 提供調查研究、統計分析與政策分析；(4) 出版白皮書，提出政策建議，進行政策遊說；(5) 提供天使投資人相關教育訓練課程。

EBAN 在 2018 年 1 月 26 日公布一份名為「為什麼天使不投資」(Why Business Angels Do Not Invest) 的報告，這是 EBAN 從 2016-2017 年期間在歐洲各地舉辦的投資者培訓大師班和研討會的參與者所收集的調查回覆。以下就調查結果，進行解讀分析。

女性對天使投資興趣大增

此一調查共收到來自 41 個國家 683 份回覆問卷，從圖 2-1 中，可發現絕大多數回卷的天使課程培訓參與者都是男性，約占 81.6%，女性天使投資人還不到二成。

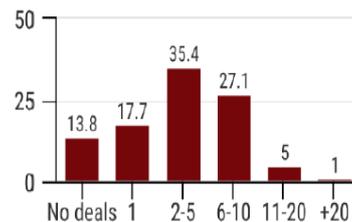
相對於 EBAN 在 2010 年的統計，女性參與比重低於天使總數的 5%，因此，2016-2017 年女性對天使投資的興趣大增，這可歸功於歐盟委員會等的努力，而 EBAN 也致力推出諸如 Rising Tide Europe Program 這樣的計畫，這是唯一由女性投資者所創建並領導的培訓和投資計劃，致力鼓勵女性參與天使投資行列。

過去 5 年主要投資種子輪募資階段

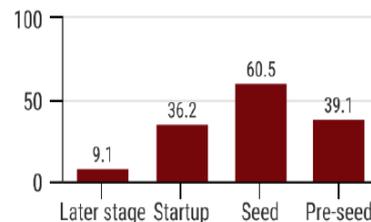
圖 2-2 上半部顯示了回卷的天使投資人在過去 5 年投資件數分布，投資 2-5 件者的投資人最多，約占 35.4%，其次是 6-10 件者，占 27.1%，高於 11 件者僅 6%。至於完全沒投資者為 13.8%，可能尚在接受天使投資培訓課程，還未有投資實績。從圖 2-2 下半部可發現天使投資人參與投資的階段，偏好投資種子輪 (60.5%) 和前種子輪 (39.1%) 的募資階段。

圖 2-2、受訪天使投資人投資概況

過去 5 年投資件數分布(占所有回卷者%)



過去 5 年投資階段分布(占所有回卷者%)

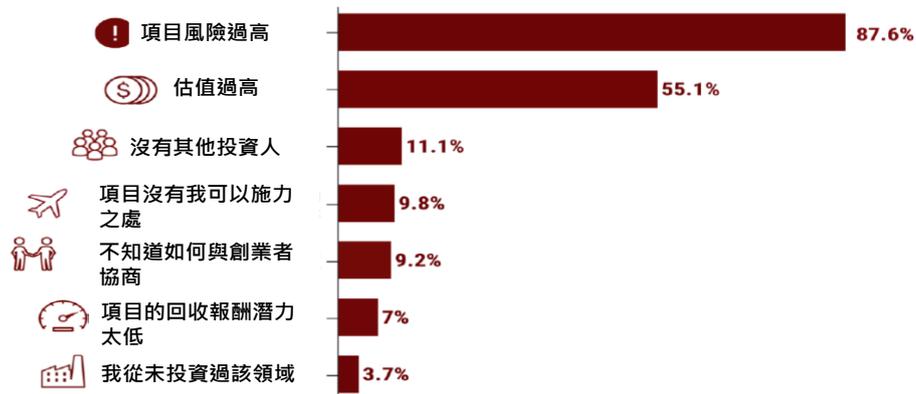


什麼原因讓天使投資者不投資某些募資項目？

至於天使投資者在過去 5 年不投資某些募資項目的原因，調查結果顯示，以該募資項目失敗風險過高(87.6%)和估值過高(55.1%)二項原因最高。許多新創企業的創辦人往往不了解其業務計畫涵蓋何種風險，或者他們沒有正確處理這些風險，這都是天使投資人卻步的主因。

比較令人訝異的是，只有 7% 的受訪者認為投資回報率低是不投資的原因。這一結果也說明了向天使投資者提交的大部分募資項目，大都具有可接受與良好的回收潛力。因此，大部分的創業者不需要為了獲得資助而人為增加項目的潛力，應該著重解決項目相關的風險。

圖2-3、你認為天使投資過去5年人不投資某些募資項目的主要原因？

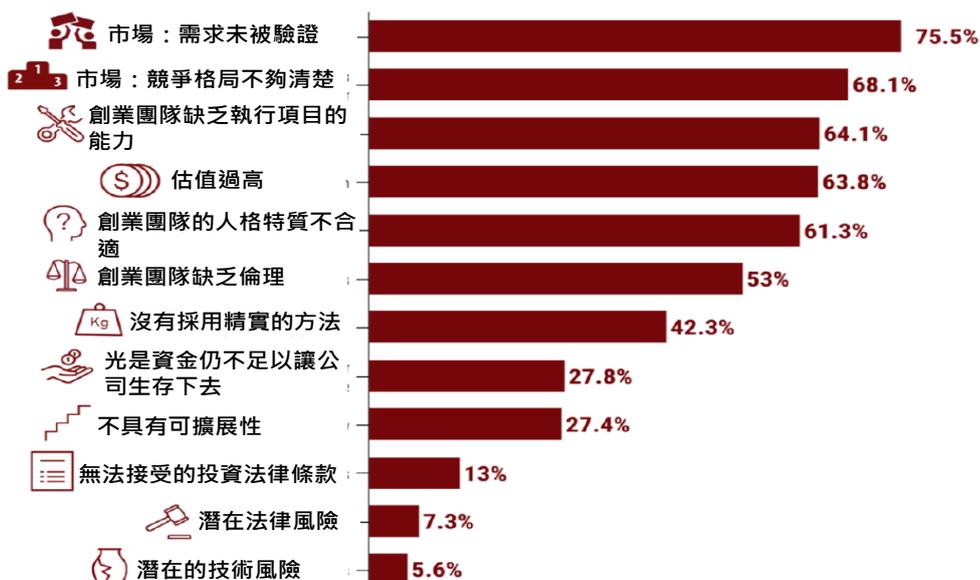


資料來源：eban(2018)

阻礙天使投資人投資的主要風險或問題

EBAN 接著詢問受訪的天使投資人為何不投資科技或非科技創業公司的主要原因，正如預期的那樣，投資人首重項目為是否具有市場需求、市場的競爭性、團隊的結構、團隊的執行的能力，第五項才是公司估值。值得注意的是，雖然創業家往往關注產品/技術，但投資者更感興趣的是想了解新創企業的產品/服務是否有市場，以及創業團隊是否有能力執行他們的商業概念。因此，如果企業家在業務計劃與募資展示中需更強調市場性，可能會增高獲投的機會。

圖2-5、阻礙天使投資人投資非科技新創的主要問題(%)

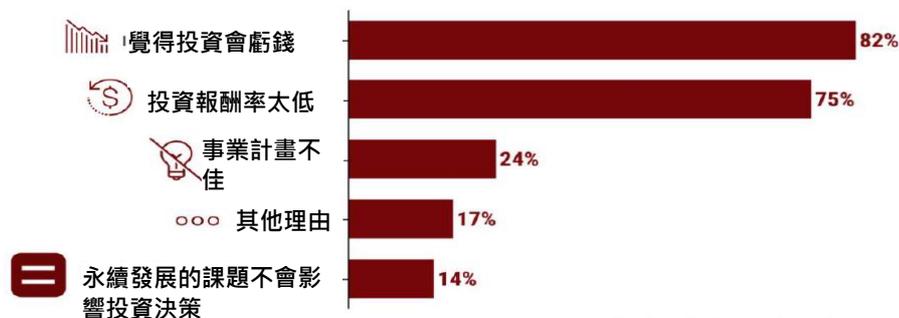


資料來源：eban(2018)

投資人不投資於影響力項目的主要原因

通常影響力投資(Impact investment)是指一種能夠對社會、環境產生積極影響力，同時又能獲得收益和利潤的投資方式。EBAN 也調查了天使投資人不投資於這種對社會、環境具「影響力」之募資項目的原因。很可惜的是，儘管已經很多團體為澄清影響力投資和慈善之間的差異作出許

2-6、不投資影響力募資項目的主要原因(%)



資料來源：eban(2018)

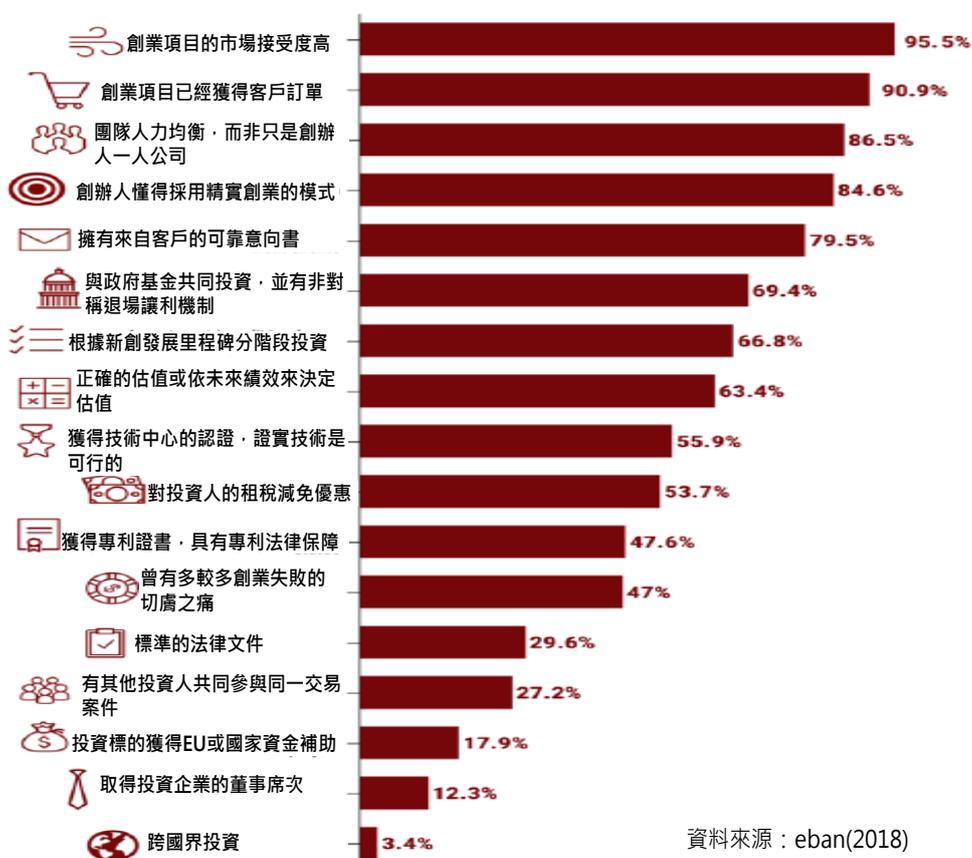
多努力，亦有許多文獻透過實證研究，證明影響力投資與傳統投資一樣有利可圖，但從受訪投資人的意見中，可以看出這些投資人仍然認為影響力投資只會虧本或是投資回報率過低。這樣的調查結果，說明了未來影響力投資領域需要展現更多的成功案例來說服投資人，否則投資者仍會傾向於將這些投資視為慈善項目。

降低投資人風險程度的作法

至於那些情況或做法可降低或分攤投資者的風險程度，調查結果顯示「新創企業的產品或服務具市場性」和「團隊風險高低」是受訪者最在意的風險因素，並不令人意外。此與前面阻礙天使投資人投資的主要風險或問題相呼應，只要能避免或改善這些因素不利的一面，就能降低投資風險過高的疑慮。

然而，值得注意的是，與政府基金共同投資作為降低投資風險的考量因素，其排名還高於租稅優惠，儘管後者給予投資者立即回報，但並未獲得投資偏好，可能與因許多國家的專業天使投資人並無法獲得資本利得減稅的好處，因為許多稅收減免計劃只適用於勞動收入。另外一個可能的原因是減稅是讓投資人減少繳稅金額，但並未增加投資報酬率。但與政府基金共同投資的措施，可以增加總體投資金額，加上政府祭出非對稱退場讓利的優惠，未來該項目一旦成功退場的話，可預期回收報酬將高於獨自投資或租稅減免，因此，受到天使投資人青睞，這種天使投資人與政府基金共同投資，並祭出非對稱退場讓利的措施，在歐洲國家常見，如荷蘭。

圖2-7、那些因素可以降低投資人的風險程度(%)



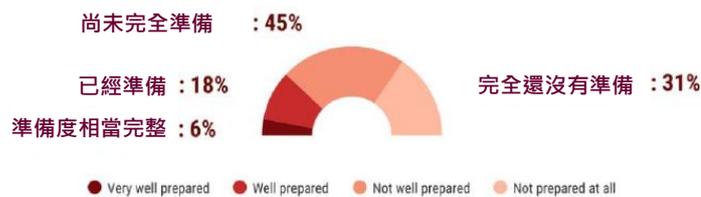
資料來源：eban(2018)

投資人對新創企業進行募資時的準備度看法

圖 2-8 中，76%受訪天使投資人表示當新創企業找上門時，是處於尚未完全準備好或是根本還沒準備的狀態，只有 24%的募資新創是處於投資者接受的「可投資的準備度」。接受調查的投資者表示這些新創企業仍需要加強輔導來提升其可投資準備度，建議可以透過育成中心、加速器和 EUREKA E!nnovest 計畫與其他歐盟相關計畫，如 InvestHorizon、ePlus Ecosystem 與 Future Internet Business 等來強化落實。

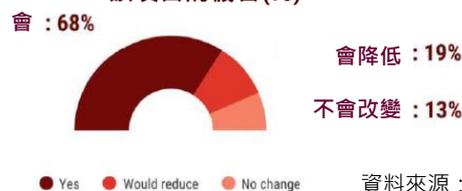
最後，在圖 2-9 中，一旦募資新創的投資準備度上升時，天使投資人是否會增加投資該項目的機會，可以看出 68%會傾向增加投資的機率，但仍有 19%會降低與 13%不會改變，報告中提到可能與這些項目估值過高有關。

圖2-8、新創企業與天使投資人接觸互動時的募資準備程度(%)



資料來源：eban(2018)

圖2-9、若新創企業募資準備度提升時，天使投資人是否會增加投資該項目的機會(%)



資料來源：eban(2018)

結論

EBAN「為什麼企業天使不投資：發現阻礙投資新創企業的因素」的調查報告，目的在試圖找出歐盟等地區的天使投資人為何投資某些募資新創的主要原因。其透過調查 2016-2017 年期間參加過 EBAN 投資者培訓研討的對象，共回收 683 名參與者針對八項問題的調查問卷(其中 81.6%是男性)，結果如下：

- 大多數受訪者在過去 5 年中投入了 2 到 10 件投資，其中 35.4%投入了 2-5 件，27.1%投資 6-10 件；
- 就投資案件的募資階段而言，絕大多數受訪者投資了前種子輪與種子輪階段的企業；
- 募資項目的失敗風險性高和估值誇大過高者是絕大多數受訪者不投資的前兩項主要原因；

- 與市場前景相關的因素，例如市場需求尚未驗證和競爭格局不夠清楚，則是阻礙天使投資人投資科技與非科技新創的主要原因；
 - 儘管有大量報導和實證研究來佐證影響力投資是可兼具社會、環境效益與投資報酬的功能，但大部分受訪者認為投資影響力的項目，只會導致投資損失或低回報；
 - 產品或服務受到市場歡迎的項目被廣泛認為是可以降低投資風險，另外，減少市場和團隊風險的不利因素，以及政府基金共同搭配投資或退場讓利的機制設計，都是投資人認同可降低或分攤投資風險的作法。
 - 投資準備度是投資者決定是否投資新創企業的關鍵因素。
-

林秀英 (台灣經濟研究院研究六所副研究員)

參考文獻：

Eban(2018) · ”Why Business Angels Do Not Invest : Findings on obstacles preventing investment in startups”.