

【名家專欄-杜彥宏】茶餘飯後談創投與天使投資

前一陣子，創投一姊 Yvonne Chen 在臉書上，發表了一篇訊息，說有創投業者公然剽竊別人的績效。當然，剽竊別人的績效是不對的，但我想更多人不知曉的狀況是，為什麼要剽竊別人的績效？別人賺的錢並不會因此跑到自己的口袋！這就要說創投從業人員平常的活動了。大部分的創投業者都很低調，除了合夥人為了募資需求，需要高調曝光之外，平常大家都低調行事，也更增添了這個行業的神秘感。連我多年的朋友也會問，平常我們都是在做些甚麼事？也會有年輕的朋友很感興趣的問，該怎麼樣才會轉職到這個行業？而我也很難簡單而明確的說明，因為我也不明瞭其他創投人士平常都在做些甚麼事，所以藉由創投一姊的小故事，來做個開場。

還是先回到原來的問題，把別人的績效說成是自己的績效，到底有甚麼好處？創投是私募基金的一種。銀行的投資理財專介紹您購買的基金，是屬於公開銷售，對不特定人募集的基金。因為是公開、不特定人銷售，所以需要經過金管會的審核管制，以保障投資人的權益。而相對於公開募資基金，對特定人、少數人募集的基金，就是私募基金。募集私募基金的管理團隊，會針對管理團隊本身過往的經驗與能力，而有不同的投資目標與操作策略。有些仍會以上市櫃股票做為投資標的，將公司下市管理的操作策略；有些以外匯、公債及期貨等不同商品，但以計算風險組合為操作策略。另外也有協助企業併購其他公司的併購基金。而創投就是投資於未上市櫃公司的私募基金。創投主要的活動就是：募資、投資、投後管理。創投首先要能募資，再用這筆錢投資達到不錯的績效，才能有機會再募集下一檔基金。至於如何能達成好的績效，就是各家創投的經營方法。有創業過的朋友都知道，募資時期是創辦人心

理壓力最大的時候。而創投更是屬於持續的募資、持續的產出高績效無限循環的產業。當然，或許也有些創投不是以投資績效為重點，而是以產生多少就業人口、產生多少家企業、成就多少新創募資、或是相關企業協助國家產生多少 GDP。當然我們也會用這樣的數據來給政府相關單位。最終對創投來說，投資績效是創投公司經營的指標，而誇大自己的績效，對少數創投來說變成不得不為的作法。我不瞭解 Yvonne 暗指的是哪家創投管理公司，但是募資時提供的財務報表等績效是假不了的。努力的讓自己的基金投資績效卓越群倫，是每個創投從業人員該努力的方向。

而如何達成好的投資績效，則是牽涉到創投管理團隊的合作過程與背景。我加入創投這個行業是在 2002 年，更早是在網路設備商工作四年，對於下一份工作仍在研究與摸索的階段，剛好有學長邀約，需要一位元瞭解網路產業的 AO(account officer)，經過評估後，我就進入這個產業。2002 年剛進這個產業時，有熟知這個產業的朋友就說，這個產業還能加入嗎？當時是 2000 年網路、光纖股剛泡沫大崩盤之後，科技相關產業都在盤整，網路企業倒閉的新聞接連發生。我是在這樣的時期進入創投這個領域，自己也時時在思考，如果創投這個行業，沒有所謂的景氣循環，還會是一個產業嗎？當時也有許多朋友，也是在這個時期從產業界轉職到創投這個領域。就我的觀察，台灣的創投應該可以分為三個時期：1990 年到 2000 年；2000 年到 2010 年以及 2010 年以後。自 1982 年當時政務委員李國鼎先生從矽谷考察回來，引進創投制度，於 1983 年頒布「創業投資事業管理規則」後，1984 年台灣成立了第一家創投「宏大創投」。1986-1990 年行政院開發基金與交通銀行籌資八億元，成立第一期創投發

展種子基金，協助成立了漢通創投(美國 H&Q)、和通創投、全球創投、歐華創投等。是第一波由政府啟動的創投設立潮，到 1994 年時創投公司只有 21 家，但是隨著台灣電子產業的大爆發，1996 年到 1999 年新設的創投公司就有 126 家。爾後因 2000 年促進產業升級條例修訂，取消創投股東投資折扣優惠，投資人投資創投的誘因消失。在 2002 年則有政府另一波的創投發展推動，當時提出「挑戰 2008 國家發展重點計畫」鼓勵民間投資創投。當時計畫由國發基金出資 300 億元，搭配民間投資 700 億元，預計可以引資 1000 億元的資金到創投，提供創業家的資金活水。在 1995 年進入創投這個領域的前輩，大部分在 2000 年前就可以退休了。當時是台灣創投產業最好賺錢的年代，很多人靠著投資未上市股票，快速的累積資產。當時，也是當時創投基金績效最好的時候，靠著台灣電腦電子業的蓬勃發展，很多科技新創公司，從公司創立到股票公開市場交易，只花不到幾年的時間。在這段時光裡，創投老闆扮演著重要的角色，依靠老闆以前的業界人脈，尋找案源並爭取投資額度。創投的老闆多是從產業界出身，或是從工研院出來。當時的投資主力在電子業，投資的重點在進口替代。公司生產可以取代進口產品的零件，很容易在相關的上下游供應鏈中切入市場，而創業家很多都是創投老闆的同學、同事、朋友、供應鏈，爭取投資額度，創投老闆扮演了重要的角色。

2002 年政府的「挑戰 2008 國家發展重點計畫」計畫，鼓勵民間投資創投，也成立了許多新創投公司，並吸引新面孔從產業界進入創投行業，我也是在這個時期轉職進入創投產業。當時的環境確實不如 1995 年時候，原本的進口替代優勢已經減弱，主要的原因是外商不再採取轉移新產品，而是產品直接殺價與台廠競爭，同時系統零件的採購權，也被原廠要求指定供應商。原有的投資策略優勢慢慢的消失，投資電子業新創公司的回收期也拉長。同一時期，中國大陸成了世界工廠，中國對於製造業電子產業供應鏈的投資比台灣更為積極，也讓

電子業新創公司面臨更嚴苛的產業環境。當時仍是創投行業熱絡的時期，由於有政府「挑戰 2008 國家發展重點計畫」，而成立的眾多創投公司，有一定的資金需要去投資，但是投資的環境已經改變了，如果仍沿用 1995 年的做法，則績效不容易達成。譬如某創投公司在 2016 年 6 月的新聞稿，「其品牌基金在十年後達成總投資報酬率約達 30.8%，換算年化投報率約為 3%。期再造基金 總投報率達 20.9%，換算年化投資報酬率約 2.7%，兩大創投基金表現皆優於不少同期成立的創投基金」。可見得當時創投基金在投資壓力下，好案子很容易拿到資金，甚至於差強人意的案子也獲投資。當時有為數不少的創投基金，十年後仍然無法回本給股東的情況，多有所聞。我認為創投如果能成為一個「產業」，應該會有該有的產業景氣循環，唯有經過不同階段的循環中，仍能表現優異，才有汰劣存優的機制，也才能彰顯創投公司的營運計畫與績效。如果所有的創投公司的績效都一直很好，隨便做也能有超高報酬，這樣將會持續吸引更多的資源進入創投基金，直到每家公司的低績效被打破；相反的，如果所有創投公司的績效都一直不好，則將沒有資源會再投入創投公司，則台灣將不會再有創投這個產業。創投如果是好的產業，能協助階級流動，能協助創新創業的發展，對社會有價值，政府就應該要盡力協助，譬如行政院國發基金多年來投資了很多創投基金，累積了不少創投公司資料與績效，經由這些資料的分析，從中篩選優秀的創投團隊給予支持，協助績效好的創投團隊持續經營，並協助創投團隊跨世代的傳承，則對於台灣整個經濟，將有長遠的影響。

2012 年以後，整個創投行業又有一番變化，就是投資與育成/孵化的整合。從 2005 年 Y Combinator 開創創業加速器的潮流，慢慢擴展到全美國以及世界各地，新創團隊開始有了與募資以及業師資源對接的管道，新創公司與創業家的數量也開始大增，而台灣也從 2010 年開始出現創業加速器的熱潮，最後連台灣最大的創投集團中華開發金控也於 2017 年成立了

中華開發創新加速器，我本身也協助過交大加速器擔任顧問或導師，對於加速器的做法也略有瞭解。創投與加速器本身其實是合作的關係。有些同時擔任加速器又同時擔任創投的機構，應該對營運的流程要有個準則。我們曾經要投資一個創業團隊，對方曾在台灣最早的加速器孵育過，我們經過評估後，決定投資這家團隊，但最後投資額度已經被加速器分配走了，最後我們沒有額度投資。我們很樂見創業團隊能順利募資、順利發展。對於加速器這種作法也沒有覺得不妥，畢竟，運作加速器的目的就是為了投資機會。但對於創業團隊來說，這就要注意點，如果新創團隊進入這個加速器後，不能獲得其資金的投資，對於創業團隊日後的募資，就需要更好的條件來說服其他的投資人，因為對投資人來說，最有錢也最瞭解你的加速器導師，都不認同你、投資你，參加 Demo day 就可以吸引其他投資人嗎？加速器運作如果有黑箱，這個黑箱就有無限的想像空間。最好是像中華開發創新加速器的運作流程，會先行投資，再後續加速作為加速器運作的準則，否則加速器出來的團隊，加速器自己都不投資，要如何說服其他的投資人。

近年政府力推創新創業，且創投也慢慢的廣為人所知悉。常常碰到年輕的朋友，很想瞭解如何進入創投這個領域。我也對於創投公司的 AO 應該要有怎麼樣的特質？思索了很多年。創業投資或是天使投資的主要決策的重點，在創業團隊的特質。那創投公司的 AO 是否也有這個職務所需要的特質呢？需要主動積極、挑戰風險的特質嗎？如果 AO 也有承擔風險的特質，在看了這麼多的創業團隊後，AO 也會很容易跳入進行創業活動。如果 AO 是保守型的特質，那麼 AO 又如何去進行高風險的投資活動？我認為創投公司的 AO 應該要有創業家的特質，主動、積極、承擔風險，並且對新奇的事物充滿熱情與好奇。對於各種新奇的技术、商業模式、做事的方法都有興趣瞭解。平常會接受各種資訊，並加以思考判斷。對於創業過程中所需的資源與方法也都積極瞭解。至於是

否要企管所畢業？我覺得 AO 的個人特質比較重要。同樣的，有這樣特質的人，不管是否加入創投行業、或是加入創業團隊、或是在大企業任職，其實都會是個人才，不管在哪個行業任職，都會有傑出的工作表現。在大公司工作？新創團隊？或是跳去創投公司工作，都只是每個人的機緣與選擇，沒有誰優孰劣。創投公司尋找 AO 有兩種模式，一種是應聘應屆的 MBA 畢業生(如台灣最大的中華開發金控)，一種是招募已於業界工作多年的產業人士。而會招募業界人士的創投公司，會以創投基金規劃的投資重點為主。譬如計畫投資在生技、人工智慧、或是物聯網等產業，就會以此招募相關的業界人士。所以，轉職是靠機緣，將自己的特質與能力培養好，這樣不管是在哪裡工作，就能有傑出的表現。另外，成功的專業經理人與成功的創業家，有很多特質是相同的，這是他們得以成功的因素。但是專業經理人與創業家還是有些不同。事業經理人在有組織、有資源的地方，努力工作獲得職涯上的成功。創業家在沒有組織、沒有資源的地方，努力的整合組織、累積資源。慢慢的累積各種小成功，得以吸引更多的資源。專業經理人傾向規畫大計畫，說服主管/老闆/股東的同意，爭取足夠的資源，然後執行。我們常常看到有新創團隊陷入雞生蛋、蛋生雞的問題，預計規劃大規模的投資，來執行營運計畫，並以執行後的成果來評估團隊的價值。對於創業家型的創業團隊，則會去努力的創造累積各種小成功，並以各階段的成果讓投資人來評價團隊的價值，而不會糾結在雞生蛋、蛋生雞的問題上。專業經理人特質與創業家特質一定是互斥嗎？專業經理人也可以擁有創業家特質，這樣的人在大組織中，會善用資源做組織內改革或是改善。

投資是為了獲利，有獲利就會有風險，投資在高獲利的產品就要承擔高風險。而專業的投資人，則是努力的在保持(或是提高)高獲利的情況下，盡力的降低風險，譬如實地查核(due diligence)的過程，就是在降低未知的風險。在同樣的環境中，如果能保持獲利倍數相同的

情況下，誰能積極降低失敗的機率，整體的投資績效就會脫穎而出。政府目前也對早期投資提出政策上的引導與補助，包含「個人投資高風險新創事業公司適用所得減除辦法」與國發會「行政院國家發展基金創業天使投資方案」，對成立兩年內與三年內的新創企業的投資稅務抵減或是共同投資的政策。個人也樂見台灣天使投資人更為的活躍。對於有興趣投資新創企業的投資人，該要如何進行才能達到最好的效益呢？我會建議做自己最擅長做的事。美國有篇研究報告，分析早期投資能獲得成功的投資人有三個特點。一是投資人投資在自己所熟悉/擅長的專業領域；二是投資人投資前的評估期很長；三是投資人投資後花了很多時間在協助新創團隊。就像有人選擇投資股票，有人選擇投資房地產、外匯、期貨或是權證。每個人就自己的取捨，而做不同的選擇。喜歡短期操作的，就得面對高張壓的生活型態，但也有人不想天天盯盤影響生活品質。同樣，如果對於輔導創業團隊深感興趣，而且又有多餘的時間可以進行研究與輔導，投資人親力親為是最為的恰當，這樣可以把每次的投資風險，以自己的力量盡量的降低。或是可以參加投資早期企業的各種團體，譬如「台灣天使投資協會」等。其秘書長蘇拾忠先生之前擔任創投公會秘書長多年，對於創投公司的運作瞭如指掌。目前以「台灣天使投資協會」秘書長身分協助投資人與輔導創業團隊；又或是參加各類的天使投資協會與各大學的天使投資俱樂部組織等，可以維持自身的生活型態，又能投資協助早期新創事業。

對於創投公司來說，募集到資金只是開始，能夠給投資人豐碩的獲利才是成功。而怎樣的績效才算豐碩呢？個人覺得創投公司，募集一檔基金，十年後應要能達成一倍以上的獲利（投資十元，回收二十元），這樣的年複合投資報酬率（IRR）為 7%。如果十年後獲利只有三成，年化報酬率只有 3%，如果考量風險因素，其實是比存款還差的投資報酬。所以，不管是

打算自己操作，或是委由他人操作，目標應是倍數以上的獲利。

最後，對於投資後投資人如何與新創團隊互動？這是很多投資人與新創團隊的難題，從不同立場會有不同的看法。有些新創團隊與天使投資人認為，投資人只要給錢就好，投資人對團隊經營不該有任何的意見。這樣的投資人與團隊，認為投資人過往的經驗，只會造成新創企業經營的困擾。同樣的，我也看過有心懷不軌的投資人，在投資合約書中設下陷阱，或是博弈條款。投資人也應當拿捏與創業團隊互動關係，新創公司的風險是由團隊承擔，而不是投資人自己在創業，所以該讓團隊有學習與犯錯的空間。該如何互動？沒有簡單的答案。對於喜歡單打獨鬥的創業團隊與投資人，我尊重他們的操作模式，當公司是獨資企業時，自己要怎麼操作，關起門來都是自己的事。但是接受外部投資人的投資後，就要把外部投資人的意圖放進公司的發展方向。對團隊來說，慎選投資人是非常重要的，雙方事前溝通好，可以避免事後的口水之爭，投資後如何與創業團隊互動，早在投資前就應該要能彼此清楚瞭解了。

本文作者杜彥宏，為交大天使投資俱樂部 執行委員、雙魚創投合夥人、麗智科技執行副總暨共同創辦人。