# 漫談台灣創投事業與投資評估模式

中華創業育成協會 賴荃賢 秘書長

2018/7

繼上篇「關於創投與募資的二三事~史蒂芬．賴的碎碎唸」的分享，主要談的是投資和募資應該要知道與注意的一些事情，而這次史蒂芬．賴想跟大家分享的是個人服務超過二十年的行業叫創業投資（Venture Capital，簡稱為 VC）跟它的投資評估模式，在服務的這段時間曾見證了台灣創投事業的蓬勃發展、重新調整、再轉進與再發展的歷程，跟大家談談創投這個行業的本質與它的發展緣由，讓大家對這個行業有更深一層的認識與瞭解。

我們也都知道，創業投資是創業與投資的合稱，所以大多數新創企業在創業過程中欠缺或需要資金時，往往第一個想找的募資對象就是創投了，但是千萬別忘了，創投的本質還是投資，而投資講求的是將本求利、在賺錢，所以它不是慈善機構，更不是公益團體，不會因為你在創業就會投資你，而是你的事業或生意點子，未來是否有發展的機會、是否有退出獲利的可能。

所以特別寫了這篇文章跟大家分享台灣創業投資這個行業的發展歷程、我國創投和國外創投的差異為何、創投的基金管理模式、如何進行投資的流程、以及最重要的創投的投資評估模式等，協助大家對這個行業有更一步的瞭解，在將來如果您要找創投募資的時候，就能更瞭解投資人的想法與如何評估一個案子，才能更貼近投資人的需求，協助投資人降低投資評估的時間、成本和門檻，相信被投資的機會自然就會大大增加！

## 創業投資的定義

創業投資 （Venture Capital） 屬於專注於投資未上市或新創企業的專業投資機構，而其係由一群對市場、產業、技術、財務、與資本運作等具有專業知識和經驗的人士的組合，以其團隊的專業投資評估與管理能力，尋找具有高成長機會的投資案源，並提供所需發展資金，以及進行高附加價值的投資後管理，協助被投資企業得以高速發展，期待追求未來高回收與報酬的過程，故創業投資有別於一般投資或上市櫃資本市場的投資。簡言之，創投提供新創企業取得資金，本身也獲取該有的投資報酬，幫助別人成功自己也能賺錢，故其本質可謂「助人興業」; 然而，創投是肩負承擔高投資風險的行業，也因此，在資源有限的情形下，如何慎選優質潛力的投資標的就是重要因素，而專業的投資評估能力，就是投資成功與否的關鍵。

## 台灣創投源自美國 具有扶植產業的策略性意義

一九八二年四月，可謂台灣創投事業的醞釀期，時任行政院政務委員的李國鼎先生，接受美國哈佛大學的邀請前往演講，隨後考察美國工業發展的情形，發現美國 Venture Capital 這個行業對於透過資金挹注來協助推動高科技產業與新創企業的發展貢獻極大，而加州矽谷地區新興產業的成長與茁壯，Venture Capital 也扮演了相當重要的角色。當時李國鼎先生對於 Venture Capital 可推動產業發展帶來的高度成效具有極高的興趣，隨即積極投入台灣推動 Venture Capital 的可行性。

而在一九八二年以前，國內對於 Venture Capital 的做法和觀念都不是很清楚，而視 Venture Capital 為一種高風險的投資行業，而在李國鼎先生於美國考察時對這個行業則有了更進一步的瞭解後，感受其本質其實著重在「助人興業」，而非僅有高風險的因素，所以正式將 Venture Capital 定名為「創業投資」，自此一直沿用至今。

隨後在政府政策的引導下，我國自 1984 年成立第一家資本額 2 億的宏大創業投資公司以來，國內創業投資事業發展至今已超過 33 年，根據台灣創投年鑑統計，截至 2015 年底國內創業投資累計總投資金額為新台幣 3,305 億元，期間共扶植 800 多家企業進入資本市場，可謂成功扮演挹注產業資金活水的角色，而成為政府推動新興產業發展的最佳政策性工具。

然而台灣創投事業在歷經二十世紀末台灣科技產業起飛的黃金時期後，在 2000 年「促進產業升級條例」修法取消創業投資事業的「投資抵減優惠」及全球經濟不景氣的影響下，更讓創投業的投資績效大大萎縮，嚴重影響國內投資人將資金挹注於創投的意願，也直接造成創投投資早期新創的風險承受度大幅下滑，曾幾何時，當創業投資也是艱困行業後，對於我國早期及新創企業的資金挹注也造成一定的影響。也因為如何，後續政府陸續推出輔導創投的一連串的政策，如 2002 年的「行政院開發基金加強投資創業投資事業一千億元基金」計畫，由政府協助三成資金，民間自籌七成資金的方式，來降低創投的募資門檻，後續尚有四個各一百億的加強投資方案，以搭配比例的方式共同投資，來協助分散創投的投資風險，進而達成扶植產業的政策目的。

## 優良的創業投資環境好比打麻將 缺一不可

個人認為，好的創業投資環境同時需要具備資金( Funding )、人才( Talent )、技術( Technology )、以及資本市場（IPO）四大要件，這四個要件如同打一桌麻將一樣需要湊足四咖，缺一不可：

1. 資金（Funding）-包含創業者的第一桶金，以及提供資金協助的天使或創投基金；一般投資人甚少會參與新創事業擔任發起人，所以創業者是否能籌到創業的第一桶金就顯得相當重要，隨後跟著企業的逐步發展，是否能有完善的資金供應鏈，像是接力賽棒的一棒接一棒，從天

使投資串接到創業投資、再由創業投資介接到大型創投或私募資金，所以資金可謂是創業投資環境第一重要的因素。

2. 人才（Talent）-人才包含該地區是否具備豐沛的創業家，因為有豐沛的創業者，方能產出源源不絕的新創企業，有好的新創，才有好的投資項目；另一個重要的就是創投人才，好的創投的經理人往往需要時間的歷練與累積，有好的創投人才，就能充份的協助被投資企業發展，也才會有好的創業投資。

3. 技術（Technology）-一般來說，這個地區是否具備一定的技術研發含量，則代表了這個地區的產業在市場上是否具備好的競爭能力，能有源源不絕的新技術，則會有一定的投資發展的機會，當然技術不一定僅限制於高科技或製造業，如果服務業能有新型態服務的創新研發，也是一種競爭的優勢。

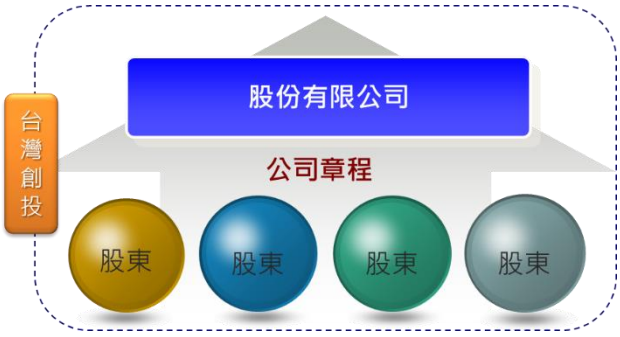
4. 資本市場（IPO）-投資的第一天，其實也就規劃好退場的期程，換言之，投資人所期待的不外乎是能在最短的時間創造最佳的投資報酬，而往往倍數的投資報酬都來自於資本利得（capital gains），不在於每年所派發的股息或股利，所以也需要具有流通性高與本益比高的資本市場，不過對於新型態的投資機會，被投資企業被併購也不失為一個不錯的退出管道。

以日本為例，當地的創業投資發展比台灣早了好幾年，但是創投的活躍程度卻遠不如台灣，究其主要的原因在於日本當時的創業精神與文化不夠明顯，多數在高等學歷完成後，無不期待能進入大企業工作，進而新創企業數自然不多，造成投資案源受限，就是一個最明顯的例子。

## 台灣與國外創投的異同

由於台灣創投早期師法自美國，但當時台灣並無「有限合夥」( Limited Partnership ) 這個制度，加上早期政府為扶植創投事業，而提供有利於創投股東的投資抵減，在便於管理的情形下，將創投設定為「特許行業」( 二〇〇〇年前成立創投公司須向財政部申請創投設立許可 )，也因此台灣創投幾乎以股份有限公司形式存在，然而美國創投則為有限合夥為主要的運作模式。

一般創投事業則有二個重要的關係人，一為出資代表稱之為有限合夥人 ( Limit Partner，LP )，以及基金管理角色的一般合夥人 ( General Partner，GP )，也因為台灣與國外創投有著先天上在制度上的差異，因此造成在後續包含資金管理形態、投資決策模式等有著相當不一樣的差異，特別整理成表格說明如下：



| 類別 \ 地區別 | 台灣 | 國外 |
|---|---|---|
| 創投定義 | 創業投資事業輔導辦法第三條：❶實收出資額在新臺幣二億元以上。❷對被投資事業直接提供資金。❸對被投資事業提供企業經營、管理及諮詢服務。 | 並無特別明確的定義或規範。 |
| 組織形態 | 多為股份有限公司，目前僅有少數的有限合夥制。 | 幾乎為有限合夥。 |
| 投資決策模式 | 由創投管理團隊報請創投公司董事會決議。 | 由基金管理者進行投資決策。 |
| 投資範圍標的 | 多年政策引導下，以未上市之高科技與製造業為大宗。 | 有高投資獲利機會皆可成為投資範圍，包含上市櫃公司。 |
| 政府政策引導 | 長期由政府政策引導：從創投特許提供投資抵減、至二千年後改採創投輔導制。 | 幾乎沒有政府政策引導 |

| 地區別<br>類別 | 台灣 | 國外 |
|---|---|---|
| 創投資金來源 | 超過百分之九十為法人，允許銀行、證券及保險業參與，但退休基金尚無法投資。 | 通常超過百分之七十的資金來源為當地的退休基金（Pension Fund）。 |
| 股東出資方式 | 採實收資本制（Paid-in） | 通常採逐案撥款制（Paid-out） |
| 投資模式 | 以股權投資為主，可運用的工具極少。 | 股權、債權或其他投資工具可靈活運用，較無規範。 |
| 投資管理模式 | 極多數由創投基金委託給基金管理公司管理，部份為自行管理，極少數由創投公司委託創投公司管理。 | 以有限合夥模式，由有限合夥人（Limit Partner）與一般合夥人（General Partner）簽訂委託管理合約。 |
| 基金存續期間 | 股份有限公司制，原則以永續經營為主，但一般仍有設定基金公司清算解散的期程（一般約七年）。 | 絕大多數在委託時就明訂基金存續期間，一般以七年為基礎。 |
| 投資退出管道 | 以前以公司上市櫃為主要退出管理，近期也開始期待有被併購或收買的可能退出方式。 | 任何可退出的皆可成為投資退出管道。 |

## 創業投資五部曲

一般創投在投資程序上會經過五個重要的步驟：包含從案源建立（Initial Contact）、投資評估（due-Diligence，簡稱 DD）、進行投資協議（Term sheet Negotiation）、投資後管理（Portfolio Management），以及投資處份退出（Exit），而每一個環節都將影響整體的投資績效，茲將五個步驟分別說明如下：

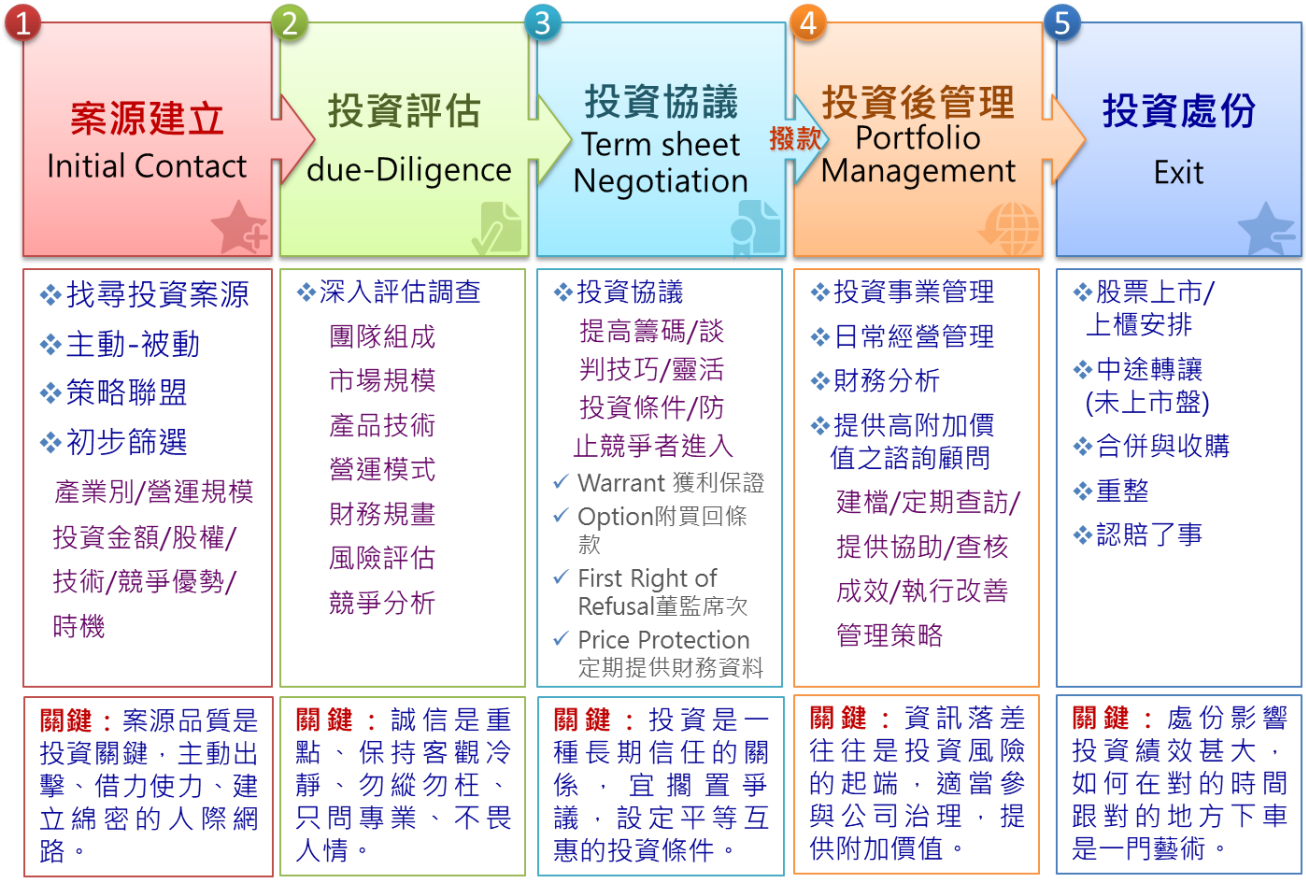
1. 案源建立：一般創投絕對不會坐在家裡等著好案子從天上掉下來，所以大多數的創投經理人都會主動出擊，亦會透過各種平台或媒合會去開發或挖掘出優質的好項目，尤其是認識或配合的會計師或朋友介紹，通常這樣的案子的品質相對也會好一點；而在第一線接觸投資項目之後，通常會快速的進行初步投資評估，包含產業別、投資金額大小、階段別、團隊組成、或者有沒有護城河或核心競爭優勢等，當然這個時間點適不適合被投資也是一個關鍵。

2. 投資評估：一般簡稱作 DD，這階段算是創投這個行業相當專業的一門藝術，尤其是投資評估項目很多很難科學化或量化，像”人”就沒辦法量化，很多靠的是一種 Fu（Feeling）；在初步篩選之後，適合及有投資機會的項目就會進入正式投資評估的階段，從主動查訪，看看團隊和公司，也可能會從產業上、下游去打探一下，甚至有需要也會進行商業徵信。

3. 投資協議：當然現階段有部份投資人可能會先跟你談投資條件，初步條件合適了才會進行投資評估，因為很多投資案因為價值和價格談不攏的關係會卡關，在投資條件不合適的狀況下，可能就不會"某拆工"(台語)的去做投資評估，所以投資評估和投資協議先後順序有可能不一樣，當然也可能是一邊評估一邊談條件；而在投資協議中，個人覺得公平互惠是最重要的部份。

4. 投資後管理：這部份對投被資企業而言也是最迷人的地方，因為投資人投資你一定希望你成功，所以在投資後除了日常的投資管理之外，最重要的就是對被投資企業帶來投資後的附加價值，例如：你缺客戶，創投也得想辦法幫忙找客戶，所以創投的本質叫”助人興業”，幫助別人成功，自己也能賺錢！

5. 投資退出：千萬記得，創投投資的第一天已經設定好退出的時程或退場方式，如果沒有退場的機會，相信投資人也不會想要投資，所以創投是以離婚為前提跟你交往的對象，永遠不要想投資人會跟你白頭偕老！




曾經有人問我，這五個步驟那個部份會影響投資績效最大，個人則認為每個階段都非常重要，例如：❶沒有好案源後面可能的投資階段都不會成立、錢投不出去；❷如果沒有做好投資評估則投資風險很高、容易投到不該投資的企業；❸投資條件的設定也影響了未來處份的價差，投資協議中是否做

好保護投資人的權益也很重要；❹投資後管理的階段是否到位，是否能被投資事業帶來投資後的附加價值，則影響投資案成功或失敗的因素很高；❺最後就是股票出場的時機跟價格。但如果真的要硬選一個，我覺得好案子應該會是最主要的關鍵，因為有好的案源，才會有成功出場獲利的機會。

## 台灣創投基金的管理模式

目前台灣創業投資事業管理模式依是否具備基金管理團隊可區分成三種模式：❶自行管理-意指創投公司自身就具備基金管理團隊，自己的基金自已管理的概念，這類自行管理的創投公司比例，歷年來約佔整體台灣創投公司的 10%上下。❷委託管理-委託管理又可分成二種管理型態，第一種屬比較少數的創投公司委託給有基金管理團隊的創投公司管理，例如在台灣業界很資深的歐華創投，其旗下就管理了歐華、育華及富華三家創投，歐華創投屬自行管理，而育華及富華二家創投則是創投公司委託給創投公司的管理型態，這部份的比例歷年來約佔整體創投家數 2-3%左右，比例並不高。第二種則是台灣最大宗的基金管理模式，也就是創投公司委託給創投基金管理公司管理，這部份長期以來約佔整體台灣創投家數比例 80-85% 左右。

再來幫大家進一步介紹台灣最常見的創投基金管理模式，在管理模式中會有二種角色，一個是代表出資者的創投公司，若比照國外的機制也就是所謂的有限合夥人（Limit Partner，簡稱 LP），另一個就是基金管理的代表，創投基金管理公司，比照國外也就是一般合夥人（General Partnet，簡稱 GP），LP 與 GP 透過委託經營管理契約來約定雙方權利與義務等關係，例如：管理費的收取方式、投資決策、績效獎金的訂定、 基金日常管理規定等。

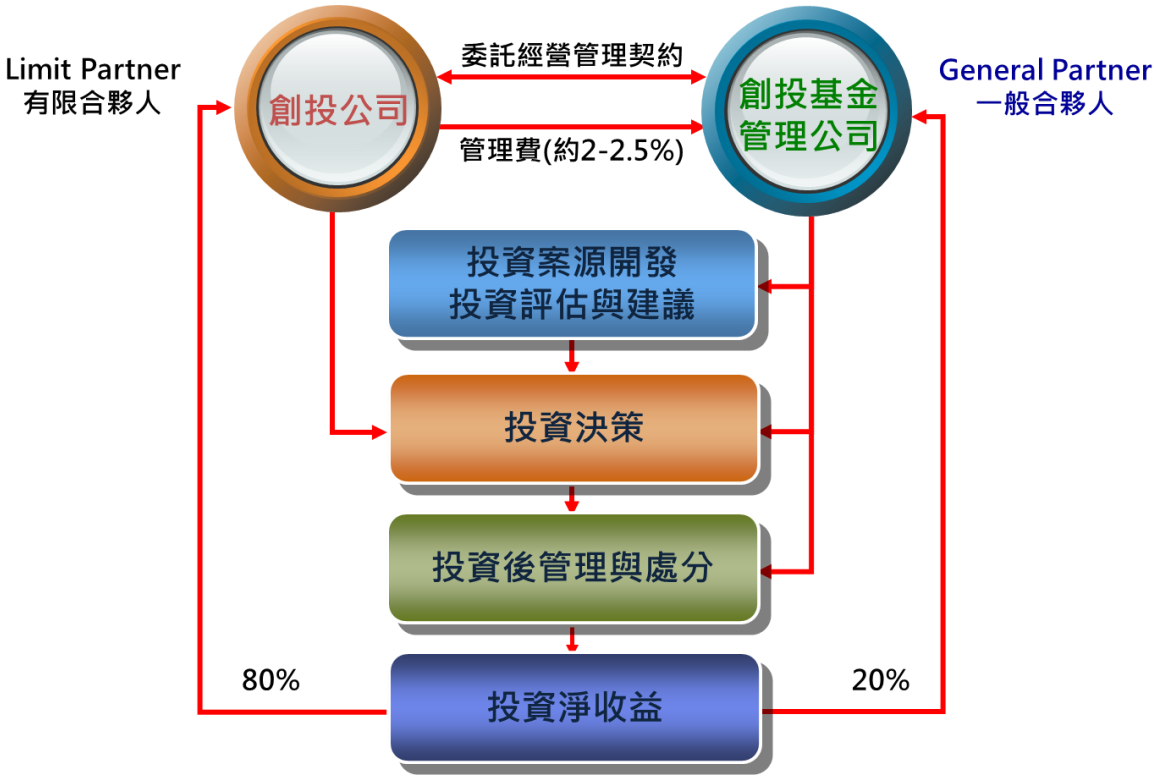
一般來說，委託管理 GP 將依照基金管理的規模，向 LP 每年收取約 2-2.5%的基金管理費，而 GP 的任務則是進行投資案源的開發、投資評估與投資協議的規劃後，完成投資評估建議向創投公司的董事會報告建議投資的案源評估內容、投資金額與預期投資報酬，由董事會進行投資決策。

俟投資決策成立，及投資繳款股票交割後，GP 則開始進入投資後管理階段，參與公司治理，也會提供適當的諮詢顧問服務，積極協助被投資公司快速增值，或輔導其能順利進入資本市場，隨後向創投董事會（LP）報告處份建議，當投資回收扣除必要成本費用後，一般而言投資淨收益的 80%回給創投公司，而 20%則成為基金管理公司的績效獎金（carry interest），有時也會有部份的營收，做為再投資的資金來源。

## 創投投資評估模式

創投的投資評估模式（或稱盡職調查），可以稱得上是整體投資流程中相當重要也是充滿藝術的一環，嚴格來說也是創投如何擔任好伯樂的工作，從茫茫投資案源中尋找出未來的千里馬或獨角獸的重要任務。

而在投資評估的階段，創投的經理人往往需要投入相當多的人力、物力、與時間，來對投資案進行多方面的查證工作。一般創投公司在投資評估階段所花的時間不足而一，需視案源的資訊掌握程度與實際狀況，有些可能一至二個月就可以完成，而有些案源的投資評估時間長則半年至一年。在投資評估階段，主要的評估有二個面向：一個面向是直接與企業進行互動與瞭解，另一方面則是採側面評估，如對被投資公司的內外部經營環境，進行資訊收集、訪談、與查證，以確定投資案的可行性與風險。這一階段評估的目的是為確定投資案未來經營計畫與財務預測實現的能力，以及瞭解投資案在未來可能面臨的經營障礙與風險大小，並且研究是否可能經由輔導協助，來克服這些障礙與經營風險。同時創投公司也會探討投資案的價值，做為在投資協議階段時為投資案定價的參考。



而每家創投公司或基金管理公司的投資評估皆屬其核心的專業能力，評估模式各有特色與優點，從個人投資經驗中，特別整理出重要的五個評估構面、每個構面的考量因素，以及評估重點以表格方式呈現給大家進行參考。

| 評估構面 | 考量因素 | 評估重點 |
|---|---|---|
| 經營（募資）計畫書 | 計劃書的可行性與完整性、邏輯合理程度，以及是否呈現出競爭優勢與投資利基。 | ・ 營運計畫書不僅要將經營方案完整的展現出來，更重要的是要符合市場導向，呈現出能創造大量利潤的競爭優勢。投資者關心的重點是這個計畫是否具備成功的條件，以及成功後所能夠帶來的投資利益。<br>・ 經營（募資）計畫書是否詳實合理、是否具體可行、是否完整的說明經營現況、營運規畫、以及未來發展策略。通常創投公司會由一份經營計畫書撰寫的品質與詳實程度，來判斷創業家對事業經營的認真態度，這對於投資案的可信程度將有密切影響。 |
| 主要經營團隊 | 經營團隊的經歷背景、人格特質、經營理念、以及對營運計劃的掌握程度。 | ・ 經營團隊的學經歷會影響其決策判斷，以及處理事務的態度與能力，藉由檢視其過去的成功失敗經歷，亦可作為經營能力的重要參考依據。另外對於財務狀況及品德名聲，也要進行深入的瞭解與查證，人際關係評價不佳者，也將不利於評估。<br>・ 創投業者一向認為經營團隊的良窳決定事業的未來命運，因此常說：「投資於二流技術、一流經營人才的公司，要勝於投資一流技術、二流經營人才的公司」，可見創投公司對於經營團隊背景與能力的重視程度。創投公司對於創業家的誠信、人格特質、過去經歷表現等會有高標準的要求，同時對於經營團隊間的合作與共識程度也會相當關注。 |
| 市場規模與行銷模式 | 包含市場規模、市場潛量、市場競爭優勢、行銷策略規畫。 | ・ 將目標市場的範圍與顧客對象明確定義後，針對現有市場需求大小評估是否能夠支持企業成長與創造足夠的利潤。分析主要競爭對手的產品及資源優劣勢、市場進入障礙、替代性產品的競爭威脅等，以此判斷經營團隊提出的競爭策略是否有效。<br>・ 市場分析是產品、技術、財務評估的基礎，任何一個投資項目都必須要有足夠的市場規模與顧客需求潛力，才可能維持企業的生存與成長。創 |

| 評估構面 | 考量因素 | 評估重點 |
| --- | --- | --- |
| | | 投公司雖然不會對投資案做正式的市場研究，但會經由書面資料、其他次級資料、以及訪談專業人士來判斷市場規模、潛力、與競爭狀況。 |
| 主要產品與核心技術 | 包含技術來源、技術人才與研發能力、專利與智慧財產權、產品附加價值或獨特性等。 | • 經營團隊對於核心技術能力的掌握是至關重要的，團隊素質的良莠直接影響產品開發能力，同時也決定企業體未來繼續開發新產品的可能性。此外，專利與智財權的數量亦是另一種公司財產的確保，同時，產品所具備的技術優勢，以及對顧客所創造附加價值的顯著性，都是判斷產品市場競爭力的重要依據。<br>• 於產品與技術能力是投資案競爭力與獲利的主要依據，創投公司會全面性的瞭解有關技術來源、核心技術能力、研發風險、產品功能特性、生產製造計畫、週邊產業配套、專利與智慧財產權問題等。由於這些問題涉及較多的專業知識，創投公司也經常會諮詢相關專家與研究機構。 |
| 財務配置與投資報酬 | 包含了財務狀況、股東結構、財務計劃/資金需求規畫合理程度、預期投資報酬率、資金回收年限及方式等。 | • 可藉由分析被投資公司過去與現在的財務狀況，來評估營運績效及未來可能遭遇的問題。股東結構與素質將影響資金結構與來源的穩定性，和對經營團隊的支持程度。透過經營團隊提出的盈餘數額與創投期望的投資報酬率來折算適合投入的資金比例，及投資案所提出的資金需求合理性。創投原則以上市櫃做為回收投資資本的主要方法，也可能是經由購併的方式出售持股。<br>• 創投公司主要評估投資案公司過去的財務記錄、目前的股東結構、未來財務計畫的合理性、申請投資金額的合理性、回收年限與投資報酬的實現可能等。創投公司由投資案所提供的財務資料，來判斷可能實現的投資報酬、投資案的市場價值、以及可能產生的風險機率。 |

## 創投想投資需要找好多理由　但不想投資卻只要一個就夠

到底在投資人的心目中，什麼是好的投資案，如同標題所言，想投資一家企業可能需要找好多好多理由，但不想投資卻只要一個就夠，畢竟投資一定有風險，但在投資前就已經呈現出企業在投資後

可能發生的風險，例如經營者誠信有問題或個性難以溝通，在投資後就可能發生很多投資後管理的問題，當然有這些問題就會讓投資人退避三舍了！

**十個讓投資人喜好的理由**

1. 公司具有相當創新的技術（最好沒有競爭者或潛在競爭者）。
2. 獲利很高且營收穩定持久的營運模式。
3. 具有與目前市場競爭者眾不同的策略規劃。
4. 所切入的是一個相當廣大且持續發展的市場。
5. 具有很堅強的經營團隊（人才濟濟、經驗豐富）。
6. 好的財務結構，以及完整的財務規劃（一年營收、兩年獲利、三年上市櫃）。
7. 在市場價值鏈中屬於具有競爭優勢的產業而非弱勢產業。
8. 公司在產業中相當具有特色與差異化。
9. 是一個進入障礙高的產業。
10. 主要經理人具有經營誠信公司的經驗。

**十個讓投資人退避的投資機會**

1. 企業經營者誠信有問題或個性難以溝通。
2. 無團隊或團隊流動性高的公司。
3. 資訊不透明或帳務有問題（財務簽證有保留意見或產出困難的公司）。
4. 經營者持有股份過低。
5. 技術、產品競爭力有疑慮者。
6. 資料準備不全，對投資評估反應緩慢。
7. 產業中信譽或作風有爭議。
8. 財務吃緊的公司。

9. 主要營收來自參與公共工程或建設。

10. 到處兜售的案子。

## 暫結

這篇文章分享了很多跟創投這個行業的訊息，期盼各位在看完之後，能對創投如何評估、如何投資等，有更深的認識與瞭解，當您對投資人更瞭解之後，相信未來在尋求投資人時，不論在資訊上的呈現或是溝通上的內容，更能貼近投資人的需求，進而降低投資的門檻！

最後，親切提醒，創業一開始一定不會很完美，但是一定要有特色，請對投資人積極展現出你創業構想的亮點與未來發展潛力吧！