



兩岸創投比較 與產業競合

文／蘇拾忠

創業投資這個詞，是從英文Venture Capital（簡稱VC）翻譯過來的。嚴格講翻譯得並不精確；但卻表現了台灣運用VC扶持創業的用心與政策想法。

Venture Capital指的是冒著風險的資本，或者說是與創業家一起冒風險的資本投入。李國鼎先生（人稱KT）是台灣的科技教父，也是台灣的創投教父。當年，他指派徐立德、徐小波、徐大麟「三徐」到矽谷考察，回國後建議在台灣推動VC。當時提出的譯名就是風險投資，KT反對，說怕台灣企業家看到風險兩個字，都不敢玩了。所以KT才替VC取了創業投資的名字，取其你創業我投資的精神。創投公會在成立15週年時，出了一本書記錄創投在台灣的「成果」，書名就叫「助人興業」，繼承了KT為創投命名的精神，傳為佳話。

創投不投資創業

近幾年，各界對創投公司不投資創新創業頗有微詞，但始終無解。筆者兩度擔任創投公會秘書長，時間長達18年，對此項批評，似乎不能不有所

回應。

創投是從美國開始的，1958年那年筆者剛剛出生，美國政府通過了一個小企業投資法案（Small Business Investment Act，簡稱SBIA），規定如果民間企業成立小企業投資公司（Small Business Investment Company，簡稱SBIC）對小企業進行投資，政府就一比一搭配共同投資，或給予低利貸款。這個共同投資辦法，台灣大概在2006年後實施，由國發基金與創投共同投資，就是所謂的「加強投資XXX業實施方案」，同樣是促進投資的方案，台灣大約落後美國50年。

SBIC發現投資高科技產業回報率較高，配合70年代的矽谷科技產業發展，加上租稅有利於法人的有限合夥法的實施，美國VC就在矽谷大放異彩，影響了以色列，影響了台灣。

創投公會前理事長王伯元曾經說：一個國家要有活潑的創投，必需有四個條件：旺盛的創業家、充裕的資金、優秀的投資人才以及完善的資本市場。就像打麻將一樣，缺一不可。當年，台灣錢淹腳目；人人寧為雞首不為牛後的創業；金融證券等

投資人才不差；股票市場交投熱絡。所以，台灣發展出驚人的創投。當年，新加坡的創投資金總量是台灣的三倍，可是每年的投資金額只有台灣的三分之一。日本、韓國、德國等大型企業主導的國家，缺乏新創事業，幾乎沒有創投。當年的中國大陸除了大量個體戶創業外，投資人才不足，社會資本不足，股票市場不許法人持股流通，是一缺三的局面，就算有創投，十之八九都掛著羊頭賣狗肉。

唯一和台灣有拚的是以色列：大量的新創事業、金融投資領域的猶太人才、資金雄厚；雖沒有可觀的股票市場，但以美國華爾街股市為退出市場，四項全能。筆者當年稱台灣的創投是僅次於美國，與以色列併駕齊驅的國家。這段話後來被經建會主委薛琦引用在APEC發表，從此奠定台灣創投在世界的地位。

1984年，台灣訂定了創業投資事業管理規則，李國鼎先生讓行政院開發基金拿錢出來與企業界合組創投，還修改獎勵投資條例（後來沿用到促進產業升級條例），對投資創投的個人或法人提供投資抵減的租稅優惠。三管齊下，宏碁與大陸工程合作的台灣第一支創投公司—宏大創投終於成立；接著，引進H&Q設漢鼎創投、引進Walden設國際創投及引進WI Happer設中經合創投。大約10年努力推動，惠普台灣區首任華人董事長柯文昌、工研院副院長胡定華、中華開發的林軍紛紛投入，終於在1995起，台灣創投出現奇蹟式的發展。從1995年到2005年間，台灣平均每年新設的創投超過30家。

霸氣十足的產業政策

台灣創投的政策，可能是最近幾十年來，最霸氣十足的產業政策了。

國發基金提供種子基金，再對參與投資創投的投資人提供投資抵減。這是一個厲害的政策。租稅優惠不是給創投的，而是給投資創投的人，換句話

說，金主們參與創投這項冒險的事業，不論成功或失敗，都可以先拿回20%。創投公司投資5年，7~10年回收，少說也是一倍、兩倍。簡單算數一算，參與投資創投可是穩賺不賠的生意。就這樣，大量的社會游資就被吸引進創投。

在大量資金被吸進創投後，政府就以這些股東享受租稅優惠為由，要求創投配合政策，包括：1）限制投資於政府決定發展的高科技產業（早年叫策略性工業，後來叫新興重要產業），投資在傳統產業的金額不能超過三成；2）限制投資於非晚期，所謂晚期，就是與證券商簽約輔導準備上市/櫃的一律不准投資；3）限制投資國內，如果要投資國外，一者金額不可超過三成，二者，這些對海外的投資，要提出引進技術、技術移轉國內、或委託台灣企業OEM/ODM的證據，否則下一支基金就不讓行政院開發基金投資。

把這三個小小的限制合起來看，就是要創投公司投資國內被政府選定的偏早期的高科技公司。上千億的資金集中投入半導體、通訊、光學、電子產業，加上另外五、六倍的民間資金跟著創投投資，政府支持的高新科技，幾乎是無堅不摧，個個成功。

台灣當年有工研院每年分拆（spin-off）一大堆科技公司，幾乎每一家新設，就有創投投入。從股票市場觀察，上市/櫃公司中，有三分之一的公司曾經得到創投的資金；如果單論上市/櫃的高科技公司中，有一半以上曾經得過創投的資金。台灣的創投，與代表高科技產業的工研院，以及代表政府積極產業政策的科學園區，是支撐台灣經濟奇蹟的鼎立三足。

事後統計，政府在2000年停止對創投的投資抵減前，總共投入的種子基金也不過90多億，提供的租稅抵減大約是200多億不到300億。但引導投入高科技的創投資金高達2,400多億，再加上民間的資金，超過2兆新台幣。怎麼算，都划算。可

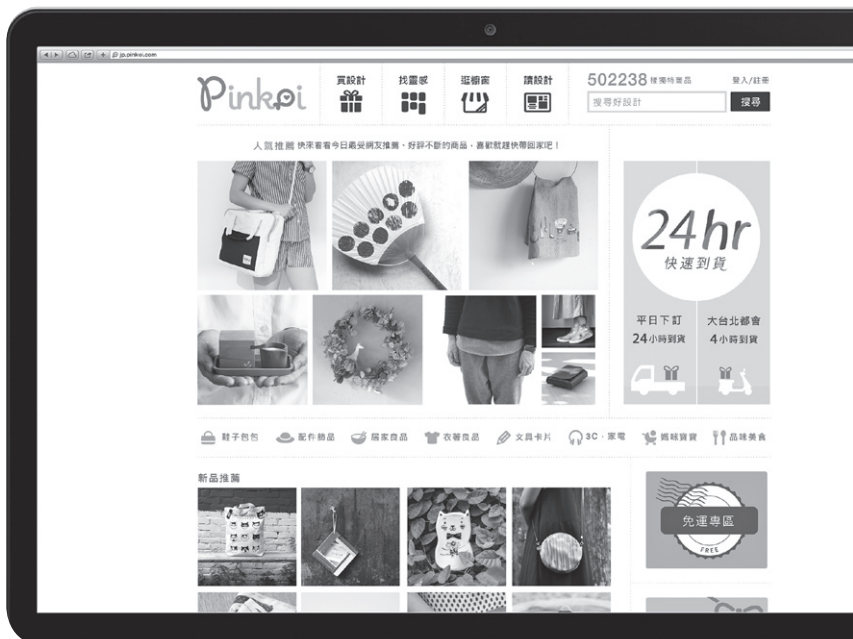
是，財政部對有錢人（沒錢當然不會投創投）享受租稅優惠很不以為然。就在2000年停掉了對創投的投資抵減。

沒有了投資抵減，有錢人還是繼續投資創投；但是，對創投投資較具風險的早期創業，就比較有意見。一般老創投基於基金回收的考量，本來就不太投資早期，而新設的創投因沒有投資抵減也不投資早期，結果形成創投不投資創業的怪現象。創投失去了她的特色，金主很快就發現投資創投和向證券商問明牌其實差別不大，投資創投的興趣就每況日下。從2006年開始，台灣創投每年新設家數逐年降低，投資早期的比重也從30~40%一路下滑到個位數。台灣進入長達10多年的低迷。

中國大陸創投崛起於台灣創投的低迷

幾乎就在台灣創投自巔峰反轉的同時，大陸的創投剛好起步、成長。大陸開始推創投，完全是學台灣的。1999年大陸人大副委員長成思危的一號提案，正式推進大陸的創投事業。歷經風投與創投的辯論，歷經國有企業減持的衝擊，大陸在2004年才開放法人持股得全流通，讓創投可以獲利退出，創投才得以全面開展。發改委草擬，大部份學台灣的「創業投資管理暫行辦法」經過將近6年的推敲，在2005年底出台。2007年又提出與台灣投資抵減類似的稅政扶持；2008年更推出與台灣國發基金的種子基金相同的引導基金；2009年創業板開板，終於引爆大陸創投的大風潮。

不過也就只有兩年的光景，當創投在創業板嚐到了甜頭，紛紛加碼投資上市前股票，以對賭的方式把上市前的本益比推高到20倍，再去追求上市後



近年海外創投逐漸注意到台灣，2015年紅杉資本投資台灣文創電商Pinkoi共同創辦人李讓、林怡君、顏君庭。

將近100倍的莫名其妙的市盈率（本益比）。創投投晚期，並不奇怪，但創投都不投早期，也太不像創投了。所以2010年時，遇到的大陸的創投，他們都會說，我在做PE（Private Equity，簡稱PE，在台灣被譯成私募基金）。再過一年，大陸已經全民皆PE了。可是2011年，大陸六成以上的PE回收不到六成，PE就泡沫了十幾個月。留下一地的山寨板創投。

事實上，中國大陸以獨有的姿態崛起，在全世界矚目結舌，來不及鼓掌的狀態下，大陸市場就成為世界第二大市場，大陸的產品就成為競逐世界的大品牌。大陸的創投也以她自創的模式，以畸型的對賭投資，山寨版的盡職調查（Due Diligence），以及「有關係就沒關係，沒關係就有關係」的退出策略，竟然也建立了全球VC/PE爭相投入，規模與活躍程度，都緊追美國的地位。

中國大陸崛起的是一個大國市場，產業靠內需起家，卻追逐全球市場。中國大陸崛起太快，全世界的資金就以VC或PE的形式進入大陸。而大陸



圖／Pinkoi 官網

Pinkoi 900 萬美金，台灣新創正展現出不同過往的朝氣。由左至右，

的VC基金、PE基金也就很快的躋身國際水平。從2006年算起，不到十年的光景，大陸創投或股權投資已經把她的老師—台灣遠遠拋在腦後。

現在，大陸一家較大型投資基金的規模，可能比台灣所有創投新台幣基金的總和還大。中國大陸崛起全球，以龐大的內需市場磁吸全球企業與科技技術，大陸的創投很快就發現，單純在國內投資，是無法與國際的創投競爭。就在這幾年，大陸創投管理國際資金，投資國際科研技術與初創企業，併購國際企業的總量，更遠遠超越百分之七八十都投資台灣的台灣創投。

台灣創投早在1984年就開始了，1995年到2005年是台灣創投的黃金十年，當台灣創投進入寂靜的十年，正是大陸創投、股權投資猛爆井噴的年代。兩岸創投的消長與兩岸產業的競合，竟然幾乎完全一致。當大家發現台灣的電子五哥都已經是大陸品牌的OEM/ODM廠商時，台灣的創投就一個一個從大陸撤退；當大家發現投資或併購台灣企業的理由竟然是「工程師好便宜」時，大陸創投已經磨

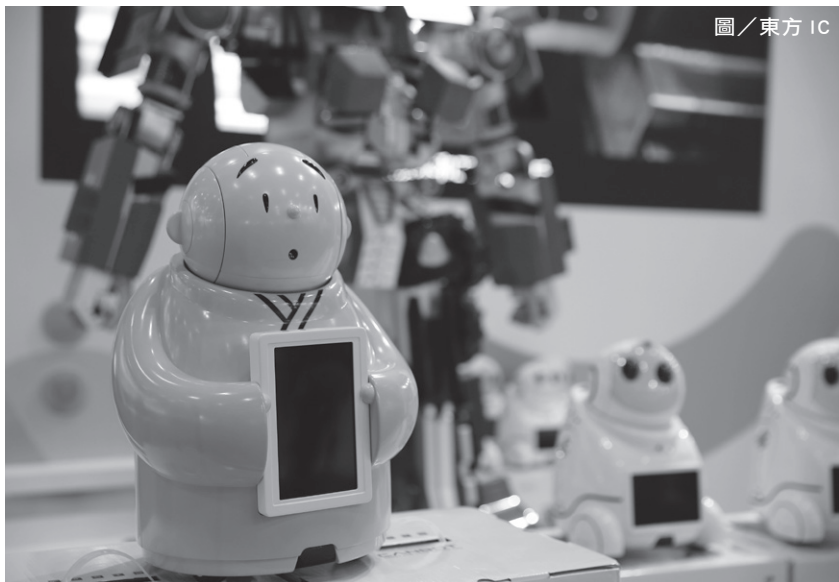
刀霍霍準備購併了。中國大陸崛起，成為世界工廠時，台灣股市大陸概念股就走紅；當中國大陸成為世界市場時，打開大陸市場，就是國際拓銷的第一步。

早些年大陸創投有一點是全世界都無法望其項背的，就是創投投資前竟然不做投資評估（Due Diligence，在大陸翻譯成盡職調查）。筆者就親口詢問大陸某大型創投基金的合夥人；結果，他丟給筆者一本大會計師事務所替他們做的盡職調查報告。筆者隨手翻閱，發現會計師查證該公司當年度第一季的營收達成率僅0.2%，這個達成率幾乎是停業狀態；筆者問該合夥人，這家公司是否有明顯淡旺季？結果，他的回答是：沒有，一年四季都好賣。筆者拿會計師的報告問他：那如何看待該公司第一季的營收表現？他的回答是：「怎麼會有這種事！？」原來，他們做了盡職調查，卻沒有用來做投資的評估。這種表皮風光，骨質舒鬆的山寨評估，真的令人瞠目結舌。

不過，山寨的國度，出了個小米手機；山寨的產業，出了個支付寶；山寨的社會出了一個薛蠻子（大陸的天使投資人）。大陸的創投/PE就在這種「原創」山寨的環境下，竟也打開了中國式創投的一片天。

兩岸創投消長與產業對比

回顧兩岸創投事業的發展，1984年台灣從美國引進VC，善用台灣豐沛的社會游資，高水準的財金投資人才，寧為雞首不為牛後的創業精神，以及交投暢旺的股票退出市場，形成世界上舉足輕重的創新、創業加創投的三創國家。同時間的大陸，除了一些個體戶算的上創業家外，既無資金，也缺人才，股票市場才剛開始，創投只是煤老闆炒作房地產的工具。



中國大陸的創新與創業浪潮正高，佛教也跟進文創事業。北京龍泉寺成立的龍泉寺動漫中心，研發了半禪禮的回應模式的「賢二」機器僧，迅速在網路上爆紅。

1995～2005這十年，台灣創投與台灣的資訊電子與半導體產業在全球發光發熱，工研院的科技研發，新竹科學園區的科技創業，科技新貴功成名就後轉進創投，帶領創投投入更新、更前瞻的新科技。形成一個前所未有的科技產業發展的頂級生態系。同一時間，大陸以大量的山寨以及台商的「指導」，艱辛的建立他們自己的產業基礎，逐漸從土法煉鋼轉型成世界的工廠。個體戶變成小資創業家，社會資金逐漸累積，海歸人才越來越多，除了股票市場還很封閉（法人持股不得流通）外，有一缺三的創投生態，逐漸轉成有三缺一的狀態。

2006年迄今，台灣創投進入長達十多年的低迷，新設創投家數減少，早期投資比重降低。台灣產業大幅西進，政府高喊兩兆雙星，卻缺乏租稅誘因，創投幾乎不再配合政府產業政策。台灣平均薪資十多年不變，中國大陸或其他國家因為工程師廉價而來台灣投資。同一時間，大陸高速成長，世界的工廠帶動沿海城市的所得提升，人口紅利的趨動，內需市場大幅成長，全世界商品湧向中國大陸，使中國大陸變成

世界的市場。大陸的創投也逐漸走出自己的風格，創業板的設置，解決創投發展的最後一個關卡，創投／PE如脫韁之馬，一飛衝天。

2011年PE大洗牌後，沒有被淘汰的創投、不搞山寨的創投就實實在在的存活下來，而且規模一直擴大，直逼國際水平。雖然大陸的創投沒有像台灣的創投對台灣產業發展有那麼明顯的貢獻，但是在亂軍之中，大陸的創投隨著中國大陸崛起，倒是賺了不少銀子。而且，隨著中國大陸企業的國際擴張，大陸的創投國際化佈局投資的腳步竟不亞於亞洲的其他已開發國家。當台灣創投公會組團前往以色列

訪問的好幾年前，大陸的創投已經在以色列投資了好幾個億收購最尖端的科研技術。大陸創投或許在中國大陸崛起的前期，沒有太大的貢獻，但卻對大陸企業的全球競爭做出了貢獻。

2009年，筆者在北京大學演講，稱2009年為中國大陸的創投元年，到2011年，大陸發改委金融司的領導還公開敬稱筆者為中國大陸創投的「導師」。曾幾何時，大陸的創投已經把台灣這個老師遠遠拋在腦後。兩岸產業從垂直分工變成水平競爭，現在，台灣是大陸企業的最佳ODM夥伴，大陸企業來台灣設置研發中心，吸收或雇用台灣的科技人才。

這場競合消長的戰爭，兩岸還不能論斷輸贏，台灣領先了兩個十年，輸了一個十年，現在進入第四個十年，台灣如果想要在產業發展的競爭中扳回一城，創投？PE？還是兩岸都缺乏的Angel？必須處理好產業發展，也處理好創投的產業政策，台灣最終才會贏得勝利。☺

（本文作者為前創投公會秘書長，現任天使投資協會秘書長）