

台北外匯市場發展基金會委託計畫

「國際私募股權基金之發展與監理」

委託單位：台北外匯市場發展基金會

執行單位：台灣金融研訓院

計畫主持人：李存修 教授

共同主持人：葉銀華 教授

研 究 員：李智仁 顧問

研 究 助 理：翁妮鈴、詹雅琪、

王慈徽、徐玉玲

中 華 民 國 九 十 七 年 六 月

摘要

近年來，國際金融市場最引人注目之發展，首推私募股權基金（Private Equity Fund）以及避險基金（Hedge Fund）之快速成長。私募股權基金就廣義而言，係指為使一群投資人集資投資於未上市公司股權及具股權性質之證券所設立之工具，基金之型態可為公司或合夥等。私募股權基金近幾年之投資區域，除美國與歐洲外，更積極在亞洲進行投資。據統計，2006年私募股權基金投資亞洲之資金總額達674億美元，相較於2005年的304億美元增加約122%，成長幅度相當可觀。目前於國際上活躍之私募股權基金以凱雷集團（Carlyle Group）、KKR（Kohlberg Kravis Roberts）、黑石（Blackstone）、德州太平洋（Texas Pacific Group）、高盛資本、摩根史坦利資本等最具規模。

觀諸台灣之資本市場，私募股權基金之投資案件與金額迄今仍不算多，其原因不外乎企業規模未達私募股權基金要求之最低投資門檻、對於私募股權基金的瞭解度未深而產生之排斥感，以及法制上之限制束縛所形成之交易困難等。然不容諱言者，台灣的企業因股價漲幅相對較小，且企業體質普遍較佳，投資風險亦相形較低，適合成為私募股權基金之投資對象。再者，台灣之平均借款利率不到3%，係屬低利率之環境，亦成為私募股權基金感興趣之所在。未來如果能善用私募股權基金而因勢利導，由其擔任財務顧問或公開收購之委任機構（Tender Offer Agent），亦可提昇企業之價值，同時拓展資本市場之彈性。除此之外，藉由與私募股權基金之合作，亦將可協助企業引進更多國際化人才，拓展國際化之業務，而與國際充分接軌。然而，無論未來開放私募股權基金投資之幅度為何，充分而縝密的監理規範不可或缺。在現行法制方面，應檢視公司法、企業併購法與證券交易法之相關規範，檢討其是否已足敷規範用以提昇資訊之透明度、保障股東與消費者之權益、防杜不法交易（如內線交易或不合營業常規之交易等）……等事項。其次，主管機關亦應預先擬訂審查與管理之目標，並具體化於規範中，以作為良好之配套機制。

本研究旨在分析私募股權基金於國內外之發展狀況，並論述世界主要國家對其所為之監理態樣與程度，同時並檢視我國現行相關法規之適足性，以及未來應如何強化相關規範，以保障股東與投資人之相關權益，並提出建議供我國監理機關參考。

目次

第一章 緒論：研究動機與目的.....	5
第二章 私募股權基金概論.....	10
第一節 私募股權基金之意涵、架構與特色.....	10
第二節 私募股權基金之佈局與運作績效.....	20
第三節 私募股權基金於發展過程所面臨之問題.....	37
第三章 私募股權基金之發展探析.....	42
第一節 世界主要國家之私募股權基金發展個案研究.....	42
第二節 私募股權基金對資本市場、金融市場與產業之影響.....	67
第三節 私募股權基金開放後對台灣之影響（代小結）.....	71
第四章 先進國家與國際組織對私募股權基金之監理規範與比較.....	76
第一節 歐洲地區.....	76
第二節 美國.....	83
第三節 亞洲.....	86
第四節 國際組織.....	88
第五節 綜合比較.....	90
第五章 我國對私募股權基金之監理現況.....	91
第一節 現行法規依據.....	91
第二節 私募股權基金併購對相關政策與法規之衝擊.....	96
第六章 私募股權基金監理模式之探討.....	106
第一節 私募股權基金發展與監理政策之定位.....	106
第二節 監理法規制度調整之建議.....	107
第七章 結論與建議.....	110
參考文獻.....	116

表 次

【表 1】	全球私募股權基金交易案槓桿程度分析	18
【表 2】	全球私募股權基金前二十名之投資金額與成長	24
【表 3】	私募股權基金投資環境排名	25
【表 4】	2006 年全球前五大私募股權基金之併購業務交易金額	28
【表 5】	歐洲私募股權基金之投資人結構（2001 年至 2005 年）	30
【表 6】	2006 年亞太市場私募股權基金的併購業務概況	35
【表 7】	私募股權基金在台投資交易情形（2001-2006）	36
【表 8】	前三大大型私募股權基金公司之前五大核心持股企業一覽表	38
【表 9】	歷史上前十大 LBO 併購案件	38
【表 10】	私募股權基金風險顯著性之分析	80
【表 11】	美、日、香港對於私募股權基金之資金運用限制	90
【表 12】	現行法令之問題與適用之法條	112
【表 13】	建議法規修正重點	114

圖 次

【圖 1】	美國與歐洲私募股權基金之併購資本比重圖	12
【圖 2】	私募股權基金之組織架構與營運流程	14
【圖 3】	大型私募股權基金之規模示意圖	17
【圖 4】	全球私募股權基金市場之成熟度	23
【圖 5】	全球私募股權基金交易案分析（依區域別）	26
【圖 6】	全球私募股權基金交易案分析（依產業別）	26
【圖 7】	歐洲併購資本式私募股權基金內部報酬率	27
【圖 8】	全球私募股權基金交易案分析（依產業別）	29
【圖 9】	歐洲私募股權基金之投資配置	31
【圖 10】	歐洲私募股權基金之投資報酬率分配	32
【圖 11】	亞洲私募股權基金之規模	33
【圖 12】	亞洲私募股權基金之投資地	34
【圖 13】	日月光集團的股權結構圖（2005 年 12 月資料）	61
【圖 14】	日月光最近三個月來股價走勢圖	65
【圖 15】	矽品最近三個月來股價走勢圖	65

第一章 緒論：研究動機與目的

第一節 研究動機

近年來，國際金融市場最引人注目之發展，首推私募股權基金（Private Equity Fund）以及避險基金（Hedge Fund）之快速成長。私募股權基金就廣義而言，係指為使一群投資人集資投資於未上市公司股權及具股權性質之證券所設立之工具，基金之型態可為公司或合夥等。私募股權基金近幾年之投資區域，除美國與歐洲外，更積極在亞洲進行投資。據統計，2006年私募股權基金投資亞洲之資金總額達 674 億美元，相較於 2005 年的 304 億美元增加約 122%，成長幅度相當可觀。目前於國際上活躍之私募股權基金以凱雷集團（Carlyle Group）、KKR（Kohlberg Kravis Roberts）、黑石（Blackstone）、德州太平洋（Texas Pacific Group）、高盛資本、摩根史坦利資本等最具規模。

就私募股權基金之正面價值而言，其有助於企業的公司治理、創新與成長，特別是對於無法接近正式金融市場的新興企業尤然。同時也因為私募股權基金屬於私募性質，所受管制有限，加上資訊揭露範圍較小，因此相形之下，資本的配置效率較高，可以為投資人帶來較高報酬的回報。所呈現出之優點舉其瑩瑩大者有：一、幫助具發展潛力之被投資企業的成長；二、透過提供產業專業知識，提供被投資企業的附加價值；三、協助或提供併購資本，擴展被投資企業的全球性業務。惟應注意者，正因為私募股權基金具有前述欠缺透明度與管制不足等特點，從而此類私人市場（private market）之快速成長亦有可能損及公開市場（public market）之效率，且彼等高度利用財務槓桿或過度涉足衍生性市場的方式，亦不排除有提昇金融風險之虞，而危及金融秩序之穩定。其所可能引發的風險，可分為三大層面。首先，就國家產業層面觀之，如果私募股權基金所收購者均為國家之龍頭企業，是否危及產業安定，非無可議。其次，就股東保護層面觀之，私募股權基金進行併購前往往重視大股東之意見，甚至與其談妥條件，相對之下，小股東將陷入資訊不對稱之地位，而無法取得應有的資訊與時效，可能會有不公平情事發生。再者，對整體資本市場之影響方面，除可能因財務槓桿的過度使用，產生市場失序之狀況外，又因其資金來源多數仰賴信用市場工具及融資併購，惟一旦該產業發生信用危機，可能會產生風險承擔者不易確定之疑慮。除此之外，因為私募股權基金之資訊透明度有限，外界尚無法確切解讀私募股權基金所提供之資訊，將造成評估

私募股權基金績效之困難，且在進行各類私募股權基金之比較時，亦將增加其複雜程度。

觀諸台灣之資本市場，私募股權基金之投資案件與金額迄今仍不算多，其原因不外乎企業規模未達私募股權基金要求之最低投資門檻、對於私募股權基金的瞭解度未深而產生之排斥感，以及法制上之限制束縛所形成之交易困難等。然不容諱言者，台灣的企業因股價漲幅相對較小，且企業體質普遍較佳，投資風險亦相形較低，適合成為私募股權基金之投資對象。再者，台灣之平均借款利率不到 3%，係屬低利率之環境，亦成為私募股權基金感興趣之所在。未來如果能善用私募股權基金而因勢利導，由其擔任財務顧問或公開收購之委任機構（Tender Offer Agent），亦可提昇企業之價值，同時拓展資本市場之彈性。除此之外，藉由與私募股權基金之合作，亦將可協助企業引進更多國際化人才，拓展國際化之業務，而與國際充分接軌。然而，無論未來開放私募股權基金投資之幅度為何，充分而縝密的監理規範不可或缺。在現行法制方面，應檢視公司法、企業併購法與證券交易法之相關規範，檢討其是否已足敷規範用以提昇資訊之透明度、保障股東與消費者之權益、防杜不法交易（如內線交易或不合營業常規之交易等）……等事項。其次，主管機關亦應預先擬訂審查與管理之目標，並具體化於規範中，以作為良好之配套機制。

在現有文獻之研究中，李榮謙、林曉伶（2007）所撰「私募股權基金與對沖基金所衍生的金融風險」一文，分析私募股權基金之發展與所衍生之金融風險，同時亦探討全球私募股權基金之規模與市場之成熟度等重要課題，並分析所衍生之金融風險，並提出應要求私募股權基金作出適當訊息揭露並限制高財務槓桿之風險行為，以及應就不合時宜之限制性法令予以鬆綁之結論。吳當傑（2007）於「私募股權基金投資我國資本市場之管理」文中論及私募股權基金於資本市場所扮演之角色與運作方式，同時並論及其可能引發之風險，並說明相關監理規範。陳樹所撰「私募股權基金之介紹及發展現況」，詳盡說明了私募股權基金之基本概念與操作模式，並介述美國私募股權基金之發展經驗，同時也探究了私募股權基金於台灣市場之發展問題。此外，張立秋（2007）在「私募股權基金對我國資本市場之影響集我國證券業者之因應」一文中，除介紹私募股權基金之特色外，也闡述我國企業成為私募股權基金標的之理由，並進而從證券業者角度分析私募股權基金來台投資之利弊。另外，葉銀華「公司治理與私募股權基金的併購」一文中，從日月光案之分析談起，並由公司治理之觀點，

分析未來私募股權基金運作時之防弊措施。在國外文獻部分，因為私募股權基金運作之時間與經驗較為充分，在文獻上較國內為多。與本研究相關而具有代表性者，有英國金融服務署(FSA)於2006年11月發布之Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement，其中針對私募股權基金之發展背景與市場實施經驗有相當程度之闡述，同時也將重點置於私募股權基金市場之管理規範，並提出階段性之改革步驟。此外，Guy Fraser-Sampson 於所撰 Private Equity as an Asset Class 一書中，亦充分介述私募股權基金之概念與發展沿革，並與其他類似商品作概念上之比較，最後亦提出實際操作時之重要注意事項。觀諸上開文獻，對於私募股權基金之基本問題與重點方向均有初步研究，然尚未見具有綜合性之分析成果。對於私募股權基金之問題，應如何研擬其政策上之導向與法制上之規範，實有必要就現行實務狀況為綜合性之觀察，並探究主要國家施行經驗與相關建議，並對照我國市場景況，而提出因地制宜之建言，此亦將為本研究之價值所在。

綜言之，本研究旨在探索及分析私募股權基金近年來之發展動向與脈絡，同時分析其利弊得失。同時，亦將透過蒐集、探討世界主要國家或組織就私募股權基金之運作經驗與成效，作為我國未來政策研議之參考。此外，本研究亦將針對私募股權基金對於我國資本市場所可能產生之影響加以分析，並針對如何達成妥善監理之目標進行研析，最後依研究結果提出具體建議。

第二節 研究方法與架構

一、研究方法

(一) 分析比較法：

蒐集國內外政府機關、金融機構及民間企業所設網站資料及世界主要國家（包括英國、美國、日本及歐盟）關於私募股權基金之相關論述與資訊，同時參酌國內外學者專家之論著、報章雜誌、相關主題之座談會或研討會之資料及專家意見，並輔以我國相關法令與文獻，進行綜合歸納、分析與比較。

(二) 提問法：

針對本研究架構下之各章節主題，提出理論與實務上所可能面對之問

題，並嘗試尋求妥適之因應對策。必要時，將提出修法建議或配套措施。

(三) 實務訪查法：

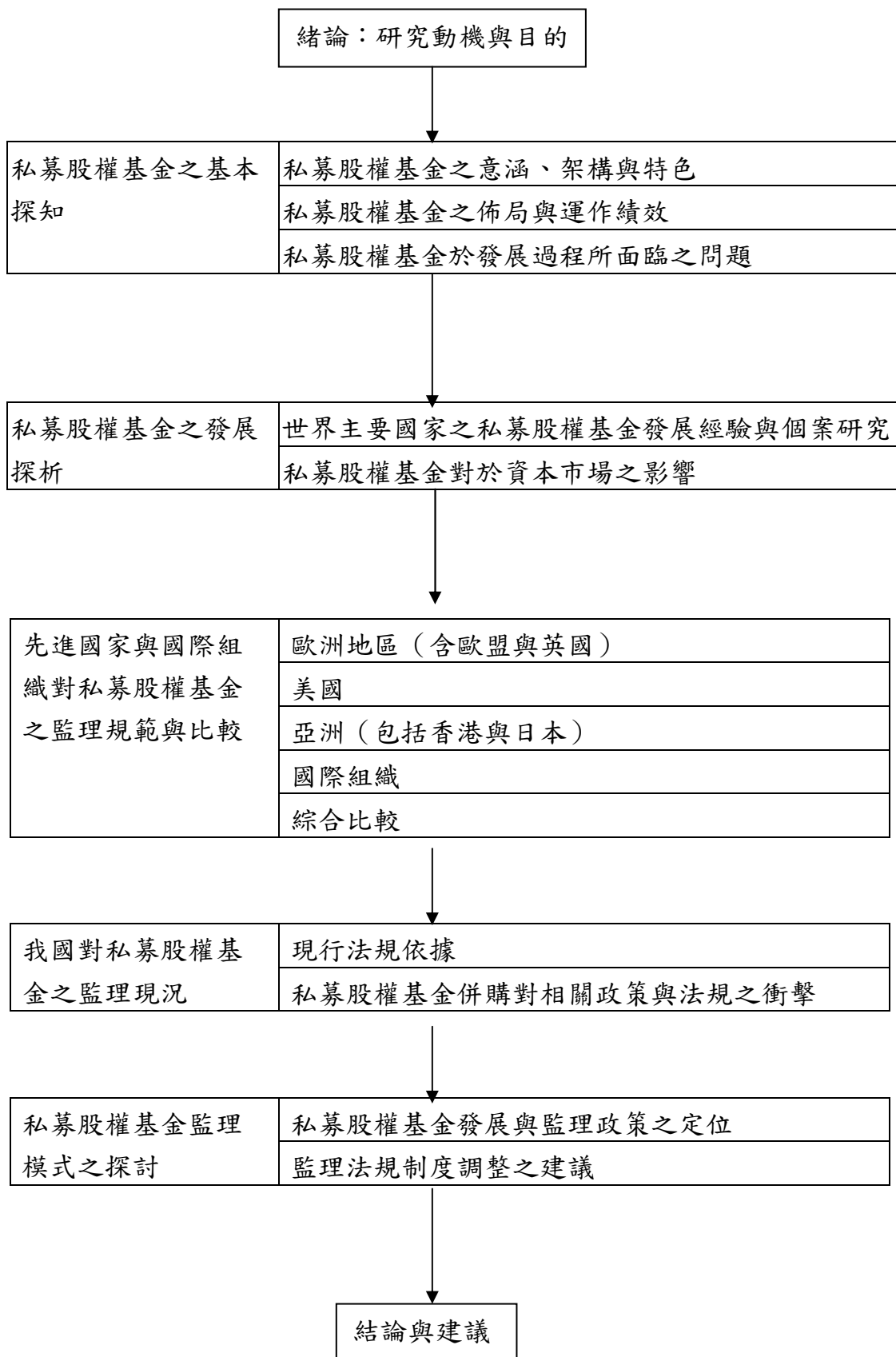
將針對相關問題考察現時實際運作情況，並於彙整爭點問題後，聽取主管機關、證券相關事業之見解及金融界之意見，列入本研究之重要參考。

二、研究架構

本研究主要架構包括：

- (一) 蒐集及探討私募股權基金之運作成效，以及近年來全球之布局、發展與所產生之優勢及問題所在。
- (二) 分析探討私募股權基金之基本架構與個案，並分析其對資本市場所產生之影響。
- (三) 探究私募股權基金於我國之發展前景，以及對於資本市場所可能產生之影響，並檢視制度上應予配合調整之處。
- (四) 分析世界先進國家與國際組織關於私募股權基金投資活動所提出之建議與規範，同時檢視我國現行法令，並提出建議。
- (五) 綜合前揭討論，提出相關法令與配套措施之具體建議。

研究架構如下圖所示：



第二章 私募股權基金概論

第一節 私募股權基金之意涵、架構與特色

在分析探討私募股權基金之發展與監理問題以先，容有必要針對私募股權基金之意涵加以辨明，並確立本文所指涉者為何等觀念，進而有助於開展後續之討論。同時，在觀念之確立後，亦應探究此等基金之架構模式與特色所在，以對私募股權基金有一概括且基本之認識。

一、私募股權基金之意涵

所謂私募基金，係相對於公開招募（Public Offering）而言，係指該筆資金之來源非從公開市場或不特定大眾募集而來，乃係向特定組織或群體透過私下募集之方式而來。若單憑此等定義加以認知，則廣義的私募基金，其種類將包含以下三者，即私募股權基金（Private Equity Fund）、創投基金（Venture Capital Fund）¹與對沖基金（Hedge Fund，亦有稱為「避險基金」者）²。所謂私募股權基金，係相對於純粹透過股市買賣上市股票賺取價差的「上市股權基金」之一種投資工具，乃為使特定對象之投資人（包含個別投資人、機構投資人及具有產業經驗之經理人）透過非公開方式（私下募集方式）共同集資，俾提供中長期資金以投資於未上市公司股權及具股權性質而有融資需求之公開上市企業，其可提供企業資金之需求，同時亦可從中獲取高額之投資報酬。而所謂創投基金，是由一群具有科技或財務專業知識和經驗的人士操作，並且專門投資在具有發展潛力以及快速成長公司的基金；該筆資金也是藉由向特定對象私下募集之方式取得，屬於追求長期資本增值之高收益投資。至於對沖基金，又稱為避險基金，一般泛指以合夥方式，私下募集並積極介入衍生性市場之投資基金，其於操作上主要是尋找跨市場與跨商品間所存在之多空操作的套利及交易機會，以規避市場風險，追求絕對報酬，是以投資標的之選擇較集中於

¹有關創業投資事業之介紹，可參閱王志誠，〈創業投資事業之管理政策及法制分析〉，《國立中正大學法學集刊》，第13期，2003年10月，頁197-264。創投基金與私募股權基金之比較，可參閱Jonathan Bevilacqua, Convergence and Divergence: Blurring the Lines Between Hedge Funds and Private Equity Funds, 54 Buff. L. Rev. 251(May 2006)

²有關對沖基金之介紹，可參閱李榮謙、林曉伶，〈私募股權基金與對沖基金所衍生的金融風險〉，《存款保險資訊季刊》，第20卷第1期，2007年3月，頁76-82；陳伯松，〈萬事皆有兩極 效率市場使然——放空者是禿應？〉，《會計研究月刊》，第260期，2007年7月，頁44-45。

投資流動性較高的金融商品。然本文所指涉者，乃側重私募股權基金之討論。

最早設計私募股權基金者是縱橫於華爾街上百年的猶太人，他們在全球找尋價值被低估的企業，買入部分或全部股份，取得企業經營權，但實際上只拿出約兩成本金，其他資金來源則是向銀行融資借貸，進入公司後便開始改造公司，運用其產業人脈和強大的政商關係協助公司重建更生，經過一段時間後再將此公司以高價出售，從中獲取高額之報酬³。由於私募股權基金通常運用其雄厚之資金與強大之產業人脈、政商關係以投資經營事業，通常獲利頗豐，且私密性高，加以不受嚴格或僅受低度管制等特點，甚受特定投資大戶歡迎，演變至今，私募股權基金公司與其產業規模越來越大，在金融市場已形成一股重大力量。觀諸目前於市場活動之私募股權基金，其組織架構主要以合夥、有限合夥（Limited Partnership）與有限公司之型態出現，其中又以有限合夥的型態最為普遍。

二、私募股權基金之資本運用型態與架構

（一）私募股權基金之資本運用類型

私募股權基金可伴隨企業發展階段的不同與企業發展之需要，提供不同的資本，包括創投資本（venture capital）、夾層式資本（mezzanine finance）、併購資本（buyout capital）及轉機資本（turnaround capital）或重建資本（restructuring capital）。其中，創投資本提供營運資金予新興且成長中之企業，據以將創新與產品商品化。此外，夾層式資本則係買入附認股權證的次順位債券予融資併購所需資金，通常為提供資金予正在等待首次公開發行（Initial Public Offerings, IPO）之具獲利性企業；再者，併購資本則是用於獲取控制企業之利益，且可能採取高槓桿的財務操作策略。最後，所謂的轉機資本或重建資本則將挹注資本予營運困難的企業⁴。

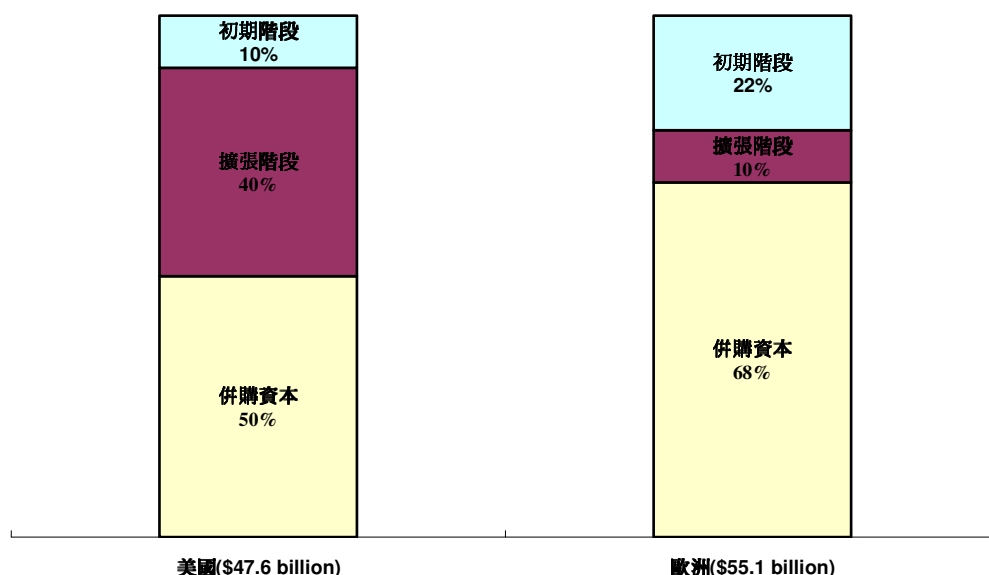
伴隨著上開資本運用形式之不同，私募股權基金之主要併購方式亦可區分為兩類，亦即「融資收購」（Leverage Buyout, LBO）以及「管理團隊收購」（Management Buyout, MBO）二者。前者乃由收購者先設立一家控

³ 參閱陳樹，〈私募股權基金之介紹及發展現況〉，《證券公會季刊》，第6卷第2期，2007年7月，頁18-19。

⁴ 參閱李榮謙、林曉伶，〈私募股權基金與對沖基金所衍生的金融風險〉，《存款保險資訊季刊》，第20卷第1期，2007年3月，頁62。

股公司，以此控股公司向貸款機構借入過渡性貸款作為買入目標公司股權之對價；當收購完成後，再以目標公司之資產為擔保向銀行借款，以償還之前的過渡性貸款。此種收購方式係透過槓桿，以小博大地進行企業併購，在成熟的市場裡，此種收購方式受到廣泛之利用。至於後者，其特色在於收購團隊是由目標公司內部經理人員組成，收購完成後之股權及管理權全數由經理人掌控。

私募股權基金的資本運用雖有上開四類型，惟就美國、歐洲等私募股權基金發達國家的投資配置以觀，主要仍將資金投注於併購資本上居多。就統計資料所示，2005 年歐洲私募股權基金規模為 551 億美元，其中 68 %挹注於併購資本，同年美國私募資金規模為 476 億美元，挹注於併購資本者亦占 50%（參【圖 1】），二者之併購資本均占最大比重。



【圖 1】 美國與歐洲私募股權基金之併購資本比重圖

資料來源：PwC, Global Private Equity Report 2006

(二) 私募股權基金之組織架構與營運流程

在私募股權基金之組織架構與營運流程的觀察上，鑒於歐美國家之發展狀況較屬成熟，因此在討論上將以美國作為主要說明架構。活躍於美國之私募股權基金，主要以合夥、有限合夥（Limited Partnership, LP）與有限責任公司（Limited Liability Company, LLC）之型態出現，其中又以有限

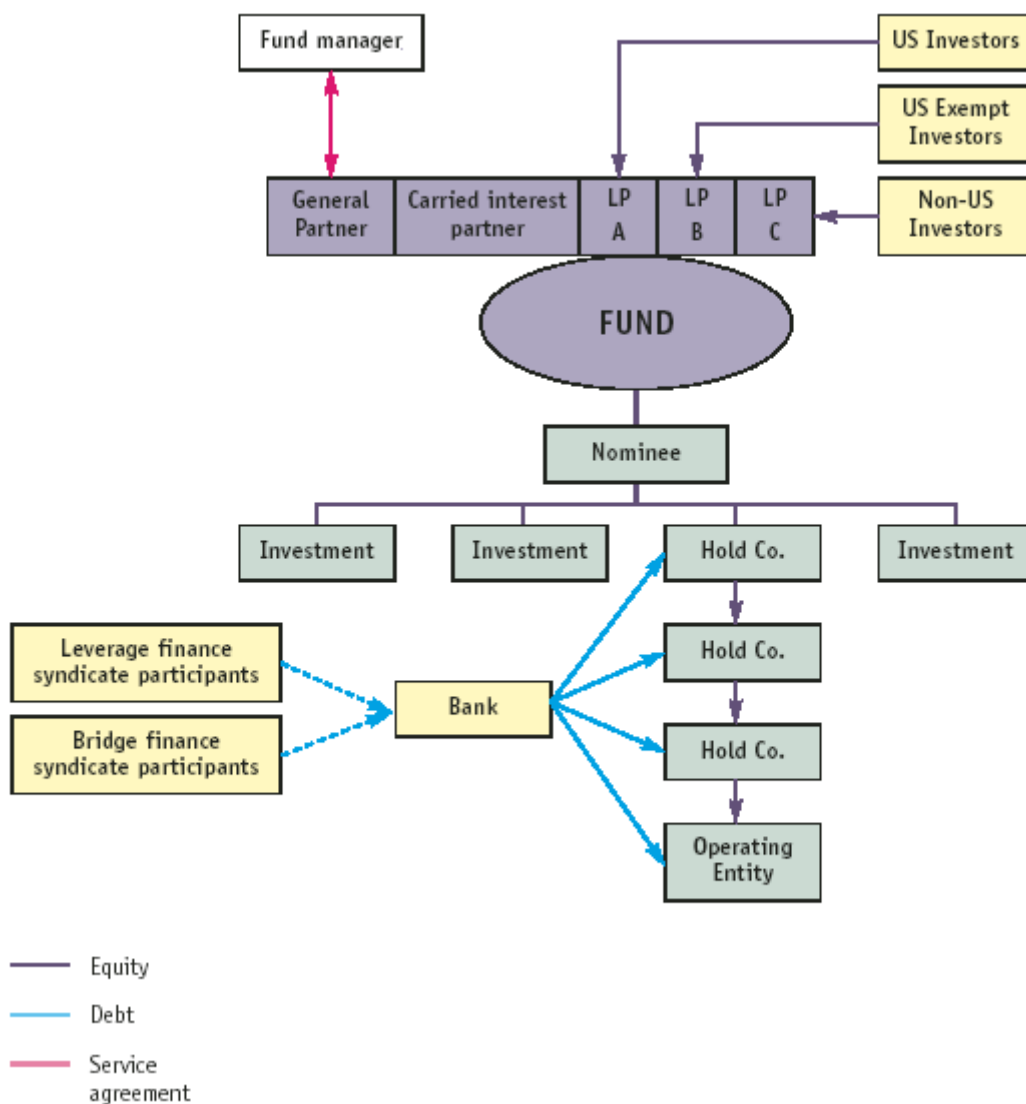
合夥的組織型態最為普遍⁵。以最常使用的有限合夥之組織型態為例，私募股權基金係先向州政府申請設立有限合夥，該有限合夥組織之成員由一般合夥人（general partner, GP）及有限合夥人（limited partner, LP）組成。一般合夥人負責基金之管理與營運，並負擔無限責任；而有限合夥人則不負擔管理營運責任，僅負出資義務，且僅就其出資額負擔有限責任，大大降低了投資合夥企業的風險。有限合夥之營運及一般合夥人與有限合夥人之權利義務、基金管理係依據有限合夥契約定之⁶。

在人員之佈局上，前揭一般合夥人與有限合夥人，即為私募股權基金之投資者。其中一般合夥人通常為有限責任公司或其他法人組織⁷，而有限合夥人則可能為大型企業、政府或民間的退休基金、機構投資人（包括慈善基金、金融機構、保險公司、其他投資機構等）、皇室與富豪。至於管理階層方面，私募股權基金之管理階層有經理人與代表或顧問二者。前者負責私募股權基金之操作，乃具有專門知識與經營經驗的個人或團隊；後者則為協助前者評估、談判併購流程與細節的個人或團隊，並於必要時發揮影響力，負責公關與遊說。在資金來源方面，除合夥人所提供者外，並不排除向金融機構融資之方式取得大筆資金，一般於融資收購（LBO）的併購案中，私募股權基金並不會全數利用自己募集到的自有資本，通常僅投入兩成的自有資本，其他八成則向金融機構融資取得，乃採取高度槓桿運作模式。前開資金乃成為一般合夥人的投資基金，而一年約支付基金的2~3%的管理費用給一般合夥人，以應付平常的營運費用。一般合夥人會再將基金投資到有資金需求的目標公司，其多以成立新設公司對目標公司加以併購的方式來取得目標公司之管理經營權，接下來的幾年將替目標公司創造價值，最後再將目標公司以出售、重新上市轉出股份或以分割部門再分售等方式作為退場機制。

⁵ See Steven E. Hurdle, Jr., *A Blow to Public Investing: Performing the System of Private Equity Fund Disclosures*, 53 UCLA L. Rev. 239, 242(October, 2005); Alan L. Kennard, *The Hedge Fund Versus the Mutual Fund*, 57 Tax Law 133, 136(2003)

⁶ See Guy Fraser-Sampson, *PRIVATE EQUITY AS AN ASSET CLASS* 6, 11(John Wiley & Sons, Ltd, 2007)

⁷ 參閱吳當傑，〈私募股權基金投資我國資本市場之管理〉，《證券公會季刊》，第6卷第2期，2007年7月，頁7。



【圖 2】 私募股權基金之組織架構與營運流程

資料來源：Financial Service Authority (2006)， Annex.

此外，由於私募股權基金收購標的公司之股票非屬經常性交易，且私募股權基金不像投資於高流通之上市公司可以隨時退場，故於投資前相當重視實地查核（Due Diligence）有關被投資公司之業務前景、訴訟風險及其他重大影響公司營運之因素。私募股權基金之投資機會一般取決於世界經濟、政治、商業、併購及法制環境，因該等因素將影響私募股權基金獲利狀況之故也。在經濟環境方面，係指影響標的公司經營之經濟環境，包括利率、稅捐、產品與服務之供需狀況。由於標的公司受該等因素之影響，亦會影響私募股權基金之表現；在政治環境方面，政治不穩定或政府對商業環境干預之傾向會對投資產生風險與不確定性，因而常會影響其投資之意願；在商業環境方面，市場的成熟度、同一市場內競爭廠商之數目、所

有權架構（中小企業、家族企業或大型而專業之企業）均會影響投資機會；在併購環境方面，當地併購活動盛行之程度通常為私募股權基金活動的主要指標。另銀行供應資金之方便性，及資本市場之深度與流通性，亦會影響融資難易之程度；至於法制環境方面，不容諱言者，法制將會深刻影響進行併購活動之難易程度，包括對外資或私募股權投資者之障礙及融資與擔保品之供應等。此外，政府對公司治理之要求程度，及對進行投資活動之法規要求，也均會影響市場對私募股權基金之吸引力。

私募股權基金之費用結構，通常相當複雜且由許多不同元素所組成，例如交易費用（一般約占所投資標的價值 0.5%~1%）、監督費用與績效費用（通常約等於已實現投資報酬之 20%，惟費用不會馬上支付，一般等到投資者的資本皆以回收或已達原先內部要求報酬率時才會支付，此機制亦能有效激勵基金經理人，努力達成績效目標）⁸。而如所周知者，私募股權基金於取得目標公司經營權後，通常即會開始整頓目標公司之內部組織與營運情況，諸如撤換原經營團隊改由私募股權基金經理人接手經營權、解雇不必要的公司員工、裁撤公司虧損部門、將公司部門予以拆解分割出售、整頓公司營運方式等手段，以使目標公司獲利成長，改善其營運情況，藉以提高目標公司的價值。

在完成上開目標後，私募股權基金通常將尋求退場，其退場機制有時甚至在交易完成前就已經詳細規劃，其型態舉其瑩瑩大者如：

1、掛牌上市

私募股權基金收買的目標公司可能為未上市公司，於整頓經營後將該公司予以掛牌上市，此時目標公司的股權將大幅增值，私募股權基金此時則可以繼續保有該公司股權，或出脫股權予以變現獲利。再則，如所投資之標的公司本即為上市公司，於私募股權基金接手後將該公司予以下市整頓，則該公司於日後重新掛牌上市或於他地上市時，市值亦將大幅提昇，私募股權基金亦可因此獲利，予以出脫股權退場。

2、出售被投資公司

即將目標公司予以經營整頓後，該公司之價值也將因此提昇，此時便將目標公司出售給其他同一產業之經營者或出售給其他的私募股權基金。

⁸ 參閱吳當傑，〈私募股權基金投資我國資本市場之管理〉，《證券公會季刊》，第 6 卷第 2 期，2007 年 7 月，頁 9。

3、分割

先將目標公司虧損之部門予以裁撤或將其與公司分割之，只留下能獲利的部門加以整頓經營，日後再出售獲利之。

4、繼續經營

此情況通常不會出現，但如目標公司的產值獲利極高或為了規模經濟等因素，繼續經營目標公司則不失為私募股權基金的最佳考量。

(三) 私募股權基金之特色

由於私募股權基金可伴隨企業發展之需求，提供各種形式資本，因此有助於企業的公司治理、創新與成長。同時，因為私募股權基金又具備法令管制較少與資訊揭露有限之特徵，因此資本之配置效率也相形較高，可以為投資人帶來較高報酬的回報。大體上而言，私募股權基金具有下述幾種重要特色，殊值注意。

1、幫助具有發展潛力之被投資企業成長

一般言之，新興企業通常呈現資本不足但具備發展潛力之狀況，惟正因為此等特色，對於金融機構而言，其所相對呈現之授信風險也較高，同時也不受公開市場所青睞。此際，倘若藉由私募股權基金之資金挹注，將可提供此諸企業所需之創投資本與成長資本，實可協助企業之創新與成長。

2、透過專業知識之提供，提高被投資企業之附加價值

私募股權基金也會考量其己身能力，招募頂尖的經理人才管理其所投資之企業，此等經理人普遍具有優異的產業經驗與專業知識，通常能成功地預測產業的發展趨勢，並且能提昇所投資企業之價值與經營效率。

3、協助或提供併購資本，擴展被投資企業之全球性策略

除前開所示外，全球性私募股權基金為提昇其競爭力，近年來已加強協助其所投資的企業擴展至全球市場，或提供併購資本協助至其他地區進行併購擴展版圖，對於被投資企業而言，亦賦予極佳之未來發展遠景。

4、資金流動性低、投資期限長與高風險高報酬之投資特點

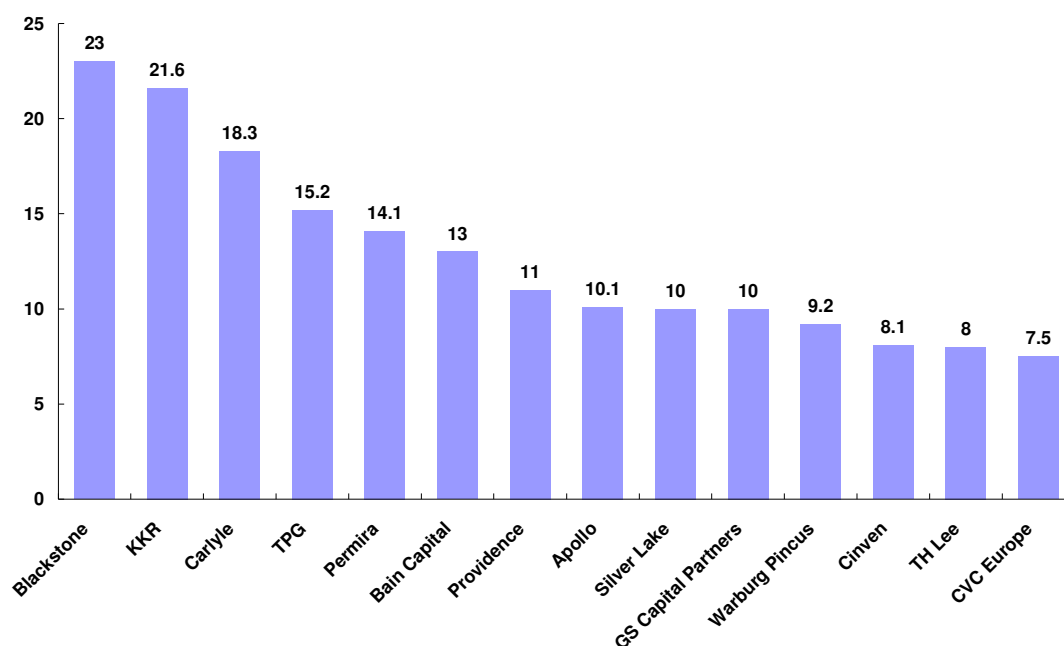
私募股權基金之股東與私募股權基金公司簽訂投資契約，股東對於該

契約所投入之資金無法任意取回，所以其資金流動性與變現性也相對較低，且契約所訂定之投資年限相對較長。同時，私募股權基金公司所進行之投資亦具有失敗可能性（特別是將資金投入新成立或發生重大危機之公司），基於以上特點，投資人對於私募股權基金之投資，相對於一般次級市場的投資也具有較高之風險。惟因為投資人必須承擔較高之投資風險，投資人於投資私募股權基金所得回收的報酬亦相對於一般其他投資為高，此係投資人投資於私募股權基金之最大誘因⁹。

5、運用高槓桿財務操作的融資方式取得資金

私募股權基金的財力雄厚為其最大特色，其資金來源來自大型企業、機構投資人、超級富豪...等，業如前述。目前大型私募股權基金之規模動輒數十、甚至數百億美元（參閱【圖 3】）。

此外，私募股權基金可調動之資金不侷限於前開自有資本，其於併購目標公司時並常運用高槓桿財務操作，向金融機構融資借貸大筆資金。由【表 1】可知，實際交易案槓桿成數可從 2.49 倍至 12.42 倍，而平均值則為 7.24 倍。



【圖 3】 大型私募股權基金之規模示意圖

資料來源：Citigroup 2006

⁹ See John L. Maginn, Donald L. Tuttle & Dennis W. McLeavey, MANAGING INVESTMENT PORTFOLIOS – A DYNAMIC PROCESS 509-510(2006)

【表 1】全球私募股權基金交易案槓桿程度分析¹⁰

交易時間	標的公司	購買公司	標的公司過去 12 個月 EBITDA (美金百萬元)	銀行融資總額 (美金百萬元)	銀行貸款 /EBITDA 乘數 ¹¹
2007/05/29	Claire's Stores Inc	Apollo Management LP	311.33	1137	3.65
2007/03/31	Smart & Final Inc	Apollo Management LP	78.00	688	8.82
2007/04/30	Enterprise PLC	3i Group PLC	82.26	850	10.33
2007/04/02	Synagro Technologies Inc	Carlyle Group LLC	57.67	540	9.36
2007/04/12	Provimi SA	Nutrilux SARL	172.89	1702	9.84
2007/05/04	USI Holdings Corp	GS Capital Partners LP	102.06	650	6.37
2007/04/19	United Surgical Partners Intl	UNCN Acquisition Corp	162.79	630	3.87
2007/04/10	Realogy Corp	Apollo Management LP	1,300.00	8095	6.23
2007/02/14	RailAmerica Inc	Fortress Investment Group LLC	91.25	650	7.12
2007/02/28	Valley National Gases Inc	Caxton-Iseman Capital Inc	36.61	290	7.92
2007/02/20	Quick Restaurant NV	CDC Capital Investissement SAS	83.45	679	8.14
2007/02/06	Yankee Candle Co Inc	Madison Dearborn Partners LLC	-	775	6.5*
2007/02/07	Jacuzzi Brands Inc	Apollo Management LP	129.40	1155	8.93
2006/12/19	Aleris International Inc	Texas Pacific Group Inc	280.95	3032	10.79
2006/07/21	NES Rentals Holdings Inc	Diamond Castle Holdings LLC	125.48	880	7.01
2006/07/12	SourceCorp Inc	Apollo Management LP	58.86	400	6.83
2006/06/12	Thomas Nelson Inc	Intermedia Partners VII Lp	34.68	235	6.78
2006/04/13	Burlington Coat Factory	Bain Capital Inc	248.65	800	3.22
2006/03/14	Beverly Enterprises Inc	Fillmore Capital Partners	200.51	500	2.49

¹⁰ 為分析私募股權基金一般在併購案的槓桿程度，乃針對 Thomson Financial SDC research 的 33 筆充分揭露財務資訊的槓桿收購案，運用 Loan Connect Database 進行其融資資訊的分析，而在該 33 筆資料種僅有 22 筆針對融資條件有所揭露，因此僅針對該 22 筆資訊，分析其交易案之銀行貸款/EBITDA 比例。而所有成數按照 Loan Connect Database 所揭露的成數及 Thomson Financial SDC research 所揭露的過去 12 個月 EBITDA 計算，故可能會與融資合約中的成數有所出入（其計算基礎可能為未來一年的 EBITDA 或甚而包括綜效），另由於有兩筆交易沒有揭露 EBITDA 資料，故以 Loan Connect Database 揭露的倍數為準。

¹¹ 在分析企業融資比例是否適當時，通常會評估其淨負債對稅前息前折舊攤提前淨利比（Net Debt/EBITDA）。所謂的淨負債（Net Debt），係指其付息負債扣除現金的餘額，而此 Net Debt/EBITDA 比率的高低亦代表企業的槓桿程度，此比率愈高者表示企業的融資比率愈高。

		LLC			
2006/03/10	SERENA Software Inc	Silver Lake Partners	-	700	6.6*
2006/01/25	La Quinta Corp	Blackstone Group LP	238.31	2960	12.42
2006/03/14	Geac Computer Corp Ltd	Golden Gate Capital	93.53	575	6.15
				平均	7.24

資料來源：Thomson Financial SDC Research、Loan Connect Database

轉引自潘家涓，「私募併購基金之操作模式與對市場之影響」，2007 年 6 月

6、延攬企業頂尖人才且用人精簡，並仰賴深厚的人脈關係

以往私募股權基金主要係由金融背景人士所掌舵，現亦大量挖腳知名企業高層管理，如 GE、IBM 之超級巨星級管理人，在選定併購的目標公司前，更是不吝斥資延攬該行業頂尖人才，組織專業團隊進行評估。再者，私募股權基金為使交易更為順利，於政經關係上更是厚植其人脈關係，其背後的投資人或代表、顧問，不但有來自於各國政府的退休基金、大型企業、大型金融機構，更有來自於中東、皇室、超級富豪、國家元首及政壇重量人物等曾在全球叱吒風雲的人物。此外值得一提的是，私募股權基金雖然手握龐大的資金，但公司內部於用人上卻極為精簡，以凱雷（Carlyle Group）為例，整個集團包括基層事務人員在內，用人數僅 390 人，卻管理 469 億美元之資產，且旗下人員亦多網羅全球最優秀之頂尖人才¹²。

7、致力於提昇目標公司的價值，以求取高獲利退場

私募股權基金於取得目標公司之管理經營權限後，即致力於提昇目標公司的價值，為企業帶來專業的人才與技術，甚或採取新的經營手法整頓公司的營運。同時運用私募股權基金於全球的佈局與厚植之人脈，為目標公司搭上國際產業鏈。除此之外，其通常亦於大幅整頓包裝目標公司後，尋求高額報酬與獲利後順利退場。

8、資訊揭露要求與規範程度較低

私募股權基金由於是「私下募集」資金，故只要私募股權基金之經理人與投資者就投資契約內容談妥即可，不需揭露相關資訊，所受的管制與

¹² 參閱張立秋，〈私募股權基金對我國資本市場之影響及我國證券業者之因應〉，《證券公會季刊》，第 6 卷第 2 期，2007 年 7 月，頁 35。

規範相較於公開募集方式寬鬆許多。況且，由於私募股權基金公司於取得目標公司經營控制權限後，為求整頓目標公司之考量，可能將原本上市（櫃）之目標公司終止其上市¹³，目標公司於終止上市後即成為私人公司，其所受法令規範幅度乃遠低於上市公司，例如於公司內部資訊揭露的要求上即無須受我國證券交易法內之繁瑣規範，亦無須受我國赴大陸投資不得超過公司淨值 40%之上限限制¹⁴，此時即有利於私募股權基金的經理人大刀闊斧的整頓目標公司與為目標公司之經營佈局。

揆諸上述私募股權基金之特色，產官學界對於是否全面開放私募股權基金進入國內，也存在著正反兩面之評價。持正面評價論者認為，私募股權基金為產業帶來大筆且豐沛之資金，有效提昇被投資公司的價值，引入專業技術與人才並幫助產業國際化，將可為國內的產業提昇競爭力與國際觀。惟負面評論者則認為，私募股權基金常運用高度槓桿或過度融資之方式向金融機構取得資金，其乃將大筆負債留給目標公司，造成目標公司有資本弱化之情況；又若公司財務操作出現問題，受害人不只是私募股權基金的投資者，貸與融資的金融機構易受遭殃，恐產生另一波的金融危機；再則，因法制規範對於私募股權基金的程度極低，往往造成公司內部資訊不夠透明，進而帶來對小股東保護不週、內線交易、操縱市場等一連串問題；況且，於私募股權基金的經理人大幅整頓目標公司的過程中，對於目標公司大幅的裁員、整併，恐亦造成新的社會問題；此外，私募股權基金多著眼於快速獲利，不重視公司永續經營，更對公司的遠景造成影響。

第二節 私募股權基金之佈局與運作績效

一、私募股權基金之佈局

私募股權基金發源於美國，於 1960 年代前即有私募股權基金之概念，大多是以富豪家族所擁有的投資公司形式存在。1960 年代之華平基金（Warburg Pincus），即可謂係第一家對外募資的大型私募股權基金。自

¹³ 目標公司於私募股權基金公司接手經營後終止上市，可能有下列理由：1.無須著眼於每季的營收與獲利，且不需理會、應付券商的盈餘預估與投資評級，因此不用追逐短期利益，而可以有長期的規劃；2.無須應付繁瑣的公開市場文件申報以及小股東的瑣碎詢問；3.不需召開法人說明會，回答券商等投資機構的繁瑣問題；4.可以自由訂定主管階級薪酬。

¹⁴ 參照經濟部 95 年 12 月 25 日經審字第 09509027890 號令修正發布「在大陸地區投資或技術合作審查原則」。

1970 年起，私募股權基金規模日漸擴大，KKR (Kohlberg Kravis Roberts) 於 1980 年募資 1.35 億美元，號稱是當時全球最大的私募股權基金，至於 1979 年 KKR 以 3.55 億美元買下 Houdaille，則是第一件併購公開發行公司之案例。

到了 1980 年代，垃圾債券 (junk bond) 市場出現大量資金之挹注，部分私募股權基金開始運用高度財務槓桿，以一到二成之自有資本搭配八到九成之貸款，以美國大型企業為標的，甚至不惜採取敵意併購 (hostile takeover) 方式，與過去作法大相逕庭。1988 年時 KKR 對 RJR-Nabisco 310 億美元的敵意槓桿併購，是當時最大的併購案。惟私募股權基金在 1980 年代高度槓桿的成功，引起了同業跟進及美國企業的反彈，導致垃圾債券市場的崩盤，也導致 1995 年 KKR 賣出 RJR-Nabisco，損失將近 10 億美元。1990 年代迄今，美國的私募股權基金從絢爛回歸平淡，其槓桿運作也逐漸轉型為較保守的三分之一資本搭配三分之二貸款的比例，併購手法也偏重與企業經營團隊聯手合作 (即 MBO 之併購模式)，而避免與目標公司之經營階層對抗，而產生敵意併購情事。

綜言之，美國的私募股權基金在 1980 年代多靠投資於資產價值被低估的企業加以整理後脫手求利，在 1990 年代則多靠所投資企業在上市前後股價本益比的大幅差距獲利。而最近一宗值得注意之消息為，美國信用卡暨支付系統業者第一資料公司 2007 年 4 月表示，該公司已同意由 KKR 以約 290 億美元收購，預料將成為美國近來第二大收購案，僅次於 KKR 與德州太平洋集團聯手以 320 億美元收購 TXU 公司¹⁵。

再者，若從國際視角檢視私募股權基金之發展，可以發現私募股權基金首先始於 1980 年代及 1990 年代中期之美國，其後這股浪潮傳至英國，迨至 1990 年代後期則席捲歐洲大陸。1990 年代後期，許多原於美國之私募股權基金開始轉進歐洲市場，主要是受到歐洲公司市場發展程度相對低落、成長空間較大之激勵。1991 年全球私募股權基金之募資總額約為 100 億美元，2000 年則達 1,600 億美元的顛峰。這幾年來，私募股權基金仍是受到許多投資者的青睞，資產規模持續成長，截至 2006 年初，透過各類不同私募股權基金型態所募集到的資金規模已有接近 2000 億美元的水準¹⁶。目前，全球共約有 2700 餘家私募股權基金，其中不乏資金逾數十億美

¹⁵ 參閱陳樹，〈私募股權基金之介紹及發展現況〉，《證券公會季刊》，第 6 卷第 2 期，2007 年 7 月，頁 23。

¹⁶ See John L. Maginn, Donald L. Tuttle & Dennis W. McLeavey, MANAGING INVESTMENT

元者。

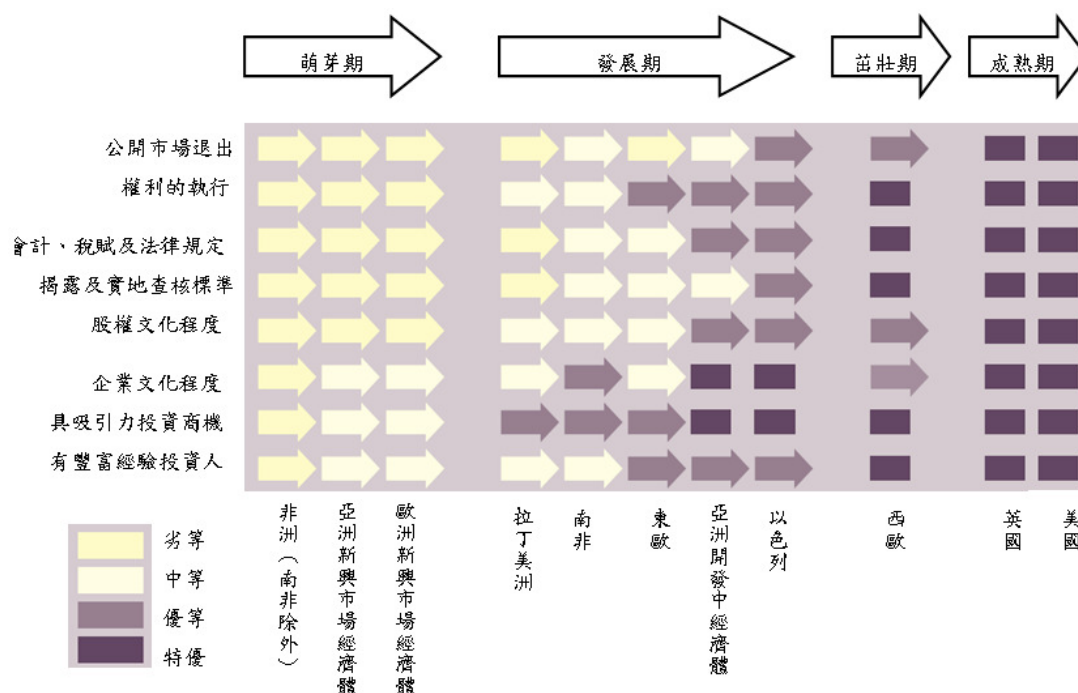
私募股權基金在歐美興盛多年之後，轉而將發展重心置於極具發展潛力之亞洲。1997 年亞洲發生金融風暴，私募股權基金趁機大舉進軍亞洲，首波鎖定之對象為中國及南韓企業。近年來，私募股權基金之熱潮更延燒至印度、澳洲及台灣，就連中南美洲的巴西、智利及阿根廷等新興市場國家，近年亦已大受私募股權基金之青睞。私募股權基金之所以熱情擁抱新興市場，可歸因於許多新興市場國家因資本缺乏且有發展潛力的企業價值偏低，未來可能產生的報酬相對較高，因而吸引投資者的注意力；此外，1990 年代末期工業化國家的金融市場與創投資本表現優異，許多外國投資者因而握有豐沛的資金，且新興市場國家總體經濟環境改善、政府對外國投資者的接受度增加，以及高獲利的前景，使投資者願意將資金投入於高風險的新興市場。這些資金的供需因素，使得私募股權基金近年來於新興市場國家快速發展¹⁷。

相關統計數據之觀察，可以作為分析私募股權基金發展與佈局之重要參考素材。若從全球私募股權基金之成熟度（參照【圖 4】）觀之，非洲、亞洲新興市場經濟體及歐洲新興市場經濟體僅處於萌芽期，所有的條件均不佳；亞洲開發中經濟體則處在發展期，企業主文化程度及具吸引力投資商機兩項極佳，但公開市場退出、資訊揭露及實地查核（due diligence）之標準則十分薄弱；西歐則處於茁壯期，大多數的發展條件均佳；至於英國及美國的私募股權基金發展最為成熟¹⁸。

PORTFOLIOS — A DYNAMIC PROCESS 507(2006)

¹⁷ See Asia Private Equity Review, Review of First Half of 2006 (2006) 相關中文文獻，可參閱李榮謙、林曉伶，〈私募股權基金與對沖基金所衍生的金融風險〉，《存款保險資訊季刊》，第 20 卷第 1 期，2007 年 3 月，頁 66。

¹⁸ See generally, Private Equity International, A GUIDE TO PRIVATE EQUITY FUND OF FUNDS MANAGERS (2005)



【圖 4】 全球私募股權基金市場之成熟度

資料來源：Private Equity International (2005)

其次，就 2006 年全球投資排名（參照【表 2】）加以觀察，在全球投資排名前二十名中，歐美國家就佔了十位，其中前十名中更有七個是歐美國家，可見全球私募股權基金的資金投資重點仍以歐美等私募股權基金發展成熟之國家為主要投資重心。然值得注意者，亞洲新興市場於近年來快速崛起，於該排名中即有六個亞洲國家，就投資區域而言，乃緊追於歐美國家之後，且中國大陸、日本、新加坡等國更擠進投資排名的前十名，贏過許多歐洲國家，可見近年來私募股權基金對於亞洲新興國家的青睞。

【表 2】全球私募股權基金前二十名之投資金額與成長

排名	國家	投資金額 (US\$ Billion)	基金成長 (US\$ Billion)	排名	國家	投資金額 (US\$ Billion)	基金成長 (US\$ Billion)
1	美國	46.41	159.00	11	義大利	2.56	1.58
2	英國	27.92	53.48	12	澳大利亞	2.32	2.08
3	中國	8.81	2.14	13	韓國	2.10	2.52
4	法國	8.55	13.42	14	印度	1.94	2.48
5	日本	7.95	4.42	15	丹麥	1.24	1.17
6	新加坡	4.41	0.74	16	加拿大	1.24	1.49
7	瑞典	3.52	2.25	17	以色列	1.08	1.34
8	德國	3.16	3.37	18	南非	0.89	0.40
9	西班牙	3.12	1.20	19	紐西蘭	0.75	0.22
10	荷蘭	2.74	2.86	20	印尼	0.56	-

資料來源：PwC, Global Private Equity Report 2006

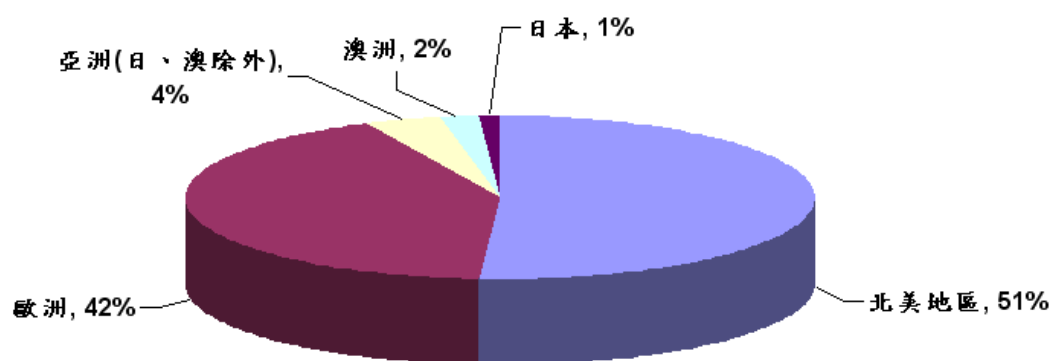
再者，就私募股權基金的投資環境（參照【表 3】）進行觀察，在前三十名中，歐美國家即佔了二十三名，可見私募股權基金發展成熟之歐美國家亦提供了極佳的投資環境。而如僅就前十五名以觀，歐美國家佔了十三名而名列前茅，是以歐美國家投資環境之優渥可見一斑。在此項排名中，亞洲國家僅有四個、南美國家更僅有巴西一個，可見私募股權基金於歐美等國以外的投資環境尚有很大的發展空間。

【表 3】私募股權基金投資環境排名

排名	國家	得分	排名	國家	得分
1	美國	5.8	18	葡萄牙	0.0
2	英國	4.6	19	波蘭	(0.4)
3	澳洲	3.7	20	韓國	(0.7)
4	加拿大	3.0	21	西班牙	(0.8)
5	丹麥	2.5	22	匈牙利	(0.9)
6	紐西蘭	2.4	23	日本	(1.1)
7	瑞士	2.2	24	義大利	(1.7)
8	瑞典	1.9	25	斯洛伐克	(2.1)
9	比利時	1.7	26	捷克共和國	(2.2)
10	愛爾蘭	1.7	27	希臘	(2.3)
11	芬蘭	1.7	28	土耳其	(3.7)
12	荷蘭	1.3	29	巴西	(4.0)
13	挪威	1.2	30	俄羅斯	(4.0)
14	以色列	0.9	31	墨西哥	(4.2)
15	德國	0.8	32	印度	(4.3)
16	澳洲	0.7	33	中國	(5.3)
17	法國	0.7			

資料來源：PwC, Global Private Equity Report 2006

最後，就前開各數據綜合觀察並予以交叉比對的結果，可得出以下結論。就私募股權基金於全球佈局的面向上，仍以歐美等私募股權基金業已發展成熟的國家為主，主要包括美國、英國、加拿大、法國、德國、荷蘭、西班牙以及北歐諸國。而歐美國家以外的佈局上，則以亞洲的新興市場，包括中國大陸、日本、韓國、印度以及澳洲的澳大利亞為主（並參照【圖 5】）。除了前開所論及的國家外的其他國家，則仍未見私募股權基金的積極佈局，而僅有零星少量的資金投入。

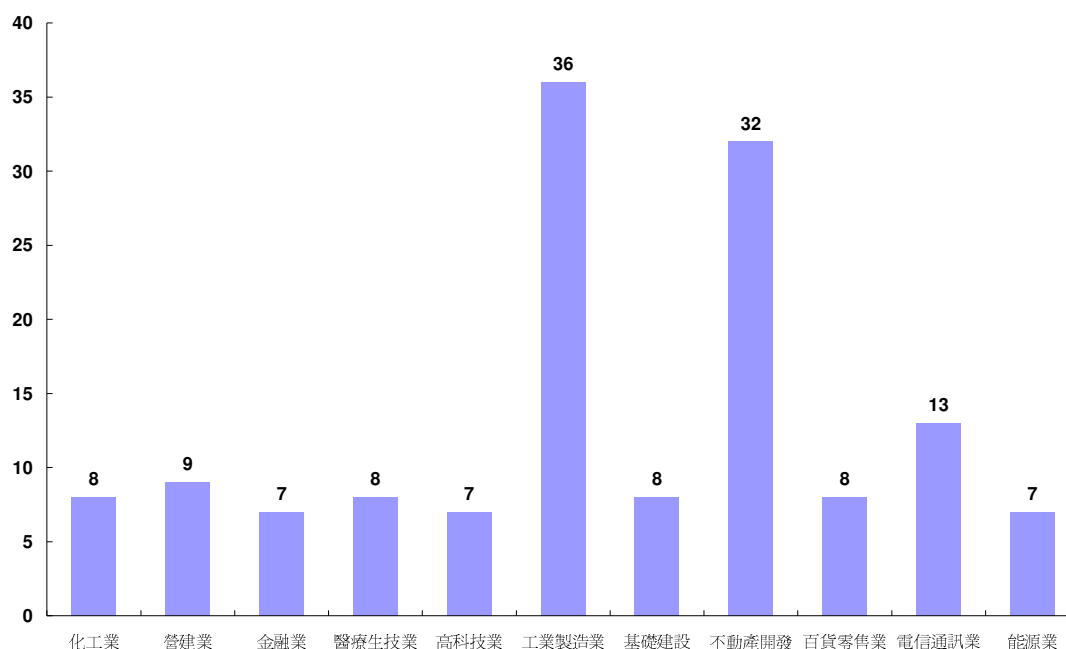


【圖 5】 全球私募股權基金交易案分析（依區域別）

資料來源：Thomson Financial SDC Research

轉引自潘家涓，”私募併購基金之操作模型與對市場之影響”，2007 年 6 月

而本文最後則就私募股權基金所投資的產業佈局之面向作觀察(參照下【圖 6】)，就全球私募股權基金交易案投資產業別分析可得，私募股權基金所投資的產業並沒有特定偏好，平均涵蓋於各個產業，惟工業製造業與不動產開發可能因為現金流量相對穩定等因素，其投資的個案明顯較其他產業為高。



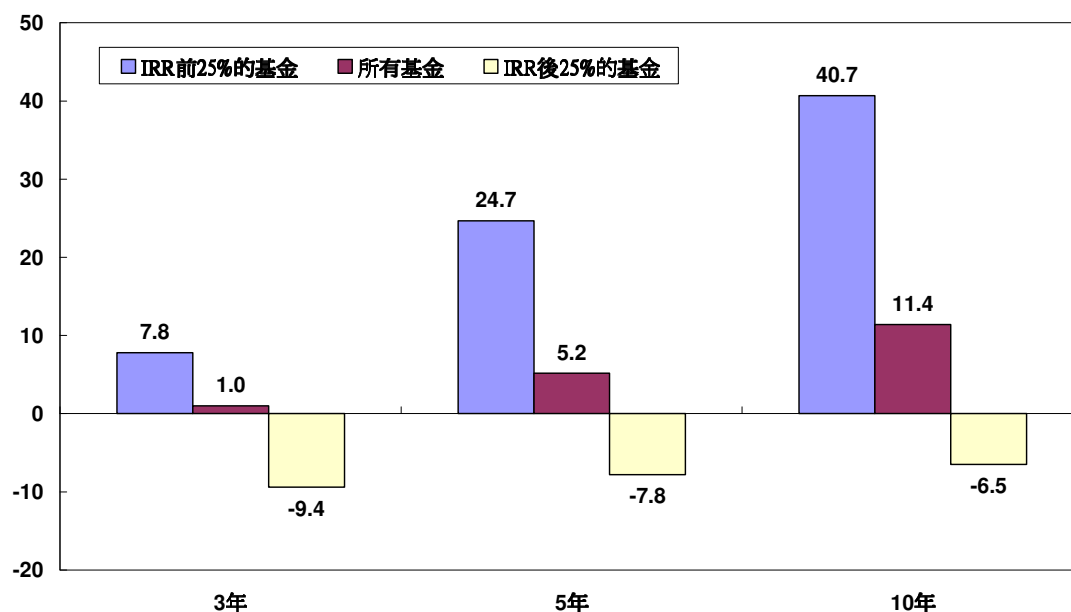
【圖 6】 全球私募股權基金交易案分析（依產業別）

資料來源：Thomson Financial SDC Research

轉引自潘家涓，”私募併購基金之操作模型與對市場之影響”，2007 年 6 月

二、私募股權基金之運作績效

隨著債券市場的健全發展、投資人對風險接受程度提高、私募股權基金的經理人有優渥的報酬以及資金充沛、市場利率低等因素，促使私募股權基金於國際資本市場蓬勃發展，並因此造就了近年來私募股權基金亮眼的運作績效。詳言之，全球私募股權基金於 1990 年代開始逐步成長，2000 年承諾提供予私募股權基金之資本曾高逾 2,000 億美元；之後雖明顯滑落，然 2003 年度起再度走高至 2005 年的將近 1,500 億美元¹⁹。私募股權基金規模逐漸擴大的主要原因之一，即為該等基金所提供之報酬率較高。如【圖 7】所示，以歐洲為例，至 2004 年 9 月 30 日，併購資本的私募股權基金 10 年平均報酬率為 11.4%，其中最頂尖的基金報酬率更高達 40.7%²⁰。再則，近年來國際間私募股權基金之規模更有朝大型化發展的趨向，規模數百億美元的私募股權基金業者更是比比皆是。



【圖 7】 歐洲併購資本式私募股權基金內部報酬率

資料來源：Private Equity International (2005)

參考資料：李榮謙、林曉伶，〈私募股權基金與對沖基金所衍生的金融風險〉，《存款保險資訊季刊》，第 20 卷第 1 期，2007 年 3 月。

¹⁹ See NVCA, NVCA Year Book (2006)

²⁰ See generally, Private Equity International, A GUIDE TO PRIVATE EQUITY FUND OF FUNDS MANAGERS (2005)

又就實行併購案的運作績效而言，根據統計數據顯示，2006 年私募股權基金所主導的企業併購案件總額為 2005 年的兩倍多，更是 1996 年的二十倍；且私募股權基金所涉入的企業併購案規模，已佔全球企業併購交易總額將近 20%²¹。2006 年全球私募股權基金在企業併購業務的前五大，其交易總額即達 4,259 億美元（參閱【表 4】）。而其中美國是私募股權基金進行企業併購業務的主要地區，當年交易總額達 4,030 億美元的歷史新高，且為 2005 年的三倍。其他如亞太地區，由私募股權基金主導的企業併購，亦創下歷史新高的 480 億美元²²。

【表 4】2006 年全球前五大私募股權基金之併購業務交易金額

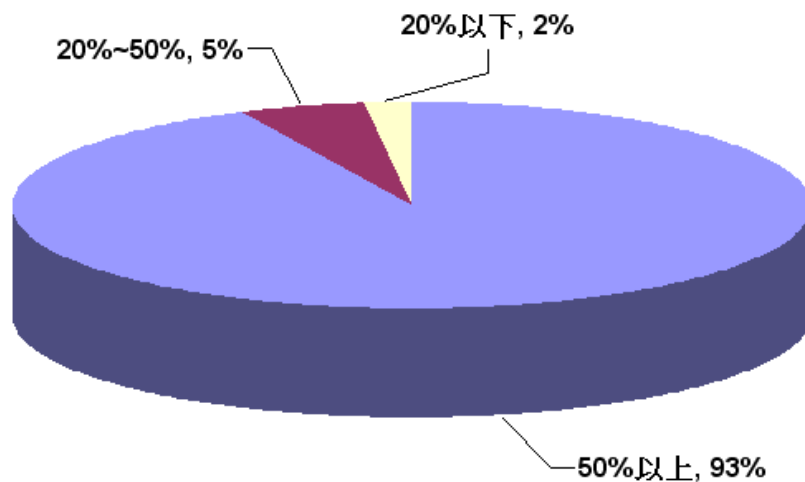
基金公司	交易金額(億美元)
德州太平洋集團(Texas Pacific Group)	1,010
黑石集團 (Blackstone Group)	930
班恩資本(Bain Capital)	850
柯科羅(KKR)	780
高盛公司(Goldman Sach)	689

資料來源：Financial Times (2006)

最後則就全球私募股權基金收購被投資公司的股權數額作觀察，如【圖 8】所示，私募股權基金業者收購被投資公司股權 50% 以上者達 93%，可見大部分的交易案件多為具有控制權移轉的股權交易，目標在於取得被投資公司控制權與經營權，以便於未來將其加以併購、整頓。惟雖仍有 7 % 的私募股權基金業者其股份交易未達被投資公司的 50%，然其可能亦業已掌控該被投資公司控制權與經營權，可能有下列三情況：其一、私募股權基金業者本次收購的股權雖未達 50%，但於先前本已持有被投資公司股權一定比例，而本次收購股權的數額與先前持有的數額加總則超過 50%，亦造成公司控制權的移轉；其二、私募股權基金業者的持股雖未超過 50%，但其卻可能為影響被投資公司決策的關鍵少數或控制股東；其三、私募股權基金業者的持股未超過 50%，但如與其合作企業或關係企業的持股加總超過 50%，亦可間接取得被投資公司的控制權與經營權。

²¹ 根據 Thomson Financial 統計，2006 年全球併購交易總值約 3.79 兆美元，高過 2000 年創紀錄的 3.4 兆美元，亦較 2005 年總值成長 38%。而其中由私募股權基金主導者占 20%。

²² 參閱經濟日報，「私募股權基金東征，引爆亞洲收購潮」，2006 年 12 月 28 日。



【圖 8】全球私募股權基金交易案分析（依產業別）

資料來源：Thomson Financial SDC Research

轉引自潘家涓，”私募併購基金之操作模型與對市場之影響”，2007 年 6 月

除了上述之概觀外，容有必要就目前發展已具雛形之各地區，為進一步之分析探討：

（一）美國部份

早期美國的私募股權基金只投資於未上市公司股票，後來逐漸延伸至以私下交易之方式買進上市股票，並進而經由公開交易市場買進上市股票作為併購方式之一。而本來美國一般私募股權基金的投資額並不大，且併購對象多為中小企業，交易金額多在 1 億美元上下，然隨著私募股權基金於近年來的蓬勃發展，近期也頻傳大型私募股權基金之重大併購案。根據數據統計，2006 年融資併購金額達 1,210 億美元，2007 年截至 5 月底累積已達 880 億美元，較去年同期成長約一倍，過去主要私募股權基金的投資案件平均規模約為 2 億美元，但於 2005 年已成長逾兩倍，達 3 億 5 千萬美元，2006 年主要併購案件金額更達約 7 億美元²³，成長幅度驚人。另，若就美國私募股權基金所募集的資金總額以觀，至 2006 年底為止，2006 年美國 322 支私募股權基金所募集的資金總額最高達 2,154 億美元而刷新歷史紀錄，並較 2005 年成長 33%²⁴。

²³ See Citigroup corporate and investment banking, THE PRIVATE EQUITY REVOLUTION: ARE YOU READY? 8(November 6, 2006)

²⁴ 參閱淵田康之、ロバート・ライタン『新しい資本市場——商品と組織のイノベーション』（東洋經濟新報社・2007 年 9 月）頁 6-7；併參野村資本市場研究所彙整資料。

(二) 歐洲部份

歐洲私募股權基金市場近年來發展迅速，2004 年歐洲私募股權基金規模達 434 億美元，與美國 438 億美元之規模已屬相當。關於其運作績效之觀察，可分別從投資人結構、投資配置與投資報酬率等面向加以說明²⁵：

1、投資人結構面向

就歐洲私募股權基金的投資人結構（含歐洲以外的投資人）以觀，銀行為私募股權基金之主要資金來源，如 2005 年之歐洲私募股權基金其資金即有 31.4% 來自銀行。同時，退休基金（Pension Fund）投資於私募股權基金之比重亦有增加之勢，亦即由 2001~2004 年的 21.2%，上升至 26.1%（參照【表 5】），但相對於整體資金規模，成長速度仍相對較低。

【表 5】歐洲私募股權基金之投資人結構（2001 年至 2005 年）

投資者類型	2005 年	2001~2004 年
企業	6.9%	6.2%
個人	4.5%	5.9%
政府機關	2.5%	7.4%
銀行	31.4%	23.5%
退休基金	26.1%	21.2%
保險公司	12.6%	11.8%
組合基金(Fund of Funds)	6.0%	13.6%
學術機構	0.5%	1.8%
資本市場	1.7%	0.7%
其他	7.7%	8.0%
總募集資金	570.81 億歐元	1,130.40 億歐元

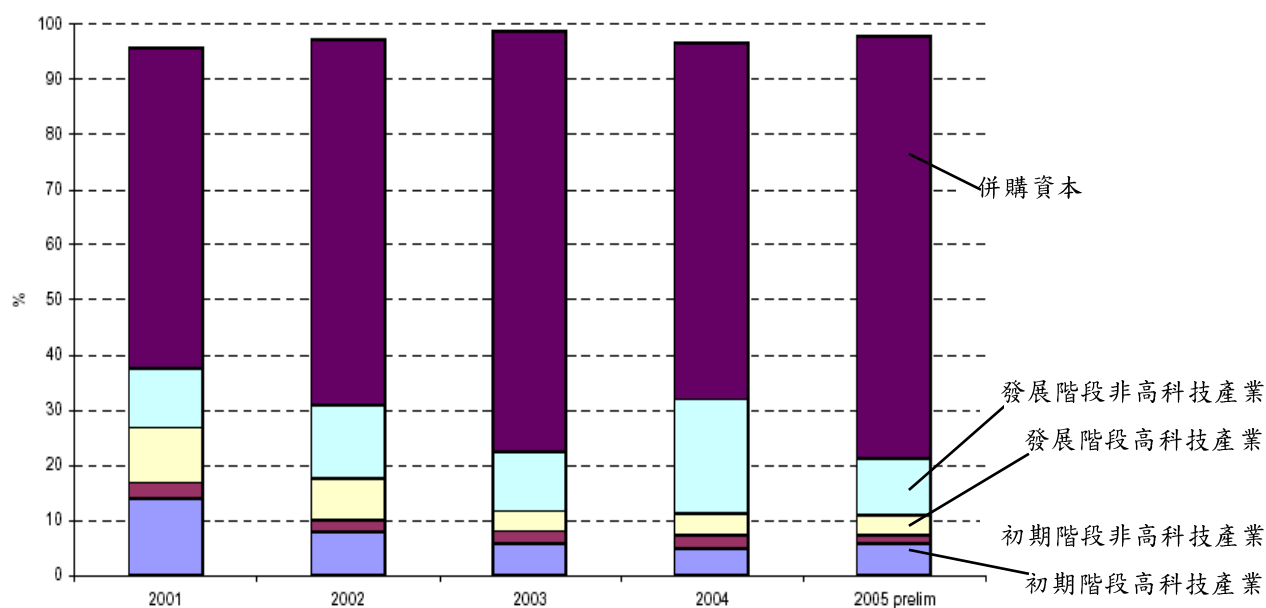
資料來源：Jenkinson (2006)

2、基金投資配置面向

若以歐洲私募股權基金之投資配置作為觀察標的，私募股權基金之投資可依據其投資階段加以分類，大致可分為對處於初期、發展階段的高科技與非高科技企業所提供的創投資本，以及併購資本。由【圖 9】可知，

²⁵ 參閱李榮謙、林曉伶，〈私募股權基金與對沖基金所衍生的金融風險〉，《存款保險資訊季刊》，第 20 卷第 1 期，2007 年 3 月，頁 67-70。

歐洲私募股權基金之投資配置主要集中於併購資本，且係針對已成熟且現金流量足以支撐高負債的企業，約佔整體投資配置的 80%。

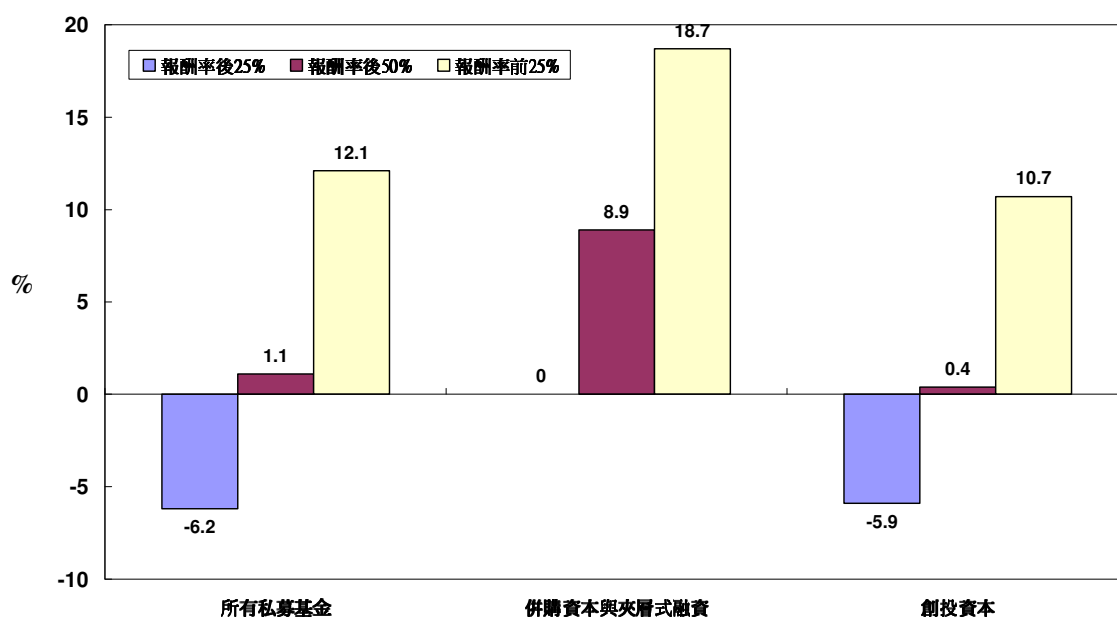


【圖 9】 歐洲私募股權基金之投資配置

資料來源：Jenkinson (2006)

3、投資報酬率面向

觀察【圖 10】所呈現之歐洲私募股權基金投資報酬率，整體私募股權基金報酬率在前 25%內的私募股權基金，其平均報酬率為 12.1%，但後 25%的私募股權基金，其平均報酬率則為負 6.2%，是以私募股權基金績效之差異性顯然大於股票市場與債券市場。



【圖 10】 歐洲私募股權基金之投資報酬率分配

資料來源：Bance (2004)

參考資料：李榮謙、林曉伶，〈私募股權基金與對沖基金所衍生的金融風險〉，《存款保險資訊季刊》，第 20 卷第 1 期，2007 年 3 月。

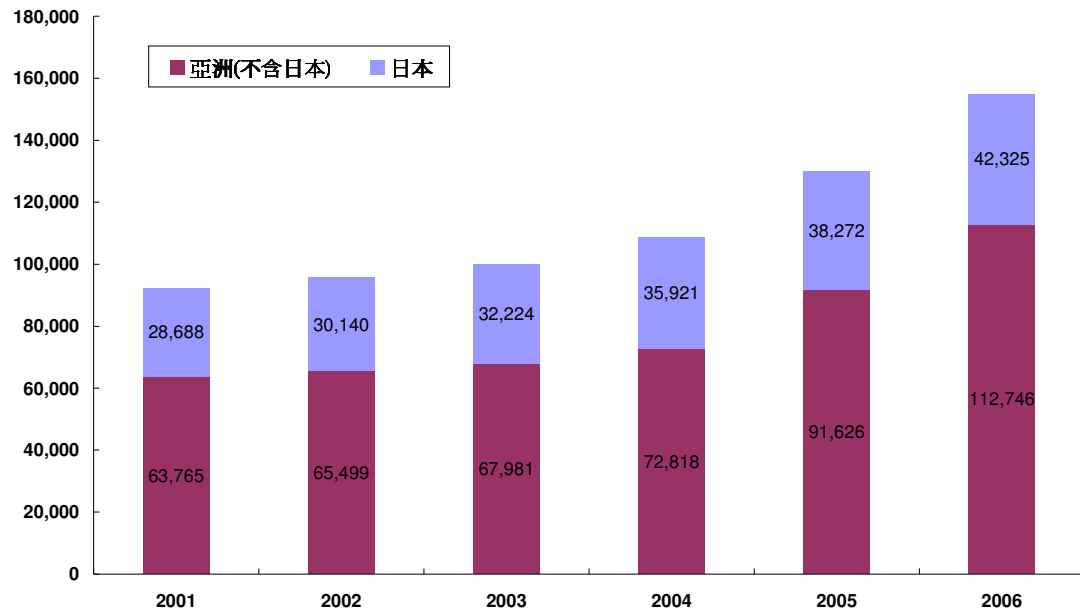
(三) 亞洲部分

依據統計數字，2006 年私募股權基金可投資於亞洲的資金總額達 1,580 億美元，較 2005 年的 1,220 億美元增加約 30%；2006 年私募股權基金在亞洲的投資總額約為 674 億美元，亦較 2005 年的 304 億美元增加約 122%²⁶。而私募股權基金於 2005 年係募集 192 億美元的資金投資於亞洲地區的企業；而 2006 年上半年則有超過 95 億美元的新資本流入（參【圖 11】），與上年同期比較，成長幅度達 42.2%。雖然亞洲私募股權基金所募集的資金總額呈現顯著增加，但平均基金規模卻僅由 2005 年的 1.57 億美元略增為 1.88 億美元，顯示有愈來愈多的私募股權基金業者從事募集基金活動²⁷。

²⁶ See Citigroup corporate and investment banking, THE PRIVATE EQUITY REVOLUTION: ARE YOU READY? 8(November 6, 2006)

²⁷ 參閱李榮謙、林曉伶，〈私募股權基金與對沖基金所衍生的金融風險〉，《存款保險資訊季刊》，第 20 卷第 1 期，2007 年 3 月，頁 70-72。

百萬美元

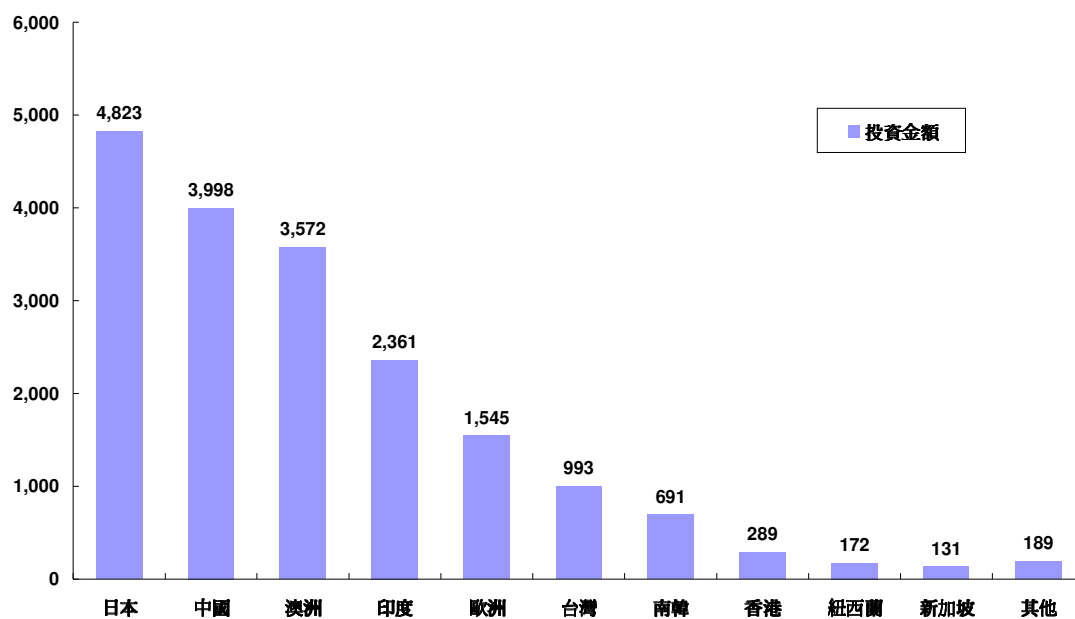


【圖 11】亞洲私募股權基金之規模

資料來源：Asia Private Equity Review 2006

此外，於 2006 年上半年，私募股權基金投資於日本、中國大陸、澳洲、台灣及南韓之趨勢均有顯著增加（參【圖 12】）。就亞洲私募股權基金的投資配置觀之，2006 年上半年主要係以提供資本予處於成長與擴張階段之目標公司。

百萬美元



註：其他項包括泰國(0.83 億美元)、菲律賓(0.03 億美元)及美國(1.03 億美元)。

【圖 12】亞洲私募股權基金之投資地

資料來源：本研究自行整理

參考資料：李榮謙、林曉伶，〈私募股權基金與對沖基金所衍生的金融風險〉，《存款保險資訊季刊》，第 20 卷第 1 期，2007 年 3 月，頁 71。

另一方面，私募股權基金亦對亞洲市場未來發展的潛力相當看好，基金業者認為，未來 100 年的大企業正在亞洲孕育，遂積極參與亞洲企業併購業務，2006 年私募股權基金於亞太地區的企業併購交易額及創下歷史新高的 480 億美元（參閱【表 6】）。

【表 6】 2006 年亞太市場私募股權基金的併購業務概況

基金別	交易金額(億美元)	併購案件數
德州太平洋集團(Texas Pacific Group)	120	3
麥格理銀行(Macquarie Bank)	113	2
Allco Equity Partners	111	3
Onex	110	1
凱雷集團(Carlyle Group)	80	6
CVC Capital Partners	75	4
柯科羅(KKR)	52	4
高盛資本(Glodman Sach Capital Partners)	40	2
安聯投資集團(Allianz Capital Partners)	39	2
安博凱(MBK)	17	3
總額	480	271

資料來源：Financial Times (2006)

再者，私募股權基金亦因亞洲地區的股票市場能夠提供較佳的變現能力，因而該基金於多數亞洲地區國家對投資企業的持有期間通常低於 5 年，特別是在股票市場發展成熟的國家。近來較著名之案例如凱雷集團（Carlyle Group）收購漢江銀行²⁸。而在亞洲諸多國家中，由於台灣的企業具備企業體質佳、股價相對合理、低利率環境、前進大陸的跳板地位與本土企業為求提昇競爭力而有國際化需求等利基，因此也紛紛成為私募股權基金最佳投資標的之一。私募股權基金於台灣的發展，根據資料統計，截至 2005 年底累積案件為 19 件，金額為 319.76 百萬美元。2006 年起，收購案件亦呈現快速發展狀態，於 2006 上半年，私募股權基金已於台灣進行 5 項交易，承諾投資金額更高達 2,475 百萬美元，先後有 2006 年初新橋資本（Newbridge Capital）買入台新金控 270 億台幣之特別股，而後澳商麥格理銀行及其媒體集團（Macquarie Media Group）計畫從凱雷集團手中購買台灣寬頻通訊公司等案例，均屬耳熟能詳，【表 7】所說明者即為私募股權基金於 2001 年至 2006 年期間在台之投資交易案。

²⁸ 2000 年凱雷以 4 億 3000 萬美元收購韓國第六大銀行即漢江銀行 36.6% 的股權，4 年後花旗銀行以 27 億美元收購漢江銀行，凱雷出脫持股，套現 10 億美元。

【表 7】 私募股權基金在台投資交易情形（2001-2006）

(單位：US\$M)

投資者 (Fund)	目標公司 (Target)	價值 (Value)	持股 (Stake)	完成日期 (Completion date)
Carlyle Group	Advanced Semiconductor Engineering 日月光半導體	5,225	100%	failure
MBK	China network systems 中嘉網路	1,507	60%	Oct 2006
Carlyle Group (TPG Capital, Liberty Media)	Eastern Multimedia 東森多媒體	1,467	60%	Jul 2006
TPG Capital	Taishin Financial Holdings 台新金控	840	24%	Mar 2006
Temasek	E. Sun Financial Holdings 玉山金控	400	15%	Mar 2006
Nomura Holdings	Taishin Financial Holdings 台新金控	125	3%	Mar 2006
Test Rite International	Tong Lung Metal 東隆五金(HSBC Private Equity Asia)	66	68%	Fed 2006
Morgan Stanley	CTCI Corp. 中鼎科技	65	20%	Mar 2006
Warburg Pincus LLC	Univision Technology 悠景科技	40	NA	Mar 2006
Merrill Lynch	Gold Way Holdings (sanyang industrial 三陽工業)	22	10%	Mar 2006
Macquarie Bank (Tom.com&CDIB)	Taiwan BroadBand Communication) 台灣寬頻網	881	100%	Mar 2006
ABN AMRO Holding	Uni-President/Carrfour JV 家福公司(統一/家樂福 JV)	100	10%	Fed 2002
Carlyle Group	Pacific China Holding 香港太平洋中國控股	40	40%	Mar 2001
HSBC Private Equity Asia	Jenn Feng Industrial 正峰工業	30	18%	Nov 2005
Crimson Asia Capital 昆仲投資	Yuan Feng Industrial 源恆工業	20	NA	Mar 2005
Crimson Asia Capital	Gordon Auto Body Parts 耿鼎	20	10%	Apr 2005
The CID Group 華威國際科技顧問	Ton Yang Holding 東陽	12	10%	Oct 2005

Hantec International Holding	Fulland International Securitie 顧富林國際證券投資	1.6	70%	Apr 2004
Argyle Street Management	Ruishen International Management	1.1	51%	Jan 2005
Hantec International Holding	Cosmos Foreign Exchange Inyernational 元太外匯經紀	0.8	20%	Jul 2003
Macquarie Bank	United Securities Investment 聯合投信	NA	40%	Jun 2003
Crimson Asia Capital	EverFocus Electronics 慧友電子	NA	4%	Dec 2004

資料來源：張書瑋，〈當私募股權基金來敲門--一種顛覆觀念的新財務工具 一種企業不得不思索的選擇〉，《會計研究月刊》，第 260 期，2007 年 7 月。

第三節 私募股權基金於發展過程所面臨之問題

一、私募股權基金之未來發展趨勢

就近年來私募股權基金之營運模式加以觀察，不難發現私募股權基金於未來可能有如下之發展趨勢²⁹：例如併購案件之大型化與大幅成長，蓋隨著併購案件之大型化，大型私募股權基金亦時常共同出價，聯合收購其他企業，稱為 club deal，進而形成策略聯盟，此類的收購的大型案件有增加趨勢。以【表 8】為例，由該表觀察可得知，前三大私募股權基金公司對於各家 LBO 併購案前五大持股組合，可以發現組成策略聯盟的方式相當普遍。

²⁹ 參閱葉淑玲，〈私募股權市場投資與對市場之影響——以全球市場發展及日本政府之因應為探討重心〉，《證券暨期貨月刊》，第 25 卷第 6 期，2007 年 6 月，頁 48-50；楊子江，〈私募股權基金與創業投資〉，《中央銀行季刊》，2007 年 6 月，頁 87；陳樹，〈私募股權基金之介紹及發展現況〉，《證券公會季刊》，第 6 卷第 2 期，2007 年 7 月，頁 28。

【表 8】前三大大型私募股權基金公司之前五大核心持股企業一覽表

基金	Blackstone	KKR	Carlyle
前五大持股	Nordic Telephone Co.	Nordic Telephone Co.	Hertz Corp.
	SunGard Data Systems	SunGard Data Systems	VNU Group BV
	VNU Group BV	VNU Group BV	Linsco Private Ledger
	Travelport, Inc	NXP BV	Dunkin Brands, Inc.
	La Quinta Corp	Toys R Us, Inc.	Willcom Inc.
總檔數	43	33	104

資料來源：陸君芬，〈私募股權基金簡介〉，《臺灣工銀證券投顧月刊》，2007 年 3 月，頁 10。

無獨有偶地，2007 年以來更有一連串大型併購案之出現，其金額亦創下歷史新高。例如 2 月初黑石集團（Blackstone Group）宣布以 390 億美元併購美國最大的商務集團 Equity Office Properties Trust，打破了 2006 年 7 月由 KKR 領軍併購美國最大醫院集團 HCA 的 321 億美元金額之紀錄後，僅相隔兩週時間，美國德州電力公司（Texas Utilities, TXU）復於 2007 年 2 月 26 日正式宣佈由 KKR 及另一家大型私募股權基金公司德州太平洋集團（TPG）聯合完成總金額達 450 億美元的併購案，再度刷新了私募股權基金單筆併購金額的歷史紀錄³⁰。【表 9】中列出歷史上前十大單筆 LBO 併購案，由該表可知，除了 1989 年讓 KKR 一戰成名的 RJR Nabisco 併購案外，其餘 LBO 併購案都是在近兩三年內完成的。

【表 9】歷史上前十大 LBO 併購案件

時間	併購者	產業	併購案件	金額
2007.02	KKR/TPG	能源類股	TXU Utility	450
2007.02	Blackstone	地產營建	Equity Office Properties Trust	390
2006.07	Bain Capital/ KKR/ Merrill Lynch	醫療保健	HCA Inc.	321
1989.02	KKR	食品零售	RJR Nabisco	314
2006.05	GS/ AIG/ Carlyle/ Riverstone	能源類股	Kinder Morgan	265
2006.09	Blackstone/ Carlyle/ Permira/ TPG	半導體	Freescale Semiconductor	176
2006.01	Blackstone	消費民生	Albertson's	174

³⁰ 參閱陸君芬，〈私募股權基金簡介〉，《臺灣工銀證券投顧月刊》，2007 年 3 月，頁 10。

2005.11	KKR/ Apax/ Blackstone	通訊電信	TDC A/S	156
2006.05	Weather Investment	通訊電信	Wind Telecom	153
2005.09	Carlyle/ Clayton Dubilier & Rice	工業	Hertz Cop	150

資料來源：陸君芬，〈私募股權基金簡介〉，《臺灣工銀證券投顧月刊》，2007 年 3 月，頁 10。

除併購案件之大型化與大幅成長外，未來私人投資於私募股權(Private Investment in Public Equity)之比例也將有增加之勢。所謂 Private Investment in Public Equity (PIPE) 係指對公開企業之私募增資，不經由市場之相對交易之一種資金調度之方法。對企業而言，雖有成本可能較高之虞，然確實地能提高而且提供符合顧客之需求。在經營團隊及股東之同意下，基金相關之資訊提供得以透明，股價亦不隨意暴漲。

二、私募股權基金於發展過程中所面臨之問題

然而，在私募股權基金的風潮席捲下，除應正視其發展動態外，亦應重視其發展過程中所可能衍生之問題。蓋其除了可能為基金投資者、目標公司的相關人員（包括目標公司原本的管理階層、員工、股東等）等個人帶來風險外，其經營公司與財務操作之模式，例如終止企業上市、併購公司、裁撤員工、高槓桿向金融機構融資借貸等，亦恐衝擊整個國家的產業、金融與資本市場，亦可能引發新的社會問題。是以對於私募股權基金發展過程中所產生與面臨之風險與問題，誠有進一步探討的必要。英國金融服務署（Financial Service Authority, FSA）於 2006 年 11 月所發布關於私募股權基金之重要報告中，對此議題亦有涉及，茲舉其重點說明如下³¹：一、超額融資（Excessive leverage）問題：現行私募股權基金最常見的營運模式，乃運用高度槓桿或超額融資之方式向金融機構取得資本，以併購目標公司。金融機構等債權人對於此種營運模式，假使未經過審慎評估即對此融資收購案件擴大貸款額度，一旦未來目標公司發生財務困難、倒帳等情況時，勢必導致私募股權基金大幅虧損，並對於金融機構造成衝擊，對於整個金融市場的穩定造成不良影響。除此之外，於私募股權基金併購目標公司之過程中，併購後之存續公司常需承擔私募股權基金公司融資借貸的

³¹ See generally, Financial Service Authority, PRIVATE EQUITY: A DISCUSSION OF RISK AND REGULATORY ENGAGEMENT 59-78(November 2006); 國內相關文獻，可參閱陳樹，〈私募股權基金之介紹及發展現況〉，《證券公會季刊》，第 6 卷第 2 期，2007 年 7 月，頁 29-32；廖麗娟，〈私募股權基金投資策略與監理——兼論美國及英國之監理政策〉，《證券櫃檯》，2007 年 8 月，頁 123。

大筆債務，存續公司的負債比率大增，進而可能產生存續公司資本弱化之問題，亦有待解決³²。二、所有權（最終投資人）不明之經濟風險（Unclear ownership of economic risk）問題：因為槓桿融資市場就交易確認程序非常冗長，使得確認由何人承擔融資併購相關之最終風險非常困難，進而造成債市（debt market）秩序之混亂。三、降低資本市場效率（Reduction in overall capital market efficiency）問題：私募股權基金因獲融資市場的幫助而擴大規模，於資本市場中同時扮演著資金提供者與資金提供之仲介者的角色，進而損及公開募集市場的品質、規模以及深度。許多公司目前喜歡利用私募股權基金取得資本，同時亦降低公開發行意願（由於私募股權基金次級市場業已發展成形），減少公司公開發行增加之可能。此外，同時也會降低資本市場效益之原因，尚有因私募股權基金以併購手段取得被投資公司經營權時，如該公司為上市公司時，則管理團隊將該公司予以終止上市，亦將導致資本市場的市值滑落，因而降低資本市場的效益。四、市場濫用（Market abuse）問題：與私募股權交易相關的大量價格敏感性資訊，將使市場資訊濫用的可能性大增。當交易複雜性提高及交易客體增加時，價格敏感性也會增加。公開及非公開市場參與者的涉入，以及在各個不同市場交易產品的發展，都會增加市場資訊濫用的可能性。就此問題，私募股權基金於發展時較需要防範者，主要焦點仍應擺在內線交易的防範上³³，例如對於併購時所產生之重大訊息應避免於消息公開前提前洩漏，或於消息公開前被特定人士不當使用，引發因收購而自目標公司股價或債券價格獲利之情事滋生。五、利益衝突（Conflicts of interest）問題：私募股權基金在管理上可能存在著潛藏性之重大利益衝突，例如基金經理人對於私募股權基金之責任，及其對所管理基金所投資不同公司之責任，可能發生利益衝突。此外，如何防範掏空公司資產、原公司管理階層涉及賤賣公司資產等情事發生，也都是關乎利益衝突迴避之重點。利益衝突之議題之所以重要，乃因私募股權基金之經理人僅為少數個人或經營團隊，然其卻掌控投資者與融資債權人所提供的大筆資產，如不就可能產生的利益衝突或義務衝突加以規定與防範，一旦基金經理人有義務違反之情事發生，危害所及

³² 相關探討與解決方式，可參閱葉銀華，〈公司治理與私募股權基金的併購——強化執行揭露規範 有助保障股東權益〉，《會計研究月刊》，第 260 期，2007 年 7 月，頁 62。

³³ 例如美國證管會便起訴芝加哥麥德私募股權基金的合夥人赫舍，在亞利桑納州電廠 Unisource 宣布要賣給私募股權基金前，先買八千股的股票，不法獲利五萬多美元。此外，由美國 Business Week 委託的調查發現，三十一件金額超過十億美元的私募股權基金併購案中，有一半出現異常股票交易。參閱楊淑娟，〈新金錢帝國——私募股權基金風暴完全解析〉，《天下雜誌》，第 363 期，2007 年 1 月，頁 118。

非僅投資者或債權人，甚或影響整個國家的產業，而造成不可收拾的金融衝擊。六、市場資訊不透明（Market opacity）問題：資訊透明度會因方法（例如：評價、費用揭露等）之不同而產生差異，此將使相關績效評估及比較性複雜化，進而導致專業的投資者在解讀資訊時產生疑義或在資訊不完全的情況下作出決定。私募股權基金於運作時，除了本身應恪遵資訊揭露之規定外，旗下專業投資者於進行投資判斷時，亦應重視市場資訊是否透明之問題。

除前述英國 FSA 所提出之問題外，尚須考量者，乃未來倘若開放私募股權基金於我國發展時，所可能面對之問題：

（一）法制規範健全度問題

私募股權基金之投資方式，主要是以併購被投資公司進而取得該公司經營權的方式加以運作，但國內有關併購之規範仍嫌不足，對於被投資公司之小股東股價的保障未如其他國家健全，且雙方於併購過程中如出現敵意併購的情況時，亦將造成相關人員權益的損失與社會大眾的不安，誠有必要就此加以防範。

（二）公司治理方面之問題：外部股東(散戶投資人)權益的保護

由於私募股權基金乃私下募集資金，通常存在著毋須揭露相關資訊之特性，且法制規範程度亦較公開募集為低，故如何保護外部股東（散戶投資人）權益的議題尤應加以重視。其中，就目標公司之控制股東如參與私募股權基金之併購案時，主管機關對於併購資訊揭露規範之執行，以及制訂董事會、股東會在併購決策的議事規範等問題，亦缺乏相關規範。

（三）員工權益之保障問題

私募股權基金於接手目標公司經營權後，為早日達成目標公司價值極大化的目的，經常可見撤換原管理階層、裁員、壓榨員工等現實與激進的作法，影響相關人員權益甚深³⁴。未來於法制規範上應如何於保障員工權益與公司獲利兩者間找到平衡點，至於要保障到員工到何等程度？經營階層及控制股東於併購過程應有如何之限制？購併者本身應有如何之規範等諸多具體問題，均有待一一解決。

³⁴ 例如英國的 Automobile Associations 在 2004 年以 17.5 億英鎊賣給兩家歐洲私募股權基金公司 CVC 和 Permira 後，立即裁員 25% 並減薪，以求取短期間顯現績效。參閱陳真珍，〈股票上市公司終結者--私募股權基金〉，《會計研究月刊》，第 260 期，2007 年 7 月，頁 49。

第三章 私募股權基金之發展探析

第一節 世界主要國家之私募股權基金發展個案研究

一、國外個案

(一) KKR 併購 RJR Nabisco

1988 年時 KKR 對 RJR Nabisco 的 310 億美元敵意槓桿併購，不僅為當時最大的併購案，也讓 KKR 在此併購案中一戰成名，成為數年來槓桿收購(Leverage buyout, LBO)之代表案例。

RJR Nabisco 為美國第二大食品與煙草生產商，每年皆有約 10 億美元的現金利潤，該公司的執行長 F. Ross Johnson 在投資銀行摩根史坦利(Morgan Stanley)、高盛集團(Goldman Sachs)、所羅門兄弟(Salomon Brothers)以及美林集團(Merrill Lynch)等銀行的支持下，計畫收購 RJR Nabisco，但因代表 RJR Nabisco 利益的股東與 F. Ross Johnson 不和，導致該收購案遲遲未通過表決³⁵。

當時，KKR 得知 RJR Nabisco 收購消息後，藉由垃圾債券大王米爾肯(Michael Milken)發行垃圾債券籌資，KKR 本身僅出資 1500 萬美元下，便打敗以管理階層 F. Ross Johnson 為首所提出的 242 億美元管理團隊收購(Management buyout, MBO)³⁶，從此奠定 LBO 之收購典範。

因私募股權基金在 1980 年代高度槓桿的成功，引起了同業跟進但也造成美國企業的強大反彈，導致垃圾債券市場崩盤，也導致 1995 年 KKR 賣出 RJR Nabisco 時，損失將近 10 億美元。雖然高度財務槓桿之併購方式在當時引起極大的討論，各界褒貶不一，但 KKR 併購 RJR Nabisco 一案確實奠定了 KKR 在 LBO 收購之龍頭地位，也成為日後的 LBO 收購案件之代表。

(二) KKR 與 TPG 聯手併購德州電力公司

美國德州電力公司(Texas Utilities, TXU)於 2007 年 2 月 26 日正式宣佈由兩大私募股權基金業者 KKR(Kohlberg Kravis & Roberts Co.)與德州太平

³⁵ 參閱〈KKR：併購領袖〉，《新財富雜誌》，2007 年 9 月 18 日，下載自 <http://magazine.sina.com.hk/newfortune/000/2007-09-17/09499369.shtml>

³⁶ 參閱陸君芬，〈私募股權基金簡介〉，《臺灣工銀證券投顧月刊》，2007 年 3 月，頁 10。

洋集團(Texas Pacific Group, TPG)聯合完成總金額達 450 億美元收購，該收購案不僅刷新私募股權基金槓桿收購(Leverage buyout, LBO)單筆併購金額之歷史紀錄，亦再創私募股權基金業者 KKR 之併購高峰。

回顧該收購案之收購過程，主要由 KKR 與德州太平洋集團領銜，高盛集團(Goldman Sachs)亦參與收購方之列，共同宣佈以 450 億美元收購美國德州最大電力公司—德州電力公司，其中支付現金 320 億美元予德州電力公司，合每股 69.25 美元，該公司稱每股收購價格比同年 2 月 23 日收盤價溢價 15%，此外，還將承擔德州電力公司 130 億美元的未償付債務，德州電力公司於收購完成後，亦將下市成為私營公司³⁷。

但在收購過程中仍受到部分股東、監管單位與環境保護機構的反對，經過多方協調與溝通，收購後之德州電力公司承諾將加強其環境政策，以及將計畫中新建的 11 家火力發電廠減少至 3 家，並在 2008 年 9 月以前維持較低的電費價格³⁸，最後，在股東以及主管機關美國聯邦能源管理委員會(Federal Energy Regulatory Commission)與核能管理委員會(Nuclear Regulatory Commission)的同意後於 2007 年 10 月 10 日完成收購。

(三) 班恩資本、KKR 與美林集團聯合併購 HCA

Hospital Corporation of America (HCA)為美國最大醫院營運商，旗下擁有 182 家醫院與 94 家門診中心，並分散於美國 22 州、英國與瑞士等地，員工人數共 19 萬人，2006 年 7 月由私募股權基金業者班恩資本(Bain Capital)、KKR(Kohlberg Kravis & Roberts Co.)與美林集團(Merrill Lynch)領軍，結合 HCA 創始者福斯特家族(Frist family)與該公司管理層進行收購，預備收購金額為 213 億美元，其中亦承擔 HCA 約 117 億美元的債務，因此，總收購金額為 330 億美元，約合每股 51 美元³⁹，該筆金額創下 2006 年當年單筆併購金額最高紀錄，也為槓桿收購(Leverage buyout, LBO)案例再添一筆。

此次收購活動中，三家私募股權基金業者之自有資本約 15 億美元⁴⁰，

³⁷ See “KKR, Texas Pacific set record with \$45b TXU buyout accord”, Boston.com, 2007/2/27, 下載自 http://www.boston.com/business/globe/articles/2007/02/27/kkr_texas_pacific_set_record_with_45b_txu_buyout_accord/

³⁸ 參閱「TXU 擬接受全球最大私人股本交易」, BBC Chinese.com, 2007/2/26, 下載自 http://news.bbc.co.uk/chinese/trad/hi/newsid_6390000/newsid_6399300/6399383.stm

³⁹ See “HCA Agrees to \$21.3B Leveraged Buyout”, washingtonpost.com, 2006/7/24, 下載自 <http://www.washingtonpost.com/wp-srv/business/articles/hca072406.html>

⁴⁰ See “KKR in record \$33bn deal for HCA”, FT.com, 2006/7/24, 下載自

其餘則藉由發行 160 億美元的高收益垃圾債券，並向摩根大通(JPMorgan)銀行、花旗集團(Citigroup)、美國銀行(Bank of America)與美林銀行融資借貸籌得⁴¹。

班恩資本、KKR 與美林集團聯合併購醫院連鎖企業的行為並非第一起，自 2004 年開始，另一著名私募股權基金黑石集團(Blackstone)即以 17.5 億美元收購先鋒保健體系公司(Vanguard Health Systems Inc.)，同年，德州太平洋集團也以 14 億美元收購了 IASIS 保健公司(IASIS Healthcare Corp.)，在當時，美國的醫院經營業者普遍面臨諸多難題，如未參保病人增加、美國老年保健醫療制度和私人報銷限制條例日趨嚴格以及壞帳費用增加等問題，導致醫院的經營壓力上升⁴²，2005 年，美眾議院多數黨領袖比爾·福斯特(Bill Frist)，同為 HCA 創始家族成員之一，因 HCA 股票內部交易問題遭相關單位調查，加上 HCA 的業績開始下滑，該公司在 2006 年第一季的利潤下降了 8.5%，因而給予了私募股權基金收購的良好時機，私募股權基金業者的大手筆收購行動，不僅為營運壓力多舛的 HCA 帶來新的氣象，也突顯出私募股權基金的併購交易規模越來越大。

(四) 黑石集團併購 Equity office properties trust

私募股權基金業者黑石集團(Blackstone Group)於 2007 年 2 月以 390 億美元的收購價格，成功收購美國最大商用不動產管理公司(Equity office property, EOP)，約合每股 55.5 美元，此收購價格較黑石集團於 2006 年首度開出的價格還高出 14%以上⁴³，同時也為歷史上 LBO 併購案件成交金額第二大。

據黑石集團向美國證券管理委員會(SEC)申報的資料顯示，黑石集團將藉 37.5 億美元的股票融資與 319 億美元的債務融資用以支付併購所需資金⁴⁴，390 億美元的收購價格中，黑石集團亦承擔 160 億美元的債務。EOP 共擁有 580 棟辦公大樓，而黑石集團收購 EOP 亦創下房地產公司有史以來最大的併購案。此案例不僅突顯出資金正大量流向商用不動產市場，亦顯

http://www.ft.com/cms/s/0/63845bbe-1aca-11db-848c-0000779e2340.html?nclink_check=1

⁴¹ See “KKR group to raise \$16bn new debt for HCA”, Financial News, 2006/7/27, 下載自 <http://www.financialnews-us.com/?page=ushome&contentid=1045295332>

⁴² See “HCA Agrees to \$21.3B Leveraged Buyout”, washingtonpost.com, 2006/7/24, 下載自 <http://www.washingtonpost.com/wp-srv/business/articles/hca072406.html>

⁴³ See “Blackstone wins Equity Office battle”, CNMMoney.com, 2007/2/7, 下載自 http://money.cnn.com/2007/02/07/news/companies/equity_office/index.htm?postversion=2007020712

⁴⁴ See “Blackstone wins EOP battle for \$23 billion”, Reuters, 2007/2/7, 下載自 <http://www.reuters.com/article/ousiv/idUSN0739041120070208?pageNumber=2&virtualBrandChannel=0>

示出受惠於低利率以及高收益債券市場的盛行，使得私募股權基金手握大量資金，在併購活動的勢力也日趨強大。

（五）凱雷集團收購 Freescale Semiconductor⁴⁵

Freescale Semiconductor 為一美國半導體生產商，主要生產使用於手機、網路設備以及汽車上的芯片，業務遍及 30 個國家，2006 年 9 月 15 日 Freescale Semiconductor 同意由凱雷集團(Carlyle)、黑石集團、Permira 以及德州太平洋集團(TPG)以 176 億美元之收購價格聯合收購，創下歷史上高科技行業最大的收購交易。

回顧其收購過程，最早提出收購 Freescale Semiconductor 計畫的並非凱雷集團，而是 KKR 以及班恩資本(Bain Capital)，2006 年 9 月，由 KKR 與班恩資本主導，並聯合其他私募股權基金業者計劃以 178 億美元收購 Freescale Semiconductor，但因 KKR 與班恩資本剛與飛利浦達成協議，計畫收購飛利浦之芯片部門，若再成功收購 Freescale Semiconductor，可能將兩者合併以節省成本，此舉恐造成雙方芯片部門主管爭取職位的競爭，因而給予了凱雷集團在此次併購活動中絕佳的機會。

凱雷集團聯合其他私募股權基金業者提出 176 億美元收購價格，約合每股 40 美元，雖較 KKR 以及班恩資本(Bain Capital)所提出的 178 億美元少，但因 Freescale Semiconductor 對 KKR 以及班恩資本(Bain Capital)的潛在顧慮，使得凱雷集團得以較少價格獲得 Freescale Semiconductor。

（六）凱雷集團收購租車公司 Hertz⁴⁶

赫茲公司(Hertz Corp.)為全球第二大汽車租賃公司，在美國擁有 1,900 各營業據點，並擴及全球擁有 5,100 個營業據點，亦為福特公司(Ford)的子公司，2005 年 9 月 13 日宣佈由凱雷集團、Clayton Dubilier & Rice 以及美林集團(Merrill Lynch)聯合收購，總收購金額達 150 億美元。

該收購金額中(包含所承擔的債務)，將以現金支付 56 億美元予福特公司，凱雷集團看準赫茲公司的獲利能力與其在海外的租車業務，適逢福特公司在北美市場的經營業績不斷下降，市場佔有率亦不斷萎縮，甚而債券等級被調降至垃圾債券，迫使福特公司出售赫茲用以獲得資金舒緩其資金

⁴⁵參閱〈KKR：併購領袖〉，《新財富雜誌》，2007 年 9 月 18 日，下載自〈<http://magazine.sina.com.hk/newfortune/000/2007-09-17/09499369.shtml>〉。

⁴⁶參閱〈KKR：併購領袖〉，《新財富雜誌》，2007 年 9 月 18 日，下載自〈<http://magazine.sina.com.hk/newfortune/000/2007-09-17/09499369.shtml>〉。

缺口。

凱雷集團等其他私募股權基金業者於 2005 年 12 月完成收購後，便在凱雷與美林集團的運作下，規劃進入發行新股的程序，預計募集 14.3 億美元，每股約 17 美元，隨後於 2006 年 11 月成功上市，為凱雷集團的收購交易增添一筆成功獲利案例。

二、國內個案

（一）凱雷併購大眾銀

大眾銀行於 2007 年 9 月 12 日召開臨時董事會，確定認私募現金增資 215 億元的投資人名單及入股條件簽約，凱雷將邀請與曾與其在韓國韓美銀行合作的美系私募股權基金投資夥伴共同入股，將分別取得約 25%、12% 持股；凱雷將在台灣成立眾希（Zhong Xi）公司，凱雷投資夥伴則在台灣成立雄賀（Xiong He）公司，來持有大眾銀的股權。凱雷認購價 17 元，以大眾銀董事會通過引資案當時股價來看，溢價達 36%，預計出資金額約 70 億元，占整體增資比率的三分之一。此外，董事會也通過將於 10 月 31 日召開股東臨時會，希望資金能在 10 月底、11 月初到位。大眾銀指出，第一階段 155 億元資金，最慢將於股東會前一天到位。凱雷的規劃，除了一席賦予現任總經理陳亮丞外，其中兩席將由凱雷內部的主管擔任，剩下的兩席可能由雄賀推派，或者雙方共同延攬專業的金融人才，對大眾銀的經營更有實質幫助。另外四席董事由大眾銀原大股東掌控，包括陳家與柯家兩大家族。

美國私募股權基金 Corsair 資本旗下的一檔基金 JP Morgan Cor-sair II，曾與凱雷共同投資韓美銀行，之後高價將持股賣給花旗銀行。大眾銀不願證實此次凱雷是否仍與 Corsair 資本合作，僅表示，確是一家曾與凱雷在韓美銀行有合作關係的一家美系私募股權基金，將在台灣成立雄賀公司，再投資大眾銀。凱雷若此次與 Corsair 資本再度攜手合作，未來是否循「韓美銀行」模式，俟大眾銀體質改善、開始獲利後，賣給其他國際大型銀行，備受矚目。大眾銀是在 7 月上旬宣布將透過發行私募普通股、可轉換特別股以及可轉換金融債券，引進凱雷私募股權基金 215 億元，其中 155 億元將在 10 月匯入，另外 60 億元因需經過股東臨會同意，約於 11 月到位，總價 215 億元，取得大眾銀行三成股份，成為公司最大股東；大眾銀此次私募普通股及可轉換特別股約占增資後 26.8% 持股，一年後若轉換可轉換金融債券後，合計持股將達 36.9%，但基於相

關法令規定，同一關係人持股不得超過 25%，因此凱雷找來了雄賀入股約 12% 持股，凱雷則以眾希名義取得約 25% 持股。

凱雷入主大眾銀，123 億元的融資確定由兆豐、合作金庫兩大公營行庫主辦，只是凱雷付出的代價很高，承諾參貸的大型行庫表示，加碼利率為 225 基本點，相較於銀行對電子業加碼 4、50 基本點來看，加碼幅度等於是電子業的三、四倍。凱雷投資大眾銀 215 億元，其中 123 億元確定在國內籌資，兆豐銀與合庫擔任包銷主辦行，兆豐銀負責 63 億元、合庫銀 60 億元。聯貸主管表示，老行庫包含一銀、台銀、土銀、農業金庫等過去的省屬行庫都初步承諾將參貸；若以 90 天商業本票利率約 2.2% 計算，加碼 225 基本點後，利率至少在 4.45% 以上。

凱雷集團雖取得大眾銀行過半數董事席次，不過雙方達成協議，經營權不會易手；董事長陳田錨宣布卸任，由陳建平出掌董事長，由凱雷亞洲投資負責人唐子明出任副董事長。股東會決定董監事名單，十三席董事中，凱雷七席（二席為獨董，五席為非獨董），另六席由高雄陳家及光陽柯家各半，大眾銀行總經理陳亮丞將被凱雷指派出任非獨董，另兩席由凱雷內部主管擔任。

大眾銀引進凱雷基金目的有四：1. 借重凱雷資金、資源與經驗：即將接掌大眾銀行董事長的陳建平指出，今年將再大舉提列呆帳準備 50 億元，因此今年將出現虧損，但明年以後獲利會很好。大眾銀將借重凱雷資金、資源與經驗，展開良好合作，待自我成長後，不排除合併信合社等中小型金融機構，並期待三年後每股稅後純益（EPS）能達 1.5 元以上。2. 改善財務體質：凱雷資金到位後，預計年底前將過去歷史包袱一次解決，將增提呆帳準備與轉銷呆帳，確切金額尚未決定，預估提列金額在 50 億元左右。3. 建立大眾在海外各地平台：大眾銀行總經理陳亮丞表示，凱雷在全球投資很多金融機構，引進凱雷將可建立大眾銀在海外各地的平台。

未來凱雷可能會合作五到七年，或者將持股賣給其他金融機構，都還很難說。金管會則提出說明，年底前三家有增資需要的金融機構除了順利「嫁」給外資，三家私募股權基金也都已經承諾，將投資國內銀行至少三年。法人表示，私募股權基金入股安泰銀與大眾銀，是參與兩家公司的私募現增及可轉換金融債券（CB），不是向投資人買下手中持股，一般投資人將無法因此受惠，與渣打銀公開收購竹商銀 100% 股權、花旗將買下僑銀 100% 股權是截然不同的情況。

然須注意的是，大眾銀、安泰銀與萬泰銀之併購有下列差異：1、風險高低：台銀主管認為，大眾與萬泰銀相較，萬泰銀的風險較低，凱雷以每股 17 元價格入股大眾銀，大眾銀近日的收盤價卻只有 12、13 元，中間的差價較大，股票跌價風險高，萬泰銀的股票維持率較高。2、私募股權基金股東的組成是否不同：私募股權基金投資本國銀行的方法。以凱雷投資大眾銀來說，凱雷是以兩家公司的名義持有大眾銀股權，且兩家公司分屬不同股東；隆力投資安泰銀，則是以三家公司的名義持有安泰銀股權，但三家公司的股東相同。3、凱雷入股大眾銀自有資金近五成，將影響其他聯貸案：美系私募股權基金凱雷入股大眾銀，自有資金比重拉高到近五成，可能衝擊後續私募股權基金聯貸案。據了解，隆力集團入股安泰銀，主辦行已經在邀約組成聯貸銀行團，自有資金比重可能因而拉高；SAC 對萬泰銀增資，則連主辦行都還未敲定。銀行業者指出，美系對沖基金 SAC 增資入股萬泰銀，以及進入聯貸最後協商階段的隆力集團入股安泰銀聯貸案，都因銀行嚴控風險心態而延宕，在凱雷提高自有資金比重入股大眾銀後，其他私募股權基金可能也要再拉高自有資金，才能順利取得聯貸。過去私募股權基金入股本國企業，貸款成數多在六到七成以上，美商新橋資本入股台新金，融資比重更達八成，與安博凱入股中嘉有線電視系統的融資比重相當。不過，凱雷入股大眾銀案，日前好不容易融資架構定案，結果凱雷自有資金卻從原本的三到四成，拉高到四到五成。銀行業者認為，最近私募股權基金入股的本國銀行體質都偏弱，聯貸銀行為了控制風險，才要求私募股權基金拉高自有資金比重，否則恐怕不容易組成聯貸銀行團。銀行業者指出，凱雷以每股 17 元價格入股大眾銀，大眾銀昨天的收盤價卻只有 12.5 元，中間的差價較大，銀行擔心股票跌價風險，所以才調整貸款金額。兆豐銀副總經理陳石進表示，銀行對私募股權基金併購的過渡性融資，擔保品就是標的公司股票，所以評估風險比較近似股票融資，融資成數不宜過高，且必須以市價或者是市價與交易價孰低來計算貸款金額。所以當私募股權基金的交易價格或是可轉債轉換價高於市價，銀行基於風控，自然會從嚴評估授信成數，要求貸款人提高自有資金比重。4、併購價格差異：隆力集團將以每股 9.5 元買下宏泰集團旗下的寶慶投資、佳宏投資等八家公司共 4.42 億股股票，也就是說，宏泰集團可在此次現增中脫手 4.42 億股，但小股東則無法「雨露均霑」。至於大眾銀，是以每股高達 17 元的價格引進凱雷資金；隆力集團投資安泰銀的每股價格為 9.5 元，淨值約 1.5 倍，相較凱雷入股大眾銀的 2 倍多，價格太便宜。

（二）安博凱（MBK）併購中嘉網路

國內最大有線電視系統經營商中嘉網路於 2006 年 10 月 17 日與亞洲私募股權基金業者安博凱(MBK)旗下的 Crown 公司簽約，以新台幣 309.6 億元，取得國內最大有線電視系統經營商（MSO）中嘉網路六成股權，成為最大股東。中嘉網路是台泥與中信集團持有，這次交易中信金辜家可以拿回 200 多億元現金。台泥 2006 年 10 月 17 日公告出售四家有線電視公司持股，包括：家和、新視波、北健與慶聯，每股交易金額分別是 105 元、70 元、126 元與 203 元，合計處分金額只有 17 億餘元，但獲利近 10 億元。中嘉於 2006 年 10 月 17 日表示，全案將會按照政府規定辦理，外資直接持股 20%，直接加間接持股將不超過 60%。中嘉的三大股東：台泥、中信與梅鐸的星空傳媒三方兩個月前對外招標，原本是計畫全數出售持股，共吸引十二家國際私募股權基金業者前來投標，最後由安博凱與新橋兩家私募股權基金出線。

安博凱希望辜家能保有部分中嘉持股，以強化台資股東的陣容，再加上安博凱希望經營團隊能持續經營最少一年，最後決定台泥保留部分股權不賣。MBK 必須找到 40% 的台資股東參與投資，才能通過投審會及 NCC 的審查，MBK 最近跟台灣投資者接觸，部分台灣投資者認為 MBK 條件「不夠吸引」，而不願投資，可能也是讓中嘉目前大股東決定保留部分持股的原因，以增加「台資股東的比例」。在中嘉以每戶 4.7 萬元售出完成交易後，台灣有線電視市場形同有六成以上都落入外資手中，而且全部都是私募股權基金之手，是否會對台灣有線電視市場的數位化與文化形成衝擊，值得觀察。

亞洲私募股權基金業者安博凱（MBK）以新台幣 309.6 億元，取得國內最大有線電視系統經營商（MSO）中嘉網路六成股權，成為最大股東，安博凱聯貸案，已確定由中信銀與花旗取得主辦權，融資比率約七成。但是高達新台幣 200 億元的放款，不可能由兩家銀行全部吃下，許多民營銀行都跟中信銀與花旗銀表達「高度興趣」，希望能共同聯貸。亞洲私募股權基金安博凱（MBK）入主中嘉網路後展開人事布局，MBK 合夥人龔國權已進駐中嘉，且已派駐外籍專業資深經理來台。但市場盛傳中嘉現任執行長張安平至今(2006/12/12)尚未與 MBK 簽下專業經理人合約。張安平指出，MBK 入主中嘉案，四成本土股東的股權仍為老股東（中信、和信）持有。MBK 入主中嘉後，已展開人事布局，MBK 合夥人之一、來自台灣的龔國權（CK Kung），早年是凱雷集團派駐香港的高階財務主管，現已進

駐中嘉協助財務事務；另有一位外籍專業資深經理也已進駐；MBK 入主中嘉和凱雷入主東森的情況不同，MBK 沒有凱雷那麼熟悉台灣的有線電視市場，因此，需要借重張安平의長才，打理台灣市場。併購中嘉網路之目的首先在於，台灣有線電視每月月租費 600 元，但業者平均成本大約都在 350 元，以每月 250 元淨利水準來看，屬於高獲利行業；其次，有線電視業者要數位化，未來經營的內容如同是中華電信，因此現在就好比是「小中華電信」，看看中華電每兩年賺一個資本額的能力，有線電視的未來想像空間無限。但於併購後所產生的問題則有：1、有線電視文化衝擊：在中嘉案完成交易後台灣有線電視市場形同有六成以上都落入外資手中，而且全部都是私募股權基金業之手，是否會對台灣有線電視市場的數位化與文化形成衝擊，值得觀察。2、資本弱化問題：澳商麥格理入主台灣寬頻，接著凱雷入主東森媒體科技，已經將台灣推升為亞洲融資併購(LBO)量最高的市場，2006 年上半年達 14.9 億美元、約新台幣 491 億元，再加上安博凱入主中嘉的融資金額，台灣 LBO 金額將接近新台幣 700 億元，已經超過去年整個亞洲 LBO 聯貸案市場的金額。

（三）隆力基金併購安泰銀

安泰銀行在 2007 年 6 月 15 日的股東會宣布，隆力私募股權基金將以每股 9.5 元、共新台幣 230 億元，參與安泰銀新股現增並購買老股，至少取得安泰銀 51% 股權，11 月 7 日 188 億元資金已完成交割。安泰銀預計於 11 月 26 日完成私募 110 億元的無擔保轉換金融債券，將由宏泰集團共同參與認購，預計未來每股轉換價格為 19 元。隆力私募股權基金近期已相繼完成參與安泰銀私募現增等 188 億元，以及透過公開收購向宏泰集團等旗下八家投資公司、投資大眾收購持股，合計持股超過六成，共計斥資 230 億元。法人泰業實業、銀豐實業、瑞金實業與大股東林堉璘（安泰銀創辦人），皆以洽特定人的方式，將部分持股分別轉讓給英屬蓋曼群島商 OLHE Cayman Limited Partnership、荷蘭商 Longreach Edith Investment Co-operatief2,UA 等，隆力集團穩居安泰銀大股東，並將掌握多數的董監事，取得過半的經營主導權。隆力集團收購安泰銀計畫縝密，第一階段為現金增資 188 億元，包括以每股 9.5 元的價格，買進新發行普通股共計 13.6 億股，以及永續可轉換特別股共計 6.22 億股。第一階段資金到位後，安泰銀隨即人事改組，包括讓前董事長邱正雄退居幕後，安排隆力集團的齊百邁接任董事長一職；並挖角台北富邦銀總經理丁予康，擔任安泰銀總經理。

私募股權基金隆力集團為取得資金入股安泰銀行，與兆豐銀、合庫銀

等五家行庫簽署 149.5 億元的聯貸合約，貸款利率超過 4.5%。五家聯貸主辦行之後將再分配額度給至參貸行，預估參貸行將超過十家。銀行主管表示，隆力集團聯貸的利率加碼為 205 個基本點，利率加碼和之前私募股權基金收購有線電視系統業者聯貸案的水準相當，估算隆力此次聯貸 149.5 億元的利率水準高於 4.5%。 私募股權基金隆力集團，為了符合銀行法規定、同一人或同一關係人對銀行持股最高上限 25% 的規定，將找日本歐力士集團擔任共同投資人（co-investor），由於歐力士具備金融相關營運經驗，又是隆力集團的大股東，預計此提案在安泰銀的臨時股東會通過後，便將送交主管機關審核。

在本案所可能形成的併購風險有：1、隆力資本額偏低，是否有能力管理安泰銀：安泰銀行召開股東臨時會時，討論將引進隆力集團入股案，小股東認為隆力集團基金管理規模僅 7.5 億美元，約合新台幣約 250 億元，就要投資安泰銀高達 230 億元，且主要資金傳出是要向兆豐銀融資 150 億元，讓隆力集團取得經營權無非是「小孩玩大車」。小股東對隆力集團背景提出質疑，認為其基金管理規模僅 7.5 億美元，主要投資重心在日本、韓國與香港等，怎麼還有能力投資安泰銀 230 億元。 2、併購價格偏低：大眾銀是以每股高達 17 元的價格引進凱雷資金；隆力集團投資安泰銀的每股價格為 9.5 元，淨值約 1.5 倍，相較凱雷入股大眾銀的 2 倍多，價格偏低。3、資金成本偏高與資本弱化問題：隆力集團向兆豐銀貸款約 150 億元、比率高達 65%，而安泰銀日後必須付甲種特別股 6.75% 的股息，比直接向兆豐銀貸款的利息成本還高。對此，安泰銀董事長邱正雄表示，隆力是國際私募股權基金，根據他的了解，隆力集團投資金額占借款的 1.5 倍，仍屬合理範圍，也較台灣的私募股權基金低。

（四）橡樹資本收購復盛公司

美系私募股權基金橡樹資本（Oaktree Capital）旗下的勇德國際公司昨（5/10）日宣布，將以每股 37.5 元的價格收購上市公司復盛；依勇德國際提出的公開收購條件，依照復盛昨日（5/9）價 34 元計算，約有 10.29% 的溢價，相較於復盛在台灣證交所過去 30 天的平均收盤價，本次公開收購價格所提供的溢價約為 15.7%，以 2006 年復盛的合併稅後盈餘計算，此收購價格所代表的本益比約為 14.3 倍，最低收購數量為 38 萬 4478 張，如勇德國際完成全部 75 萬 3878 張股權，全部收購金額為 282.7 億元。加計概括承受原有的負債後，企業價值總計新台幣 330 億元，相當於 10 億美元。

這宗總額近 10 億美元的收購案若成功，將是台灣史上第一樁 MBO（Management Buyout，管理階層併購）案例，也是國際私募股權基金迄今對台灣傳統產業的最大投資金額。根據規定，復盛必須在收到公開收購通知後立即舉行董事會，由無利害關係董事成員出面組成評估小組，委託獨立財務顧問於七天內對勇德國際的收購提議提出評估，做出建議股東接受或是股東自行決定的意見。勇德國際這次收購案的財務顧問由摩根大通擔任。復盛創辦人暨董事長李後藤及其家族成員已同意，將其持有約 46.8% 的復盛股權於公開收購期間賣給勇德國際；並將所得大部分資金與橡樹資本旗下的基金，以相同認購價格共同投資勇德國際 100% 股權的控股公司。未來李氏家族在該控股公司的持股比率仍將維持約 46.8%，交易完成後，李後藤將繼續擔任合併後存續公司董事長，復盛原經營團隊也將留任。勇德國際此一收購復盛 100% 股權交易案，由摩根大通銀行擔任橡樹資本之財務顧問，寶維斯律師事務所及理律法律事務所為橡樹資本之法律顧問，國際通商法律事務所為李後藤家族法律顧問。

橡樹資本收購復盛之目的在於：1、市佔率高具規模優勢：瑞信證券分析師葉昌明則表示，由於台灣在全球高爾夫球桿頭的市占率達八成，復盛又是台灣第一大的製造商，因此被私募股權基金相中並不意外，他說，一般歐美基金對台灣傳統產業的瞭解程度，高於對科技產業的認知，而台股產業中，傳產公司的價值又多被低估，買優質的傳統產業公司，風險其實比較低。國際私募股權基金橡樹資本香港區董事總經理柯林（William Kerins）之所以看中復盛，主要是復盛在高爾夫球桿頭 OEM 的市占率最高，有規模優勢。2、復盛成長潛力與併購所需資金槓桿倍數不高：國際私募股權基金橡樹資本香港區董事總經理柯林（William Kerins）對復盛並不陌生，因為他曾擔任復盛董事，與復盛董事長李後藤熟識，也相當熟悉復盛的營運，他表示，這次併購構想，是雙方在互信下腦力激盪的結果。此外，併購所需資金槓桿倍數也不高，約是復盛 4 倍的 EBITDA（稅前息前折舊攤銷前之獲利），將先尋求復盛現有往來銀行的協助。反之，復盛引進橡樹基金之目的為：1、轉型為擁有國際品牌的跨國企業：李後藤表示：「這個交易案對復盛來說，是一個重要的里程碑。有橡樹資本的資金與資源挹注，將能協助公司執行長期發展策略，加強復盛在全球市場的競爭地位，同時使復盛有機會轉型成為一個以台灣為發展基地，並擁有國際品牌的跨國企業。」李後藤打造國際品牌的雄心，將先鎖定在空氣壓縮機方面；復盛空壓機全球市占率只在 3% 左

右，有橡樹資本公司奧援，復盛目標未來能成為全球三大空壓機製廠之一。高爾夫球桿頭部分，該公司仍將繼續為全球大廠代工路線，在穩定中求成長。2、可免除企業投資大陸的資金最高為淨值 40% 限制：企業投資大陸的資金最高為淨值的 40%，受到限制的企業家，無不絞盡腦汁思索脫困之道，看到日月光和凱雷的模式後，企業家似乎見到了陽光。復盛大股東近日決定將股權賣給勇德，然後以自由之身在國際盡情揮灑，若這次收購案成功，可能會有更多私募股權基金採取類似方式，收購價值被低估的公司。3、維持復盛多年來的高股利政策：摩根大通台灣區總裁錢國維分析，這次橡樹資本和復盛大股東攜手合作，將是雙贏局面。復盛多年來都發放相當高的股利，吸引為數不少的小股東，但如果業務受法令限制無法拓展，可能無法繼續維持高股利政策，將讓小股東面臨很高風險，股價也備受壓抑，下市後，就能放手進行國際化的布局，經營者會有更大的發揮空間。4、公司經營效率提高：國際私募股權基金橡樹資本香港區董事總經理柯林（William Kerins）認為，復盛獲利能力很好，以往都提供股東很高的股利回報，但是近期股價卻相當壓抑，這是因為投資人多半都看得很短（short term），讓經營者無法作長期的布局。一旦股票下市，公司可以全心專注於經營，如果後續要進行併購，也會比較有效率。橡樹資本基金存續年限為十年，比其他的私募股權基金期間來得長，且希望為被投資公司帶來附加價值，而非在短期間內將公司轉手獲利。

另應注意的是，本案中所形成的併購風險如下：1、資本弱化問題與收購價格是否過低：金管會發言人張秀蓮表示，橡樹集團雖然有借錢併購，但借錢比率不大，因此，並未造成新公司資本弱化的問題。在小股東權益保護的部分，據金管會瞭解，橡樹收購復盛，應賣人已經超過 80%，金管會認為，橡樹提出的收購價格應該是合理的，才會有超過八成的股東應賣。且復盛財務副總經理蕭家適表示，勇德提出收購價後，日前復盛也聘請中信證券針對公開收購價格進行評估，結果差不多，收購價格若有偏離合理行情，投資人可以透過券商向元大京華證券提出「應賣」主張，股款將會在 7 月間退還給股東。金管會也表示，所謂的股東權益，審查重點在於資訊要揭露，尤其大股東與收購者之間有任何協議，必須要揭露給小股東知道。2、內線交易疑雲：經濟部官員昨天表示，政府審理橡樹投資復盛案，首重保護復盛的股東，特別是小股東的權益，因此將橡樹入股案與復盛涉及內線交易案分開處理。該名官員表示，未來審理類似私募股權基金併購台灣上市公司案時也會秉持相同原則。美

國橡樹集團併購復盛公司爆發內線交易案，復盛副總經理蕭家適昨天表示，檢調確實有到公司搜查，想了解私募股權基金收購復盛股權的狀況，公司方面也配合檢調提供相關資料；若有特定人涉及內線交易，與復盛無關，公司內部人也沒有大量出脫持股。3、技術資金的外流：復盛董事長李後藤及其家族持有復盛 46% 以上股權，據了解，由於復盛全球第一大高爾夫球頭製造商，近年又和台灣某封裝大廠在大陸合作設立半導體導線廠，政府對私募股權基金收購復盛始終心存疑慮，擔心導致技術資金外流。4、小股東權益是否受損：橡樹旗下的勇德併購復盛案，是凱雷集團收購日月光案破局後，新一家私募股權基金來台探路案，也是首宗私募股權基金併購傳產上市櫃公司案。據了解，先前包括金管會等主管機關，認為復盛案和日月光案大大不同，原因是凱雷是以自己的力量，獨立在公開市場上收購日月光股票；但勇德收購復盛，卻是和復盛大股東合力買進股票，恐有侵害小股東權益之嫌。

（五）SAC 與奇異資融併購萬泰銀

萬泰銀於 2007 年 9 月 10 日上午董事會通過與 SAC 私募股權基金及 GE 融資公司簽訂「投資認購契約」，高達 3 億美元的增資案總算拍板定案。由兩外資以每股 2 元，分別認購私募現增 66 億、甲種特別股 33 億及次順位無擔保強制轉換金融債券 198 億元，總計增資高達 297 餘億元，下午將赴台灣證交所說明。同時董事會也訂定 10 月 29 日召開股東臨時會討論，一旦通過資金最快 11 月進駐到位，外資佔萬泰銀股權屆時將超過 8 成。萬泰銀表示，董事會通過與 SAC 私募股權基金與 GE 子公司簽約，內容包括公司發行普通股 33 億股，每股認購價格 2 元，價金共計 66 億元，由 GE 資本公司認購；甲種特別股發行 16.5 億股，每股認購價格 2 元，價金共計 33 億元，由 SAC PEI Taiwan Holdings 公司認購。至於次順位無擔保強制轉換金融債券發行總額 198 億元，轉換價格為每股 2 元，由 SAC PEI Taiwan Holdings 認購 181.5 億元，GE Capital Taiwan Holdings 認購 16.5 億元。

金管會委員會於 12 月 6 日通過萬泰銀兩家外資股東私募股權基金 SAC、奇異資融（GE）的適格性審查，同意兩家公司投資萬泰銀。但兩家外資投資萬泰銀，還必須等經濟部投審會點頭，才能拍板定案。但 SAC 至今還沒有拿錢投資，卻已經取得萬泰銀的經營權，金管會又同意其大股東適格性，顯然也允許 SAC 與 GE「先上車、後補票」，創下金融監理先例。SAC 以每股 2 元的價格增資萬泰銀行共 6.5 億美元，距離資金到位期限已進入倒數計時。據了解，SAC 傾向向國內公營行庫融資，金管會也表

示已有多家銀行願意承貸，SAC 與萬泰銀簽署「增資備忘錄」前，已請擔任財務顧問的兩家投資銀行，分別負責安排國內外融資。其中，巴克萊銀行便是花旗環球當初找上的兩家外銀之一，沒想到，今年 8 月美國次級房貸問題引發全球信用緊縮，巴克萊取消融資計畫，不願借錢給 SAC。

至於國內融資的部分，在兆豐銀點頭願意借錢給凱雷買大眾銀後，SAC 原本四處碰壁的情況已出現轉機。據透露，SAC 已和國內銀行談得差不多，將自己處理後續融資安排，融資金額將近 200 億元。在金管會公開喊話下，公股行庫為了配合政策，可能由台銀擔任主辦銀行，邀請其他公營行庫共同參與此案。萬泰銀 12 月 5 日開股東會，原本市場擔心 SAC 的資金未能如期到位，不過公司 12 月 4 日發布新聞稿表示，總計 12 家債權金融機構以債作股案，其中已有三分之二的債券持有人陸續簽訂增資案最終協議書，同意以每股 2 元轉換萬泰銀股份，總債權金額約 46.85 億，佔萬泰銀行總債權 35.4%，也就是萬泰銀行已完全稀釋股份 4.2%。萬泰銀預期，其他債券人亦將於短期內簽訂合約；同時股東會也將修改公司章程，將資本總額 2000 億元，分為 200 億股，其中 12.58 億股將保留供員工認股權憑證，行使認股權時使用。此外，萬泰銀也在 12 月 5 日下午舉行第二次股東臨時會，會中將修改公司章程，並進行董監事補選。晚間公司發布新聞稿表示三分之二的債權銀行都已同意以債作股，並同意以 2 元轉換萬泰銀股權，預料下午 13 席董事改選中，SAC 對沖基金與美商奇異 GE 公司將取得絕大多數席次，除 9 席董事全包外，再加 2 席獨董代表人席次。董監事補選中，據了解，13 席董事中，原有 4 席獨董確定續任，改由代表林家及 GE 各佔一半，另 9 席董事，因開發及新光皆表示無意爭取，可能由 SAC 和 GE 全數囊括。

與其他私募股權基金案例一樣，在本案中也不能排除下列併購風險：

1、員工罷工問題：

萬泰銀將引進 SAC 及奇異資融資金，未來兩家外資對萬泰銀持股合計逾八成。為確保員工權益，經過勞資協調後，資方同意在外資增資入股後的兩年內不減薪；經營階層並承諾，未來資遣員工將以退休金標準，即前 15 年 2N（N 指工作年資）、超過 15 年後 1N 來計算資遣費。為了確保未來萬泰銀經營權易主後的員工權益，萬泰銀工會近日積極與資方溝通，勞資雙方針對員工安置計劃協商後，也作了多項決定，包括全體員工薪資、休假及年度獎金等員工福利，在增資完成後兩年內不作任何變動，且目前也無任何減薪、降低勞動條件的計畫。同時，萬泰銀行所有現行工作規則及優

惠退職方案等辦法將繼續適用，不會因引進外資、經營階層變動而有任何影響。在立法委員居中協調工會與勞方協商後，萬泰銀順利簽訂勞資協議。

2、內線交易疑雲：

9月21日盤中萬泰銀爆27萬張大量漲停，且連續15日跌停後股價僅剩2元左右，距離7月中旬還有16.15元高價相比，跌幅相當驚人，超過八成七，融資餘額早已剩2,000餘張，表示流通在外籌碼已不多，更讓市場質疑為何今日能夠倒出27萬多張的大量，質疑可能是萬泰銀大股東在銀行質押股票趁機脫手給特定承接外資。

3、萬泰銀董監持股僅一張

SAC與奇異資融股份有限公司兩外資合計取得萬泰銀逾三分之二董事席次，但全體董監事名下持股只有一張。未來這些外資董事們恐怕每月都會收到證期局的罰鍰單，要求補足持股成數。萬泰銀12月5日補選7席董事，由SAC指派的專業經理人以自然人身分當選，加上4名獨立董事，以及GE的2席董事，萬泰銀董事會全員到齊，但全體董監事股權登記僅1,000股，隸屬奇異資融名下，已違反證交法規定。如不能補足，董監事們每月都會接到罰款單。萬泰銀發行人施坤良說，兩外資機構預定投入近300億元資金，合計持股比率約80%，現階段全體董監事持股不足只是「短期現象」，資金到位後都可以改善。但法界人士認為，由於萬泰銀補選新任董事都是以個人身分當選，就算SAC資金到位，這些個人董事名下持股也不會增加，除非改選由SAC出任董監事，否則持股不足問題始終存在。

4、SAC資金是否可確實到位

關於聯貸案，主管機關認為問題不大，但實際上仍有部分行庫不願參與，一家大型行庫主管說，萬泰銀每股2元的價格，風險相對大，奇異、SAC跟另一個合作的外資，自有資金應該比安泰銀、大眾銀的還高，多承擔一些風險，否則行庫意願會很低。

5、開發金、新光金等相關債權人的小股東權利

開發金控總經理暨開發工銀董事辜仲瑩11月27日指出，開發金原則同意「以債作股」參與萬泰銀增資，但不會放棄對GE等萬泰銀大股東的損害賠償追訴權，因為「如果日後萬泰銀經營出現問題，股東將追究開發金同意放棄追訴權的法律責任，開發金團隊如何面對股東與司法調查？」開發金的態度將讓萬泰銀增資案陷入僵局。

新光金董事會日前已通過對萬泰銀以債作股增資案，授權經理部門繼續協商；開發金董事會則一直沒有做成決議，關鍵即卡在法律追訴權的問題，包括新光金在內的其他債主，須與開發金態度一致，方能簽約。辜仲瑩表示，他知道 SAC、GE 對萬泰銀增資有期限問題，但是他不能不考慮開發金的權益，對方這種要求，「讓開發金真的簽不下去」。辜仲瑩指出，如果開發金現在同意放棄對萬泰銀大股東 GE 等追訴權，完全配合 GE 與 SAC 私募股權基金的條件，簽下以債作股合約，未來若萬泰銀還是救不起來，卻無法追究大股東、董事責任時，開發金除了承受投資損失外，他的管理團隊恐將無法面對開發金 40 多萬個股東與社會的質疑。但行政院 12 月 5 日已核定萬泰銀可適用存保條例新規定，採全額賠付。金管會發言人張秀蓮 12 月 6 日表示，正在檢討私募有價證券三年閉鎖期規定，如果私募有價證券持有人是「以債作股」成為股東，金管會研議將解除三年閉鎖期限限制，允許持有人可轉讓私募有價證券給機構投資人。

（六）凱雷併購日月光

這幾年國際私募股權基金（Private Equity Fund）在世界各國股市從事投資或併購舉動，已經是司空見慣的現象。一般而言，私募股權基金對各國股市之策略投資或併購危機公司，著實考驗其對目標公司價值的判斷，但對該股市不失為正面的事項。私募股權基金本身就是從事高風險的投資，因此自然會尋找高期望報酬的標的。即使是私募股權基金對一般公司的收購舉動，其實投資大眾與主管機關也不需大驚小怪，只需在意其是否遵循相關規範即可。然而本文要提醒注意的是私募股權基金結合目標公司管理團隊併購該上市公司的案件，本文稱為管理團隊收購（Management Buyout，MBO）。

其實私募股權基金結合管理團隊進行 MBO，在美國並非新聞。美國上市公司的管理團隊持股比率甚低，要收購公司或買下某部門，著實需要外部資金的協助。私募股權基金提供一個平台讓管理團隊進行融資，甚至連私募股權基金所提供的資金也是舉借得來，因此也是屬於槓桿收購（Leverage Buyout，LBO）。在美國由於上市公司董事會中，管理團隊佔董事席位比率低於四分之一，因此在 MBO 的活動，將近有四分之三外部董事或獨立董事，可基於經營判斷法則（Business Judgment Rule），在併購決策與價格做出最利於全體股東的判斷。同時，美國由律師主導的團體訴訟對於董事會決策造成股東權益的影響，也起了一定程度的監督作用。

然而上述私募股權基金與管理團隊收購（MBO），同時具備槓桿收購

(LBO)的行動，到了亞洲股市，其對整體股東權益是否有保障，其答案可能還是個謎。倘若此項舉動有利於管理團隊，而非有利於外部股東，則變成「橘逾淮而為枳」。在亞洲股市，管理團隊通常是大股東，掌握董事會的控制權，倘若其與私募股權基金結合提出公開收購行動，不管是併購程序與價格，同時也是由管理團隊決定，此時誰來保障外部股東的權益？

有別於其他文章著重於探討私募股權基金收購所引發之政府對上市櫃公司赴中國大陸投資設限的政策，以及私募股權基金最終資金來源等政治議題，本文特別以公司治理為基礎，探討與評論資本弱化、資訊揭露偏頗與如何保障外部股東權益等議題，並且提出對企業併購法之二則修法建議。

近年來國際私募股權基金在全球進行槓桿收購，不僅引起股市的震撼，同時也爆發許多爭議，可說是一石激起千層浪。2006年11月凱雷集團收購日月光，準備從台灣下市一案，確實引起金融、政治與社會層面的議題，雖然最終此案破局，但是其影響層面絕非一般併購能夠比擬。在收購案破局公開後，仍然有其他私募股權基金表達對收購日月光有著高度的興起。再者，2007年5月10日橡樹基金宣布收購復盛公司，代表未來私募股權基金收購台灣上市櫃公司仍然會有許多案例發生。

私募股權基金的收購對各國產業、金融環境有著注入資金與體質改造的正面效果，然而實際的運作卻產生一些負面的評價。例如：LoneStar於2003年10月以約15億美元收購Korea Exchange Bank 50.5%股權。2006年5月，LoneStar準備將Korea Exchange Bank股權以約74億美元出售韓國國民銀行。韓國檢察機關以涉嫌操縱股價為理由（LoneStar收購Korea Exchange Bank股權幾個月後將其信用卡部門併入該銀行的交易），對LoneStar提起訴訟。11月23日，LoneStar集團創始人發表聲明，宣佈終止出售Korea Exchange Bank股權。同時，韓國檢察機關於2006年6月19日指出前Korea Exchange Bank高階管理者誇大壞帳規模，人為降低自有資本比率，從而快速出售給LoneStar。

而且，按照韓國法律規定，LoneStar不具備銀行大股東資格。報告認定韓國政府當時在審核這筆交易時過於草率，存在官商勾結賤賣Korea Exchange Bank嫌疑。LoneStar還因為在2005年末出售漢城一處地產時涉嫌偷逃稅而接受檢察機關調查。在日本LoneStar於2001年1月以3.39億美元全面收購東京相和銀行，2005年僅出售三分之一持股，利潤就高出收購成本7倍。不僅上述案例，在中國大陸、日本、奧地利也都傳出反私募

股權基金的聲浪。其實在 1989 年美國著名 KKR 私募股權基金，槓桿收購一家大型煙草食品公司（屬於敵意接管），即被媒體稱為「門口的野蠻人」。

其實私募股權基金並非暴利的擁有者，根據 2005 年國際最著名財務期刊（Journal of Finance）一篇論文指出在 1980 到 2001 年的實證資料，私募股權基金的平均淨報酬僅約當於 S&P500 指數。然而私募股權基金報酬存在明顯的異質性，亦即有部分基金賺取超高報酬，但也有基金賠得一塌糊塗⁴⁷。另外，根據 2003 年美國國家經濟研究局（NBER）的一篇論文指出私募股權基金的平均年淨報酬率比 S&P500 指數報酬率多出 5%，但是其乃彌補私募股權基金長期持有之流動性溢酬。其理由是私募股權基金買下目標公司後，會持有 5 年到 10 年，在較長的持有期間之下，因不具流動性所應得的較高報酬⁴⁸。難怪美國著名私募股權基金 KKR 的創辦人講出一句名言：「我們買下時，先不要祝賀我們，等到我們賣掉時，再祝賀吧！」

過去私募股權基金通常會收購危機公司或金融機構，進行重整、改造與再上市，獲取優渥的利潤，例如：日本新生銀行、韓國外匯銀行與台灣之東隆五金。最近，私募股權基金發動槓桿收購，通常會有目標公司現有管理團隊的配合。因此在整個收購過程，如何以公司治理的精神進行決策與資訊揭露，可能是避免私募股權基金併購負面影響的最好方法。然而台灣上市公司董事會普遍還是存在家族化與內部化的現象，雖然他們的決策仍然要對全體股東善盡注意與忠實義務，但還是令人擔心誰來保障外部股東的權益？難道外部股東只能被動選擇賣或不賣而已？

除了日月光、復盛受到國際私募股權基金的青睞之外，凱雷基金亦投資東森媒體科技、麥格里集團買下台灣寬頻通訊、安博凱收購中嘉網路、淡馬錫投資玉山金控、新橋資本與野村證券投資台新金控。雖然日月光案已經破局，但是其案涉及層面最廣，同時兼具槓桿收購與管理團隊收購的特性，因此值得以公司治理為基準進一步深究，藉以規範未來私募股權基金之收購行為。

日月光事件曝光點肇始於經濟日報於 2006 年 11 月 24 日（星期五）在頭版報導凱雷斥資 2,100 億相中台灣電子業，點名四家公司（含日月光）⁴⁹。

⁴⁷ See Kaplan, S. N. and A. Schoar, *Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flow*, The Journal of Finance 60, No. 4, 1791-1823 (2005) .

⁴⁸ Ljungqvist, A., and Richardson, M., *The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity*, NBER Working Paper (2003) , at 9454.

⁴⁹ 一旦併購資訊曝光，一定會有人懷疑是否有內線交易之情事？相較於渣打銀行收購竹商銀

而日月光在當日下午 7 點半做重大訊息公告，明確指出凱雷集團有興趣以 39 元收購日月光全部股權，同時說明張董事長同意在一定條件加入凱雷集團，並且將其個人所控制股權轉換為凱雷集團之股權。當然在重大資訊中，日月光有提及投資人應注意公司與凱雷之討論迄今尚未完成。這個事件值得檢討的是外資要收購台灣上市公司，必須由經濟部投審會通過，而公開收購亦需向金管會報備。在這些程序皆未完成或進行時，適合對外揭露清楚至收購價格？不知日月光的考量為何？

國際私募股權基金凱雷收購日月光案，並且準備從台灣證交所下市，此一事件曝光後，大家關注的焦點全部在於政府所制訂之投資中國大陸上限的合理性，並且論及這只是個起點，未來不排除台股有下市潮⁵⁰。本文相當歡迎程序合法、資訊公開，並且收購價有利於全體股東之善意或敵意的併購案。無論登陸上限是否修訂，國際私募股權基金的併購一定還會在台灣發生，因此本文以日月光為例，論述併購案應遵守的程序合法性、資訊公開規則與公司治理機制，期望未來所有併購案有常規可依循。

日月光在 2006 年 11 月 24 日下午公告凱雷集團所組成之投資團隊有興趣以 39 元收購日月光股權，而張董事長同意在一定條件加入投資團隊，並且將其本人與所控制的股權（香港商微電子公司）轉換為投資團隊的股權。根據此項公告，本文假設此收購案為私募股權基金結合管理團隊的收購，理由是首先日月光清楚點出收購價為 39 元，使得 11 月份到現在，日月光股價的走勢有鍋蓋壓著（皆在 37、38 元左右），這對收購團隊是相當有利。再者，該公司董事長仍會加入該收購團隊，而張董事長家族為日月光的實質最大股東，掌握董事會控制權。至於本收購案是否同時具備高度槓桿收購特性，其實只要主管機關調查私募股權基金的資金來源即可瞭解。

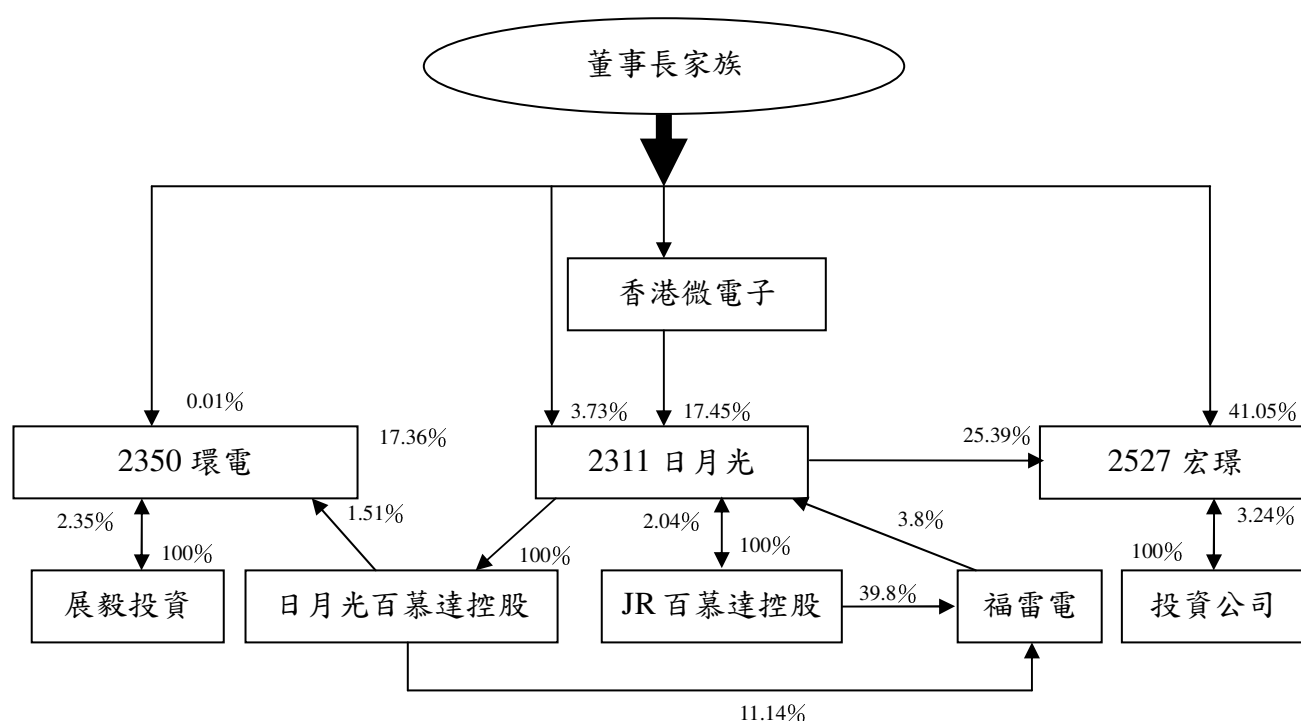
日月光集團的控制股東是董事長家族，其家族成員直接持有日月光 3.73% 股權，透過香港微電子公司持有 17.45%，與透過 JR 百慕達、福雷電各持有 2.04%、3.8%，總共有 27.02% 股權。再者，董事長家族直接持有

案，日月光案較無直接證據可以懷疑內線交易，理由是雖然訊息走光前，日月光股價有上揚的趨勢，然而其同業（矽品）的股價也上升，同時日月光成交量並無明顯放大，融資餘額張數卻在減少。

⁵⁰ 日光是全球封測業的老大，而目前政府僅開放低階封測赴中國大陸投資設廠。由於日月光目前並未達到赴中國大陸投資的上限，因此在基於全球布局（含中國大陸）的考量，日月光的下市有可能是要解除高階封測登陸的限制。日月光董事長在接受媒體的訪問，屢屢說到政府應讓有能力的廠商到海外擴展版圖（意指中國大陸），亦即應讓猛虎出關。

宏環公司 41.05%持股，再透過日月光持有 25.39%股權，宏環也轉投資子公司，再持有宏環 3.24%股權，董事長家族總共握有 69.68%股權。另外，董事長家族透過日月光持有 17.36%環電股權，再利用日月光百慕達持有 1.51%股權與子公司展毅投資持有 2.35%股權，加上張氏家族的 0.01%股權，總共董事長家族握有 21.22%環電的股權。

綜合而言，日月光集團控制股東直接持有日月光公司的股權類似於全體上市公司的平均值，並且有透過交叉持股來增加對日月光公司的投票權。再者，控制股東有以金字塔、交叉持股擴展他們對於宏環、環電兩家公司的投票權。



【圖 13】日月光集團的股權結構圖（2005 年 12 月資料）

倘若上述收購案歸屬於管理團隊收購（MBO），則此項收購案在日月光董事會討論時，其實已經「類似關係人交易」，此時該公司之治理機制則成為保障外部股東權益的核心。然而本文對日月光的公司治理機制，存在下列的評論：首先目前日月光的七席董事，董事長與副董事長互為兄弟，而且董事長所控制的香港商微電子公司握有四席董事，因此董事長家族直接握有 85.7%（七分之六）的董事席位。另一位董事雖然未在日月光公司任職，但根據年報資料，其是日月光關係企業之董事、監察人或受雇人，因此可算是集團內之內部董事。

其次，日月光五席監察人中，有一席是副董事長的配偶（董事長的弟媳），其餘是日月光子公司福雷電的法人代表，因此可算是全部監察人皆由董事長家族指派當選。值得一提的是原本日月光監察人有四席是香港商微電子公司的法人代表，但是證交法修正通過同一法人不能同時指派董事與監察人，後來遂變成由福雷電當選監察人，其所派任的法人代表人選與原先香港商微電子公司相似。

再者，日月光董事出席率、監察人列席比率並不高。根據公開資訊觀測站資料，在本屆董事會 14 次會議，董事平均出席率僅為 53%，監察人平均列席比率更只有 10%⁵¹。綜合而言，日月光的董事會、監察人組成相當家族化與內部化，同時董監事出席狀況並不佳，請問如何在此「類似管理者收購案」與「類似關係人交易案」中，保障外部股東的權益？

日月光案是屬於「類似管理者收購案」與「類似關係人交易案」，當日月光董事會在討論此案，董事長與其家族成員、所控它公司法人代表某種程度就有利益關連性，最後決策如何保障股東權益將形成日月光一項嚴重課題。而且日月光的監察人如此內部化與相當低的列席情況，不知如何監督董事會決策？

雖然日月光在重大訊息提及董事會決議授權唯一外部董事選任相關顧問及其它獨立之公正人士組成評估委員會，然而這位唯一外部董事依年報揭露亦未符合獨立性。同時日月光宣稱有審計委員會，然而其僅有一人（即此位外部董事）不知如何運作？這位日月光的外部董事目前兼任台灣福雷電法人代表董事、宏璟建設的董事、日月光新加坡與韓國子公司的董事、監察人。

難道封裝業董事會、監察人組成與出席狀況皆是如此？答案當然是非也！以矽品而言，至少在九席董事中，有三席獨立董事，而獨立董事平均出席率為 71.4%，監察人平均列席董事會比率為 90.5%。

特別是此次收購案之價格（39 元）相較資訊揭露前一天收盤價（35.5 元），溢價比率僅為 9.9%，並不算吸引人。而由外部董事組成的特別委員會必須從股東權益的觀點，提出足夠的理由說明此一收購價格的合理性。

⁵¹ 2006 年 11 月底在公開資訊觀測站所揭露九次開會中，副董事長與二位法人代表董事僅實際出席一次或二次，即使是唯一的外部董事也僅實際出席二次，整體實際出席率僅為 49.2%。而五席監察人在九次董事會中，僅有一席監察人列席一次，其餘皆零。在上述出席率下，不知是否與上一年度 7,572 萬的董監酬勞相配？

其實本文最在意的是為何日月光在 2006 年 11 月 24 日公告時，要明示凱雷集團收購價為 39 元！此舉導致日月光股價在接下來近三個月之間平穩位於 36 至 38 元附近（如圖 10 所示）。難道最近封裝業的股價皆具備此一現象？答案當然是非也！以矽品而言，在 2007 年初其股價從 48 元漲到 2 月底的 59.9 元、3 月底的 62 元，如圖 10 所示（矽品與日月光最近財務績效類似）。這二家封裝大廠股價走勢對照，更顯示日月光提早將收購價 39 元曝光對股東權益存在壓抑作用。

根據報載凱雷所委任的財務顧問是在該事件曝光後，才規劃赴台灣進行實地查核（due diligence）。而日月光則等到 2007 年 2 月 7 日才宣布委任財務、法律顧問對凱雷集團的收購要約，進行評估與提供諮詢意見。在併購雙方的財務顧問皆未提出專業評估之前，為何在 2006 年 11 月 24 日就有收購價 39 元的出現？收購價應是主併公司在完成實地查核，與被併公司協商後決定，本文第一次看到未實地查核即決定收購價，不知其中原因為何？上述的發展是否給人感覺是「男女朋友已經決定結婚，再回頭找現成媒人」？當然上述的狀況也有可能是日月光應台灣證券交易所的要求，進行重大訊息宣告之無心措施。

當日月光在回應證交所要求重大訊息公告時，假設先說明不排除收購案，其餘訊息俟程序完備再公開確定資訊，是否較有助於股東權益的保障？倘若日月光在 2006 年 11 月做重大訊息公告未明示收購價，則日月光的股價將會有上漲助力，再加上 2007 年封裝業股價的趨勢，勢必拉高日月光的股價，此舉對日月光整體股東權益是有利的，但會拉高管理團隊結合私募股權基金的收購成本，可見日月光在 2006 年 11 月進行重大訊息公告是相當有利於收購團隊。

2007 年 2 月 15 日（春節過年前的封關期間）日月光進行重大資訊宣告，該公司董事長決定終止 2006 年 11 月 16 日與凱雷集團所簽訂的獨家出售條款，亦即其可有空間與其他出價較高的買家洽談併購事宜，此一終止的決定是應日月光授權外部董事所組成評估工作小組的要求。一家上市公司的董事長先將自己持股與私募股權基金簽訂獨家出售條款，不知是否有公司治理可議之處？

一般而言，當日月光董事長與凱雷集團簽訂獨家條款，等於限制日月光同時與其它有意買家談判的可能性。如果日月光最後決定出售給凱雷集團以外的第三人，日月光董事長個人除了必須支付凱雷已經花費的相關支出外，還必須支付賠償金。當然此次取消獨家條款，必須有凱雷集團的同

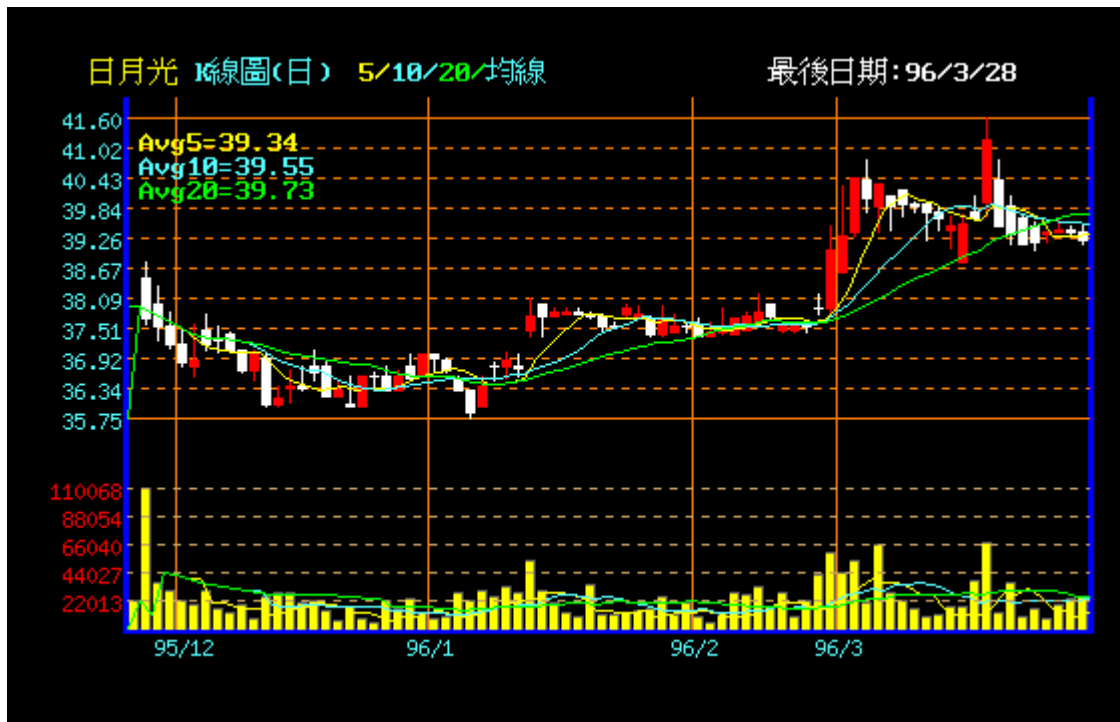
意。

上述的舉動可說是對日月光的外部股東是有益的，假如未終止獨家條款，收購日月光的價格就很難有轉圜空間。由於市場傳言收購價格可能提高，使得過完年開盤，日月光股價從 37.55 餘元，上漲到 41 元左右（如圖 14 所示）。然而或許投資人認為日月光董事長與凱雷集團之前有著深入接觸與默契，而有「39 元鐵板陰影」，日月光的股價在 3 月底還是回到 39 元附近（如圖 14 示）。

反觀同業矽品在過完年股價則呈上漲趨勢，2 月底由 59.9 元上漲到 3 月底的 62 元（如圖 15 所示）。使得在 2006 年 11 月 24 日收購消息曝光前矽品-日月光的股價比是 1.35:1，到 2007 年 3 月底兩者股價比擴大成 1.58:1。根據過去對被收購公司股價的觀察，日月光的股價應該有較同業大的漲幅，然而卻演變成日月光的股價愈來愈落後於同業的趨勢。上述的例證，就是日月光揭露併購資訊，似乎是站在管理當局的立場，不知是否對股東權益已經造成可被批評的影響？

日月光將管理當局與私募股權基金私下決定收購價格，在未經董事會通過下提早公告，造成股價受到嚴重壓抑，不知這是否符合國際併購慣例？然而，值得慶幸的是在媒體將此收購案曝光後，日月光董事會授權由唯一外部董事組成一個評估小組（成員還包括二位金融專家），不僅先終止日月光董事長與凱雷集團所簽訂之獨家出售條款，而且後來因收購價太低而終止此收購案⁵²。

⁵² 有媒體報導日月光案破局是來自於政府壓力，有一方面來自於日月光自台灣股市下市將使台灣市值下降 2000 億元左右，另一方面是來自於日月光下市後，再到別地上市，有可能會使台灣高階封測技術流到中國大陸，降低台灣競爭力。



【圖 14】日月光最近三個月來股價走勢圖
資料來源：YAHOO！奇摩入口網站之股市區的查詢。



【圖 15】矽品最近三個月來股價走勢圖
資料來源：YAHOO！奇摩入口網站之股市區的查詢。

最近國際私募股權基金的收購案，皆有目標公司控制股東（大股東兼管理當局）的參與，同時也出現收購價不高的現象。在私募股權基金的槓桿收購過程中，為了籌措資金，收購團隊之負債將非常高，最終還是仰賴目標公司未來產生的現金流量來償付。因此有現任管理當局的配合，才能確保既能償債、又能維持正常營運，而且一般而言目標公司的管理當局應該還會繼續經營公司。總結而言，私募股權基金發動槓桿收購後，將目標公司下市，然後開始進行組織改造（有可能包含公司瘦身計畫），讓財務報表有更好的表現，並且在償還部分債務後，重新找適當的股市上市，追求更好的股價獲利。因此整個收購過程，可說是「股東換人」而已。

有人宣稱對於私募股權基金的收購無需大驚小怪地擔心股東權益，因為只要宣布收購價格高於當時市價，對股東權益即沒有傷害。同時，倘若收購價格低於投資者的預期，收購案就可能無法成功。然而根據筆者觀察私募股權基金收購案，大都選擇目標公司股價被低估時。當目標公司管理當局認為公司股價被低估時，公司可執行庫藏股政策或大股東增加持股，然而這二個措施或許對股價影響不大，因而轉向與私募股權基金合作。目標公司管理當局以原本股權參與私募股權基金，以不高的價格對其餘股東進行公開收購。

例如：日月光的董事長同意在一定條件加入凱雷收購團隊，並且將其本人與所控制的股權轉換為收購團隊的股權，亦即收購完成後張董事長的股權不變，而且繼續經營日月光。另外，復盛董事長及其家族成員已同意，將其持有約 46.8% 的股權於公開收購期間賣給橡樹私募股權基金所設之投資公司，然後再將這些資金轉投資這家投資公司，讓未來董事長家族在該投資公司的持股比率仍維持 46.8%。同時交易完成後，董事會家族仍然繼續經營合併後的存續公司。

在美國 1980 年代敵意接管潮，有一位知名律師 Martin Lipton 認為目標公司的股東並不會在公開收購中得到最高的利潤⁵³，因為他認為未來股價通常會超過收購價。因為公開收購通常會發生在股價被低估而無法充分反應該公司利益時，所以目標公司董事會不應該接受此公開收購。再者，香港大衛韋伯（David Webb）在 1999 年到 2002 年香港股市空頭期，透過參與股東大會、聯結機構投資人，推動反對上市公司私有化的提案（公開收購下市）。其具體功績是反對 1999 年 7 月會德豐公司之私有化、2002 年

⁵³ Gaughan, P. A., 2002, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons Inc., P249-251.

4月寶途公司的聖誕樹業務之私有化與同年11月恒基兆業發展公司私有化⁵⁴。他所持的理由是這些私有化案件的收購價偏低，有圖利大股東之嫌，因此其結合外部股東大力反對這些案件。

其實我們可從凱雷收購日月光案，發現收購價格（39元）相較資訊揭露前一天收購價（35.5元），溢價比率僅為9.9%。而橡樹收購後復盛案，其收購價相較公布前一日收購價，溢價亦小於10%。為何上述這二項收購案之收購價，明顯低於國際標準（30%到40%）？其主要成因是現有控制股東皆以股權入股私募股權基金，因此私募股權基金在未公開收購之前，在日月光案約已控制30%股權，在復盛案約已控有46.8%股權，所以私募股權基金可以不用出高價，即可收購超過50%股權，再依企併法第18條將公司進行下市。

此種預計下市的收購案，對外部股東產生很大的壓力，因為私募股權基金先成立一家投資公司，再結合原有大股東的參與下，第一階段只要收購超過51%股權即可。然後依照企併法召開股東會，在至少一半股權出席、出席股權三分之二同意下，通過這家投資公司與目標公司的合併案，合併對價為現金、且價格與第一階段同，此時原先沒有出售股權之目標公司股東，只能被迫接受此一合併案。

第二節 私募股權基金對資本市場、金融市場與產業之影響

一、私募股權基金對資本市場的影響

（一）對資本市場效率之影響—降低資本市場效率

企業欲籌措資本，除了向金融機構借貸以外，以往最主要的管道即是將其有價證券（包括股票或公司債）公開發行，進而上市（IPO）或上櫃，以向社會大眾募集資本。企業公開發行並上市或上櫃，便利企業籌措資本，是以企業於發展到一定規模後往往會向主管機關爭取上市或上櫃的機會，此外更有一附加效益，即是能增進並活絡國內的資本市場。然晚近由於私募股權基金盛行，本土企業無須上市上櫃即可藉由私募股權基金業者的投資而籌措大筆資金，且資金因為是「私下募集」，毋須遵行繁瑣的上

⁵⁴ 葉銀華，《透視上市公司—聰明選股，遠離地雷》，先覺出版社，2004年，第319頁。

市上櫃相關法規規定，此將大幅降低本土企業申請上市或上櫃之意願，消極的壓抑了資本市場的總市值；更有甚者，乃私募股權基金藉由併購體質優良的上市（櫃）公司，於取得該公司經營權後即將該公司申請終止上市，更是積極的扼殺了資本市場的總市值，此均造成了資本市場的極大衝擊。面對私募股權基金在全球已逐漸成為資本市場主流之一，我國必須正視的問題是私募股權基金的併購恐使台灣的資本市場有效性縮減，許多上市公司將成為私募股權基金的目標，以前述凱雷併購日月光的案例來說，日月光為市值排名台灣前 50 大的企業，若類似這樣的大型企業紛紛下市，將可能嚴重影響台灣資本市場的發展。

再者，私募股權基金業者於併購本土上市上櫃企業的一般流程，多先與目標公司訂定獨家合約（Exclusive Contract），其後通常即進入以統一價格公開收購股權的程序，於此公開收購程序展開後，任何對該目標公司的資訊接難以充分、立即的反應，蓋收購價格已被鎖死，亦因此產生資本市場效率減損的情況。此外，面對私募股權基金業者所提出的收購價格，具有目標公司控制權限的控制股東如未自行評估目標公司價值，即全盤接受收購價格而將公司售出時，此時亦使資訊未能充分揭露，並可能損及股東權益，更造成另一種資本市場效益的減損。

（二）對國內資本市場造成彼長我消的情況—國內的上市公司於下市後未來可能赴海外上市

私募股權基金業者於併購目標公司後，通常將目標公司終止上市予以整頓，業如前述，而私募股權基金業者為求日後獲取高收益高報酬，於經過一番整頓目標公司後最終仍將該被終止上市的目標公司予以重新上市，此亦為私募股權基金其中一種退場機制。重新上市的地點如為本國國內則不成問題，然如選擇轉赴其他國家掛牌上市，不但造成國內資本市場的萎縮，反而強化了他國的資本市場，從而弱化了本國資本市場於國際上的競爭力，彼長我消的情況至為明顯，此亦為私募股權基金對國內資本市場的一大打擊。

就此點而言，於我國資本市場更應戒慎小心，蓋由於我國與中國大陸之間特殊的政治問題，導致我國政府對企業投資中國設下許多限制，因此亦有不少企業正思考利用私募股權基金轉至海外掛牌或海外註冊；而私募股權基金業者亦因為我國證券交易法制與市場流動性的問題，偏好在被併購公司下市後，轉往其他國家掛牌上市交易，如此情況發生，我國資本市場將受到嚴重打擊，政府就此點不可不慎。

二、私募股權基金對金融市場的影響

（一）金融機構等債權人債權無法實現的可能

私募股權基金對於金融市場可能造成的衝擊，主要肇因於私募股權基金於併購其他企業時常常利用高槓桿操作向金融機構融資借貸大筆資金，該筆借貸仍存在著風險，蓋日後一旦被投資企業無法償還借款，勢必造成金融業界的一大衝擊，是以於業界已有許多人就此發出警訊⁵⁵，金融業者更加不可輕忽私募股權基金高槓桿融資併購對其所產生的信用風險。

而未來若更多國際私募股權基金來台收購企業，並向國內金融業者舉債時，究竟是為我國的金融業者找到了資金的出口管道？還是最終造成資金排擠效應，促使利率大幅攀升？目前尚難論斷。但可以確定的是：如當我國利率走揚時，國際私募股權基金的借貸成本勢必加重，該基金若不從其他更低利率的國家借貸以降低成本，否則就只有要求更高的投資報酬率，此意味著收購企業的數量可能大幅下降；反之，如國內金融業判斷私募股權基金業者屬於低風險借貸者，則勢必又將一窩蜂的貸予資金，即會產生資金排擠效應，甚至可能產生連鎖壞帳而無法實現債權的效應⁵⁶。

（二）對外匯市場的衝擊

私募股權基金對於我國外匯市場的衝擊可能於龐大資金匯入與匯出時產生。就外國私募股權基金的資金匯入階段觀之，國際私募股權基金併購我國本土產業往往靠著高槓桿財務運作向我國金融機構進行融資借貸，而真正由國外匯入自有資本的數額比例並不多，故就此階段並不會對我國的外匯市場產生顯著影響。

而就外國私募股權基金資金的匯出階段觀之，則往往會對我國外匯市場產生顯著影響，蓋於此階段往往是私募股權基金業者的退場階段，私募

⁵⁵ 例如國際私募股權基金公司 Dream Value Management 的主管 David Dreman 謂：「若債務炸彈引爆，私募股權基金業者仍可以帶著大筆資金脫身，對私募股權基金來說，債權人不是他們注意的對象，他們的投資人才是」於該談話中即可看出債權人的風險問題；再者，OECD（經濟合作與發展組織）也提出警告：「這種高槓桿形式的收購最大的風險在於利率一旦大幅回升，收購的項目還款也有困難時，不但私募股權基金的投資者會面對虧損的風險，借款作收購的銀行則會面對壞帳的風險。」甚至連美國聯準會（Fed）主席 Ben S. Bernanke 之前亦提出暗示：「私募股權基金的狂熱可能種下美國下次主要債市危機的種子」。以上參閱潘家涓，《私募併購基金之操作模式與對市場之影響》，國立臺灣大學管理學院碩士在職專班財務金融組碩士論文，2007 年 6 月，頁 62-63。

⁵⁶ 參閱潘家涓，《私募併購基金之操作模式與對市場之影響》，國立臺灣大學管理學院碩士在職專班財務金融組碩士論文，2007 年 6 月，頁 62。

股權基金業者業已獲取高獲利欲退出市場，而該筆金額往往非常龐大，如私募股權基金業者選擇將該筆資金匯出台灣，則勢必對於台灣淺碟型的外匯市場造成極大動盪，況且未來將會有愈來愈多的私募股權基金進入我國，相關主管單位有必要為此衝擊而事先未雨綢繆。

三、私募股權基金對產業的影響

（一）經營效率與公司治理程度的提昇

私募股權基金的運作模式主要以併購其他企業為主，就國外的發展經驗觀之，私募股權基金將帶來更為多元之併購模式，活絡我國企業之併購，以使國內企業增加國際競爭力。再者，專業的經營團隊並引進先進的財務創新，改善台灣公司治理的環境，提昇公司經贏的效率，透過企業重整，運用跨國整併、上下由公司垂直產業整合，或是將企業有競爭力的部門獨立出來等措施，使個別企業的總價值高於原有企業，藉以提升企業的真实價值，此時私募股權基金即扮演著資本市場的良性推手，使因為本身條件不足的公司，或無法憑己力整合的公司，藉由與私募股權基金合作，加速達成企業整合的目標。

（二）策略方向的選擇

私募股權基金於取得目標公司經營權限後，為求快速提昇目標公司的價值，往往會變更目標公司以往的經營策略方向，以匯豐直接投資部門投資於東隆五金公司為例，匯豐新團隊認為東隆五金應該由原先的低價、自有品牌經營轉為替國際大廠代工高價位的產品以提高毛利率，遂將自有品牌與代工產品的營業比重由 2003 年的 55% 比 45%，轉變成 2006 年的 26% 比 74%，產品的平均售價與毛利率因而顯著提高，此策略方向的改變，亦是東隆五金日後能重整成功的重要推手。

惟於策略方向的選擇上，除了前開的正面價值外，基於私募股權基金短期獲取高額利益的特性，亦可能對於公司的長期經營帶來負面影響，例如新經營團隊一上任即大幅裁員，以求大幅縮減人事費用，裁除冗員於方向上或許正確，但負隨帶來的失業問題，亦可能使社會付出更多的成本；再者，私募股權基金業者由於受限於私募股權基金投資的到期日

(Duration)，基金經理人為求於到其日前的投資回報，極可能以短期財務操作為主，而罔顧公司未來長期產業經營的利益，而此點亦為私募股權基金常受反對者譴責的理由之一。

（三）全球化資源與視野

國際私募股權基金業者旗下本即聚集了全球投資方面、產業方面、財務金融方面的優秀人才，於國際市場上並亦已厚植重要政商界人脈，藉由上開基礎與豐富的併購經驗及國際視野，全力以提昇被投資公司的價值與競爭力為目標，近年來已加強協助其所投資的企業擴展至全球市場，或提供併購資本協助至其他地區進行併購擴展版圖。同時運用私募股權基金公司於全球的佈局與厚植的人脈，以為被投資公司搭上國際產業鏈。

第三節 私募股權基金開放後對台灣之影響（代小結）

隨著亞洲資本市場日趨活絡及投資類型日趨多元，私募股權基金近年來開始聚焦亞洲並積極展開併購活動，「資本主義的新帝王！」《經濟學人》（The Economist）曾經如此形容私募股權基金（簡稱PE：Private Equity Fund），因為在短短不到20年時間，私募股權基金就在資本市場當中，從鮮為人知的「外圍參與者」，搖身成為「重量級參賽者」，凱雷、新橋、KKR等私募股權基金，縱橫國際市場，聲名遠播，但直到最近，才在台灣打響名號。台灣對私募股權基金的了解有限，無論是政府主管機關與企業界，與私募股權基金打過交道的並不多。由於私募股權基金並非長駐台灣，也不需要對投資國家公開公司經營情況，又不隨便揭露金主的資訊，外界很難窺其面貌，難免蒙上一層神秘面紗。為因應此一興起之風潮，產業界開始思考如何運用私募股權基金雄厚之財務資源及靈活之財務創新，做為拓展原有事業之營運活動，並創造股東價值極大化之策略選項。

一、私募股權基金近年蓬勃發展因素

私募股權基金近年來蓬勃發展，屢創新高金額的併購交易時有其背景如下：

- （一）為債券市場的健全發展，使得私募股權基金容易以低成本在債券市場借得併購所需資金。
- （二）投資人對風險接受程度提高，如對債信平等較低或以次等（Subprime）債權資產抵押之債券，願意接受較高的風險，以獲取較高的報酬，且銀行界對私募股權基金之收購投資（buyout）亦願意提供低利率之融資。
- （三）私募股權基金管理者有優渥的報酬，私募股權基金對管理的基金有1.5%以上的報酬率，使得私募股權基金加快選定標的公司，以運用

籌集資金。

(四) 資訊科技的快速發展，拉近市場間的距離，使區域性資訊取得與管理變得容易。

二、台灣企業成為私募股權基金標的之理由

私募股權基金的投資操作是尋找具有獲利潛力但卻被低估的公司併購，事實上，私募股權基金之運作類似創業投資公司，惟所介入投資之企業多屬於成熟產業中經營不善者。透過管理的改善、提高經理團隊績效誘因、善用財務槓桿、提升現金流量等作法，經過改善培養後，再以較高的價格轉售或重新上市出脫持股。而私募股權基金由很多方面來看是與創投不同的，私募股權基金是以較大資本投資少數公司，而創投是以較小資本投資多數具成長潛力之公司。私募股權基金投資一般會選擇屬於成熟產業，同時具獲利能力及一定技術能力，營運規模或已國際化的企業，通常該企業及其所屬的產業環境已經發展成熟到適合以私募股權基金方式來尋求更佳商業模式。

在台灣目前「雙低」(股價本益比與利率皆低)的情況下，雖然民間游資眾多，但因為投資人缺乏投資信心，導致許多公司的價值被低估。於是自95年起私募股權基金入股甚至併購台灣上市公司的行動便一連串的展開。台灣企業成為基金標的理由如下：

- 1、台灣企業的核心事業相當穩健；因為此類公司通常擁有充沛的現金流量，故其營運風險相對較低，且私募股權基金亦可再利用財務槓桿獲取更多資金。
- 2、價格相對合理，因歐美市場已經過度成熟，所以成長性不高；而中、印等新興市場，在目前已高漲的情況下，雖然報酬高，風險相對也高；但台灣、南韓等剛脫離開發中國家的亞洲各國、因股價漲幅相對較小，且企業體質較佳，故投資風險相對較低，因此台灣被視為投資報酬率相對豐厚的市場。
- 3、低利率環境，台灣的借款利率在全球的排名約僅高於日本，平均借款利率低，加上國內資金充沛，舉債投資便成為私募股權基金最常用之方式，因此以投資成本為觀點即比美國低，此亦為國際私募股權基金對台灣的企業感興趣的主因之一。
- 4、大陸投資需求，目前台灣企業佈局重心在大陸，不管併購或繼續投資，都需投注大量資金，受限政府規定的投資大陸上限，多家大型台灣企業已計畫切割大陸業務赴港上市，並洽談引入知名國際私募股權基金或投

資銀行，進行 Pre-IPO 計畫，此等企業又因具備中國成長概念，因此更吸引國際私募股權基金的目光。

三、私募股權基金對台灣企業的優點

私募股權基金藉著其深厚人脈、國際觀與管理專長，往往替被投資公司帶來龐大的附加價值，最常見的情況就是利用其全球廣闊的人脈，為其投資之公司尋找適當之經營管理人才，由專業人士經營，例如前往 ING 安泰人壽大中華區總裁潘燦昌，即被凱雷集團董事長當面挖角，到中國出掌凱雷所併購的太平洋保險公司擔任主席。

另私募股權基金入主公司後，通常三到七年即獲利出場，因此會透過公司治理或其他方式努力提高公司的價值，私募股權基金為了達成利潤極大化，因此將會使得企業更具效率性，減少無謂損失為公司創造更大的附加價值；增加就業機會、激勵研發、對整體經濟有助益；而勤業眾信財顧總經理陳威宇亦認為，私募股權基金看重的是公司所隱含的價值，就是復盛併購案，並非公司體質不好，而是資本市場環境反應市價偏低，若私募股權基金安排下市後，接下來未必會裁員或關廠，反而因私募股權基金帶來更多資源、經營效率、員工權益將會跟著提升。

但私募股權基金的經營管理是否真如其辯稱，較有效率，對整體經濟創造附加價值？依兩位經濟學家 Jerry Cao 與 Josh Lerner 在「The Performance of Reverse Leveraged Buyouts」文中，對 1980 至 2002 年四百九十六家被私募股權基金買下、整頓後再上市之企業作績效分析，發現這些企業的表現平均優於其他上市公司，靠高財務槓桿操作的公司表現不比低負債比率的公司差，其中又以大型企業表現更佳，但被私募股權基金短期持有，即持有一年以下便在公開市場出售的公司，表現則劣於一般公司。由去年國內幾家金融業者引進私募股權基金案例，以萬泰銀行為例，2006 年 4 月，奇異資融以 90 億台幣取得萬泰銀行近 25% 的股權，隨後包括萬泰銀的管理長、營運長、風控長等主管均由奇異資融指派，且奇異資融並將旗下車貸部門與萬泰銀車貸部門合併；藉著奇異資融在消費金融方面的成功經驗，萬泰銀車貸餘額可望由合併初期的 10 億元左右，大幅提升到 200 億元左右，並擠身國內車貸市場前三大；而台新金控在新橋資本與野村證券入股後，台新金控自去年 9 月 1 日起，即聘請前麥肯錫總經理擔任營運長，以加速台新金控整頓消費金融的腳步，使得台新金控的價值重新發揮。

四、引進私募股權基金的重要問題

1、過度槓桿融資

國際私募股權基金的資金來源為私募款，而一般認為私募款是零成本，但其實其資金成本反而高於融資借款；因此私募股權基金投資，投資者認為自有資金比率愈低愈好，這也是私募股權基金以槓桿融資併購（LBO）向當地金融機構取得資金極為普遍的原因，因此當基金報酬低於借款成本時，可能會產生問題；且台灣近來存在許多超貸案，以及一些資產掏空的案件。而海外入境的私募股權基金則因為具有資訊隱蔽的特性，有些來路不明的私募股權基金是否會成為「洗錢」的管道，則更需關注這個問題

2、管階層併購（MBO）可能受限

私募股權基金計畫趨勢為先作 LBO 並結合管理階層併購（MBO），即私募股權基金與公司管理階層一起併購公司，管理階層全數留下，只是重新調整股權結構，因此該收購模式的成功率較高，但台灣家族企業色彩重，MBO 接受度可能會受限，因此收購的成功率將會降低，因而影響所有股東的利益。

3、資本弱化的憂慮

一般像私募股權基金的外國投資者，來台投資方式可先成立一家特殊目的公司（SPV/SPC）再以 SPV 名字進行標的公司的公開收購，但由於 SPV 的收購資金多數是向銀行融資所借，待併購完成後，兩家公司合併後的負債比率將會增高，公司財務類似惡化，因而形成資本弱化的現象；且私募股權基金有如股市的融資方，其活動愈多，股市的風險也將隨之升高，如：台股在八千點之前，融資金額只有兩千七百多億，但當逼近萬點時，融資已上升到三千五百億，股市的風險也隨之升高；根據 Thomson 統計，目前私募股權基金持有公司的現金流量與債務付息比率已從 2 比 1，降為 1.5 比 1，比率仍在持續下降中，意味著有愈來愈多的公司沒有足夠的現金來支付利息。

4、員工權益的保障

私募股權基金在有退場的壓力下，為了短期內追求最大的財務利益，重整公司的作法被視為現實與激進，如撤換管理階層、裁員等，將會影響相關人的權益，但透過企業改革才能繼續進行公司後續的規劃與整頓，因此政大金融系教授殷乃平認為要注意的是，要保障員工到何種程度？經營

階層及大股東在併購過程應有哪些限制？併購者本身又有何規範？要在保障員工權益與公司獲利兩者間找到平衡點，否則沒獲利又如何保障員工！因為只有當公司經營不善、惡性或無預警倒閉才可能造成社會問題。

5、突破投資大陸上限

國內企業或廠商為突破在大陸地區從事投資 40% 上限的限制，有可能引入私募股權基金轉型為外國企業就可不受此條規範約束。

6、內線交易、小股東的權益受損

私募股權基金的投資標的多是體質良好，在台灣已上市櫃的公司，併購後需要下市，是否會導致小股東的權益受損？根據1983年美國Delaware州Weinberger 案所確立的收購原則，法院當時判決排他性的收購，侵害了小股東權益；公司對股東所要履行的誠信義務是在正當目的（business purpose）與公平性的審查（entire fairness）之上，甚至是以財務方法計算出的公平回購請求權的價格。而私募股權基金在台灣收購案，只是由投資方和被併者決定、再送交經管會審定，在股東權益面完全缺乏補償方式與誠信義務的履行；且偶有被併公司管理階層涉及利益衝突賤賣公司，或利用併購期間進行內線交易，以換取私募股權基金之鉅額酬庸與不法利益，更使得小股東的權益受損。

7、私募股權基金的投資標的

金管會表示，國際私募股權基金對台灣有線電視產業、半導體及金融產業特別感興趣。前行政院金管會主委施俊吉也說明，私募股權基金併購台灣寬頻、東森及中嘉等三大有線電視，掌握75%的收視戶。私募股權基金投資標的若涉及原本就有爭議性的寡占或者獨占市場、或者有戰略性意義的金融、電信行業，這會不會給台灣帶來更大的疑慮？

8、資訊透明度不夠

私募股權基金的透明度有限，且受制於方法與格式之不同而有不同，因無法確切解讀私募股權基金所提供之資訊，

第四章 先進國家與國際組織對私募股權基金之監理規範與比較

承上之分析，私募股權基金之佈局已顯現相當規模，對於資本市場、金融市場與產業界也都產生相當程度之影響。尤值重視者，乃先進國家與國際組織看待私募股權基金之角度為何，反映於具體層面上，則為監理制度與相關規範之內容。如前所述，私募股權基金之發展以美國為濫觴，其後逐漸推展至英國、歐盟以及亞洲等地，除了引起各該國家監理機關之高度重視外，也使國際組織就此提出監理之建議。本章之探討重點，即著眼於此諸規範與建議之內容及重點，並於觀察後提出比較，俾供未來我國監理機關卓參。

第一節 歐洲地區

一、英國

英國金融服務署（Financial Service Authority, FSA）於2006年上半季曾出版名為Financial Risk Outlook（FRO）之報告，其後亦提出該署之經營計畫（Business Plan），其目的均在指陳資本市場中之風險所在。在該等報告中，私募股權基金的問題多次被提及，也獲得相當程度之重視。惟須注意者，英國的私募股權基金主要係指未向英國一般大眾公開發行，而未受高度限制之集合性投資計畫。

為了將歷年來各項研究所得與市場脈動、其他規範與公共政策相聯結，金融服務署更於2006年11月發表Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement，其中針對私募股權基金之發展背景與市場實施經驗有相當程度之闡述，同時也將重點置於私募股權基金市場之管理規範，並提出階段性之改革步驟。報告中將私募股權基金所面臨之風險以及所可能引發之風險，作了極為詳細之陳述，茲說明如下：

（一）超額融資（Excessive leverage）

此種風險之來源在於，債權人可能未經過審慎評估即對融資收購（LBO）案件擴大貸款額度，若以目前之槓桿比例與經濟發展狀況以觀，必然會有許多由私募股權基金所支撐之公司出現倒帳情形，對於債權人與其他債務之債權人甚至整個金融市場之穩定均會產生不良影響。針對此種風險，金融服務署所採取之因應措施有二，一為對於銀行進行定期之審慎

監理，二為持續調查並分析槓桿比例之變化。尤其在調查分析方面，金融服務署分析了英國銀行 2005 年之融資收購市場，指出銀行最近一年以來，前五大貸款對象之平均 debt/ebitda 比為 6.41，槓桿程度有越來越高之趨勢，但成長速度則相對地較為趨緩。槓桿比例之增加表示負債比較高，而企業負債之淨值比 (debt/equity) 增加也是促使融資收購增加的原因之一。截至 2006 年 6 月止，各銀行最近一年前五大融資樣本案件，其股東權益占總資產比重僅為 21%⁵⁷。

(二)所有權人(最終投資人)不明之經濟風險(Unclear ownership of economic risk)

因槓桿融資市場就交易確認之程序非常冗長，使得確認由何人承擔融資併購相關之最終風險非常困難，如此一來對於市場之交易秩序，勢必有所影響。金融服務署除於 2005 年 2 月針對信用衍生性商品市場之營運與風險管理議題發布 Dear CEO letter 外，也持續地觀察此種風險對於市場之影響與變化⁵⁸。

(三)降低資本市場效率(Reduction in overall capital market efficiency)

此種風險之風險來源，係因私募股權基金往往獲融資市場之幫助而擴大規模，進而損及市場之品質、規模以及深度。許多公司目前喜歡利用私募股權基金取得資本，同時亦降低公開發行意願（由於私募股權基金次級市場業已發展成形），減少公司公開發行增加之可能。此外，同時也會降低資本市場效益之原因，尚有因私募股權基金以併購手段取得被投資公司經營權時，如該公司為上市公司時，則管理團隊將該公司予以終止上市，亦將導致資本市場的市值滑落，因而降低資本市場之效益。金融服務署秉持公募與私募市場之監理併重的政策，對於可能產生之潛在性風險均進行確認與分析。同時，此諸政策包括如何增進資本來源、提高公司評價之正確性以及注重整體資本市場之品質等重心。此外，金融服務署所採取之作為，乃繼續評估掛牌上市公司之門檻，並檢視門檻相關規範之妥適性，也不強制公司應否上市。除此之外，該署亦持續關注其他公開市場有關私募股權基金之發展議題與可能滋生之風險，並提供其所需資訊及因應之道⁵⁹。

⁵⁷ See Financial Service Authority, PRIVATE EQUITY: A DISCUSSION OF RISK AND REGULATORY ENGAGEMENT 7, 59-63(November 2006)

⁵⁸ *Id.* at 7.

⁵⁹ *Id.* at 8, 65-68.

（四）市場濫用（Market abuse）

此種風險之來源主要在於，與私募股權交易有關之大量價格敏感性資訊，將使市場濫用之可能性大增。而當交易之複雜度逐步提昇，以及更多交易者增加時，價格敏感性之資訊也會相對增加。再者，公開市場與非公開市場參與者之涉入，以及在各個不同市場交易產品之發展如貸款之信用違約交換合約（Credit Default Swaps on Leveraged Loans, LCDS），也都會增加市場濫用之可能性。其因應措施，金融服務署所採取者乃與市場參與者進行討論，經討論後確悉之最大潛在風險，咸認是資訊之洩露（leakage of information）。而此風險之存在主要是因參與私募股權交易者眾多，且其中大部分參與者之提案並非最後皆能成功，因此洩漏情事似難完全防免。也因此，金融服務署也提醒私募市場之參與者，應了解其對於市場濫用機制所應負擔之義務。再者，金融服務署為避免市場濫用之情形發生，也同步採取了常規交易（regular transaction）之監控措施，並發展更完善之交易監控系統，一旦辨識出任何市場濫用之跡象，即會持續加以追蹤並採取適當行動。此外，金融服務署也密切監控產業發展之進程，以建立信用市場參與者處理重大非公開資訊時所應遵行之基本原則與建議⁶⁰。

（五）利益衝突（Conflicts of interest）

報告中指出，重大的利益衝突將發生在私募股權基金管理之三項層面，包括基金經理人（fund manager）對其基金本身之責任、對於各別基金投資者之責任以及對於基金所投資之公司之責任間。一般言之，此三者之利益衝突狀況通常相去無多，但於下列情形可能有不一致之情形：（一）私募股權基金之經理公司可能獲得各投資公司之資訊，然不同公司之利益並非一致（尤其是同一產業之公司），擔任董事之基金經理公司職員或合夥人可能違反其作為董事所應遵守之忠實義務；（二）私募股權基金經理公司倘發現其他較佳之投資機會，便會逐漸撤出其對於投資公司之投資，如此將導致被投資公司無法提供較多的資源以繼續改善公司；（三）私募股權基金提供被投資公司管理階層資金以購買被投資公司時，也可能產生利益衝突情事。蓋由於基金經理公司有權利撤銷或停止投資，從而將使管理階層以私募股權基金或經理公司之利益為優先，而非以被投資公司之利益為優先。諸如此類情形，都是金融服務署所關切之利益衝突風險來源⁶¹。

⁶⁰ *Id.* at 8, 68-72.

⁶¹ *Id.* at 9, 72-76.

針對此種風險，金融服務署對於業界提出原則性建議，要求基金公司必須公平合理地處理各該公司間、公司與客戶間以及客戶彼此間可能形成之此類風險。該署亦曾於 2005 年 11 月時發布 Dear CEO letter，內容涉及高階經營者之責任，並且也再次提示關於利益衝突應予重視之問題，此亦為英國金融服務署所秉持風險導向（risk-based approach）監理原則之體現。此外，同樣於 2005 年 11 月所發表之 the UKLA's newsletter 也聚焦於首次公開上市（Initial Public Offering, IPO）時可能升高利益衝突之情形，並以此文件作為向金融服務署申請之各基金公司的重要行為準據⁶²。

（六）進入市場之限制（Market access constraints）

此種風險之來源，主因在於英國的散戶投資人對於私募市場僅能透過創投信託（venture capital trusts）或少數的私募股權投資信託（private equity investment trusts）方式以取得有限的進入市場之機會。況且，因為退休基金（UK pension）或保險工具對於私募股權挹注大量資金，形成排擠效應，也同樣間接地造成散戶投資人進入市場之限制。為謀因應此類風險，金融服務署於 2006 年 3 月發表編號為 CP06/4 之諮詢文件（Consultation Paper, CP），揭示與股權投資相關掛牌法規之修訂草案，其主要目標在以基於保障股東為出發點之準則取代現行掛牌體制，重心置於資訊揭露之問題。其中，關於董事會之獨立性、被投資公司之控制權以及聯結基金（feeder fund）之使用等規範的必要性，也在此文件中受到質疑，此諸疑點也都是以往私募股權基金於倫敦掛牌之潛在障礙⁶³。

在檢視前開文件發表後所回收之意見，以及當前市場所浮現之議題後，金融服務署決定於 2006 年 12 月發表另一份諮詢文件，提議移除在上市規則（Listing Rules）中就主要市場掛牌之投資個體對於被投資公司之控制權所為之限制。蓋金融服務署認為現行禁止海外投資公司依上市規則第 14 章（LR14）所規範之制度上市的規定並非妥適，因為在上市規則中，倘依 LR14 掛牌上市之公司，可以豁免一般在主要市場上市之公司所必須負擔的分散投資風險義務，同時亦毋庸維持一個獨立於經理人之外的董事會之存在⁶⁴。

⁶² *Id.* at 9.

⁶³ *Id.* at 9. 此外，FSA 所發布之 CP06/4 文件，其全文可於下列網址取得：
http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp06_04.pdf

⁶⁴ See FSA, *supra* note 33, at 9.

（七）市場資訊不透明（Market opacity）

此種風險之所以存在，係因資訊透明度會因方法（例如：評價、費用揭露等）之不同而產生差異，此將使相關績效評估及比較性複雜化，進而導致專業的投資者在解讀資訊時產生疑義或在資訊不完全的情況下作出決定。金融服務署就此所採取之因應措施，係觀察產業之近期發展，並據以建立準則，例如採行國際私募股權暨創投評價準則（International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines）與國際投資績效準則（Global Investment Performance Standards）中關於私募股權相關條款之推展等。另外，金融服務署認為現行規範中關於資訊揭露之規定已然充足，因此並無另行添設提昇資訊透明度規定之必要，而認為當前之務乃是強化私募股權交易中散戶投資人之保護⁶⁵。

英國金融服務署（FSA）所提出之此份報告，具有高度之參考價值，除了詳盡分析風險之種類與來源外，亦說明主管機關的因應之道，足供其他國家參考。而前揭私募股權基金之風險，若依顯著性之高低，尚可區分如【表 10】：

【表 10】 私募股權基金風險顯著性之分析

顯著性	風險類型
高	市場濫用、利益衝突
中高	超額融資、所有權人（最終投資人）不明之經濟風險
中低	進入市場之限制、市場資訊不透明
低	降低資本市場效率

資料來源：FSA, PRIVATE EQUITY: A DISCUSSION OF RISK AND REGULATORY ENGAGEMENT 10 (November 2006)

另應注意者，除了此報告外，在監理規範上，英國的私募股權基金尚受 Financial Services Authority Handbook 相關規範之拘束，例如 High Level Standards、Prudential Standards 以及 Business Standards 等規範。於 Business Standards 中要求私募股權公司必須遵守金融服務署對公司職員相關訓練及專業能力之要求，另亦規定私募股權公司於某些特定情況，應遵守防制洗錢之相關法令規定。再者，除前揭規範外，英國金融服務署亦積極瞭解市場動向，針對私募股權基金之風險，提出因應之措施。例如為解決前述所有權人（最終投資人）不明之經濟風險問題，英國金融服務署曾給予所有在信用衍生性市場非常活躍之金融機構一封 Dear CEO letter，表明該署

⁶⁵ *Id.* at 9, 77-78.

對於信用衍生性商品發展進度與金融機構是否能有效管控風險之議題相當關切⁶⁶。

二、歐盟

相較於英國對於私募股權基金之管理，歐盟指令對於私募股權基金活動之規範較為開放，未有專門之指令管理其設立或活動。綜觀歐盟議會（European Parliament）2001/107/EC 管理公司指令及 2001/108/EC 基金指令（通稱 UCITS III；Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities）⁶⁷之立法精神，可知其傾向保護歐盟境內註冊之基金，至於歐盟境外註冊之基金得否到當地公開募集及銷售之資料，則無相關之規範。

（一）金融產品市場（markets in financial instruments）— Directive 2004/39/EC

因應近來投資人在金融市場活動之活躍及投資行為之多樣性，在單一市場制度下，為保護投資人及允許投資公司在共同體內提供跨境服務，此指令修正了 85/611/EEC 指令、93/6/EEC 指令、2000/12/EC 指令及相關的 93/22/EEC 指令在於金融產品市場的規範。此指令適用投資公司（investment firms）及管理市場（regulated markets），若 2000/12/EC 指令所核准之信貸機構（credit institution）提供投資服務或從事投資活動同樣也受此指令之相關規定的規範。指令第四條為金融產品市場中相關活動的定義，如投資公司為提供第三人投資服務或者是從事投資活動之法人，若不是法人，如果其對第三人利益之保護等同於法人所提供的，以及同樣受到審慎監督的話，各成員國可以將其定義為投資公司。該條亦定義了對於投資服務及投資活動（investment services and activities）、附屬的服務（ancillary service）、投資建議（investment advice）等活動的內容。

此指令對於投資公司之授權及其運作亦有詳細之規範。規定投資公司需防範利益衝突的情況（公司內部的利益衝突、直接或間接與公司或客戶有關的具控制性人員、或者是其所提供投資服務的客戶與客戶間）；訂有對投資人保護的規範，要求投資公司須以對客戶最有利的方式執行其業

⁶⁶ *Id.* at 80-82. 中文文獻可參廖麗娟，〈私募股權基金投資策略與監理——兼論美國及英國之監理政策〉，《證券櫃檯》，2007 年 8 月，頁 123-124。除了官方機關外，在非官方機關方面，英國私募股權及創投協會（The British Private Equity and Venture Capital Association）對於私募股權基金亦有相當程度之研究，其所發表之 A Guide to Private Equity 中，闡述了私募股權基金之基本概念，也提供了經營方略與投資方向，頗值參考。

⁶⁷ 該指令係以歐盟會員國註冊之基金、投資公司在歐盟境內跨境行銷、跨境提供服務而訂定，取得歐盟任一會員國之核准，即可在歐盟各會員國內公開募集及銷售。

務；在市場透明度及健全性上，要求投資公司報告其交易紀錄，須遵守MTF的規則及其他法律監督之義務，亦有公開報價、揭露過去交易紀錄等義務；在投資公司的權利方面，由某一會員國主管機關授權成立及受其監督的投資公司，可享有在其他會員國提供投資服務及活動之自由，例如投資公司在其他會員國（host Member States）之活動，進入其他會員國之管制市場（regulated markets）、中央結算所對手（central counterparty）及指定結算系統之權利等。此外，此指令亦規定主管機關之定義及權力、各會員國之間主管機關之合作及資訊之流通，投資人控訴的特別機制等，東道主會員國（host Member State）可以要求在其境內設立分支的投資公司定期地提供該分支的活動資訊。

（二）投資公司與信貸機構資本充足的要求（capital adequacy） — Directive 2006/49/EC（recast）

此指令為 Council Directive 93/6/EEC 關於投資公司與信貸機構資本適足的修正版。指令目標之一在允許由母會員國主管機關核准及監督的投資機構得於其他會員國自由地設立分公司及提供服務。Directive 2004/39/EC 未對投資公司自有基金（own funds of investment firms）建立一般性的標準，也沒有要求其設立資本額數目或要求建立監控風險的架構。如果會員國自己規定投資公司及信貸公司的核算、監督事項，歐盟可根據條約第五條來規範之（如果由歐盟的層級來規範會更好的話），這個指令會根據比例性原則行事。此指令亦規定可依據投資公司被核准活動範圍之不同，訂定不同的初始資本額，在某些情況下，已存在之投資公司可以繼續它們的事業，即允許不受初始資本最低要求的限制。此外，會員國可以訂定較指令嚴格的規則。這個指令賦予主管機關相當大的裁量空間，可決定某些投資公司信貸機構可不受此指令規範，對於資本要求的規範採取比較靈活的方式。

這個指令主要規範投資公司及信貸機構資本充足的要求、計算的規則以及謹慎監督的規定。投資公司的定義同 2004/39/EC 指令的規定，亦適用該指令對於投資公司行為規範（除了信貸機構、本地公司、僅提供投資建議及執行客戶指令但不持有股票的公司以外），關於信貸機構，針對其不同風險的監控已在 Directive 2000/12/EC 中訂立一般的標準。

關於初始資本的規定，對於不同公司有不同的要求，對於合併後新公司自有資金的要求較低，但至少也需等同於合併時被合併公司自有資金之總和。另外，自有資金低於標準者，主管機關可以限期改正或停止他們的活動。指令亦規定貿易帳簿（trading book）的內容，應包括所有金融商品

的部位、為交易目的或避險目的持有的商品。

自有資本 (own funds) 規定在本指令第 12 條到 17 條，規定了資本的計算方式及當自有資本低於全部資本的 120% 時應通知主管機關。在某些情況下，主管機關可以同意投資公司及信貸機構次要地位的借貸資本 (subordinated loan capital) 超過規定的限度。對於初始資本及自有資本之計算方式及例外本指令設有詳細之規定，亦賦予主管機關相當空間的裁量權，決定符合要件的投資公司或信貸機構可不受此指令之規範，由此可知歐盟對於投資公司及信貸機構的資本要求是採取比較開放的態度。

第二節 美國

美國金融市場依證券、期貨分別由證券交易管理委員會 (SEC) 及期貨交易管理委員會 (CFTC) 負責管理。所以共同基金的主管機關雖為 SEC，但在基金進行期貨交易情形，則併受 CFTC 規範約束。

綜觀美國相關法規，與證券投資相關者，主要有 1933 年的證券法 (The Securities Act of 1933)、1934 年的證券交易法 (The Securities Exchange Act of 1934)、1940 年的投資公司法 (The Investment Company Act of 1940) 與 1940 年的投資顧問法 (The Investment Advisers Act of 1940)。

在證券法律方面，依 1933 年證券法第 5 條之規定，舉凡發行人進行公開招募者，有依法登記並提供公開說明書 (prospectus) 之義務⁶⁸。惟為避免因遵行此規定，而增加時間與成本，因此私募股權基金與對沖基金依同法第 4 條第 2 項之規定，只要未以公開招募之形式發行，則可豁免第 5 條規定之適用。除此之外，美國證管會 (SEC) 基於推動投資自由化之思考所制訂之相關安全港規範 (safe harbor rule)，亦即眾所周知的 Regulation D⁶⁹，則規定投資對象若為 accredited investors，且投資人數在 35 人以下而未有公開招募或廣告行為者，可豁免向證管會申報之義務。然而，部分對沖基金及私募股權基金遂藉此進行投機行為，往往基金背後所蘊藏之實質投資人已逾 35 人，但卻透過成立單一有限合夥、法人組織或信託之方式，規避前開人數之限制，而享豁免申報之權利，同時也逸脫於監理範圍之外。

⁶⁸ 15 U.S.C. §77e(2000)

⁶⁹ 17 C.F.R. §230, 501-506(2004). See generally Manning Gilbert Warren III, *A Review of Regulation D: The Present Exemption Regimen for Limited Offerings Under the Securities Act of 1933*, 33 Am. U. L. Rev. 355(1984).

其次，在專業投資規範方面，無論是對沖基金抑或私募股權基金，依 1940 年投資公司法之規定，均有豁免登記之權利⁷⁰。蓋依該法第 3 條 c 項第 1 款與第 3 條 c 項第 7 款之規定，已將此等基金排除於「投資公司」定義之外。詳言之，前開規定將受益人在 100 人以下或股份轉讓僅限定專業投資人為轉讓對象，且無意對外公開招募者，排除於所謂的投資公司之列⁷¹。而 1940 年投資顧問法中規定，任何投資顧問若擁有 15 位以上之客戶且受託投資淨值超過美金 30,000,000 元者，即應向證管會登記並申報，同時應遵守該會所發布之規範。但同法第 203 條 b 項允許投資顧問將法人組織（legal organization）視為單一客戶，也因此，幾乎所有對沖基金與私募股權基金之投資顧問都運用此條款而規避申報與登記之義務⁷²。

鑒於各該規範遭受規避之情形甚為嚴重，但私募股權基金業已擴及一般投資大眾及退休基金之資產配置，其龐大資金之運用成效對於美國境內證券市場與投資人之財富影響甚鉅，而且以往採取低度管理之作法，已不敷實務管理之需求。因此，2004 年 12 月時美國證管會修訂投資顧問法，要求符合特定條件之私募股權基金公司，應於 2006 年 2 月 1 日前，依 1940 年投資顧問法之規定登記為投資顧問公司⁷³，從而排除了該法第 203 條 b 項之豁免規定。換言之，未來無論私募股權基金之登記地是在美國境內或境外，只要在過去 12 個月內，私募股權基金背後之實質投資人超過 14 位美國投資人或於其境內私募股權基金額度超過 2 億 5 千萬美元，其私募股權基金公司皆應向美國證管會登記為投資顧問公司。詳言之，在境內投資顧問（Onshore Adviser）方面，私募股權基金規模必須已達 2 億 5 千萬美元，其計算依據包括基金擔保借款之金額，但得扣除投資顧問公司自身或公司內部人（insiders）帳戶、財富管理帳戶、全權委託帳戶及非美國當地投資人等帳戶之金額；而境外投資顧問（Offshore Adviser）方面，所要求之條件為美國當地投資人應超過 14 人，至於所掌理之私募股權基金規模則在所不問。其人數之計算基準，是以投資當時是否為美國當地人為判定基礎，得不含投資顧問公司自身或公司內部人。倘若私募股權基金背後為 Fund of Funds 時，投資人數之計算應以實質受益人之人數計算，但應注意者，如果其背後之投資人為在其他國家登記及公開募集之基金，則以 1 人

⁷⁰ See SEC, Staff Report, Implications of the Growth of Hedge Funds (2003), at 11-12.

⁷¹ 15 U.S.C. §§80a-(3)(c)(1), 80a-(3)(c)(7) (2000)

⁷² See Sean M. Donahue, *Hedge Fund Regulation: The Amended Investment Advisers Act Does Not Protect Investors From The Problems Created By Hedge Fund*, 55 Clev. St. L. Rev. 235, 252(2007)

⁷³ Registration Under the Advisers Act of Hedge Fund Advisers, 69 Fed. Reg. 72,054, 72,056(Dec. 10, 2004) (to be codified at 17 C.F.R. pts. 275, 279)

計算之⁷⁴。

此項規範之修訂具有相當實益，除了因登記為投資顧問公司後，必須遵守美國證管會之規定，而負有遵法（compliance）義務⁷⁵外，所選任之法令遵循主管必須確認所申報資訊之正確性⁷⁶，同時亦應於年度終了日起 120 天內公告財務報告及基金年報。除此之外，未來私募股權基金僅能對符合特定條件之投資人（qualified clients）收取績效費用（Profit Participation Fee）⁷⁷。惟同時考量目前實務上有部分對沖基金及私募股權基金已存在收取績效費用之事實，為避免觸法，亦有不溯及既往條款之設。但除前開既成事實之其他投資顧問公司，仍應遵循相關規定，不得對未符合特定條件之投資人收取績效管理費用，以避免利益衝突情況之發生。而總結以言，此等監理規範賦予美國證管會得以透過申報資訊之內容，充分瞭解私募股權基金之運作實況，實有助於掌握其資金之流向，達到監理之目的。

簡言之，美國法律對私募股權基金並沒有直接定義，而是從是否需註冊登記的角度界定。一般依投資公司法豁免條款成立毋須註冊的基金，即視為私募股權基金。為了避免法規遵循的繁複負擔⁷⁸，私募股權基金通常將受益人數維持在 100 人以下，並將 non-accredited 投資人數侷限在不超過 35 人的規模。基金經理人，也往往依投資顧問法的豁免條款豁免登記⁷⁹；藉由符合各種豁免，私募股權基金取得在多種市場投資的能力，完全不受投資公司法等繁複揭露、標的範圍等規範約束，而僅受 1934 證券交易法中反詐欺條款約束。

在私募股權基金交易期貨商品情形，由於期貨市場屬 CFTC 管轄，基金交易期貨時經理人需受 CFTC Rules 規範並登記為期貨基金經理人（CPO⁸⁰）或期貨交易顧問（CTA⁸¹）。必須強調的是，CFTC 對基金運用

⁷⁴ *Id.* 72,071.

⁷⁵ See Sean M. Donahue, *Hedge Fund Regulation: The Amended Investment Advisers Act Does Not Protect Investors From The Problems Created By Hedge Fund*, 55 Clev. St. L. Rev. 235, 256(2007)

⁷⁶ 15 U.S.C. §80-4(2000)

⁷⁷ Registration Under the Advisers Act of Hedge Fund Advisers, 69 Fed. Reg. 72,071.

⁷⁸ 在公募情形，基金本身需依 1940 投資公司法向 SEC 登記，基金經理人即投資顧問需依 1940 投資顧問法向 SEC 登記；而基金憑證，即投資公司股票，是為有價證券，也要依 1933 證券法、1934 證交法規辦理登記。亦即，公募情形下，基金本身、基金經理人及基金憑證皆有相關法規規範，都要登記。

⁷⁹ 經理人如果符合投資顧問法中過去 12 個月中客戶人數少於 15 人，未對公眾表示為投資顧問及未擔任公募基金的投資顧問條件，可豁免登記。

⁸⁰ Commodity Pool Operator -- An individual or firm that operates one or more commodity pools. (For example: if a pool is organized as a limited partnership, its general partner typically is its CPO; if a pool is organized as a limited liability company, its manager or managing member typically is its CPO.) CPOs may or may not also operate other pooled investment vehicles that are not commodity pools.

期貨的規範是針對基金經理人而非基金本身，CFTC並不要求基金登記，並且除非基金受所申明的豁免條件約束⁸²，CFTC對基金在期貨交易的運用也無任何限制。表列美國私募股權基金規範架構如下：

期貨市場				證券市場				
CFTC (Commodity Futures Trading Commission)				SEC (Securities And Exchange Commission)				主管機關
錢 Commodity Pool		經理人 CPO / CTA		錢 Investment Company		經理人 Investment Advisor		規範對象(錢 / 人)
X	無規範	V	需登記	V	需登記	V	需登記	公募
X	無規範	V	需登記	X	豁免	X	豁免	私募
Commodity Exchange Act CFTC Rules				1934證券交易法				主要法規

資料來源：

1. IOSCO "Consultation Report, The Regulatory Environment For Hedge Funds-A Survey And Comparison" March 2006.
2. CME, Futures and options trading for hedge funds: the regulatory environment
3. CFTC Commodity Trading Advisors And Commodity Pool Operators Backgrounder, June 2006.

中文資料參閱中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，「淺談美國、日本及香港私募股權基金之規範架構」。

第三節 亞洲

除了英國及美國對於私募股權基金均採取較為寬鬆之金融監理外，歐洲及日本各國，私募股權基金之設立仍可謂尚處於起步階段，且多在境外設立，因此尚未出現明確之金融監理機制與系統。就亞洲部份之觀察，主要以日本與香港為對象，茲分述如下⁸³：

一、日本

日本金融市場的主管機關為金融廳，規範證券投資基金的主要法規為

⁸¹ Commodity Trading Advisor--Any person who, for compensation or profit, directly or indirectly advises others as to the advisability of buying or selling commodity futures or option contracts.

⁸² 主要指 CFTC Rule4.12(b)所規範如基金聲明非以期貨為主要交易標的，即交易期貨之原始保證金及權利金總額不超過基金資產市值 10% 時，經理人可大幅減輕揭露及資料呈交義務。

⁸³ 參閱中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，「淺談美國、日本及香港私募股權基金之規範架構」。

「投資信託暨投資法人法（The Law For Investment Trusts And Investment Companies）」⁸⁴。

對於基金經理人的管理，規範中明訂任何事業非經認可不得經營證券投資基金業務。對基金的管理，則公私募皆納入規範，惟私募股權基金就其私募性質，許多規定都採排除適用。在私募股權基金資金運用方面，除規定基金投資於有價證券金額須在基金淨值 50% 以上及持有被投資基金及單一發行實體有表決權股票金額以該標的之 50% 為限外，沒有其他限制。表列日本私募股權基金規範架構如下：

證券暨期貨市場				
金融廳（Financial Services Agency, FSA）				主管機關
錢 證券投資基金		經理人 投資信託委託業		規範對象（錢 / 人）
V	需事前報備	V	需獲認可	公募
V	低度規範	V	需獲認可	私募
The Law For Investment Trusts And Investment Companies				主要法規

資料來源：

1. FSA, "Summary of Hedge Fund Survey Results And The Discussion Points", December 2005.
2. IOSCO, "Consultation Report, The Regulatory Environment For Hedge Funds-A Survey And Comparison", March 2006.
3. 證交所「世界主要市場證券相關制度」中日本證券投資信託事業暨投資顧問事業相關法律規範，2006年3月。
中文資料參閱中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，「淺談美國、日本及香港私募股權基金之規範架構」。

二、香港

香港金融市場的主管機關為證監會，規範基金的主要法規為「證券及期貨條例」及「單位投資及互惠基金守則」。

經理人管理方面，條例中將整體金融市場受規範的行為分為九類，任何個人或企業要從事這九種業務之前都必須先取得執照。其中與基金有關的是第1類證券交易、第4類就證券提供意見、第5類就期貨合約提供意見及第9類提供資產管理四項牌照。亦即，若基金在香港銷售，無論為對投資大眾進行的公募或對特定人進行的私募，該銷售事業都必須獲有第1類執照，對投資人提供基金顧問服務的顧問事業則必須取得第4類執照，如

⁸⁴ 其投資信託即指契約型基金，投資法人即指公司型基金。

果基金涉及期貨投資，該事業還可能必須先取得第5類執照，而如果基金在香港從事資金運用配置決策，事業及相關人員並需先取得第9類執照。

基金部份，與美國一樣，香港對於私募股權基金並沒有法律上的直接定義，而是在法例中指出，在香港刊登廣告或邀請公眾投資於未經認可的基金為違法行為，亦即香港只要是向社會大眾公開招募或宣傳的基金，都必須先經認可，未認可的基金不得公開銷售，即為私募股權基金。私募股權基金因未經認可，不在法例的規範範圍，其投資運用並無任何限制規範。表列如下：

證券暨期貨市場				
證監會 (Securities and Futures Commission, SFC)				主管機關
錢 Unit Trusts, Mutual Funds		經理人 Licensed Managers		規範對象 (錢 / 人)
V	需經認可	V	需取得相關執照	公募
X	無規範	V	需取得相關執照	私募

第四節 國際組織

論及私募股權基金之監理規範時，除應參考先進國家之發展經驗外，國際組織所提出之各項建議，在未納入各該會員國或非會員國之法制前，雖不具有法令上之拘束力，但其所提出之原則與相關建議內容，仍有高度之參考價值。由於私募股權基金所涉及之議題，涵括證券規範與企業經營之問題，因此所應探尋之組織，應有經濟合作暨發展組織 (Organization for Economic Cooperation and Development, OECD)、國際證券監理委員會 (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) 與國際證券交易所聯合會 (Federation Internationale des Bourses de Valeurs, FIBV)⁸⁵等

⁸⁵ 國際證券監理委員會 (International Organization of Securities Commissions, 簡稱 IOSCO) 是國際間各證券暨期貨管理機構所組成的國際合作組織。總部設在加拿大的蒙特利爾市，正式成立於 1983 年，其前身是成立於 1974 年的證監會美洲協會。目前共有 81 個正式會員、10 個聯繫會員和 45 個附屬會員。該組織的宗旨是：通過交流資訊，促進全球證券市場的健康發展；各成員組織協同制定共同的準則，建立國際證券業的有效監管機制，以保證證券市場的公正有效；並共同遏止跨國不法交易，促進交易安全。國際證券交易所聯合會簡寫為 FIBV (取之於法文 Federation Internationale des Bourses de Valeurs 之詞頭)，成立於 1961 年，永久會址設在巴黎。其前身是 1957 年歐洲共同體 8 個成員國成立的歐洲證券交易所協會，隨著倫敦及其他證券交易所的加入，1961

組織。

私募股權基金從事併購時對於股東權益之保障將產生衝擊，從而此際「公司治理」(Corporate Governance)之議題亦浮上檯面。而公司治理乃近年來各界的關注焦點，也是各領域研究之重點所在，所涵括者包含經濟、財金、會計及法律等多項領域學者專家之參與，其分別透過不同的視角，從事該議題之概觀與微觀，並提出肯挈實用的建議及方向。國際組織落實此重要議題之具體表現，首推經濟合作暨發展組織(OECD)於1999年所發布之公司治理原則(OECD principles of corporate governance)。該原則性質上係一非強制性的參考基準，其功能在成為各國政府於制定適用其本身環境之公司治理法制及架構時之參考，其中包含保障股東權益(the right of shareholders)、確保股東受到平等對待(the equitable treatment of shareholders)、利害關係人之角色(the role of stakeholders in corporate governance)、資訊揭露及透明性(disclosure and transparency)與董事會之責任(the responsibility of the board)等五項原則，用以作為貫徹公司治理之標竿。

此外，國際證券監理委員會(IOSCO)近年來亦關切私募股權基金之發展問題，尤其所設立之私募股權工作小組於2007年11月29日所提出之工作報告，更值注意⁸⁶。此工作小組受命確認私募股權對於金融市場所可能產生之特殊風險，並指出現正進行二項重要工作，亦即對於私募股權基金之調查與分析。所謂的調查，其內容包括被運用於融資收購(LBO)交易中資本結構之複雜度與槓桿使用程度；而所謂的分析，則是針對經營私募股權基金業務中所可能產生之利益衝突情形，未來將作深入之探討。此二項工作意義重大，未來之發展亦值注意。

年該協會重組為國際證券交易所聯合會，1966年和1970年紐約和東京證券交易所分別加入該協會後，該聯合會成為世界主要證券交易所的國際性組織。FIBV對會員的市場規模、法制化建設等諸方面都有嚴格的要求，因此取得FIBV會員資格被各國證券監管機構及市場參與者作為其證券市場達到國際認可標準的一種認同。FIBV的宗旨是：促進成員之間的緊密合作；為跨國證券交易和公開發售建立統一標準；宣傳交易所自律在整個監管體系中的重要性；支持新興市場的發展，使之最後達到FIBV的會員標準；促進全球證券市場規範化的進程。FIBV的決策機構為執行委員會，負責政策擬定、專案選定、會員大會準備及主要管理上的決策。14位執行委員會成員採用輪流制，兩年一任，依地區代表性和發達市場與新興市場綜合考慮而定，但紐約、倫敦、巴黎、東京、德國證交所是永久會員。會費的繳納依各交易所的市值及交易值的綜合排行大小收取。

⁸⁶ See IOSCO/MR/012/2007(29 November 2007)

第五節 綜合比較

各國因歷史背景、市場發展差異等因素在金融市場監管上呈現出不同的監理架構；對於私募股權基金，則多基於其針對特定人發行的私募本質，採取低度管理規範。詳言之，如果從金融市場之監管角度立論，美國與日本係採取分業監理模式，而香港則採取功能性監理模式。此外，對於私募股權基金之管理，美國SEC目前對於基金及經理人都採豁免登記，美國CFTC則不論公、私募都規範，但只規範經理人；日本則不論公、私募而於規範中將經理人及基金納入規範，只是對私募股權基金採取低度管理；香港對私募則只規範經理人不規範基金，亦即私募股權基金可以透過私人形式在香港銷售，但銷售或管理私募股權基金的公司及從業人員，仍須取得相關執照。再者，關於私募股權基金之資金運用，日本與美國、香港最大差異在於日本私募股權基金仍受投資信託暨投資法人法管轄，而在美國、香港私募股權基金則完全豁免於相關基金法規的規範。惟共同之點為此諸國家對於私募股權基金之資金運用皆少有限制，或甚至沒有限制。整理如下表：

【表 11】美、日、香港對於私募股權基金之資金運用限制

國家	私募股權基金		資金運用說明
	基金	經理人	
美國 SEC	X	X	不受投資公司法之規範
美國 CFTC	X	V	除非受自身所聲明之豁免條件約束，否則並無其他限制
日本 FSA	V	V	除投資於有價證券金額須達基金淨值50%以上，及持有被投資基金及單一發行實體有表決權股票金額以該被投資標的之50%為限外，沒有其他限制
香港 SFC	X	V	不受單位投資及互惠基金守則規範

資料來源：本研究自行整理

第五章 我國對私募股權基金之監理現況

第一節 現行法規依據

對於私募股權基金之投資行為或併購企業之活動，我國對此並未訂定專法規範，然因其投資活動涉及「外國投資人」、「收購有價證券」、「併購本土企業」及「向國內金融機構舉債」等行為，故仍間接地受到我國相關法制之規範。

一、公司法

公司法中關於對被收購公司股東權益之保障，諸如被收購公司股東仍可自由轉讓其股份而不受新設公司之契約或章程限制（公司法第 163 條⁸⁷）、股東就合併議案所享有之表決權（公司法第 316 條⁸⁸）、少數股東股份收買請求權（公司法第 316 條之 2、第 317 條⁸⁹）；以及被收購公司的公司

⁸⁷ 公司法第 163 條：「公司股份之轉讓，不得以章程禁止或限制之。但非於公司設立登記後，不得轉讓。（第一項）發起人之股份非於公司設立登記一年後，不得轉讓。但公司因合併或分割後，新設公司發起人之股份得轉讓。（第二項）」

⁸⁸ 公司法第 316 條：「股東會對於公司解散、合併或分割之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。（第一項）公開發行股票之公司，出席股東之股份總數不足前項定額者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之。（第二項）前二項出席股東股份總數及表決權數，章程有較高之規定者，從其規定。（第三項）公司解散時，除破產外，董事會應即將解散之要旨，通知各股東，其有發行無記名股票者，並應公告之。（第四項）」

⁸⁹ 公司法第 316 條之 2：「控制公司持有從屬公司百分之九十以上已發行股份者，得經控制公司及從屬公司之董事會以董事三分之二以上出席，及出席董事過半數之決議，與其從屬公司合併。其合併之決議，不適用第三百十六條第一項至第三項有關股東會決議之規定。（第一項）從屬公司董事會為前項決議後，應即通知其股東，並指定三十日以上期限，聲明其股東得於期限內提出書面異議，請求從屬公司按當時公平價格，收買其持有之股份。（第二項）從屬公司股東與從屬公司間依前項規定協議決定股份價格者，公司應自董事會決議日起九十日內支付價款；其自董事會決議日起六十日內未達協議者，股東應於此期間經過後三十日內，聲請法院為價格之裁定。（第三項）第二項從屬公司股東收買股份之請求，於公司取銷合併之決議時，失其效力。股東於第二項及第三項規定期間內不為請求或聲請時，亦同。（第四項）第三百十七條有關收買異議股東所持股份之規定，於控制公司不適用之。（第五項）控制公司因合併而修正其公司章程者，仍應依第二百七十七條規定辦理。（第六項）」；公司法第 317 條：「公司分割或與他公司合併時，董事會應就分割、合併有關事項，作成分割計畫、合併契約，提出於股東會；股東在集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄者，得放棄表決權，而請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。（第一項）」

他公司為新設公司者，被分割公司之股東會視為他公司之發起人會議，得同時選舉新設公司之董事及監察人。（第二項）第一百八十七條及第一百八十八條之規定，於前項準用之。（第三項）」

負責人對於公司應負有的忠實義務（公司法第 8 條、第 23 條⁹⁰）等規定，對於私募股權基金所從事之併購活動亦應有適用。

二、證券交易法

投資於我國的私募股權基金業者乃屬外商公司，該公司本身本無須受我國證券交易法之規範，但如就其身為投資者的角度以觀，則有受到我國證券交易法規範之可能性，主要包括資訊揭露、公開收購以及不法行為等三面向之規範。

（一）資訊揭露之申報義務

如該私募股權基金業者取得或與他人共同取得我國上市上櫃公司已發行股份總額超過 10% 之股份者，依據我國證券交易法第 43 條之 1⁹¹ 第 1 項規定，則應踐行向主管機關申報股權之義務，申報內容包括取得股份之目的、資金來源以及主管機關所規定應行申報事項。此外，如私募股權基金業者對於被投資之上市上櫃公司的投資行為，發生對於被投資公司股東權益或證券價格有重大影響之事項時，例如私募股權基金對於被投資公司的併購行為，此時被投資公司依據證券交易法第 36 條第 2 項⁹² 及證券交易

⁹⁰ 公司法第 8 條：「本法所稱公司負責人：在無限公司、兩合公司為執行業務或代表公司之股東；在有限公司、股份有限公司為董事。（第一項）公司之經理人或清算人，股份有限公司之發起人、監察人、檢查人、重整人或重整監督人，在執行職務範圍內，亦為公司負責人。（第二項）」；公司法第 23 條：「公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任。（第一項）公司負責人對於公司業務之執行，如有違反法令致他人受有損害時，對他人應與公司負連帶賠償之責。（第二項）」

⁹¹ 證券交易法第 43 條之 1：「任何人單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過百分之十之股份者，應於取得後十日內，向主管機關申報其取得股份之目的、資金來源及主管機關所規定應行申報之事項；申報事項如有變動時，並隨時補正之。（第一項）不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人為公開收購公開發行公司之有價證券者，除左列情形外，應先向主管機關申報並公告後，始得為之：一、公開收購人預定公開收購數量，加計公開收購人與其關係人已取得公開發行公司有價證券總數，未超過該公開發行公司已發行有表決權股份總數百分之五。二、公開收購人公開收購其持有已發行有表決權股份總數超過百分之五十之公司之有價證券。三、其他符合主管機關所定事項。（第二項）任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，除符合一定條件外，應採公開收購方式為之。（第三項）依第二項規定收購有價證券之範圍、條件、期間、關係人及申報公告事項與前項之一定比例及條件，由主管機關定之。（第四項）」

⁹² 證券交易法第 36 條第 2 項：「前項公司有左列情事之一者，應於事實發生之日起二日內公告並向主管機關申報：一、股東常會承認之年度財務報告與公告並向主管機關申報之年度財務報告不一致者。二、發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項。」

法施行細則第7條第8款⁹³，私募股權業者則應依證券交易法第43條之1第2項之規定，均負有向主管機關申報之義務。

(二) 公開收購之規範

由於私募股權基金業者多以併購方式投資於我國之上市上櫃企業，而取得股權之方式除於集中交易市場或店頭市場收購股票外，常見者即是採取公開收購的方式大幅度地取得被投資公司之股權。如私募股權基金業者以公開收購方式取得被投資公司股權時，即應受我國證券交易法有關公開收購之法律規範，主要規範包括證券交易法第43條之1第2項至第4項、第43條之2⁹⁴、第43條之3⁹⁵、第43條之4⁹⁶與第43條之5⁹⁷等規定，同時依證券交易法之授權所訂定之公開收購公開發行公司有價證券管理辦法，亦應一併適用之。

⁹³ 證券交易法施行細則第7條第8款：「本法第三十六條第二項第二款所定發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項，指下列事項之一：八、重要備忘錄、策略聯盟或其他業務合作計畫或重要契約之簽訂、變更、終止或解除、改變業務計畫之重要內容、完成新產品開發、試驗之產品已開發成功且正式進入量產階段、收購他人企業、取得或出讓專利權、商標專用權、著作權或其他智慧財產權之交易，對公司財務或業務有重大影響者。」

⁹⁴ 證券交易法第43條之2：「公開收購人應以同一收購條件為公開收購，且不得為左列公開收購條件之變更：一、調降公開收購價格。二、降低預定公開收購有價證券數量。三、縮短公開收購期間。四、其他經主管機關規定之事項。（第一項）違反前項應以同一收購條件公開收購者，公開收購人應於最高收購價格與對應賣人公開收購價格之差額乘以應募股數之限額內，對應賣人負損害賠償責任。（第二項）」

⁹⁵ 證券交易法第43條之3：「公開收購人及其關係人自申報並公告之日起至公開收購期間屆滿日止，不得於集中交易市場、證券商營業處所、其他任何場所或以其他方式，購買同種類之公開發行公司有價證券。（第一項）違反前項規定者，公開收購人應就另行購買有價證券之價格與公開收購價格之差額乘以應募股數之限額內，對應賣人負損害賠償責任。（第二項）」

⁹⁶ 證券交易法第43條之4：「公開收購人除依第二十八條之二規定買回本公司股份者外，應於應賣人請求時或應賣人向受委任機構交存有價證券時，交付公開收購說明書。（第一項）前項公開收購說明書，其應記載之事項，由主管機關定之。（第二項）第三十一條第二項及第三十二條之規定，於第一項準用之。（第三項）」

⁹⁷ 證券交易法第43條之5：「公開收購人進行公開收購後，除有左列情事之一，並經主管機關核准者外，不得停止公開收購之進行：一、被收購有價證券之公開發行公司，發生財務、業務狀況之重大變化，經公開收購人提出證明者。二、公開收購人破產、死亡、受禁治產宣告或經裁定重整者。三、其他經主管機關所定之事項。（第一項）公開收購人所申報及公告之內容有違反法令規定之情事者，主管機關為保護公益之必要，得命令公開收購人變更公開收購申報事項，並重行申報及公告。（第二項）公開收購人未於收購期間完成預定收購數量或經主管機關核准停止公開收購之進行者，除有正當理由並經主管機關核准者外，公開收購人於一年內不得就同一被收購公司進行公開收購。（第三項）公開收購人與其關係人於公開收購後，所持有被收購公司已發行股份總數超過該公司已發行股份總數百分之五十者，得以書面記明提議事項及理由，請求董事會召集股東臨時會，不受公司法第一百七十三條第一項規定之限制。（第四項）」

(三) 不法行為之防範

私募股權基金業者併購或投資於我國上市上櫃企業，常常會造成該企業的股價波動，甚至會影響我國股市大盤的走勢，此時有心之投機者即有機可趁，而得利用此時機以獲取不法利得，因而損害散戶投資人的利益，最常見的情況乃為利用內線消息的內線交易行為以及在市場上操縱股價之行為等。就此面向而言，只要有此等不法行為之行為人，無論是私募股權基金業者，抑或是被投資公司之相關人員，均應受到證券交易法內線交易（證券交易法第 157 條之 1⁹⁸）與操縱市場（證券交易法第 155 條⁹⁹）等禁止行為之規範。

三、企業併購法

私募股權基金業者以併購之方式投資於我國企業時，即有受到我國企業併購法規範之空間。近年來國內幾件併購案，包括英特維合併友力資

⁹⁸ 證券交易法第 157 條之 1：「下列各款之人，獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開或公開後十二小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，買入或賣出：一、該公司之董事、監察人、經理人及依公司法第二十七條第一項規定受指定代表行使職務之自然人。二、持有該公司之股份超過百分之十之股東。三、基於職業或控制關係獲悉消息之人。四、喪失前三款身分後，未滿六個月者。五、從前四款所列之人獲悉消息之人。（第一項）違反前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。（第二項）第一項第五款之人，對於前項損害賠償，應與第一項第一款至第四款提供消息之人，負連帶賠償責任。但第一項第一款至第四款提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任。（第三項）第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息；其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。（第四項）第二十二條之二第三項規定，於第一項第一款、第二款，準用之；其於身分喪失後未滿六個月者，亦同。第二十條第四項規定，於第二項從事相反買賣之人準用之。（第五項）」

⁹⁹ 證券交易法第 155 條：「對於在證券交易所上市之有價證券，不得有下列各款之行為：一、在集中交易市場委託買賣或申報買賣，業經成交而不履行交割，足以影響市場秩序。二、（刪除）三、意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為。四、意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出。五、意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交。六、意圖影響集中交易市場有價證券交易價格，而散布流言或不實資料。七、直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為。（第一項）前項規定，於證券商營業處所買賣有價證券準用之。（第二項）違反前二項規定者，對於善意買入或賣出有價證券之人所受之損害，應負賠償責任。（第三項）第二十條第四項規定，於前項準用之。（第四項）」

訊、台灣捷普合併綠點等例，皆採取公開收購加現金逐出合併（cash out merger）¹⁰⁰之方式進行。然就目前此種併購亦有諸多缺失存在，蓋目前實務上收購人多將公開收購價格與其後之現金合併價格訂為一致，如此一來，無異使少數股東於公開收購階段喪失選擇是否應賣的權利，蓋其若不參加應賣，其後於合併階段仍將被收購人以現金合併方式逐出。

再者，依現行企業併購法第 18 條¹⁰¹第 5 項之規定，收購人於目標公司之董事會或股東會進行合併決議時毋須迴避，故收購人極易藉由前述方式達到公眾公司私有化之目的，雖依現行企業併購法規定有少數股東收買請求權的規定，惟因現行實務對於異議股東行使股份收買請求權公平價格之認定，多比照現金合併之價格或依上市公司股東會為併購決議之日或前後一段期間之收盤價格為準，故對少數股東的保障誠屬有限¹⁰²。

四、銀行法

私募股權基金業者多以高度槓桿融資的方式向當地金融機構取得資金，此際不論是私募股權基金或金融機構本身，於融資時均會受到銀行法之規範，其中尤須注意者為關係人授信與超額融資等相關規範是否違背。

五、外國人投資條例

¹⁰⁰ 此種併購的操作模式，係先以現金公開收購標的公司之股份，一旦取得標的公司已發行股份總數過半之股權，即召開股東臨時會與標的公司進行合併，並以現金作為支付消滅公司股東之對價。

¹⁰¹ 企業併購法第 18 條：「除本法另有規定外，股東會對於公司合併或解散之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。（第一項）公開發行股票之公司，出席股東之股份總數不足前項定額者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之。（第二項）前二項出席股東股份總數及表決權數，章程有較高之規定者，從其規定。（第三項）公司已發行特別股者，就公司合併事項，除本法規定無須經股東會決議或公司章程明定無須經特別股股東會決議者外，應另經該公司特別股股東會決議行之。有關特別股股東會之決議，準用前三項之規定。（第四項）公司持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者，就其他參與合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權。（第五項）存續公司為合併發行之新股，未超過存續公司已發行有表決權股份總數之百分之二十，且交付消滅公司股東之現金或財產價值總額未超過存續公司淨值之百分之二者，得作成合併契約，經存續公司董事會以三分之二以上董事出席及出席董事過半數之決議行之，不適用第一項至第四項有關股東會決議之規定。但與存續公司合併後消滅之公司，其資產有不足抵償負債之虞者，不適用之。（第六項）」

¹⁰² 參閱葉淑玲，〈私募股權市場投資與對市場之影響——以全球市場發展及日本政府之因應為探討重心〉，《證券暨期貨月刊》，第 25 卷第 6 期，2007 年 6 月，頁 16。

欲併購或投資於本土企業的私募股權基金業者目前均為外商公司，此際即有外國人投資條例（下稱「本條例」）之適用，例如私募股權基金業者收購本土企業股權時，乃符合本條例第4條投資的定義¹⁰³，此時即有本條例相關規範，舉其較重要者諸如對於所投資事業持股達一定比例轉投資應經主管機關核准（第5條）¹⁰⁴、投資相關程序（第8條）¹⁰⁵、出資期限及違反效果（第9條）¹⁰⁶、投資人違法行為（第18條）¹⁰⁷等禁止限制規定，以及享有結匯權利（第12條）¹⁰⁸的適用。

第二節 私募股權基金併購對相關政策與法規之衝擊

有關私募股權基金收購台灣的公司所引發之爭議，不僅包含槓桿收購之資本弱化現象，以及管理者收購之可能損及股東權益的情事，尚包含私募股權基金之資金最終來源的疑慮，以及政府制定台灣的公司有關赴中國大陸投資上限與不允許部分產業、技術赴中國大陸投資設廠。另外，在別的國家曾發生私募股權基金收購之內線交易疑雲。有關私募股權基金之資金最終來源，不僅很難查，同時是否亦有必要查？再者，政府制定登陸投資限制與不許登陸產業，是否是造成台灣上市櫃公司股價低估成因，而引發大股東結合私募股權基金收購動機？以及是否有必要對中國大陸投資設限？這些已經不單純是經濟、金融層面的議題，也是不折不扣的政治議

¹⁰³ 外國人投資條例第4條：「本條例所稱投資如下：一、持有中華民國公司之股份或出資額。二、在中華民國境內設立分公司、獨資或合夥事業。三、對前二款所投資事業提供一年期以上貸款。」

¹⁰⁴ 外國人投資條例第5條：「投資人持有所投資事業之股份或出資額，合計超過該事業之股份總數或資本總額三分之一者，其所投資事業之轉投資應經主管機關核准。」

¹⁰⁵ 外國人投資條例第8條：「投資人依本條例投資者，應填具投資申請書，檢附投資計畫及有關證件，向主管機關申請核准。投資計畫變更時，亦同。（第一項）」

前項投資申請書格式，由主管機關定之。（第二項）主管機關對於申請投資案件，應於其請手續完備後一個月內核定之；牽涉到其他相關目的事業主管機關權限者，應於二個月內核定之。（第三項）投資人投資證券之管理辦法，由行政院定之。（第四項）」

¹⁰⁶ 外國人投資條例第9條：「投資人應將所核准之出資於核定期限內全部到達，並將到達情形報請主管機關查核。（第一項）投資人經核准投資後，在核定期限內未實行全部或一部出資者，其未實行之出資於期限屆滿時撤銷之。但有正當理由者，應於期限屆滿前，申請主管機關核准延展。（第二項）投資人於實行出資後，應向主管機關申請審定投資額；其審定辦法，由主管機關定之。（第三項）」

¹⁰⁷ 外國人投資條例第18條：「投資人違反本條例規定或不履行主管機關核准事項者，除本條例另有規定外，主管機關得依下列方式處分之：一、取消一定期間所得盈餘或孳息之結匯權利。二、撤銷其投資案，並取消本條例規定之權利。」

¹⁰⁸ 外國人投資條例第12條：「投資人得以其投資每年所得之孳息或受分配之盈餘，申請結匯。（第一項）投資人經核准轉讓股份或撤資或減資，得以其經審定之投資額，全額一次申請結匯；其因投資所得之資本利得，亦同。（第二項）投資人申請結匯貸款投資本金及孳息時，從其核准之約定。（第三項）」

題，本文並不加以討論。至於內線交易的問題，則有賴法律的規範與執行，也不在本文的評論範圍。本文以公司治理出發，探討資本弱化、資訊揭露規範、股東權益保障與企業併購法值得商榷之處。

一、資本弱化問題

由於整個收購過程是由私募股權基金與目標公司管理團隊共同主導，那麼保障外部股東權益可說是主管機關最重要的課題。主管機關認為由於私募股權基金通常有著高度舉債收購的現象，因而存在資本弱化的現象。亦即私募股權基金成立投資公司透過舉債方式買下一家上市公司，再透過將此投資公司與上市公司合併，使得存續公司負債比率大增。因此主管機關會限制私募股權基金的股權質押與財務槓桿程度，同時考量目標公司被收購前後負債比率的變化，藉以防範或降低資本弱化的現象。

對於上述的管制，有人提出不同意見。其重點在於目前台灣銀行體系閒置資金太多，倘若藉由併購活動，將資金導入股市，不僅資金賺取較高報酬，而且可以活化股市的動能。其次，銀行本身應具備評估此種以收購為目的之放款風險，因此資本弱化的負面影響應不大。再者，私募股權基金為了賺取報酬，自然會考量負債及槓桿程度，避免未來發生財務危機的可能性。

為因應私募股權基金的槓桿收購，金管會為避免資本弱化，要求私募股權基金併購（合併目標公司）後，負債佔資產比率不得逾三分之二，一旦逾此原則，金管會將提負面意見¹⁰⁹。而財政部亦準備修改所得稅法，訂出反資本弱化條款，負債超過法定比例以上的利息支出，不能當成利息費用從所得中扣除。同時併購者分配盈餘給國外母公司時，要當成股利課稅。倘若此一修正完成，不分本國公司或外國公司，全國營業人一體適用。而上述金管會訂出的負債比例上限，將是財政部重要參考依據¹¹⁰。

即使主管機關決定規範私募股權基金之資本弱化現象，本文則建議主管機關考慮私募股權基金可透過多層次之轉投資關係，規避資本弱化的管制。例如：某私募股權基金先成立 A 投資公司（負債比率達 90%），再由 A 公司成立 B 投資公司，此時 A 公之舉債資金轉而成為 B 公司權益資金，而且 B 公司可因此再向銀行借款，假設 B 公司帳上負債比率為 40%，看似不高，但是其實整個轉投資流程，大部分資金是來自於借款。此時私募股

¹⁰⁹ 參考「私募股權基金併購案，負債比設限」，經濟日報 2007 年 9 月 26 日。

¹¹⁰ 參考「反併購亂象，財政部負債比設限」，工商時報 2007 年 10 月 17 日。

權基金可以利用 B 公司公開收購甲上市公司，而主管機關看到的是低負債的 B 公司收購。俟到收購完成後，先將 B 公司併入甲上市公司，隨後再將 A 公司併入，達成槓桿收購的目的。

二、股東權益之保障

此外，實務上常見到的一種下市情境為私募股權基金結合大股東，收購其他股東股權，將上市公司下市。要論述此議題先要回答為何台灣之私募股權基金的收購溢價比率明顯低於國際標準（30%到 40%）？其主要成因是現有控制股東皆以股權入股私募股權基金，因此私募股權基金在未公開收購之前，平均而言，已經掌握超過 30%股權，所以私募股權基金可以不用出高價，即可收購超過 50%股權，再依企併法第 18 條將公司進行下市。

此種預計下市之收購案，對外部股東產生很大的壓力，因為私募股權基金先成立一家投資公司，以現金公開收購目標公司的股權，再結合目標公司大股東的參與下，第一階段只要控有超過 50%股權即可，然後依照證券交易法第 43-5 條，請求目標公司董事會召開股東臨時會。

接著依照企業併購法第 18 條，就公開發行公司，在至少一半股權出席、出席股權三分之二同意下，通過這家投資公司與目標公司進行合併，並以現金作為支付消滅公司（目標公司）股東的對價。然而實務上收購人多將公開收購價格與之後現金合併價格訂為一致，使得第一階段未出售股權之目標公司外部股東，還是得接受第一階段的價格。如此一來，等同讓外部股東在公開收購階段喪失選擇是否應賣的權利，因為其不參加應賣，在之後合併階段仍將被收購人設計以同樣現金價格合併方式，交出股權。

另外，雖依企業併購法，不同意合併之股東得向公司行使股份收買請求權，惟現行司法實務對於異議股東行使股份收購權公平價格認定，多比照現金合併價格或依上市公司股東會併購決議日或前後一段期間之收盤價為準，對外部股東權益的保障有改善空間。

有關企業併購法第 18 條第 2 項規定股東會對於公司合併或解散之決議，本文認定此一門檻有過於寬鬆情事。特別是上市上櫃公司，其股票在股市流通的財產權是屬於所有股東共有，上述的規定有可能在大股東結合私募股權基金進行公開收購公司股權，在合計控有目標公司 50%以上股權即可召開股東臨時會，進行合併決議。在控有逾公司 50%股權者就可通過合併案，而將公司下市，不知對於其餘股東是否公平？其實根據台灣證券

交易所「上市公司申請有價證券終止上市處理程序」第2條規定，上市公司申請其股票終止上市，應經股東會決議通過，且表示同意的股東，其持股需達已發行股份總數三分之二以上始可，且表示同意的董事應負連帶收購公司股份責任，這些相對規定對眾多的小股東保障較為完善。然而企業併購法第18條第2項規定，大股東結合收購人只要控制公司過半數之股權，即有可能與目標公司進行合併，倘若該目標公司為上市公司，它被合併，其上市資格即因法人格消滅當然喪失，故無適用台灣證券交易所之自行申請終止上市的規定。面對私募股權基金結合目標公司大股東所為的併購模式，現行企業併購法對眾多小股東權益保障，有著很大改善空間。

不知當時企業併購法第18條之立法，有無考量上市公司下市的事宜？以及對眾多小股東權益保障？本文建議有關私募股權基金收購上市公司並下市一案，至少應依照台灣證交所的規定，表示同意股東之持股應超過三分之二股權比率，藉以讓收購者出較高價格，增加眾多小股東的權益。同時合計收購與原先控有股權達三分之二以上，又不至於扼殺公開收購的產生。其實上述的建議案，並不嚴格，以香港交易所的規定，其上市公司被公開收購而下市的股權標準，比上述建議案高出許多。以台泥國際公開收購在香港上市的嘉新中國股權，要進行收購至九成以上，才有權利強制要求嘉新中國下市。

三、資訊透明度

本文建議主管機關當務之急是強化執行併購資訊揭露規範，以及制定董事會、股東會在併購決策的議事規範。它們的重點在於當公司管理團隊與私募股權基金開始討論時，宜在簽訂保密協定下，同時也要告知董事會與送交董事討論。再者，董事會、股東會議決併購案時，應考量是否應基於利益衝突迴避表決權的行使的規範，例如：上市公司大股東兼任董事長或董事，而具有參與私募股權基金的收購團隊，當董事會或股東會在議決合併案時，他們與其所控制機構的法人代表，應審慎考量利益衝突，決定是否要迴避表決權的行使。而外部股東倘若認為董事會決策有損及全體股東利益，應有管道行使救濟與訴訟。

金管會最近通過「公開發行公司董事會議事辦法」修正草案，主要是就有利害關係考量的董事，在董事會中的相關行為準則，做更明確的規範。至於何類型的議案可以定義為具有利害關係，由公司自行決定。特別是有關利益衝突迴避表決權行使，在併購案中的確是爭議性的焦點。

根據企業併購法第 18 條第 5 項，公司持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者，就其他參加合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權。其載明就合併事項的決議，在股東會與董事會是不須遵守利益衝突之迴避行使表決權的規定（原公司法第 178 條與 206 條的規定）。當時此條法律的立法理由是基於假設合併可提昇公司經營體質，強化公司競爭力，故不致發生有害公司利益的情形。況且實務上常見公司持有其他參與合併公司之一定數量以上股份，以利通過合併決議，因此乃排除迴避表決權行使的規定。

然而，上述法規不無檢討空間。以台新金控擬與彰化銀換股為例，台新金目前持有約 20% 多彰化銀股權，並派八席法人代表董事於彰化銀董事會（占一半以上），這些法人代表董事根據上述法規是可在換股案投票。然而這八席董事一方面要謀求彰化銀全體股東的最大利益（身為彰化銀董事），但另一方面又是台新金法人代表，在委任關係下，須遵從台新金的意志。換句話，亦需謀求台新金全體股東利益。這是兩難困境，特別是換股案，除非能找到一個換股價格而讓雙方股東皆滿意，否則由於台新金的法人代表占彰化銀董事會一半以上，將落入換股案偏袒台新金的口實。

另外，針對目標公司大股東參與私募股權基金收購目標公司的案件（屬於 MBO），難道不會發生對於外部股東權益傷害的情事？本文發現台灣上市公司的私募股權基金收購價不高，其原因是由於有目標公司大股東的參與。因此筆者建議主管機關可參酌國外相關規定與國內實際個案後，就企業併購法之利益迴避表決權行使條款做一通盤考量修正，俾保障小股東於併購程序中的權益。在還未修改企業併購法第 18 條第 5 項之前，根據公司治理原則，在目標公司董事會討論合併案時，應尊重獨立董事或不具利益之董事的意見，而他們應說明其具體支持、反對或保留的理由，並列於董事會議記錄。

對於企業併購法排除迴避表決權行使的規定，對於上市公司被合併而退市的情況是非常不適當的，私募股權基金結合大股東的管理階層收購即是典型案例。根據香港證監會所發布的「公司收購、合併及股份購回守則」規定，任何人擬利用協議安排或資本重組取得一家公司或將一家公司私有化，致使受要約公司（被公開收購之目標公司）的股份因此須取消上市地位，則要約人（收購人）或任何與該要約人（收購人）一致行動人士，均不可以有關受要約公司（目標公司）根據「上市規則」而召開的會議上投票，這即是利益衝突而被要求迴避表決權行使的規定。

再者，日月光於 2007 年 9 月宣布收購旗下福雷電股權（新加坡註冊公司），10 月 31 日經新加坡證券委員會裁定，以附帶條件豁免新加坡收購合併法部分條文的適用。其附帶條件：（1）與日月光有一致行動（acting in concert）為本收購案之福雷電股東不得參與本收購案的表決；（2）身兼日月光董事的福雷電董事，不得向福雷電股東提出有關本收購案的建議；（3）福雷電須指派獨立財務顧問向福雷電股東提出本收購意見；（4）日月光於主張因本收購案任何之先決條件未成就而不擬完成本收購案前，須諮詢證券委員會。上述的前二項附帶條件就是利益衝突而被要求迴避表決權行使的規定。

企業併購法第 18 條第 5 項的立法原意，不知是否已經考量上市公司大股東結合私募股權基金讓公司下市所造成眾多小股東權益受損的可能？以及是否考量如台新金二階段併購彰化銀的爭議？本研究仍希望這些個案能以高標準的公司治理原則，遵守利益衝突之表決權迴避行使的規定。

一般併購案皆會在保密的情況下進行，倘若有媒體揭露或暗示性報導，公司在回應證交所要求作重大資訊宣告時，宜以董事會已議決的事項為主。一般而言，董事會應針對財務顧問所提出價格評估與相關建議，在經過審慎討論後，作出有利於全體股東之可接受的併購價。倘若還在董事會討論，或還未送至董事會，不宜將管理當局與私募股權基金私下決定的收購價格提早宣布。

四、相關稅制之盲點

茲以去年（2007 年）捷普合併綠點為例，捷普公開收購價格每股為 109 元，消滅公司綠點帳載股東平均原始出資額為 21 元，若非屬綠點原始股東者，假設其取得股票是自公開市場買入，成本價將為 107 元。

財政部於 97 年 2 月 20 日發布台財稅字第 0974510660 號釋令，規定公司依企業併購法或金融機構合併法辦理合併而消滅，由消滅公司於解散時收回股東之股票辦理註銷並配發現金，該消滅公司依 93 年 9 月 21 日台財稅字第 09304538300 號函¹¹¹規定計算個人股東之股利所得時，如該個人股東主張其經收回註銷股票之取得成本高於依該函規定計算之出資額，並依個別辨認法提示取得成本之證明文件者，得以獲配現金超過股票取得成

¹¹¹ 台財稅字第 09304538300 號函：「公司進行合併，合併消滅之公司所取得之全部合併對價超過其全體股東之出資額（包括股本及資本公積增資溢價、合併溢價），該超過部分並全數以現金實現，其股東所獲分配該超過部分之金額，應視為股利所得（投資收益），依規定課徵所得稅。」

本部分之金額為該個人股東之股利所得，並按前揭財政部 93 年函計算股利所得所適用之稅額扣抵比率，重行計算可扣抵稅額；個人股東獲配現金未超過股票取得成本者，其股利所得以 0 計算。消滅公司之個人股東已取得依前揭財政部 93 年函規定計算股利所得之股利憑單，惟因該股利所得取得年度之綜合所得稅案件尚未核課確定或屬未屆法定應辦理所得稅結算申報期間而尚未辦理結算申報者，可向合併後存續或新設公司主張依上開規定辦理，並由存續或新設公司向該管稽徵機關辦理股利憑單更正事宜。公司已依上述規定辦理申報或更正個人股東股利憑單者，應保留股東取得成本之證明文件影本，以供稽徵機關查核。

財政部進一步說明，基於稽徵業務所需，消滅公司、存續或新設公司依個人股東主張辦理憑單申報及更正者，應保留相關證明文件影本，以供稽徵機關查核。該部已請各地區國稅局加強宣導並協助公司辦理憑單更正事宜；96 年度已合併完成並辦理股利憑單申報之公司，其個人股東如主張適用該部 97 年 2 月 20 日釋令規定者，為利辦理年度所得稅結算申報，應儘速提示股票取得成本等證明文件向存續或新設公司辦理股利憑單之更正¹¹²。

財政部此解釋從寬認定現金併購消滅公司股東股利所得的課稅規定，准許消滅公司股東因合併獲配的股利所得，凡可自行舉證取得成本者，均免按公司帳載出資額從高課稅。財政部的最新解釋雖未推翻該部 93 年現金併購的課稅解釋，但已經提供消滅公司股東實質課稅的依據，包括僑銀、綠點、致伸、鼎新與億豐等多家上市櫃公司股東，於 97 年 5 月申報 96 年間因合併取得的股利所得，股東將不會遭到超額課稅的不公平待遇。

在財政部未發布最新解釋以前，現金併購的股利所得課稅，均是依據 93 年財政部的課稅解釋，不論消滅公司股東能否自行舉證買進成本，都是按公司帳載股東平均原始出資額課稅。以綠點為例，其成本即為 21 元，綠點股東的股利所得每股要按 88 元繳稅。

然而，依據財政部 97 年 2 月 20 日的解釋內容以觀，財政部同意股東只要自行舉證，即可以 107 元為取得成本，每股按 2 元課徵股利所得稅。不過，財政部強調，按照實質課稅原則對現金併購案件股東的股利所得課

¹¹² 參閱財政部新聞稿，「公司依法辦理合併而消滅，其個人股東因股票收回註銷而獲配現金股利所得計算規定」，available at: <http://www.mof.gov.tw/mp.asp?mp=1> (last visited on 2008/2/21)

稅，前提是股東有能力自行舉證成本，例如買賣成交單據等。若未舉證成本者，還是要按照 93 年發布的行政命令報稅，即以合併消滅公司股東所獲分配財產價值，超過其對消滅公司出資額（包括公司帳載股本及資本公積的增資溢價、合併溢價）的差額，作為股利所得報稅。

財政部同意變更 93 年的課稅解釋，主要鑑於過去併購案件單純，且以未上市公司為主，合併者多數呈現虧損。但在上市櫃企業也加入併購行列後，因消滅公司股東取得股票成本不一，逕按 93 年的課稅解釋統一以公司帳上平均股東出資額作為股利所得的成本，確實會對股東形成不利。

對於財政部 97 年 2 月 20 日採取實質課稅之見解，於解決現今問題實有幫助，本文亦認同此看法。於綠點之案例中，假若股東取得股票成本相同，於公開收購時賣出股票之股東可享有所得稅法第 4 條之 1¹¹³免稅之優惠，於其後現金併購階段被迫賣出股票之股東，卻無該條之免稅優惠，依所得稅法第 14 條¹¹⁴及財政部 93 年之解釋課稅，不僅對取得成本較高的股

¹¹³ 所得稅法第 4 條之 1：

「自中華民國七十九年一月一日起，證券交易所停止課徵所得稅，證券交易損失亦不得自所得額中減除。」

¹¹⁴ 所得稅法第 14 條：

「個人之綜合所得總額，以其全年下列各類所得合併計算之：

第一類：營利所得：公司股東所獲分配之股利總額、合作社社員所獲分配之盈餘總額、合夥組織營利事業之合夥人每年度應分配之盈餘總額、獨資資本主每年自其獨資經營事業所得之盈餘總額及個人一時貿易之盈餘皆屬之。

公司股東所獲分配之股利總額或合作社社員所獲分配之盈餘總額，應按股利憑單所載股利淨額或盈餘淨額與可扣抵稅額之合計數計算之；合夥人應分配之盈餘總額或獨資資本主經營獨資事業所得之盈餘總額，應按核定之營利事業所得額計算之。

第二類：執行業務所得：凡執行業務者之業務或演技收入，減除業務所房租或折舊、業務上使用器材設備之折舊及修理費，或收取代價提供顧客使用之藥品、材料等之成本、業務上雇用人員之薪資、執行業務之旅費及其他直接必要費用後之餘額為所得額。

執行業務者至少應設置日記帳一種，詳細記載其業務收支項目；業務支出，應取得確實憑證。帳簿及憑證最少應保存五年；帳簿、憑證之設置、取得、保管及其他應遵行事項之辦法，由財政部定之。

執行業務者為執行業務而使用之房屋及器材、設備之折舊，依固定資產耐用年數表之規定。執行業務費用之列支，準用本法有關營利事業所得稅之規定；其帳簿、憑證之查核、收入與費用之認列及其他應遵行事項之辦法，由財政部定之。

第三類：薪資所得：凡公、教、軍、警、公私事業職工薪資及提供勞務者之所得：

一、薪資所得之計算，以在職務上或工作上取得之各種薪資收入為所得額。

二、前項薪資包括：薪金、俸給、工資、津貼、歲費、獎金、紅利及各種補助費。但為雇主之目的，執行職務而支領之差旅費、日支費及加班費不超過規定標準者，及依第四條規定免稅之項目，不在此限。

三、依勞工退休金條例規定自願提繳之退休金或年金保險費，合計在每月工資百分之六範圍內，不計入提繳年度薪資所得課稅；年金保險費部分，不適用第十七條有關保險費扣除之規定。

第四類：利息所得：凡公債、公司債、金融債券、各種短期票券、存款及其他貸出款項利息之所得：

一、公債包括各級政府發行之債票、庫券、證券及憑券。

- 二、有獎儲蓄之中獎獎金，超過儲蓄額部分，視為存款利息所得。
- 三、短期票券指期限在一年期以內之國庫券、可轉讓之銀行定期存單、銀行承兌匯票、商業本票及其他經目的事業主管機關核准之短期債務憑證
- 短期票券到期兌償金額超過首次發售價格部分為利息所得，除依第八十八條規定扣繳稅款外，不併計綜合所得總額。
- 第五類：租賃所得及權利金所得：凡以財產出租之租金所得，財產出典典價經運用之所得或專利權、商標權、著作權、秘密方法及各種特許權利，供他人使用而取得之權利金所得：
- 一、財產租賃所得及權利金所得之計算，以全年租賃收入或權利金收入，減除必要損耗及費用後之餘額為所得額。
- 二、設定定期之永佃權及地上權取得之各種所得，視為租賃所得。
- 三、財產出租，收有押金或任何款項類似押金者，或以財產出典而取得典價者，均應就各該款項按當地銀行業通行之一年期存款利率，計算租賃收入。
- 四、將財產借與他人使用，除經查明確係無償且非供營業或執行業務者使用外，應參照當地一般租金情況，計算租賃收入，繳納所得稅。
- 五、財產出租，其約定之租金，顯較當地一般租金為低，稽徵機關得參照當地一般租金調整計算租賃收入。
- 第六類：自力耕作、漁、牧、林、礦之所得：全年收入減除成本及必要費用後之餘額為所得額。
- 第七類：財產交易所得：凡財產及權利因交易而取得之所得：
- 一、財產或權利原為出價取得者，以交易時之成交價額，減除原始取得之成本，及因取得、改良及移轉該項資產而支付之一切費用後之餘額為所得額。
- 二、財產或權利原為繼承或贈與而取得者，以交易時之成交價額，減除繼承時或受贈與時該項財產或權利之時價及因取得、改良及移轉該項財產或權利而支付之一切費用後之餘額為所得額。
- 三、個人購買或取得股份有限公司之記名股票或記名公司債、各級政府發行之債券或銀行經政府核准發行之開發債券，持有滿一年以上者，於出售時，得僅以其交易所得之半數作為當年度所得，其餘半數免稅。
- 第八類：競技、競賽及機會中獎之獎金或給與：凡參加各種競技比賽及各種機會中獎之獎金或給與皆屬之：
- 一、參加競技、競賽所支付之必要費用，准予減除。
- 二、參加機會中獎所支付之成本，准予減除。
- 三、政府舉辦之獎券中獎獎金，除依第八十八條規定扣繳稅款外，不併計綜合所得總額。
- 第九類：退職所得：凡個人領取之退休金、資遣費、退職金、離職金、終身俸、非屬保險給付之養老金及依勞工退休金條例規定辦理年金保險之保險給付等所得。但個人歷年自薪資所得中自行繳付之儲金或依勞工退休金條例規定提繳之年金保險費，於提繳年度已計入薪資所得課稅部分及其孳息，不在此限：
- 一、一次領取者，其所得額之計算方式如下：
- （一）一次領取總額在十五萬元乘以退職服務年資之金額以下者，所得額為零。
- （二）超過十五萬元乘以退職服務年資之金額，未達三十萬元乘以退職服務年資之金額部分，以其半數為所得額。
- （三）超過三十萬元乘以退職服務年資之金額部分，全數為所得額。
- 退職服務年資之尾數未滿六個月者，以半年計；滿六個月者，以一年計。
- 二、分期領取者，以全年領取總額，減除六十五萬元後之餘額為所得額。
- 三、兼領一次退職所得及分期退職所得者，前二款規定可減除之金額，應依其領取一次及分期退職所得之比例分別計算之。
- 第十類：其他所得：不屬於上列各類之所得，以其收入額減除成本及必要費用後之餘額為所得額。
- 但告發或檢舉獎金除依第八十八條規定扣繳稅款外，不併計綜合所得總額。
- 前項各類所得，如為實物、有價證券或外國貨幣，應以取得時政府規定之價格或認可之兌換率折算之；未經政府規定者，以當地時價計算。
- 個人綜合所得總額中，如有自力經營林業之所得、受僱從事遠洋漁業，於每次出海後一次分配之報酬、一次給付之撫卹金或死亡補償，超過第四條第一項第四款規定之部分及因耕地出租人收回耕地，而依平均地權條例第七十七條規定，給予之補償等變動所得，得僅以半數作為當年度所得，其餘半數免稅。

東不利，亦造成股東地位不平等之現象。為解決此問題，現今之計或可以財政部 97 年之解釋為方向，允許股東舉證取得成本實質課稅，惟長遠以觀，仍須修改所得稅法相關法條，以因應現金併購造成消滅公司股東課稅不平等之問題，本文建議未來可修改所得稅法第 4 條之 1，增列但書規範此種情況。

此外，關於公開收購時公司之告知義務，宜要求公司寄發通知書告知公司股東，避免眾多小股東因不知此重大訊息，錯失於公開收購階段賣出其股票之機會。本文建議為保護股東權益，宜要求公司應盡其告知義務寄發通知書予公司股東，使公司股東得以在充足之資訊下為投資判斷。

第一項第九類規定之金額，每遇消費者物價指數較上次調整年度之指數上漲累計達百分之三以上時，按上漲程度調整之。調整金額以千元為單位，未達千元者按百元數四捨五入；其公告方式及所稱消費者物價指數準用第五條第四項之規定。」

第六章 私募股權基金監理模式之探討

第一節 私募股權基金發展與監理政策之定位

私募股權基金於我國發展，學者認為有下列幾點乃為未來發展的重要課題，茲說明如下¹¹⁵：

一、將台灣的創投基金轉型為私募股權基金

就台灣的創投事業運作績效觀之，就前述數據可知，無論是新增資本額、所支持投資事業的上市家數均已大幅萎縮，且每股盈餘更已呈現負值，顯示台灣創投基金已不如以往風光，就其投資項目有加以轉型之必要。近年來政府亦已修改相關法令，放寬創投事業的投資項目，以利創投事業未來的發展，對於創投基金轉型為私募股權基金，誠有裨益。

二、重視私募股權基金的價值，蓋其似可達「創造企業價值」及「組織改善」之目的

全球私募股權基金的風潮已吹向亞洲，雖然過去台灣未受到外資高度之青睞，然而亦已陸續被列入注意之焦點。雖我國過去於私募股權市場併購活動方面，尚無太多之案例，然此種投資方式利用「槓桿」、「M&A」等方式達到「創造企業價值」及「組織改善」之目的，確實對我國資本市場具相當之重要性。

三、若涉及內線交易或操縱市場行情者為管理重點

私募股權基金通常採取併購手段來投資於我國本土企業，就私募股權基金此種投資模式而言，即更應該防範是否有內線交易、操縱市場等不法行為，以保障投資者之安全，維護證券市場之穩定。

四、金融風險管理為重要課題

低利率水準為融資併購盛行的原因之一，但若被投資公司倒閉，除會導致私募股權基金業者大幅虧損外，更會殃及提供融資貸款的金融機構債權人之穩健經營，影響該國金融市場穩定，是以如何做好金融風險之管理為一重要課題。

¹¹⁵ 參閱葉淑玲，〈私募股權市場投資與對市場之影響——以全球市場發展及日本政府之因應為探討重心〉，《證券暨期貨月刊》，第25卷第6期，2007年6月，頁57～59；楊子江，〈私募股權基金與創業投資〉，《中央銀行季刊》，2007年6月，頁87。

五、有關我國「有限合夥組織」之設立

為讓企業經營有彈性，日前報載行政院將同意放寬上市櫃公司可基於功能需求投資「有限合夥組織」，未來企業可以排除公司法規定，強調功能性組合，組成不以永續經營為前提的有限合夥組織。若此草案通過，我國金融業似可設立私募股權基金進行投資，俾利我國創投業及私募股權市場的發展。

六、資訊揭露及配套作法

低利率與低本益比為私募股權基金最佳併購時機，而其又因融資槓桿過高，故我國或可研擬相關對策活絡市場，例如針對借款比例或融資收購之比率作規範，或可規定持有期間，如下市後仍應於一定期間內持續揭露資訊，並使管理階層及一般投資者獲得相同之資訊揭露。

七、稅制之課徵

由於私募股權會透過成立海外公司或轉投資形式在其他國家出現，故當其獲利了結時，政府往往課不到稅。就外國立法例而言，日本曾於 2005 年 4 月立法通過「新生稅 (Shinsei Tax)」，對當時投資新生銀行之投資人在賣出時所獲得之交易所得課 20% 稅之作法或可參考。

八、具有私募股權投資經驗之投資專家仍非常缺乏

初期此問題可透過將私募股權投資的運用與管理，委託適當的第三者代為處理，例如委託海外私募股權投資顧問等具備投資專門技能者處理。基金之經營須具多角化、專門性高，尤其是「具創意」之能力之人才，長期而言，則可多發掘人才，並重視專門人員的培訓。

第二節 監理法規制度調整之建議

我國金融主管機關對於私募股權基金之進駐抑或併購本國金融機構，大致採取高標準之審核程序或金融檢查工作，以構築防火牆。惟國際各國對於私募股權基金之管理，多採開放而未予限制之作法，未來值得思考。

此外，我國對於私募股權基金的投資行為或併購活動未訂定專法規範，然其於我國內進行之投資行為活動，仍間接受到我國相關法規之規範。例如公司法中設有關於被收購公司股東權益之保障，以及被收購公司

之公司負責人所應負擔之忠實義務規範；於證券交易法，若私募股權基金業者取得或與他人共同取得我國上市上櫃公司已發行股份總額達一定比例者，亦負有資訊揭露之義務，如其大幅取得被投資公司股權，將受到公開收購相關法規之規範，同時這些交易行為亦受證券交易法不法行為如內線交易及操縱市場等禁止行為之規範；另外，若私募股權基金業者採取融資方式向我國金融機構取得資金，其融資行為將受到銀行法之規範；且目前欲併購或投資我國企業之私募股權基金業者均為外商公司，其行為亦有外國人投資條例相關規定之適用。

除此之外，私募股權基金業者以併購方式投資我國企業之行為，亦受我國企業併購法規範，其中關於少數股東權益之保障、董事會議決合併案有無利益迴避之適用及於合併完成後存續公司下市產生之問題，實值重視。在企業併購法中股東權益之保障部分，目前我國之併購案例，私募股權基金業者皆採取公開收購配合現金逐出合併之方式進行。實務上收購人多將公開收購價格與之後現金合併價格訂為一致，此一方式將使公開收購階段未出售股權之目標公司股東喪失選擇是否應賣之權利，蓋其若不參加應賣，其後於合併階段仍被收購人以現金合併方式逐出；或謂企業併購法有少數股東收買請求權之規定，惟現行實務對於公平價格之認定多比照現金合併價格，或依上市公司股東會併購決議日或前後一段期間之收盤價為準，對於少數股東之保障實有不足。在被併購公司為上市公司時，當其被合併時，其上市資格即因法人格消滅而當然喪失，無適用臺灣證券交易所之自行申請終止上市處理程序中，關於表示同意合併之董事或股東之承諾收購公司股票連帶責任。由此可見，於私募股權基金業者併購我國企業時，我國企業併購法關於眾多小股東權益之保障，與上市公司自行申請終止上市時之保障相對不足。故本文建議宜修正企業併購法相關之規定，並在私募股權基金收購上市公司並下市之情形中，至少應依照臺灣證交所上市公司申請終止上市之規定，表示同意之董事或股東持股須達以發行股份總數三分之二以上，俾保障眾多小股東之權益。

關於董事會決議利益衝突迴避之問題，企業併購法第 18 條第 5 項規定，收購人於目標公司之董事會或股東會進行合併決議時毋須迴避。依此規定可能損及少數股東權益之問題已如上述。本文建議在董事會、股東會議決併購案時，除強化併購資訊揭露之規範，亦應考量董事行使表決權之利益迴避，以保障少數股東於併購程序中之權益；在未修改企業併購法第 18 條第 5 項規定前，根據公司治理原則，可透過主管機關之行政命令，要

求目標公司董事會討論合併案時，應尊重獨立董事或不具利益之董事的意見，將其支持、反對或保留之意見列於董事會議記錄。此亦可參考上市上櫃公司治理實務守則第 37 條第 2 項¹¹⁶規定，雖公司可自行決定該等議案是否有害於公司利益，但仍應以高標準之公司治理原則要求之。

在私募股權基金收購過程中，可能產生高度舉債及資本弱化之現象，如何保障外部股東之權益可說是主管機關重要課題之一。或有認為藉由併購活動可活化股市動能，且相關風險亦可由貸款銀行及私募股權基金本身自行評估負擔，而主張不宜設太多限制。而主管機關因應私募股權基金的槓桿收購，為避免私募股權基金高度舉債收購造成資本弱化之現象，金管會及財政部因此提出限制負債比例或反資本弱化條款。本文建議主管機關採取管制之規範下，不宜忽略私募股權基金藉由多層次之轉投資關係規避資本弱化管制之可能。

更有甚者，藉由綠點之案例可知，假若股東取得股票成本相同，於公開收購時賣出股票之股東可享有所得稅法第 4 條之 1 免稅之優惠，於其後現金併購階段被迫賣出股票之股東，卻無該條之免稅優惠，依所得稅法第 14 條及財政部 93 年之解釋課稅，不僅對取得成本較高的股東不利，亦造成股東地位不平等之現象。為解決此問題，現今之計或可以財政部 97 年之解釋為方向，允許股東舉證取得成本實質課稅，惟長遠以觀，仍須修改所得稅法相關法條，以因應現金併購造成消滅公司股東課稅不平等之問題，本文建議未來可修改所得稅法第 4 條之 1，增列但書規範此種情況。

¹¹⁶ 上市上櫃公司治理實務守則第 37 條：「董事會成員應忠實執行業務及盡善良管理人之注意義務，並以高度自律及審慎之態度行使職權，對於公司業務之執行，除依法律或公司章程規定應由股東會決議之事項外，應確實依董事會決議為之。（第一項）董事會決議涉及公司之經營發展與重大決策方向者，須審慎考量，並不得影響公司治理之推動與運作。（第二項）獨立董事應按照相關法令及公司章程之要求執行職務，以維護公司及股東權益。（第三項）」

第七章 結論與建議

觀諸台灣之資本市場，私募股權基金之投資案件與金額迄今仍不算多，其原因不外乎企業規模未達私募股權基金要求之最低投資門檻、對於私募股權基金的瞭解度未深而產生之排斥感，以及法制上之限制束縛所形成之交易困難等。然不容諱言者，台灣的企業因股價漲幅相對較小，且企業體質普遍較佳，投資風險亦相形較低，適合成為私募股權基金之投資對象。再者，台灣之平均借款利率不到 3%，係屬低利率之環境，亦成為私募股權基金感興趣之所在。未來如果能善用私募股權基金而因勢利導，由其擔任財務顧問或公開收購之委任機構 (Tender Offer Agent)，亦可提昇企業之價值，同時拓展資本市場之彈性。除此之外，藉由與私募股權基金之合作，亦將可協助企業引進更多國際化人才，拓展國際化之業務，而與國際充分接軌。然而，無論未來開放私募股權基金投資之幅度為何，充分而縝密的監理規範不可或缺。在現行法制方面，應檢視公司法、企業併購法與證券交易法之相關規範，檢討其是否已足敷規範用以提昇資訊之透明度、保障股東與消費者之權益、防杜不法交易（如內線交易或不合營業常規之交易等）……等事項。其次，主管機關亦應預先擬訂審查與管理之目標，並具體化於規範中，以作為良好之配套機制。

此外，揆諸世界主要國家因其歷史背景、市場發展差異等因素，在金融市場之監管上自然呈現出不同的監理架構。對於私募股權基金，則多基於其針對特定人發行的私募本質，採取低度管理規範。詳言之，如果從金融市場之監管角度立論，美國與日本係採取分業監理模式，而香港則採取功能性監理模式。此外，對於私募股權基金之管理，美國 SEC 目前對於基金及經理人都採豁免登記；日本則對私募股權基金採取低度管理；香港對於私募則只規範經理人不規範基金，亦即私募股權基金可以透過私人形式在香港銷售，但銷售或管理私募股權基金的公司及從業人員，仍須取得相關執照。再者，關於私募股權基金之資金運用，日本與美國、香港最大差異在於日本私募股權基金仍受投資信託暨投資法人法管轄，而在美國、香港私募股權基金則完全豁免於相關基金法規的規範。惟共同之點為此諸國家對於私募股權基金之資金運用皆少有限制，或甚至沒有限制。未來關於私募股權基金之監理方向，似宜採取中性且開放之適度監理模式，以收私募股權基金之利並防其弊。

應注意者，私募股權基金於我國發展，未來尚有重要之發展課題。首先，近年來政府已修改相關法令，放寬創投事業之投資項目，以利創投事

業未來之發展，對於創投基金轉型為私募股權基金，誠有裨益。再者，全球私募股權基金之風潮已吹向亞洲，此種利用「槓桿」、「M&A」等措施達到「創造企業價值」及「組織改善」目的之投資方式，確實對我國資本市場具相當之重要性。然而，不容諱言者，私募股權基金之進駐，或有可能影響金融市場與證券市場之穩定，因此應著眼於金融風險之管理與證券詐欺等操縱市場行為之防範。同時，既然低利率與低本益比為私募股權基金之最佳併購時機，而其又因融資槓桿過高，故我國或可研擬相關對策活絡市場，例如針對借款比例或融資收購之比率作規範，或可規定持有期間，如下市後仍應於一定期間內持續揭露資訊，並使管理階層及一般投資者獲得相同之資訊揭露。此外，由於私募股權會透過成立海外公司或轉投資形式在其他國家出現，故當其獲利了結時，政府往往課不到稅。就外國立法例而言，日本曾於2005年4月立法通過「新生稅（Shinsei Tax）」，對當時投資新生銀行之投資人在賣出時所獲得之交易所得課20%稅之作法或可參考。

此外，觀諸我國監理法制之配套，對於私募股權基金之投資行為或併購活動並未訂有專法加以規範，然其於我國內進行之投資行為活動，仍間接受到我國相關法規之規範。例如公司法中設有關於被收購公司股東權益之保障，以及被收購公司之公司負責人所應負擔之忠實義務規範；於證券交易法，若私募股權基金業者取得或與他人共同取得我國上市上櫃公司已發行股份總額達一定比例者，亦負有資訊揭露之義務，如其大幅取得被投資公司股權，將受到公開收購相關法規之規範，同時這些交易行為亦受證券交易法不法行為如內線交易及操縱市場等禁止行為之規範；另外，若私募股權基金業者採取融資方式向我國金融機構取得資金，其融資行為將受到銀行法之規範；且目前欲併購或投資我國企業之私募股權基金業者均為外商公司，其行為亦有外國人投資條例相關規定之適用。關於私募股權基金進入我國，在現有法令之適用上，所產生之問題及應適用之法令，如【表12】所示。

【表 12】現有法令之問題與適用之法條

	問題	適用法條
公司法	被收購公司股東可否自由轉讓股份？	公司法第 163 條
	公司合併，股東之表決權	公司法第 316 條
	少數股東收買請求權	公司法第 316 條之 2，第 317 條
	被收購公司的公司負責人忠實義務	公司法第 8 條、第 23 條
證券交易法	資訊揭露的申報義務	自行或與他人共同取得取得股份總額超過 10%：證交法第 43 條之 1 對股東權益或證券價格有重大影響時：被投資公司依據證交法第 36 條第 2 項、施行細則第 7 條第 8 款，私募股權業者依據證交法第 43 條之 1 第 2 項，有申報之義務。
	公開收購之規範	證交法第 43 條之 1 第 2 項至第 4 項第 43 條之 1 第 2 項至第 4 項、第 43 條之 2、第 43 條之 3、第 43 條之 4 與第 43 條之 5，以及公開收購公開發行公司有價證券管理辦法
	不法行為之規範	內線交易（證交法第 157 條之 1）、操縱市場（證交法第 155 條）
企業併購法	股東會議決公司合併、解散	企業併購法第 18 條
銀行法	融資及關係人授信	銀行法第 32 條等相關規定
外國人投資條例	投資定義	外國人投資條例第 4 條
	對投資事業持股達一定比例轉投資應經主管機關核准	外國人投資條例第 5 條
	投資相關程序	外國人投資條例第 8 條
	出資期限及違反效果	外國人投資條例第 9 條
	投資人違法行為	外國人投資條例第 18 條

	結匯權利	外國人投資條例第 12 條
--	------	---------------

此外，經由本文之研究成果顯示，私募股權基金業者以併購方式投資我國企業之行為，亦受我國企業併購法規範，其中關於少數股東權益之保障、董事會議決合併案有無利益迴避之適用及於合併完成後存續公司下市產生之問題，實值重視。再者，在企業併購法中股東權益之保障部分，目前我國之併購案例，私募股權基金業者皆採取公開收購配合現金逐出合併之方式進行。實務上收購人多將公開收購價格與之後現金合併價格訂為一致，此一方式將使公開收購階段未出售股權之目標公司股東喪失選擇是否應賣之權利，蓋其若不參加應賣，其後於合併階段仍被收購人以現金合併方式逐出；或謂企業併購法有少數股東收買請求權之規定，惟現行實務對於公平價格之認定多比照現金合併價格，或依上市公司股東會併購決議日或前後一段期間之收盤價為準，對於少數股東之保障實有不足。在被併購公司為上市公司時，當其被合併時，其上市資格即因法人格消滅而當然喪失，無適用台灣證券交易所之自行申請終止上市處理程序中，關於表示同意合併之董事或股東之承諾收購公司股票連帶責任。由此可見，於私募股權基金業者併購我國企業時，我國企業併購法關於眾多小股東權益之保障，與上市公司自行申請終止上市時之保障相對不足。故本文建議宜修正企業併購法相關規定，並在私募股權基金收購上市公司並下市之情形中，至少應依照台灣證交所上市公司申請終止上市之規定，表示同意之董事或股東持股須達以發行股份總數三分之二以上，俾保障眾多小股東之權益。

關於董事會決議利益衝突迴避之問題，企業併購法第 18 條第 5 項規定，收購人於目標公司之董事會或股東會進行合併決議時毋須迴避。依此規定可能損及少數股東權益之問題已如上述。本文建議在董事會、股東會議決併購案時，除強化併購資訊揭露之規範，亦應考量董事行使表決權之利益迴避，以保障少數股東於併購程序中之權益；在未修改企業併購法第 18 條第 5 項規定前，根據公司治理原則，可透過主管機關之行政命令，要求目標公司董事會討論合併案時，應尊重獨立董事或不具利益之董事的意見，將其支持、反對或保留之意見列於董事會議記錄。此亦可參考上市上櫃公司治理實務守則第 37 條第 2 項¹¹⁷規定，雖公司可自行決定該等議案是否有害於公司利益，但仍應以高標準之公司治理原則要求之。

¹¹⁷ 上市上櫃公司治理實務守則第 37 條：「董事會成員應忠實執行業務及盡善良管理人之注意義務，並以高度自律及審慎之態度行使職權，對於公司業務之執行，除依法律或公司章程規定應由股東會決議之事項外，應確實依董事會決議為之。（第一項）董事會決議涉及公司之經營發展與重大決策方向者，須審慎考量，並不得影響公司治理之推動與運作。（第二項）獨立董事應按照相關法令及公司章程之要求執行職務，以維護公司及股東權益。（第三項）」

再者，在私募股權基金收購過程中，可能產生高度舉債及資本弱化之現象，如何保障外部股東的權益可說是主管機關重要課題之一。或有認為藉由併購活動可活化股市動能，且相關風險亦可由貸款銀行及私募股權基金本身自行評估負擔，而主張不宜設太多限制。而主管機關因應私募股權基金的槓桿收購，為避免私募股權基金高度舉債收購造成資本弱化之現象，金管會及財政部因此提出限制負債比例或反資本弱化條款。本文建議主管機關採取管制之規範下，不宜忽略私募股權基金藉由多層次之轉投資關係規避資本弱化管制之可能。綜合前開結論，本文所建議之法規修正重點如【表 13】所示：

【表 13】 建議法規修正重點

	問題提出	本文建議
1	私募股權基金高度舉債造成資本弱化之問題	若主管機關決定規範私募股權基金負債比率上限，本文建議主管機關亦應考慮私募股權基金藉由多層次之轉投資關係規避資本弱化之可能。
2	企業併購法第 18 條第 2 項，股東會對於公司合併或解散之決議門檻過於寬鬆	為保障股東權益，於私募股權基金收購上市公司並下市時，至少應依照臺灣證券交易所上市公司申請終止上市處理程序第 2 條之規定，表示同意股東之持股須達已發行股份總數三分之二以上。
3	企業併購法第 18 條第 5 項排除董事表決權迴避之規定	在董事會、股東會議決併購案時，本文建議主管機關就企業併購法之利益迴避表決權行使做一通盤考量修正。在未修改企業併購法第 18 條第 5 項前，除以高標準之公司治理原則處理利益衝突之問題外，本文建議可透過主管機關之行政命令，要求目標公司討論合併案時，應尊重獨立董事或不具利益董事之意見，將其具體支持、反對或保留之理由，並列於董事會紀錄。

惟綜據前述，私募股權基金藉由其深厚人脈、國際觀與管理專長，往往替被投資公司帶來龐大的附加價值，最常見的情況就是利用其全球廣闊的人脈，為其投資之公司尋找適當之經營管理人才，由專業人士經營，對於台灣企業之發展將帶來相當程度之優勢。本文建議採取中性開放之適度監理模式對於私募股權基金加以監理，同時亦建議應配合修訂不合時宜之法規，並應重視公司治理之相關議題（如利益衝突之迴避與資訊揭露等），相信對於私募股權基金於我國之發展與監理上應有相當助益。

整體而言，對於私募股權基金之管制，大體上可分別由監理政策與監理機制二層面加以著墨。就政策面言，鑒於私募股權基金與避險基金同屬另類投資（alternative investments），一般而言其獲利來源為提高收購或投資公司之企業價值，以獲取高配股（息）與資本利得，從而其投資風險不小。然因其操作上具備高度靈活性，也頗受投資人之青睞。職是之故，本文以為，未來對於私募股權基金之管制宜採適度開放及管制之作法，並應予適時之監督。此外，在法制方面，前揭相關之投資與併購法令亦建議主管機關參酌後進行修正，俾促使法制更形完全。至於具體之管制機制，建議主管機關可從下列幾點進行考量：

- 一、是否要求私募股權基金進行註冊或經過核准後，方可於我國進行投資？
- 二、對於該基金之經理人是否亦要求其必須經過註冊？
- 三、對於該基金之活動應否加以限制？
- 四、對於該基金之投資限制有無限制？限制上限或區間為何？
- 五、資訊揭露原則上應遵循我國現行規範，但針對投資業別或金額較為特殊之個案，是否另應設置揭露標準？

至於應否成立專責監督外國私募股權基金之機關，本文以為目前似無成立專責機關之必要。按私募股權基金所可能涉及之法制問題，範圍包含證券交易法、公司法及企業併購法等，由法令本身之繁複度與承辦人員之專業考量以觀，似應責由各規範之主管機關（例如金管會與經濟部等）進行監督即可，而無另行成立專責機關之必要。

參考文獻

1. 王志誠(2003)，「創業投資事業之管理政策及法制分析」，國立中正大學法學集刊，13，197-264。
2. 李榮謙、林曉伶(2007)，「私募股權基金與對沖基金所衍生的金融風險」，存款保險資訊季刊，20：1，76-82。
3. 吳當傑(2007)，「私募股權基金投資我國資本市場之管理」，證券公會季刊，6：2，7。
4. 陳伯松(2007)，「萬事皆有兩極 效率市場使然—放空者是禿鷹？」，會計研究月刊，260，44-45。
5. 陳樹(2007)，「私募股權基金之介紹及發展現況」，證券公會季刊，6：2，18-19。
6. 陳真珍(2007)，「股票上市公司終結者—私募股權基金」，會計研究月刊，260，49。
7. 陸君芬(2007)，「私募股權基金簡介」，台灣工銀證券投顧月刊，10。
8. 楊子江(2007)，「私募股權基金與創業投資」，中央銀行季刊，87。
9. 楊淑娟(2007)，「新金錢帝國—私募股權基金風暴完全解析」，天下雜誌，363，118。
10. 葉淑玲(2007)，「私募股權市場投資與對市場之影響—以全球市場發展及日本政府之因應為探討重心」，證券暨期貨月刊，25：6，48-59。
11. 葉銀華(2007)，「公司治理與私募股權基金的併購—強化執行揭露規範有助保障股東權益」，會計研究月刊，260，62。
12. 葉銀華(2004)，透視上市公司—聰明選股，遠離地雷，先覺出版社。
13. 張立秋(2007)，「私募股權基金對我國資本市場之影響及我國證券業者之因應」，證券公會季刊，6：2，35。
14. 張書瑋(2007)，「當私募股權基金來敲門—一種顛覆觀念的新財務工具—一種企業不得不思索的選擇」，會計研究月刊，260。
15. 廖麗娟(2007)，「私募股權基金投資策略與監理—兼論美國及英國之監理政策」，證券櫃檯，123。

16. 潘家涓(2007),「私募併購基金之操作模式與對市場之影響」,國立台灣大學管理學院碩士在職專班財務金融組碩士論文。
17. 經濟日報(2006),「私募股權基金東征,引爆亞洲收購潮」,12月28日。
18. 經濟日報(2007),「私募股權基金併購案,負債比設限」,9月26日。
19. 工商時報(2007),「反併購亂象,財政部負債比設限」,10月17日。
20. 新財富雜誌(2007),「KKR:併購領袖」,9月18日。
21. 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會,「淺談美國、日本及香港私募股權基金之規範架構」。
22. Alan L. Kennard (2003), "The Hedge Fund Versus the Mutual Fund," *Tax Law* , 57, 136.
23. Guy Fraser-Sampson (2007), *Private Equity as an Asset Class* , John Wiley & Sons, Ltd.
24. Gaughan, P. A. (2002), *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons Inc., P249-251.
25. John L. Maginn, Donald L. Tuttle & Dennis W. McLeavey (2006), "Management Investment Portfolios—A Dynamic Process," 509-510.
26. Kaplan, S. N. and A. Schoar (2005), "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flow," *The Journal of Finance* , 60 : 4, 1791-1823.
27. Ljungqvist, A., and. Richardson, M .(2003), "The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity," NBER Working Paper 9454.
28. Manning Gilbert Warren III (1984), "A Review of Regulation D: The Present Exemption Regimen for Limited Offerings Under the Securities Act of 1933," *UCLA Law Review*, 355.
29. Steven E. Hurdle, Jr. (2005), "A Blow to Public Investing: Performing the System of Private Equity Fund Disclosures," *UCLA Law Review*, 53,242.
30. Sean M. Donahue (2007), "Hedge Fund Regulation: The Amended Investment Advisers Act Does Not Protect Investors From The Problems Created By Hedge Fund," *55 Clev. St. L. Rev.* 235, 252.

31. Citigroup corporate and investment banking (2006), *The Private Equity Revolution: Are You Ready?*
32. Financial Service Authority (2005), *Summary of Hedge Survey Results and the Discussion Points*.
33. Financial Service Authority (2006), *Private Equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement* , 59-78.
34. IOSCO(2006), *Consultation Report, The Regulatory Environment for Hedge Funds—A Survey and Comparison*.
35. Private Equity International (2005), *A Guide to Private Equity Fund of Funds Managers*.
36. SEC, Staff Report (2003), *Implications of the Growth of Hedge Funds*, 11-12.
37. Boston.com (2007), *KKR, Texas Pacific set record with \$45b TXU buyout accord*,
http://www.boston.com/business/globe/articles/2007/02/27/kkr_texas_pacific_set_record_with_45b_txu_buyout_accord/
38. BBC Chinese.com (2007) , 「TXU 擬接受全球最大私人股本交易」, 2 月 26 日 ,
http://news.bbc.co.uk/chinese/trad/hi/newsid_6390000/newsid_6399300/6399383.stm
39. Washingtonpost.com (2006), *HCA agrees to \$21.3B leveraged buyout*,
<http://www.washingtonpost.com/wp-srv/business/articles/hca072406.html>
40. FT.com (2006), *KKR in record \$33bn deal for HCA*,
http://www.ft.com/cms/s/0/63845bbe-1aca-11db-848c-0000779e2340.html?ncklick_check=1
41. Financial News (2006), *KKR group to raise \$16bn new debt for HCA*,
<http://www.financialnews-us.com/?page=ushome&contentid=1045295332>
42. CNNMoney.com (2007), *Blackstone wins Equity Office battle*,
http://money.cnn.com/2007/02/07/news/companies/equity_office/index.htm?postversion=2007020712

43. Reuters (2007), *Blackstone wins EOP battle for \$23 billion*,
<http://www.reuters.com/article/ousiv/idUSN0739041120070208?pageNumber=2&virtualBrandChannel=0>

44. 淵田康之、ロバート・ライタン(2007), 新しい資本市場——商品と組織のイノベーション, 東洋経済新報社, 6-7。