

培訓科技背景跨領域高級人才計畫 96 年海外培訓成果發表會

私募基金:台灣與美國的發展研究

指導教授：溫肇東（政治大學科技管理研究所所長）
組長：黃炫叡（前程科技股份有限公司）
組員：林立皋（全域股份有限公司）
呂建德（台灣中油股份有限公司）
羅賢璋（華立企業股份有限公司）
林信旭（智鼎電子股份有限公司）

論文撰寫分工說明

章 節	作 者
壹、前言	林立皋
貳、私募權益基金概述	林信旭
參、私募股權與創業投資	羅賢璋
肆、私募股權的退出	呂建德
伍、美國私募市場經驗與台灣私募市場的前景	黃炫叡
陸、結論與建議	林立皋

摘要

美國私募股權市場經過的演進變化在有限合夥制組織制度、有限合夥公司合夥契約的嚴密化、專業化投資管理、誠信制度的確立、獎勵制度建立、風險的管理及分散等，均有相當成熟及健全地發展，也是美國私募股權市場成功的達到現在私募股權市場如此高度發達關鍵所在，可作為台灣發展私募股權市場組織及運作機制的重要參考。其他美國私募股權市場發展期間，美國政府經由民間的遊說建議所頒佈及修訂法案、稅制以及相關的配套措施亦可供台灣政府作為促進台灣私募股權市場的參考之用。

台灣政府過去藉由計畫經濟的模式強力主導成功的引入創業投資市場，帶動了台灣電子產業的高度發展。其所依循地發展方式並非一成不變的抄襲美國矽谷地成功模式。台灣在市場規模、經濟模式、文化背景、產業結構、科技發展以及產業與學術的連結等，均有不同於美國各項的客觀環境。加上台灣必須面對中國熱吸磁效應的直接衝擊，因此台灣政府與民間各自應該扮演甚麼樣的角色及台灣如何來擘劃及建立適合台灣未來發展的私募股權市場的整個大環境(包括募資、投資及融資環境)，是目前台灣政府與台灣業界所要共同思考的重大課題。

關鍵字 (約 3-7 個)

私募(權益)基金，創投基金，金融仲介，有限合夥，公開發行

目錄

壹、前言	5
貳、私募權益基金概述	9
參、私募股權與創業投資	17
肆、私募基金的退出	29
伍、美國私募市場經驗與台灣私募市場的前景	42
陸、結論與建議.....	61
參考文獻.....	68

壹、前言

近年來，私募權益基金(private equity fund)在亞洲蓬勃興起，根據亞洲私募基金投資協會的統計資料顯示，2005年全亞洲有86支私募基金成立，共募集176億美元，與2004年之規模相較，成長2.6倍¹（楊淑后，2006）。私募基金大舉進入台灣資本市場，併購銀行、電視台及高科技產業，其中以外商凱雷集團(Carlyle Group)宣布收購股票上市公司日月光一案，最為引人注目。惟一項併購案各自解讀，有謂僅是單純的商業購併；有解讀為「下市為西進」；亦有人解讀為外資看好台灣前景而加碼投資；行政院金融監督及管理委員會主委施俊吉則認為，私募基金透過設立子公司、再與台灣企業合併，轉來轉去就是為了避稅²。本文之目的在探討私募基金的特質，並分析私募制度在台灣所產生的金融問題，期能正確解讀國際私募基金大舉來台併購企業之真正目的，並針對問題提出建議，以供主管機關制定有效管理決策之參考。

一、研究背景

私募股權基金已有 50 多年的發展歷程，但直到上世紀 80 年代後才開始發展壯大。2006 年，全球私募股權基金共募集金額 2150 億美元。目前全球私募股權投資基金的總額達到 7380 億美元。

美國的私募股權基金已形成對經濟和企業舉足輕重的金融產業。2006 年，美國由私募基金發起的股權投資金額高達 4500 億美元。僅 2007 年一季度，美國就有 68 支私募股權基金完成募集工作，總募集金額達到 443 億美元。每年私募股權基金投資額佔 GDP 的比例，美國已達到 0.6%，歐洲為 0.35%，亞洲為 0.2%。據了解，美國 27% 的並購交易都由私募權益基金完成，大大高於全球 20% 的平均比例。美國私募股權基

¹楊淑后（2006），由私募基金之發展探討創投應如何轉型，元智大學管理研究所碩士論文。

²線上資料：<http://news.yam.com/udn/fn/200612/20061212658984.html>。

金的快速發展經驗值得台灣學習和借鑒。

在現今企業組織與運作中，除了持股比率高、實際參與公司經營的大股東之外，還有一些經由取得公開發行股票成為部份股權所有人的大、小股東，他們的角色只是單純投資人，並不實質參與公司的經營與決策。然而近年來有一種新型態的股東勢力開始抬頭，即以不公開方式募集不公開發行公司股權的私募基金業者 (Private Equity Firms)，他們在投資之後實際參與標的公司的運作，而且成績亮麗，令人好奇他們是怎麼辦到的，私募基金業者的經營績效是否優於同業？

私募基金業者常以創業投資或收購方式介入不公開發行公司，他們鼓吹所謂的「積極所有權」，盡心盡力管理他們投資的公司，達到卓越績效以創造價值，這種方式與傳統上只關照投資組合績效的投資者大異其趣。英國《經濟學人》雜誌將這種私募基金(Private Equity，簡稱 PE)喻為是資本主義的新王國，國內創投業的輔導單位正式轉移至經濟部後，未來經濟部輔導創投業的方式，也決定將鼓勵創投的角色轉為私募(PE)，私募基金業者未來的重要性可見一斑。政府單位開始重視這個新興行業，就連管理界也一樣開始注意這個新興的管理實務。因為私募基金業者確實能發揮所長，使投資標的公司的經營大有起色。

台灣由於產業外移，使得創投的商機愈來愈少且競爭日益激烈，所以台灣的創投欲轉型做私募基金乃是大勢所趨，在歐美壽險業者資金大幅提高私募基金的投資比重，提高投資效益，台灣政府應加速解除管制、積極面對私募基金時代的到來。

私募基金由於操作靈活，可迎合不同投資人的多元需求，成為近年來金融市場當紅的投資工具。台灣政府於2002 年修正證券交易法，明訂有價證券的私募制度與方法，將私募基金納入管理。由於現行法令制度的不完備，取巧的投資人利用法規漏洞藉私募基金規避稅負，不僅影響稅收，甚至可能造成被併購公司之資本弱化，潛藏下一波的金融風暴。本文針對私募基金之特質與其所產生之金融與課稅問題加以探討，期能供主管機關修訂私募基金相關法規之參考。

公募基金在國內金融產業國際化與投資者求新求變的要求下，難敷投資者需求。私募基金，可以滿足不同投資人的個別需求。而證券信託投資基金的募集、發行及操作較為靈活機動，相對於公募基金，發行成本及行銷費用更為節省，又可鼓勵金融商品創新，為台灣的金融投資市場注入一股活水³。

私募基金在國際上扮演企業重建過程的「觸媒」。國內廠商多數認為國際私募基金的資金挹助，可強化企業價值並提升股東權益。1997 年南韓發生金融風暴，數家以低價出售給私募基金的金融機構皆成功的轉型，脫離金融風暴的影響。顯示審慎引進私募基金，可以從「資金挹注」與「積極管理」兩方面提升「企業價值」(楊淑后，2006)。但是，國際私募基金大舉進入台灣，成立紙上公司併購台灣公司，透過荷蘭控股投資公司來台併購企業，利用不同國家的法令差異，從中攫取租稅利益，嚴重破壞租稅公平，主管機關宜擬定對策，減少私募基金對租稅公平性所產生的負面影響，與被併購後的存續公司資本弱化可能產生的金融問題。

國際私募基金利用高度的財務槓桿，在經濟景氣不好時，可能損及銀行及被投資公司的正常營運。而其藉由各種包裝方式或提供專業管理，使得被併購公司股價上揚，獲取免稅之證券交易所得後退場，有違租稅公平。而國際私募基金退場後相關的借款由被併購公司承續，將使得被併購後存續之公司負債比率過高，產生資本弱化的現象。被併購後存續之公司若無法支應高額利息，可能會倒閉。主管機關若放任國際私募基金進行資本稀釋的併購操作，可能使存續公司被高額的利息支出拖垮，引發台灣地區的金融風暴。

³陳建源(2005)，影響國內私募基金募集績效之探索性研究，樹德科技大學金融保險研究所碩士論文。

二、研究目的

由了解私募權益市場之成因－代理成本與資訊不對稱，進而比較美國私募權益市場之制度，以金融仲介為核心的有限合夥型態，藉由下列之研究：

(一)、私募股權基金與創業投資基金的關聯與比較性。

(二)、私募股權基金退出股本分配與相關議題之操作。

(三)、美國私募股權市場的優點及缺點。

期望對台灣私募權益市場參與者與政府能有所幫助。

三、研究架構

本文的架構如下：

第一章為前言，敘述研究背景及目的。

第二章為私募權益基金概述。

第三章為介紹私募股權與創業投資。

第四章則討論私募股權的退出。

第五章為比較美國私募市場經驗與台灣私募市場的前景。

第六章結論與建議。

貳、私募權益基金概述

一. 私募權益基金簡介:

由於融資方式與股權和債權的融資工具的不同(Debt Financing / Equity Financing)主要區別出資本市場中私下募集與公開發行(Private Placements vs. Public Offerings)。私募權益基金(private equity fund)的議題近年來因國際資本市場快速發展，特別是退休基金鉅額資金投入更引起全球各國關注，此一全球化浪潮也順勢席捲台灣資本市場，不但我國政府主管機關重視，產業界倡議政府主管機關之間協調開放與訂定相關規範之聲始終不歇，顯示出私募權益基金在我國之重要性，本章將介紹私募權益基金之定義，興起源由，相關制度與結構，並藉由其資金募集，投資領域與退出管道進行介紹，期以提供對私募權益基金的基本了解與認識。

首先定義何謂私募權益基金，在此定義係參酌美國金融市場之觀點，進而介紹我國現況與沿革，由於美國法律原本對私募權益基金並無明文法條定義⁴，通常界定為是否須向證券交易委員會(SEC)⁵註冊登記的觀點區分之。一般依投資公司法豁免條款所成立之不需要註冊之基金，即為私募權益基金。為了規避美國法規規範與減輕負擔⁶，私募權益基金之受益人數維持於 100 人以下，並將 *non-accredited* 投資人數限定於 35 人以下之規模。基金經理人亦藉由投資顧問法中豁免條款豁免登記;因此私募權益基金在不受相關法令規範約束下，將可獲得彈性且靈活之金融市場投資能力，不需充分揭露，保障其商業機密與時效性。

⁴ 美國 1933 年證券法第 4(b)條僅規定「與公開發行無關之發行人的交易，可豁免註冊」，然此法條為其後續之立法提供立法之依據。

⁵ 美國之金融市場分別由證券交易委員會(SEC)負責證券管理，期貨部分則由期貨交易委員會(CFTC)負責管理、並由 1933 年證券法(Securities Act of 1933)與 1934 年證券交易法(Securities Exchange Act of 1934)構成美國聯邦證券法，以規範並管理金融市場。

⁶ 公開募集之基金本身與基金經理人皆須依 1940 年投資公司法向 SEC 登記，其有價證券則依 1933 年證券法，1934 年證交法規進行登記，相較於私募，公開募集需負擔繁複之審查與登記程序，增加成本時間與操作之靈活性。

我國於民國九十年十一月十二日修正公布之「公司法」⁷，與九十一年一月十六日立法院三讀通過修正條文並於同年二月六日公布實施之「證券交易法」⁸(簡稱證交法)。其參酌美國、日本等世界各國主要國家⁹，引進「私募」制度¹⁰，並以符合我國金融市場之情況下，為我國公司開啟一個彈性的籌資管道。自法令訂定以來，主管機關為符合私募制度簡易、迅速之特性，並因應募人多為機構法人或具有經驗的投資者，相對於公開發行之募集對象為不特定的投資大眾，較有能力負擔資訊收集的成本，故僅要求私募公司需於收足股款 15 日內向其申報，採取較為寬鬆之管理規範。依據修正條文之修正與公布實施，為我國建立私募制度，修正後之證券交易法明文定義「本法所稱私募，謂已依本法發行股票之公司依第四十三條之六第一項及第二項對特定人招募有價證券之行為¹¹。」

因而由定義上來看，私募權益基金其與公開發行之募集基金相對，是指經由非公開之形式向特定之投資者、機構或個人募集資金，且按投資方和管理方雙方共同協商回報以進行相關之投資理財的基金產品。

公開發行之募集基金為與私募權益基金私下募集不同的另一種籌資方式，其所籌措資金的對象為不特定的社會大眾，相較於私募權益基金僅針對特定的個人或法人進行籌資極為不同，由於籌資對象包含投資專業程度不一的不特定社會大眾，政府相關主管部門基於保護社會大眾的立場，必須進行一定程度之管控，如公開揭露會計資訊與證管會之相關要求規定等，以防止募集過程中之詐欺行為。當申請公開發行公司符合規定，方可於公開市場上籌資，因此籌資手續較為繁雜，速度相對為慢。

⁷ 增訂公司法第二百四十八條第二項規定公司債之私募不受第二百四十九條第二款及第二百五十條第二款之限制，並於發行後十五日內檢附發行相關資料，向證券管理機構報備，惟透過公司法使用私募制度其僅能發行公司債。

⁸ 總統府公報，第 6446 期。增訂有價證券私募制度之方式，除原本可依照公司法利用私募普通公司債籌資，亦可以不同有價證券發行，可選擇最符合公司利益之方式為之。

⁹ 行政院提案：為符合外國立法之趨勢，爰參酌美日立法例，將公開收購制度由核准制改為申報制，並將收購數量不致於影響公司經營權變動者予以豁免。

¹⁰ 民國九十年十一月十二日修法之前，我國證券交易法並未區分公開募集與私募，亦未明文規定公司可以透過私募的方式募集資金。修法後使得私募有價證券制度在證交法中有其法源依據。

¹¹ 資料來源：www.sfb.gov.tw/secnews/law/traid/91year/traid-21/09100025050-4.doc

簡言之，私募與公開發行同為資金籌措之招募行為，然而其招募方式、對象與是否需先經主管機關核准不同。與公開發行相較，私募之優點¹²為可避免公司商業資訊因公開揭露而外流，保有其資訊之機密性、又私募通常與特定對象達成認購承諾後進行募資，大幅提升資金募集成功之比率、再者，私募可使招募時程大幅縮短，具高時效性、節省發行成本，並由於可與特定對象協商募資條件，因而具備高度彈性，快速靈活地因應市場變化。相對其缺點為投資者需具備專業之投資資訊研究分析能力與負擔相應所產生之成本；另外，私募證券變現之流動性低，增加投資風險、又發行公司常以支付額外的流動性溢價彌補變現流動性差之缺點，致使資金成本與發行利率相對提高。

二. 私募權益的資金募集:

在美國私募權益市場中，可由參與此市場的主要資金提供者(Investor)，歸納出主要資金募集的來源¹³:

1. 公共退休基金(Public Pension Funds):

該基金其特點為投資較傾向低風險性之投資案，因其投資選擇與決定會受到該退休團體與大眾的檢視，又多數大眾對私募權益基金之操作並不熟稔，加上在其本身有限之預算下，通常無法組成完整投資分析團隊，故其投資案多由金融仲介代理(Through Financial Intermediary)，並偏好較為成熟階段的創業投資或非創業投資¹⁴。

2. 公司退休基金(Corporate Pension Funds):

¹² 林寬照，〈我國私募有價證券制度之介紹〉，大中通訊九十一年七月份專題報導。

¹³ George W. Fenn, Nellie Liang, Stephen Prowse, July 1997, *The Private Equity Market: An Overview*, Financial Markets, Institutions, and Instruments, v. 6, no. 4. Page 70-77.

¹⁴ From *The Private Equity Market: An Overview*, George W. Fenn, *et al*: Public pension funds are the fastest growing investor group and recently overtook private pension funds in terms of the amount of total private equity held.

由於追求較高之投資報酬率與投資策略考量，公司退休基金除由金融仲介代理外，規模較為完整的公司退休基金亦組成專業投資團隊進行以共同投資 (Co-Investment)或以直接投資(Direct Investment)方式投入，且退休基金投資須考量流動性以因應現金需求，故常投入私募權益市場中具有流動性較高之投資標的¹⁵。

3. 捐贈基金(Endowments & Foundations):

捐贈基金特性與其他基金或投資機構本質上較為特殊，與其他投資機構不同的是捐贈基金較能投資於高風險性、低流動性、高預期報酬之投資上，如許多大學的捐贈基金，具有一般投資機構無法具備之特性，常與學校研究單位，如實驗室之研究計畫搭配進行。其特性包含捐贈基金須負擔的義務較少，且其捐贈基金的存在期間通常為永久¹⁶。

4. 商業銀行(Commercial Banks):

因為商業銀行受限美國法令規定，其業務通常透過金融控股公司(Bank Holding Company)名下公司執行運作，其參與私募權益市場原因除較高報酬外，另一方面為藉此建立與新興公司未來貸款之業務往來，增加其業務範疇。

5. 投資銀行 (Investment Banks):

投資銀行業角色常為金融仲介者(Financial Intermediary)，且其業務包含創業投資、夾層融資，合併與收購融資等，又投資銀行業本身即熟稔私募權益市場的運作，其參與私募權益市場著眼於提供新興公司之融資與相關金融服務。

6. 保險公司(Insurance Company):

¹⁵ From The Private Equity Market: An Overview, George W. Fenn, *et al*: Corporate pension funds began investing heavily in private equity limited partnerships in the early 1980s. Since the early 1980s, Corporate pension funds have consistently provided roughly one quarter of total commitments to private equity partnerships.

¹⁶ From The Private Equity Market: An Overview, George W. Fenn, *et al*: Raising the average are some large endowments – Harvard, Yale, and Princeton, for example – that allocate 20 to 25% of their investment portfolio to private equity.

保險公司之業務即包含以債權融資方式提供給予其他對私募權益市場融資有需求的公司，其保險公司投資資金部分亦投入私募權益市場，成為私募資金的提供者。

7. 個人與富裕家庭(Individuals & Wealthy Families):

此為私募權益基金原本資金來源管道，投資人包含高收入與事業成功人士，家族企業等，能承受長期且低流動性投資，在美國由於對個人與富裕家庭的稅賦與退休基金、捐贈基金的免稅不同，故其投入私募權益基金之資金亦隨政府稅賦政策改變而有極大的影響。

8. 非金融業公司(Non-Financial Corporations):

非金融業公司主要著眼於原公司商業營運策略或競爭優勢，而進入私募權益市場，經常以早期創業投資為其潛在投資標的，其運作以設立一子公司後，透過該子公司採取直接投資方式進行。

9. 其他(Other Investors)

主要為美國以外的投資資金來源，即國外投入資金。

三. 私募權益基金的投資領域:

私募權益基金依其投資領域可分為創投基金(Venture Capital)、夾層融資/次級債權(Mezzanine/Subordinated Debt)、槓桿交易/合併與收購(Leveraged Buyouts/ Merge and Acquisition)、重整/問題債權(Restructuring/Distressed Debt)、其他(不動產、公共建設...等)。

於私募權益市場之投資領域又可區分為創投業與非創投業的兩種不同投資領域，即使他們都是私募權益市場中的一員、但各自所擁有的特性包含高度代理成本與

高度資訊不對稱等，與私募權益投資的高報酬高風險、有限合夥形式的金融仲介、市場資訊相較為不透明的結構幾乎是相同的。兩者之間最大的差異主要為融資角色的不同，投資期間與流動性、報酬與風險結構¹⁷。

首先在投資期間之長短差異方面，通常投資期間會隨投資專案範疇，目標不同而有不同的期間，然而一般新創事業的投資期程以早期(early stage)投資所需的投資時程最久，而非創投業之私募權益投資與晚期創業投資則相對有較短期的投資時間。

再者由於選擇之投資領域與方式不同，其可預期的報酬與風險結構將隨之不同，詳細且可被較精準預測的報酬與風險結構將與投資專案所投入產業及相關經濟背景相關，通常早期創業投資為擁有最高的風險與報酬之投資，晚期創業投資和非創業投資之私募權益投資則各有高低，須視投資專案之實際情況而定。

最後，肇因於所扮演融資角色的不同，亦為創投業與非創投業的兩種投資領域之間主要差異來源。創業投資資金之角色為提供資金給新創公司，幫助其營運發展；另一方面，非創業投資資金如為財務危機處理基金，則其角色則為協助財務困難公司進行資金週轉調度、又如公司之重整或分割基金所扮演角色為提供資金給有需求於改變股權或資本結構的公司。

四. 私募權益基金投資之退出管道:

在私募權益基金將資金注入被投資公司前，就必須規劃其退出管道(Exits Management)。常見之私募權益基金退出管道包括有將被投資公司公開發行(Public Offerings)、股份私下出售 (Private Sales)轉讓、股份賣回給被投資公司(Shares Repurchase)，各種退出管道對私募權益基金之受益人，被投資公司經營管理者而言都有不同之影響，諸如投資收益的變現性與報酬率，被投資公司的經營權、獨立性、與私募權益基金退出後之資金供給。

¹⁷ 參考資料:國立台灣大學財務金融研究所碩士論文「私募權益之研究(Private Equity)」，梁菁方撰，中華民國九十一年一月，第六十一、六十二頁。

第一種退出管道為將被投資公司公開發行¹⁸(Public Offerings)，通常經過數年的經營管理與改善後，被投資公司的財務結構可望逐步健全與成長，營運之獲利能力亦逐漸回升，對股價提升將有相當的幫助，此時透過公開發行之優點為在其整個審核過程中將有助於商譽的建立，並可吸引投資人的關注，對被投資公司經營管理者而言除可保持公司獨立性，繼續擁有經營權，且被投資公司可在公開市場中持續取得資金供給，在資金供給上具有相對之優勢。然而以公開發行上市的退出管道並不容易，假若政府相關主管機關審核無法通過，將對股權持有人的獲利實現產生極大影響。第二種退出管道則是股份的私下出售¹⁹(Private Sales)轉讓給其他買者，此不同於公開發行上市，私下出售轉讓則是透過雙方議價的方式，以一次賣出的方式將股權移轉給特定的買者，買者通常是尋找收購目標的融資收購者，以及與被投資公司有相關聯性的公司為經營策略的運作而買下，不論買方動機為何，其可使私募權益基金投資透過私下售出轉讓獲取利潤並結束整個投資案，對於私募權益基金的合夥人而言，此種退出方式極有吸引力，因為將股權轉讓給另一家公司，即表示整個投資案結束，且所回收資金通常為現金或者為已可公開上市買賣的有價證券；然而對被投資公司經營管理者而言，私募權益基金的合夥人將股份轉讓給另外一家公司，即表示被投資公司可能被合併或收購(Merge and Acquisition)，因而可能失去獨立且完整的經營權。第三種可能之退出管道則是將股份賣回給被投資公司(Shares Repurchase)²⁰，將私募權益投資所持有之被投資公司股份賣回給被投資公司，其方式可使得被投資公司達到經營權完整與獨立性，然而在被投資公司未來資金面的供給未必為最佳方式，股份賣回亦常用來確保私募權益基金投資的流動性，作為備用之退出方式。

無論私募權益基金所採取之退出管道為何，最重要的是在決定投入資金於被投資

¹⁸ 將被投資公司公開發行是所有退出方式中評價最高的一種，且經常是為所有退出管道中報酬相對較高的，然而投資標的可能因為公開上市須經公開審查而使投資時程延長，其整個投資案通常會延長到公開上市之後約一至二年結束。

¹⁹ 私下出售轉讓之變現性最高，但通常所獲得之報酬不一定為最高，常因私下出售轉讓後喪失經營權與被投資公司之獨立性，一般出售後即代表整個投資案結束。

²⁰ 欲採取將股份賣回給被投資公司之退出管道時，一般在投資前即須雙方協議簽訂可為雙方接受之評價協議與進行方式，以確保可成功實行。此方式常為一備用的退出管道，且大多為投資案不太成功時方採取此種方式。

公司前必須就可能的退出管道進行規劃與協議，方可確保退出管道成功實行，不同退出管道有不同報酬與流動性，對一成功投資案而言，完善規劃退出管道的專業能力與準備是極為重要且不可忽視的要素。

參、私募股權與創業投資

一 創業投資簡介:

所謂創業投資 (Venture Capital) 是指投資家出資協助具有專門技術而無自有資金的創業家進行創業，並承擔創業階段的失敗風險。投資家以獲取股利與資本利得為目的，其特色在於甘冒風險來追求較大的投資報酬，並將回收資金循環投入類似高風險事業。投資家以籌組創業投資公司，招募專業經理人，從事投資機會評估並協助被投資事業的經營與管理，促使投資利得早日實現，降低整體投資風險。

一般而言，風險性創業投資事業的發展均會受到當地政府的政策支持，並與該國科技產業發展策略密切結合。為鼓勵資金流往創業投資事業，各國政府經常會給予稅賦減免上的優惠，同時在軟硬體投資環境與證券市場流通上，也會有很多的配合。二次戰後，創業投資事業首先在美國蓬勃發展，近年來東亞新興工業國與經濟開發中國家也紛紛效仿，掀起一股科技事業投資的熱潮。

經過四十多年的發展，創業投資事業活動已遍及所有先進國家、新興工業國、以及部份的發展中國家，形成一股推動全球高科技事業發展的主要動力。台灣目前正面臨產業結構轉型，在傳統產業紛紛外移的趨勢下，高科技將成為台灣經濟發展的命脈。而亞太營運中心的發展策略，又以高科技製造中心做為推動的核心。因此未來高科技事業創業投資將會成為台灣資金的主要投資方向，但是應如何有效進行這類高風險、高報酬的投資機會的評估，並做出風險最小的投資決策，將是所有企業家與投資者所共同關注的課題。

台灣之創投制度與運作相當完善及成功，主要歸功於政府二十年前有心發展高科技產業，提供良好投資環境與資金吸引矽谷留美人才回國創業及引進美國創新之創業投資制度來輔導新創企業管理、融資與上市及上櫃，如此造就台灣高科技之蓬勃發展。

美國近年來創投之投資標的著重於生物工程、軟體服務、醫療器材及網際網路而高科技之比重降低，但是台灣創投之發展逐漸往中國市場去尋找目標故政府因思考台灣產業

未來之發展重點而非只想到電子高科技。

二 創業投資的投資過程與評估程序和準則:

(一)創業投資事業的投資過程

無論創業投資資金投入於何種事業階段，其投資的過程大致可分為選擇、協議、輔導、退出等四個階段，如下圖 4.2.1 所示。

- 1 選擇階段(Selection Stage): 主要工作在投資案的取得、篩選、與評估，並做出是否投資的決策。如何獲得較多、較優的投資案源，而且能有效率的進行評估選擇，將是這一階段成敗的關鍵因素，同時也是整個創業投資活動中最重要的一部份。

但有時也因創投之資金規模、偏好領域、商業經營模式、人脈網路等而有所選擇不同標的，但報酬率仍是重要考量因素。
- 2 協議階段(Negotiation Stage): 在做出投資決定後，與被投資公司以及其他投資者進行投資方式、投資條件等有關權利義務的協商，最後成為有法律效力的合資文件，並做為以後輔導、退出的依據。
- 3 輔導階段(Assistance Stage): 在所投資事業發展過程中，提供風險性資金的融通、參與經營管理、以及協助市場開發與技術轉移。創投公司參與經營與輔導的主要目的，是為確保被投資對象的增值與早日實現回收。
- 4 退出階段(Reward Stage): 創投公司最終期待即在於將營運狀況良好、財務結構健全、以及具有繼續成長潛力的投資案，出讓給願意接手的其它投資人，並因此而回收高額的投資報酬。但也經常有投資案之經營狀況不如預期，創投公司為減少損失而即時出售股權退出經營。創投公司退出回收的方式，主要是安排被投資公司股票上櫃\上市，但也有經轉讓、合併的方式來回收投資。

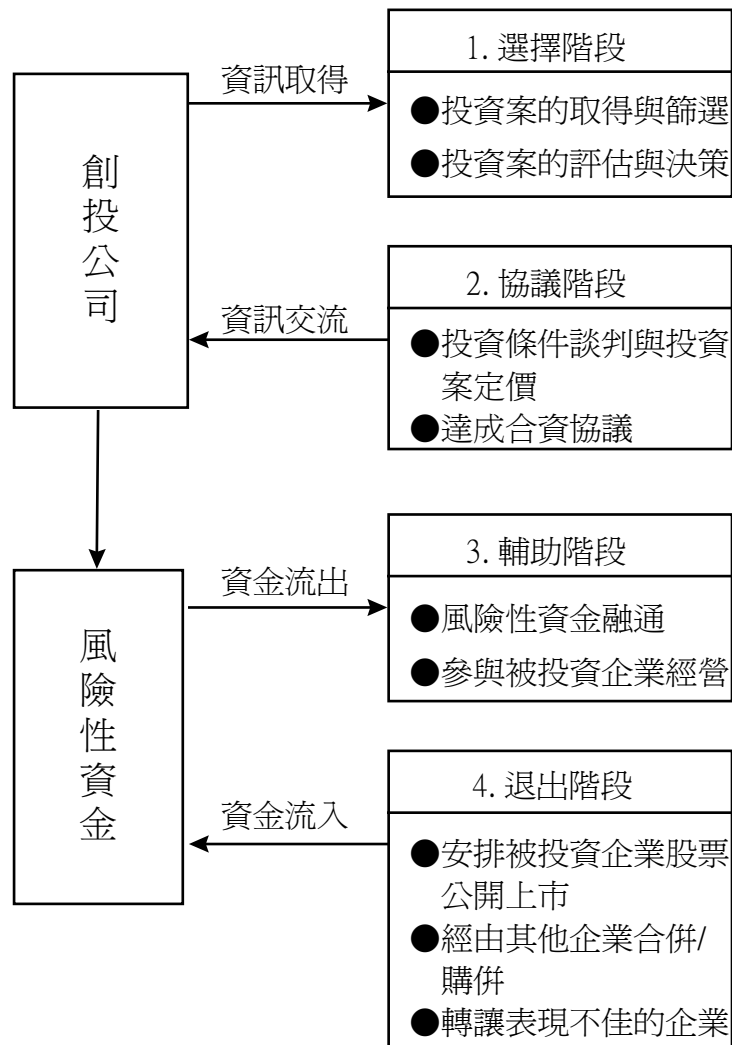


圖 4.2.1 創業投資之流程

(二) 創業投資評估決策程序

創業投資評估是一種在有限人力、時間、以及資訊不對稱的情況下，所進行的多階段評估篩選過程。因此創業投資評估活動必須在健全的團隊組織與充分的資訊網路支持下，憑藉評估人員豐富的專業經驗與科學化的決策程序，才能做出有效率且正確的投資抉擇。一般創投公司所普遍採行的投資評估決策程序，共計包括有：方案取得、方案篩選、方案評估、投資協議等四個主要階段，如下圖。茲將各階段內容介紹如下。

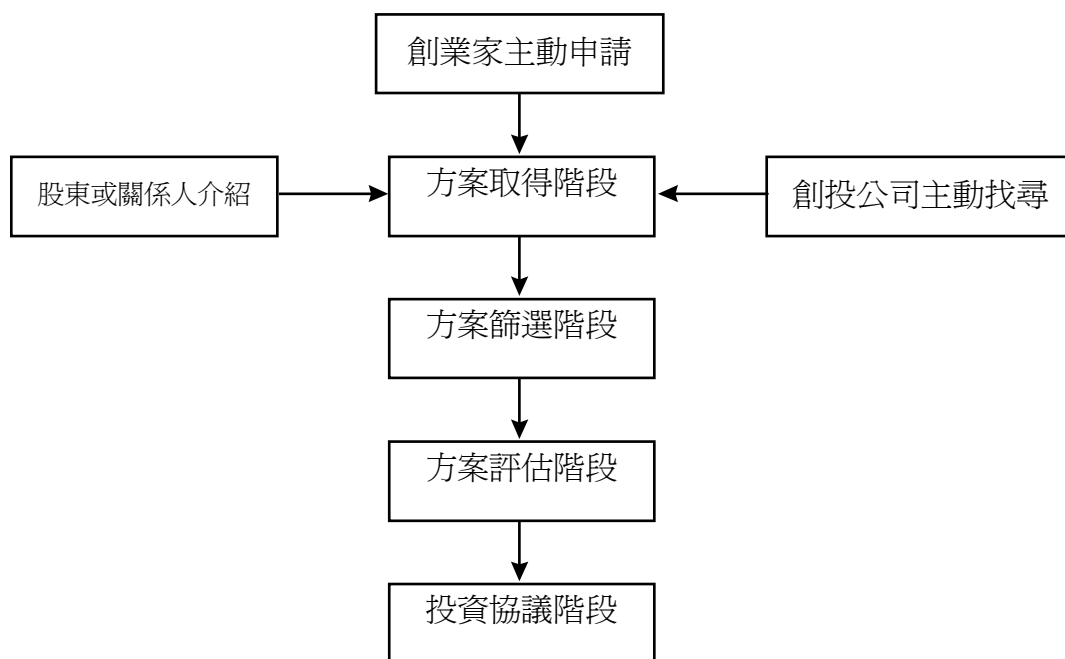


圖 4.2.2 創投公司的投資評估決策程序

1.投資方案取得階段

創投公司投資案的三大主要來源為：創投公司主動尋找、創業家主動申請、以及創投公司股東或關係人介紹。一般而言主動找尋所獲得的投資案品質較好，因此創投公司需要事前進行充分的產業研究分析，瞭解科技發展的趨勢動向，確定投資的目標市場後，再進行投資對象的搜尋。

整體而言，創投公司尋找案源，相當程度依賴人脈與產業網絡關係的運用。當人脈與產業網絡關係愈廣泛，尋找投資案的管道就愈豐富，因此也比較有機會獲得較優的投資方案。由此可知，創投事業也是一種經營人脈與網絡關係的事業。

2.投資方案篩選階段

創投公司在接獲申請案後，隨即進入方案的篩選階段，以快速過濾不適合的投資方案。創投公司會依據投資策略與產業偏好，建立其適用的篩選準則。在這一階段，常見的篩選原則包括：

- (1)投資案的產業性質：
- (2)投資案的地理區域：
- (3)投資案的事業階段：
- (4)投資案的金額規模：

(5)投資風險與預期報酬：

3.投資方案評估階段

當投資方案通過初步篩選，即進入投資評估的階段。首先針對創業家或投資對象所提出的經營計畫書進行審查與評估，評估考慮的重點包括：

- (1)經營計畫書的整體品質與可行性。
- (2)經營團隊的背景與能力。
- (3)市場規模與潛力。
- (4)產品與技術實力。
- (5)財務計畫與投資報酬。

投資報酬通常依照投資年限之現金流量與折現率估算，但每年現金流量預估需精準。投資之期限約五至七年。

4.投資方案協議階段

當申請的投資案順利通過前述的投資評估，此時雙方已有合作共識，即可進入投資協議階段。這個階段討論的重點是：

- (1)股權形式、價格、數量。
- (2)股權保障方式。
- (3)資金撤回時機與方式。
- (4)參與經營管理的方式。

經投資協議確定的條件，都會明文表達在投資協議書上，做為未來正式投資文件簽署的依據。此相當重要，作為雙方權利與義務之依據。

(三)創業投資評估準則

創投公司在投資案評估階段所考慮的評估準則，主要可歸納為經營計畫書、經營團隊、市場行銷、產品與技術、財務計畫與投資報酬等五個構面的二十二項重要準則。

1 在經營計畫書構面主要考慮兩項評估準則

(1)經營計劃書有無呈現出競爭優勢與投資利基：

(2)經營計劃書整體邏輯合理程度：

2 在經營團隊構面主要考慮五項評估準則

(1)創業家或主要經營者的經歷與背景：

(2)創業家或主要經營者的人格特質：

(3)經營團隊的專長能力與管理能力：

(4)經營團隊的經營理念：

(5)經營團隊對營運計劃的掌握程度：

3.在市場行銷構面主要考慮四項評估準則

(1)市場規模：

(2)市場潛量：

(3)市場競爭優勢：

(4)行銷策略規畫：

4. 在產品與技術構面主要考慮五項評估準則

(1)技術來源：

(2)技術人才與研發能力：

(3)專利與智慧財產權問題：

(4)產品附加價值或獨特性：

(5)生產製造計畫可行性與週邊產業配套情形：

5. 在財務計畫與投資報酬構面主要考慮六項評估準則。

(1)投資案公司的財務狀況：

(2)投資案的股東結構：

(3)申請案公司財務計劃合理程度：

(4)投資案資金需求規畫的合理性：

(5)投資案的預期投資報酬率：

(6)資金回收年限方式

美國創業投資業者 Ignition Company 有一套十步驟程序來評估新創事業，以增加成功機率 (Ten Steps to Launching an Early Stage Company，2007 Aug 21 at Wahsinton Uniiversty)

- (1)決定主要之附加價值(Determine your main value-add)
- (2)評估市場，決定誰是客戶及他們需要是哪些?(Evaluate the market and determine who your customers is and what they want to buy)
- (3)決定你的競爭策略(Determine your competitive strategy)
- (4)決定你的定位(Determine your positioning)
- (5)確定你要發展的主要趨勢(Identify the key trends you're going to exploit)
- (6)用最低的成本和少數選擇之客戶去生產成品或成品原型(Produce the product or a proto-type of the product at minimal cost and sell it to a few select customers)
- (7)全力佈局重點少數之客戶(Fully deploy with a handful of customers)
- (8)主要經由聲譽來找下幾個潛力客戶(Acquire the next handful of customers primarily through word of mouth)
- (9)用 PR 與動力去規劃產品 .方案或公司進入市場(Use PR and momentum to project your product， offering， or company into the market)
- (10)規模(Scale)

以上為多年來 Ignition 之實際案例與實戰經驗守則，值得藉鏡。

三 私募股權與創業投資的關聯與比較性

(一) 談創業投資與私募股權之不同處

私募股權基金，顧名思義，就是任何不是從公開市場取得。投資。私下募集與投資的基金包括創投。避險基金以及目前熱門專門收購企業的收購基金，其中還有分融資收購與管理層收購，融資收購是指私募股權基金只出資約兩成 其他八成向金融機構貸款，以買下公司。管理層收購則是私募股權基金與管理階層共同

出資買下企業。

私募基金由很多方面來看是與創投不同的，私募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很多公司。私募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基金方式來尋求最佳的商業模式。以在 Silver Lake Partners 例子來看，已完成兩個基金的投資，目前正進行第三個基金的投資活動。Silver Lake Partners 總計管理約一百億美元資金，共參與了全球十大私募基金購併交易中七項的投資案。一般而言，我們期望每筆投資金額約在一億到十億美金。以這樣的標準去尋找投資標的，則多以營運規模大且成熟和有獲利的公司為主。亞洲因為在科技領域具備相當優勢，因而也成為我們所關注的市場。我們已投資了日本和中國兩家公司，並希望從這裡為起點，未來在亞洲特別是大中華區域進行更多的投資。

另外創投業者也積極想轉進私募，但其專長在技術而私募更重視財務與管理技術。故兩者之間存在一些差異點。

(二)新創事業到成熟企業不同階段之資金來源(VC or PE)

種子期:有創意點子，創業者自籌資金為主，設立公司，尋求法律支援。

創立期:天使資金為主，約 USD 數 K 資金投入，確定 Ideal 或 Concept，申請 IP(VC)

成長期:創投資金為主，約 USD 數 M 資金投入，建立試產線.市場推廣.技術改進(VC)

擴充期或準 IPO 期:因應產能擴充，市場擴大.對外策略聯盟.尋求公開市場募集資金

(VC)

重整再出發期或進入國際競爭期:私募股權投入，約 USD 數 B 資金投入，以產業前景

佳，產品與技術競爭性佳之企業為主(或經營不佳，需重整或重組.接手

後用財務操作進行分割，好之事業包裝後再上市或尋找買主如 LBO 方

式)(PE)

舉例業務以併購.早期創投與顧問性質之 Trilogy Equity Partners 公司的實際經驗說明

(Aug 18 2007 Seattle)

以創投基金五億美元，手上之案子約四十個需評估，做好篩選後與投資組合，最後投入五至六個案子，每個案子依不同之產品生命週期階段而有不同之資金需求，但每個案子總金額不超過一億美元。

生命週期約五至七年，分為 A.B.C.D.E 之五階段，各階段之時間與資金需求如下：

A 0~1 YEAR	資金需求	\$ ~ 1 M
B ~18 Months	資金需求	\$ 2~8 M
C Had Revenue stage	資金需求	\$ 7~18 M
D Expansion stage	資金需求	\$ 20~35 M
E International stage	資金需求	\$ 50~70 M

A: 點子. 核心成員. Demo-原型

B: 已有組織架構，生產並進入市場

C: 成長擴充期，現金流量為正流入，開發新產品

D: 第二項產品市場化且開始進入國際市場

E: 前段發展不順利，再次募集資金

(三) 創業投資與私募股權投資標的與報酬率

1. 創業投資之標的為有創新. 成長. 潛力之產業與企業為主，例如：醫療器具. 生物科技. 奈米科技及機器人等，投資時間約五到七年，因為高風險故報酬率至少三十%以上，但投資年限. 額度與報酬率會隨產業別. 企業之不同生命週期階段而有不同之風險，故有不同之報酬率期待。

台灣創投因產品市場小且基金規模不大故要求之回收年限較短約三至五年與美國創投之七年比較，台灣創投承受風險程度較小。

2. 私募股權之標的為公司的基本體質佳，所屬的產業有前景，有營收. 獲利穩定成長且現金流量穩定之企業，最好在產業界與市場有不錯之聲譽與影響力，早期以零售業. 百貨業. 建築業為主，但現今已跨入金融. 媒體與電子科技產業，評估時間約三到

五年，經營時間約五年，全部週期約十年，然後出場，故報酬率約十五到二十五之間。但此高報酬利近期已受到三大主要因素影響：一 是全球有志一同都在對抗通膨的壓力故不斷升息，此引起很多債券高手開始擔心九零年代美國長期資本管理公司風暴會重新上演，二日圓如果強力升值，可能引發全球小型股災。三美國國會正提案修改稅務法案 若通過，現行私募基金稅率，將從十五拉升到三十五至四十五百分比，此為超大利空，故以上三點是私募基金之獲利警訊。

一般而言，對於私募基金有吸引力的投資標也可能是別人不想要的。例如，我們看到有些公司的母公司或許不瞭解該子公司所屬的產業，或者沒有很好的成長策略而想要賣出子公司的持股。很難去規範那一個產業是私募基金所設定的投資標的，相對地，通常投資標的都是具有各別公司獨特性質。但我們也觀察到如半導體、軟體或其它產業因為規模大且成熟而成為私募基金的投資標的。此外，當母公司出售持股、公司商業模式改變或由管理層收購時，出現潛在未來風險與現有股東認知不一致的情況，也為私募基金帶來投資的機會。其它私募基金的投資機會如跨國性或地域性企業版圖擴張，像我們看到有美國的公司協助歐洲公司在中國建立市場，或日本和中國公司要擴展不同地域的客戶群，也藉由私募基金來達成目標。

目前台灣企業有部分也熱情歡迎私募，其原因如下。

- (1)企業需金若渴，打消呆帳
- (2)幫企業搭上國際產業鏈
- (3) 為企業贖身，擺脫煩瑣的法令限制
- (4)掩護 .拓展在中國的投資
- (5)影響公司之遠景

(四)創業投資與私募股權之資金來源

1.創業投資之資金來源管道

創業投資事業歷經數十年的發展，因此今日創業投資事業資金來源已由早期的富人與

銀行家，擴大至多元化的管道與多樣化的經營形式。概括來說，目前創業投資事業組成的方式大致有以下數種，依其組成而知資金來源管道

- (1) 大公司附屬的創業投資事業：大型企業集團經常為實現多角化經營或水平、垂直整合的發展策略，成立專門負責創業投資業務的事業單位；
- (2) 法人機構主導的創業投資事業：這類公司大部份屬於有限合夥型組織，主要股東為養老信託基金、退休基金、保險公司等大型法人機構，目的是追求資金的有效利用與回收。
- (3) 專業金融機構組成的創業投資事業：由於科技產業投資的專業性與重要性日增，遂形成以科技事業為主要投資對象的專業金融機構與投資銀行。
- (4) 私人組成的創業投資事業：由富人、企業家、以及國外投資者等共同出資組成的投資公司，籌資過程不公開，主要是經由人際網絡關係組成。
- (5) 一般基金型的創業投資事業：此類創業投資事業是由專業基金經營團隊發起，資金來源主要經由公開市場向社會大眾集資，並接受金融管理機構的監督。
- (6) 專門目的組成的創業投資事業：此類公司多是基於產業政策目的而設立的。
- (7) 目前美國已有部分私募基金投入創業投資，台灣因政府法令與制度不完整，而有阻礙與限制

2. 私募股權之資金來源管道

私募基金有源源不絕之銀彈，則來自全球低利率及充沛的融資環境。

因取得資金之利息成本低且融資容易與資金過剩，私募股權之幹桿約五到十倍向銀行、保險公司、退休基金與金字塔頂端之財富人員募集資金，如資料

來源：EVCA/Thomson Financial /Pricewaterhouse Coopers 2005 所述：其資金來源主要為退休基金(占約四分之一強)及銀行其餘來源尚有保險業、基金對基金、政府相關機構、私人投資與其他等。

目前國際十大私募基金個個超過美元百億，排名順序如下：黑石集團(Black Stone)

KKR 凱雷(Carlyle) 德州太平洋集團(Texas Pacific Group) Permira Funds 阿波羅管理(Apollo Management) 高盛資本(GS Capital Partners) 天佑(Providence) 銀湖 (Silver Lake) Bain Capital 等

且單單是去年一年，私募基金參與的全球併購活動即高達七三七四億美元

美國企業透過私募基金籌資額也首度超越 IPO 金額，全世界大宗併購案多

由私募基金在推動，其實回顧二零零零年到現在，全球股市與房地產漲翻天

其中私募基金、對沖基金、避險基金在低利環境中，席捲全球，才是這一波投機行情的推動者。

美國創造半個世紀以來最低的利率，給予私募基金大顯身手的機會，從二零零二年起，低息環境成為私募基金的溫床，世界沒有通貨膨脹壓力，利率又處於歷史低檔區，於是靠“借貸為生”的私募基金最肥沃的“土壤”

(五)創業投資與私募股權之法令和制度

創業投資之法令制度相當健全與完整 且修正數次故不佳重述。

英國《經濟學人》雜誌將這種私募基金(Private Equity，簡稱 PE)喻為是資本主義的新王國，國內創投業的輔導單位正式轉移至經濟部後，未來經濟部輔導創投業的方式，也決定將鼓勵創投的角色轉為私募(PE)，私募基金業者未來的重要性可見一斑。且如以上所述，私募股權已成為企業併購的重要來源與動力，依市場機制發展，除非完全經濟鎖國，政府難以關門拒客，因此，面對私募股權的到訪，政府應是根據台灣經濟的最佳利益，定下明確地待客之道讓私募股權有所依循。私募股權最受批評為是其追求短期利益的經營策略，可能傷害企業的永續發展，甚至帶來失業等社會問題，此是政府訂立規範最須關注之處，再者，私募股權常同時扮演收購者與大股東的角色，進而侵犯小股東權益，也須立法保護而敏感產業的外人政策，也待討論釐清，至於下市與否，政府應關心程序周延性，而非最後結果。

政府單位開始重視這個新興行業，就連管理界也一樣開始注意這個新興的管理實

務。但台灣法令有下列限制，使私募股權無法成立而由創投業來操刀，故必須儘快立法通過。目前現階段台灣有兩大限制無法成立 PE

1.依現行「證券投資信託及顧問法」之規定，私募基金屬於證券投資信託事業業務之一種

僅能投資證券市場，不能從事融資收購與公司重整事務

也就是說，台灣目前並不承認「公司型」基金(也就是投資標的物不是股票而是'公司'的基金)

2.有限合夥法(Limited Partnership：LP)

LP 法案早在美國 1980 年代就運用在創投業上

政府同意企業可以組成「不以永續經營為前提的有限合夥組織」

有限合夥須有一名以上對有限合夥債務負連帶無限清償責任的無限責任合夥人，即執行業務經營者、負責人，只要經營團隊有技術及經營知識即可以技術、信用或勞務出資

而台灣正在進行的 LP 草案將排除公司法第 13 條

「公司不可為其他公司無限責任股東或是合夥事業合夥人」

華爾街日報指出，他們私下募集與投資，握有愈來愈多公眾的錢，卻不須公開細節，接受審核與考驗，其衍生之問題有下列五點：

問題一 企業體質反而變差

問題二 內線交易頻傳

問題三 威脅金融穩定

問題四 影響股市發展

問題五 主宰你我未來的金錢帝國

各國政府皆因上述問題而尋求解決方案及訂定相關法令因應

四 私募股權投入後之管理經營和績效

一般如原執行長與管理階層經營績效卓越且值得信任，則持續擔任專業經理人角色

繼續經營且為了讓他們努力付出及創造公司最大價值，故會將獲利之二十百分比分予他們，以為酬勞。

或委任已退休之執行長或財務長擔任公司重組，重整任務。

至少派任一名進入董事會協助策略規劃與財務規劃，派遣年輕專業經理人進入企業瞭解，監督及改善。

(一)經營管理與績效評估

以上為一般性原則 但真正創造最大價值為以下論述

私募基金業者創造價值的核心方法，歸納出 5 項成功的共同點，前 2 項與傳統私募基金業者的能力有關，後 3 項則屬積極治理公司的範疇。積極治理是成功關鍵

1.投資夥伴未進場前先尋覓專家意見

在最佳投資案當中，高達 8 成 3 投資夥伴採取的第一步是掌握有用的知識，包括董事會和管理階層的看法，或是值得信賴的外部資訊。

2.訂定優渥且集中的績效誘因

成功的投資夥伴一開始就設定優渥且焦點集中的績效誘因，通常是一套價值佔股權總額 15%到 20%的獎勵制度，主要激勵對象是公司的幾個高階領導人和數位直接向執行長報告的人員。他們還有很重要的一招：表現最佳的投資夥伴都會要求公司執行長以私人資金投入這些投資案，除了可以確保執行長盡心盡力衝刺之外，也防止執行長不至於為了潛在利潤衝過頭，去冒不必要的風險。

3.研擬並執行更利於創造價值的計畫

成功的投資夥伴會打造更好的價值創造計畫，並以更有效的方式去執行，他們總是以更多疑好問的角度審視公司的管理程序，而且會自行探究個中環節，用來挑戰既有的管理方式。一旦發展出一套更有效的計畫，他們會不斷檢討與修正，同時開發恰當的主要績效指標，以保計畫運作得當。

4.初期投入大量時間

投注大量時間是績效優越的投資夥伴極為顯著的特質，投資夥伴每天花費一半以上的時間在標的公司經營上，而且幾乎每天都與高階主管碰面會商，這些會談極為

重要，幫助重要幹部就公司的優先策略達成共識，同時趁此機會建立關係、詳列個人職責。投資夥伴也可能利用這些會議挑戰管理階層的既定假設，以及發掘公司真正的價值來源。

5.及早變動公司管理階層

如果投資夥伴想要變動公司的管理階層，都會在投資初期便著手整治。

以上這些祕訣都是私募基金業者實踐多時的良方，但即使是他們也不見得有系統的全數運用，而是仰賴個別投資夥伴的信念與技巧，因此私募基金業者不妨將這5個方針納入積極所有權的標準實踐程序，對於經營績效會有助益。

(二) 成功案例說明

故舉例說明私募股權投入東隆五金之成功案例:上市→下市→重組管理→上市 --→併購

(香港上海匯豐銀行到特力公司)

1.第一階段: 上市(1994)→下市(2000)→重組管理(2001) →上市(2003)

曾為世界前三大、台灣第一大製鎖廠的東隆五金，2003 將由「管理股票」轉為一般類股重新掛牌，成為類別台灣改地方上市公司重整成功並重新掛牌首例。

全球知名製鎖大廠東隆五金於 1998 年 9 月爆發大股東鉅額掏空案，並在 2000 年經法院裁定重整計畫。在歷經 2 年的減資及改善財務結構等過程後，東隆五金於 2003 年即繳出營收 14.4 億元，稅後淨利 2.63 億元，每股稅後盈餘 4.3 元的佳績；2005 年營收則逾 20 億元，年成長率 15%，而每股淨值亦由 2001 年的負 1.19 元提升至目前的 14 元以上。東隆五金預計在本月 15 日召開法人說明會，並在 23 日重新掛牌，創下台灣第一家企業重整成功並重新掛牌的首例，也是企業浴火重生的典型代表。

東隆五金的前身是由范耀琦、范耀鑫、范耀彬三兄弟於 1954 年創立的東興加工廠，1969 年改名為東隆五金工廠，並於 1994 年 11 月股票上市。至 1998 年資本額已達 30 億元規模，員工人數約 1200 人，是台灣最大的專業門鎖製造廠，專營喇叭鎖等各式門鎖的產製銷售，除了包括 EZSET、堡士、幸福等自有品牌外，並為美國、澳洲及日本等客戶 OEM 代工。由於東隆五金注重產品研發升級，擁有專利技術達 120 餘項，因此在經營規模持續擴充下，建立了與客戶及供應商長久共榮的穩固關係，並擁有世

界級的研發能力與稱霸亞洲的生產規模。

2000 年 1 月法院裁定重整計畫後，當年 10 月匯豐集團直接投資公司董事陳伯昌協調新光人壽、中租迪和等國內外法人，募集 22 億元資金，透過英屬開曼群島商宏偉實業、精確設備、盛業五金等外資企業持有多數股權，成為持有 72% 股權的最大股東，重整計畫才正式展開。

由於匯豐集團體系中屬於投資銀行部門的匯豐直接投資公司董事陳伯昌，評估亞洲及美國的製鎖公司後，發現製鎖是一個成熟而穩定的市場，再加上東隆五金所擁有的技術人才及專利技術，仍是一家值得投資的公司。因此匯豐集團乃由直接投資公司全力介入東隆五金的重整。

身為匯豐銀行直接投資公司董事代表人的陳伯昌認為，「沒有穩固的股權，就沒有穩定的經營權」，因此匯豐藉重整程序取得股權的絕對優勢；此外，為了重整改革及減少內耗，亦要求東隆五金舊的經營團隊全部退出，減少對新經營者的干擾及阻礙。至於另一個關鍵，為經陳伯昌再三邀請，同意由東隆五金重整監督人改任董事長。而王鍾渝、陳伯昌再加上被譽為東隆五金重整「三大護法」之一的理律法律事務所顧問林秀玲，組成東隆五金新經營團隊，攜手打造浴火重生的東隆五金。從東隆五金的重整成功歷程來看，除了本業上擁有逾百項的製鎖專利技術，以及多年品牌形象打下的基礎外，最重要的扛起重整重擔的匯豐集團旗下直接投資公司代表陳伯昌，及後來獲力邀接任董事長的前中鋼董事長王鍾渝，不僅共同為公司體質改造、業務打拼，更為東隆五金成功打造「東山再起」的基石。

2. 第二階段: 上市(2003)→併購(2006)

二零零六年特力公司董事長何湯雄宣佈與匯豐銀行 (HSBC) 簽約，將取得匯豐銀行持有東隆五金股票 5125 萬股，持股比例 68% 總投資額約二十億元。有信心將東隆五金營業額從數十億元大幅提升至百億元，甚至數百億元。

力特董事長何湯雄、東隆五金董事長王鍾渝，以及匯豐銀行高階主管今天聯袂召開記者會，何湯雄說特力本來就投入與鎖相關行業，早年還曾到東隆五金參觀，但到看廠時卻被阻隔在門外，沒想到現在自己卻成了東隆的老板。

王鍾渝則笑著說，東隆五金當年虧損，國內銀行像看到鬼一樣沒人敢碰，但匯豐銀行以知識經濟的角度，看準東隆五金員工的專業技術，大膽投資 5000 萬美元。其實東隆一直擔心匯豐銀行離開，畢竟站在投資獲利的角度入主東隆，勢必有一天會出售持股，現在賣給特力，東隆的經營層應該就真的穩下來了。

何湯雄表示，東隆五金董事長王鍾渝將繼續留任，特力僅將指派一名新任總經理。但東隆產品銷售量肯定增加。全球 300 億元的鎖市場，東隆有很大的成長空間。

肆、私募基金的退出

一. 退出策略(Exit Strategy)

私募基金的經理人對於投資案退出的時機與程序，有其一定的評估與決策程序，在一開始研讀商業計畫書後即應開始模擬退出的情境以及可能遇到的困難。假如基金經理人一開始看不到退出的方式與時機，那麼在商言商，這個投資案就不會被開始了。在美國，私募基金的退出方式主要有被投資公司公開市場發行(Public Offerings)、出售(acquisition)²¹以及資產清算(liquidation)。公開市場發行通常是私募基金等風險投資最佳的退出方式，可以使資本家持有的不可流通的股份轉變為上市公司股票，實現盈利性和流動性，而且這種方式的收益性普遍較高。出售則包含股份私下出售 (Private Sales)轉讓、股份賣回給被投資公司(Shares Repurchase)等形式，其變現性較高，為退出機制之次要選擇；資產清算則是在投資企業未來收益前景堪憂時的退出方式，代表投資案已失控，此被投資標的已無法創造價值了。所有的商業活動皆以創造利益為優先考量，私募基金也不例外，故本文將就公開市場發行與出售部份分章討論，清算程序因不在經理人所預期的情況中，且與一般公司拍賣或破產程序類似，故不列入本文討論。

退出決定的各種考量之中，通常有不同的工具與分析方法，通常會再加上策略組合等考量，但是財務考量則是主要的優先考量之一。若一個投資案個別分析結果是無法獲利，那就被投資的價值與機會就減少了許多，但在傳統的財務分析之外，私募基金經理人尚可從商業版圖的策略合縱連橫中獲利，同時這也是大型私募基金的主要的獲利模式之一，因為此獲利模式可跳脫傳統之獲利競爭，形成專有獨占之獲利模式。

(一).私募基金投資周期(The life cycle)

²¹出售(acquisition)包含股份私下出售 (Private Sales)轉讓、股份賣回給被投資公司(Shares Repurchase)。

私募基金通常需要 3 至 5 年的時間去追蹤及投資標的，並實現獲利目標，此階段通常約為 10 年左右。然而即使經過慎密研究與計畫，經過多年之後，並非當初的假設與預測皆會存在。當發生非預期事件之後，退出程序即無法按計畫實現，此時基金經理人即需再研擬修正計畫，尋找合適的退出機會與時間，此時其退出時機可能延長至高達 25 年之久。

(二).獲利目標(The goal of benefit)

基金之運作通常需設定一獲利目標，而私募基金之獲利目標通常設定介於 15%至 25%之間，此外還要看其資金來源來決定。不同基金因來源不同，其成本也不同，故因而設定其不同之獲利目標。以下圖表顯示不同資金來源其設定的獲利目標。

種類(Type)\ 比較(Comparison)	報酬率(Return Rate)	稅前淨利倍數(Time of EBIT ²²)
退休年金(Pension Fund)	40%	3-4
夾層基金(Mezzanine Fund ²³)	30%	6
槓桿收購基金(LBO Fund)	20-30%	More than 6

註:根據 Bartley C. Deamer of BINGHAM corporation 之訪談所提供一般紀錄、經驗與資料。

(三).財務運用(Calculation of finance consideration)

一個基金的執行，在生命週期內的績效評估衡量方式，主要是被投資資本的內部報酬率(IRR)。內部報酬率是扣除利率成本與管理費用外，對有限合夥人(Limited Partner)的實質回饋。規則上來說，資本利得不是基金再投資，而只是純財務計算而已。整體來看，只有現金事件(即被投資公司之現金流入、流出及管理費用)被重視，而應忽視資本的損失(資本的股票分配)。

22 稅前淨利(EBIT) : Earnings Before Interest and Tax

23 夾層基金(Mezzanine Fund) : convertible debt or merchant banking fund.

以下列出幾種財務分析計算的方法，藉以決定投資案是否該被執行。

1.淨現值法(Net Present Value，簡稱 NPV 法)

淨現值法可計算出現金流的淨值，並以今天的幣值表示。由於錢有時間值，今天的錢比明天同的錢更值錢。其基本原理即是計算出每個現金流的現時價值，然後總計得出現時淨值。

淨現值法的計算公式為：

$$NPV = C_0 + \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_N}{(1+r)^N}$$

C_n: 投資案之每年獲利。

N: 投資回收年數。

r: 利率。

其中，使用淨現值法的原則是：若淨現值為正，則此投資是有獲利的，可執行此專案。這對一個投資案的計算是個重要因素。據此可比較出價，並計算被投資標的之潛在價值。經再與其他投資案比較後，基金經理人即可選擇最有利的投資案來投資。

假設一個投資案的預期現金流量是固定的雖然與事實不符，實務上經理人通常會因應環境或情況的改變而隨時調整現金流量。所以當經理人考慮一項可能執行的投資案計畫時，即應該先全盤審視整個投資案可能發生的不同情境，再決定其現金流量與最終價值之計算方式。

2.內部報酬率法(Internat. Rate of Return，簡稱 IRR 法)

內部報酬率法是根據淨現值法(NPV)的計算得來的。您可以將它視為淨現值法的一種特殊情形，其中報酬率是對應於 0 (零) 現時淨值的利率來計算的。

若一開始僅出現負現金流而非正現金流，或是計畫進行時只有一個負現金流時，IRR 會得出唯一值。大多數的資金投資計畫在初期都會有大量的負現金流(預付投資)，之後才是正現金流，因此會出現唯一內部報酬率。不過，有時候會有一個以上可接受的內部報酬率，或者有時候一個也沒有。

內部報酬率法的使用原則為：若內部報酬率大於利率，則可接受此投資案。此計算須以淨現值等於零為前提。而利率在此又可稱為資本的機會成本。

$$NPV = C_0 + \frac{C_1}{(1 + IRR)} + \frac{C_2}{(1 + IRR)^2} + \dots = 0$$

Cn: 投資案在每一年的獲益。

在基金的投資生命週期中，其投資獲益評估即是根據投資案的內部報酬率，並計算特定時間之投資與分配組合。內部報酬率之計算是除去附帶收益(carried interest)與管理費用後，匯報與有限合夥人的經營績效。

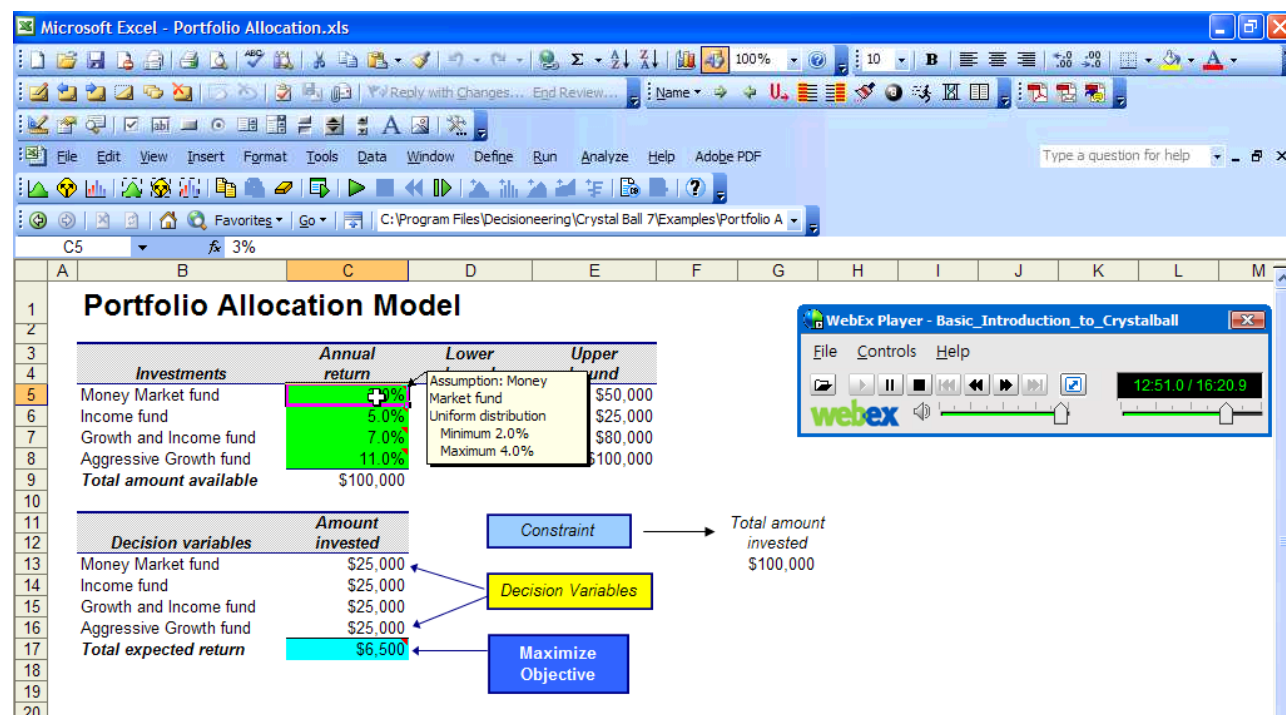
3. 蒙地卡羅模擬法 (Monte Carlo Simulation)

蒙地卡羅模擬法運用機率理論來描述各種可能投資組合的財務預測。它使用機率分配來描述未來的不確定性。假設某投資案的價格變動追隨某種隨機過程的型態，因此可藉由電腦模擬來產生幾百次甚至數萬次可能的價格，再依此計算其投資組合以及報酬分配，並可計算其風險值，如此可描述出整個投資組合的獲利預測。基本上此法能模擬投資組合的各種風險因子，當模擬的次數越多，就越有參考價值。

但其主要缺點是需要繁雜的電腦運算技術和大量重複的抽樣，也因此計算成本高且耗

費時間長。而相關數值參數若是選擇不當，則會有預測模型失靈的危險。但是由於蒙地卡羅模擬法能處理各種投資組合，目前也有許多的研究正在修正改善其缺失。

在財務計算的實務應用上，除了採用 Excel 之內建函數自行運算外，目前最少已有相關軟體如”Crystal Ball”可以使用，此為美國大學內部教學推薦使用，其畫面參考如下：



以上財務之運算方法皆可幫助一個私募基金投資一個投資案的決策，但這些並不是全部的財務評估方法，還有其他更多相關的方法可以使用。然而最終不管哪一種方法的使用，經驗都將是最可靠而不可或缺的。

二. 被投資公司公開發行(Public Offerings)

被投資公司公開發行是公司的股票於公開市場對一般大眾投資人的賣出。在美國這是私募基金最好的退出方式。通常此時將公司的股票於公開市場賣出，也是獲利最好的時候。

除了價格最好之外，通常公司的原始管理群仍持續持有公司經營權而繼續領導公司，管理者可以保持獨立性，繼續保有經營權，且可在公開市場持續取得資金，但資金流通性較低。

但公開上市後，其缺點則是公司的發展將受限於證管會的規定限制，公司資訊要透明公開，以及公司股東多元化後將會影響公司管理階層之決策與方向，公司將較不容易持續發展與成長。

三. 出售(Acquisition)

出售包含股份私下出售 (Private Sales)轉讓、股份賣回給被投資公司(Shares Repurchase)等形式。

此外較常見的購併方式，是於購併後將被買下的公司或集團，切割成好幾個部份再出售，常見於具有高額市場價值的資產，如土地、特許執照、品牌或通路等，但經營績效不彰，而股東權益報酬率與股價都偏低。由於購併是透過大幅舉債方式，因此再分批處分資產後，只要總獲利達到 10%以上，對於發動併購的私募基金經理人而言，就有倍數計的報酬率。

- 股份私下出售 (Private Sales)轉讓：將被投資公司出售給另一家公司。這是較容易處理的退出方式，因為將股份轉給另一家公司並取得現金後，即可結束此投資案。

優點：公司資訊不需透明公開，較不會影響公司後續的發展。公司運作不會受小股東干擾。收購者經常是該產業的主要領導廠商，經過有效的整合更有利於公司後續的發展。資金之流通性較高。

缺點：出價較低，原來的管理團隊有可能會被換掉，失去經營權。

舉例來說，凱雷在 1998 年開始介入台灣的有線電視通路，整合北臺灣業者成立台灣寬頻，而投入的資金多數是利用財務槓桿舉債而來，提升服務後，台灣寬頻毛

利率上揚至 45%並具有自然獨占的特性，隨即在 2005 年轉賣給澳洲麥格里銀行，獲利出場，即為一例。

- 股份賣回給被投資公司 (Shares Repurchase, 又稱股權回購): 此程序可保持股權之流動性，但獲利較低，通常屬備用選擇，而不是主流選擇。如果原公司有收回的打算，則一開始以融資方式處理即可，而不需賣出股權。但若投資時即簽訂協議，則可確保股權之流動性。

四.財務外收益(Earnings from more expectations)

除了麥肯錫網站所提供之研究結果，其中五項指標²⁴ (The McKinsey Quarterly, 2005) 用以創造價值的核心方法可供參考，當作正規獲利途徑外，盤算財務外的收益通常是私募基金操作的最大不同獲益來源。其方法通常是運用豐沛的商業與政治方面的資源，組合出獲利模式，而此獲利模式通常沒有其他競爭者，所以當去承接案件時，其條件或出價者通常是遠高出其他競爭者所能提供的價格。在此前提下，通常規模較大的私募基金具有較好的資源與競爭優勢 (葉淑玲，民國 96 年，P48-49)，在資源與規模加乘效果下，預期較有機會獲得最佳的收益。

從私募基金龍頭黑石集團(Blackstone group)於 2007 年 7 月 4 日宣布以 260 億美金購入希爾頓(Hilton)飯店集團的收購案中，也可以找出幾項非財務結算之獲利因素。

1. 股價上漲：股價上漲的不單只是被收購標的希爾頓飯店的股價大漲 6.44%，達 36.05 美元，黑石集團也此投資獲利而股價上揚(自由電子報，2007/7/5)。只因消息的宣布，其獲利已空前巨大。
2. 旅館業之聯合與全球化網路：在併購希爾頓之前，黑石集團已經收購了 La Quinta 旅館及 LXR 豪華度假飯店，使得黑石集團在美國及歐洲已擁有十萬個旅館房間。希爾頓則在全球 76 個國家及地區擁有或經營 2,800 家飯店，房間總數為 48 萬間，並擁有 Doubletree 等三個品牌。故完成這一交易後，

²⁴李宛蓉譯:1. 投資夥伴未進場前先尋覓專家意見 2. 訂定優渥且集中的績效誘因 3. 研擬並執行更利於創造價值的計畫 4. 初期投入大量時間 5. 及早變動公司管理階層

若只計算黑石集團在全球擁有的旅館房間數已達 58 萬，集團之規模已非其他業者所能比擬，預期將成為全球擁有最多客房的酒店運營商。

3. 策略聯盟：與觀光旅遊等相關產業之策略聯合，已非一般旅館業者所能望其項背，當然在價格操作上佔有領先與主導地位。

五. 股本分配與相關議題之操作(Share Distribution and Handling Related Issues after Private Equity Exit)

私募基金經理人具有權力與自主能力賣出被投資的公司，因而獲利並退出被投資公司。相對於創投基金通常無法如此做，其經理人須與公司管理階層協商以執行此程序。但私募基金退出被投資公司後，並非就此不再與該公司保持關係，相反的，維持一定良好的關係對私募基金經理人也是非常重要的課題，其主要原因如下：

- (一). 股權未全部退出：私募基金退出的最好選擇是公開市場操作，但因相關之法律規定與特定原因，此種退出方式需保留一定的持股比例於被投資公司，而無法完全兌現其投資。故為此部份投資資金仍存在該公司，保持良好關係顯然為必須的手段。
- (二). 保留未來不確定性的彈性：公司經營的風險是不確定的，私募基金退出被投資標的後，難保不會再投資第二次，或者因基金經理人特性而需在類似產業投資，故商業策略的合作是隨時可能發生的
- (三). 產業界之間的聲譽：基金經理人頗重視聲譽，因為這是投資客戶信賴的基礎，唯有保持密切關係與聯繫，才是長久之道。此外，私募基金經理人的持續監督與管理協助也是為確保被投資公司上市後的經營狀況，也可維持經理人的聲譽（梁薺方，2002，P59）。
- (四). 保持對業界的資訊靈敏度：隨時保持在對業界活躍的公司消息，才能掌握產業之間的趨勢與變化。

伍、美國私募市場經驗與台灣私募市場的前景

一. 美國的私募股權市場

(一)、 緒言

私募股權基金(Private Equity)是第二次世界大戰戰後初期由美國發展出來的一種商業融資模式，它的運作方式主要是經由私下募集的方式籌資基金，並將籌募的資金投資在不經公開上市交易的股權市場。私募股權基金經過幾十年來的不斷試煉，幾經峰起峰迴的演進變化，目前在融資市場上已儼然發展成為產業融資最大的資金來源市場之一。私募股權若以資金投資的標的選擇來分類，可將其分為兩大類：創業投資(Venture)型與非創業投(No-Venture)型。在歷史的發展上，私募股權基金由最初的創業投資(Venture)型式，隨著時間的推移與發展逐漸茁壯，而其所募集與操控的投資金額也隨之愈滾愈大，使得原先的投資標的選擇與經營模式不能完全符合經濟上與人力上的效益，因此以財務操作為主的非創業投資(No-Venture)型式的私募股權基金市場便應運而生，經過不斷地發展壯大，非創業投資(No-Venture)型之私募股權市場蔚然地成為私募股權市場的主流。

廣義的說，創業投資(Venture)型之私募股權泛指投資具有高成長潛力的新創事業用承擔創業階段的高失敗風險，以獲取高股利與資本利潤，均屬此類私募股權。這類型之投資產業的特色在於，勇於承擔風險來追求較大的投資報酬，並將回收資金不斷地投入類似高風險的新創事業上。而此類型投資產業大致又可分為兩類：天使基金(Angel Fund)及創業投資基金(Venture Capital Fund)。所謂的天使基金(Angel Fund)或稱之為創業天使投資者(Angel Venture Investor)，一般是指富有的個人出資或富有個人間的網絡(Network)或團體(group)之合資(Pool Capital)在新創事業的種子期和創建期這兩段期間對新創事業提供的資金投資。由於此類具有非常高度不確定性，投資者必須承擔非常高的風險，因此這類早期的投資者除了資金以外，一般尚需具備有對投資產業的專業經驗，經營新創事業的經驗，才有能力來做投資選擇及投資判斷。筆者在美

研習期間曾經訪談過數位此類創業天使投資者其中有曾經是新創事業的經營者，或退休的公司決策經理人，這些人當中有的與創業投資(Venture Capital)業者關係密切或本身亦為創業投資(Venture Capital)基金的投資者。根據研究，天使基金對高科技新創事業的種子期和創建期，提供接近 70~80%的資金，是新創事業在此兩階段資金主要的供應來源。相對地，創業投資(Venture Capital)對種子期和創建期投資案較少，創業投資對新創事業投資的時機多分散於成長期擴張期及成熟期，故其投資風險相對的低於天使基金。另外所謂的非創業投資(Non-venture)型私募股權係指，將資金投資專注於收購在擴張期、成熟期的企業，然後重組企業改善經營，使其增值後再出售或者上市，以此獲利。1999 年外資匯豐直接投資私募股權公司接手東隆五金重整的案例，即是非創業投資(Non-venture)的一個成功例子。由於非創業投資(No-Venture)的市場蔚然地成為私募股權市場的主流，所以也有人將此類非創業投資(Non-venture)型私募股權狹義地稱為私募股權(Private Equity)。

(二)、 美國私募股權市場的發展

1、 有限合夥制的建立

早在十九世紀末二十世紀的初期，就有一些富有家庭和個人的投資者提供一些企業的創業資金，使企業能夠順利地成長壯大起來的例子，如知名的全錄公司(Xerox)就是一個為人所熟知地成功案例。在 1970 年代以前美國私募股權的投資主要來自於富有家庭和個人、企業公司(Industrial Corporation)、金融機構(Financial Institutions)的直接投資。一直到 1980 年代以後，美國私募股權的投資才逐漸轉變成由金融機構投資者委託專業私募股權經理人(Professional Private Equity Manager) 經手代理從事投資為主的投資市場。這樣的轉變主要的原因是 “有限合夥人制有限合夥制”組織制度的建立，輔以法規及稅制的改變所造就的結果。

“有限合夥制”組織制度的創新是來自於「美國研究發展公司」ADR(American Research and Development Corporation)。ADR 是 1946 年由哈佛大學商學院教授 Ralph

Flanders 及美國新英格蘭地區的一些企業家所設立的。最初創立的原因是顧慮到 1930~1940 年代美國產業成立新創企業的比率過低，同時沒有提供新創企業成立及成長所需要的長期融資來源而設立的。此外 ADR 創立的另一原因是，這些創辦人要建構出一個可以同時，提供投資者專家管理的服務與提供融資來源給新創企業的機構，由是“有限合夥制”組織制度因此產生。ADR 在私募股權市場上創立了有限合夥制將投資及融資的職能分離後，有利於解決私募股權市場原有的資訊不對稱所造成的高交易成本的問題。有限合夥人制度利用有限合夥人與一般合夥人間的合約設計將彼此間的利益綁在一起，因而克服了資訊不對的問題，降低了委託人與代理人之間的代理成本。更由於有限合夥制的確立使得對一般合夥人的獎勵制度也跟著形成，讓仲介代理投資的執行更有效率，為私募股權市場創造了一個得以迅速發展非常有利的條件。

2、美國私募股權市場的演變

1957 年蘇聯人造衛星 Sputnik 發射升空，對美國高科技發展提出了一個嚴重的警訊，為了解決發展高科技的新創企業在資金來源的不足，美國國會於 1958 年通過了「小型企業投資法案」，並依據法案規定經小型企業管理局(Small Business Administration_SBA)審查核可發照之小型企業投資公司(Small Business Investment Companies_SBICs)可從美國聯邦政府獲得優惠貸款的支助。由於此法案的設立給予美國創業投資極大的鼓勵，在 1960~1970 年代間幾乎有三分之一的創業投資是來自於 SBICs，它帶動後續創投業的蓬勃發展。此外，1978~1980 年美國政府修改法案(Employee Retirement Income Security Act_ERISA)放鬆了對退休年金(Pension Fund)的管制，讓創業投資的資金來源更加充裕，同時也使金融機構投資者逐漸取代富有個人及家庭成為創業投資的主要資金來源。

到了 1980 年代初期私募股權的資金大部分還是投資於創業投資上，而非創業投資型之私募股權市場才剛剛起步，其投資的來源也多來自創業投資有限合夥公司。於 1980 年代後期非創業投資型之私募股權的規模迅速的擴大，進而取代了創業投資成為私募股權的主要市場。因為金融機構投資者地積極參與，使得融資的規模、交易的頻

率、交易的速度日漸提高擴大，也使得私募股權市場日趨專業化，風險分散管理也漸完善，而有限合夥制的募股權公司的營運也更加有效率。於 1980 年代後至 1990 年代初被收購之企業 因營運紛紛出現破綻而有減緩的趨勢；但至 1990 年代中期，又再度呈現大幅的成長。

從 2003~2006，非創投私募股權快速地成長；至 2006 年底止，依據 Thomson Financial 資料顯示，去年美國 32 支非創投之私募股權基金所募集的資金總額刷新歷史紀錄，高達 2,154 億美元，較前年 2005 成長了 33.11%。近年來，私募組織於美國市場特別活躍，而其經營手法也不斷的在演變中，如最近對上市企業股票進行收購投資，並且標榜取得企業過半數以上的股權，積極地參與成熟企業之經營，並以提昇企業之價值為目的之「收購基金」，於美國從 1980 年代開始至今，利用「融資性併購(Leverage Buyout)」、「企業價值創造」、「組織改善」、「成長投資」以及「M&A」等各種不同的價值創造之手法，隨著時代及市場之發展不斷的進行修正與演變。

3、私募股權基金與避險基金之比較

私募股權基金(Private Equity Fund)與避險基金/對沖基金(Hedge Fund) 隨著時代的發展，現在已成為美國融資市場的兩支主流。從募資的方式，私募股權基金與避險基金(Hedge Fund)有相當類似性，在資金募集上皆是以對特定投資人私下募集，並且相對於公開募集的共同基金，此兩類基金具較大的操作彈性及較寬鬆的投資限制及資訊公開的規範，同時也多制定有基金經理人的分潤機制(profit-sharing)，可以收取相對共同基金較高之績效費用。然而，在基金投資操作上，私募股權基金在標的選擇上較不具市場流動性，著眼於長期投資，如創投公司投資於有潛力的初期尚未公開發行公司股權(Early-Stage)，或是近年來快速成長的融資性併購投資(Leverage Buyout)以現金及融資買入被收購公司股權等等，因此私募股權基金之投資人閉鎖期較避險基金來得長。避險基金之操作主要是尋找跨市場、跨商品間，以多空操作的套利及交易機會，

來規避市場風險，追求絕對報酬，因此在投資標的的選擇比較集中在投資流動性較高的金融商品。與私募股權基金相比較，避險基金的投資人有較彈性的申購及贖回方式，大部份避險基金提供的申購贖回頻率多為每月一次或每季一次；目前在美國避險基金亦有從事購併套利交易，也可以直接投資於私募股權基金，然而根據筆者對美國業界的訪談顯示，一般避險基金較不受融資者的喜愛，因融資者將避險基金視為短期不穩定的融資資金，因為避險基金的資金可能會被中途抽回或轉賣，另外，避險基金純以財務操作的手法來獲取利潤，不像私募股權基金積極地參與企業之經營，與融資企業的經營團隊經營重點與理念較吻合，對融資企業之價值創造及企業未來發展較有積極性幫助。

(三)、 美國私募股權市場的運作

1、私募股權的組織結構

I、融資者:

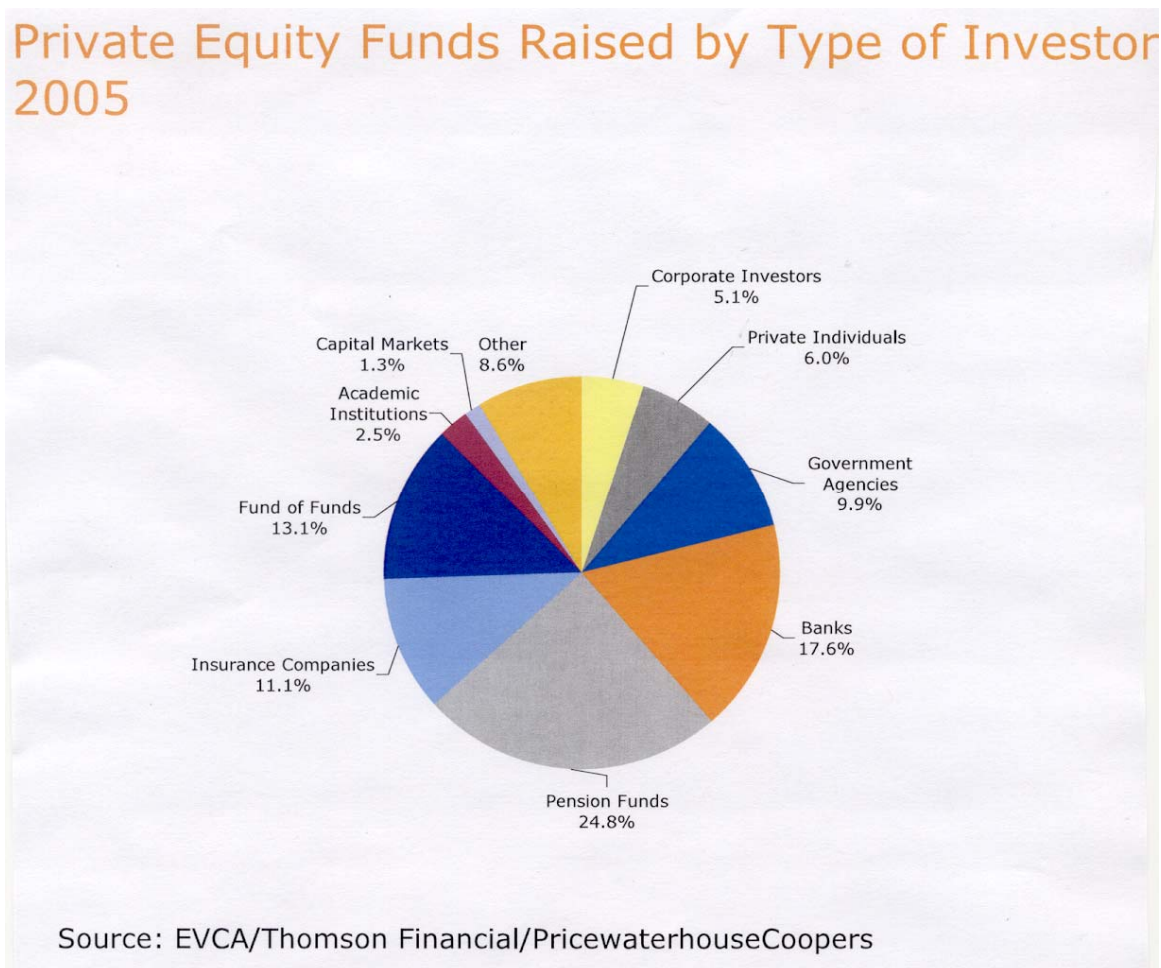
美國私募股權市場的融資者可分為：種子期之新創企業(Seed-Stage New Venture)、初期之新創企業(Early-Stage New Venture)、擴張期之新創企業(Expansion-Stage New Venture)、成熟企業/ 中小型私人企業(Mature Venture/ Middle-Market Private Firm)、財務困難公司(Public and Private Firms in Financial Distress)、融資收購公司(Public Buyouts)及其他上市上櫃公司(Other Public Firms)。

種子期之新創企業之融資除了業主自籌資金、家人及親戚朋友投資外，其融資最重要的來源來自於天使基金(Angel Fund)。而初期之新創企業(Early-Stage New Venture)、擴張期之新創企業(Expansion-Stage New Venture) 其融資最重要的來源來自於創業投資基金(Venture Capital Fund)及天使基金(Angel Fund)，而部分擴張期之新創企業的融資的來源是來自於非創投之私募股權基金。成熟企業/中小型私人企業(Mature Venture/ Middle-Market Private Firm)其主要的融資來源來自於非創投之私募

股權基金，一部分的融資來源是來自於創業投資基金(Venture Capital Fund)。一般財務困難公司(Public and Private Firms in Financial Distress)、融資收購公司(Public Buyouts)、其他上市上櫃公司(Other Public Firms)等公司的併購、財務重建(Financial Restructuring)、企業重整(Corporation Restructuring)，非創投之私募股權基金為其融資之主要來源。

II、投資者與資金來源:

美國私募股權市場上有各種不同之投資者，以退休基金(Pension Fund)為最大，其投資約占私募股權投資之 24.8%，銀行之投資約占 17.6%，基金對基金之投資約占 13.1%，保險公司之投資約占 11.1%，政府機構之投資約占 9.9%，其他之資基投資約占 8.6%，個人投資約占 6.0%，公司企業投資約占 5.1%，學術機構投資約占 2.5%，來自資金市場的投資約占 1.3%，請參閱，圖(一)_2005 美國私募股權市場各種投資統計圓形比例圖，如下：



圖(一)_2005 美國私募股權市場各種投資統計圓形比例圖

III、仲介機構與有限合夥人制的運作

(1)有限合夥人公司-私募股權公司

從 1970 年代末開始，以有限合夥制企業型式設立的私募股權公司(Private Equity Firms)得到迅速的發展，現在不論是創業投資型或非創業投資型的私募股權公司大都採用這種組織制度，有限合夥制已成為私募股權市場仲介機構組織的主流型式。有限合夥制之私募股權公司通常由兩類合夥人所組成：有限合夥人(Limited Partnership，LP)與普通合夥人(General Partnership)。所謂有限合夥制是介於「公司」與「合夥」之間組織制度型式，主要由一人(含)以上的一般合夥人(General Partner)與一人(含)以上的有限合夥人(Limited Partner)，依據合夥契約共同組成。有限合夥人是真正的出資者，他們是私募股權基金募集的來源，而普通合夥人則是私募股權基金的管理人，他們負責管理私募股權公司的投資，一般他們也投資少許的資金作為基金的一部份(通

常約 1%)。

(2) 有限合夥人公司的運作機制

普通合夥人具有公司經營及控制權並負擔無限責任，有限合夥人則提供大部分的資金並享有收益分配權。有限合夥人雖無經營權，但僅就其出資額負有限責任，大大降低了合夥投資的風險。普通合夥人則將基金投資到有資金需求的公司，以創造被投資公司價值，進而利用被投資公司公開上市，或尋求有利之併購機會，作為退出機制，以出售股權取回投資收益。事實上，非創投型私募股權公司之運作頗類似創業投資公司，惟其所介入之投資企業多屬於成熟產業或上市上櫃公司經營不善者。

一般有限合夥人與私募股權公司有長期固定的基金契約期限，通常是 10 年。基金契約期限如有延長，一般為 1 年至 2 年，最多不超過 4 年的延長期。契約期的最初幾年，私募股權公司主要從事投資標的之搜尋、篩選、審查評鑑(Due Diligence) 及投資等活動。投資之後則對投資進行管理，然後在適當的時機退出獲取利潤。退出後，私募股權經理人(Private Equity Manager)在現有投資案結束時會再募集新的基金，以進行新的投資案。一般私募股權經理人經常是同時管理數筆基金—平均幾乎每隔 3~5 年就要募集新的基金，進行下一波的投資案。每筆基金各有不同的契約期限而且每筆每筆基金是各別分開管理，在法律上市各自獨立的。

普通合夥人的報酬分為兩個部分：(a)管理費(Management Fee)，這部分報酬是按照所管理基金的總金額來收取，一般收費百分率在 1%~3%之間，(b)附帶權益(Carrier)這一部分是普通合夥人分享的利潤分配，通常占投資淨收入的 20%~30%左右。有限合夥契約的期限一般只有 10 年，普通合夥人為維持一定水準的報酬收入就必須不斷地募集新的資金，而是否能够成功地募集資金取得新的有限合夥契約則取決於普通合夥人的信譽及經驗，因此普通合夥人會全力以赴，精心的經營用成功的業績，來維護得之不易的良好聲譽。

(3) 私募股權合夥契約對投資運作之約制

經過幾十年的演化及發展，私募股權之合夥契約的訂立日趨細膩，使有限合夥制組織結構地運作更加成熟。例如目前私募股權之合夥契約針對以下幾項重要項目作嚴密的規定：(1)對單一投資標的的投資規模限制 (2)對舉債之限制 (3)對私募股權基金過去和以後發起基金之共同投資限制 (4)對利潤再投資之限制(5)對普通合夥人之限制(6)對投資類型之限制；亦即私募股權純熟地以透過契約法的效力，來約制普通合夥人在投資經營上的正常運作，並用以保障有限合夥人的權益。

(4) 大企業集團附屬私募股權投資機構

除了上述有限合夥人-私募股權公司外，有些大企業集團擁有自己的私募股權投資機構。這類的私募股權投資機構一般是由大企業集團出資創設，自主經營，自行對該企業付責，其投資之標的多選擇與母公司相關產業之新科技領域作為投資的對象，其主要的目的是為了協助母公司發掘新的技術或開發新的潛在市場，如美國的電腦軟體業的微軟公司(Microsoft)、製藥生技業的安進(Amgen)．．．等均設置此類的私募股權投資機構。

(四)、 影響私募股權市場發展之相關法規

1、投資收益稅修改案

於 1978 年將美國原先為 49.5%之投資收益稅降低至 28%，於 1980 年再將其降低 20%，1986 年通過新的稅收改革法(The Tax Reform Act)，給予投資者免稅及減稅的優惠，以增加投資者的投資意願。此外，1978~1980 年美國政府修改法案(Employee Retirement Income Security Act_ERISA)放鬆了對退休年金(Pension Fund)的管制，讓創業投資的資金來源更加充裕，使金融機構投資者取代富有個人及家庭成為創業投資的主要資金來源。

2、融資扶助法案

美國國會於 1958 年通過了「小型企業投資法案」，建立小企業投資公司制度。並由小型企業管理局(Small Business Administration_SBA)對小企業投資公司提供低息貸款，以促進小企業投資公司的發展。1982 年通過小企業創新發展法」(The Small Business Innovation Development Act of 1982)，將小企業投資公司界定為企業發展公司，規定其不受 1940 年頒布之「投資公司法」及「投資顧問法」之管轄。此外該法規定，每年研發經費超過元之聯邦機構都必須實施，小企業創新研究計畫，每年需撥出其研究經費之 1.25%作為支助小企業創新發展的活動。

3、利潤分配予獎勵法案

原先私募股權受到「投資公司法」及「投資顧問法」之管轄限制。私募股權基金之經理人無法獲得投資獲利之利潤報酬分配，只有收取薪資的收入。亦即在此管轄限制下，對基金經理人的績效表現，沒有適當的獎勵措施的誘因，用以激勵基金經理人的全心投入。之後美國國會修訂了「有限合夥公司法」，規定以有限合夥公司法成立之私募股權公司不受「投資公司法」及「投資顧問法」之管制，基金經理人可獲得投資獲利之利潤報酬分配。

(五)、 美國私募股權市場的優點及缺點

1、美國私募股權市場的優點

I、文化、科技及學術的優勢

美國自立國以來，移民到美國新大陸的人們多以追求新天地，追求新夢想而遷移到美國來，因而在文化上崇尚拓荒精神與創業精神。個人及產業都比較有承擔較高的風險，來獲取較大的成功與較高的報酬意願，同時社會大眾在日常生活上，容易接受新的事物。因此新創事業、新技術的發展、新興的市場、比容易得到社會的接受、肯定與發展，所以私募股權市場的整個大環境(包括募資、投資及融資環境)容易在這裡得到充分的發展與調適。更何況美國是世界上科技及學術非常發達的國家，而且產

業界與學術界之間的聯繫及合作非常密切。尤其在拜杜法案推行之後，更是大力的推動了技術研發創新的風潮，使產業界與學術界之間的聯繫更緊密，使私募股權市場發展的大環境更具活力及潛力。例如史丹佛大學對矽谷所扮演的角色即是一個很好的例子。

II、經濟模式及市場規模的優勢

美國為經濟開放的國度崇尚市場自由經濟，在經濟及市場的發展上，政府多半扮演著被動的角色。相對地，民間團體及產業界則一直扮演著積極主動的角色。因此私募股權市場的整個大環境，不論在資金的供需調節上，在新技術及新企業發展與演化上，在市場的組織體制的形成與法規制度的建立上，在經營運作及管理方法的發展演進上，或在專業人才的養成專業領域形成上，隨著市場及時代不斷的演進變化，在市場、社會及產業界之間會逐漸地醞釀出，一套隨時自動調適機制與體系出來。此外美國的產業市場及金融市場是目前世界上最大的市場，讓私募股權市場有可以充分發展擴充及成長的舞台。一般來說，在經濟開放的自由經濟體制下所發展出來的市場發展，相對上，會比其他經濟體制下所發展出來地市場來得完整、健全及全面性。美國私募股權市場發展至今在標的及產業的投資上相當的全面及均衡。在制度及運作上，不管在有限合夥制組織制度上的創設及發展、合夥契約約制的嚴密化、專業化管理的成型、誠信制度的確立、獎勵制度建立、風險的管理及分散．．．均得到成熟及健全地發展。

2、美國私募股權市場的缺點

由於美國採經濟開放、市場開放，政府通常採不干預或盡量減少干預的立場，市場的發展及變化絕大部分依靠市場及產業的自然調節。而靠這樣地調節機制經常無法對突來的轉變作出適時的調適，如 2001 年的 dot.com 泡沫經濟，又如安隆風暴及後續沙賓法案的訂立，直接影響到 IPO 市場的案子大幅縮減。此外美國私募股權市場的投資主要以股權的取得作為投資的方法，當其將市場推展到國外時在發展上受到很大

的限制是其另一缺點。

二. 台灣的私募股權市場

(一)、 台灣私募股權市場的發展與現況

台灣是海島型經濟的國家，內需市場的規模很小，而自然資源也非常地有限，台灣過去的經濟是以密集的代工產業為主，透過對外貿易與國際做生意。因 1950~1970 年代所一直依靠的傳統勞力密集產業經濟，於 1970 年代末期 1980 年代初期逐漸失去競爭優勢。台灣為維持經濟的持續成長，故而推動產業升級，建立以高技術密集為主的產業，為台灣找出新的經濟出路。於是政府於 1980 年代由美國引入創業投資，此為台灣私募股權發展的濫觴。另外，非創投型之私募股權在台灣的起步較晚，它被引入台灣是於亞洲金融風暴之後，在台灣尚在起步階段。因為創業投資 (Venture) 被引入台灣較早，發展也較完整，故而本章關於台灣市場的論述以廣義之私募股權 (Private Equity) 中的創業投資 (Venture Capital) 為主軸。

1、創業投資 (Venture Capital) 的發展

I、創業投資的種子期 (Seed Stage) (1980-1984):

由於看到美國加州矽谷半導體產業的極度成功，政府為了推動台灣的產業升級，選定矽谷作為師法學習的對象。於 1980 年國家科學委員會根據矽谷成功的模式，有計畫的設立了新竹科學園區，並極力鼓勵高科技產業之企業進駐科學園區設立公司。由政府強力的規劃主導，積極地將新竹科學園區經營成為台灣高科技產業的聚落 (以半導體、電子產業為主)。政府於隔年 1982 年派員到加州矽谷考察其成功經驗與模式，並敦請招募創業投資專才，著手進行創業投資的先前籌備及各項可行性評估工作。緊接著，行政院於 1983 年核定實施「創業投資事業管理規則」，以財政部為主管機關，允許創業投資基金在台灣合法登記註冊，正式拉開了國內創投事業發展的序

幕。在此同時政府又訂立了獎勵國內創業投資的辦法「促進產業升級條例」，對創業投資者給予繳稅抵減優惠。另外行政院籌措新台幣 8 億元的種子基金，準備直接參與投資種子階段(Seed Phase)的初創公司。於 1984 年第一家創業投資公司「宏大創業投資股份有限公司」成立，台灣的創業投資市場正式開始運作。

II、創業投資的初創期(Early Stage)(1985-1994)

政府透過開發基金和交銀分別於 1985 年和 1991 年出資新台幣 8 億元及 16 億元的種子基金，參與投資種子階段(Seed Phase)的新創公司。政府原將創投之投資範圍，設定為國內外科技事業和其他創投，在 1993 年 3 月放寬規定創投之投資得以 30%的實收資本額內，投資一般製造業，前項科技事業的範圍涵蓋有:通訊、資訊、消費性電子、半導體、精密器械與自動化、航太、高級材料、特用化學品與製藥、醫療保健、資源開發及高級感測等十二項新興工業，及其他認定之科技事業。政府希望藉此發揮創投的五大功能如下所列: (1)提供種子資金，以促進科技事業之設立與發展; (2)引導資金投入高科技事業; (3)引進國外技術於國內科技事業之發展; (4)提供被投資公司經營管理之支援; (5)輔導投資成功的科技事業上市/櫃。自 1984 年成立第一家創業投資公司以來，至 1994 年已達到 28 家，此為台灣投資的初創期。

III、創業投資的擴張期(Epansion Stage)(1995-1997)

1995 年後，創投家數快速成長，開始進入台灣創投業的全盛時期，至 1997 年止計有 72 家，總資本額達到 358 億，分別委由 38 個基金管理團隊負責經營。根據國科會的「科技白皮書」顯示，技術密集產業占製造業之比例，由 1986 年的 24%，提昇至 1996 年的 37.5%，高科技產業於這十年之間快速發展，使我國躍居世界第三大資訊業及第四大積體電路業國家，此為台灣投資的擴張期。

IV、創業投資的成熟期(Mezzanie Stage)(1998-present)

2001 年電腦網路泡沫化全球經濟景氣由盛轉衰，台灣民間投資信心低落，加上

政府取消創投股東投資抵減優惠制度，使創投資金募集更加困窘，2001 年時僅有 7 家創投成立，較前一年呈現 78% 負成長。於 2002 到 2004 年期間，因金控及企業集團積極地投資創投業之故，促使在此三年中平均每年有 20 家新設創投及 167 億資本額的成長。然而隨著國內創投業經營環境持續不振，2005 年全年僅有 9 家創投公司設立，為近年來次低水準(僅次於 2001 年)，此為台灣投資的成熟期。

2、創業投資的現前困境

近年來，隨著台灣國內產業結構的改變，許多科技產業，如電子、資訊、半導體、光電及通訊等產業之發展趨於成熟成長空間有限，股市本益比壓縮，使投資價格難以滿足買賣雙方期待，造成創投的投資意願低落。同時隨著中國熱之吸磁效應，產業大規模地外移西進，資金大量地外流，因此創投很難在短時間內，募集充裕的投資資金及發掘新興的產業加以投資，因而國內投資案源產生明顯不足的現象。

生技、軟體及網際網路等產業，因受過去幾年產業環境不景氣之影響，創投對這些產業的投資趨緩。而數位內容產業，因國內數位內容產業整體環境未臻成熟，產業規模較小且產業競爭激烈，使得創投的投資意願低，投資交易不活絡。然而在 2005 年整體投資額大幅下滑的同時，創投對該等產業的投資額卻呈現成長趨勢，隱約透露出產業已漸走出景氣谷底，逐漸邁向復甦。值得注意的是，屬於非主流的傳統產業近幾年來的投資額亦呈現成長曲線，2005 年創投對傳統產業的投資額首度超越半導體、電子等產業，躍居 2005 年投資額的第二位，相較於競爭激烈的科技產業，傳統產業提供更為優渥的條件與機會吸引創投的注意。

相較於國內投資衰退情形，創投業對美國以外之其他地區的投資額卻呈現增長，2002~2004 年間平均投資額新台幣 3.38 億元，到 2005 年已增加至 7.27 億元，與對國內之投資比較雖然對美國地區之投資額並不多，但其增長幅度達 115%。主要原因是國內創投已意識到國內投資案源日漸稀少，為求生存與發展，積極朝向海外佈局，這

可能是未來創投發展的趨勢。

2001 年電腦網路泡沫化全球經濟之後，台灣創投業由盛轉衰，整個創投業界正面臨著嚴酷的挑戰，而當前創投業面臨之問題主要為：(1)資金募集困難(2)缺乏適當投資標的(3)投資績效不佳(4)人才不足(5)國際化困難

(1)資金募集困難：

2005 年僅有 9 家創投公司設立，新募金額新台幣 48.7 億元，創近十年來新低。當前創投業募資困難的主要原因有：

(A)政府四大退休基金礙於法規限制以及高投資風險的顧慮，尚未開放投資創投事業，使得創投業不能像美國創投業有退休基金充裕的融資資金來源。另外金融相關機構，如銀行、保險、證券公司等機構，礙於法規對創投事業投資額度的限制，因此無法適時適度的提供充分資金支持創投事業的發展。

(B)自 2000 年政府將創投股東投資抵減優惠被取消後，使得投資人若直接投資於新興重要策略性產業時仍可適用投資抵減；反之若投資創投則無法享受優惠，因此產生資金排擠效應，嚴重影響個人與法人投資創投的意願。同時隨著中國熱產生的吸磁效應所致，產業大規模地外移西進，吸取大量的資金外流到中國市場。

近幾年國內外經濟環境不佳，整體創投經營績效也不盡理想，市場投資人對投資效益與預期均抱持觀望態度，中長期資金持有者若不願意投資創投事業，將造成創投事業資金來源不足的現象，這對於成長中的創投事業帶來極大的衝擊，嚴重影響創投資金的募集。

(2)缺乏適當投資標的：

自 1994 至 2000 年間，台灣創投總家數由 28 家增為 170 家，成長 6 倍；同一時期創投的投資案從 219 件增加到 1,850 件，成長 8 倍以上，這段期間每家創投每年平

均投資案件數約為 10 件。然而自 2000 年以後，每家創投每年平均投資案件數大幅下降，從 2000 年的 10.8 件逐漸下降到 2005 年的 2.2 件，衰退幅度達 79.6%，由此看出台灣創投的每年投資案逐漸減少中。再加上，近年來由於國內資訊、電子產業發展已趨於成熟，半導體業也走到高原期，生物科技與數位內容產業則處於起步階段，除光電及通訊產業外，短時間內很難再發掘出質與量俱佳的新興產業；另則受到資本市場低迷影響，股市本益比不斷壓縮，造成上市與未上市本益比差距縮小，使得投資價格難以滿足買賣雙方期待，因而造成國內投資案源產生明顯不足的現象。

(3)投資績效不佳：

近年來受到政經環境惡化及上市公司作假帳等因素影響，台灣股市本益比與成交量持續向下修正，2005 年來台股上市加權股價指數落在 5,500~6,500 點區間盤整，成交總額及成交值週轉率也雙雙滑落到過去四年來的新低水準。雖然 2005 年底股市轉趨熱絡，上市股市整體本益比逐漸回升至 17.55 倍，但仍僅為 1999 年高峰期 47.73 倍的 36.7%。由於台股持續低迷導致許多上市（櫃）公司出現股票流動性不足與股價下滑的問題，創投也因為資本市場低迷，造成創投資金不易退出及投資績效大幅衰退的結果。以目前國內 105 個創投經營團隊估算，其中約僅三分之一團隊(包括一般獨立、金控及企業集團的創投團隊)投資活動較為積極，若前述環境不能改善，預估未來三年隨著基金逐漸到期清算，積極投資的創投團隊將更進一步減少，對整體創投業發展產生不利之影響。

(4)人才不足：

創業投資是一個專業化需求很高的產業，從事創業投資的專業人才，不僅需要充分掌握金融領域的相關知識，同時需要熟悉科技產業的發展情況，甚至對新創事業的經營管理要有一定程度的瞭解。台灣早期從美國引入創業投資時以優渥的條件從海外延聘許多創業投資的專業人才到台灣來協助創業投資的推動與從事創業投資的操盤，由矽谷成功地移植創業投資的模式，使其在台灣蓬勃發展，在 1995 年到 2000 年

之間更為台灣締造出創投業全盛時期。

隨著全球化的趨勢及世界各地創投業的持續發展之中，而中國在創投業發展的趨勢更是迅速。創投業同樣受到中國熱的吸磁效應的影響，台灣創業投資的專業人才有不斷外流的現象。另一方面，由於非創業投資之私募股權在台灣興起，一些創業投資的專業人才轉投到非創投資私募股權的領域上去，使人才更加短缺，加上台灣在創投業專業人才的培育上沒有完整機制及配套措施，使得台灣創投業有青黃不接的現象。目前台灣創投業稱職的專業人才甚為不足，尤其是具國際觀，可以直接與國際接軌的專業長才嚴重缺乏對台灣創投業未來地發展上是另一項隱憂。

(5)國際化困難：

過去二十多年來，台灣創投業在本土市場發展迅速，表現不凡。但對於海外市場的擴張，因過度著重高科技技術的發展，故僅侷限於美國市場。創投國際化首應了解當地國之經濟、產業、資本市場等環境因素，深入熟悉當地市場與人脈網絡之運作，並且長期深耕才會有收獲。然而多年以來在這方面缺乏經營，歷年的統計顯示，台灣創投的投資額 74%集中在台灣本土，其餘 26%雖為海外地區，但大部份集中於美國矽谷等地區。嚴格來說，台灣創投事業充其量僅為本土型產業，尚不能稱為國際化事業。

3、非創業投資(Non-Venture)型之私募股權的發展

非創投型之私募股權基金於 1970 年代在美國開始發展起來，之後被引進到歐洲，在歐美已經盛行 30 多年之久。由於市場經過高度地發展之後，產業的競爭者日眾，因此在歐美地區不容易找到價值低估或超額報酬的併購或投資標的。最近幾年來非創投型之私募股權的新參與者紛紛轉向開發世界其他地區的新興市場，隨 1997 年亞洲發生金融風暴，非創投型之私募股權基金大舉進軍亞洲。較有名的案例如聞名國際的私募股權基金業者卡來爾(Carlyle)併購韓國的韓美銀行 (KorAm Bank)，經過幾年的重新整頓再將之售予花旗銀行，獲利數倍。

在亞洲金融風暴之後於外資非創投型之私募股權基金陸續地介入台灣資金市場，較有名的如：於 1998 年凱雷集團(Carlyle)在 1998 年開始介入台灣的有線電視通路(台灣寬頻)案，於 1999 年匯豐集團直接投資之外國私募股權公司接手東隆五金重整案，於 2006 年有美國奇異金融(GE Capital)入股萬泰，新加坡淡馬錫(Temasek)入股玉山，渣打銀行(Standard Charter)併購新竹商銀，及新橋(New Bridge) 國際買入台新金控 270 億台幣特別股，介入台新金控經營等案例。又同年凱雷集團以 476 億元買下全部東森媒體科技公司股權，並購入四成東森電視股權，而引發了台灣對跨國企業介入國內特許事業之爭議。另外 2006 年底，凱雷擬收購日月光等案例更是轟動一時。私募股權基金投資與創業投資由於行事隱密、低調，加上獲利高，引發許多遊走法律邊緣的爭議，因而引發台灣各界對它的好奇、不安、懷疑．．．。

私募股權基金在台灣的發展，依據統計，截至 2005 年累計案件有 19 件，金額為 319.76 百萬美元。於 2006 年收購案更是快速地成長，截至上半年，外來私募股權基金已進行之交易計有 5 件，承諾的投資金額高達 2,475 百萬美元。目前台灣非創投型之私募股權投資案均為外來私募股權基金之交易，由於法規之限制，本土性交易之案例還未開始。目前台灣創業投資有逐漸走向私募股權基金投資型態的趨勢，主要的原因是近來創業投資公司不易尋找案源且募資不易，加上資本市場長期不振，導致創業投資標的公司之股票市價在上市後可能較上市前還低，造成投資虧損。例如國內最大的直接投資機構中華開發工銀，除了創業投資之外，投資的觸角也已延伸至非創業型之私募股權基金投資。

三. 小結

美國私募股權市場經過的演進變化在有限合夥制組織制度、有限合夥公司合夥契約的嚴密化、專業化投資管理、誠信制度的確立、獎勵制度建立、風險的管理及分散．．．均有相當成熟及健全地發展，也是美國私募股權市場成功的達到現在私募股

權市場如此高度發達關鍵所在，可作為台灣發展私募股權市場組織及運作機制的重要參考。其他美國私募股權市場發展期間，美國政府經由民間的遊說建議所頒佈及修訂法案、稅制以及相關的配套措施亦可供台灣政府作為促進台灣私募股權市場的參考之用。

台灣政府過去藉由計畫經濟的模式強力主導成功的引入創業投資市場，帶動了台灣電子產業的高度發展。其所依循地發展方式並非一成不變的抄襲美國矽谷地成功模式。台灣在市場規模、經濟模式、文化背景、產業結構、科技發展以及產業與學術的連結等，均有不同於美國各項的客觀環境。加上台灣必須面對中國熱吸磁效應的直接衝擊，因此台灣政府與民間各自應該扮演甚麼樣的角色及台灣如何來擘劃及建立適合台灣未來發展的私募股權市場的整個大環境(包括募資、投資及融資環境)，是目前台灣政府與台灣業界所要共同思考的重大課題。

陸、結論與建議

一、研究結論

本篇論文的主要貢獻期望透過引進美國私募權益市場之制度，以金融仲介為主的有限合夥型態，架構出整個私募權益基金與創業投資基金的關聯與比較，瞭解私募股權基金退出股本分配與相關議題之操作，美國私募股權市場的優點及缺點，期望對台灣私募權益市場參與者與政府提出建議，結論分項說明如下：

(一)、私募股權基金與創業投資基金的關聯與比較性

1.創業投資與私募股權之不同處

私募基金由很多方面來看是與創投不同的，私募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很多公司。私募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基金方式來尋求更佳商業模式。另外創投業者也積極想轉進私募，但其專長在技術而私募更重視財務與管理技術，故兩者之間存在一些差異點。

2.新創事業到成熟企業不同階段之資金來源

- (1) 種子期: 有創意點子，創業者自籌資金為主，設立公司，尋求法律支援。
- (2) 創立期: 天使資金為主有部分創投資金，約 USD 數 K 資金投入，確定 Ideal 或 Concept，建立智慧財產為重點。
- (3) 成長期: 創投資金為主，約 USD 數 M 資金投入，建立試產線，市場推廣，技術改進。
- (4) 擴充期或準 IPO 期: 創投資金為主，因應產能擴充，市場擴大，對外策略聯盟，尋求公開市場募集資金。
- (5) 重整再出發期或進入國際競爭期: 私募股權投入，約 USD 數 B 資金投入，以產業前景佳，產品與技術競爭性佳之企業為主(或經營不佳，需重整或重組，接手後

用財務操作進行分割，重整好之事業包裝後再上市或尋找買主如 LBO 方式)。目前台灣企業有部分也熱情歡迎私募，其原因如下：

- a. 企業需金若渴，打消呆帳
- b. 幫企業搭上國際產業鏈
- c. 為企業贖身，擺脫煩瑣的法令限制
- d. 掩護，拓展在中國的投資
- e. 影響公司之遠景

3. 創業投資與私募股權投資標的與報酬率

- (1) 創業投資之標的為有創新、成長、潛力之產業與企業為主，投資時間約五到七年，因為高風險故報酬率至少三十%以上，但投資年限、額度與報酬率會隨產業別、企業之不同生命週期階段而有不同之風險，故有不同之報酬率期待。

台灣創投因產品市場小且基金規模不大故要求之回收年限較短約三至五年與美國創投之七年比較，台灣創投承受風險程度較小。

- (2) 私募股權之標的為公司的基本體質佳，所屬的產業有前景，有營收，獲利穩定成長且現金流量穩定之企業，最好在產業界與市場有不錯之聲譽與影響力，早期以零售業、百貨業、建築業為主，但現今已跨入金融、媒體與電子科技產業，評估時間約三到五年，經營時間約五年，全部週期約十年，然後出場，故報酬率約十五到二十五之間。

4. 創業投資與私募股權之資金來源

(1) 創業投資之資金來源管道

創業投資事業歷經數十年的發展，因此今日創業投資事業資金來源已由早期的富人與銀行家，擴大至多元化的管道與多樣化的經營形式。概括來說，目前創業投資事業組成的方式大致有以下數種：

- a. 大公司附屬的創業投資事業：大型企業集團經常為實現多角化經營或水平、垂

直整合的發展策略，成立專門負責創業投資業務的事業單位；

- b.法人機構主導的創業投資事業：這類公司大部份屬於有限合夥型組織，主要股東為養老信託基金、退休基金、保險公司等大型法人機構，目的是追求資金的有效利用與回收。
- c.專業金融機構組成的創業投資事業：由於科技產業投資的專業性與重要性日增，遂形成以科技事業為主要投資對象的專業金融機構與投資銀行。
- d.私人組成的創業投資事業：由富人、企業家、以及國外投資者等共同出資組成的投資公司，籌資過程不公開，主要是經由人際網絡關係組成。
- e.一般基金型的創業投資事業：此類創業投資事業是由專業基金經營團隊發起，資金來源主要經由公開市場向社會大眾集資，並接受金融管理機構的監督。
- f.專門目的組成的創業投資事業：此類公司多是基於產業政策目的而設立的。
- g.目前美國已有部分私募基金投入創業投資，台灣因政府法令與制度不完整，而有阻礙與限制。

(2) 私募股權之資金來源管道

私募基金有源源不絕之銀彈，則來自全球低利率及充沛的融資環境，因取得資金之利息成本低且融資容易與資金過剩，私募股權之槓桿約五到十倍向銀行、保險公司、退休基金與金字塔頂端之財富人員募集資金。

5.創業投資與私募股權之法令和制度

私募股權最受批評為是其追求短期利益的經營策略，可能傷害企業的永續發展，甚至帶來失業等社會問題，此是政府訂立規範最須關注之處，再者，私募股權常同時扮演收購者與大股東的角色，進而侵犯小股東權益，也須立法保護而敏感產業的外人政策，也待討論釐清，至於下市與否，政府應關心程序周延性，而非最後結果，政府單位已開始重視這個新興行業，就連管理界也一樣開始注意這個新興的管理實務，但台灣法令有下列限制，使私募股權無法成立而由創投業來操刀，故必須盡快立法通過。

- (1)依現行「證券投資信託及顧問法」之規定，私募基金屬於證券投資信託事業業務

之一種，僅能投資證券市場，不能從事融資收購與公司重整事務，也就是說，台灣目前並不承認「公司型」基金(也就是投資標的物不是股票而是'公司'的基金)

(2)有限合夥法(Limited Partnership：LP)

LP 法案早在美國 1980 年代就運用在創投業上，政府同意企業可以組成「不以永續經營為前提的有限合夥組織」，有限合夥須有一名以上對有限合夥債務負連帶無限清償責任的無限責任合夥人，即執行業務經營者、負責人，只要經營團隊有技術及經營知識即可以技術、信用或勞務出資，而台灣正在進行的 LP 草案將排除公司法第 13 條「公司不可為其他公司無限責任股東或是合夥事業合夥人」。

(二)、私募股權基金退出股本分配與相關議題之操作

私募基金經理人具有權力與自主能力賣出被投資的公司，因而獲利並退出被投資公司。相對於創投基金通常無法如此做，其經理人須與公司管理階層協商以執行此程序。但私募基金退出被投資公司後，並非就此不再與該公司保持關係，相反的，維持一定良好的關係對私募基金經理人也是非常重要的課題，其主要原因如下：

- 1.股權未全部退出：私募基金退出的最好選擇是公開市場操作，但因相關之法律規定與特定原因，此種退出方式需保留一定的持股比例於被投資公司，而無法完全兌現其投資。故為此部份投資資金仍存在該公司，保持良好關係顯然為必須的手段。
- 2.保留未來不確定性的彈性：公司經營的風險是不確定的，私募基金退出被投資標的後，難保不會再投資第二次，或者因基金經理人特性而需在類似產業投資，故商業策略的合作是隨時可能發生的
- 3.產業界之間的聲譽：基金經理人頗重視聲譽，因為這是投資客戶信賴的基礎，唯有保持密切關係與聯繫，才是長久之道。此外，私募基金經理人的持續監督與管理協助也是為確保被投資公司上市後的經營狀況，也可維持經理人的聲譽。

4.保持對業界的資訊靈敏度：隨時保持在對業界活躍的公司消息，才能掌握產業之間的趨勢與變化。

(三)、美國私募股權市場的優點及缺點

1. 美國私募股權市場的優點

(1) 文化、科技及學術的優勢

美國自立國以來，移民到美國新大陸的人們多以追求新天地，追求新夢想而遷移到美國來，因而在文化上崇尚拓荒精神與創業精神。個人及產業都比較有承擔較高的風險，來獲取較大的成功與較高的報酬意願，同時社會大眾在日常生活上，容易接受新的事物。因此新創事業、新技術的發展、新興的市場、比容易得到社會的接受、肯定與發展，所以私募股權市場的整個大環境(包括募資、投資及融資環境)容易在這裡得到充分的發展與調適。更何況美國是世界上科技及學術非常發達的國家，而且產業界與學術界之間的聯繫及合作非常密切。尤其在拜杜法案推行之後，更是大力的推動了技術研發創新的風潮，使產業界與學術界之間的聯繫更緊密，使私募股權市場發展的大環境更具活力及潛力。

(2) 經濟模式及市場規模的優勢

美國為經濟開放的國度崇尚市場自由經濟，在經濟及市場的發展上，政府多半扮演著被動的角色。相對地，民間團體及產業界則一直扮演著積極主動的角色。因此私募股權市場的整個大環境，不論在資金的供需調節上，在新技術及新企業發展與演化上，在市場的組織體制的形成與法規制度的建立上，在經營運作及管理方法的發展演進上，或在專業人才的養成專業領域形成上，隨著市場及時代不斷的演進變化，在市場、社會及產業界之間會逐漸地醞釀出，一套隨時自動調適機制與體系出來。此外美國的產業市場及金融市場是目前世界上最大的市場，讓私募股權市場有可以充分發展擴充及成長的舞台。一般來說，在經濟開放的自由經濟體制下所發展出來的市場發展，相對上，會比其他經濟體制下所發展

出來地市場來得完整、健全及全面性。美國私募股權市場發展至今在標的及產業的投資上相當的全面及均衡。在制度及運作上，不管在有限合夥制組織制度上的創設及發展、合夥契約約制的嚴密化、專業化管理的成型、誠信制度的確立、獎勵制度建立、風險的管理及分散，均得到成熟及健全地發展。

2、美國私募股權市場的缺點

(1)無法對突來的轉變作出適時的調適

由於美國採經濟開放、市場開放，政府通常採不干預或盡量減少干預的立場，市場的發展及變化絕大部分依靠市場及產業的自然調節。而靠這樣地調節機制經常無法對突來的轉變作出適時的調適，如 2001 年的 dot.com 泡沫經濟，又如安隆風暴及後續沙賓法案的訂立，直接影響到 IPO 市場的案子大幅縮減。

(2) 國外發展上受到很大的限制

此外美國私募股權市場的投資主要以股權的取得作為投資的方法，當其將市場推展到國外時在發展上受到很大的限制是其另一缺點。

二、研究限制

本文研究以美國及台灣私募基金之介紹為主，因此僅以美國狀況之介紹與我國比較異同為主，而無介紹其他國家之相互比較。

其次，本論文引用之文獻資料，原則上以書籍、期刊及研究報告為參考依據，加上在美國訪談專業人士；然而台灣部分私募制度的議題尚在討論階段，相關之期刊文獻不多，且要約專業人士訪談不易，而無法做更深入之探討研究，皆是本論文研究之限制。

三、研究建議

一、對私募權益市場參與者之建議

創投事業是國家新科技及新創企業重要的誰手；非創投事業之私募權益市場，可增加企業經營者的投資管道，加速產業發展。

目前我國之經濟不景氣，產業外移，政府產業政策不明確，投資信心不足等因素，但私募權益市場在政府九十一年一月十五日修改證券交易法部分條文，引進私募制度，將對私募權益市場參與者有極大的助益。本文僅提出兩點建議：

（一）專業之加強

私募權益市場要面對極高的代理成本與資訊不對稱（或資訊取得成本），其產業背景、投資背景、人脈網路、管理經驗等，私募權益市場的參與者應加強其專業，才能創造管理基金良好的績效。

（二）聲譽

私募權益市場的參與者，須體認聲譽之重要性，努力於投資之事務。良好的聲譽，才能在下一次的基金募集，籌集到足夠的資金。

二、對政府的建議

台灣由於產業外移，使得創投的商機愈來愈少且競爭日益激烈，所以台灣的創投欲轉型做私募基金乃是大勢所趨，在歐美壽險業者資金大幅提高私募基金的投資比重，提高投資效益，台灣政府應加速解除管制、積極面對私募基金時代的到來。

（一）政府應加速誰動相關法規之修訂：

台灣政府於2002 年修正證券交易法，明訂有價證券的私募制度與方法，將私募基金納入管理：

1．私募對象再開放

開放退休基金（公司退休基金及政府退休基金）、捐贈基金亦可為私募對象。

2．仿效美國金融仲介

如美國之金融仲介之有限合夥型態相關法規之制定，政府應加速誰動相關法規之修訂，足以規範資金供給者、發行者及金融仲介等投資行為。

（二）政府在私募權益市場規劃之方向：

應仿效國外私募之報備程序，使得私募權益市場之參與能以最迅速的方式、最低廉的資金成本來籌募資金。

參考文獻

中文參考文獻:

1. 楊淑后 (2006), 由私募基金之發展探討創投應如何轉型, 元智大學管理研究所碩士論文。
2. 陳津美、施淑惠 (2007), 私募基金所衍生金融及課稅問題之探討, 北商學報第十二期。
3. 陳建源 (2005), 影響國內私募基金募集績效之探索性研究, 樹德科技大學金融保險研究所碩士論文。
4. 劉常勇, "創業投資評估決策程序", from:
<http://cm.nsyu.edu.tw/~cyliu/paper/paper17.doc>
5. 楊子江, "私募股權基金與創業投資", 中央銀行季刊, 第二十九卷第二期, 民國 96
6. 葉淑玲, "私募股權市場投資與對市場之影響", 證券暨期貨月刊, 第二十五卷, 第六期, 民國 96 年 6 月 16 日
7. 蘇秀玲, "私募股權基金與融資收購問題初探", 證券暨期貨月刊, 第二十五卷, 第三期, 民國 96 年 3 月 16 日
8. "美國私募基金地發展及運作機制", from:
<http://i.cn.yahoo.com/blog-8iMLBqgpcqeL4SoQfxyS35r8OBYZ?p=5>
9. 曾怡禎, "我國創業投資事業發展的省思與綢繆", from:
<http://www.moea.gov.tw/~ecobook/season/saa13.htm>
10. 2006 年台灣創業投資年鑑
11. 天下文化雜誌, (2007). "新金錢帝國", 2007/01/03
12. 自由電子報, (2007). "斥資 260 億美元 黑石集團併購希爾頓飯店", 2007/7/5.

英文參考文獻:

1. Jeniffer Koski, MMOT 2007 Tranning Course Material, University of Washington
2. G.W. Fenn, N. Liang, "The Economics of the Private Equity Market", December 1995
3. G.Fraser-Sampson, "Private Equity as an asset class", 2007, published by Wiley
4. MMOT 2007 Group IE_1 Interview Material

5. TVCA Yearbook 2006
6. NVCA, <http://www.nvca.org/>
7. Morellec, E. (2003) Investment, compensation, and risk aversion, Simon Business School Working Paper, No.FR 03-19.
8. Kaplan, S. and Stromberg, P. (2003) Final contract theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts, Review of Economic Studies 70, 281–316.
9. Kaplan, S. and Stromberg, P. (2004) Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses, Journal of Finance 59, 2177–2210.