

【論著】

私募股權基金與融資收購問題初探



蘇秀玲* (證基會
研究員)

一、前言

2006 年 11 月國際知名的私募股權基金-凱雷集團 (The Carlyle Group) 宣布有意收購國內上市公司日月光之股權，輿論一時譁然，樂觀者認為此為國內開放外資投資證券市場的良例，而憂心者則認為此係國內上市公司欲出走西進的警訊。事實上，外國私募股權基金投資國內企業早有前例，早在 1999 年即有外國私募股權公司 (匯豐直接投資) 接手東隆五金重整案，並於 2001 年重整完成，2006 年再度於櫃買中心掛牌，而該案也成為國內知名之公司重整成功案例。而凱雷集團也曾於 2006 年 7 月 6 日獲經濟部投審會同意，透過多層次轉投資東森媒體科技 (EMC)，以 476 億元買下全部東森媒體科技公司股權，及四成東森電視股權，該案甚至引發跨國企業介入國內特許事業之爭議。事實上，由凱雷收購日月光案，我們也發現國內投資大眾對於私募股權基金認知不足的問題。本文擬探討私募股權基金之性質及融資收購之模式，輔以美國對私募股權基金之監管法制之介紹，以建構主管機關監管之可能方向。

二、何謂「私募股權基金」

(一) 定義與功能

「私募股權基金」主要盛行於英、美兩國，為私募基金之一種¹，其為初設公司

* 作者現職為證券暨期貨市場發展基金會研究員。

¹ 私募基金 (private fund)，亦有稱為私募投資公司 (private investment company)，與募集發行共同基金之投資公司 (investment company) 不同，依美國 1996 年全國證券市場改革法 (

(Start-up Firms)、中小型私人企業 (Private middle-market firms)、財務困難公司 (Firms in financial distress)，及融資收購公司 (public firms seeking buyout financing) 之重要資金來源。組織型態多為「有限合夥」(limited partnership) 或「投資公司」(investment company)。與台灣投信業所發行之「契約型私募基金」不同，私募股權基金之出資者為該公司股東（或合夥人），並非僅屬於受益憑證之持有人。投資人大多來自於政府退休基金、保險公司等機構法人，及超級富豪。投資目的是企求其資產穩定成長，每年都有一定比例的資金要投資，故私募股權基金投資一般企業之投資期至少五年，相對而言也是較穩定的資金。過去投資標的僅限於未上市公司股票，類似創業投資基金之投資模式，現在也私下交易上市公司股票，甚至直接透過股市大買股票進行購併投資。

以最常使用的「有限合夥」制度為例，私募股權基金之合夥人可分為「有限合夥人」(limited partner) 與「普通合夥人」(general partner)²。普通合夥人具有公司經營及控制權並負擔無限責任，有限合夥人則提供了企業大部分的資金並享有收益分配權。有限合夥人雖無企業經營權，但僅就其出資額負有限責任，大大降低了投資合夥企業的風險。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，作為退場機制，以出售股權取回投資收益。事實上，私募股權基金之運作頗類似創業投資公司，惟所介入投資之企業多屬於成熟產業中經營不善者。

(二) 私募股權基金之合夥契約³

1. 有限合夥人之最低投資額

普通合夥人會依有意成為有限合夥人之投資人屬性（如機構投資人或個人），設定不同之最低投資額。

2. 普通合夥人出資額

美國於 1986 年公布之「租稅改革法」(Tax Reform Act of 1986)，取消原先合夥人必須至少出資資金總額 1% 的規定，普通合夥人並無出資額之限制。惟實務上普通合夥人可自願出資，以彰顯對自家基金經營的信心。為使募集資金順利進行，許多普通合夥人本身即為業界知名的投資專家，也已累積相當多的財富，故多半也會提高自己出資比例，以排除其他與其關係較淺的投資人，故私募股權基金之有

National Securities Markets Improvement Act of 1996) Section 3 (C) (7) 規定，私募基金排除 1940 年投資公司法之適用。

² 參見美國「1981 年統一有限合夥法」(Uniform Limited Partnership Act of 1981) 相關條文之規定，United States Codes, Title 7, Article 62。

³ 有關私募股權基金之投資契約條款參見 VC Experts-Private Equity and Venture Capital Expertise 網站，GP/LP Terms and Conditions Survey 網頁 http://vcexperts.com/vce/data_center/revised/fundterms_revised.asp 之介紹。

限合夥人多為政商關係良好人士。

3. 利潤分配

基金收益如何分配，悉依契約之規定，主要係訂定「必要報酬率」（hurdle rate）⁴與「抓回條款」（claw-back provision）。「必要報酬率」係允許私募股權基金在資產淨值超過 10%、12% 或某一約定倍數時，即可進行資本利得分配。此一契約安排使每一個投資標的的投資成本會先分配給有限合夥人，剩餘的部分再依契約規定利潤比例分配，可使投資人確定拿回承諾資本後再進行分紅。而為避免分紅過度積極，導致後續發生虧損時無現金回補，另以執行「抓回條款」，以避免基金在某一個投資標的上獲得大量利潤，但在其他標的上損失全部資本，而普通合夥人卻仍可在獲利標的達到回收門檻時獲得利潤之不合理情形⁵。作法是有限合夥人依契約規定，在其他投資標的虧損時，可執行此一條款，「抓回」普通合夥人在獲利標的上所得到之利益，用以補償有限合夥人在其他項目蒙受之損失。此類條款通常在基金契約期間之末期（第 10 年至第 12 年）執行，但有限合夥人亦可合意延長基金期限。

4. 最大最小籌資規模

有限合夥契約都會規定最大和最小的基金規模，不同的普通合夥人對基金規模偏好不同，如果普通合夥人無法吸引到足夠資金，最初投入的有限合夥人可以合意解散基金。

（三）投資策略特色

私募股權基金的出現已徹底改變企業融資版圖，尤其在北美與歐陸，私募股權基金已成為主要資本來源，而不論其資本規模大小，最常使用融資併購（Leverage Buy-out，簡稱 LBO）來進行企業整併之投資，而其也因此重新塑造全球公開發行股票市場與債券市場。所謂「融資收購」，即收購者（個人或法人所組成，一般不含目標公司現任管理者）先設立一家控股公司，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

⁴ 又可稱為“required rate of return”，為投資人投資可回收之門檻。

⁵ 依 VC Experts-Private Equity and Venture Capital Expertise 網站所建立的「私募股權與創投業百科全書」（The Encyclopedia of Private Equity and Venture Capital）之解釋：“A claw-back obligation represents the general partner’s promise that, over the life of the fund, the managers will not receive a greater share of the fund’s distributions than they bargained for. Generally, this means that the general partner may not keep distributions representing more than a specified percentage (e.g., 20%) of the fund’s cumulative profits, if any. When triggered, the claw-back will require that the general partner return to the fund’s limited partners an amount equal to what is determined to be “excess” distributions.” 參見網頁 http://vcexperts.com/vce/library/encyclopedia/glossary_view.asp?glossary_id=188，2007/1/25。

向銀行借款，以償還之前的過渡性貸款⁶。其策略運用之特色如下：

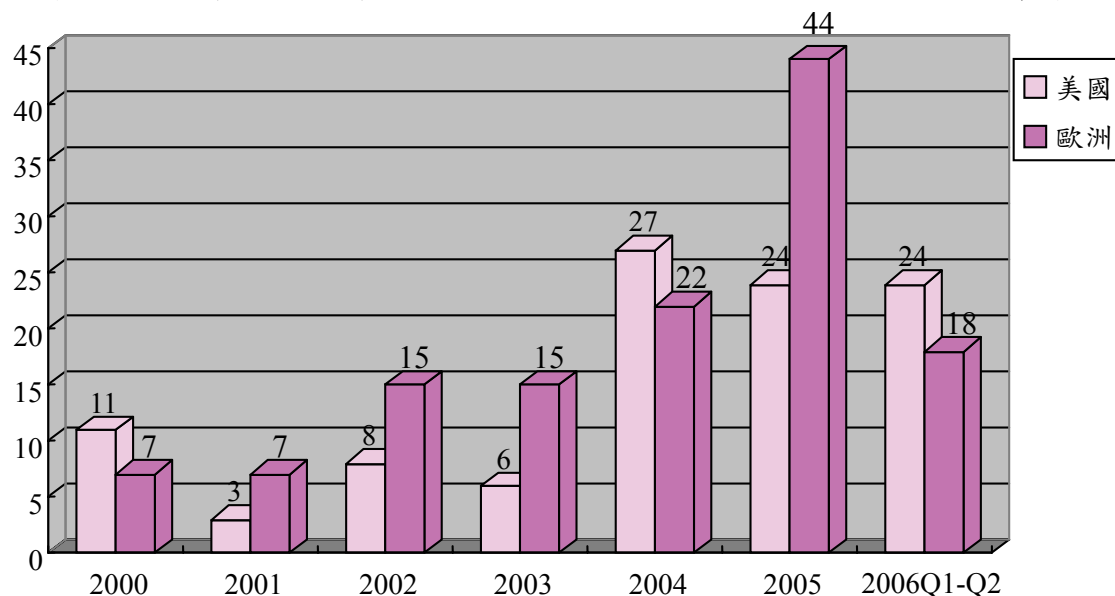
1. 高度財務槓桿，低利率資金融資。
2. 適當的購併對象，多為經營不善，股價表現不佳，但仍具發展價值者。
3. 金脈與人脈豐沛，善於經營政商關係。
4. 整頓企業後運用重新上市或尋找買主脫手，存在退場機制，目的非永續經營。
5. 投資期一般為五年，高風險高報酬。
6. 主導者為有膽識與專業之投資團隊，企業經營則仰賴專業經理人。

以實務運作情況而言，私募基金收購企業股權本身並無公司營運專業，多聘請專業經理人，以重整、分割或賣出營運不善部門、裁員等方式改善公司體質後，俟股價表現良好時賣出獲利。

（四）融資收購模式

融資收購模式（LBO）最為人詬病之處，在於舉債槓桿大，且收購者於入主目標公司後，往往使目標公司承擔更大的財務風險。而 LBO 也有賴低迷的股價，與低利率的經濟環境，才能以較低成本進行。從圖一可以看出近年來 LBO 案件數量急速成長。

圖一、2000 年至 2006 年美國與歐洲 LBO 案件數（十億美元以上）統計圖



資料來源：SDC Platinum and Citigroup, 2006.

為進一步瞭解近年來 LBO 案件增加之原因，分析 LBO 所需條件如下：

⁶ 蔡鐘慶，投資銀行業務-企業融資收購之簡介，證券暨期貨月刊，第 22 卷第 2 期，2004

1. 資本架構

大部分公開發行公司與私有公司（private firm）都尋求保有低槓桿的財務彈性，LBO 模式屬於高槓桿、高信用之財務操作，故只有在低利率環境下，才可能保有債權資本市場流動性，以拉高負債比率來獲致高股權收益之潛在報酬，但仍無法避免風險之增加。

2. 所有權結構

資金贊助者間接擁有被收購公司之股權，故他們對於企業經營也擁有較多影響力，故被私募股權基金收購之公司的管理階層會損失部分決策與自治權，相較於公開發行公司型態下，管理階層擁有較為廣泛之決策權不同。

3. 營運關鍵

傳統上私募股權基金運用 LBO 入主後，會以大幅降低費用（expense reduction）之方式，以協助公司較快達成成本控制目標。惟 LBO 高度成長，也使得部分公司運用投資方式（capital expenditures），引進私募股權基金資金奧援。

4. 績效表現

運用 LBO 可降低公開發行籌資所帶來的績效壓力，除降低管理階層每日必須面對之績效問題，或以超越前季收益為目標之壓力外，也可以長期評估與預測公司績效表現。

5. 管理階層報酬誘因

於所有權私有化的情況下，管理階層之報酬係來自於長期績效表現，並於 LBO 下，私募股權基金會以提供高報酬與股票選擇權之方式，誘使優秀經理人才進駐公司。

6. 揭露要求

符合條件之 LBO 案件可豁免公開發行公司所必須面對的揭露義務，故私募股權基金收購之公司，可因此解除美國沙賓法案（Sarbanes-Oxley Provision）所賦予之各類揭露義務，也不需與為投資人定期舉辦各類會議（如股東會或法人說明會）與定期分析公司前景等揭露行為。

以圖二說明公司資金來源由公開發行募集資金模式轉為融資收購模式所需考量差異情形。

圖二、企業資金由公開發行模式轉為融資收購模式之說明



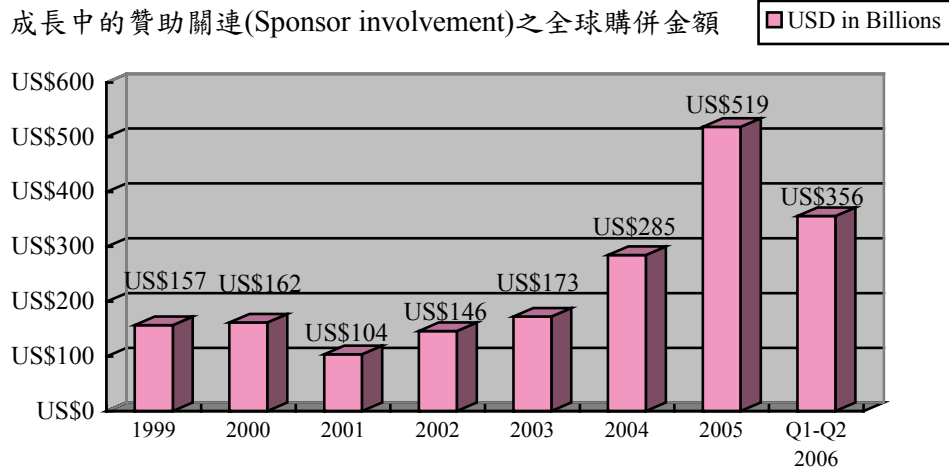
資料來源：The Private Equity Revolution：Are You Ready？Citigroup corporate and investment banking, financial strategy, November 6, 2006, p14.

（五）全球私募股權基金與購併市場之重要統計分析

1. 進行購併之金額

以購併市場來說，1999 年私募股權基金（亦有稱之為贊助關連資金）僅佔全球購併市值約 5%，至 2006 年已成長至 20%。從圖三可以顯示此一市場金額成長情形。

圖三、私募股權基金購併金額統計圖

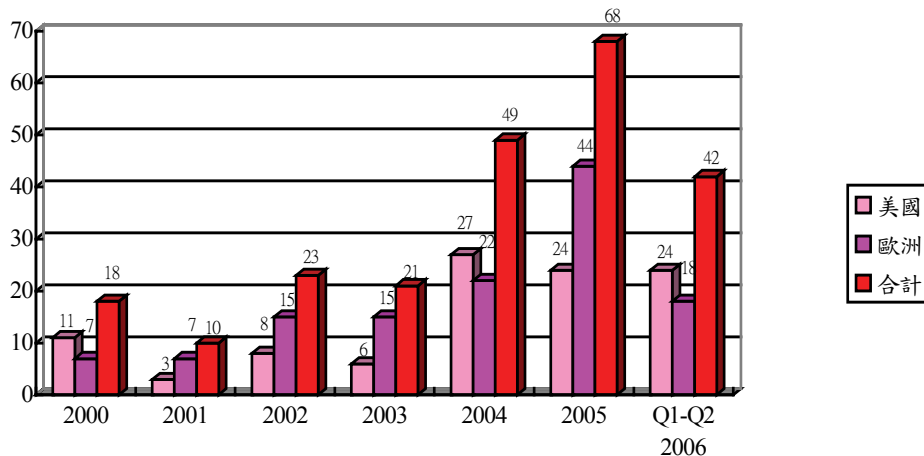


資料來源：SDC Platinum and Citigroup, 2006.

2.投資案件之規模 (size)

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 年已成長近兩倍，達 3 億 5 千萬美元；2006 年上半年主要購併按金額更達到約 7 億美元，成長幅度驚人⁷。而為了避險，私募股權基金所執行的避險交易量也隨之增加，因此，私募股權基金對全球市場的影響力也隨之大增。由圖四可知全球融資收購案件數量激增之情形。

圖四、2000 年至 2006 年十億美元以上 LBOs 案件件數統計圖



資料來源：SDC Platinum and Citigroup, 2006.

⁷ The Private Equity Revolution: Are You Ready? Citigroup corporate and investment banking, financial strategy, November 6, 2006, p8.

（六）融資購併交易中的溢價（Premiums）

在 LBO 交易的收購溢價(Acquisition premiums)較策略性收購買主（Strategic buyers）所付出者為低。以公開價格時點前一個月公司股價來比較，策略性購併的收購溢價大約上漲 27%，而企業走下私有化（private）者則價格漲幅約 19%，主要原因可能為⁸：

1. 融資收購的目標與策略性收購結果本不相同，融資收購所購併的產業多為成熟產業，具有穩定的現金流量，原則上此類企業的溢價本即偏低。
2. 策略性收購係為增進企業整體發展潛力，因而購入收購者產業鏈所缺乏的部分，且一定引起同類型產業策略性收購買家的多方競逐，競爭壓力下必定引起價格上漲。
3. 在某些案例中，融資收購的資金贊助者屬於價值投資者(value investor)，希望其投資係以低價買入資產為主，故多在股票市場狀況不佳時出手。

三、美國對私募股權基金之管理

（一）法令規範

在美國，私募股權基金之投資人為 100 人以下，以私下接觸、交易之方式募集資金⁹，且需為合格投資人（qualified purchaser），即有經驗之法人機構與擁有高資產淨值之客戶。尤其私募股權基金之主事務所登記（註冊）地多為盧森堡等免稅國家，採取私募方式向機構投資人募集為相當普遍之行為，主要因素是許多外國公司不想向美國證管會申請核准投資公司業務，故利用 1933 年證券法 Section 4(2)的豁免規定，以避免「任何公開招募」（public offering）行為違反 Regulation D 的「禁止對不特定人為廣泛之推銷或宣傳（solicitation or advertising）以招募或銷售有價證券」之規定¹⁰，以豁免相關資訊揭露之要求。私募基金雖豁免 1940 年投資公司法之適用，但因其行為與全權委託有關，仍受 1940 年投資顧問法（Investment Advisor Act of 1940）之適用¹¹。而私募基金之募集與發行屬私募有價證券之行為，另依 1933 年證券法（Securities Act of 1933）之規定，可豁免向主管機關申報註冊，不需依 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）之規定為定期財務報告之申報，但其管理階層仍應負投資顧問法中之「忠實義務」責任，且投資行為涉及證券交易部分，仍受 1934 年證券交易法之規範。

（二）私募基金收購上市公司股權並無限制

⁸ 資料來源：SDC Platinum, Citigroup, November, 6, 2006.

⁹ 有關基金之私募定義請見，Staff no-action letter, Goodwin, Procter & Hoar, Feb.28, 1997, www.sec.gov.

¹⁰ 資料來源：美國證管會網站 <http://www.sec.gov>。

¹¹ Section 203(c)、Section 204、Section 206 與 Section 211(a)

按美國最大之集中交易市場-紐約證券交易所（NYSE）自訂之規則（Rules），並未對私募基金投資上市公司之比重設限。美國對私募股權基金投資其本國企業，並無股權或資金比重之限制，投資比例係依基金成立時之契約而定。而與我國相同者，亦未禁止私募基金進行公開收購上市公司股權之行為。

（三）私募股權合夥契約對投資之限制

一般私募股權之合夥契約會針對下列項目有所規定¹²：

1. 對單一投資標的的投資規模限制

限制普通合夥人透過大量追加投資，以挽救基金內績效不佳的投資項目，但此一限制也會使創業者的增資計畫落空，而需要尋找其他替代性資金。

2. 舉債之限制

普通合夥人可運用財物槓桿操作增加投資標的與金額，但合夥契約內通常會限制其對外舉債之比率，將債務水位限制在基金資產價值的一定額度內，甚至會限定債務期限以確保對外負債均為短期負債。

3. 對私募股權基金過去和以後發起基金之共同投資限制

私募股權管理機構可能一次管理數支基金，各基金發起時間可能相差幾年，以致於導致基金間互相套利，甚至互相支援的情形¹³。因此，合夥契約中均設計此類投資必須經過各該基金投資顧問委員會審查，或是大多數有限合夥人同意方可為之。

4. 對利潤再投資之限制

由於管理機構依其管理資產價值，或是調整後承諾資本（即承諾資本減掉分配利潤）計算管理費，分配利潤後所收取之管理費較少，故普通合夥人傾向以利潤再投資。為保護有限合夥人之權益，契約多規定須經顧問委員會批准，或是在條款中規定投資期限、資本使用百分比上限，以確保投資收益不得以利潤再投資。

5. 對普通合夥人之限制

- (1) 限制普通合夥人對基金之投資標的進行個人投資之比例，以避免經營不善時，普通合夥人無法果斷退出，反造成更大損失。
- (2) 為確保基金獲利與普通合夥人利益相關，禁止普通合夥人出售合夥基金持有股份，或要求其出售時須得到大多數有限合夥人同意。
- (3) 限制普通合夥人於基金成立後一定期限內不得籌募新基金，以避免其分散注意

¹² 彙整自財團法人證券暨期貨市場發展基金會 2006 年 12 月 20 日舉辦之座談會「外國私募股權基金發展與因應措施」與會人士所提供之意見與資料（未出版）。

¹³ 「互相套利」之情形如：前支基金退場以出售股票方式賣給其他基金，使投資人從中獲利，也有助於其他基金的募資狀況。「互相支援」之情形如：前一支基金投資一家經營不善企業，但成果不彰，普通合夥人可能會利用其他基金對該企業追加投資。

力。

- (4) 為確定普通合夥人專心管理基金，契約多會規定在基金存續期前幾年，或基金投資比例達成前，普通合夥人不得經營基金管理以外之其他活動。
- (5) 新增加普通合夥人必須經過顧問委員會或是一定比例有限合夥人之同意，以免有聲譽的合夥人為減輕投資負擔，於募集資金後雇用新進但資淺的普通合夥人管理基金。

6. 對投資類型之限制

一般而言，有限合夥契約對基金未來投資項目類型會加以限制，於特定資產類型之投資不得超過基金之一定比率，如有例外必須經一定比例有限合夥人或投資顧問委員會同意。此一限制係為避免普通合夥人將私募基金投入管理費低的基金（如組合型基金）或公開上市之股票，以減輕自己管理基金之負擔。因私募股權基金成立之目的在為獲取高報酬，如允許管理機構投資其他基金或證券市場股票，即與其初始目的不符，亦不需要專業投資經理人進行。另一種被限制的標的為非普通合夥人所擅長之投資，以避免普通合夥人運用所募集得來之資金投資不擅長的產業，以累積其投資經驗。

四、私募股權基金與其他基金之比較

（一）與對沖基金之不同

對沖基金（hedge fund）又稱避險基金，以私人合夥為典型的組成形式，通常為了稅賦及法規因素而登記在海外，基金的資金來源是透過私募方式並且訂有較高的投資門檻。對沖基金主要追求絕對報酬（absolute return）的投資績效（performance），而其績效則多半來自基金經理人的操作策略與技巧，僅少部分與市場的走勢相關，基金經理人可在市場上運用許多投資工具，不像共同基金限制較多，對沖基金可以放空、運用槓桿操作及投資於衍生性商品。基金經理人本身的報酬除了基本 1~3% 的管理費外，絕大部分來自其對沖基金的績效（fee-for-performance），只有當對沖基金報酬為正時，其才能從中獲得應有的報酬。歸納分析私募股權基金與對沖基金之特性，仍有下列兩點差異：

1. 投資閉鎖期

目前流行之對沖基金亦為私募基金之一種，惟對沖基金一般對投資人設有至少兩年之投資鎖定期（lock-up period），但依美國證管會於 2005 年公布實施之「特定對沖基金投資顧問註冊管理規範」（Registration under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers）中之解釋 II.E 之解釋¹⁴，私募基金之贖回閉鎖期不超過兩年

¹⁴ U.S. Securities Exchange Commission website, 17CFR Parts 275 and 279, <http://www.sec.gov/rules/final/ia-2333.htm>.

(permits investors to redeem their interests in the fund within two years of purchasing)，故對沖基金對其投資人之初始投資(initial investment)之閉鎖期不超過兩年。但私募股權基金與創業投資基金需要長期穩定的資金，對投資人多設有超過兩年以上之閉鎖期。

2. 私募股權基金並不強調絕對績效

另對沖基金強調絕對績效，故使用高槓桿財務運作，投機性強，投資標的遍及現貨與期貨。一般私募基金僅為其股東(投資人)尋找投資機會，為股東操作績效賺取利得，主要投資證券市場中上市公司之股票，另因避險需求才持有相對之衍生性部位，屬於穩健積極之管理模式。

(二) 與共同基金不同

美國之共同基金(mutual fund)屬於公司型基金，一般以投資公司(investment company)為名，組織型態可為公司(corporation)、信託(business trust)、合夥(partnership)或有限責任公司(limited liability company)以發行股份(shares)方式，由投資人認購方式募集資金，以集資(collective basis)形式投資證券市場。與我國契約型共同基金最大不同，在於美國共同基金之投資人為基金公司之「股東」，而投資我國投信事業所發行之基金者，則為「受益憑證之持有人」。

共同基金與私募基金最大不同，在於股東人數不受限於 100 人之限制，募集發行屬於公募型態，係對一般投資大眾募集資金，不強調投資人是否「合格」(qualified)¹⁵。而美國對外國基金管理，與對國內投資公司管理大致相同，投資管理公司必須向證管會提出登記申請許可，其申報核准程序與應揭露之資訊內容則依 Section 8 各項之規定辦理¹⁶。

共同基金之管理主要法律為 1940 年投資公司法¹⁷，基金之受益憑證須依「1933 年證券法」有關發行與募集規定，向主管機關申請註冊；又依「投資公司法」Section 24(a)項規定，任何人發行人或投資公司依 1933 年證券法(Securities Act of 1933)申請登記者，必須依該法規定完成登記聲明(registration statement)，該登記聲明之所含內容與文件悉依 Schedule A 規定辦理；同條(b)項規定，任何已

¹⁵ 所謂「合格」，係指投資人必須具備一定之財務能力，與投資之專業與經驗。

¹⁶ 參見附錄一。

¹⁷ 1940 年投資公司法之重點在於向投資大眾揭露有關基金及其投資方向之策略，以及投資公司之架構及經營。依 1940 年投資公司法 Section 7(d)之規定，外國基金公司並不能直接於美國境內銷售其於海外所管理之基金¹⁷，但因該條並未限制外國投資公司在美國登記註冊，故外國基金公司先向證管會申請登記註冊許可後募集¹⁷，其申請程序與應遵循之規定與美國國內投資公司相同，並依 1940 年投資公司法 Section 8 之規定，向主管機關證管會提出註冊申請(notification of registration)，證管會除為保護公共利益或保障投資人之需要外，應回覆(receipt)同意。證管會亦得依「1940 年投資公司法」之授權，以保護公益與投資人為由，禁止並處罰違法外國基金公司之公開發行與銷售行為。

登記之開放型基金、單位投資信託基金或面額證券公司（face-amount certificate company）¹⁸應於 10 日內將該公司欲發行之基金有關之廣告、商品說明小冊（pamphlet）、傳單（circular）、表格信件（form letter），或其他為向投資大眾銷售所製作之說明文件，送交三份與證管會。證管會為保護投資人之權益與公益，必要時得依法律之授權規定處罰或禁止投資公司之違法行為。同法 Section 10(a)(1) 規定，並依 FORM N-1A 之格式內容申報，製作公開說明書提供與投資大眾參考¹⁹。美國證管會於 1996 年採納基金業者之建議，並依「1933 年證券法」Section 10(b)及其相關法規之授權，公布「開放型投資公司新揭露選擇規則」²⁰允許開放型基金發行與銷售時，原須提供公開說明書與投資人者，得以「投資簡介」(Profile)之方式供投資人作為決定是否購買基金之參考。此類「投資簡介」仍受「1933 年證券法」Section 12(a)(2)與 Section 17(a)錯誤或誤導陳述（false and misleading statement）之限制。

至於受益憑證發行後之銷售與基金所進行之投資交易行為，仍依「1934 年證券交易法」Section 10(b)與 Rule 10b-5 之規定，受反詐欺與操縱市場條款之限制²¹。基金之銷售、廣告與推介業務則受「1940 年投資顧問法」規範，除部分例外之情形，該法要求從事投資顧問並收受報酬之公司或個人，需遵守相關之規範並向證管會登記，以保護投資人。通常只有管理 2,500 萬美元以上資產之投資顧問，或向已登記之投資公司為投資建議之投資顧問，始需要向證管會為登記²²。

綜上所述，共同基金募集資金之對象為一般投資大眾，屬於對不特定人進行公開發行，與私募（private placement）行為係洽特定人為之不同。以我國而言，共同基金之投資標的主要為各國證券市場上市之有價證券，而為保護投資大眾，共同基金均須出具公開說明書，並依法為定期資訊揭露，對重大訊息更需為不定期之揭露，在資訊揭露與主管機關監理程度上均較私募基金嚴格。

五、日本與韓國經驗之啟示

（一）日本

日本經濟泡沫化後，因利率持續低迷，產業不振，銀行對企業放款之不良債權

¹⁸ 一種按規定的到期日向其證券持有人支付固定金額的投資公司。

¹⁹ 公開說明書所含資訊必須清楚、簡明且易於理解（clear, concise, and understandable information about an investment in a fund），依同條（f）規定，利用廣播或電視頻道傳播公開說明書者，必須提列副本與主管機關，主管機關依法得要求發行人進行要約或銷售時提供一定格式之公開說明書。

²⁰ SEC Final Rule, New Disclosure Option for Open-End Management Investment Companies, Release Nos. 337513, File No. S7-18-96.

²¹ <http://www.sec.gov/rules/dinal/33-7513.htm>.

²² 有關 1940 年投資顧問法（Investment Advisers Act of 1940）條文之相關內容，可至 <http://www.law.cornell.edu/uscode/15/ch2C.html> 網站查詢。

升高，出現金融業破產連鎖效應。1998 年，曾為世界第九大銀行的日本長期信用銀行（LTCB）破產，由新成立金融廳接管，並尋找新買主，最後國際知名私募股權基金 Ripplewood 僅以 10 億美元入主，並與日本政府簽訂壞帳保證協議，改名為「新生銀行」。Ripplewood 引進外資銀行管理模式，並引進大量外籍（印度）資訊人員整合資訊系統，創新消費金融業務，對企業文化造成莫大衝擊，但也因此使新生銀行起死回生，2003 年淨利潤達 530 億日元，並再度於 2004 年重返東京證券交易所上市掛牌，為外國私募基金介入本國銀行經營之實例²³。2004 年 Ripplewood 利用其註冊地免稅之優勢，賣出新生銀行股權，估計獲利 2200 億日圓。由於獲利驚人，對於外國私募股權基金運用註冊地為免稅天堂之優勢，迴避日本課徵交易所得稅之規定，引起日本政府與社會的注意。日本政府遂與美國（為私募股權基金主事務所所在地之管轄國）進行磋商，簽訂雙邊協定，達成共識。並於 2005 年 4 月由國會通過「新生稅」（Shinsei tax）條款，對基金從事投資交易之獲利課徵 20% 所得稅，除緩解社會不滿聲浪外，外資普遍對此一稅率並無激烈反應，顯示外資仍認為日本購併市場（M&A Market）深具吸引力²⁴。

（二）韓國

1997 年發生亞洲金融風暴後，韓國長期壟斷國家經濟之財團遭受嚴重打擊，銀行不良債權急速升高，政府無力解決，遂被迫開放資本市場，放寬金融管制，外資大舉收購韓國主要企業，1997 年外國投資人投資韓國比重約為 13.7%，至 2001 年則升至 36.6%。1998 年 9 月私募股權基金凱雷集團（Carlyle Group）收購漢江銀行 40% 股權。並在 2000 年以 4.5 億美元買進韓美銀行（KorAm Bank）持股，2005 年再轉賣予花旗銀行，進帳 6.75 億美元，該公司投資人獲利竟高達 250%。1999 年私募股權基金「新橋資本」（Newbridge Capital）以 4.68 億美元收購韓國第一銀行（Korea First Bank）49% 股份，經過 6 年重整之後，2005 年再以 16 億美元賣給英國渣打銀行，轉手間獲利 3 倍有餘。而 2003 年 8 月由國家成立之 Foreign Exchange Bank（又譯「外匯銀行」，簡稱 KEB）也被私募股權基金 Lone Star（又譯「龍昇星投資」）買下 51% 股權，價值約一兆三千八百億韓元（十一億八千萬美元）。目前韓國所有主要企業（包含銀行）的大部分股權均由外資所有，如 2005 年外資即佔三星集團（Samsung）股權比重達 54.1%。

惟 2006 年 Lone Star 欲出售 KEB 時，竟爆發當年可能以刻意低估該銀行價值之不法手段購買 KEB 股權，及南韓高層官員可能收賄圖利龍昇星的情形，而遭到韓國檢察官起訴²⁵。在南韓社會對外國人購併、出售本國銀行之行為本即抱有不良

²³ 專題報導-產業瞭望—歐美私募基金積極佈局亞洲是在地產業全球化契機？還是殖民化開始？電子時報網頁，2006 年 11 月 29 日，http://www.digitimes.com.tw/n/article.asp?id=0000034768_B483AQ85LH5I2JV9VF2HP。

²⁴ Year-End 2005, Asia-Pacific M&A Market Bulletin - Japan, PricewaterhouseCoopers, 2006.

²⁵ 卡債風暴時涉嫌操縱 KEB 股價 美私募基金龍昇星遭韓起訴，蕃薯藤網站，中時電子報，

觀感的推波助瀾下，韓國社會大眾對於外國私募基金趁著亞洲金融風暴，買進韓國銀行大賺價差的同時，居然可以透過節稅管道，不用繳資本利得所得稅，輿論一時譁然，使得龍昇星欲以 73 億美元價格，將 KEB 股權出售給韓國第一大銀行國民銀行之計畫受挫。而龍昇星董事長也指責這些調查有政治力介入，為南韓政府仇視外國投資人的情緒所造成²⁶。

韓國雖與許多國家簽有租稅協定，透過這些協定給予外國投資人稅收優惠，其中也包含有「免稅天堂」之稱的國家，惟前提需外國投資人在自己所屬國必須繳交資本所得稅或其他租稅。但私募股權基金註冊地所屬國多屬不徵收資本所得稅者，故韓國即無法享受租稅協定之補貼。為此韓國監管機構「財政及經濟部」（Ministry of Finance and Economy）飽受批評，並引起其審計監察院（Board of Audit and Inspection）之關切，也開始著手檢討稅制漏洞問題²⁷。

六、結論

反對私募股權基金外資的人士主張，私募股權基金業者收購企業的投資對公司員工而言是個災難，為了達成績效獲利，不惜拆解公司產業部門，進行大規模裁員，以獲致企業重生，俾便提高企業價值，吸引願意出價的買主，亦不顧本國勞工之工作權。對於公司長期願景，提升整體產業都毫無助益，有如西方殖民主義透過經濟力量借屍還魂。

此外，近年來私募基金業者收購案規模越來越大，融資購併的財務槓桿倍數也逐漸攀高，以美國私募股權基金業者黑石集團（Blackstone）以 360 億美元買下地產業者 Equity Office，以及 KKR（Kohlberg Kravis Roberts & Co）330 億美元買美國醫院公司（HCA）的超級購併案來看，買方借貸比例佔購併金額 80%，亦即借貸資金是自有資金的 4 倍，一旦私募股權基金業者無法支付利息，或者是銀行開始緊縮銀根，以私募股權基金投資遍及全球新興市場的現況而言，可能引發類似 1998

網頁位址 http://fineprint.yam.com/?url=http://news.yam.com/chinatimes/fn/200611/20061122580075.html&channel_id=fnnews，2006 年 11 月 22 日。南韓外匯銀行(KEB)信用卡部門 2003 年因為韓國卡債風暴，KEB 董事會對外公告將進行減資，導致 KEB 投資人恐慌性賣出股票，但是幾天後 KEB 董事會再度對外表示，願意買回流通在外股權，南韓檢方於是指控 KEB 操縱股價，檢察官估算 KEB 小股東因此損失 2400 萬美元。甚至對龍昇星二位副總裁蕭特（Ellis Short）與湯姆笙（Michael Thomson）發出逮捕令，但南韓法院已於 2006 年 11 月 3 日駁回檢方聲押龍昇星主管的聲請。相關新聞見法新社當日報導，蕃薯藤新聞網，<http://tw.news.yahoo.com/article/url/d/a/061103/19/61ce.html>。

²⁶ 法新社 2006/11/01 報導，蕃薯藤新聞網，<http://tw.news.yahoo.com/article/url/d/a/061101/19/5yaq.html>

²⁷ Wall Street Journal, October, 17, 2006. 路透社 2006 年 11 月 22 日新聞，Lone Star 可能取消出售 KEB，國民銀行與 KEB 雙雙走揚。http://stock.yam.com/article_news.php/international/5581272

年長期信貸公司（LTCM）所造成的連鎖金融風暴²⁸。

在政府監理方面上，建議應區分產業管理與資金管理兩方面進行：

（一）資金管理

在證券市場監管方面，過去國外曾發生所謂禿鷹私募股權基金(vulture fund)，以短線操作，透過旗下投資事業，以債留子公司，操控短期盈餘績效。應注意是否有藉私募股權基金收購的話題，而有炒作或操縱股價之行為，以維護市場秩序與投資人利益。

而上市(櫃)公司如遭私募股權基金收購而下市(櫃)，由公開發行走向私有，所應考量者，不僅是公司經營問題，還涉及與公司有關之上、下游企業、往來融資之金融機構間之債權債務與擔保關係，更攸關小股東與市場投資大眾的權益。或可考慮規定上市(櫃)公司之收購人應持有目標公司股權一定期間(holding period)，如：至少五年的長期投資。並強化企業下市條件之監理，要求企業應揭露資金來源、投資所欲達成之目的，與股權收購條件等資訊。資訊揭露之規範目的，應是使管理階層所能獲得的資訊與一般投資大眾一致，才能發揮投資人保障功能。並避免收購人假借專業經理，以短線操作股價獲利，並使專業經理人得以有時間發揮企業重整價值。

此外，由於我國目前並不承認「公司型」基金（即投資公司）之組織，我國「民法」之合夥制度亦未允許有限合夥之制度存在，更遑論允許本國投資人以有限合夥制度經營私募股權基金。反而使有意從事此類投資者因缺乏投資管道，而資金匯出國外進行投資，反不利我國市場吸納資金。另依現行「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。也使得亟欲獲取資金挹注之困難企業，如需進行重整或紓困時，必須仰賴政府或外資協助。法令規範之不健全不僅無法將外國私募股權基金納入管理，也無法導入本土相關產業介入企業重整。又如國內金控或關係企業特別擅長運用海外資金、假外資之名掌控其他事業，政府也應考慮引進資金最終受益人申報及查核制度，以強化金流監理。並檢討修正現行相關法令，使公司由公開走向私有化後仍受一定程度之法律規範，亦可保障公司股東與債權人之權益。

由於私募股權基金多以融資收購方式進行投資，融資槓桿所引發的風險也可能影響金融秩序，可考慮規範收購人得為融資收購之比率作為因應。另為避免收購人可能透過高舉債與支付高額利息，藉以掏空公司資產，亦應規範目標公司舉債利息水準之上限。至於監管方式，應著重於私募股權基金於本國金融機構進行融資行為之監管，並檢討相關稅制，對私募股權基金之證券交易課徵合理之交易所得稅，以免引發社會產生政府圖利外資的不良觀感。

²⁸ 電子時報，2006 年 11 月 29 日，http://www.digitimes.com.tw/n/article.asp?id=0000034768_B483AQ85LH5I2JV9VF2HP

（二）產業管理

從產業管理的角度來看，私募股權基金業者為了出場時能夠獲利，致力整頓企業管理與健全財務結構，不僅有助於企業結構健全，對政府整頓經濟產業助益亦大。而私募股權基金的股東人數較少，投資目標較為一致，企業若被購併後下市，股東結構將變得更為單純且穩定，不但股價不必像公開上市那樣經常受短期消息面影響而波動，也可改善公司決策的反應速度與行動力。另以全球化的趨勢來觀察，私募股權基金業者在世界各國均有良好政商關係做為後盾，對企業全球化有加乘作用，亦可避免因缺乏國際經驗，或因勢單力薄而遭全球化的浪頭吞噬，對於企業本身而言應是利多於弊。

自 2002 年取消 QFII 以來，我國逐年開放外資進出資金之限制，而我國長期以來景氣低迷、股價低估、利率偏低之現象也是外國私募基金來台之主因。一旦外資對資金退出障礙之疑慮降低，對外國私募基金而言，我國市場具有相當大的吸引力。而對於國內缺乏資金，或亟欲進行國際化之企業而言，外國私募股權基金入股不啻為公司轉型之絕佳機會。現行購併法令（如「企業併購法」、「公司法」與公開收購制度等）彼此間仍有無法配合之問題²⁹，更使目標公司面臨收購者時缺乏防衛籌碼。如「企業併購法」的適用範圍僅限於股份有限公司，併購工具仍以營業與資產轉讓、現金與股權收購為主。應增加併購工具、簡化併購手續，以及排除併購障礙等，以有助於國內工商企業選擇最有利的經營形態，達到提高競爭力、擴大市占率、增進經營效益的目標。產業主管機關經濟部應正視近來私募股權基金收購國內特許產業的現象，不宜單純視為國際資金流動現象，尤其應強化對本地勞工之保障，協助勞工爭取合理權益，以免國內經營者藉引入外國私募股權基金，惡意脫產或作為裁員藉口，致生勞資關係惡化問題，進而影響國家經濟競爭力與生產力。

²⁹ 如 2005 年明基併購西門子手機部門，在國內卻無可資規範之法律，只好依公司法之規定視為資產買賣進行，即凸顯目前企業併購法不能適用有限公司等企業形態的缺憾。