

私募股權基金與創業投資*

楊子江

一、重點摘要

- (一) 私募股權基金投資在歐美已盛行 30 餘年，由於競爭者眾，在歐美地區很難再尋得價值低估或超額報酬的併購或投資標的。1997 年亞洲金融風暴之後，新參與者轉而開發亞洲新興市場。至於國際私募基金直到最近幾年才開始大舉來台，主要因 1997 年亞洲金融風暴當時台灣未受波及，私募股權基金不易在台灣找到價值低估的案件。
- (二) 台灣創業投資未來將逐漸走向私募股權基金投資型態，主要因創業公司投資標的銳減，且不易募得資金，加上近年來國內資本市場疲弱，導致創業投資目標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。
- (三) 目前國際上私募股權基金投資主要區分為三大類型：企業股權收購、創業投資與另類投資。其中以企業股權收購為主流，占 50%。其次，創業投資約占 30%，但比重持續下降中。另類投資（包括房地產投資、成熟期投資、銀行不良資產投資、公共建設投資及企業重建投資等）的成長迅速，比重逐年提高，約占 10~20%。
- (四) 收購與創投的差異包括：1. 專業技能—創投首重產業分析與預測，技術創新與發展，而收購主要是透過業務重建或財務重新規劃為股東創造更高價值；2. 投資風險—創投係投資在公司經營的早期階段，成功機會較低，投資風險較高；收購則是透過資本結構設計與現金流量估計等技術，進行整併、改造，使其從「有」至「更好」，從而降低投資風險。以此角度來看，創投與收購兩者可相輔相成，而非對立。
- (五) 2006 年私募股權基金總計有 720 個基金，總金額達 4,510 億美元，較 2005 年成長 73%。若比較私募股權基金投資之類型，創業投資的基金數較多，但單一基金規模相對較小，而收購投資則剛好相反。

* 本文係匯宏顧問公司楊董事長子江於 96 年 5 月 9 日於本行之演講內容，由經濟研究處副科長廖俊男整理紀錄，並經演講人同意刊載。

(六) 就私募股權基金發展趨勢而言，收購投資規模愈來愈大；投資新興市場的報酬率逐漸超越整體報酬率水準；投資新興市場的基金所占比重持續上升。

(七) 私募股權基金在金融服務業發展上屬於非銀行金融機構，主要投入在資本利得商品（如創業投資、企業股權收購、銀行不良債權投資等），以及諮

詢顧問與交易安排的手續費收入商品。

(八) 國內金融服務業仍以銀行為主，非銀行金融機構所占比重不高。美國的非銀行金融機構(Non-bank Financial Institution)金融服務比重已達 50%，歐洲為 30~40%，日本約 30%。在未來金融發展上，屬於非銀行金融機構的私募股權基金將扮演愈來愈重要的角色。

二、重要演講內容

(一) 概述

1. 私募股權 (Private Equity, 簡稱 P.E.) 基金投資與創業投資 (Venture Capital, 簡稱 V.C.) 在國外存在已久，國際私募股權基金在 2003~2004 年首度來台購買國內有線電視系統，之後陸續引進資金，引發各界的關注。

2. 私募股權基金投資與創業投資均屬於金融週邊產業，但國外不一定由金融主管機關管理，目前國內創業投資主管機關為經濟部。

3. 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，因而引發外界好奇。

4. 國內最大的直接投資機構中華開發工銀的淨值逾新台幣 1,600 億元，除了創業投資之外，投資的觸角已延伸至私募股權基金投資。

5. 隨 1997 年亞洲發生金融風暴，私募股

權基金大舉進軍亞洲，經建會亦推動由中華開發工銀投資成立「東南亞投資公司」，投資金額達 3 億美元，進行海外投資，不論維護邦交及投資收益均有相當成效。

6. 私募股權基金投資亦在歐美已盛行 30 餘年，由於競爭者眾，因此在歐美地區很難再尋得價值低估或超額報酬的併購或投資標的，最近 10 年新參與者轉而開發其他新興市場，如國際知名私募股權基金業者卡來爾 (Carlyle) 購入南韓之韓美銀行 (KorAm Bank)，經重新整頓再售予花旗銀行，獲利數倍。至於國際私募股權基金最近幾年始大舉來台，主要因 1997 年亞洲金融風暴當時台灣未受波及，因此不易在台灣找到價值低估的案件。

7. 台灣創業投資將逐漸走向私募股權基金投資型態，主要因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，

導致創業投資目標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。

8. 經濟學人在 2004 年 11 月 27 日出刊的「Private Equity：The New Kings of Capitalism」指出，私募股權將自資本主義邊陲走向核心，甚至凌駕在商業銀行與投資銀行之上。

(二) 全球投資的新主流－私募股權

1. 私募股權基金之投資範圍廣泛

舉凡非公開市場的股權交易均可涵蓋，包括大股東批次釋股、創業投資，及上市公司資金私募等皆屬之。目前國際上私募股權基金主要區分為三大類型：

- (1) 企業股權收購 (Buyout) (註 1)
- (2) 創業投資

(3) 另類投資(Alternatives)，包括房地產投資、成熟期(Mezzanine)投資、銀行不良資產(註 2) (Distressed Assets & debts)投資、公共建設 3 投資及企業重建(Restructuring & Turnaround) 投資等。

私募股權基金投資之中，企業股權收購在國際間很早即占有一定份量，尤其 2000 年科技泡沫破滅後，創業投資的投資案源大幅萎縮，收購投資蔚為主流。

2. 收購投資與創業投資之比較 (如表 1)

其中差異較大者為：(1) 專業技能－創業投資首重產業分析與預測，而收購投資主要是透過財務重新規劃為股東創造更高價值；(2) 投資風險－創業投資係投資在公司經營的早期階段，成功機會較低，投資風險

表 1：收購投資與創業投資之比較

比較項目	收購投資 (Buyout)	創業投資 (V.C.)
回收速度	多元退出管道，可提高回收速度	以IPO為主
投資案源	廣泛投資案源，涵蓋上市及未上市公司；科技、服務業及傳統產業	以未上市科技為主
投資風險	承擔企業從「有」到「更好」的風險，投資風險相對低	承擔企業從「無」到「有」的風險，投資風險相對高
風險控管	取得顯著股權或控制權，主動參與經營，控管投資後管理風險	相對較被動參與投資，不易控管投資後管理風險
專業技能	經營管理的知識能力 財務工程設計與能力 產業知識	高科技知識 產業動脈
回報來源	財務槓桿 經營效率提升價值	高風險承擔

較高；收購投資則是透過資本結構設計與現金流量估計等技術，進行整併、改造，使其從「有」至「更好」，從而降低投資風險。以此角度來看，創業投資與收購投資兩者可相輔相成，而非對立。

3. 私募股權基金之三大類型投資比重

(1) 私募股權基金募集的資金大多數集中運用在企業收購投資上，2005 年達 1,340 億美元，較 2004 年成長 1 倍以上，佔整體私募股權基金募資之比重逾 50%，且呈上升趨勢。

(2) 創業投資為私募股權基金投資的第二大類型，比重約達 30%，惟呈持續下滑走勢。2005 年隨著美國 NASDAQ 指數回升及亞洲股市上漲，創業投資開始有回升的跡象。

(3) 私募股權基金之另類投資（包括房地產投資、成熟期投資、銀行不良資產投資、公共建設投資及企業重建投資等）成長迅速，比重逐年提高，約占 10~20%。由於亞洲地區的房地產市場持續升溫，刺激 2005 年房地產基金大幅成長 1 倍。

4. 私募股權基金之規模

2005 年全球私募股權基金總計有 479 個，總額達 2,610 億美元，相較於 2004 年之 419 個基金，總金額 1,650 億美元，金額成長近 60%。2006 年私募股權基金進一步增至 720 個基金，總金額達 4,510 億美元，較 2005 年成長 73%。如果比較私募股權基金投資之類型，創業投資的基金數較多，但單一基金

規模相對較小，而收購投資則剛好相反。由於私募股權基金大量募集資金，使得資金運用的壓力隨之而來，基金經理人只得積極尋求各項投資機會。

5. 私募股權基金投資之地區

私募股權基金以北美地區為投資重心，占募資比重約 40%，其次為歐洲地區，占 30%。目前投資新興市場的比重雖低，但已逐漸上升，2005 年已達募資比重的 10%。

(三) 私募股權基金的投資績效

1. 私募股權基金的投資報酬率相當可觀，依據 Private Equity Intelligence 取樣的投資組合為例，以 10 年投資期（投資金額達承諾金額 96%）之現金流量與未實現利益觀察，獲利可達 3 倍左右。

2. 若比較 1990 至 2004 年創業投資基金群和收購投資基金群投資報酬率的中位數，可知在科技泡沫期間，創業投資的報酬表現優於收購投資，但泡沫破滅後投資損失亦大於收購投資，顯示創業投資相對於收購投資有較高投資風險，報酬波動性亦較大。

3. 私募股權基金投資組合和 MSCI 比較，具有較好的投資績效。

4. 近幾年收購投資基金的投資績效明顯優於其他類型的基金，而房地產基金的投資績效表現亦不俗。

5. 成熟期投資基金為投資報酬率最穩定的基金類型。

6. 投資在新興市場地區的私募股權基

金，其投資報酬率表現逐漸突出。

(四) 私募股權基金的發展趨勢

1. 收購投資型的私募股權基金規模愈來愈大，單一基金額度多數已逾 50 億美元，待投資金(uncalled commitments)持續增加，且現有基金管理者具有難以取代的競爭優勢。

過去創業投資興盛時期，投資銀行捨投資銀行業務，積極從事創業投資，目前則移往私募股權投資。以 2000~2005 年為例，高盛公司的亞洲地區收益主要來自收購銀行不良債權。

2. 私募股權基金投資新興市場的報酬率逐漸超越整體報酬率水準，惟因新興國家風險較高，故其要求的報酬率也高。

3. 私募股權基金投資於新興市場所占比重持續上升。

4. 私募股權基金在新興市場有很大的發展空間，有機會邁入快速成長期。

以北美地區為例，2005 年每 1 兆 GDP，

可募集 91 億元的私募股權基金，反觀，亞洲國家每 1 兆 GDP，僅能募集 12 億元的私募股權基金，顯示私募股權基金在包括亞洲在內的新興市場未來仍有極大的發展空間（如表 2）。

(五) 私募股權基金在台灣的發展

1. 台灣的創業投資發展成就為全球典範之一，但科技泡沫破滅後經營陷入困境，政府為協助創業投資管理業者轉型，近三年先後兩次修改「創業投資事業範圍與輔導辦法」，鼓勵業者轉往業務範圍更寬廣的私募股權基金發展，其重點如下（見表 3）：

2. 為鼓勵投信業朝多元化發展，政府已開放其募集私募基金 (Private Placement Fund)，與私募股權基金均屬私募性質，且無明顯的投資範圍設限，但兩者仍有不同之處（見表 4）：

3. 私募股權基金與金融市場業務的定位與關係

表 2：每兆元 GDP 之私募股權基金規模

地區別	2003年GDP (兆美元)	2005年私募股權 基金規模 (億美元)	每兆元GDP之私 募股權基金規模 (億美元)
北美洲	12.2	1111	91
歐洲	9.9	769	78
澳洲	0.6	21	35
亞洲	17.8	205	12
東歐	3	27	9
南美洲	3.7	7	2
非洲	1.7	1	1

資料來源：CIA Yearbook。

表 3：「創業投資事業範圍與輔導辦法」修法前後之比較

修改前	修改後	對於創業投資之發展
僅能提供資本(equity)	可以提供資金(capital)	可以靈活搭配投資與授信(bridge loan)，為國際常用的操作模式之一
僅能投資未上市(櫃)公司，或僅能投資原投資事業之上市(櫃)公司，但限額不得超過原投資金額	可投資原投資事業之上市(櫃)股票，金額不再設限外，另可參與一般上市(櫃)公司的現金增與公司債私募；從事與企業購併或重組的投資行為	可以從事上市(櫃)公司收購投資，以及成熟期投資，且操作靈活度提高
僅能投資主管機關認定的事業範圍	刪除投資事業範圍限制	投資範圍可以涵蓋科技產業、傳統產業及服務業

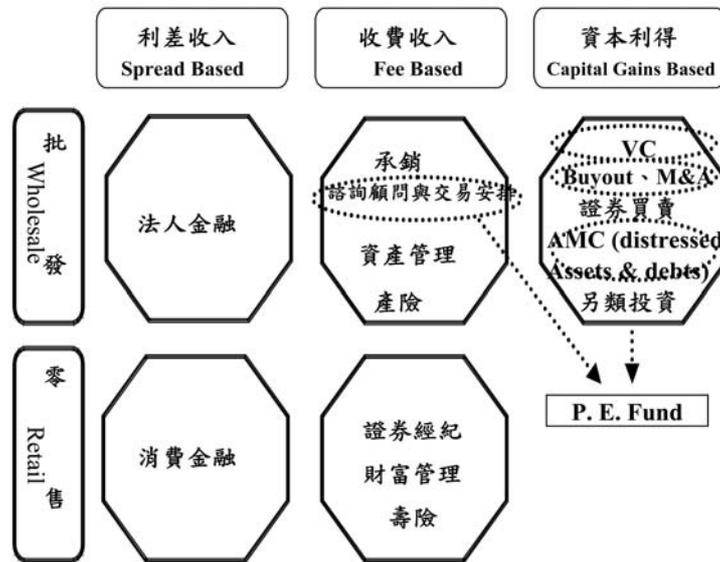
表 4：投信業之私募基金與私募股權基金及創業投資之比較

差異項目	投信業之私募基金	私募股權基金 / 創業投資
主管機關	證期局	工業局
主要投資人及人數限制	投資人數限制為2-35人，主要為個人富豪(需提供財力證明)和一般法人	人數無限制，大多數投資人為法人，主要為金融業、退休基金、政府基金及一般企業等，少部分為個人富豪(無需提供財力證明)
基金年限	無年限，開放投資人加入與贖回，符合 2~35人規定即可	通常為5~10年
管理者專長	資本市場業務	產業投資業務
投資範圍	量身訂作的投資範圍，常以節稅和避險為主要訴求，目前主要產品多為避險基金與組合型基金	目前以創業投資業務為主，正逐漸轉向私募股權基金發展，未來依各業者專長，規劃投資重心與募集資金，以國際趨勢來看，收購投資將是主流

(1) 金融業務可依下列矩陣圖表示，橫軸代表金融產品，包括利差收入、手續費收入及資本利得等三大不同類型商品，縱軸代表市場，包括批發市場的法人金融、承銷、創業投資、另類投資等，以及零售市場的消費金融、證券經紀、財富管理等。

(2) 一般而言，商業銀行以賺取利差收

入為主，若未取得抵押品，則風險相對較高，而報酬較低；投資銀行業務則以手續費收入為主，屬於低風險，報酬不錯；資本利得產品則屬於高風險及高報酬，若銀行經營偏重於此，則經營風險更高。金融業的業務非僅有企業金融或消費金融而已，尚包括許多不同業務，唯若比例分配不當，則可能產



生經營風險，尤其金控公司應適當管理上述三大不同類型商品的比重。

(3) 私募股權基金主要投入在資本利得商品（如創業投資、企業股權收購、銀行不良債權投資等），以及諮詢顧問與交易安排的手續費收入商品。國內金融服務業仍以銀

行為主，非銀行金融機構所占比重不高。美國的非銀行金融機構金融服務比重已達50%，歐洲為30~40%，日本約為30%。私募股權基金在金融服務發展上屬於非銀行金融機構(Non-bank Financial Institution)，在未來金融發展上，將扮演愈來愈重要的角色。

附 註

(註1) 包括「融資收購」(Leveraged Buyout, LBO) 與「經理人融資收購」(Management Buyout, MBO)。「融資收購」是由收購者以目標公司未來現金流量作為依據，向金融機構取得大量貸款，而據以向目標公司股東收購全數(或部分)的股權，再將目標公司合併。此收購方式係透過槓桿，以小博大進行企業購併。在成熟的資本市場裡，融資收購受到廣泛的利用。而「經理人融資收購」為融資收購的另一種形式，與一般融資收購不同的是，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。

(註2) 如收購銀行逾期放款(Non-performing Loan)等。

(註3) 如港灣、電信、高速公路及高速鐵路等。

