

行政院經濟建設委員會 100 年度委託研究計畫

案號：100070403

投資台灣與台灣走出去的 問題研究與突破

—如何透過私募股權基金及併購擴大投資台灣

委託單位：行政院經濟建設委員會

受委託單位：台灣併購與私募股權協會

(本報告內容純係研究單位觀點，不應引申為委託機關之意見)

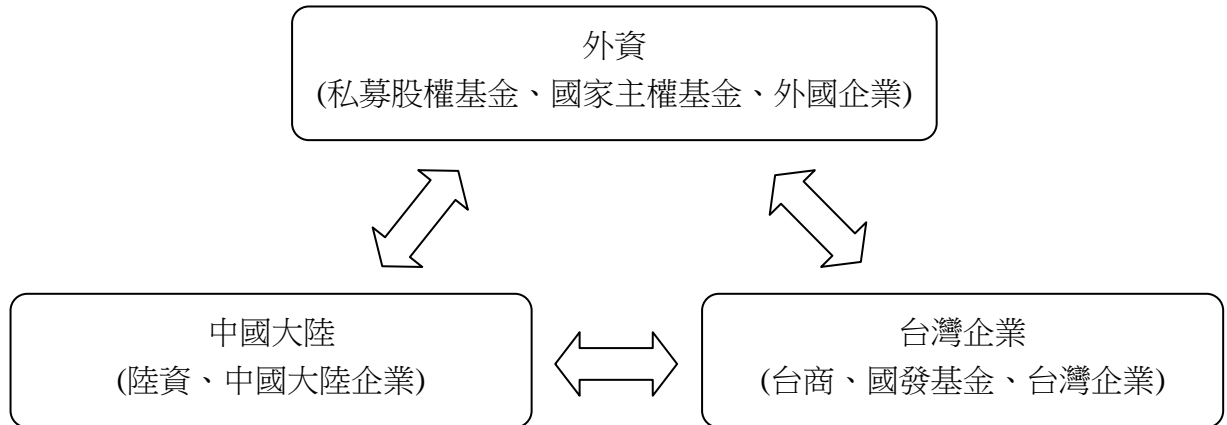
中華民國 101 年 1 月

中文摘要

美歐信貸泡沫相繼破滅，世界經濟重心逐漸轉移至新興市場與亞洲，政府刻劃出「黃金十年」的政策以因應局勢的轉變，台灣卻面臨經濟成長衰退與產業轉型不利等危機，根據調查顯示，台灣產業擁有群聚效應以及地理、人才優勢，但由於經濟情勢影響出口與代工產業，且以中小企業為主要經濟命脈，面臨轉型與升級之下，必須靠政府力量加以扶植，除了吸引國際資金來台投資，也應積極向外投資佈局，並且透過併購活動打造具有國際競爭力的優勢產業，因此要如何投資台灣與幫助台灣企業走出去將是重要課題，本文的主要結論與建議如下：

(一) 投資環境方面

我國雖於科技產業具有競爭力，仍缺乏新興產業如生技、醫療、文創等的群聚效應，政府應確定施政主軸後，積極扮演產業發展推動的角色，另外，在亞洲各國紛紛簽訂自由貿易協定下，台灣必須跟上此潮流，且鄰近中國大陸地理位置優越，加上同文同種，透過台灣投資中國大陸便成為外資的捷徑，在外資有意投資下，應積極與外資、私募股權基金合作，共同整合中國大陸企業，或收購價格被低估，但有技術、品牌的海外領導企業。就兩岸往來而言，台灣對中國大陸開放投資的兩百三十項產業大部分屬於「夕陽產業」，雖有簽署兩岸金融合作備忘錄 MOU，至今卻尚未有陸資投資台灣金融機構的實質案例，故建議政府放寬陸資來台投資規範，將「正面表列」改為「負面表列」，深化兩岸產業合作，擴大共同利益，「走出去」開發全球市場，台灣應跳脫單地投資的心態，在點與點連接中尋求最大的可能，此概念亦為報告的主要核心，圖示如下。



(二) 建議招商方式

台灣過去招商皆以自身利益為出發點，開放的產業大多處於衰退階段，建議政府開放外資投資國內體質良好的產業，並擬定全面性、一致性的配套措施，降低外資對台灣法令規範的疑慮，縮短審查繁瑣過程，才能提高外資對投資台灣的興趣，繼而發揚台灣價值。

(三) 政策及法規

投審會對來台申設投資的公司要求嚴格，在無法與主管機關直接洽談的情況下，過程的冗長與審查原則不能統一，著實影響外資來台投資意願，政府應將效能提升，建立審查機制透明度與可預期性，鼓勵最有可能投資台灣的兩大族群——私募股權基金與陸資，改變對過度保護小股東與企業下市的認知，並效法新加坡淡馬錫主權基金的整合能力與韓國投資公司運用資金的彈性，強化國家發展基金的投資功能，方能有效引資扶植國內企業，使台灣成為亞太經貿樞紐中心。

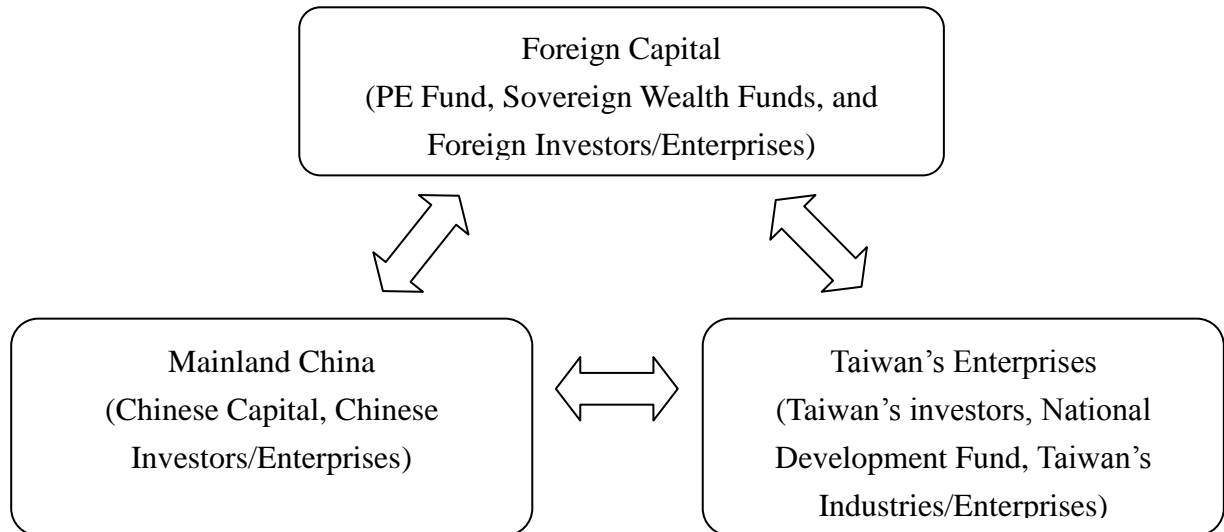
Abstract

With the bursting of the U.S. and European credit bubble, the global economic attention has shifted to the Emerging Markets. Subsequently, Taiwan's government has put out its "Golden Decade" economic plan. However, Taiwan is currently facing an economic recession and potential problems to future industrial growth. According to reports, Taiwan possesses advantages in its geographic location and human talent; however, given the detrimental impact of a worsening global economy on Taiwan's export-driven and labor-intensive industries, Taiwan's government must play a paramount role in the transformation and upgrading of Taiwan's economy as a whole, particularly the small-to-medium sized enterprises that form Taiwan's main economic foundation. Apart from attracting foreign capital into Taiwan, the government must also help Taiwan's industries look outwards, such as through regulations that facilitate the use of mergers and acquisitions (M&A) or similar financial transactions that will increase Taiwan's international competitiveness. The question of how the government can help by not only bringing investments to Taiwan, but also facilitating a global Taiwanese economic expansion, is therefore, an important one. This paper's main conclusions and recommendations are as follows:

1. The Investment Environment

While Taiwan already possesses a comparative advantage and global competitiveness in its high tech industries, there are still tremendous potential for growth in the biotechnology, medical, and cultural sectors. Here, the government should implement a clearer policy and play a more active role in the promotion and development of these industries. Moreover, Taiwan must actively seek to integrate itself into the regional economy as more Asian countries sign preferential trade agreements. Taiwan's geographic and cultural proximity to Mainland China offers many investment opportunities for foreign investors to enter China via Taiwan. Thus, when the opportunities arise, Taiwan's businesses must actively work with foreign investors and PE funds to invest in China, acquiring established and financially sound, yet undervalued entities, and consolidating value-generating businesses. Furthermore, with regards to cross-strait economic exchanges, while Taiwan has allowed Chinese investments into 230 sectors, most are considered "sunset industries." Despite signing a Memorandum of Understanding aimed to promote greater economic cooperation in the financial sectors on both sides of the Taiwan Strait, there still lacks institutions and mechanisms that facilitate Chinese capital investments in Taiwan's financial industry. Ultimately, the government needs to relax its regulations towards Chinese capital in order to deepen cross-strait

economic cooperation, expand common economic interests, and promote an expansionary path for Taiwan to access the global market. To prevent economic marginalization, Taiwan must abandon its isolationist policies and adopt a more macro perspective; and this is the principal concept and focus of the report.



2. The Proposed Business Approach

Traditionally, when attempting to draw foreign investors, Taiwan has started from a self-protectionist perspective, opening up only the sectors that are already in decline. This report proposes that the government should permit foreign investments in more attractive industries in order to draw in more foreign capital. At the same time, the government must also develop a comprehensive and consistent regulatory framework that will facilitate foreign investment in Taiwan, as well as alleviate compliance concerns, reduce the cumbersome regulatory review process, and ultimately demonstrate the value-added of investing in Taiwan.

3. The Regulatory Policies and Law

The Investment Commission of the Ministry of Economic Affairs (MOEAIC) applies strict demands on foreign investors coming to Taiwan. With an unclearly defined legal and regulatory system, coupled with the lack of institutions and forums for investors to engage in discussions with the competent authorities, the current investment process is both lengthy and inconsistent in nature. This will subsequently affect the willingness of investors to invest in Taiwan. Therefore, the government should establish a stronger review mechanism that is both transparent and predictable. This will encourage PE Funds

and Mainland Chinese investors, both of whom are the most willing and able to invest in Taiwan, to invest. Moreover, the government should adopt a more innovative approach when dealing with minority shareholders as well as the privatization of listed companies. And finally, we must emulate the governments of Singapore and Korea in their ability to allow Singapore-based Temasek and Korea's Korea Investment Corporation to use investment funds to strengthen their national development. Liberalization in Taiwan's investment policies will create the means to support the domestic enterprises and transform Taiwan's economy into an Asia-Pacific trade hub.

目錄

第一章 序論	1
第一節 研究動機.....	1
第二節 研究目標.....	3
第三節 研究流程.....	5
第二章 我國經濟發展現況及趨勢	7
第一節 我國經濟發展與困境.....	7
第二節 未來全球經濟發展趨勢.....	12
第三節 ECFA 簽署後我國經濟發展契機	17
第三章 我國產業與投資環境的現況與發展	22
第一節 我國產業與投資環境的現況.....	22
第二節 我國產業與投資環境的優勢分析.....	31
第三節 我國產業與投資環境的困境分析.....	39
第四節 ECFA 簽署後的影響與未來發展趨勢分析	44
第四章 國際私募股權基金的發展及趨勢	51
第一節 私募股權基金介紹.....	51
第二節 私募股權基金運作模式.....	55
第四節 亞洲私募股權基金發展現況.....	68
第五節 中國大陸私募股權基金的發展近況.....	78
第五章 引進外資擴大投資台灣	84
第一節 外國企業走進來.....	84
第二節 陸資在台投資狀況.....	90
第三節 私募股權基金在台灣投資現況分析.....	95
第四節 私募股權基金投資台灣案例分析.....	100
第五節 引進外國資金對我國產業發展之影響.....	122
第六節 私募股權基金進入我國市場之影響及公司治理議題.....	127
第六章 企業走出台灣促成全球化佈局	136
第一節 全球併購現況與趨勢.....	136
第二節 從全球趨勢看台灣企業走出去.....	143
第三節 台灣走出去的成功案例.....	148
第四節 中國企業走出去.....	159
第五節 日本產業整併實例.....	165
第六節 國家的主權基金功能與應用.....	172
第七章 完善台灣併購與私募股權投資的具體結論與建議	183

第一節 結論.....	183
第二節 建議.....	189
參考文獻	202
私募股權基金在台灣投資現況與展望調查	206
焦點座談會議記錄	219

表次

表 2-1 亞洲四小龍近 25 年來經濟成長率.....	9
表 2-2 國內主要部門經濟貢獻度.....	10
表 2-3 亞洲四小龍近十年各項目成長概況.....	11
表 2-4 投資機構預測全球資本市場市值.....	14
表 2-5 主要國家談判情況.....	16
表 2-6 中華經濟研究院評估結果.....	19
表 2-7 中國大陸機構評估情況.....	20
表 2-8 韓國 FTA 生效對我國貿易衝擊.....	20
表 3-1 各區域投資概況.....	24
表 3-2 我國對外區域投資概況.....	26
表 3-3 我國對外區域投資概況.....	27
表 3-4 效率項目排名.....	29
表 3-5 IMD 主要項目排名.....	31
表 3-6 IMD 各面項優勢.....	33
表 3-7 WEF 主要項目排名.....	33
表 3-8 WEF 各面項優勢.....	34
表 3-9 台資銀行赴中國大陸情況.....	48
表 4-1 收購與創業基金性質差異.....	53
表 4-2 證券業之私募基金與私募股權基金之比較.....	54
表 4-3 私募股權投資國家前 5 名.....	65
表 4-4 私募股權基金交易情況.....	67
表 5-1 重要產業發展方向.....	86
表 5-2 兩岸產業合作重點.....	93
表 5-3 私募股權基金投資案例彙整.....	96
表 5-4 萬泰銀行財務資料.....	104
表 5-5 萬泰銀行增資案交易說明.....	105
表 5-6 萬泰銀行近五年財務資料.....	107
表 5-7 安泰銀行財務資料.....	108
表 5-8 安泰銀行增資案交易說明.....	109
表 5-9 安泰銀行近五年財務資料.....	111
表 5-10 大眾銀行近 3 年財務資料.....	112
表 5-11 大眾銀行增資案交易說明.....	113

表 5-12 安泰銀行近五年財務資料.....	114
表 5-13 復盛投資案基本背景.....	116
表 5-14 復盛案件成功因素表.....	117
表 5-15 凱雷集團投資案基本資料.....	120
表 6-1 台橡股份有限公司併購案.....	149
表 6-2 中國人壽保險股份有限公司投資案.....	153
表 6-3 宏碁股份有限公司投資案.....	156
表 6-4 2010 年陸企海外併購分布.....	161
表 6-5 投資機構預估綜效.....	170
表 6-6 2011 年知名主權基金規模.....	175

圖次

圖 2-1 亞洲四小龍近年經濟成長率	8
圖 2-2 亞洲四小龍近十年每人 GDP 表現	8
圖 2-3 全球經濟成長貢獻度	12
圖 2-4 全球經濟比重預測圖	13
圖 3-1 台灣 FDI 走勢圖	23
圖 3-2 台灣、香港與中國大陸 FDI 佔全球比例圖	24
圖 3-3 台灣 FDI 投資產業走向圖	25
圖 3-4 台灣、香港與中國大陸對外投資圖	26
圖 3-5 WEF 和 IMD 的競爭力評比結果	29
圖 3-6 主要國家研發經費比例	36
圖 3-7 主要國家研究人員比重	36
圖 3-8 五大行庫資本支出貸款利率	37
圖 3-9 亞洲國家的物價上漲率	38
圖 3-10 微笑曲線示意圖	40
圖 3-11 產業對經濟成長的貢獻	41
圖 3-12 中國大陸 2008 年石化進口比重	46
圖 3-13 陸資對台投資	47
圖 4-1 有限合夥之法律架構	56
圖 4-2 全球跨境併購總額	63
圖 4-3 私募股權基金佔全球跨境併購比例	64
圖 4-4 全球私募股權交易金額	65
圖 4-5 私募股權基金三大區域投資趨勢	66
圖 4-6 亞洲在 PE 市場的投資比重逐漸成長	69
圖 4-7 亞洲由六個主要的市場構成	69
圖 4-8 各國私募股權投資滲透率	70
圖 4-9 亞洲私募股權基金規模	71
圖 4-10 私募股權基金退場總值	72
圖 4-11 2010 年機構投資者投資地區比例	78
圖 4-12 2002-2006 年私募股權基金投資區域圖	80
圖 4-13 2002-2008 年交易階段比例	81
圖 4-14 西元 2006-2010 年私募股權募集資金比較	83
圖 5-1 陸資來台投資圖	91
圖 6-1 全球併購市場趨勢圖	138

圖 6-2 全球跨界併購活動趨勢圖	139
圖 6-3 全球中型併購市場的趨勢圖	140
圖 6-4 私募股權基金亞洲投資現況	140
圖 6-5 亞洲併購活動的趨勢	141
圖 6-6 2011 年第一季亞洲國家併購活動占比	142
圖 6-7 中國大陸企業跨境併購圖	159
圖 6-8 中國大陸併購案件的平均金額	160
圖 6-9 中國大陸外匯存底趨勢	162
圖 6-10 產業革新機構運作圖	168
圖 6-11 全球主權基金規模圖	174

第一章 序論

第一節 研究動機

2010年6月台灣與大陸簽署 ECFA（經濟合作架構協議），兩岸即邁向嶄新的經貿情勢，ECFA 簽訂後對台灣的意義不只在於關稅減免，也讓外資重新認識台灣的價值，促使台灣再度回到世界舞台、受到全球的關注；同時也讓中國大陸企業取得和台灣企業相互投資的通行證，讓兩岸產業在各個層面能以不同的投資、聯盟形式，進而達成兩岸實質合作交流。

兩岸不僅因 ECFA 的簽署得到雙邊互惠，台灣更可以藉此和其他國家洽簽自由貿易協定（Free Trade Agreement；FTA），成就我國區域整合架構；而早收清單的設立，也讓產業鏈的整合速度加快，由此可預見我國的產業未來將會是全球關注的投資重點項目。

在國內產業發展方面，經建會所擘畫「黃金十年」重要課題，亦將著眼於經濟成長、創造經濟動力之投資和出口雙引擎具體規畫，因此，後 ECFA 時代，如何掌握全球投資及產業發展脈動，打造台灣邁入經濟騰飛的黃金十年，提升台灣成為大中華地區經濟發展整合關鍵性角色，完成最佳平台之任務至為重要。

另一方面，近年來台灣產業長期賴以生存的代工模式已經走到了盡頭，為了維持成長並保有競爭力，未來勢必要積極地往品牌和行銷的方向轉型，透過「走出去」的方式跨入世界市場、新興市場和中國市場，併購（M&A）則是企業「走出去」並有效轉型的最佳方式和最快速的捷徑。許多研究也已證實，台灣企業進行國際化佈局（不僅指在中國大陸投資）將會進一步帶動國內生產成長、有效提升國內投資，更能幫助國內就業率的增長，因此，鼓勵企業「走出去」對國內產業結構的調整及國際佈局能力的提升將具有正面的意義。國內的產業若能藉由有計畫地「走出去」蓄積國際競爭力、佈局全球，台灣在大中華經濟版圖上的

地位和重要性將不同以往。

在鼓勵國內企業「走出去」的同時，台灣也應同時思考如何吸引外資企業來台投資。在全球化的浪潮下，強化產業競爭力已成為各國政府重要政策的一環，國內政府於多年前即採取「深耕台灣、佈局全球」的經濟發展策略，致力於引進國際資源及促進企業國際化，以提升台灣的國際競爭力。「外國人直接投資」在台灣經濟發展過程當中一直扮演重要的角色，從 50 年代利用國內便宜的勞動力發展加工出口產業，再到提供技術支援協助我國產業升級，不同的合作面向顯示其亦為我國經濟奇蹟的幕後推手，可惜近年來我國受限於政治因素無法正式參與國際區域整合的協商，削弱外資企業來台投資的意願，致使政府推動產業國際化的腳步窒礙難行。

隨著兩岸簽署 ECFA，政府對於國內產業發展及轉型所扮演的角色至為關鍵，應積極思考如何加速改善國內投資環境，健全投資法令，並結合兩岸經貿合作、全球化與區域化整合國際大趨勢，最終能導引資金進入國內實體產業與建設活動，進而有效厚植台灣經濟與產業的全球發展實力。

綜上背景分析，為了提升我國投資環境，宜採行「吸引外資投資台灣」及「台灣資金佈局全球」之雙重策略，以達成協助產業順利升級、轉型，進而提升台灣的國際地位及提升競爭力之綜效。

第二節 研究目標

在了解兩岸趨勢走向、台灣產業發展現況以及國際化佈局之需求之前，有必要針對我國產業發展前景、投資環境之改善提出具前瞻性的建言，期能進一步建構台灣成為大中華經濟版圖上的重要整合平台。

觀察近年來全球企業發展趨勢，「併購」已成為主流策略方式，愈來愈多跨國企業透過併購、參股、合資及策略聯盟的方式達到產業升級及轉型、全球佈局及提升競爭力的目的；在這股風潮中，國際私募股權基金參與其中，為企業帶進資金、技術、國際管理經驗以及跨國人才，協助提升營運績效，已成為現今全球經濟及產業發展過程當中不可或缺的重要角色。

尤其在 2009 年全球經濟逐漸遠離金融風暴之後，金融大海嘯所帶來的影響仍未退去，不僅許多企業因財務問題宣布倒閉，資金緊縮的經歷也讓企業紛紛拉高現金水位；2010 年第三季現金佔美國非金融企業資產總額上升至 7.4%，創下近 1959 年來的新高¹，因而促使手中擁有多餘現金部位的企業提高進行併購的意願，藉此機會收購價格處於低點的資產，並進行自身企業的重整及改造。

併購活動啟動，產業整合情勢更趨明顯，2010 年全球併購活動金額已達 2.4 兆美元，較 2009 年成長了 22.9%，其中新興市場的併購總金額更是創下統計以來的新高²，顯示併購活動不僅隨著景氣的復甦回溫，新興市場更已成為併購市場的重要板塊，未來新興市場的產業整合會以更快速度進行。

面臨這一波國外產業積極整併的風潮，國內企業也面臨重大挑戰。國內經濟發展以中小企業為主體，規模小、經營彈性大與策略靈活向來是國內企業的發展特質，隨著簽署 ECFA 之後台灣亦將會陸續

¹ 華爾街日報報導。

² 引用湯森路透《2010 年全球 IPO 及並購交易活動報告》數據。

和其他國家洽簽 FTA，在市場開放後國內中小企業如何因應國際競爭會是一個重要的議題，此時如何提升企業的全球競爭力即成為生存與否的關鍵，而其中整併以及各式結盟將是國內產業未來必定走上的路。

以併購的方式讓「台灣走出去」同時吸引外資「投資台灣」是目前國內企業立足台灣、佈局全球的最有效方式，以美國企業發展經驗觀之，有私募股權基金入股的企業，更致力於創新活動的投入³，不僅經營績效顯著提升，更能達到良好公司治理的目標。家族企業色彩濃厚向來是台灣企業無法快速發展的原因之一，若企業有效引進私募股權基金，將可落實所有權與經營權分離，對於國內企業公司治理上的影響亦會有正面的效益。

綜上所述，研究團隊在此研究案不僅說明台灣目前的投資現況，亦解析台灣面對的發展機遇與困境，再從不同的角度切入問題核心，提出具體可行的政策做法，期望達到台灣走出去與投資台灣的目標，以供為日後政府施政參考之依據。

³ Josh Lerner 發表於世界經濟論壇。

第三節 研究流程

本研究表面上有投資台灣與台灣走出去兩大主軸，其實主要是表達國家面對的困境，近年來國內投資不振，政府極欲振衰起敝，期望企業能夠擴大對台投資，並有效使產業競爭力升級，故研究團隊將會以此方向出發，評析在各項制度與現況是否能達到此施政目標。

研究團隊將會分三層次進行分析。首先，研究團隊針對台灣目前面臨的現況進行描述，其中包括經濟與產業概況，希望透過數據與制度等各層面的剖析，深入台灣目前的問題；其次，未來台灣將會面臨 ECFA 帶出的情勢轉變，本文亦會對此描繪出可能的發展方向與趨勢；最後，研究團隊會將焦點聚焦至如何吸引投資與強化產業競爭力的做法。

研究團隊針對此研究將會以文獻分析、深度訪談與焦點座談法進行，期望能完整分析本文所觸及的各項議題。首先在文獻分析上，研究團隊會廣泛蒐集相關發展脈絡有關文獻，並且有系統化的說明制度發展或現況，其中搜羅的項目不僅包括學術論文，亦有技術報告、投資機構看法等，以求完整表達各項角度。

其次在深度訪談法，研究團隊會針對特定議題，鎖定在該領域的專家，進行針對性的訪談，如法律層面即會針對各項有實務經驗的律師與相關人士，希望能從中取得重要意見與資料，以作為研究方向上的重要參考依據。

第三在焦點座談法上，研究團隊除了針對特定主題舉辦小型的座談會之外，亦會舉行「投資台灣與台灣走出去的問題研究與突破」大型座談會，希望能夠邀集產、官、學等各項領域的專家，集思廣益各界看法，讓該份報告能夠更面面俱到，增加研究報告的代表性。

研究團隊透過上述的各項分析方式，探求最合適解決台灣困境的方式，並且從制度與法律等不同層面，切重台灣走出去與投資台灣

兩大主題，期望最後所聚焦的各項具體做法，能真正協助台灣提升產業競爭力和有效活絡國內投資提升。

第二章 我國經濟發展現況及趨勢

第一節 我國經濟發展與困境

在提出台灣走出去與投資台灣的具體行動方案前，要先了解近年來台灣到底面臨什麼樣的問題與困境，所以本節將從經濟數據出發，先分析我國經濟近年來的表現，再從國內各項重要經濟變數中，找尋影響我國發展的重要脈絡，期望明確表達台灣的經濟現況，以下將分為現況回顧與困境進行說明。

一、我國經濟發展現況

本研究針對我國經濟發展現況進行兩層次的探討，其一說明近年來台灣經濟發展的表現情況，其二對於現今台灣表現與之前表現是否存在差異，當中援引和我國經濟發展軌跡相似的亞洲四小龍⁴其餘三位做為主要比較基礎，期望能確實了解我國經濟發展的趨勢與差異。

首先針對台灣近年來表現情況，2010 年台灣交出漂亮的經濟成長成績單，不僅經濟成長率達到 10.88% 的雙位數成長⁵，更創下近 24 年來的新高，與其他亞洲國家相比毫不遜色，甚至高於主要對手南韓 4% 以上⁶，顯示台灣經濟體仍具競爭力，不過把時間拉長觀察台灣經濟表現，情況恐怕未如 2010 年數據樂觀。

台灣在近十年的經濟成長率呈現落後，以 2000 年至 2010 年為基礎，可以發現在亞洲四小龍當中，台灣的平均經濟成長率只有 3.73%，不僅低於香港與韓國 4.5% 附近的成長幅度，更低於新加坡的 5.58%，顯示台灣經濟成長確實面臨困境，數據詳參圖 2-1。

⁴ 亞洲四小龍指香港、新加坡、南韓與台灣。

⁵ 主計處 2011 年 2 月發布數據。

⁶ 南韓 2010 年經濟成長率為 6.11%，引用國際貨幣基金資料。

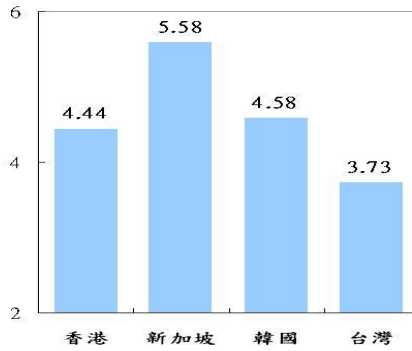


圖 2-1 亞洲四小龍近十年經濟成長率

資料來源：國際貨幣基金。
註：2000 至 2010 年；單位：%

觀察四小龍近十年每人國內生產毛額（Per-Capita GDP），更能突顯出台灣經濟表現上的落後，詳參圖 2-2，在 2000 年台灣的每人 GDP 有 14,641 美元，韓國只有 11,346 美元，但是在 2005 年後台灣已經被韓國超越，2010 年韓國每人 GDP 更高於台灣 2000 美元以上；此外新加坡和台灣差距也從 2000 年的 8,500 美元不到，到 2010 年擴大差距至 24,000 美元以上，經濟數據證實，國內緩慢的成長步調不僅使得韓國超越台灣，經濟差距更被其他主要競爭對手的拉開。

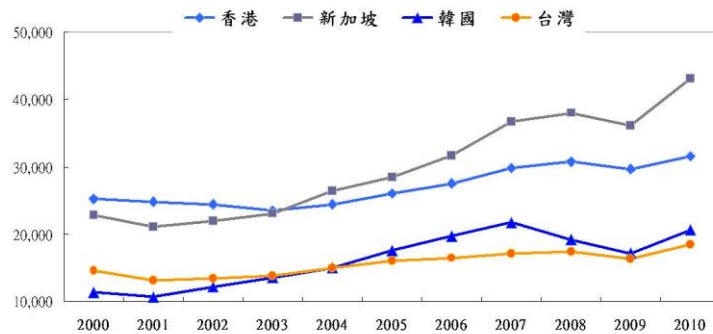


圖 2-2 亞洲四小龍近十年每人 GDP 表現

資料來源：國際貨幣基金；單位：美元

其次再對不同時期的經濟情況進行分析，以下 5 年作為基準⁷，觀察不同時期下的經濟成長率，四地經濟成長率詳參表 2-1，從中可以發現三項趨勢。其一，單就台灣經濟成長而言，台灣的經濟成長狀

⁷ 以每 5 年為基礎，不過在近 5 年去除在 2010 年台灣最佳表現，更加突顯四地整體趨勢。

況是持續下滑，從 1986 年的 9.16% 下滑至 2006 年至 2009 年的 2.35%，顯示台灣經濟成長力道逐年疲弱的情況；其次四地的成長軌跡中，台灣的趨勢和韓國最為相近，不僅表現最佳的期間皆是 1986 年至 1990 年，表現最差的也 2006 是年至 2009 年；第三以 2000 年為分界，之前台灣經濟成長率排名在四小龍的中間，即使最差的 1991 年至 1995 年仍優於香港，可是在 2000 之後，皆落至最後一名，顯示 2000 年後競爭對手表現明顯優於台灣。

表 2-1 亞洲四小龍近 25 年來經濟成長率

	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005	2006-2009
香港	7.8	5.22	2.76	4.18	3.25
新加坡	8.448	9.212	6.38	3.98	4.25
韓國	9.496	7.466	5.052	4.42	3.2
台灣	9.168	7.116	5.734	2.974	2.35

資料來源：國際貨幣基金。單位：%

以不同角度切入台灣目前經濟發展的現況，可以明確發現兩項特點。其一，台灣經濟活動逐漸走緩，從 80 年代動輒 9% 以上的成長水準，到近十年只有不到 4% 的增長動力，透露出台灣經濟已經逐漸邁入成熟期，未來若缺乏新的成長動能，恐怕只能維持平穩成長。

其次台灣近年來的經濟成長步調走緩情況在四小龍中最為嚴重，台韓相比，1997 年韓國受到金融風暴重創，讓台灣表現優於韓國，但是之後的情況卻不如預期，甚至在 2005 年後每人 GDP 被韓國超越，顯示台灣的經濟發展現況已經面臨瓶頸。而發展問題的全貌為何，以下由不同部門角度切入台灣困境的核心。

二、我國經濟發展困境

以下將分為兩部分觀察台灣經濟發展，其一針對台灣各部門對經濟成長的貢獻，發覺其發展主要問題，其次再仔細觀察不同國家間，是否有相同情況，確切了解台灣與其他國家上面的差異，以探究發展上的主要困境。

首先在各部門經濟貢獻程度上，研究團隊仍以五年期為基礎，再從 1986 年觀察至近期，發現台灣經濟發展在 2000 年後即面臨結構性轉變，在 2000 年之前經濟成長主要是依賴消費與投資，而國外部門則在進口大幅增加的情況，呈現負貢獻，顯示當時台灣主要是國內需求為經濟火車頭，不過近年來消費與投資貢獻度開始逐漸往下走，1986 年至 1990 年消費與投資各為 5.73% 和 2.97%，可是到了 1996 年至 2000 年即跌至 3.75% 與 1.49%，各貢獻項目詳參表 2-2。

表 2-2 國內主要部門經濟貢獻度

	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005	2006-2009
民間消費	5.73	4.70	3.75	1.93	0.56
政府消費	1.72	0.61	0.46	0.09	0.18
固定資本形成毛額	2.97	2.65	1.49	-0.23	-1.13
淨出口	-1.87	-0.82	-0.59	2.00	3.30

資料來源：主計處；單位：%

國內經濟在 2000 年之後，對經濟成長貢獻較大的部門從內需轉為出口，其中固定資本形成毛額從正貢獻轉負，到了 2006 年至 2009 年階段更變成 -1.13%，而消費也從 80 年代動輒 4% 以上的增長率降至近年來的 1% 不到，顯示國內需求不振是近年來經濟成長的主要問題。

其次再觀察亞洲四小龍各項近年來走勢，研究團隊以 2001 年至 2009 年為基礎，觀察消費、投資與出口三項目的平均成長率，詳參表 2-3，發覺台灣不僅消費與投資明顯弱於其他三地，甚至連近年來主要推動經濟成長的出口，台灣情況也並不樂觀，近十年我國主要的貿易競爭對手韓國，出口成長率高達 9.72%，已經遠勝台灣 4% 以上，顯示台灣的經濟發展困境局面已經成形。

表 2-3 亞洲四小龍近十年各項目成長概況

	消費	投資	出口
香港	3.00	-0.51	6.26
新加坡	3.43	3.91	7.38
韓國	2.85	1.99	9.72
台灣	1.67	-3.07	5.14

資料來源：AREMOS 資料庫；單位：%

台灣各部門經濟表現在亞洲四小龍的排名殿後，其透露出台灣經濟發展上的兩項困境。其一投資活動不振，近十年台灣的投資活動大幅衰退，除了科技泡沫與金融海嘯等國際性的因素外，國內投資意願低落更是主要原因。而意願低落原因，除了國內消費不振造成廠商不願意擴大投資外，外籍人士認為取得國內企業經營權困難度高，影響國外企業投資意願亦是因素之一。

另外在出口部分，我國的出口情況未如其他三地，主要原因有兩項，其一國內部分生產基地移往大陸，部分低階勞力密集的廠房赴陸營運，使得出口大幅衰退，另外我國除了科技產業外，近年來並未出現新興具國際競爭力的產業，這也讓出口情況落後主要競爭對手。

投資與出口現象直指台灣經濟困境，未來台灣發展不僅應該要擴大出口量能，也必須吸引外資與提升投資意願，但是應該要如何達成，以下將從國際經濟的角度出發，找尋經濟發展上的脈絡，探求適合台灣扮演的經濟角色，才能協助相關單位擬定適合的發展策略。

第二節 未來全球經濟發展趨勢

在全球化時代下，國際情勢的走向與國家經濟發展息息相關，因此本節以國際觀點切入，透過說明全球經濟趨勢方向，釐清台灣面臨大環境面貌，其中包括兩大主軸，分別為新興國家勢力崛起與國際經貿版圖重組。

一、新興國家勢力崛起

在新興市場勢力崛起部分，將分現況與未來兩層次進行探討，先從近年來成熟與新興經濟體表現進行說明，之後再評析未來趨勢的發展方向，從中可以清楚了解到，新興經濟體崛起的影響力絕不僅只侷限在成長數字、金融與貿易等各層面的也會隨之改變。

首先在現況部分，近十年新興國家的經濟勢力快速增加，而且影響力有越來越大的跡象，以經濟成長貢獻度觀察，1990年至2000年主要工業化國家⁸的全球經濟成長率貢獻度佔70%以上，新興國家只不到30%，顯示工業化國家是全球經濟的主導者，但是到了2000年後，情勢逐漸開始改觀，2000年至2006年新興國家的平均經濟成長貢獻度已經快速上升至45%，2007與2008年接近金融海嘯期間，新興國家貢獻度更接近80%，相關數據詳參圖2-3，顯示全球經濟成長的火車頭，已經轉變為新興國家經濟體。

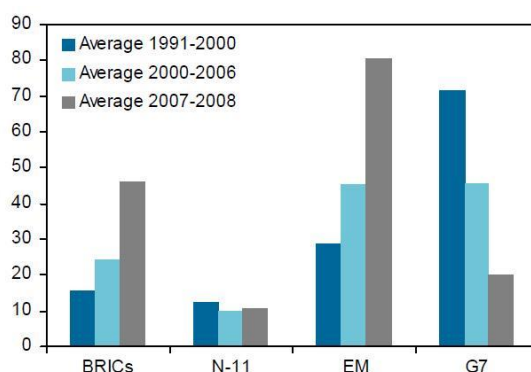


圖 2-3 全球經濟成長貢獻度

資料來源：高盛證券；單位：%

⁸ 此部分主要指美國、日本、德國、英國、法國、加拿大與義大利七大工業國。

讓經濟成長貢獻度大增的原因主要有投資與貿易兩項。在投資部分，新興國家經濟體的開發程度低，基礎建設有不足的情況，此讓各國政府大力推展公共建設，如中國大陸的鐵路、公路建設即為最好的例子，此外新興國家的成長潛力，也使全球吹起投資熱潮，兩大現象讓新興市場投資活動大增，2010 年新興國家的固定投資比重已經突破全球的 50%；另外在貿易部分，全球化浪潮引領生產活動國際化，新興國家的成本優勢，吸引企業將生產基地移至該地，生產完再出口給國際的消費者，生產活動擴張亦讓其經濟影響力大幅增加，2010 年新興國家出口額也正式突破 50%。投資與出口投破 50%，不僅象徵著經濟影響力的里程碑，也透露出投資與貿易領域上，新興市場將能逐漸開始成為主流。

其次在未來趨勢部分，本研究將從經濟情勢、面貌與金融活動三面向進行說明。經濟情勢上，新興市場未來不僅會持續扮演經濟成長的主要貢獻者，也會逐漸擴大全球經濟產出的比重，目前全球經濟產出比例中⁹，新興國家所佔比重為 37%，英國經濟學人預估在 2020 年前該比例即會正式突破 50%，詳參圖 2-4，在 2030 年前成熟國家與新興國家經濟比重有機會達到 4 比 6 的情形，屆時新興國家將開始主導全球經濟走向。

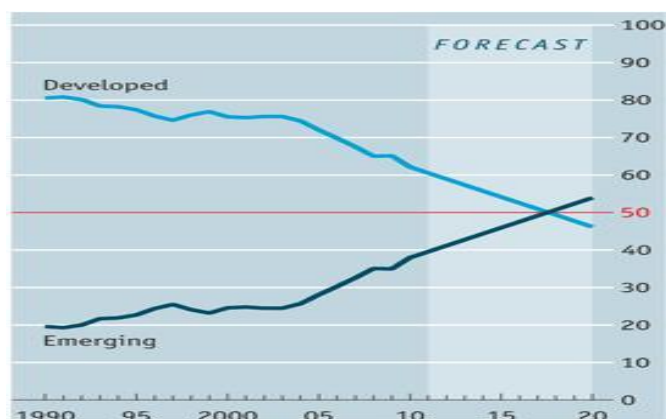


圖 2-4 全球經濟比重預測圖

資料來源：經濟學人。

⁹ 經濟產出比例以 2010 年國內生產毛額為計算基礎，比較對象為新興國家與成熟國家。

在經濟面貌上，過去新興國家經濟體主要是扮演製造出口的角色，未來隨著結構調整後，將會負擔更多消費的責任，尤其是中國大陸，2010 年大陸消費佔國內生產毛額（GDP）為 36%，而且過去也鮮少高於 40%，不過十二五規劃明確指出希望 2015 年該數據將要爬升至 42%至 45%，未來其他新興國家將會擁有更多消費力量，也會衍生出更多的消費主控權。

在金融活動上，經濟會帶動金融活動的發展，未來新興國家的金融市場力量可望會快速增加，2010 年新興國家的資本市場市值為 14 兆美元，成熟國家則是 30 兆美元，不過在經濟活動加持下，新興國家市場可望快速成長，投資機構預估 2030 年前，新興國家資本市場有機會超越成熟國家，達到 80 兆美元，預測結果詳參表 2-4。

表 2-4 投資機構預測全球資本市場市值

項目	資本市場市值			資本市場市值比例		
	2010	2020	2030	2010	2020	2030
年份	2010	2020	2030	2010	2020	2030
新興國家	14	37	80	31%	44%	55%
成熟國家	30	46	66	69%	56%	45%

資料來源：高盛證券；單位：兆美元。

在未來經濟發展趨勢中發現，未來新興國家的崛起將會更為全面，從過去的投資與出口面向的領先，將會進一步朝消費、金融等面向上延伸，未來新興國家將會有更多國際經濟秩序的參與權，甚至能在部分面向上，主導經濟的發展方向。

二、全球經貿版圖重組

在全球經貿版圖部分，本研究將分國際與亞洲兩層次進行說明，並將重點置於區域整合。首先針對國際經貿整合情況，描繪出近期經貿版圖發展脈絡，其次再將焦點置於亞洲，說明亞洲經貿版圖的變化趨勢。期望能完整描述經濟環境變化。

在國際整合部分，經貿整合趨勢在 2006 年出現重大轉折。世界

貿易組織（WTO）原本希望藉由談判，確立了全球貿易開放體系，不過從 2001 年開始的談判一直未達成共識，到了 2006 年 WTO 理事會正式宣布談判中止，此等於向外宣告一步到位的全球多邊貿易組織無法有效運作，在此情況下，各國與貿易組織逐漸轉為雙邊及區域上的合作。

國際區域整合在經歷過各事件洗鍊之後，全球經貿運作框架逐漸開始浮現，目前主要可以分為三大組織，分別為歐洲聯盟（European Union，EU）、北美自由貿易區（North American Free Trade Area，NAFTA）與東南亞國協（Association of Southeast Asian Nations，ASEAN），目前除了國家之間洽簽自由貿易協定（FTA）外，其他國際重大整合潮流仍是以此三大組織進行發展。

在亞洲部分，除了 ASEAN 持續整合之外，亞洲各國也積極洽簽 FTA，此也間接導致東協加一、加三與加六等形式整合開始成形¹⁰，目前亞洲國家已經有多項協議是透過此制度達成共識，如 2011 年 8 月份的部長會議，即是透過東協加一與東協加六的部長會議，達成各國貿易多用人民幣結算的看法。

目前亞洲的區域整合只見雛型，仍未達到制度整合的階段，不過各別 FTA 的簽訂已經逐漸開始生效，尤其各方都希望積極與東協進行整合，2010 年中國大陸與東協的雙邊關稅協議正式生效，日本與東協也期望在 2012 年至 2017 年雙邊能夠到達零關稅，另外韓國對 ASEAN 目前已經取消 90% 的商品項目關稅，2016 年還要針對剩餘項目降稅，近十年東亞地區的貿易協定已經由原本的 5 個，快速增加至 45 個，顯示其整合的趨勢明確。各項亞洲主要國家洽簽貿易協定情況詳見表 2-5。

¹⁰ 東協加一指中國加東協；東協加三指中國大陸、日本、韓國與東協；東協加六為中國大陸、日本、韓國、紐西蘭、澳洲、印度和東協。

表 2-5 主要國家談判情況

國家	洽簽情形
日本	<p>已簽署：新加坡、馬來西亞、菲律賓、泰國、墨西哥、智利、印尼、汶萊、東南亞國協、瑞士、越南、印度、秘魯。</p> <p>談判中：韓國、澳洲、海灣合作理事會。</p>
韓國	<p>已簽署：智利、新加坡、歐洲自由貿易協會、亞太貿易協定、東南亞國協、印度、秘魯、美國、歐盟。</p> <p>談判中：加拿大、墨西哥、海灣合作理事會、紐西蘭、澳洲、哥倫比亞、土耳其、泰國、日本。</p>
中國大陸	<p>已簽署：香港、澳門、亞太貿易協定、東南亞國協、巴基斯坦、智利、紐西蘭、新加坡、秘魯、哥斯大黎加、海峽兩岸經濟合作架構協議。</p> <p>談判中：澳洲、冰島、海灣合作理事會、挪威、瑞士。</p>
東南亞國協	<p>已簽署：東協自由貿易區、中國大陸、韓國、日本、澳洲+紐西蘭+ASEAN (FTA)、印度。</p> <p>談判中：歐盟、印度。</p>

資料來源：經濟部國貿局；本研究整理

全球與亞洲正快速展開經貿版圖的重整，未來區域貿易協定（RTA）與 FTA 將會持續發展，此透露出一未來經濟趨勢，未來區域內貿易情況會更為頻繁，WTO 統計 2009 亞洲國家區域內進出口額度已經接近 50%¹¹，未來該數據仍有可能進一步攀升，預計亞洲經濟將會更趨緊密的結合，甚至有可能出現一體化的現象。

¹¹ 亞洲區域出口比重 46.2%；區域進口總比重為 47.6%。

第三節 ECFA 簽署後我國經濟發展契機

ECFA 簽訂之後，我國經濟發展面臨新的局勢，未來台灣可以透過 ECFA，連結全球發展趨勢，創造出不同以往的契機。在新興市場崛起與區域貿易更趨緊密的發展趨勢下，ECFA 的誕生格具意義，以下將從貿易內涵、總體評估與區域經貿三層面出發，評析未來我國的發展機會。

一、貿易內涵

兩岸過去經濟合作模式多為，台灣接单、大陸生產、出口歐美，台灣廠商主要是利用大陸便宜的生產成本，製造出口商品到歐美成熟國家，但是在金融海嘯後，該情況將會開始轉變，未來台灣廠商的角色不會只侷限在製造領域，焦點會轉移至大陸當地的消費商機。

ECFA 的洽簽在經濟合作內涵上，有直接與間接兩層次的影響。首先在直接部分，ECFA 洽簽之後，早收清單項目的關稅稅率會率先下降，依據兩岸協商結果，早收清單中台灣對大陸進口商品降稅項目共有 267 項，大陸對台灣降稅項目則有 539 項，在 2013 年之前雙邊早收清單的關稅將會降至 0，屆時兩岸間的商品貿易會更直接影響彼此經濟。

台灣在產品安全與品質的控管嚴謹，相對於中國大陸的商品，外界給予台灣商品的信任程度較高，未來在雙邊關稅調降之後，台灣商品將可以更直接進入大陸市場，加深台灣與大陸當地消費商機的接軌，此將帶出兩大轉變，其一台灣與大陸的文化、消費習慣相近，此會讓台灣比其他國家的廠商更熟悉大陸當地市場，未來台灣出口焦點將不僅侷限成熟國家，大陸本地商機更是重點，其次投資機構預估¹²，在 2015 年之前中國大陸消費會以 21% 複合成長率增長，國內增加大陸市場的連結，將能夠驅動出口部門成長因子，擴大出口成長步伐。

¹² 摩根富林明投信 2011 年 8 月預估。

另外在間接部分，目前 ECFA 簽訂影響力不僅只有早收清單的降稅項目，兩岸經濟正常化，也讓過去禁止的行業開啟交流的大門，如我國各大銀行即掀起一陣赴陸熱潮，此讓兩岸經濟合作範圍，從商品貿易向外延伸，此將帶出兩大主軸轉變，其一過去赴陸投資多為製造產業，但是隨著經濟結構的轉型，大陸服務業會開始起飛，我國服務業在大陸市場的著墨力道會開始加深，其次雙邊關稅的互降，會加速兩岸生產活動的分工，過去台灣的角色多為提供管理與資金，未來兩岸經濟的合作，會更朝技術與市場的結合，台灣在技術的領先優勢，大陸在市場的成長優勢，將會是未來合作的新交集。

總結來說，ECFA 對兩岸經濟的意義，絕不只是在關稅的互降，更重要的是雙邊合作模式的變革，未來台灣應憑藉著其技術與品牌優勢，快速搶佔大陸當地商機，透過該地強勁的成長實力，擴大我國在出口部門與服務業的發展格局。

二、總體評估

ECFA 帶出兩岸新局，新局中兩岸可以透過合作互蒙其利，依據研究機構估算，透過 ECFA 機制運作，雙邊在經濟活動上各有斬獲，以下依序從我國和大陸的角度出發，觀察外界對 ECFA 帶來的契機。

在我國部分，中華經濟研究院在 2009 年，先行對 ECFA 帶來影響進行評估，研究結論為我國經濟整體活動偏向正面。該研究透過動態 GAPT 的模型進行評估，其模擬情況主要有兩項，分別為「維持農工管制現況，開放之農工產品自由化」、「維持農業部門管制且不降稅，工業部門解除進口管制且自由化」，結果顯示不同的貿易面向上，皆為正面的情況，詳參表 2-6。

表 2-6 中華經濟研究院評估結果

評估項目	維持農工管制現況 開放之農工產品自由化	維持農業部門管制且不降稅 工業部門解除進口管制且自由化
GDP(%)	1.65	1.72
總出口量(%)	4.87	4.99
總進口量(%)	6.95	7.07
貿易條件(%)	1.42	1.41
社會福利(百萬美元)	7,710.90	7,771.00
貿易餘額(百萬美元)	1,757.90	1,779.40
總生產值(百萬美元)	28,004.73	28,884.20

資料來源：中華經濟研究院，2009.06

依據 ECFA 早收清單的協議內容中，我方並未有農業產品的降稅項目，反而是中國大陸降低 18 項農業產品項目，顯示洽簽方向朝著「維持農業部門管制且不降稅，工業部門解除進口管制且自由化」進行，而在此模擬情況下，除了台灣能夠取得 1.72% 較高的 GDP 成長水準，和 77 億美元以上較高的社會福利之外，更重要的是政府在不傷害國內農業的情況下，進行 ECFA 的兩岸經濟運作模式。

在中國大陸部分，大陸商務部、南開大學與對外經貿大學亦在 2009 年進行《兩岸經濟合作協定研究報告》，其使用一般均衡模型，依據現實狀況進行模擬，從兩岸貿易自由化高低程度進行分析，將狀況分為情況 1 至 4，詳見表 2-7，透露出不論開放的程度多高，大陸經濟皆可透過 ECFA 機制的運作受惠。

表 2-7 中國大陸機構評估情況

指 標	情況 1	情況 2	情況 3	情況 4
GDP (%)	0.63	0.63	0.67	0.67
社會福利 (百萬美元)	9007.5	9038.5	9277.93	9282.69
貿易餘額 (百萬美元)	6145.75	6117.5	5900.32	5897
貿易條件 (%)	0.69	0.68	0.63	0.63

資料來源：大陸商務部，2009.11

兩岸研究機構對於 ECFA 的效應皆抱持著正面的態度，雙方皆認為透過 ECFA 體系的運作基礎，能夠擴大彼此的社會福利，未來兩岸能夠透過談判機制，讓彼此的經濟優勢互補，創造出更大的合作契機。

三、區域經貿

在全球經貿的發展洪流當中可以見到，區域經貿組織開始崛起。而亞洲各國也在此浪潮紛紛和主要國家洽簽 FTA，我國主要貿易對手國南韓，目前已經和美國、歐盟與東南亞國協簽訂 FTA，FTA 帶來的效應不僅讓南韓出口成長加速，也排擠了我國出口廠商機會，依過去經驗，每當南韓與其他國家的協定生效，即造成我國該地出口成長率下滑，詳參表 2-8，例如韓國與東協 FTA 在 2007 年 6 月生效，先前我國出口成長率為 20.1%，到協議效果發揮後出口成長率下滑至 11.8%，反觀韓國卻從 16.6% 上升至 24%，顯示台灣實有必要參與區域經貿組織的必要。

表 2-8 韓國 FTA 生效對我國貿易衝擊

對象	韓-東協 FTA		韓-星 FTA	
	生效前	生效後	生效前	生效後
期間	2004-2006	2007-2008	2003-2005	2006-2008
台灣	20.1	11.8	20.4	13.2
韓國	16.6	24	20.9	30.1

資料來源：經濟部，2009.10

ECFA 是未來我國參與區域經貿的最佳跳板，主要可以分為兩層次影響。首先是中國大陸部分，兩岸貿易的關稅下降，不僅會讓商品交流更加頻繁，亦會讓我國生產活動分工，透過分工除了能有效降低

生產成本，亦能夠透過生產價值鏈的重組，搶佔區域貿易的商機，目前中國大陸已經和東協等國洽簽 FTA，未來廠商可以透過中國大陸直接出口東協，彌補被主要貿易對手搶佔的市場；此外大陸經濟實力的崛起，會使得主要國家必須要強化與大陸的貿易關係，掌握大陸生產與消費市場的台灣，已經佔到有利的戰略位置。上述透露台灣可利用大陸角色進行生產活動分工，搶佔區域貿易的機會。

其次在台灣本身部分，ECFA 不僅是兩岸經濟整合的一大步，更是兩岸關係改善的里程碑，目前大陸官方已經表達其立場，認為只要對台灣發展有利的經濟協議，大陸樂觀其成，透露出兩岸關係和緩有助於台灣與其他國家洽簽 FTA，此將一掃其他國家對台簽訂經濟協議的疑慮，目前台灣與新加坡 FTA 談判協議已經啟動，印度、印尼與菲律賓也在研究當中，未來台灣可以直接透過 FTA 擴大參與區域經濟的程度。

企業經理人調查顯示¹³，有 80% 以上的企業經理人認為透過洽簽 ECFA，對於我國洽簽 FTA 有所幫助，另外也 83% 的經理人認為 ECFA 對於我國經濟有所幫助，此透露出企業界樂觀看待 ECFA 效應，此不僅有助於我國投資情緒，也會讓外資開始考慮和台灣企業成為夥伴關係，依據經濟部國貿局統計，光 2011 年上半年，已經有 27 家國際廠商簽署投資意向書，預定投資新臺幣 1,082.5 億元。

ECFA 對於台灣經濟的意義重大，過去十年我國面臨內需與出口部門成長力道減緩的情況，此造成我國經濟發展的腳步漸趨落後，不過隨著 ECFA 開啟我國與大陸甚至是區域經濟的連結後，不僅能給出口部門帶來新的成長機會，也使得外資擴大對台投資，讓台灣重拾經濟成長的契機。不過在契機中，台灣如何把握機會再創產業發展的新局，本研究將在下章進行說明。

¹³ 中華民國企業經理協進會所進行問卷。

第三章 我國產業與投資環境的現況與發展

第一節 我國產業與投資環境的現況

台灣現正面對經濟發展的契機，要如何掌握契機創造新的產業機會，有效改善國內產業與投資環境將是合適的方向，因此本節會把重點聚焦在產業與投資環境現況，希望透過不同面向的敘述，了解產業與投資環境的脈動。

產業與投資環境的面向廣，難以用單一指標進行說明，故以下將分為兩面向進行分析，首先透過外國人直接投資（Foreign Direct Investment, FDI）的走向與變化進行說明，希望確實捕捉我國投資環境改變趨勢；另外本研究亦會利用國際機構競爭力評比，來說明目前產業投資環境的面貌。兩項指標都是由外國人角度出發，透過國際視野，來觀察台灣產業與投資環境情況。以下將分外國人直接投資與競爭力評比部分進行說明。

一、外國人直接投資

隨著全球化時代來臨，不僅資金的流動越來越快速，而且國際產業整合的趨勢也越來越明確，其中產業整合除了要技術、人才等各面向外，資金亦是重要的關鍵，所以觀察外國人直接投資趨勢，將可以了解台灣在全球產業角色與地位。以下將分為定義、方向、區域、產業與對外投資進行說明。

首先在定義上，一般國外流入本國資金可分為三種，其一為證券投資，主要目的在於賺取收益，另外一種則是其他投資，主要是債權或是熱錢等，最後即是外國人直接投資，其為外國人為取得企業經營權或所有權，所投資的金額被通稱之，由於該數據和外國企業的生產活動關係程度高，所以也可將 FDI 視為國際間產業活動的連結程度。

其次在方向上，觀察近 40 年國內的 FDI，可以發現在 1990 年代末期來向上攀升的趨勢越來越明確，其主要是受到全球化浪潮的影

響，觀察 FDI 佔 GDP 比重可以發現，90 年代該數據鮮少超過 1%，不過在 2000 年後，該數據共有 5 次超越 1%，詳參圖 3-1；此外而此波 FDI 高峰出現在 2007 年，當時台灣的 FDI 金額創下統計以來的新高，該年共有 77 億 6900 萬美元¹⁴，但在金融海嘯之後，國際投資活動急轉直下，才讓 FDI 金額走低。

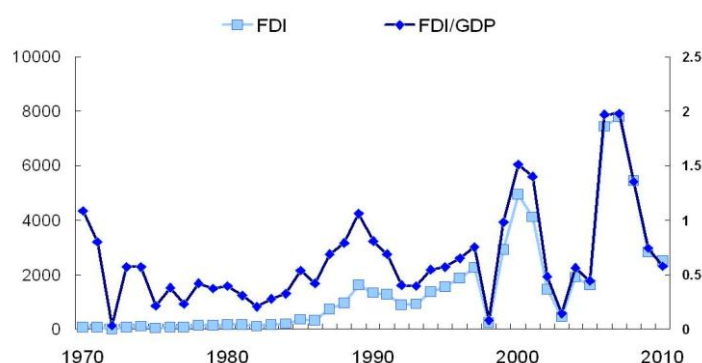


圖 3-1 台灣 FDI 走勢圖

資料來源：UNCTAD，單位：百萬美元，%

除去國際趨勢因素後，再次觀察 FDI 走向，可以發現台灣在近年來取得外國人投資的程度並未有所進展。我們以台灣佔全球 FDI 總比例進行觀察，發覺台灣所佔比例出現持續下滑的跡象，1981-1990 年、1991-2000 年與 2001-2010 年的台灣佔全球 FDI 平均數據為 0.45%、0.48% 和 0.23%，此顯示 FDI 絕對數據上升為全球現象，投資台灣資金比例卻下滑。

若以大中華經濟圈的角度觀察，加入中國大陸與香港進行對比，可以發現兩特點。其一在 1990 年代後中國大陸開始大量吸收國外資金，外國人帶資金與技術進入中國，使中國大陸成為世界工廠；其次香港在 2004 年和中國大陸簽訂更緊密的經貿安排（Closer Economic Partnership Arrangement, CEPA）後，不僅該地佔全球 FDI 比例上升，而且大陸與香港兩地的比例走勢也更為相似，反觀台灣不僅絕對數字

¹⁴ 外國人直接投資金額採用聯合國貿易和發展會議（United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD）資料庫。

下降，而且 FDI 佔全球比例也開始降低，此透露出中國大陸經濟崛起的熱潮，並未讓台灣爭取到更多的外國人投資。

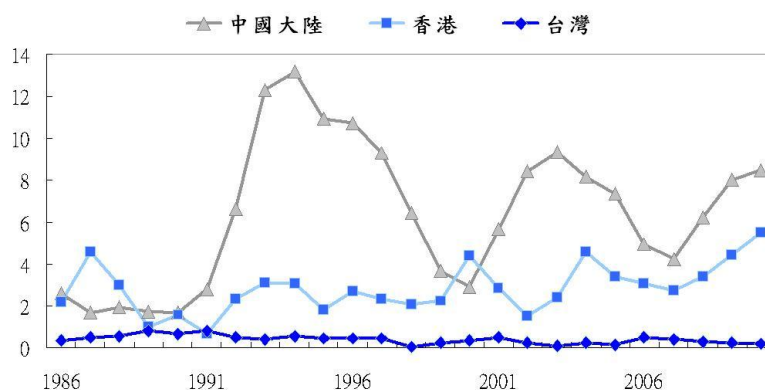


圖 3-2 台灣、香港與中國大陸 FDI 佔全球比例圖

資料來源：UNCTAD，單位：%

第三在區域部分，先前投資台灣的外資集中在亞洲與北美，80 年代兩區域投資佔總外國投資 75%¹⁵ 以上，但是近年來兩地投資卻持續呈現下滑，尤其亞洲到了 2000 年之後該區域投資只剩下 25%，不到 80 年代的一半，詳參表 3-1，反而歐洲與中南美洲開始增加，其中歐洲與中南美洲地區各從 80 年代的 11% 與 7%，到了 2000 至 2010 年後兩地合計投資金額超過 50%，其中原因在於海外的紙上公司佔國內投資的大宗，其中荷蘭與加勒比海英國屬地的投資案件最多。

表 3-1 各區域投資概況

時間	亞洲	北美	歐洲	中南美	大洋洲	非洲
1981-1990	46.54%	30.07%	11.73%	7.24%	1.96%	2.47%
1991-2000	42.15%	24.60%	11.93%	17.64%	2.40%	1.28%
2000-2010	25.13%	16.05%	30.21%	24.23%	3.75%	0.62%

資料來源：經濟部投審會

第四在產業部分，FDI 投資方向也會隨著我國經濟結構的轉型改變，若依據農業、工業與服務業進行分類¹⁶，在 80 年代末期，外國人主要投資我國的工業，尤其當時台幣大幅升值，推動我國產業從傳統

¹⁵ 外國人直接投資來源區域，是採用經濟部投審會資料。

¹⁶ 外國人直接投資的產業數據，是採用經濟部投審會資料，其中產業分類依據行政院主計處標準。

製造朝科技業進行轉型，在 90 年代後，服務業開始興起，1996 年至 2000 年期間，外國人投資服務業比重已經超過 50%，其中主要是因為我國提出亞太營運中心的計畫，資訊與金融保險等多項服務業開始成為投資新寵，到了 2000 年後，金融改革吹起一陣金融機構民營化的風潮，也吸引大量的外國資金進入台灣。

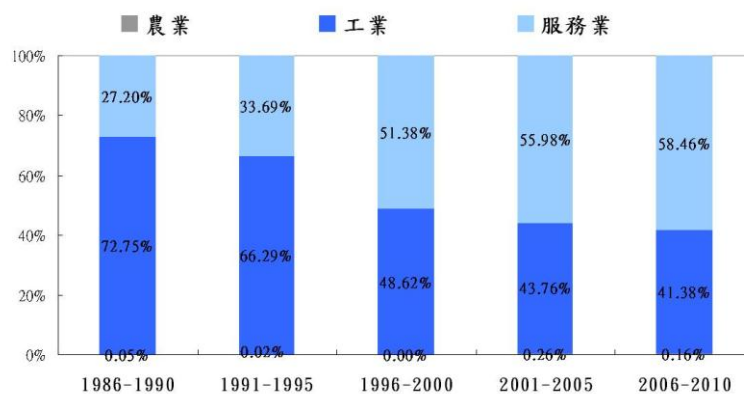


圖 3-3 台灣 FDI 投資產業走向圖

資料來源：經濟部投審會

最後在對外投資部分，先前所討論的 FDI 為外國人對我國之投資，然而隨著經濟的發展，我國廠商也開始向外進行投資擴張，而從絕對數據觀察，分 1996-2000、2001-2005 與 2006-2010 年三階段，對外投資的金額從平均每年 48、58、再到 91 億美元，顯示我國對外投資穩定上升；不過三地相較，我國對外投資金額與成長速度卻遠不及香港與中國大陸，此說明了我國產業向外佈局的腳步，浮現落後兩地的隱憂。

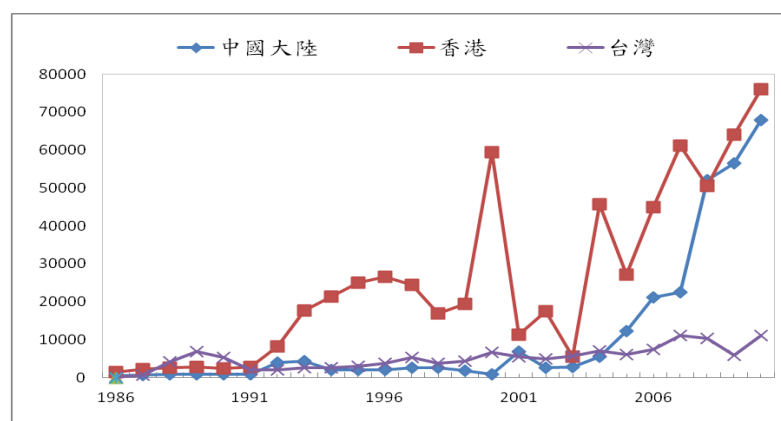


圖 3-4 台灣、香港與中國大陸對外投資圖

資料來源：UNCTAD，單位：百萬美元,%

對外投資從不同的區域切入，可以發現兩大趨勢。其一在北美部分，80 年代我國對北美投資佔總投資比重從原本的 43.5% 下滑至 20% 以下，詳參表 3-2，顯示我國廠商投資方向的轉變，其次我國對中南美投資比例大幅增加，從原本 80 年代的不到 17%，上升至 40% 以上，顯示近年來紙上公司成為我國對外投資的重要形式。

然而上述比例並未考慮對大陸地區的投資情況，若加入大陸地區考量，1990 年代大陸地區投資比重佔全球的 33.15%，但到了在 2000 年至 2010 年，台灣對大陸地區比重佔總對外投資比重攀升至 64%，顯示近年來大陸地區是國內投資者主要投資方向。

表 3-2 我國對外區域投資概況

時間	亞洲	北美	歐洲	中南美	大洋洲	非洲
1981-1990	34.67%	43.50%	3.83%	16.85%	0.29%	0.86%
1991-2000	28.22%	17.53%	3.51%	48.77%	1.23%	0.73%
2000-2010	31.25%	18.44%	4.68%	41.17%	3.73%	0.73%

資料來源：經濟部投審會。

在我國對外投資情況，可以發現隨著產業結構的轉換，我國對國外投資從過去的工業，逐漸往服務業的方向移動，1990 年代對外投資服務業只有 51.77%，但是到了 2001 年至 2010 年該數據則爬升至 66% 以上，詳參表 3-3，不過相對於大陸地區，我國的投資仍著重在工業，即便中國大陸在近期表示要朝服務業發展，但是我國對大陸投

資仍集中在工業，顯示我國對大陸服務業的布局仍舊落後，2001 年至 2010 年我國對大陸地區投資比例只有 12.66%。

表 3-3 我國對外區域投資概況

行業	國外地區			大陸地區		
	農業	工業	服務業	農業	工業	服務業
1991-2000	0.239%	47.990%	51.771%	0.544%	93.755%	5.701%
2001-2010	0.035%	33.075%	66.890%	0.206%	87.125%	12.669%

資料來源：經濟部投審會

綜觀 FDI 的趨勢可以發現以下三特點：其一我國 FDI 走揚主要是全球化浪潮推動，實際台灣吸收到的外國投資比例卻呈現下滑，而且我國在金融海嘯過後，無法有效吸引國外資金，此說明外資對我國投資環境並不受青睞。其次我國的外國人直接投資目標也開始轉型，現在的主流是服務業，其中政府國有企業或金融機構民營化，將會吸引外國資金進入。最後從對外投資趨勢可看出，近年來我國廠商持續走出國界向外布局，但是相對於陸、港兩地，布局的速度卻有稍嫌落後的隱憂。

二、競爭力評比機構

競爭力與投資產業環境的概念相似，唯有良好的產業投資環境才可以帶出快速的經濟成長，以下藉由洛桑國際管理發展學院（International Institute for Management Development Lausanne, IMD）的世界競爭力年報與世界經濟論壇（World Economic Forum, WEF）的競爭力報告進行分析，希望能確實捕捉產業環境的發展概況。

IMD 與 WEF 對於競爭力的定義與評比方向不同，因此會形成比較結果上的差異，要對其結果進行說明，必須了解其評比的主要內涵，以下將分三層次進行說明，首先針對其競爭力的定義方向，其次再對比兩間機構的評比結果，最後再說明其主要差異。

首先在定義方向上，IMD 與 WEF 對競爭力的定義有所差異。IMD

對競爭力的定義是如何透過原有資源，增加國家附加價值，屬於靜態形式的評比架構，其中評比分數是由經濟表現、政府效能、企業效能與基礎建設四大面向進行評估，強調的是各項具體的表現。

WEF 則認為競爭力是國家持續創造經濟成長的能力，著重在不同的時期當中，如何持續維持成長的優勢，主要由基本需求、效率增強、創新及先進因素三部分進行估算，由於經濟發展在不同階段，驅動經濟成長的因子會不同，所以估算的方式也會有所不同¹⁷，屬於動態形式的評比模式，強調的是制度因素對經濟成長的影響。

其次在結果上，比較近 8 年來 IMD 與 WEF 的機構的評比結果大不相同，以下分趨勢、極端值兩部分進行說明，詳參圖 3-5。在趨勢部分，WEF 的趨勢走向較為明顯，在 2004 年達到排名第 4 名高峰後，之後隨即往下走，從 2006 年之後，則持續呈現持平的走向，皆在全球 12 名至 17 名之間遊走；反觀 IMD 則是在 2003 年至 2008 年間持續呈現持平，到了 2010 年後快速飆升，甚至 2011 年達到 IMD 機構評比最佳的名次。另外在極端值部分，IMD 排名最差的一年為 2009 年的 23 名，WEF 則是 2008 年的 17 名，雖然相近可是年份卻不同，不過排名最佳的年份，IMD 為 2011 年，WEF 卻為 2004 年，而且走向並未朝相同方向變動。此情況突顯評比方式不同，排名的順序亦會隨之改變。

¹⁷ WEF 認為經濟在發展初期，主要推動經濟成長的是基本需求，隨著所得提升，經濟成長的重點會轉至效率，若邁入高所得國家，經濟成長重點會由效率轉至創新及先進因素。

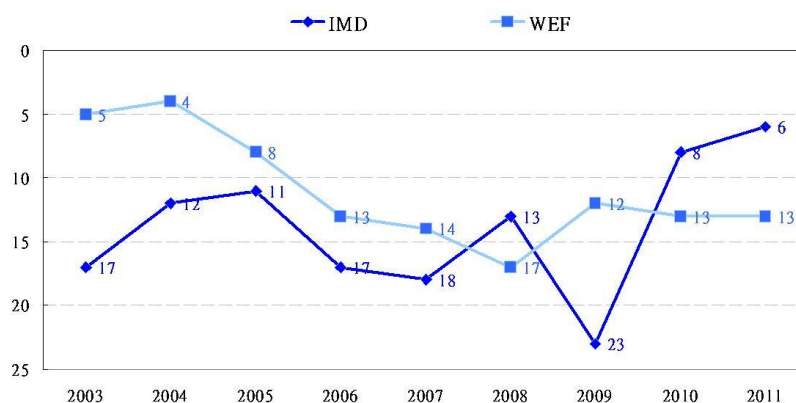


圖 3-5 WEF 和 IMD 的競爭力評比結果

資料來源：IMD、WEF，本研究整理。

評比結果的不同，象徵著不同比較面向上的差異，以下分別說明其結果兩大成因。其一在資料來源上，IMD 多為經濟統計變數，自從金融海嘯過後，我國經濟成長率在基期、出口等因素加持下，讓各項經濟數據快速走揚，由於 IMD 多為經濟統計變數所以也帶動名次大幅彈升¹⁸；而 WEF 則因為注重調查制度性變數¹⁹，所以並未因為經濟大幅走升有所改變，反而讓評比排名呈現持平。

其二在效率衡量上，詳參表 3-4，依據 IMD 評比，台灣的企業與政府效能在 2009 年後呈現大幅攀升，政府效能由 18 名到 2010 年的第 6 名，企業效能也由 22 上升至第 3 名，不過 WEF 的效率增強項目只有 17 走升至 16 名，二者差距不大，而彼此對於效率衡量上的差異，也是造成名次更替的主要因素。

表 3-4 效率項目排名

機構	項目	2008	2009	2010	2011
IMD	政府效能	16	18	6	10
	企業效能	10	22	3	3
WEF	效率增強	18	17	16	16

資料來源：IMD、WEF，本研究整理。

¹⁸ IMD 採用變數中有 3 分之 2 的變數採用統計數據。

¹⁹ WEF 採用變數中有 3 分之 2 的變數採用調查數據。

從不同的面向觀察台灣的產業與投資環境，可以得到不同的結論。從 FDI 出發，可以發現台灣吸取外國人投資的比例持續維持低檔，反觀香港與中國大陸則在經濟開始整合後，雙邊共同吸收大量的外國人投資，突顯出台灣並無受惠大中華投資熱潮。而在 IMD 與 WEF 的評比結果下，可以發現不同的角度觀察產業投資環境，將會推演出不同的結果，IMD 的評比結論頗為正面，WEF 卻呈現持平，當中的最大差異在於彼此著重的面向不同，雖然如此，不過不同的評比機構對於台灣的各项優勢的看法雷同度卻頗高。

第二節 我國產業與投資環境的優勢分析

在進入產業與投資環境優勢之前，必須先了解什麼是優勢。優勢最早源自於市場競爭的概念，1980 年代策略管理大師波特更替競爭優勢下了註解，認為競爭優勢為，透過競爭策略所產生有利於競爭且支持性高的態勢條件，後來被經濟學家泛指為，要在競爭過程中擁有優勢，才能得到對自己有利的結果。

本節所指的產業與投資環境優勢，則是從競爭力評比過程中，了解我國領先其他國家的領域，再藉此描述台灣特有的能力與特點。以下將先對 IMD 與 WEF 的評估架構進行說明，再從其中找出兩機構認同的台灣領先領域，再探求目前台灣在產業與環境上的優勢。

一、IMD 部分

IMD 的全球競爭力評比架構中，主要可以分為經濟表現、政府效能、企業效能與基礎建設 4 部分，比較近 6 年 4 大領域的排名當中，詳參表 3-5，企業效能排名往往領先於總競爭力排名，顯示在該領域中台灣的表現較為突出，在 2011 年更甚至為全球前 3 名。

表 3-5 IMD 主要項目排名

項目	2006	2007	2008	2009	2010	2011
總排名	17	18	13	23	8	6
經濟表現	25	16	21	27	16	8
政府效能	23	20	16	18	6	10
企業效能	13	17	10	22	3	3
基礎建設	18	21	17	23	17	16

資料來源：IMD

其次再仔細觀察不同面向下的變數排名，以下分別列出在 2010 年的各領域項目中前 5 名變數²⁰，詳參表 3-4，首先在經濟表現上，經濟的多樣性、匯率、物價穩定與經常帳為優勢；其次在政府效能部分，則消費稅率、外匯存底與資金成本則為主要優勢；第三在企業效

²⁰ 本研究採用 2010 年的評比資料，主要是為了一致性，因為撰寫報告期間 WEF2011 年評比仍未出爐，故皆以 2010 年資料進行說明，其中由於 IMD 評比對象只有 58 個，故取前 5 名變數。

能部分，信用取得、企業適應能力與企業經理人比例等則為其優勢，其中有 3 項為金融變數，顯示我國資金取得的容易程度，已經為我國產業與投資環境上的重要優勢；最後在基礎建設上，科技產品出口比重、專利投入、扶養比例等，為該面向優勢。

表 3-6 IMD 各面項優勢

經濟表現	排名	政府效能	排名	企業效能	排名	基礎建設	排名
經濟的多樣性	3	消費稅率	4	信用取得	1	科技產品出口比重	3
匯率	4	外匯存底	4	企業適應能力	2	專利投入	3
物價穩定	4	資金成本	5	企業經理人比例	3	扶養比例	4
經常帳	5			銀行部門資產	4	人口單位專利數	4
				企業激勵員工機制	4	較高的教育成就	5
				創投資金取得	4	寬頻網路費用	5
				單位勞動成本	5		
				中小企業效率	5		

資料來源：IMD

二、WEF 部分

WEF 的競爭力評比架構中，主要分為基本需求、效率增強與創新及先進因素，比較近 2006 年來的 3 大領域，創新及先進因素一直是台灣的強項，其中創新子項目更是持續維持在全球前 10，顯示台灣在創新等相關領域的表現傑出，詳參表 3-7。

表 3-7 WEF 主要項目排名

項目	2006	2007	2008	2009	2010	2011
總排名	13	14	17	12	13	13
基本需求	19	19	20	18	19	15
效率增強	15	17	18	17	16	16
創新及先進因素	7	10	8	8	7	7

資料來源：WEF

其次在觀察不同項目下的變數排名，以下分別列出在 2010 年不同領域的排名前十變數²¹，在基本需求部分，政策透明度、鐵路、網路與物價等為其重要的優勢項目；在效率增強部分，高等教育入學率與品質、顧客導向程度、買方成熟度、金融服務成本與股票融資程度等皆為其主要優勢；在持續領先的創新及先進因素部分，企業成熟度當中，當地供應商數量與產業群聚發展為重要優勢，另外創新領域，則有專利、企業研發支出、科學家與工程師比例與政府採購先進科技

²¹ WEF 評比對象中共有 133 個變數，故取排名全球前十名變數。

產品四項，詳參表 3-8。

表 3-8 WEF 各面項優勢

基本需求		排名	效率增強		排名	創新及先進因素		排名
體制	政策透明度	7	高等教育	高等教育入學率	5	企業成熟度	當地供應商數量	4
基礎建設	鐵路建設	8		數學與科學教育品質	6		產業群聚發展	3
	固定網路線	1		校園網路連結	8	創新	企業研發支出	9
總體經濟	物價	7	商品市場效率	當地市場競爭程度	1		政府採購先進科技產品	7
健康與初等教育	瘧疾情況	1		市場壟斷程度	4		科學家與工程師比例	8
	初等教育品質	10		顧客導向程度	8		人口單位專利數	1
					買方成熟度	5		
			勞動市場效率	薪資與生產力	3			
			金融市場發展	金融服務成本	2			
				股票融資程度	4			
			技術準備度	企業吸收技術程度	10			

資料來源：WEF

三、產業與投資環境優勢

IMD 與 WEF 兩大評比機構，對於台灣優勢領域看法呈現高度重疊，以下依其看法交集，分別對企業、產業、技術、教育、金融與經濟六大面向進行說明，期待能完整敘述我國產業與投資環境優勢。

首先在企業部分，特質與輔導體系為企業領域的優勢。在特質部分，我國企業適應經濟環境能力領先國際，尤其中小企業不僅數量繁多，更擁有靈活策略與高度彈性，經歷台幣升值、亞洲金融風暴，再到全球金融海嘯，中小企業仍持續蓬勃發展，此證實台灣企業獨有的

適應力優勢；其次在輔導體系部分，政府除了提供傳統所需的財務、資金與技術上的援助外，也針對發展規劃和人才培育等其他部分進行協助，讓中小企業能夠彌補先天上的資源不足缺點，使其發揮更高的生產力。體系與特質是企業領域的主要優勢。

第二在產業部分，台灣擁有科技與產業群聚優勢。在科技上，台灣科技產品出口比重排名全球前 3²²，證實台灣產業不僅擁有高科技的製造能力，台灣亦在全球科技生產鏈上扮演重要角色，而且定位逐漸從過去的製造，往研發與行銷領域前進；此外在產業群聚效應上，產業群聚不僅能降低成本，亦有助於整體產業的上下游整合，目前台灣主要有四塊產業群聚，在北部有以科技產業為主體的科技走廊，電子資訊、軟體與光電為發展的重點產業，中部則有科學園區，為光電與精密機械產業的大本營，雲林嘉義一帶則有石化產業聚集於此，最後南部的台南與高雄，除了有台南科學園區外，還有環保科學園區、農業生物園區等。

第三在技術方面，我國大量投入在研發經費，造就出專利領域的成功。在研發經費部分，我國研發經費佔 GDP 比例年年增加，2009 年該數值已從 2.39% 走高至 2.94%，詳參圖 3-6，遠高於美國、新加坡與德國等主要國家，顯示其對於研究發展的重視程度；對研發的重視，也使得專利產出情況快速增長，以美國申請專利數為基礎，我國從 2005 年後即長期排名在全球前 5 名²³。此突顯我國對研發的重視，在國際間大量取得各項專利，有提升我國技術領域格局。

²² IMD 統計資料，以科技產品出口佔 GDP 數值為基準。

²³ 2009 年排名為美國、日本、德國、南韓與中華民國。



圖 3-6 主要國家研發經費比例

資料來源：2010 年中華民國科學技術統計要覽。

第四在教育部分，學術品質與研究量能帶出我國人才優勢。在學術品質上，科學期刊論文數（Science Citation Index，SCI）與工程論文數（The Engineering Index，EI）排名持續上升，其排名各從 2005 年的 18 和 11 名，到了 2009 年排名已經走升至 16 與 9 名，顯示我國研究領域水準持續進步；其次在研究量能上，國內高等教育盛行，勞動人口中有 42.9% 具有大專或大學學歷²⁴，較高的學歷成就也大幅推升研究動能，2000 年研究人員數只有不到 7 萬人，但是到了 2009 年研究人員數即增加至 15 萬人以上，與主要國家相比，每千人當中研究人員比重，我國僅只落後芬蘭，甚至高於南韓、新加坡與美國等，詳參圖 3-7，顯示國內強勁的研究動力。學術品質與研究動能突顯出我國在教育體制領域的優勢。



圖 3-7 主要國家研究人員比重

²⁴ 引用經濟部《台灣投資環境》數據。

資料來源：2010 年中華民國科學技術統計要覽。

第五在金融部分，金融可分為資金取得與成本兩面向。在資金取得部分，我國金融體制完整，讓投資案容易取得資金成本，即便是風險性較高的創投資金，競爭力機構亦給其極高評價，IMD 認為台灣創投資金取得容易度，在 58 個評比對象中排名第 4，WEF 則是在 133 個評比區域中，排名第 11 位，顯示我國在資金取得上相對容易；另外在成本部分，我國金融機構家數不僅多，而且服務價格具有競爭力，以台灣前五大行庫的資本支出貸款金額為基礎，可以發現，近 5 年來我國的貸款利率持續下滑，到近 1 年甚至低於 2%，詳參圖 3-8，顯示我國的資金成本相對便宜。資金取得容易且成本便宜，為我國金融帶出的投資環境優勢。



圖 3-8 五大行庫資本支出貸款利率

資料來源：2011/6，中央銀行；單位：%

最後在經濟部分，經濟環境穩定是我國特點，主要可以分外匯與物價兩部分。在外匯上，我國中央銀行累積大量的外匯存底，截至 2011 年 8 月份為止，我國外匯存金額為 4002.94 億美元，排名全球第四²⁵，高額的外匯存底使我國有較多本錢進行調控外匯市場波動，所以新台幣較不易出現暴漲暴跌的情況，而新台幣相對其他亞洲貨幣的波動程度也相對較低；其次在物價上，我國的物價水準相對平穩，從 2000 年以來的平均通膨數據，在主要亞洲國家中，只有台灣明顯低

²⁵ 台灣外匯存底金額只低於中國大陸、日本與俄羅斯。

於 1%，詳參圖 3-9，顯示台灣的物價相對平穩。外匯與物價的穩定，將可以降低投資環境的風險，強化環境優勢。

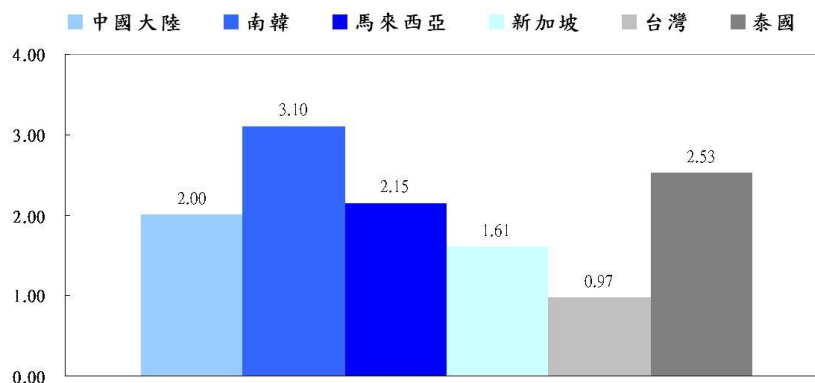


圖 3-9 亞洲國家的物價上漲率

資料來源：國際貨幣基金；單位：%

企業、產業、技術、教育、金融與經濟六大面向，直指台灣的產業與投資環境優勢，但隨著國際經濟情勢的轉變，產業與投資環境開始面臨不同以往的變局，變局中產業與環境將勢必面臨轉型，轉型過程中會讓台灣面對困境，下節將對此進行說明。

第三節 我國產業與投資環境的困境分析

隨著情勢的變化，我國產業與投資環境逐漸開始面臨新的問題，在此節當中，將分產業與投資環境兩部分進行說明。在產業上將會從發展的脈絡出發，並將焦點放在產業結構面臨問題；另外在投資環境部分，將從國際角度出發，發覺目前國內投資環境的問題。

一、產業發展的困境

台灣過去在科技與傳統產業取得重大成功的主因在於成本，尤其台商擅長透過管理，降低生產製造成本取得商機，但隨著經濟與產業結構的轉型，目前成本優勢已經逐漸開始流失，不過台灣產業遲遲無法轉型成功，造成近年來產業無法突破原有格局。以下將分升級、製造業與服務業三部分說明其產業發展上的困境。

首先在升級部分，我國過去在科技產業成功模式在於代工，主要是透過管理降低成本來取得品牌廠商的訂單，其模式仍以 OEM（Original Equipment Manufacturer）與 ODM（Original Design Manufacturer）為主²⁶，在經濟全球化之後，製造商的競爭情況更趨激烈，彼此價格競爭造成製造業的利潤大幅下滑，而台灣產業集中在代工製造業，所以使得我國科技製造業附加價值大幅下滑。

代工模式讓國內產業陷入困境，造成附加價值偏低，過去產業界曾多次表達要進行轉型，甚至早在 1992 年宏碁創辦人施振榮即提出微笑曲線的思維，如圖 3-10，明白表示國內產業要朝研發與行銷的方向發展，不過我國的市場規模小，政府缺乏支持品牌發展的本錢，雖然仍有部分廠商在不佳的條件中異軍突起，如宏達電的智慧手機、宏碁的筆記型電腦，但是此多半屬於特定廠商，整體產業朝品牌轉型並不順利；其次代工角色也讓我國研發資源效應無法有效發揮，屬於製造角色的台灣廠商其專利集中在製程領域，製程專利的效應停留在降

²⁶ 依據 MBA 百科定義：OEM 是指採購方提供設備和技術，製造方提供人力和場地，採購方負責銷售，製造方負責生產的一種的商業模式；ODM 是製造商設計出一種產品後，商品被品牌製造商看中，要求配上後者的品牌名稱來進行生產。

低成本，可是產業的競爭也讓訂單的利潤越來越少，造成附加價值無法有效提升，因此在台灣領域現正面臨升級轉型的困境。

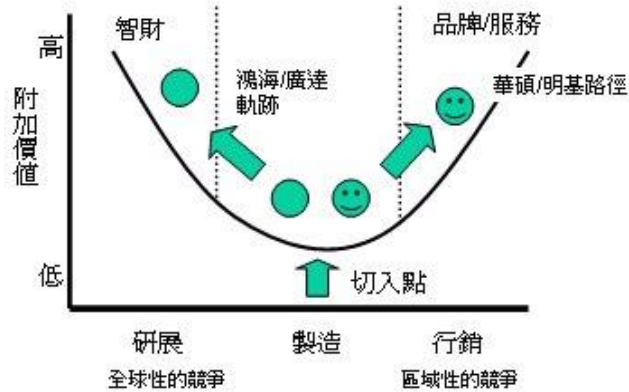


圖 3-10 微笑曲線示意圖

資料來源：國家實驗研究院科技政策研究與資訊中心網站。

其次在製造業部分，我國的製造業集中在電子產業，尤其過去兩兆雙星²⁷的產業政策，使得投資集中於特定項目，2002 年至 2008 年間，該計畫投資項目占有製造業投資超過 70%，但其實際創造的附加價值卻不及製造業的 40%，顯示其投資回收情況不成比例，尤其現今影像顯示產業，廠商的獲利狀況已經大不如前，光 2011 年上半年，光友達與奇美電的虧損即高達 500 億台幣以上，顯示台灣製造產業有過度集中特定項目，且回收情況不佳的情況。

國內產業集中在電子產業，而電子產業特性是景氣波動較劇烈的產業，所以當全球景氣出現反轉時，我國的製造業受影響的程度將會較為嚴重，此外我國又多以代工製造模式為主，當全球產業的面臨衰退，此會使得品牌廠商降低委外代工的比例，又會對台灣造成更嚴重影響，2009 年台灣經濟成長率達到統計以來最差的水準-1.93%，其中製造業就貢獻了-1.21%，2010 年全球景氣回溫，台灣的經濟成長率也大幅攀升至 11.23%，其中製造業貢獻度更為 7.16%，顯示國內

²⁷ 兩兆雙星產業政策是行政院在 2002 年提出，其中兩兆指未來產值分別超過新台幣一兆元以上的半導體產業及影像顯示產業；雙星則是指數位內容產業及生物技術產業。

製造業深受國際景氣的影響呈現大幅波動，也突顯我國製造業過去集中於波動幅度高的電子產業影響。

第三在服務業部分，我國產業結構成熟，2010 年我國的服務業佔 GDP 比重 67.08%，可是對經濟成長的貢獻率卻相對有限，比較近 5 年各產業對經濟成長的貢獻可以即可清楚發現，詳參圖 3-11，大部分情況下，工業與服務業部分對經濟成長的貢獻相去不遠，並未有因為服務業比例高而有較高的貢獻度，此顯示服務業的成長水準較慢，近五年間工業的成長水準高達 7.37%，可是服務業卻只有 2.91%，此顯示服務業發展隱憂。

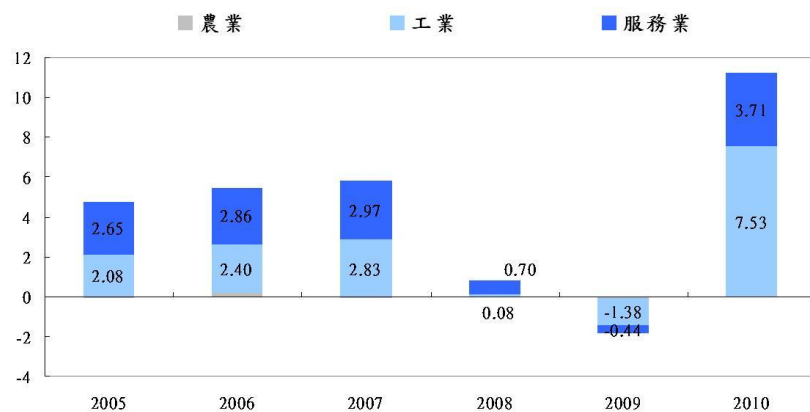


圖 3-11 產業對經濟成長的貢獻

資料來源：主計處；單位：%

探究造成服務業無法快速發展重要原因在於兩部分，其一從方向來看，近年來國內消費市場不振，而服務業大部分是依賴國內需求，此外在國外部分，我國服務業長期處於入超，而且金融等特定產業國際化腳步慢，所以才會造成服務業發展遲緩；其二我國服務業的勞動生產力低落，2001 年至 2010 年間我國所有產業的勞動生產力有 4% 水準，可是服務業卻只有 2.13%。兩大情況透露服務業發展瓶頸亦是我國產業的重大問題之一。

二、投資環境的困境

台灣自從 2000 年後，投資活動即開始出現大幅萎縮，而造成此情況的原因為何，有部分人士直指投資環境即是主要因素，但是投資環境的概念並不具體，所以本研究援引各外商協會的對台建議，以藉此深入台灣投資環境問題的主要核心。以下分別對美國、歐洲與日本商會的對台主要建議進行說明。

首先在美國部分，2011 年美國商會對台灣的建議主要有四大主軸，分別為人才環境、政策法令、環境發展與貿易關係。人才環境部分，認為應強化教育的創新能力與開放國外人才來台；政策法令則是強調應依循國際慣例，並加強和商界溝通；環境部分則是認為政府應兼顧環境與經濟，避免環評所造成前景不明的情況；最後在貿易部分，則希望台灣強化與其他區域的關係，避免過度依賴單一市場。

其次在歐洲部分，歐洲商會則對台有國際標準、陸貨進口與貿易振興三建議。在國際標準部分，希望台灣能多參考國際標準，屏除台灣特有的標準；在陸貨進口則是指目前我國仍多限制 2000 多件大陸產進口，此會妨礙歐商對台投資；在貿易振興部分，亦是希望台灣能透過加強與主要貿易夥伴的關係。

最後在日本部分，日本商會則對台有貿易、交流與溝通三主軸建議。在貿易部分，希望台灣能加強與日本的貿易合作；在交流上，日本則是希望擴大人才與產業交流；最後在溝通上，日本政府希望建立台日高層的溝通管道，以讓後續貿易與交流情況更為順暢。

綜合三大商會的看法，可以歸納其投資環境主要有三大困境。其一為國際接軌，希望台灣在國際貿易上，能夠強化與國際接軌程度，以利彼此的貿易活動，避免只有台灣獨有的設立標準；其次為強化溝通，強化政府間與政商間的溝通，政府間溝通，可以加速貿易活動的進程，政商間溝通，可以降低投資活動上的摩擦；最後則為加速貿易

整合，外商希望台灣考慮強化本身與主要貿易夥伴的連結，除了打開中國市場外，更進入國際格局。

目前我國的產業遇到瓶頸，不僅製造業轉型不順利，服務業也未能開創新的格局，除此之外，投資環境也面臨重大困境，台灣與國際間在制度與貿易上的連結度不足，而且跨部門與跨國間的溝通也有仍有改進空間，未來應如何突破困境再創新局？

除了政府強化與民間溝通管道與國際接軌等老生常談之外，透過 ECFA 帶出的整合效應，推動我國的產業轉型提升競爭力也同樣是重點，下節將針對 ECFA 對我國產業與投資環境的發展影響進行分析，說明台灣可透過後續影響，擴大發展格局，不僅讓台灣走出去，也讓投資走進來。

第四節 ECFA 簽署後的影響與未來發展趨勢分析

ECFA 是兩岸關係的里程碑，未來台灣與中國大陸的產業與投資環境將會邁入新的時代，雙向與制度將會成為未來合作的交集，過去主要是台商赴陸投資，未來將可以看到更多大陸廠商來台，另外先前著重的是進出口貿易，未來重點將會是兩岸制度的接軌，新的關係下，會使得兩岸產業各面向上出現化學變化，以下分經濟角色、生產活動、投資活動和服務業格局四主軸進行說明。

一、經濟角色

台灣過去在全球經濟的角色著重在製造設計，雖然廠商已經具備研發的能力，可是能未能有效突破發展格局，但是在 ECFA 後的局勢有機會讓台灣廠商成功轉型，以下分別就品牌、規格與結盟三部分進行說明。

在品牌上，台灣廠商擁有良好的設計與研發水準，廠商絕對有足夠實力發展品牌，但是國內市場規模不大，即使政府傾全力支持廠商，整體成效仍相對有限，但 ECFA 帶出兩岸經濟整合後，台灣廠商則擁有更廣大的市場基礎可以當作基地，尤其台灣、大陸的文化與生活習慣相近，由台灣設計出的產品必定能較其他國外企業更貼近當地。

在規格上，全球重要產品規格皆掌握在主要國家手中，如微軟（Microsoft）掌握電腦作業系統，即讓該公司在個人電腦軟體領域擁有主導地位，目前中國大陸政府計畫在各領域建立自主的產品規格和標準，此即為台灣的機會。台灣在通訊科技、半導體與電子產業技術有目共睹，而且部分領域超越中國大陸，台灣可以利用技術優勢，參與大陸當地產品規格設定，搶佔先機，這即可以幫助台灣廠商朝品牌與研發等領域進行轉型。

在結盟上，台灣可以扮演大陸與其他國家橋樑的角色，台灣廠商

對大陸市場的了解深，對於智慧財產權的保護程度強，政府政策透明度也相對中國來得高，此即為台灣在其他國家上獨有的優勢，台灣可以透過此優勢，彌補我國在關鍵技術或是資金上的不足，結合國外廠商雙方共同進軍中國大陸市場。依據資料顯示，台日同盟進軍大陸，比日商單獨進軍大陸存活率更高²⁸，此即說明台灣對大陸市場獨特優勢。

二、生產活動

台灣與中國大陸的生產關係有多項互補，在 ECFA 後兩岸經濟的連結度加強，將可以使生產活動重新分配，提升雙邊的生產效率，以下分資源、整合與當地商機三部分進行說明。

首先在資源部分，台灣的天然資源缺乏，各種重要的原物料大都仰賴進口，可是相對大陸則資源相對豐富，目前已經探明的礦業資源總值排名全球第三，僅次於美國與俄羅斯，當中不僅煤礦產量世界第一，科技產品必須使用的稀土藏量與產量亦是世界第一，未來隨著資源逐漸減少，大陸當局恐怕會開始限制稀土出口數量，屆時則浮現台灣廠商的機會，台灣可以透過技術優勢，和大陸進行天然資源優勢互補，共同開創更高的科技產業格局。

其次在整合部分，兩岸未簽訂 ECFA，台灣出口大陸的零組件與半成品必需課徵關稅，此不僅增加根留台灣的供應商的成本，甚至部分供應廠商被客戶要求必須在中國大陸設廠生產，此即造成產業外移的壓力，不過隨著關稅降低後，台灣廠商可以透過大三通進行生產鏈佈局，在不同的產業面向上，進行合適的產業佈局，有效提升生產競爭力。

第三在當地商機上，台灣對中國大陸的出口仍有部分領域呈現落

²⁸ 依據瑞穗亞洲調查部統計，2005 年台日合資型企業在大陸存活率是 88.2%，日商獨資在大陸的企業，存活率是 79.8%。

後，如石化產業，以 2008 年中國大陸進口數據為基準，台灣落後韓國佔所有進口比例 27%，詳參圖 3-12，僅居第二位，此外在機械、鋼鐵與金屬等產業，台灣落後其他國家更多，顯示隨著關稅調降後，價格競爭力會使得台灣各項領域上有進步的空間。



圖 3-12 中國大陸 2008 年石化進口比重

資料來源：東方證券。

三、投資活動

ECFA 帶動兩岸經濟接軌，將會讓台灣面臨新的發展契機，也會讓資金逐漸走入台灣，依據中華經濟研究院評估，簽訂 ECFA 後會替台灣在未來 7 年內增加 89 億美元的 FDI，顯示外界樂觀看待國內的投資活動，以下分陸資與外商兩部分進行說明。

在陸資部分，ECFA 之後會使得陸資可以順利進入台灣投資，從 2009 年至 2011 年 2 月為止，陸資來台投資總金額為 1 億 6099 萬美元，其中投資的主要產業集中在電腦、電子與資訊軟體，佔了總數當中的 67%，顯示即便目前國內對大陸資金的限制仍多²⁹，其中對科技產業的限制更多，但大陸仍對其領域興趣較高，若未來法令逐漸鬆綁，亦會使得陸資更趨踴躍。

²⁹ 現行陸資規定：製造業投資可分為三類。其一積體電路、面板等高科技產業，規定參股比例不得超過 10%；其次對肥料、冶金機械及其它金屬加工用機械設備等 10 項，陸資參股比例不得超過 20%；第三合資企業，陸資持股比例不得超過 50%，大陸對投資企業不得具有控制能力。

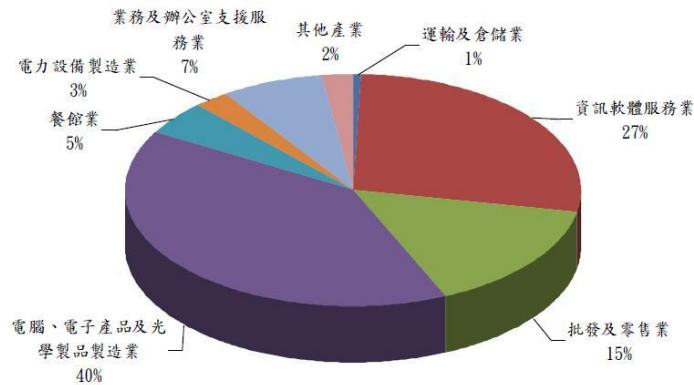


圖 3-13 陸資對台投資

資料來源：羅懷家《兩岸投資及人身安全保障與合作》；單位：%

在外資部分，ECFA 改變了台灣的角色，台灣對大陸市場的獨特優勢，可讓台灣成為大陸與國際間的橋樑，此部分會大幅吸引國外資金進入，從 2000 年後，中國大陸與香港地區 FDI 佔全球比率超過 10%，此說明外界樂觀看待大中華區的成長商機，台灣與大陸經濟整合後，外資可以充分利用台灣平台角色，透過台灣進軍大陸當地商機。

四、服務業格局

中國大陸在經濟上要朝內需市場轉型，在產業上要朝服務業轉型，而台灣服務業的發展較為成熟，未來經濟整合後，不僅企業能在大陸市場上開疆闢土，甚至可以主導大陸各產業的發展，以下分金融、教育與醫療三面向進行分析。

在金融領域上，我國的金融服務業服務技術相對成熟，依據 IMD 對全球經濟體評比分數，台灣在 2010 年金融技術領域分數為 6.63 遠高於大陸的 4.84，不僅如此，台灣針對大陸現正推展的中小企業金融服務領域更是有完整的制度與豐富的經驗，此正為台灣金融服務業的機會，目前已經有多家銀行赴陸，詳參表 3-9，預計隨著兩岸金融開放程度提升，會有更多的銀行在大陸申設據點。

表 3-9 台資銀行赴中國大陸情況³⁰

銀行	地點	時間
第一商業銀行	上海	2010/12/23
國泰世華銀行	上海	2010/12/23
彰化銀行	崑山	2010/12/23
土地銀行	上海	2010/12/23
合作金庫銀行	蘇州	2010/12/23
華南商業銀行	深圳	2011/1/20
兆豐國際商業銀行	蘇州	2011/1/27
中國信託商業銀行	上海	2011/10/27
台灣銀行	上海	2011/12/28
玉山銀行	東莞	2011/12/28

資料來源：本研究自行整理；資料更新：2012/1/5

目前不同的金融產業面對各異的產業局勢，不過就連金融產業取得較大進展的銀行，能進行的業務空間仍舊有限。現在兩岸銀行交流的進程當中，主要有三關卡，首關為在大陸地區開設分行，其次為開業滿一年且有獲利才可對台商承作人民幣放款，最後是開業滿兩年且一年獲利才可對大陸其他企業進行人民幣放款，國內銀行最快的才只停留在第一關卡，顯示現今國內銀行仍無法承做人民幣放款。

受限的業務範圍可以朝協商、優惠政策與先試先行三方向思考解決之道。首先在協商部分，兩岸應持續透過制度協商，在監理與業務並行的原則下，穩健開放我金融產業的強勢業務，如信用卡、財富管理與消費金融皆是我方可優先考慮的項目；其次在優惠政策部分，大陸官方針對其內部政策上的需要，設定部分優惠措施，如綠色通道³¹即是一例，針對此種特殊優惠，國內可以在官方溝通與民間利用的方式進行，官方積極協商類似的特殊優惠措施，並且建立雙邊溝通管道解決政策所衍生的問題，協助國內金融業在大陸地區深耕；最後大陸官方有意透過海西特區，交流兩岸各項商業活動，故國內金融業者可尋

³⁰ 台灣銀行與玉山銀行在 2011 年 12 月 28 日取得中國大陸銀監會核准。

³¹ 綠色通道指國內銀行業者申請在大陸西部、東北部開設分行，可以一次申請多家分行。

求相關管道參與，尤其針對過去大陸態度較保守的證券與期貨相關產業。

在教育部分，中國大陸成長快速，使人才供需缺口浮現，若只依賴大陸當地的教育體系，恐怕無法滿足人才需求，而台灣的高等教育發展已久，在產學合作、學術品質上的表現有目共睹，並且每年培育出 22 萬個大學畢業生，質量兼具的教育體系，將能夠有助於彌補人才缺口，未來若台灣的教育體系順利登陸，不僅有助緩解大陸人才荒，也可協助台灣教育產業向外發展。

目前大陸官方對於教育的態度逐漸轉變，依據 2011 年 4 月份出台的《外商投資產業指導目錄》（徵求意見稿），首次納入教育培訓產業，顯示大陸對於教育產業引進外資的態度逐漸開放，再加上我國計畫高等教育朝市場辦學與向外輸出的方向發展，顯示雙方在政策需求上是呈現一致的情況。

國內可以考慮朝擴大陸生來台與強化雙邊合作的方向思考。首先在擴大陸生來台部分，2011 年首次舉辦的陸生招考的政策，受到宣傳不足等多方不利因素影響，並未如外界預期熱烈，未來隨著相關政策配套措施的完備後，國內可以考慮再次放寬陸生名額；其次在強化雙邊合作上，目前大陸多所知名大學和國外一流學府建立交流體系，除了遊學性質的暑期學校外，亦設立正式的雙聯學制³²，而我國也在 2004 年建立該項制度，未來可鼓勵我國高等學府與大陸重點學校建立此項關係，以達到教育輸出的目的。

在醫療部分，台灣醫療水準普遍高於其他亞洲國家，不過發展方向卻偏向國內，其實我國的醫療水準是足夠有向外推展的本錢，而且兩岸語言相通，更加深了赴陸發展的籌碼，目前大陸人口老化的速度非常快，2009 年大陸 60 歲以上的老年人口已經高達 1 億 7765 萬人，

³² 雙聯學制指國際學術交流模式中的一種。

未來醫療照護的商機甚為可觀，此亦是台灣產業的機會。

大陸對於醫療產業的態度開放，而我國的醫療產業也已達到國際水準，故相信以其產業實力，是足以在大陸拓展版圖，不過外界仍舊擔憂融資問題可能會造成其發展阻礙，尤其醫療器材的單價高昂，有可能會提升台資企業籌措資金上的難度。

有鑑於此，國內可以朝旅遊健檢與強化融資兩方向思考。首先在旅遊健檢上，目前國內已經開放陸客自由行，故未來配合旅遊機會，可以吸引陸客來台進行健檢，由於國內取得資金較為容易，故此舉不只能讓業者搶佔大陸內需商機，亦無須煩惱籌資問題；其次國內醫療產業赴陸融資部分，目前國內已經開放租賃公司赴陸，故透過國內宣傳引導醫療業者與租賃公司合作，解決醫療產業短期融資上的困難，除此之外目前我國銀行的海外分行已經能夠進行人民幣放款，而且2011年年底我國銀行也有機會可對台資企業進行人民幣放款，故此融資問題可望逐漸緩減。

在後ECFA時代，台灣制度層面上的優勢將會更形重要，因為此不僅有助台灣扮演全球與中國大陸市場接軌的橋樑，更可讓台灣平台角色更形突顯，只是在過程當中，台灣如何更進一步達成「投資台灣與台灣走出去」的目標，強化本身投資環境，吸引全球資金則為關鍵。

經濟全球化的趨勢中，國際資金往往是由私募股權基金與國際併購所帶動，所以要想有效吸引國際資金，建構完整友善的私募股權與併購環境將有其必要性，以下將先從私募股權發展進行說明，明確解析其對台灣產業發展的幫助。

第四章 國際私募股權基金的發展及趨勢

第一節 私募股權基金介紹

全球金融產業發展一日千里，私募股權基金也隨時代的變遷有所改變，本節將先從其歷史沿革出發，在對私募股權基金常見的運作模式，以及相對於其他基金的差異進行說明，以下將分為私募股權基金發展沿革、主要模式和其他差異。

一、私募股權基金發展沿革

私募股權基金(Private Equity Fund, PE)初始盛行於歐美兩地，主要是指非於公開市場並針對特定人所募集的資金型式，資金用於對上市或未上市公司股權及與其股權相關之證券領域的投資。主要基金型態是委由私募股權基金管理公司管理，以財務投資者(financial investor)或是策略投資者(strategic investor)的角色，積極參與投資標的經營與改造。

私募股權基金起源於美國 1960 年代，最早是以創業投資基金之方式，投資於具有發展潛力的早期或未上市公司，自行承擔投資風險並協助被投資公司成長，俟該公司價值提升後，輔導其順利上市或是直接出售手中持股而獲利。直至 1980 年代，私募股權基金開始使用融資性併購(Leveraged Buyout, LBO)方式進行投資，亦即以融資方式取得大部分投資併購所需資金，對於具成長潛力或體質好但營運不佳之目標公司進行併購，以取得經營權，並透過引進新的經營團隊、改善公司管理方式、進行企業間策略聯盟等方式來提升被投資企業的價值，最後以安排被投資企業上市、直接出售股權或以其他資本重組的方式，達成獲利退場。由於其投資期間大約為 3 到 7 年左右，因此屬於長期性資本投資(Patient Capital)，投資風險與不確定性常隨著投資期間的拉長而增加。

自 1990 年代以來，證券金融市場興起，在新財務槓桿工具不斷創新及全球資金充沛之情況下，私募股權基金之併購風潮大行其道，不僅併購案件數量持續增加，單一併購金額亦屢創新高，而私募股權基金之

管理公司亦蓬勃發展，包括 KKR、Blackstone Group、Carlyle Group、Texas Pacific Group、Apax 等近年來均在全球各地大肆併購，引發全球產業市場之併購風潮。

二、私募股權基金主要模式

私募股權基金主要是指透過私募方式募集資金，並以股權投資為主的基金。在其投資交易過程中，也附帶考慮未來該基金的退場模式。常見的私募股權基金退場模式大致分為上市、併購或管理層回購等，私募股權基金透過上述三方式退場，並從中取得獲利。

廣義的私募股權基金主要有兩種，分別為收購 (Leveraged Buyout) 基金與創業投資 (Venture Capital) 基金。首先在收購基金上，收購基金主要針對企業發展的後期，透過 PE 在管理與技術上的優勢，讓公司突破原有發展格局朝有效方向改進，亦有人稱此為「過橋基金」，即協助公司從原本已有的朝向更好階段發展；創投基金則是聚焦在企業發展的初期，透過 PE 的科技知識優勢與對產業趨勢的了解，協助及引導企業發展，使企業從無到有。由於創業初期的投資風險性高，故創投基金亦被稱為「風險投資基金」，屬於承擔高風險、追求高報酬的運作模式。私募股權基金投資範疇甚廣，不同基金的投資目標、屬性、對象與風格都不相同，但投資定位都很明確。

從企業發展的角度來看，不同私募股權基金參與企業發展的階段也會不同。創投基金所投資的企業股份不一定要等到企業上市時才退出，可以經由賣給其他大企業、策略投資人或是由管理層回購等方式退場，也可以選擇將所持有部分股權賣給後期接手投資的基金，保留部分等到企業上市後才套現。如此運作模式，可以讓前期的私募股權基金先把本錢和一部分的利潤先回收，這對基金的投資人，是一個利益上的保證。

收購基金與創業投資基金兩者最大的差異點在於，私募股權基金主要投資成熟階段的企業，創業投資基金主要投資目標則為萌芽階段的新

創事業，尤其針對科技產業，以下分就二者在不同領域的差異整理於下表，詳參表 4-1。

表 4-1 收購與創業基金性質差異

比較項目	收購基金	創業投資
投資案源	廣泛標的，涵蓋上市及未上市公司	以未上市之科技產業為主
投資風險	承擔企業從「有」到「更好」的風險，投資風險相對較低	承擔企業從「無」到「有」的風險，投資風險相對較高
風險控管	取得顯著股權控制權，主動參與企業之經營，控管投資後管理風險	被動的參與被投資企業之經營，善盡投資後管理之責，但不易承擔風險
專業技能	經營管理的知識能力、財務工程設計/能力與產業知識	高科技知識、產業動脈、人才網絡
回報來源	財務槓桿操作，經營效率以提升投資價值	承擔高風險，享受高報酬
退場機制	多元退出管道，可提高回收速度	主要以被投資企業上市/上櫃退出為主

資料來源：本研究整理。

三、私募股權、對沖與投信私募基金的差異

外界常混淆私募股權基金、對沖基金(Hedge fund)與投信的私募基金為一體。首先在對沖基金部分，許多人誤將私募股權基金等同對沖基金，其實兩者有極大的差異。私募股權基金投資一家公司，通常要花上數年，甚至更長的時間參與企業的經營。私募股權基金業者通常透過改善所投資公司的營運、管理、資本結構及策略定位來創造價值，目標是促進企業成長、扭轉經營困境及提升營運表現。

相對而言，對沖基金是比較沒有嚴格定義的投資類別。對沖基金主要投資於公開交易的證券、各種貨幣或原物料商品。一般來說，大部分共同基金以「多頭」方式持有證券，也就是持有多種類證券以期待升值獲利；而對沖基金也可能以「空頭」方式押注企業的股價下跌，同時實行多種交易策略，包括買賣期貨、調期合約，以及各種複雜的衍生商品

的操作。簡而言之，對沖基金著重在資本市場投資，私募股權基金則是針對投資公司所創造的企業價值。

此外針對證券業私募基金(Private Placement Fund)部分，其募集資金的方式雖與私募股權基金同屬於私下募集型態，兩者亦無明顯的投資範圍設限，但之間不同的地方頗多，以下分別整理兩者差異於表 4-2。

兩種基金最大的差異在於專長與對象的差異。其中證券業私募基金著重在於資本市場業務，該基金大部分針對個人富豪，透過節稅與避險作為其主要訴求；私募股權基金則主要為產業投資的業務，並不侷限在資本市場，投資方式是以取得企業的股權為主，其中以金融、產業投資為受青睞，目前國內發展則仍集中在創投基金的產業投資為主，未來有機會跟隨國際腳步，逐漸向收購型投資的方向發展。

表 4-2 證券業之私募基金與私募股權基金之比較

差異項目	證券業之私募基金	私募股權基金
主管機關	證期局	依投資標的而訂
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(須提供財力證明)和一般法人	人數無限制，大多數投資人為法人或機構投資人。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(無須財力證明)
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 7~10 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	國內目前以創業投資業務為主，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，主流為收購基金

資料來源：本研究整理。

第二節 私募股權基金運作模式

私募股權基金的發展快速，但其主要營運的對象仍集中在國外，故本節中將針對國外私募股權基金運作模式進行描述，以下透過組織結構、基金運作、投資選擇與類型四主軸進行說明。

一、私募股權基金組織結構

私募股權基金能夠迅速發展主要歸功於其特殊的組織結構，其制度上的設計及所遵循法規，相較於一般公司而言較少受到管制監督及公告要求，並享有稅負的優勢，使得投資選擇具有更大的彈性，普遍受到機構投資人與高淨資產的富裕人士歡迎。因此，要了解私募股權基金的運作及發展優勢，必須要先從其組織結構談起。以下介紹目前私募股權基金最為常見的有限合夥制與有限責任公司制。

首先在有限合夥制：私募股權基金公司在有限合夥制下為獨立法人，依有限責任合夥法(Uniform Limited Partnership Act)規定登記註冊，於名稱上標明為 Limited Partnership(LP)，並由一般合夥人(General Partner, GP)與有限合夥人(Limited partner, LP)所組成。

一般合夥人即為基金經理人以及代表私募股權基金管理公司，須對合夥事業負無限清償責任，且基金的營運活動皆由經理人管理，通常 GP 也會被要求投入資金進入所經營之私募股權基金(約 1%)，表示對其管理之基金負責，並能使經理人與投資人目標一致，創造基金報酬的最大化，並可減少代理人問題的產生；有限合夥人則為出資的投資人，總出資額佔基金規模的 99%，每個有限合夥人僅對其出資額負擔有限責任，並不參與私募基金的投資決策與管理。

GP 與 LP 雙方在有限合夥契約內規範基金的期間、規模、費用、及經理人紅利發放等條款，不同的投資人可依照其需求議定適合雙方的契約；因此較一般公募基金更具有彈性。此外，美國政府直接對採用有限合夥制的合夥人進行課稅，而非對其組織課稅，故不會有對公司及收益

人皆課稅而產生的雙重課稅損失。

值得注意的是，私募股權基金：包含私募股權基金管理公司以及所募集之基金兩個部分；私募股權基金管理公司為負責資金募集及進行各項投資決策的專業管理團隊，因此無論該公司為私人公司或公開上市公司³³，都不會影響私募股權基金由 LP 與 GP 所共同簽訂合夥契約的本質。完整的私募股權基金運作架構如下，詳細參閱圖 4-1。

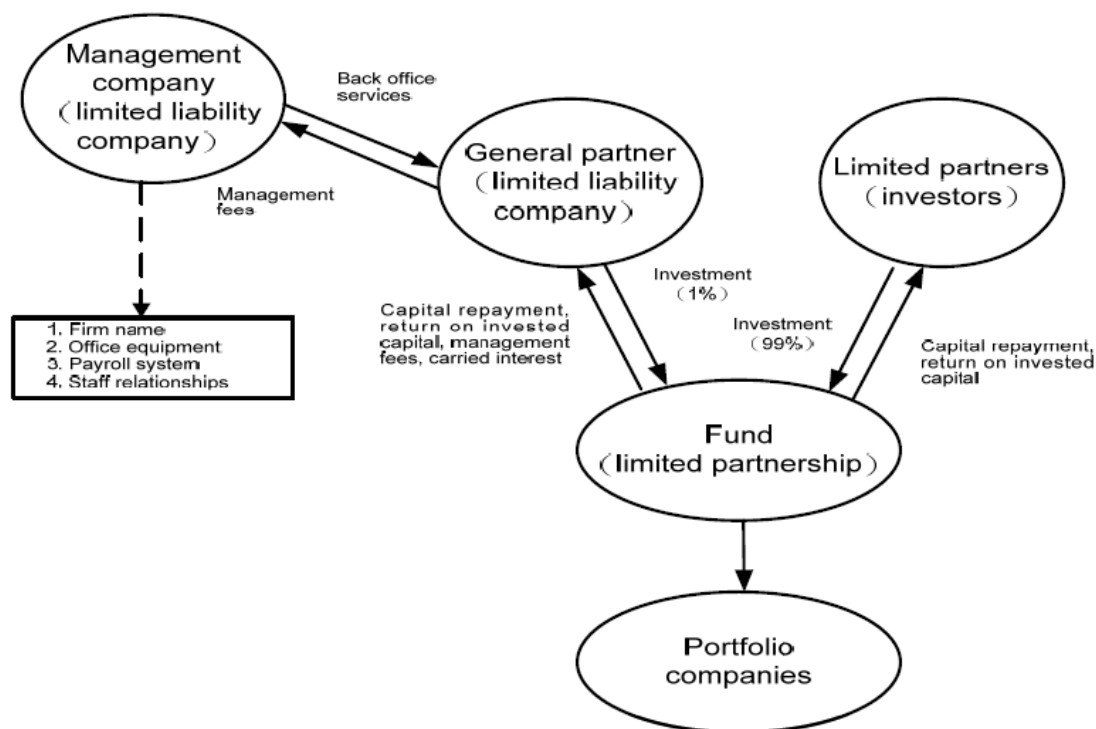


圖 4-1 有限合夥之法律架構

資料來源：THOMAS MEYER ET AL., BEYOND THE J CURVE: MANAGING A PORTFOLIO OF VENTURE.

其次在有限責任公司制：有限責任公司是一種介於公司及合夥制的組織型式，需經過註冊及登記，所有成員均負有限責任。公司名稱需標明為 Limited Liability Company(LLC)，並由過半數成員所指派的管理團隊經營管理該公司。有限責任公司所有成員只負擔有限責任，成員之間權利義務則根據有限責任公司契約及營運契約來約定。

³³ 例如：Blackstone 黑石集團於 2007 年上市，KKR 也於 2010 年在紐約證交所掛牌上市。

在台灣部分，由於我國的有限合夥法草案仍未通過，故我國的投資事業運作架構仍然是採用股份有限公司的型態，而該部分與國際常用的有限合夥組織多所不同，故國際機構來台投資只能入境隨俗，採用股份有限公司，但二者卻在各種面向上多所不同。

有限合夥制度的自由度是高於股份有限公司，有限合夥制採取自由原則，但是股份有限公司則是外包式委託經營方式，此會造成在契約使用上的受限，除此之外，有限合夥制的解散程序，也較股份有限公司方便，故投資事業採用此方式其型態較為便利。

未來我國的有限合夥法若能順利上路，不僅能使得國內的創業投資事業組織型態選擇增加，亦可以透過該法和國際潮流接軌，讓國外投資機構享有更高的合作彈性，亦更有機會能吸引外國投資機構來台。

二、私募股權基金的運作

一般來說，GP 與 LP 簽訂合作契約後，基金經理人(GP)即會在市場上找尋合適標的，對該投資標的進行實質調查，並完成投資收購程序、對標的公司進行重整改造，待被投資公司的價值被提升後，私募股權基金將會安排被投資企業上市、直接出售股權或以資本重組的方式，達成退場獲利。其投資期間大約為三到七年左右，若再加上收購前的市場研究與調查所須要的時間，整個投資過程可能超過十年，因此私募股權基金的投資合約期限通常為七到十年。

如前所述，由於私募股權基金進行投資之前須經過嚴謹的評估與分析，投資後亦須持續注入大量資金進行整合及改造，因此需要長時間才能獲益回收，未到投資期限前，投資人無法贖回，風險性高。在如此的條件之下，資金的募集對象自然侷限於較具專業知識的機構投資人或是高淨資產的富裕人士，因而導致社會大眾對私募股權基金有著只為有錢人賺錢服務的迷思。

其實，私募股權基金所賺取的報酬並非只由少數特定人士獨享，

1970 年代美國勞工部允許退休基金可投資包含私募股權基金在內的高風險資產管理業。因為私募股權基金的高收益表現，吸引了許多掌管大型勞工退休金帳戶的機構注意。因此，在歐美國家現今私募股權基金的資金來源，一般民眾的退休金帳戶占很大的比例。根據 Asian Venture Capital Journal, 2010 年亞洲私募股權基金的有限責任投資人以政府機構(13.3%)、退休基金(13.1%)、銀行(11.3%)、組合型基金(19.1%)、保險公司(4.1%)占大多數，因此私募股權基金的收益都會有部分流入一般民眾的退休金帳戶，其高報酬亦能與一般民眾分享。當台灣勞退、勞保基金投資績效不如預期時，應可參考美國退休金帳戶投資的管理辦法，藉由投資私募股權基金的中長期投資績效來提高退休基金的資產報酬率。

三、私募權基金的投資選擇

在歐美國家市場，私募股權基金以收購(buyout)為主要投資方式，在公開市場中找尋市值被低估但體質健全有發展性的公司，藉著收購公司使其下市，透過人事精簡、產業整合、聘請專家進駐等方式，與被投資公司經營團隊合作。待提升公司價值後，再重新安排上市或轉售給其他公司來賺取買進賣出的價差。

然而在亞洲市場(尤其是中國大陸)，成熟穩定的大企業相較歐美國家少，市場上適合進行股權併購的標的公司不多，因此私募股權基金的類型多以發展型基金與擴張型基金(Growth/expansion Fund)為主，亦即專門投資處於發展期與擴張期的企業並幫助其上市。根據 Asian Venture Capital Journal, 2010 年亞洲私募股權基金以發展與擴張型基金(Growth/expansion Fund)為最大比率(43.1%) 接著則是創投基金(Venture Capital Fund)，約占 24.3%，最後才是收購基金(Buyout)，約占 12.9%。不同類型的私募股權基金會有不同的投資選擇，但一般股權併購的投資活動通常有幾項明確的評估標準，以下是私募股權基金在評估每一個投資案時最主要的五項評估依據：

(1)目標公司管理階層(經理人)是否優良：

管理階層是否與投資人有互信的夥伴關係，對公司未來的願景看法是否一致，對私募股權基金而言是很重要的評估指標。一般私募股權基金對目標公司的投資往往超過五年，若是目標公司管理階層無法與私募股權基金團隊互相合作，或是對公司發展的目標不一致時，投資案最終往往以失敗收場。另外，私募股權基金也會以提高專業經理人對公司股權的分配，提升經營團隊達成目標的動力，使其分享更多公司成長所帶來的收益。

(2)目標公司現金流量是否充足：

私募股權基金常以高財務槓桿融資(Leverage Buyout, LBO)來併購目標公司，因此其自有資本往往低於40%，不足資金則向銀行借款或是發行債券等方式融資。私募股權基金為了併購標的公司，往往會先成立一家公司舉債以募得足夠資金後，再與被併購的公司合併，合併後債務即轉移至被併購公司，因此被併購公司必須具備穩定現金流量的條件，才能在被購併後負擔所產生的利息費用。除此之外，併購後被投資公司的財務結構是否能維持健全、現金流量與利潤是否能因舉債增加的資本而提高，也是私募股權基金在進行投資評估時的重要考慮因素。

(3)目標公司是否產生更高的附加價值：

私募股權基金能為標的公司提高價值的主要原因：在於能替標的公司引進外部專業管理團隊，為標的公司重新整頓及改造。但若是私募股權基金沒有和標的公司所屬產業合作的經驗，也沒有具該領域經驗之顧問，將難以產生收購後的綜效，無法提升標的公司的附加價值。

(4)目標公司是否能和基金旗下被投資公司合作結盟而產生綜效：

私募股權基金傾向選擇能和旗下被投資公司整合而產生綜效的投資標的，如：台灣有線系統業者的整合，即是在私募股權基金買下台灣各大線系統公司後所促成的投資。因此，私募股權基金在選擇投資標

的時，標的公司是否能與原投資組合中相關產業公司整合而產生綜效，也是重要考量因素之一。

(5)目標公司是否能因併購後董事會的積極運作而提升公司治理效能：

私募股權基金對被投資公司投入龐大的資金，因此會要求公司董事會積極運作，盡到公司治理的責任。因為被投資公司爆發治理弊案，必定影響私募股權基金的名聲，影響其專業形象；另外，倘若能強化公司治理制度，將減少經理人營私舞弊的可能性，亦會吸引更多投資人及弔進費用更低廉的融資借貸資金，使得日後私募股權基金更加容易取得退場時機。因此，被投資公司的公司治理制度是否健全，亦是私募股權基金投資評估的依據之一。

四、私募股權基金的類型

私募股權基金可以完整分為四大類型，分別為收購型、創投、成長與夾層四種，其中收購型基金更可以分不同的收購模式，以下分別對四大類型進行說明。

(1)收購型基金(Buyout Fund)

收購基金通常投資於發展穩定、具有成熟的產品及市場、有穩定獲利和現金流量(Cash Flow)的標的公司，並以取得被投資公司的經營權為目的，並介入公司的營運與管理。一般來說，收購基金進行收購時，主要採用：槓桿收購(Leveraged Buyout, LBO)與管理層收購(Management Buyouts, MBO)兩項方式。

首先就槓桿收購而言，收購基金通常只拿出部分自有資金(約占投資額 20%)，其不足的款項向借貸銀行融資的方式來進行企業收購，期能透過槓桿操作以提高投資報酬率及降低投資風險。實務上，通常收購基金先成立一個特殊目的實體(special purpose vehicle, SPV)與特殊目的公司(Special Purpose Company, SPC)，由此 SPV/SPC 向金融機構借入貸款，在 SPV/SPC 與被投資公司合併後，原先 SPV/SPC 的債務就由被投

資公司承受，並由被收購公司所產生的現金流量來支付貸款的利息，此種收購方式受到私募股權基金的廣泛運用。

其次就管理層收購而言，由公司的管理層收購公司股權，進而成為公司的擁有者，達到公司重組的目的。管理階層可以透過舉債方式籌措收購的資金，或是結合外部財務投資人(私募股權基金)的資金共同收購公司股權。由於管理階層最了解公司內部營運狀況，加上擁有經營管理經驗及能力，對於激勵內部人員積極性、降低代理成本、改善企業經營狀況等具有顯著效益，該模式在 1970 至 1980 年代流行於歐美地區。國際間對管理層收購目標公司普遍認同的條件是：具有穩定現金流量、生產能力、經營管理階層在管理崗位之工作年限長且經驗豐富；債務比率低、有較強的壓低成本及提高經營利潤潛力及能力的公司。

(2)創業投資基金(Venture Capital)

創業投資又稱為風險投資(Venture Capital, VC)，主要是指向初創企業提供資金並取得該公司股份的一種投資方式。創投 (Venture Capital Firm) 公司為一專業的投資公司，由一群具有高科技業及財務相關知識與經驗的人所組合而成的，資金大多用於投資新創事業或是未上市、上櫃企業，經由直接投資股權的方式提供資金給初創企業，但不會要求持有控制性股權，不以經營被投資公司為目的，僅是提供資金及專業的知識與經驗，以協助被投資公司獲取更大的利潤為目的，為一追求中長期利潤的高風險、高報酬的投資事業。

(3)成長基金(Growth Capital)

成長基金投資標的為尋求資本擴張、重組業務、進入新市場的公司。當企業發展走出創業初期，已能產生收入和營業利潤，但無法產生足夠現金流量，以進行大規模拓展、收購或投資時，透過成長基金的資金可拓展營銷活動、採購新設備和開發新產品；企業也會透過成長基金來影響公司的資產負債表，特別是減少公司在其資產負債表的融資(或債

務)項目。

(4)夾層基金(Mezzanine Capital)

夾層基金是槓桿收購的重要融資管道之一，屬於一種介於股權與債權形式之間的資金型式，主要作用在彌補收購案件在過渡時期的資金缺口，再由企業營運產生的現金流進行償還，因此貸款利率比一般銀行貸款利率高。夾層融資的本質是一種借貸資金，雖然提供資金和收回資金的方式與普通貸款的模式是相同的，但在企業償債順序中則位於銀行貸款之後；因此在購併融資中，有抵押品的融資方式屬於高級債權，夾層基金則屬於次級債權。在槓桿收購融資中經常使用的垃圾債券（Junk bond），也是一種提供次級債權資金的方式，與夾層基金的作用是一樣，但由於 20 世紀 90 年代以後垃圾債券市場出現了信用危機，目前西方槓桿收購中次級債權資金主要來源為夾層基金。

第三節 全球私募股權基金發展趨勢

隨著全球化的發展，私募股權基金的活動範圍也開始向全球化擴散，以下將從國際角色、絕對金額、投資分布與投資活動四面向進行分析，期望能確實捕捉全球私募股權基金的發展趨勢。

一、國際角色

全球化後經濟的面貌逐漸改變，不僅貿易活動更為頻繁，而且投資活動也向外延伸，因此造成大量的跨境併購活動興起，在 1997 年跨境併購案件只有 925 件，總金額也只有 540 億美元，但是到了 2010 年跨境併購案件即增加到了 2,050 件，而且總金額也於 2007 年達到 4,570 億美元的最高峰，詳參圖 4-2，隨後雖然受到金融海嘯的衝擊，使跨境併購的金額銳減，但是整體案件數仍持續攀升，顯示跨境商業活動情況仍然活躍。

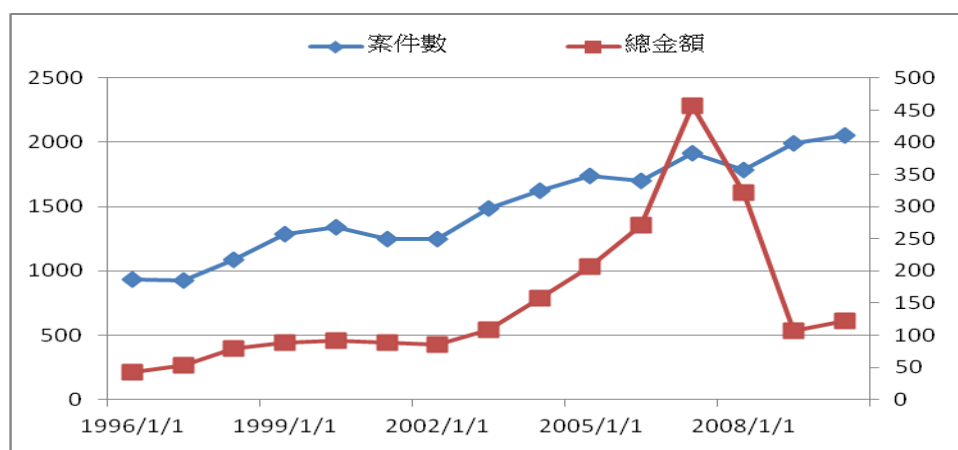


圖 4-2 全球跨境併購總額

資料來源：UNCTAD，單位：十億美元。

熟悉產業發展趨勢的私募股權基金也逐漸加重其在跨境併購上的角色，在 2000 年之前私募股權基金在跨境併購活動參與比例上，並未有明顯趨勢，雖然參與金額呈現下滑，但是案件比例卻呈現持平，但是在 2000 年之後隨著私募股權基金將跨境併購視為重要業務後，其比例即開始快速增加，甚至私募股權基金案件所佔金額比例一度突破 25% 逼近 30%，顯示其影響力持續走升，詳參圖 4-3。未來隨著景氣穩定回溫，

跨境併購的金額可望持續增加，預估私募股權基金參與金額也可望長期回歸成長軌道。

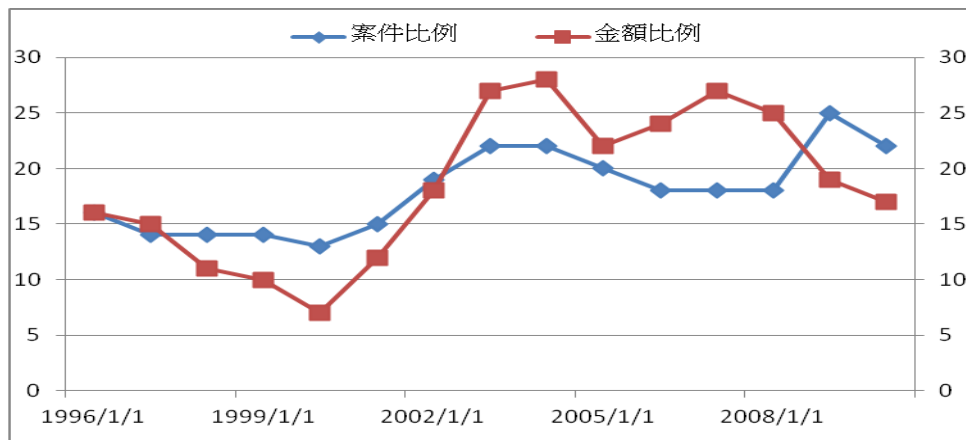


圖 4-3 私募股權基金佔全球跨境併購比例

資料來源：UNCTAD，單位：%

二、絕對金額

在私募股權基金投資金額部分，從 2000 年以來私募基金的投資金額持續呈現上升趨勢，不過在 2008 年期間受到全球金融海嘯的衝擊，使得交易量呈現銳減，也讓私募股權基金在 2009 年的交易總額落在近七年來的新低，不過隨著金融情勢的緩解，私募股權基金投資金額已經逐漸回溫，依據圖 4-4 所示，交易金額從 2009 年初期的每月不到 5 億美元，到了 2010 年底每月金額已經回升至 30 億美元以上，總計 2010 年私募股權基金交易金額已達到 2,110 億美元³⁴。

³⁴ 此數據主要引用彭博所統計資料。

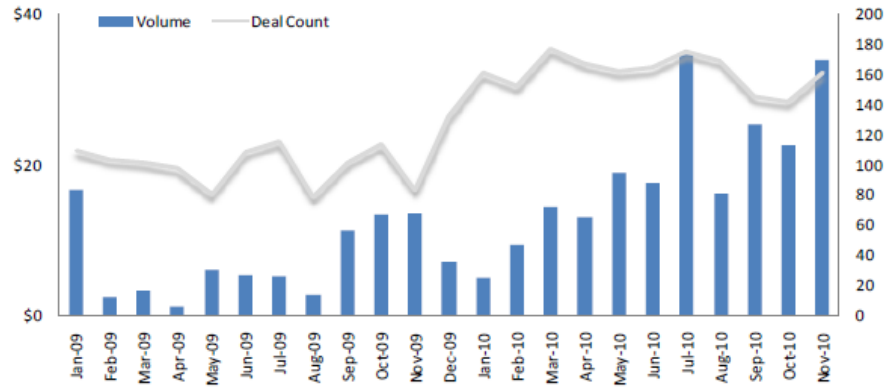


圖 4-4 全球私募股權交易金額

資料來源：Bloomberg，單位：十億美元；件數。

私募股權基金的投資國別來看，雖然新興市場的成長速度較快，但因有基期低的特性，所以新興市場佔私募股權基金的投資金額比重仍舊不高。2010 年全球投資金額排名前五名分別為美國、英國、澳洲、西班牙與法國，其中美國總投資金額為 1,046 億美元，其次為英國的 275 億美元，顯示私募股權基金主要活躍的地區仍在成熟國家，不過也有越來越多的業者逐漸將目光移至成長較快的亞洲市場。

表 4-3 私募股權投資國家前 5 名

國家	投資金額
美國	104,690
英國	27,500
澳洲	12,140
西班牙	6,440
法國	7,070

資料來源：Bloomberg，單位：百萬美元。

三、投資分布

在私募股權基金的投資區域當中，主要分為三大區塊，分別為北美、歐洲與亞洲。以 2010 年為例，北美佔所有私募基金的交易比重最高，有超過五成以上達到 52%，其次為歐洲地區為 30%，最後才是亞洲佔 17%，剩餘部分則為其他區域³⁵，顯示目前私募股權基金的重心仍是

³⁵ 此處數據引用 McKinsey Company 統計資料。

在歐美。

在投資區域趨勢部分，私募股權基金投資金額在 2008 年底大幅萎縮，主要是受到金融海嘯的影響，隨著經濟逐漸脫離衰退，投資的金額也快速回升，歐美區域已經爬升至 2008 年的相對水位，北美地區甚至在 2010 年中即超越 2008 年水位，而亞洲區域則也在 2011 突破 2008 年第 2 季水準，詳參圖 4-5，顯示投資活動已經回溫；在區域投資部分，金融海嘯重創歐美私募股權基金投資活動，尤其是歐洲地區，歐洲投資總數即從 2008 年第 2 季 350 億以上，最低下滑至 50 億不到的水位，萎縮幅度高達 80% 以上，但相對於亞洲區域，萎縮幅度卻相對有限，此說明在金融海嘯後，私募股權投資版圖有出現消長的局面。

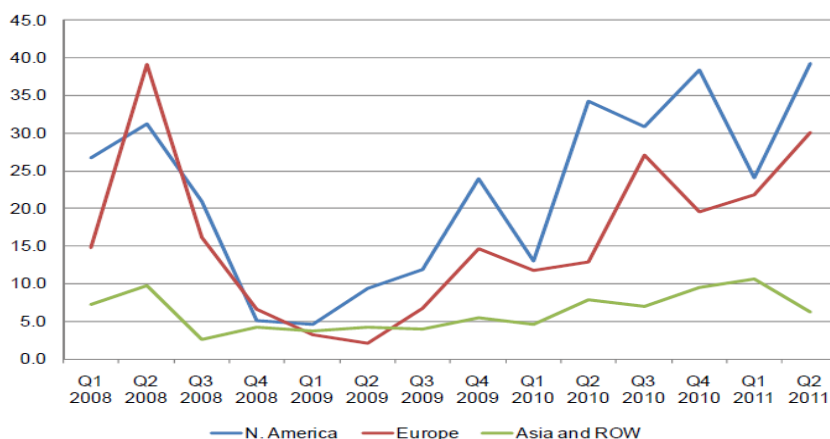


圖 4-5 私募股權基金三大區域投資趨勢

資料來源：Prequin，單位：十億美元。

四、投資活動

私募股權基金的種類不少，所衍生出各種商業活動，其中可以發現企業併購為主要的活動類型。依據 2010 年的數據為例，企業收購佔其私募股權基金交易總額的 62.42%，其次為跨境併購佔總額的 51.82%，第三為槓桿收購其數值為 43.90%，其他部分為資產出售、少數購買等，其中地產、創投、共同與夾層投資則不到 5%³⁶，詳參表 4-4。

³⁶ 由於私募股權基金活動內容的重複性高，所以其有可能同時為企業收購與跨境活動，或是為槓桿收購與企業收購，故其加總比例超過 100%。

表 4-4 私募股權基金交易情況

交易種類	交易金額	所佔比例
企業收購	1318.4	62.42%
跨境交易	1094.6	51.82%
槓桿收購	924.1	43.90%
資產出售	309.7	14.66%
少數購買	332.8	15.72%
房地產	72.2	3.42%
創業投資	41.8	1.98%
共同投資	34.7	1.64%
夾層投資	30.3	1.43%

資料來源：Bloomberg，單位：億美元。

綜合上列所述，可以發現目前私募股權基金的業務重點在於企業收購，希望藉由取得經營權，替收購企業找尋新的產業定位，並尋求企業發展價值，讓企業從有變成好，進而從中取得合理報酬。除此之外，全球化時代的來臨也使得，私募股權基金具備跨境交易的特性，未來國際間的投資活動將可以見到更多私募股權投資的身影。

第四節 亞洲私募股權基金發展現況

經過多年的發展，目前全球私募股權交易活動的重心已逐漸從美國、歐陸等國家慢慢轉移至亞洲市場，在成熟國家中，不僅有日本有災後重建的商機，新加坡與香港也是私募股權基金的重要目標；其次在新興國家中，中國和印度市場的發展性，也讓有發展潛力的目標公司愈來愈多，目前韓國、馬來西亞、菲律賓等則是私募股權基金尚未活絡的區域。隨著未來亞洲在全球經濟活動的重要性快速增加，可預期私募股權基金將會投注更多的心力在亞洲。以下將分亞洲區域與各別國家兩部分進行說明。

一、亞洲區域

2007 年金融危機爆發之前，全球私募股權基金發展活絡，在亞洲的投資快速增加，不過隨著二房危機³⁷、雷曼破產，全球的私募股權投資也快速下滑，2007 年全球私募股權投資的金額高達 8,140 億美元，但是到了 2008 年卻只剩 3,230 億美元，2009 年該數據更降至 2,000 億美元以下，突顯了金融海嘯對全球私募股權投資受創甚深，詳參圖 4-6。

隨著全球經濟在 2008 年回升，投資活動也開始回溫，在全球經濟實力洗牌的局面下，亞洲的私募股權的投資活動比重卻明顯增加，2007 年亞洲佔全球私募股權投資只有 11%，但是到了 2009 年該數據即提升至 25%，來到近七年來的高點，詳參圖 4-6。

探究私募股權基金在亞洲比例提升的原因，主要因素在於大中華區域。中國大陸經濟實力的崛起，讓資金持續向該區域靠攏，也讓該區的私募股權投資大行其道，2010 年大中華區³⁸私募股權投資金額高達 181 億美元，佔了亞洲區將近 40%，顯示此區域有機會成為私募股權投資的亞洲重鎮，詳參圖 4-7。

³⁷ 二房危機主要是指房利美 Fannie Mae 與房地美 Freddie Mac 面臨流動性與資本不足的窘境。

³⁸ 大中華區主要指台灣、中國大陸、香港與澳門。

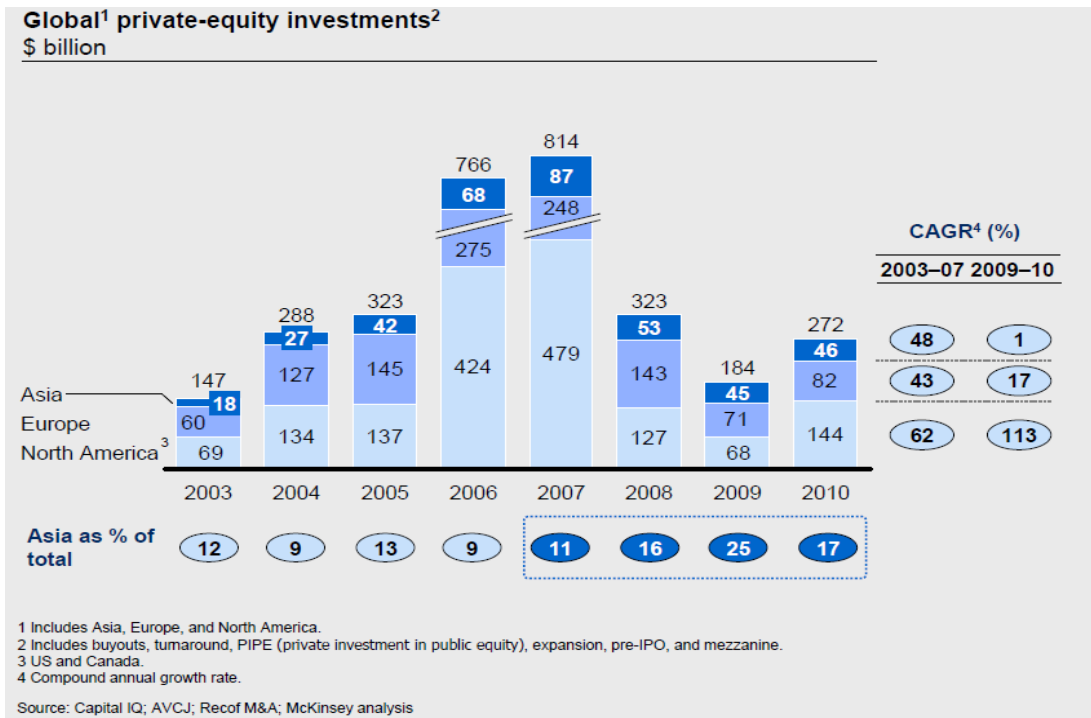


圖 4-6 亞洲在 PE 市場的投資比重逐漸成長

資料來源：McKinsey Company 《Private equity Asia-Pacific》。

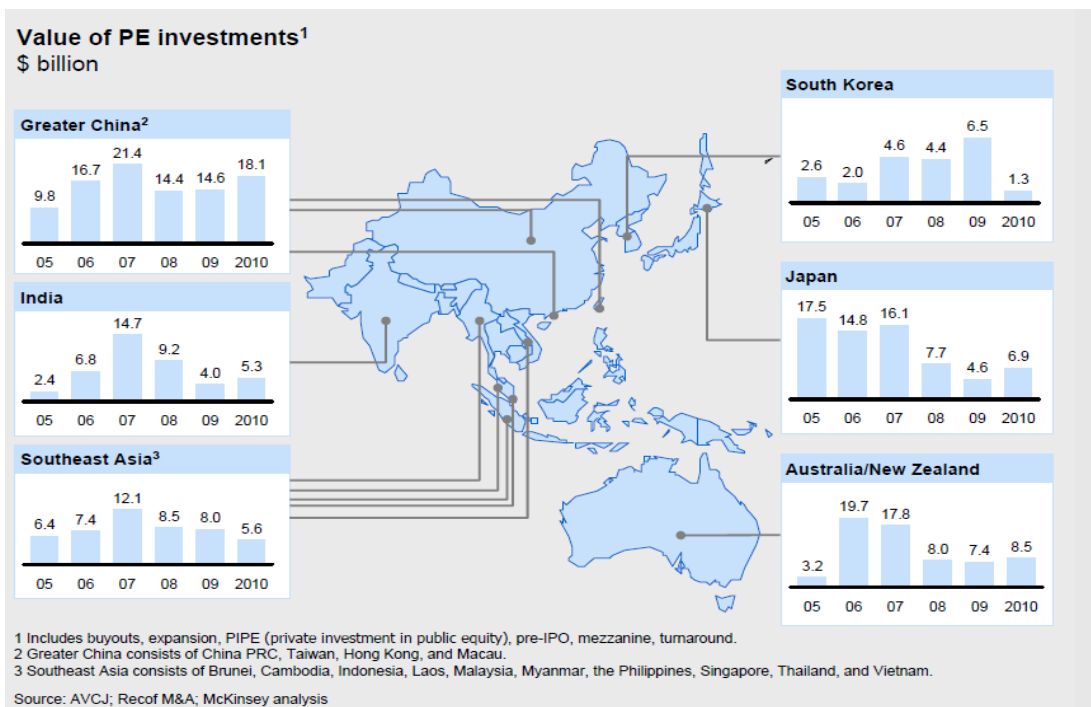


圖 4-7 亞洲由六個主要的市場構成

資料來源：McKinsey Company 《Private equity Asia-Pacific》

未來亞洲的私募股權投資是否仍會持續成長，觀察主要亞洲國家的私募股權投資滲透率³⁹，可以發現 2010 年主要亞洲國家的的私募股權投資滲透率仍低於美國與英國的水準，即便是經濟發展較為成熟的南韓，其數值也只有 0.1%，詳參圖 4-8，顯示其仍有不小的成長空間，預估未來亞洲國家的私募股權活動仍會持續進行。

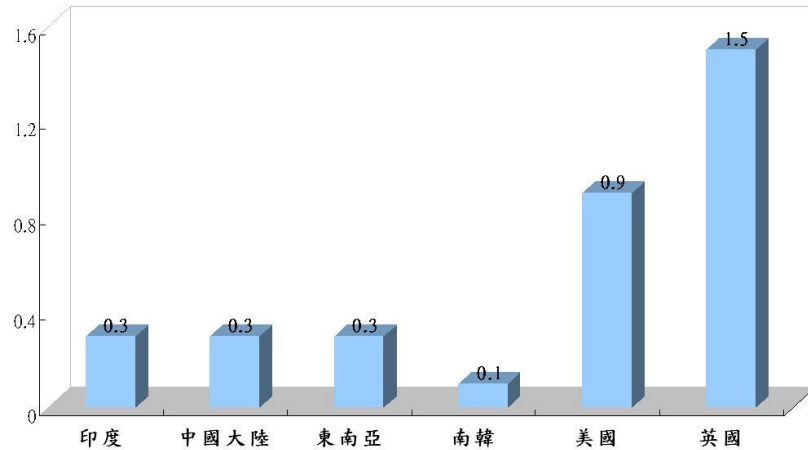


圖 4-8 各國私募股權投資滲透率

資料來源：本研究整理；單位：%

私募股權活動在亞洲的發展不僅只停留在投資階段，各項面向的發展輪廓也已經逐漸浮現，以下分別以基金、幣別與退出進行說明。首先在基金部分，在金融海嘯過後，亞洲區經濟呈現 V 型反轉，此讓該區私募股權基金持續成長，即便面對 2008 年金融海嘯，亞洲私募股權基金規模也未出現明顯萎縮，2008 年基金規模為 2,600 億美元，2009 年亦有 2,830 億美元，詳參圖 4-9，此透露出外界仍然樂觀看待亞洲區的發展機會。

³⁹ 私募股權投資滲透率為私募股權投資占名目 GDP 比重。

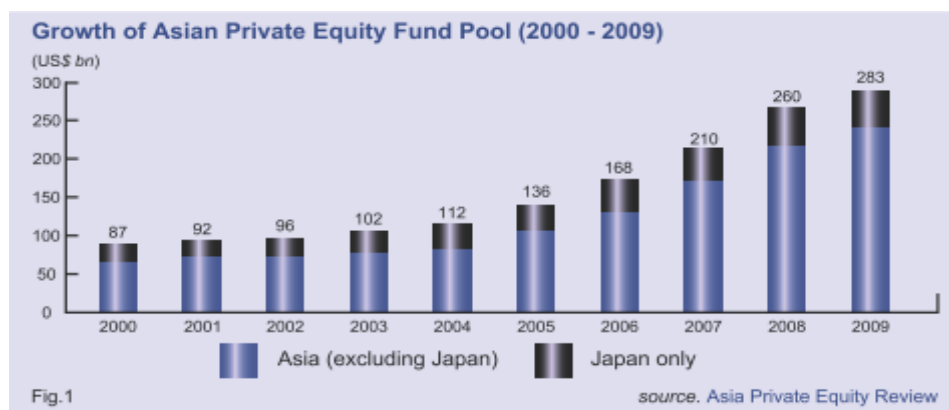


圖 4-9 亞洲私募股權基金規模

資料來源：PwC, 《Asia Pacific Private Equity Tax》

其次在幣別部分，亞洲區主要的私募股權活動重鎮-中國，目前出現許多以人民幣為主的私募股權基金，而且近年來此趨勢越來越明顯，以2010年為例，中國募集私募股權基金金額為123億美元，其中70%以上是透過人民幣；而且以人民幣籌資比例在2005年只有5%，在5年後即增加到70%，顯示目前確實出現人民幣募集的趨勢。

最後在退出部分，亞洲區私募股權基金退出案件與金額皆在成長，在退場案件上，雖然2008年的退場案件數字是持續大幅衰退，其較2007年的601件大幅減少到305件，不過到了2009年與2010年私募基金退場數字卻是呈現穩定回升；在退場金額上，2010年退場金額更是創下近6年以來的新高，達到1,130億美元，其中有840億美元是透過首次公開發行(Initial Public Offerings, IPO)，詳參圖4-10。

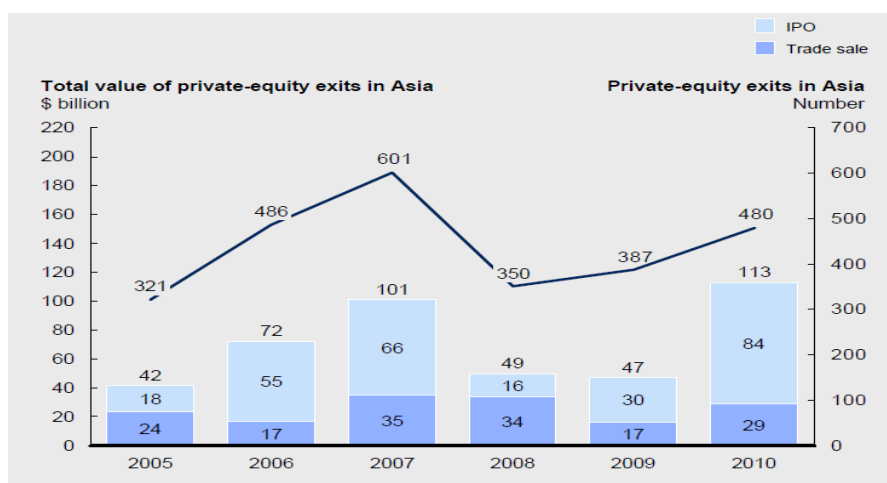


圖 4-10 私募股權基金退場總值

資料來源：McKinsey Company 《Private equity Asia-Pacific》

二、各別國家

本研究將介紹私募股權基金較活躍的亞洲國家，以下將分為對日本、韓國、印度與新加坡分別進行說明，說明當中會分兩層次，先對總體經濟概況進行說明，再對私募股權基金對當地情況進行說明。

(1) 日本

首先在總體經濟概況部分，日本在 2011 年受到 311 東北大地震的影響，衝擊許多廠商的生產活動，例如：Sony、東芝等供應即出現鏈中斷的情況，再加上核電廠危機與後續引發的限電措施，讓日本 2011 年預估的經濟成長下修。

目前日本政府面對嚴重的財政赤字，不僅 2011 年的財政赤字占 GDP 的 10%，債務負擔更有 200%，透露出經濟正面臨強勁的逆風。隨著災後重建以及部分供應鏈逐漸恢復正常供貨，日本的經濟已經逐步恢復正常軌道，未來在國際經濟情況仍舊顛簸的情況下，日本的整體發展變數仍多。

其次在私募股權投資部分，日本與中國、印度等其他亞洲國家的市場不同，在中國與印度等市場，以 Pre-IPO⁴⁰和 PIPE⁴¹為主，但在日本則

⁴⁰ 上市後退出的基金型態。

⁴¹ 引用自私募網站資料，PIPE 是私募基金，共同基金或者其他的合格投資者以市場價格的一定折價

是以 M&A 為主，同時日本也是私募股權投資於 M&A 中僅次於美國和英國，世界第三大的 M&A 市場。未來災後重建也許是日本另一波私募股權可以投資的商機，加上日本有許多成熟的產業且成長緩慢，這些企業也可能是私募股權基金合作的對象。

在 2010 年上半年後，日本的私募股權基金的投資活動則有明顯的轉向，私募股權基金逐漸將業務重心置於企業重建與公司改造等活動，兩項活動比例從 2009 年的 3.2% 增加到 2010 年的 17.8%，同時投資於公司的業務拓展的私募股權基金也從 8.0% 成長為 20.4%，在併購活動動上私募投資反而從 81.7% 減少至 58.2%。

在日本私募股權基金的募資能力也較以往強，在 2010 年上半年共募集 12 億美金，比起 2009 年的 4.53 億美元成長許多，募資能力的成長反映出在日本市場的投資機會變多，在 2010 年最大的募資案為 Fortress Japan Opportunity Fund，共募集 8.74 億美元。

目前日本主要的私募股權基金共有四家，分別為 TMCap、Nintai、Japan Asia Investment 與 SBI Capital。其中 TMCap 是東京海上日動火險的旗下企業，主要業務重點在於中小企業投資；Nintai 主要投資標的為日本與亞洲的企業；Japan Asia Investment 基金則是針對日本、中國及東北亞的中小型企業，業務重心放在公司創業初期；SBI Capital 則為思佰益的子公司，標的集中在生技與 IT 產業。

(2) 韓國

首先在總體經濟領域上，南韓是亞洲快速發展的國家之一，2010 年 GDP 數據已經達到 1,140 兆韓圀以上，當中產值最高的產業分別為電子、汽車、造船、化工與鋼鐵。近年來南韓的半導體、面板產業與通訊產業的表現出色，在政府刻意培植下，韓國品牌已經跨出國界，例如三星、LG、現代汽車皆已經行銷全球，但服務業發展較慢，尤其以金融業

率購買上市公司股份以擴大公司資本的一種投資方式。PIPE 主要分為傳統型和結構型兩種形式。

在南韓國的表現不盡理想。

其次在私募股權投資部分，韓國在 2010 年共有 12 起私募股權投資的案例，其中由韓國國內的私募股權基金投資的件數共有 8 件⁴²，透露出在韓國私募股權投資的資金主要是來自國內。在金融危機發生後，韓國私募股權基金在一般市場的籌資情況不佳，有不少基金的資金取得來自政府。其中 Korea Finance Corporation(KoFC)⁴³在 2010 年共募集 150 兆的韓元，未來該公司將肩負對於新興產業與中小型產業的融資任務，在籌資過程中韓國國民年金公團(National Pension Service)也提供 8,500 億韓元，做為投資成長型產業的資金。

2009 全球受到金融海嘯的衝擊而邁入衰退，但是私募股權基金卻將目光放在財務體質較不健全的銀行，透過私募股權基金的穿針引線，在 2010 年時夾層金融及重振資本型的私募股權交易數量增多，也間接緩解了部分銀行的流動性問題。

在韓國國內的私募股權基金主要有兩家，分別為 MBK 私人資本基金公司(MBK Partners)與 Vogo Fund。MBK Partners 成立於 2005 年，在 2010 年管理資金規模大約 37 億美元，旗下共有 16 家公司，主要投資重心在北亞的通訊媒體、金融業、重工業、醫藥等多項產業；Vogo Fund 為韓國國內的私募基金，成立於 2005 年，主要的併購目標皆鎖定於韓國當地企業，投資的案件金額多為 1 億到 3 億美金之間。

(3)印度

在總體經濟部分，印度為僅次於中國之成長最快的經濟體之一，在 1991 年實行經濟自由化改革後，印度一直保持穩健的成長步伐。印度最大的優勢在於人口，目前國家人口數高達 12 億，凸顯其具有龐大的內需市場，除此之外政府目前的政策重點仍聚焦在投資基礎建設，外界預估在近五年內總投資金額高達 5,000 億的盧比。

⁴² 由 McKinsey 統計數據。

⁴³ KoFC 該公司股東為韓國政府的策略金融部。

其次在私募股權基金部分，在 2009 年受到金融海嘯的侵襲，印度的私募股權基金交易總額大幅滑落，下跌幅度超過 70%，僅只有 45 億美元，除此之外 2009 年的平均單筆交易額降至 2,100 萬美元，顯示業者心態開始趨於謹慎。不過隨著景氣的回升，私募股權交易金額出現反彈，2010 年較 2009 年增加了 33%，而且平均交易金額更上升了 113%。

目前印度政府公布的 2011-12 年財政預算中，也揭示了將會加強擴大基礎建設，投資機構預估在 2013 年後的五年計劃中，基礎建設投資將會大幅增加 1 兆盧比，在發展趨勢明確的情況下，2010 年私募股權基金也加速在基礎建設領域中的投資，也讓私募股權基金投資金額增加了六倍以上，目前投資產業除了公共建設之外，製造業和金融服務業亦是私募股權投資的重要目標。

在印度有三個主要的私募股權基金，分別為 ICICI Venture、基礎設施發展金融公司（IDFC）與 ChrysCapital。在 ICICI Venture 部分，該公司在 2010 年旗下管理的資金超過 20 億美元，投資橫跨併購、夾層金融、不動產等，投資對象有媒體、零售業、IT 產業、醫藥與生物科技等，多樣化投資是其發展的重要策略；IDFC 是成立於 1997 年，主要任務在於對印度國內基礎建設進行長期性的貸款與擔保融資，主要股東為亞洲發展銀行與國際金融公司；而 ChrysCapital 則成立於 1999 年，2010 年旗下管理資產高達 22.5 億美元，且共有 5 檔基金，投資標的主要是印度的公司，包括消費性產品、醫藥產業、金融業、基礎建設與製造業。

(4)新加坡

首先在總體經濟環境上，新加坡的服務業成為近期發展的新亮點，不僅在 2010 年的成長幅度高達 7% 以上，旅遊業和金融服務業更是備受矚目。在金融服務業上，新加坡作為區域金融中心，接收全球各地的資金，不只外匯與股票市場成交數額龐大，而且也大量吸引國外投資，間接帶動商業服務和房地產服務業。

新加坡擁有良好的國家信用、完善的政府監管機制以及健全的法律制度，使得其成為亞洲區域主要的國際金融中心。各家競爭力評等機構亦給新加坡高度肯定，在 2011 年 IMD 評比新加坡競爭力為全球第三，WEF 則為全球第二，並且給予行政效能與人才培育上高度肯定，這也是新加坡經濟發展的堅實基礎。

新加坡為了開發旅遊業，在 2010 年 2 月解禁了維持 40 年的博弈禁止令，讓新加坡的賭場可以順利開業，也吸引了不少國際觀光客，目前新加坡的旅遊市場正持續擴大。普華永道預計，2011 年新加坡將超過韓國和澳大利亞成為亞太地區第二大博彩市場。

在私募股權投資部分，新加坡是亞洲的區域金融中心，開放的態度也讓私募股權基金很早就進入投資，所以不少私募股權基金擁有在在新加坡的投資案件，例如 KKR 收購新加坡鋼聯科技、CVC 收購 Acument Asia Pacific 等，受到外界矚目。

除了一般私募基金外，主權基金也進入新加坡，除了新加坡本身的主權基金淡馬錫控股以 6.71 億美金收購新加坡海皇集團 (Neptune Orient Lines) 之外，先進技術投資公司 (ATIC) 併購特許半導體製造公司 (Chartered Semiconductor Manufacturing)。此交易案中，ATIC 共斥資 39 億美元收購了新加坡淡馬錫控股與其他投資人手中持有的公司股份。

新加坡的淡馬錫控股是發展最成功的主權基金模式之一，淡馬錫控股公司於 1974 年由新加坡前總理李光耀創建，為新加坡財政部全資擁有之國有控股投資公司，旨在管理該國重要的工業與公共設施，初期資本額 3.5 億新元。截至 2011 年 3 月 31 日的財政年度，全年度純利為 126.68 億新元。

淡馬錫控股在新加坡國內有許多投資，例如新加坡電信、新加坡航空、星展銀行、新加坡地鐵、新加坡港口、海皇航運、新加坡電力、吉寶集團和萊佛士飯店等，幾乎所有新加坡重要的產業都能見到淡馬錫的

身影。

淡馬錫除了投資新加坡本地市場外，也把亞洲市場和已開發國家市場視為重要的投資方向，目前大約一半的資產是在新加坡以外地區。其中主要的投資包括馬來西亞電信、印度的 ICICI 銀行、澳大利亞第二大電信公司 Optus。近年來該公司加大了對中國市場的投資，對中國的首家私營銀行民生銀行表現出興趣。

淡馬錫除了本身的投資之外，也與 Oppenheimer 設立 3 億美金的私募基金 Tana Africa Capital，其主要投資重點放在非洲，範圍涵蓋農業、消費性產品、媒體與保健事業等各種不同領域。

第五節 中國大陸私募股權基金的發展近況

中國大陸私募股權基金的發展快速，其原因除了經濟發展衍生出的融資需求外，官方支持亦是原因之一，未來私募股權基金可望持續在大陸發光發熱，以下將從定位、歷程、效應與類型進行說明私募股權基金的近況。

一、中國私募股權基金的定位

中國自 1979 年走入經濟改革以來，從「改革開放」招商引資到現在積極推動的企業「走出去」全球戰略發展的過程中，隨著中國經濟逐步開放，經濟成長的速度越來越快，也讓中國發展的潛力也越來越大，逐漸成為國外資金追逐的對象，依據 2010 年機構投資者投資全球比例中，中國大陸即佔全球的 68%，詳參圖 4-11，顯示其重要性。而在中國企業發展的過程，無論是國營大型企業或者是中小型企业都有相當龐大的資金需求，這些資金的來源除了國家支持之外，尚有民間資金的挹注，當然國際私募股權基金也早已經將其視為重要的投資方向。

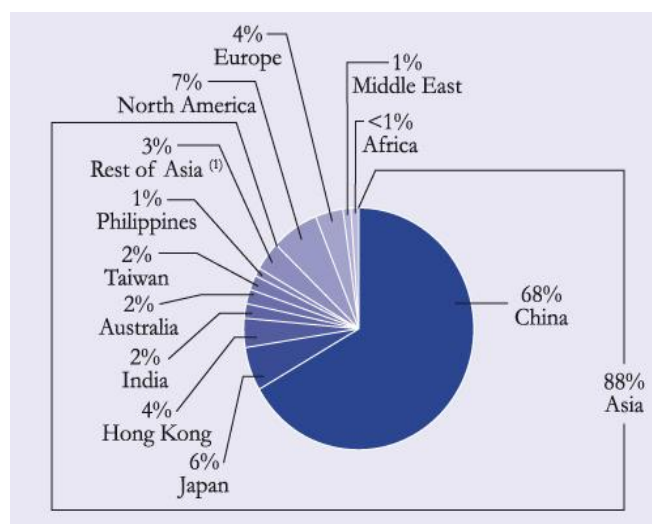


圖 4-11 2010 年機構投資者投資地區比例

資料來源：Centre for Asia Private Equity Research Ltd.

而中國大陸企業融資管道主要是銀行貸款，即便近年來直接融資比例上升，但是 2010 年信貸融資仍佔融資比重 75%，顯示大陸銀行

對經濟的重要性。但在中國的銀行中，主要貸款的對象多為大型國營企業、大型民營企業與外資企業，原因除了規模知名度外，企業有能力提供大型擔保品更是關鍵，相對中小型企業則較難通過銀行嚴格的審核規範，此也讓部分中小企業轉向私募股權基金尋求融資。

二、中國私募股權基金的發展歷程

過去中國私募股權基金發展的階段大致上可分為三大階段，第一階段約為 1991-1995 年間，私募股權金額從 1,600 萬美元擴大到 1995 年的 6.78 億美元。當時國際私募股權投資機構投資對象主要集中在「國營企業」，較少對私營企業感興趣，主要是中國當時的市場化程度不高，國營企業相對於私人企業擁有較多資源。

第二階段為 1998 年隨著改革開放的深化，相關市場與法律的發展逐漸健全，私募股權投資機構開始注意到私人企業，並且也開始迅速的發展，越來越多的私人企業在私募股權基金的支持下，成功登陸美國和香港證券交易市場進行掛牌。

第三個階段則是自 2004 年開始，中國的私募股權基金從 2004 年的 21 家增加到 2008 年的 110 家，投資金額也快速增加，在 2004 年投資金額只有 12 億美元，到 2007 年即成長至 37 億美元，增加了 3 倍以上。此段時間，各行各業的私人企業開始在全球各大證券交易所掛牌或是進行 IPO。私募股權投資基金成果也開始佔據了各大行業，如：新能源、網路高科技的育成中心、成熟傳統行業等。⁴⁴

三、中國私募股權基金的正面效應

中國企業受到私募股權基金的投資，不僅等於有了強大的財務支援，更可以引進新的發展策略與技術，導致兩項正面效果，其一為提供的就業機會以及薪資都比一般的國內企業多，故能夠幫助中國內部社會的穩定度，其次為由於資金的來源較為充裕，公司因而較有能力

⁴⁴ 相關數據出自《中國中小企業私募股權融資導向》。

進行更多創新及研發的相關事務，提高公司的競爭力⁴⁵。

中國近幾年的發展過程中，發展重心也逐漸從東南沿海轉向內陸，其中國家建設快速在西部展開，也讓私募股權基金的目標開始東移，2002年至2006年雖然主要重心還是在沿海，但可以看到以有部分投資移往內陸，參圖 4-12，到了2008年，私募股權基金對於內陸的投資總額更提高到42%，顯示其確實跟著大陸政策方向移動。私募股權基金隨著國家發展的方向流動，將會有助於大陸的經濟發展與區域平衡。

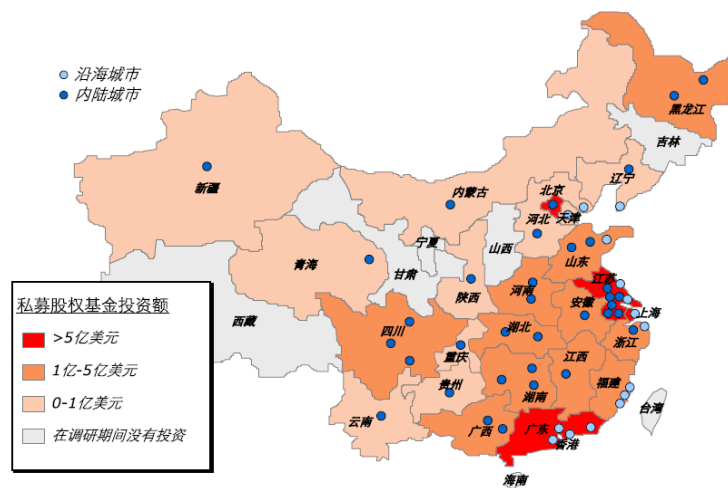


圖 4-12 2002-2006 年私募股權基金投資區域圖

資料來源：中國歐盟商會與貝恩公司，《私募股權基金對中國經濟和社會的影響》

調查同時也提出，私募股權基金在企業投資的階段多屬於上市前的融資擴張，這一階段若需要的資金未到位，將會對於公司的發展造成很大的影響，如同前面所述，中小企業在大量資金取得困難下，私募股權基金便成為主要的投資來源，在中國大陸私募股權基金投資對象中約有70%為上市前融資企業，再加上初期發展的早創期中小型企業，使其比重增加為80%，詳參圖 4-13，顯示中國大陸私募股權基金服務對象集中在中小企業發展初期。

⁴⁵ 相關結論引用中國歐盟商會與貝恩公司合作調查結果，《私募股權基金對中國經濟和社會的影響》。

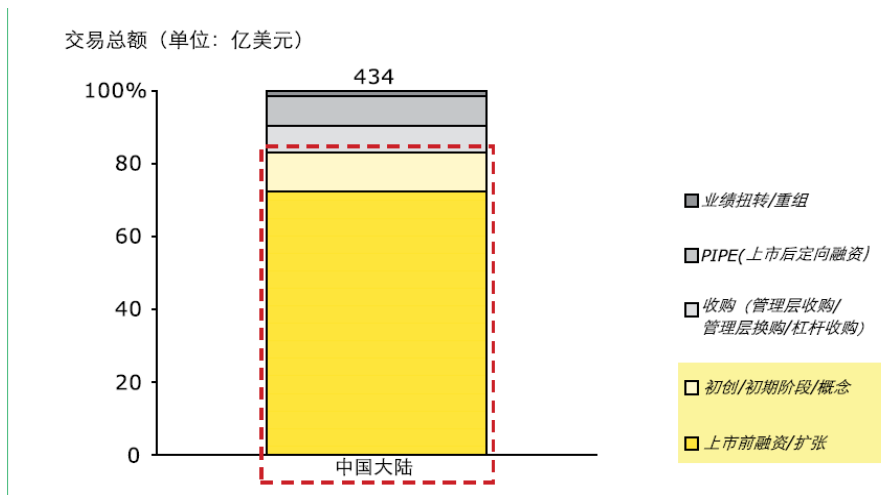


圖 4-13 2002-2008 年交易階段比例

資料來源：中國歐盟商會與貝恩公司，《私募股權基金對中國經濟和社會的影響》

四、中國私募股權基金的類型

中國的私募股權基金類型主要可以分為 5 種，分別為專門獨立、附屬金融機構、中外合資、附屬於大型企業與政府背景的基金。首先在專門獨立投資基金部分，該基金不僅擁有多元化的資金來源，亦有深厚的產業背景，不少跨足大陸市場的國際私募股權基金皆屬於此，如凱雷集團(The Carlyle Group)、黑石(BlackStone)等享譽國際的基金。

其次為附屬金融機構下設置的投資基金，大陸金融機構逐漸往多角化發展，故為了滿足市場需求，所設立的投資基金，這些基金具有信託性質，主要投資者包括養老基金、保險公司、大學和機構、個人投資者等，例如：中信資本控股有限公司(CITIC Capital)、摩根士丹利亞洲(Morgan Stanley Asia)與摩根大通(JP morgan Partners)等。

第三為中外合資的基金，自從產業投資基金相關法規頒布之後，即引發成立的私募股權投資基金的熱潮，此類型基金一般由中國大陸的投資機構發起，並邀請國外相關企業入股，且在海外設立營運，其中最受外人熟知的是弘毅投資⁴⁶。

第四則為大型企業旗下的投資基金，主要投資項目與集團的發展

⁴⁶ 弘毅投資的發起人為聯想控股有限公司，全國社保基金為主要投資人，其他的投資人包括來自北美、歐洲、亞洲、澳洲的全球著名投資機構。

具有密切的關係，其不僅資金來源主要來自於企業內部，相關管理階層也與該企業密切相關，外界熟知的奇異資本(GE Capital)即為此類型的代表。

最後為政府背景的投資基金，在國際間有著名的新加坡淡馬錫(Temasek)，在中國大陸亦有為特定目的設置的基金，如：中國文化產業投資基金。大陸當局主要是想透過委外經營，扶植娛樂、動漫與遊戲等相關產業，通常都具有特殊目的及用途。

專門獨立投資的國際私募股權基金，如：凱雷、CVC Capital Partners、喬丹集團、領盛投資管理(LaSalle Investment Management)、英聯投資等，均在中國進行投資，橫跨各項行業別，較具體的項目則是房地產與消費性相關行業。中國本土則是成立如：弘毅投資、華禹水務產業投資基金等公司，皆在中國國務院批准之下成立，但其中資金來源除了全國社會保障基金外，也有部分是外資銀行、新加坡淡馬錫、以及其他國家的退休基金等。

而在 2006 年之後，中國的私募股權基金也隨著國際情勢的變化而有明顯的波動，但是成長的速度仍然可觀，光是 2010 年募集基金家數即高達 82 家，金額更高達 276 億美元以上。近年來，除了受金融海嘯影響，2008、2009 年下滑之外，長期發展趨勢仍持續向上，詳參圖 4-14。

中國的私募股權基金發展，起初是因因為外商的進入投資讓市場越來越活躍，進而使得中國當局開始逐漸重視這一塊的發展，大陸官方也比照國際私募股權基金投資機構，自行成立本土的私募股權基金公司，希望能夠學習國外的經驗在國內進行相關私募股權基金投資，促進中國企業的發展。

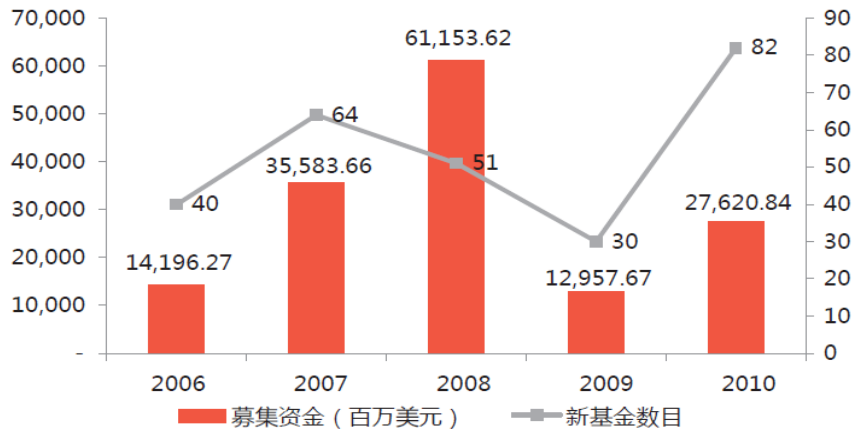


圖 4-14 西元 2006-2010 年私募股權募集資金比較

資料來源：清科研究中心。

在近十年的私募股權基金發展之下，中國資本市場由國際私募股權基金帶動起來，中國也在國際私募股權基金刺激之下開始成立自己的私募股權基金，市場一片活絡，使得中國的資本市場有越來越多樣性的發展。隨著中國市場的成長，企業對於資金的需求量也隨之升高。而資金來源的多樣性也讓企業能夠有更多發展的可能性，不僅跳脫以往借貸的方式，更可以藉由引進專業的私募股權基金管理團隊改善公司體質，重新調整公司發展的方向，讓企業不僅只有資本額的成長，也有助於提升自身的競爭力。

第五章 引進外資擴大投資台灣

第一節 外國企業走進來

台灣在 2000 年之後即面對投資活動萎縮的情況，透露出未來經濟發展的重大隱憂。因此要如何振衰起敝再創經濟成長的契機，提升國內投資活動將格外重要，其中除了要鼓勵國內企業擴大投資外，也需要吸收外國人來投資，因此本章節即把重點放在吸引外國人投資。

隨著台灣經濟成長與市場開放，我國吸引國外投資也呈現向上趨勢，但由於其扮演的角色卻因不同時期與不同產業而有不同的變化，因此難以一概的由數據去做觀察，必須從不同的面向對國外企業如何走進來進行分析。以下將分別就期間、特點與近期情況進行分析⁴⁷。

一、經濟發展期間

在不同經濟發展期間，外國企業扮演的角色也有很大的不同，故難以用單一面向進行思考，以下將把台灣經濟發展區分為五大期間探討外國企業來台投資所扮演的角色。

首先在台灣經濟發展初期的 1950 年代到 1960 年代，當時台灣的資源缺乏，希望透過鼓勵外國人投資，達到資本累積的目標，所以先後頒布外國人投資條例、華僑回國投資條例與獎勵投資條例⁴⁸，並由「華僑與外國人投資審議委員會」進行投資審核；當時的國內消費能力不足，故外資主要是把台灣當成加工廠，透過加工出口賺取外匯。

到了 1960 年代後期至 1980 年，台灣逐漸由農業社會轉型成為工業社會，先前所鼓勵的加工出口業，讓台灣已經初具製造業基礎，此時台灣更進一步頒布「強化投資審議機構方案」，使外國人投資更為簡便，後來在 1973 年更將先前的「華僑與外國人投資審議委員會」

⁴⁷ 由於原先在第三章第一節已對外國人對台投資進行說明，故本節將重點置於外國企業對台投資的內容部分。

⁴⁸ 外國人投資條例在 1954 年 7 月公布；華僑回國投資條例再 1955 年公布；獎勵投資條例則在 1960 年公布。

改制成「投資審議委員會」，當時台灣快速的經濟成長，外國人積極對台投資功不可沒，不過外國企業仍是把台灣視為加工出口地區。

在 1980 年代到 1990 年，台灣加工出口區的成功，使得台灣累積龐大的外匯存底與貿易順差，也讓台灣面對龐大的外匯升值壓力，必須進行產業結構的轉型，這也透露出台灣加工出口角色必須逐漸淡化的跡象。而此時政府亦逐漸將國內產業導引至科技領域，並且擴大外國人投資範圍，由原本的正面表列改為負面表列，並且放寬資金管制的限制⁴⁹，而外資企業也逐漸淡化出口加工的角色，轉往科技與內需領域發展。

在 1991 年至 2000 年階段，當時國際化浪潮逐漸流向台灣，政府大幅放寬外國人投資限制，並且在 1994 年對投資審議委員會進行改組⁵⁰，同時也將先前的獎勵投資條例，改為「促進產業升級條例」，並且希望將產業導向附加價值的高科技產業，並提出亞太營運中心的構想，此時政府希望國外企業能協助台灣提升產業附加價值，並透過國外投資與全球制度進行接軌。

在 2000 年以後，台灣面對科技泡沫與金融海嘯，再加上中國大陸經濟崛起出現磁吸效應等多項因素，使得外國人對台投資心態趨於保守。現今政府希望透過調整經濟結構、擴大內需的發展方向上，讓外國企業對台投資更加重視；在投資角色上，政策則是希望國外企業能夠參與六大新興產業、四大智慧型產業與十大重點服務業，各項產業詳參表 5-1，透過國外的資金或是技術，幫助台灣經濟能夠順利轉型。

⁴⁹ 放寬資金管制的限制，指放寬結匯項目與刪除結匯規定。

⁵⁰ 投資審議委員會原本採用合署辦公的型式，但是當時改制為

表 5-1 重要產業發展方向

六大新興產業	四大智慧型產業	十大重點服務業
生物科技	雲端運算	美食國際化
觀光旅遊	智慧電動車	國際醫療
綠色能源	智慧綠建築	音樂及數位內容
醫療照護	發明專利產業化	華文電子商務
精緻農業		國際物流
文化創意		會展
		都市更新
		Wimax
		高等教育輸出
		高科技及創新產業籌資平台

資料來源：行政院網站。

二、國內吸引外資特點部分

不同的階段，使得台灣能吸引外資的特點也有所不同，過去在 60 年代時期，國外企業投資台灣主要是因為國內的勞動價格便宜與經濟社會環境穩定，但是隨著產業環境的改變，國內工資已經不具備優勢，反而在區位、科技、金融與基礎建設等已成為台灣吸引外國企業的本錢。

首先在區位部分，台灣位居亞洲的中心點，北邊是亞洲經濟發展最成熟的日本，東邊隔太平洋和美國對望，西邊則是正在崛起的中國經濟，南邊更是東南亞國協，和亞洲主要城市相比，東京、新加坡、香港與上海距離台北的平均飛行時數都不到 3 小時，因而對於外國企業人士的旅行交通上具有優勢地位。

其次在科技部分，台灣是科技產業的重鎮，而且國內的科技代工產業更是全球第一，除了外界熟知的晶圓代工、筆記型電腦與資訊產業之外，台灣更具備世界級的研發水準，再加上國內企業對產業上下游的熟悉程度高，完整的科技產業發展聚落，將使得國內企業能吸引更多的對外投資。

第三在金融部分，我國的資本市場具有高度國際化的特性，不僅

交易市場活絡，股市周轉率又高於新加坡、香港等亞洲國家股市，而且台灣在外匯上並未設有嚴格管制，再加上台幣匯價相對於其他亞洲國家穩定，故對於產業發展上也相對穩定，未來隨著國際會計準則的接軌，台灣的金融優勢可望吸引更多外國人投資。

第四在基礎建設上，台灣基礎建設完善，在空中有桃園與高雄國際機場，在陸上除了有兩條南北向的高速公路外，更有高速鐵路與電氣鐵路，除此之外資訊科技完善，不僅寬頻上網使用普及，甚至行動上網的基礎網絡也已經建構完畢。

其實台灣在制度、文化...等多面向，仍是具有屬於自己的發展利基，不過實際上是否能順利應用到商業模式上，將分別從實例探究外國企業如何透過台灣投資而發展的策略方向。

三、近期外資投資情況

近期外資企業的對台投資的趨勢，可以看出外資企業對台灣投資的兩項重要主軸，其一為大陸市場，其次為基礎建設。

首先在大陸市場部分，大陸市場發展快速，未來極有機會成為全球最大的消費市場，但是其發展仍未成熟，且對於外資管制情況嚴重，是故外國企業即便進入中國市場，也未有太多令人驚艷的表現，故有不少廠商希望從台灣出發，進行大中華布局。

其中友邦人壽積極進軍台灣就是明顯例證，友邦人壽計畫在台灣打造科技中心，建立顧客管理系統，完善大中華的商業模式，但是為何會選擇在台投資，主要原因有兩項：首先，台灣是大中華市場的代表，是完整市場的概念，相對於中國大陸的發展情況較為相似，不像新加坡與香港僅只是侷限在城市領域的商業模式。其次是中國大陸發展快速但是仍未臻成熟，台灣不但有完整的資訊設施，讓國外企業可以利用台灣資訊體系，發展新型態的行銷模式，而且中產階級的數量龐大，且服務產業發展也相對成熟，可為產業試點基地，故台灣必定

為進軍大中華的首選地區。

上述原因其實透露出台灣在全球經濟的最大特點，台灣可以當成外國企業進軍中國的最佳跳板，台商是外資企業進軍大陸的最佳夥伴，透過台灣發展成熟的商業模型，再藉此進軍大中華市場模式，極有機會被外商所接受。

其次在基礎建設部分，台灣在基礎建設的優勢分別於硬體與軟體兩部分。在硬體上，國內交通、電信與網絡都已經具備成熟國家的水準，但更重要的在軟體部分，台灣的民主法治制度，使得外國人在台灣的各项權利皆能得到完整的保障。

搜尋引擎巨擘谷歌(Google)在2011年9月表示要在台灣設立資料處理中心，此點透露出上述的兩項優勢，在硬體部分，台灣位於亞洲中心點位置，使得亞洲、歐洲與美洲的電信電纜的交會點集中在台灣，因此在台灣電信電纜等相關產業上，對於外資企業的吸引力較高；其次在軟體部分，台灣對於個人資料的保護完善，不僅有個人資料保護法，外國企業的各项權益也能被有效保障。

谷歌對台投資的最大特點在於：我國在基礎建設與法治環境的優勢，是我國吸引高階產業的重要優勢，尤其是把台灣拿來與同樣也積極尋求轉型的大陸相比較時，大陸的人治色彩嚴重，對於智慧財產權保障程度低的情勢，都是台灣在追求轉型上的利基。

過去台灣吸引國外投資的本錢，如區位、進軍中國、區域合作等，受限於兩岸關係緊張無法有效發展，但在兩岸洽簽 ECFA 之後，台灣的區位定位與大陸的市場優勢都被彰顯，此時即可彌補台商在技術或是品牌上不足之處，並可再藉由國外力量發展企業本身的實例，譬如：頂新集團與伊藤忠集團的合作即一例。

頂新集團在大陸食品業界發展成功，使其賺到了豐厚的利潤。而享譽大中華區的品牌，更是其在資本市場上的優勢，所以頂新並未有

財務上的實質需求。但是頂新仍在 2009 年引進伊藤忠商社投資，主要原因即是因為伊藤忠商社在食品安全、製造與研發等不同領域上的技術已達世界級水準，而此部分正是頂新集團所需要的，兩相結合不僅能讓頂新提升本身技術，更可使公司發展更為全面性，而這項合資也讓伊藤忠集團透過頂新來佈局大陸市場。

第二節 陸資在台投資狀況

我國自從 2009 年 6 月開放陸資來台後，政府對於陸資始終以「循序漸進」的態度進行，在兩岸開放的趨勢下，大陸企業極有機會在對台投資下扮演重要角色，以下將依陸資來台投資的背景、制度與合作三方向進行分析陸資對台投資情況。

一、陸資來台政策背景

隨著兩岸關係緩解和企業引頸企盼下，政府在 2009 年 6 月開放陸資來台，在兩岸開放的預期下，讓外界高度期待陸資企業的投資，茲就陸資來台投資之時程、趨勢與分布三點說明投資背景。

在時程部分，陸資來台的開放主要分為兩時程，在 2009 年 6 月開放陸資來台，採取正面表列⁵¹方式，當時開放的幅度不高，製造業 212 個細項中，只開放 64 項佔其總數的 30%，而服務業 113 個細項中，開放了 25 項佔 22%，而公共建設 81 項中，則開放 11 項。

在 2011 年 3 月時也擴大其投資範圍，製造業從原本的 64 項增加至 89 項，此外服務業也從原本的 25 項增至 33 項，而公共建設亦從原本的 11 項增至 20 項，此說明政府持續進行開放的腳步，希望能吸引陸資進入。

在陸資投資趨勢部分，截至 2011 年 9 月為止，陸資對台已經有 182 件投資案，總投資金額高達 1 億 6 千萬美元以上，顯示在開放之後，確實有資金進入台灣，但是其投資動能仍未有明顯趨勢；在案件數量上，雖然持續往上走，甚至在 2011 年 5 月份達到 14 件次創下近兩年以來的高點，但是投資金額卻是逐漸縮小，顯示雖然陸續有陸資來台投資，但是卻缺乏指標性的大投資案件。

⁵¹ 正面表列指針對所列出的項目，才進行開放。

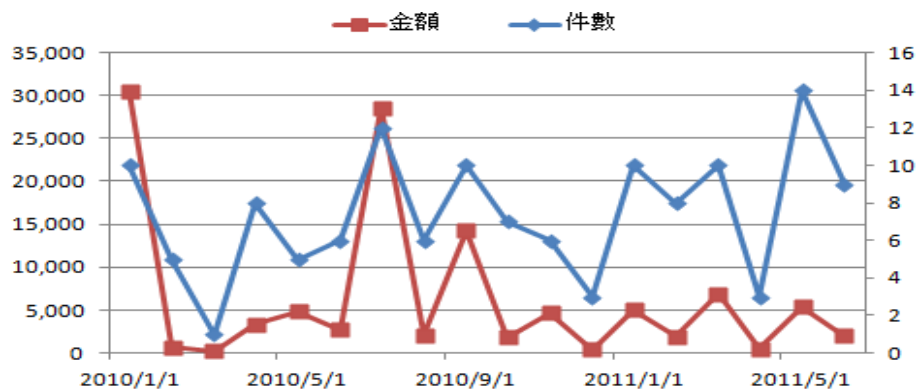


圖 5-1 陸資來台投資圖

資料來源：投審會。

陸資在 2010 年對台投資總金額為 9,434 萬美元，相對於其他僑外投資的 38 億美元，陸資所佔的比例不到 3%，而在 2011 年陸資佔對台投資比例更降至 1.18%，顯示出陸資對台投資的重要性正在下降，令外界有雷聲大雨點小的疑慮。

在產業分布當中，陸資來台投資的產業別，其中 40% 是投資電腦、電子與光學產品，其次為資訊軟體服務業，佔比重為 27%，第三則為零售批發部分，顯示出資訊與科技產品仍是目前陸資來台的主要目標，詳參圖 3-13。

在陸資來台投資鬆綁前，外界給予高度的期待。而在政府循序漸進的政策思維下，陸資來台卻有不如預期的情況，而且本來希望藉由開放，讓兩岸投資過於單向進行的情況趨緩，但是隨著兩岸的投資活動的開放，單向投資的情況卻未見改善，甚至 2010 年的對大陸投資還創下近廿年以來的高點。

二、制度面向

政府對於陸資採取循序漸進的政策思維，故對於陸資來台，政府目前仍有不少異於僑外投資的作法，其中就正面表列、參股限制、行政流程與敏感產業等方向來說明政府對陸資來台投資制度看法。

首先在正面表列，政府對於陸資的投資項目，主要是採取正面表列型式，僅有政府非禁止的產業才能進行投資，而目前所羅列的製造

業與服務業投資項目中仍未達 42%，公共建設更未達 25%，顯示半數以上的產業對於陸資投資是受限的，相對於一般外資採取負面表列，只要不是禁止的產業皆可以進行投資的規範不同。

其次在參股限制部份，目前陸資來台主要分成三種等級，針對敏感程度最高的產業，如：面板與積體電路等部分產業，陸資參股比例不可以超過 10%；其次在敏感度次高的產業，如：冶金、肥料與金屬加工機械等，持股比例不能超過 20%；第三在新設立的合資企業中，陸資持股比例亦不可超過 50%，顯示其主要目的在於防止陸資取得部分企業的控制權。相較於其他外資則對於敏感性產業的投資規範相對寬鬆。

第三在行政流程部分，目前陸資政策中採取事先審查的機制，國內與大陸企業要進行策略聯盟時，必須先提出其產業合作的方向，並經過相關單位進行專案審查，才可順利進行投資。

第四在由於兩岸關係特殊，故電信與金融等敏感性產業，常會引起不少爭端，如：中國移動參股遠傳案例，即讓外界擔憂資料外洩等疑慮；而金融則是在金管會的嚴格把關下，目前申設辦事處的陸資銀行，仍未能升格成分行，未來陸資銀行在台營運將會備受外界矚目。

上述因素皆透露出，在兩岸關係制度化的趨勢下，台灣雖然對於爭取陸資的態度明確，但是在制度上，目前仍處於摸索的階段，故要如何爭取到更多陸資來台投資，確實值得外界仔細探究。

三、合作方向

在 2008 年後兩岸關係開始趨於和緩，雙邊希望以優勢互補的方式創建出更大的發展機會，以下就兩岸合作模式、合作交集與規格合作三方向說明未來陸資來台後可以合作的不同面向。

首先在合作模式上，陸資來台投資可以朝三層面思考，首先台灣的內需市場雖然不及中國大陸廣大，但是兩岸語言相通且文化相同，

故陸資若能順利赴台，將可直接經營國內內需市場；其次台灣對於外國文化的接受程度較高，而且整體產業環境相對開放，故可將台灣當成陸資企業進軍全球的重要跳板；最後考量層面為台灣的服務業發展較久，而且產業的成熟度相對較高，故陸資可以透過台灣取得技術與經驗，然後再透過台灣經驗的學習重回大陸市場。

第二在合作交集部分，目前台灣對於陸資開放的產業主要集中在產業成熟度較高，且技術相對成熟的部分，此將會造成彼此的合作只侷限在發展受限的「夕陽產業」。其實兩岸的產業發展方向相似的程度頗高，國內強調的是六大新興產業，而大陸則是著重在七大戰略性新興產業，而且彼此對於生物科技、醫療與綠能產業的領域高度重疊，詳參表 5-2，未來台灣可以強化在此領域的合作，由於新興產業具有發展潛力，將能讓兩岸產業合作的產值更形擴大。

表 5-2 兩岸產業合作重點

台灣產業重點		大陸產業重點	
生技	生技起飛鑽石行動方案	生物	生物醫藥、生物農業及醫材
醫療	醫療照顧	新能源	清潔能源、可再生能源
能源	綠色能源	節能環保	高效節能、智慧電網、環保及循環利用
文化	文化創意	新能源汽車	電池、汽車電子、電動汽車
觀光	觀光拔尖領航	新材料	高興能複合材料、綠色製造體系
農業	精緻農業	高端設備製造	航空航天、海洋工程、高端智慧設備
		新一代信息技術	物聯網、三網融合、4G

資料來源：本研究自行整理。

第三在規格合作領域上，中國大陸經濟的崛起，帶動了消費的自主權，此將會使得中國大陸擁有制定產業標準的實力，目前大陸已朝自主產業標準的方向前進，未來將替兩岸開創更大的合作空間；尤其過去台灣在高科技領域的成功，說明了台灣不僅有成熟的製造技術，也有強大的產品應用能力，而陸資企業希望朝制定規格的品牌廠商轉型，以台灣現有的科技技術水準，將是和陸資企業合作的重要基礎。

馬總統在 2011 年 10 月表示，未來將有機會進行第三波的陸資投資限制鬆綁，而在政策正面宣示的開放期待下，台灣與中國大陸未來應朝合作的方向持續進行，而未來合作的重點不僅會從製造業轉向服務業前進，也極有機會從原先的夕陽產業合作，朝著新興產業邁進。

第三節 私募股權基金在台灣投資現況分析

2006年11月美商凱雷投資集團(以下簡稱凱雷)宣布將以每股39元高價收購全球最大的封裝測試大廠日月光半導體之後，私募股權基金開始受到國內主管機關及社會大眾的重視，然而主管機關與外界對私募股權基金看法分歧，造成該基金在實際運作上的困難與對運作機制的不夠瞭解，反而給予許多限制及規範。再加上媒體報導未能完整呈現私募股權基金全貌，以致讓台灣一般大眾對於私募股權基金的觀感多為負面，甚至以洪水猛獸、禿鷹看待。

如此情況下，私募股權基金給予外界印象猶如披了一層神秘的面紗，作風隱密低調，且大多進行投機性的投資，像：投資期限短、大量借貸進行投資、股權質押等，也造成國內企業對其望之卻步，不敢有所接觸。

事實上，國外有許多私募股權基金收購入主危機公司或金融機構，將其安排下市再進行重整、改造與再上市讓企業浴火重生的案例眾多，例如：Lone Star 入主韓國外匯銀行、Ripplewood Holding 收購日本新生銀行等；而國內的案例則有東隆五金在企業被經營管理階層掏空，爆發營運危機之後，由香港滙豐直接投資(亞洲)公司入主，並重整成功重新再造的經典案例。

私募股權基金對於企業而言，不僅僅是資金的提供者，也由於它們的投資觸角遍及世界各地，而且對產業趨勢有深刻了解，所以私募股權基金往往能進一步成為企業的策略性合作夥伴，協助引進國外新的經營管理技術、新產品及新觀念，帶來好的經營團隊及人才，全面性提升企業研發、財務與公司治理等績效。

凱雷投資集團是最早進入台灣，也是迄今在台灣最活躍的國際私募股權基金之一。凱雷於1999年進入台灣，成立台灣寬頻通訊顧問股份有限公司(TBC)，並先後收購南桃園、新竹及台中地區共計5家

有線電視系統台，擁有超過 63 萬收視戶。2006 年澳洲麥格里媒體集團(Macquarie Media Group)與麥格里銀行(Macquarie Bank)共同以 9 億美金向凱雷購買其所持有之台灣寬頻通訊股權，其中麥格里媒體集團取得 60% 股權，麥格里銀行取得其餘 40% 股權，凱雷將股權出售之後順利獲利退場。

從 2001 年迄今，陸續有國際私募股權基金在台灣投資、併購國內企業，包括金融、高科技製造、電信、服務及傳統產業等領域。惟 2008 年金融海嘯突擊，雖起因為美國房地產泡沫破裂，使國際金融體系間接瓦解，私募股權基金大規模的融資收購行為亦為造成信用浮濫一大原因，當時銀行便紛紛停止提供高槓桿收購貸款，且幾乎所有公司都面臨艱難的債務問題，使巨型的私募基金如凱雷、KKR 與黑石等不得不縮減現有的基金規模，所以國內、外併購案件於金融海嘯過後私募基金所介入的併購案相對減少。

電信業及金融業是私募股權基金在台灣投資較為集中的領域，因為有線電視台有固定的收視戶、穩定的現金流量，對於私募股權基金有相當吸引力，通常私募股權基金在收購其股份並持有幾年之後，待市占率及營運績效提升，即決定退場出售以獲利，如：台灣寬頻通訊、中嘉網路、凱擘股份有限公司等；對於金融業的投資，比較顯著的案例則是大眾銀行、萬泰銀行及安泰銀行，這三家呆帳偏高、獲利低迷的銀行都是私募股權基金入主之後，派駐新的經營團隊重新整頓，進而使得企業體質有效改善。

以下分別列出歷年來私募股權基金參與國內產業的所有投資案例，並分別列示基金名稱、規模、案件與產業。從所羅列的各案件當中，可以發現 2005 年之後，私募股權基金在台活動有越來越頻繁的跡象，而且所投資的產業當中，主要集中在電視與金融兩大產業，詳參表 5-3。

表 5-3 私募股權基金投資案例彙整

時間	私募股權基金	基金規模	案例	產業
1998 年	匯豐直接投資(亞洲) HSBC Private Equity Fund	24 億美元	1998 年收購東隆五金，重整改造為台灣第一家上市公司重整成功案例。	傳產
1999 年	凱雷投資集團 The Carlyle Group	405.5 億美元	以 2.2 億美元收購台灣寬頻，2006 年以 8.9 億美元出售給澳洲麥格里集團。	電視
2002 年	荷蘭控股 ABN AMRO Holding	n/a	統一企業出售家福公司 2,727.2 萬股予荷蘭銀行(ABN AMRO Bank N.V.)，占家福股權 9.5%，每股 130 元，總金額 35 億 3,472 萬餘元。	服務
2003 年	麥格理銀行有限公司 Macquarie Bank Limited	n/a	聯合投信股東將持股轉讓澳洲麥格理銀行(Macquarie Bank Limited)，麥格理銀行持股 40%，成為單一大股東。	金融
2004 年	霸菱亞洲投資 Baring Private Equity Partners Asia	50 億美元	2004 年帝寶工業上市前進行先期投資 3% 股權，至今仍持有帝寶 3.14% 股權，市值約 3.74 億台幣。	機械
2005 年	HSBC Private Equity (Asia)	n/a	2005 年 11 月匯豐直接投資(亞洲)認購正峰工業全數 3,000 萬美元的海外可轉換公司債。	製造
2006 年	SAC	120 億美元	以 197 億新台幣買萬泰銀行 32.3% 股權。	金融
2006 年	淡馬錫控股 Temasek Holdings	1,500 億美元	以 120 億新台幣買入玉山控股 15% 股權，2008 年撤資。	金融
2006 年	美商奇異融資 GE Capital US	550 億美元	以 87 億新台幣買下萬泰銀行 36% 股權。	金融

2006 年	索羅斯 QE 基金 QE International(L) Limited	n/a	以 40 億新台幣買台新金 3.83% 股權。	金融
2006 年	摩根士丹利亞洲直接投資部 (Morgan Stanley Private Equity Asia)	6,500 萬美元	看好中鼎工程在營造領域具有領先地位，購入中鼎工程 19.9% 股權，持有 1.17 億股。	建築
2006 年	美國華平投資集團 Warburg Pincus LLC	4,000 萬美元	華平看好 OLED 市場潛能，與悠景完成 4,000 萬美元合資計劃。悠景運用華平資金進行技術提升、產能擴充，加速產業鏈策略聯盟。	光電科技
2007 年	橡樹資本 Oaktree Capital Management	130.45 億元	透過旗下勇德國際以 282.7 億新台幣收購高爾夫球具代工大廠復盛全部股權，復盛下市。	傳產
2007 年	凱雷投資集團 The Carlyle Group	405.5 億美元	以 215 億新台幣入股大眾銀行三成股權，掌握經營權。	金融
2007 年	隆力集團 The Longreach Group Limited	22 億美元	2007 年入主安泰銀行，每股成本約 21 元，持股 10.2 億股(含普通股和特別股)，總成本 215 億元，擁有 52.1% 的股權。	金融
2007 年	安博凱 MBK Partners,L.P	37 億美元	以 400 億新台幣收購中嘉網路，持有近 4 年後，於 2011 年出售給蔡衍明及蔡振宇等人合資的旺中寬頻。	電視
2007 年	美林 Merrill Lynch	6,000 億美元 ⁵²	鴻傳引進美林與創投 H&Q 共同以逾 2.5 億美元，每股 18 元的價格，收購致伸，溢價達 54% ⁵³ 。	電子設備
2007 年	CVC Capital Partners	350 億美元	CVC 旗下環球視景以每股 41.28 元、總額 180 億新台幣收購窗簾布製造商億豐 ⁵⁴ 。	傳產

⁵² 引用自維基百科。

⁵³ 引用自工商時報 2007 年 6 月 22 日。

⁵⁴ 引用自蘋果日報相關報導。

2007 年	新橋資本 Newbridge Capital	42 億美元	以 200 億新台幣股權投資及 70 億可轉債，取得台新金控 17% 股權。	金融
2008 年	安博凱 MBK Partners,L.P	37 億美元	MBK 透過境內子公司荷蘭商 Trinity NL BV 收購八大電視 100% 股權，交易金額約 30 億到 40 億元 ⁵⁵ 。	電視
2010 年	般拓資本 (EQT Greater China II)	5.35 億美元	以 60 億新台幣由安博凱(MBK) 購入八大電視全部股權。	電視
2010 年	凱雷投資集團 The Carlyle Group	405.5 億美元	2006 年起陸續收購東森媒體科技股份，取得 60% 控股權，後更名為凱擘網路，總交易額為 460 億元。2010 年將凱擘出售給大富媒體，交易金額約 680 億新台幣。	電視
2011 年	Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. (簡稱 KKR)	402.2 億美元	KKR 於 2007 年投資國巨公司可轉換公司債約 3 億美金，2011 年 4 月擬與陳泰銘合組「遨睿投資股份有限公司」，收購國巨流通在外的全部股權，總額達 467.8 億元，該案被投審會駁回。	電子

資料來源：本研究彙整。

⁵⁵ 《外資進入有線電視市場的進入模式與法規分析》出自中華傳播學會。

第四節 私募股權基金投資台灣案例分析

私募股權基金在 1998 年投資台灣第一個案件以來，其持續擴大其投資版圖，在銀行、有線電視與傳統產業皆可以見到其投資蹤影。而在經歷私募股權基金的洗禮之後，企業常出現重大轉變，產業也因而有不同的發展脈絡。故本節將針對不同的私募股權基金投資的個案中，分析其對於企業發展與對國內產業制度的啟發。內容將分別由企業重整、國內金融業整合、企業下市與有線電視四主軸進行說明。

一、企業重整

以下將針對國內第一個私募股權基金進入重整的個案進行分析，東隆五金在 1998 年出現危機，而私募股權基金則在重整過後，重新找回公司的發展價值，茲就其背景、過程與效應三主軸進行說明。

(1)東隆五金案件背景

東隆五金為台灣製鎖業最知名的傳統家族企業，1954 年由范耀琦、范耀鑫、范耀彬三兄弟共同創立，原為東興加工廠，於 1969 年改名為東隆五金工業股份有限公司，1994 年公司股票上市，資本額為 9.2 億元，至 1998 年爆發掏空案前，資本已達 30 億元。其產品以自有品牌(EZSET、POSSE、LUCKY)享譽國內外，所生產的各式喇叭鎖外銷至全球，為世界五大製鎖廠之一。

東隆五金在 80 年代范耀鑫董事長的穩健經營之下，獲利及營運均穩定發展，但其逝世後由其子范芳源、范芳魁兄弟取得經營權，二兄弟一改過去的保守作風，不只快速朝多角化經營，而且涉入股票炒作。在投資擴充太快、產業景氣不佳的狀況下，致使公司陷入危機。

造成東隆五金的出現問題的主要原因有三項，分別為高槓桿財務操作、大舉投資與盲目擴充版圖。首先在高槓桿財務操作部分，東隆五金過度融資，公司負債比率過高，以短支長，出現流動性資金缺口，

致周轉失靈。債權銀行產生信心危機，收縮其資金融通額度；其次大舉投資部分，該公司大舉投資於非本業的房地產，原本充裕的資金開始吃緊，逢股市不振，房地產價格大幅滑落，加上公司操作衍生性金融商品虧損慘重，發生財務調度困難；第三盲目擴充版圖，公司快速朝多角化經營，卻未建立正式的投資評估機制，所跨足領域包含航太、飛機製造、LCD 彩色濾光片等與本業關連度不高的產業。

(2) 重整過程部分

1998 年因范芳源、范芳魁二兄弟高達八十多億元的虧空案，東隆五金向嘉義地方法院申請進行企業重整，由台証證券擔任重整案財務顧問。東隆五金通過法院聲請重整案之關鍵因素在於公司現金流量穩定、帳上約有九千多萬的可動用現金、過去所發行的公司債仍能以既定利率繳付給銀行及投資人，且工廠的接單與生產線運作皆屬正常狀態；另一方面，外商銀行對於東隆五金的債權多為無擔保債權，若依清算程序來看，最後可能無法得到該有的金額，故外商銀行全力支持重整案，尤其以放款金額達 3.3 億元匯豐銀行(HSBC)最為支持。各債權銀行在經過協商之後，由匯豐銀行擔任召開債權銀行會議的召集銀行。

(3) 重整過後效應

以下分別就東隆五金的財務價值與重整後效應進行說明，首先在東隆五金的價值部分，匯豐銀行台中分行經理鄭大榮在香港總行要求拿回債權的壓力之下，擔任債權銀行會議召集人，開始推展重整工作；香港總行也早在東隆五金營運出狀況時，找來國際四大會計師事務所的專業顧問共同協商，希望將國際經驗援用在東隆五金案例上，同時針對東隆五金的營運價值進行深入評估。

匯豐直接投資公司(HSBC Private Equity, Asia) 緊接著從產業發展和公司獲利的角度評估，認為東隆五金的投資案是項可行的計畫，

因此投入 5,000 萬美元，取得 72% 的東隆五金股權，成為東隆五金最大的股東。東隆五金的投資價值彙整如下：

1. 財務狀況：東隆五金的毛利率達 35%，在當時甚至優於一線電子大廠的收益。雖然東隆五金在重整前淨值為負 33 億元，但營收尚屬穩定，創造的現金流量仍然正常，因此尚能支付每月的利息費用。
2. 核心技術及一貫化的製鎖能力：東隆五金擁有自己的研發中心、模具廠，可以自行設計模具，成本競爭力優於同業，加上在爆發營運危機後，許多廠家皆點名要收購其下的模具公司，顯現其模具廠核心競爭力佳。
3. 自有品牌及通路具有打入全球市場的價值：東隆五金擁有「LUCKY」、「EZSET」和「POSSE」等自有品牌及通路，營運規模雖然不大，但具有打入全球品牌通路價值，此外，全球門鎖市場前三大廠商的兩大是美國門鎖廠商，東隆五金排名第三，是唯一一家亞洲廠商。
4. 產業特性：門鎖產業製造流程繁複，幾乎涵蓋所有金屬加工業的層次，產業集中度高，屬於寡占市場；再者，門鎖屬於保全產品，對零組件精密度要求高，必須擁有獨立自主的製模、開模能力，產品生命週期長，現有技術不易被快速淘汰，因此不需要在短期內有大量的資本支出。因此公司不僅能維持穩定獲利，盈餘可保留在公司、配發股利給股東，就股東投資報酬率而言，是一大保障。

其次在重整後效益的看法上，以下分兩部分進行說明，首先在財務效應上，在經過重整之後，東隆五金於 2003 年創造了營收 14.4 億元，稅後淨利 2.63 億元，每股稅後盈餘 4.3 元的佳績；2006 年 3 月 23 日獲准由管理股票重新掛牌上櫃，成為台灣資本市場有始以來危機下市，因重整成功又順利申請上櫃的首宗案例。從財務上的表現來看，公司每股淨值由 2001 年的負 1.19 元，提升到 2005 的 17.71 元；

每股獲利則由 0.58 元，成長到 2005 年的 4.84 元，2006 年配發 2 元的現金股利及 0.8 元的股票股利。

其次在產業效益上，匯豐直接投資公司入主東隆五金之後，主導公司由自有品牌轉型成為專業代工，改變全球製鎖業供應鏈。東隆五金重整成功，不僅讓一家危機下市的公司起死回生，更促使全球製鎖業家數減少，供應鏈愈來愈集中，使這家位於亞洲且技術、專利與品質各方面都表現優異的鎖廠，價值因而更加提升。

二、國內金融業

國內金融業重整案例則分別就萬泰、安泰與大眾銀行三間進行說明，期望從不同的角度，看私募股權基金在面對金融產業問題時，如何進行重整，並進而改善其銀行資產品質。以下仍依各家重整的背景、過程與效應進行說明。

(1) 萬泰銀行

1. 在背景部分

萬泰銀行於 1992 年 2 月 12 日正式對外營業，1998 年之後概括承受台南四信、苗栗信合社、新竹五信等中南部信用合作社，以提供社會大眾優質金融服務為目標。萬泰銀行以消費金融為主要業務，2000 年開始更擴大現金卡業務的推展，2006 年雙卡風暴襲擊，萬泰銀行發生重大虧損，加上董事長許勝發將可能逾期的現金卡呆帳，轉為中期正常放款客戶，並以低價出售不良債權，涉嫌掏空，萬泰銀行陷入經營危機。

觀察萬泰銀行 2003 至 2007 年財務資料，詳參表 5-4，可看出 2006 年整年度虧損金額高達 113 億元，且 2007 年因持續受雙卡風暴的衝擊，並配合政府債務協商機制，全行利息淨收益較 06 年減少 23%，加上攤銷出售不良債權損失較 06 年增加 39%，使得全年淨收益減少 130%，無疑是雪上加霜。財務比率分析中亦顯示出，逾放比過高、

資產與權益報酬率皆為負數等現象，當時金管會為避免造成金融市場混亂，引發存戶嚴重擠兌狀況，主管機關因此要求萬泰銀行立即提出增資方案以補虧損。

表 5-4 萬泰銀行財務資料

年度 項目	西元 2003~2007 財務資料(單位：千元)				
	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年
利息淨收益	7,851,703	10,192,952	14,675,074	13,834,512	12,498,987
利息以外淨收益	(10,215,456)	(6,224,396)	(4,784,258)	(3,521,973)	(1,531,743)
呆帳(費用)迴轉利益	7,029,903	11,893,862	2,243,502	2,744,591	3,492,520
營業費用	8,350,565	6,940,784	7,137,893	6,875,047	5,871,307
繼續營業部門稅前損益	(17,744,221)	(14,866,090)	509,421	692,901	1,603,417
繼續營業部門稅後損益	(14,993,941)	(11,312,206)	111,102	89,979	1,167,900
非常損益(稅後淨利)	5,539,725	-	-	-	-
會計原則變動之累積影響數(稅後淨額)	-	25,665	-	-	-
本期損益	(9,454,216)	(11,286,541)	111,102	89,979	1,167,900
基本每股盈餘	(6.58)	(8.56)	0.06	0.05	0.68
	財務比率分析(%)				
存款比率(%)	91.5	73.29	77.91	80.18	81.04
逾放比率(%)	5.9	5.98	3.37	2.35	2.87
資產報酬率(%)	(4.20)	(4.51)	0.04	0.04	0.51
股東權益報酬率(%)	(42.79)	(69.90)	0.55	0.46	6.1

資料來源：萬泰銀行 2007 年年報。

2. 在過程部分

萬泰銀行面臨增資問題時，該公司擬引進私募股權基金進行投資，2007 年 12 月 28 日萬泰完成約新台幣 420 億元之增資，SAC Private Capital Group(S.A.C. PCG)成為實質最大股東，另外 GE Capital 亦同時參與增資，二者共同取得 8 成以上股權，詳細交易資料詳參表 5-5。在二大股東之資金及各種國際級資源之投入下，除董事會成員學有專業，且具有國際性宏觀之經營實務外，亦引進新的經營管理團隊，全

面推動「革新成長計畫」⁵⁶，為萬泰銀行進一步強化公司治理、提升營運績效及成長轉型，開啟了全新的契機。

表 5-5 萬泰銀行增資案交易說明

交易價值		新台幣 297 億元	
行業別		銀行業	
時間		2007 年 9 月 10 日	
目標公司	萬泰銀行	買方	SAC/GE Capital; SAC 股份占比 58%，GE Capital 則占比 23%，合計 81%
交易模式	<p>由 SAC Holdings 及 GE Capital 參與私募發行普通股、甲種特別股及次順位無擔保強制轉換金融債券支應募：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 甲種特別股發行 16.5 億股，每股認購價格 2 元，由 SAC Holdings 認購 2. 普通股發行 33 億股，每股認購價格 2 元，由 GE Capital 認購 3. 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 Holdings 認購 181.5 億元，GE Holdings 認購 16.5 億元 		

資料來源：本研究整理。

萬泰銀行在新的股權結構下，新的經營團隊開始積極進行整頓，主要可分為保障員工與進行積極整頓兩部分。

首先在保障原任員工部分，私募股權基金入主後積極進行萬泰銀行人力結構的調整，並與工會代表簽訂勞資協議，確保員工留用率不低於 85%，除原有的薪資不變外，再加上 2 個月績效獎金與 0.5 個月工作獎金，另外在優退方面也有相關的規定，即一年內員工可自行提出離職申請，前半年由資深員工優先提出，年齡加年資超過 50 年者，享有 2N 的條件，後半年則是全體員工皆享有 2N 的條件，在未來 3 年內受資遣的員工，則可領取 2N+2 的遣散費。在萬泰資方、SAC 與 GE Capital 均展現誠意下，此協議獲得員工廣泛的支持，由於條件清

⁵⁶ 萬泰銀行網站 <https://www.cosmosbank.com.tw/>

楚且優渥，短短一年多員工減少 32.47%，有效提升員工生產力。

其次在改善營運狀況上，萬泰經由 SAC 主導後，企圖擺脫「問題銀行」的稱號，便展開一連串的業務重整計畫，積極尋覓具有國際觀同時兼具國內外專業的人才，於 2008 年 4 月延攬曾擔任美國中信銀總經理暨執行長的周榮生先生，但受金融風暴影響，於 2009 年 3 月請辭，改由 SAC 董事總經理韓傑輔接掌董事長一職，化解私募股權基金出走的疑慮，銀行通路也因通路重整從 61 家縮減至 49 家，將分行資源有效集中，改善客戶數量與總存量分配不均，財務虧損較大且中長期無法改善等問題，此計畫也與上述員工保障計劃互相配合，使員工得以接受。

在主要核心業務上，以消費金融及財富管理作為主要營業支柱。在消費金融領域上，現金卡為萬泰銀行發展的重點項目，但針對發卡對象進行風險差別定價，以強化資產品質，並透過客戶資料倉儲進行專案行銷，提高客戶消費金額及銀行手續費收入。至 2011 年 6 月，萬泰銀行現金卡有效卡數共 60 多萬張，放款餘額為 270 億元，市佔率分別高達 58% 與 49%，對銀行獲利具有貢獻。

3. 在效應部分

萬泰銀行被私募股權基金入主後，積極清理不良資產及轉銷呆帳，資產品質提升。表 5-6 為萬泰銀行最近五年度的財務資訊，可看出雖然萬泰在 2008 年的稅後虧損約 102 億元，較前期減少近 5 億的虧損幅度，逾放比亦逐年減少，2008 年降為 3.9%，2010 年更下降至 1.31%。雖然尚未轉虧為盈，但觀察歷年的成長幅度與報酬率分析後，盈餘轉正將指日可待。

表 5-6 萬泰銀行近五年財務資料

項目	最近五年度財務資料(單位：千元)					當年度截至 2011/03/31
	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	
利息淨收益	4,395,123	4,587,461	6,269,786	7,851,703	10,192,952	1,010,636
利息以外淨收益	(3,674,119)	(4,741,916)	(6,810,631)	(10,215,456)	(6,224,396)	(764,698)
呆帳(費用)迴轉 利益	(13,174)	(3,753,449)	(6,065,720)	(7,029,903)	(11,893,862)	650,249
營業費用	(3,756,659)	(4,357,325)	(5,731,194)	(8,350,565)	(6,940,784)	(856,568)
繼續營業部門稅 前損益	(3,048,829)	(8,265,229)	(12,337,759)	(17,744,221)	(14,866,090)	39,619
繼續營業部門稅 後損益	(3,655,823)	(7,164,271)	(10,202,366)	(14,993,941)	(11,312,206)	36,240
非常損益 (稅後淨利)	247,921	-	-	5,539,725	-	-
會計原則變動之 累積影響數 (稅後淨額)	-	-	-	-	26,665	-
本期損益	(3,407,902)	(7,164,271)	(10,202,366)	(9,454,216)	(11,286,541)	36,240
基本每股盈餘	(2.10)	(6.41)	(4.57)	(6.58)	(8.56)	0.02
	財務比率分析(%)					
存款比率(%)	64.74	71.79	79.97	91.5	73.29	60.21
逾放比率(%)	1.31	2.86	3.90	5.90	5.98	1.27
資產報酬率(%)	(2.57)	(4.76)	(5.52)	(4.2)	(4.51)	0.11
股東權益報酬率 (%)	(23.92)	(37.63)	(37.49)	(42.79)	(69.90)	1.15

資料來源：萬泰銀行 2010 年年報。

(2) 安泰銀行

1. 背景部分

安泰銀行成立於 1992 年 6 月，並於 1993 年 4 月開始正式營業，至 1998 年概括承受台北市第七信用合作社，擴張營業據點。從 1999 年開始，銀行紛紛打出餘額代償、預借現金、分期付款等消費性貸款金融商品，在「卡奴」盛行的背景下，餘額代償這種以較低利率承接債務人於別家銀行借款的方式，不僅能增加發卡量，又能接受別家信用卡公司累積多年的循環帳款，雖風險大，循環利息收入的獲利更具吸引力，各銀行開始大打低循環利率的戰爭。

安泰銀行於 2004 年推出三合一代償商品「三貸同償」，即現金

卡、信用卡、信貸與車貸之餘額代償方案，使其於雙卡風暴中遭受重擊，2007年消金風暴衝擊二線銀行獲利情況，其中以安泰銀稅前虧了30.33億元最為驚人。與萬泰銀行相同，其管理層面也出現漏洞。2004年間，消費金融部經理徐慶鐘負責三貸同償專案的徵信及授信業務，卻為業績和升遷，逕自在安泰內部網站上發布公告，通知營業單位和信貸行銷部放寬徵信標準，此舉不僅大幅改變原先代償契約的性質，更瞬間拉高安泰銀行的放款風險，表5-7為安泰銀行2003年至2007年的財務資料與比例分析，可明顯看出其受雙卡風暴的影響之重，於2007年虧損達167億元，且呆帳高達78億元。

表 5-7 安泰銀行財務資料

項目	西元 2003~2007 財務資料(單位：千元)				
	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年
利息淨收益	4,133,711	5,410,305	8,683,522	5,882,084	4,646,360
利息以外淨收益	(15,318,772)	(3,483,420)	(1,452,325)	(452,552)	(723,342)
放款呆帳費用	7,864,205	6,872,683	4,291,712	1,712,139	982,525
營業費用	2,392,912	2,428,938	2,807,014	2,657,482	2,218,959
繼續營業部門稅前損益	(21,442,178)	(7,374,736)	132,471	1,059,911	721,534
繼續營業部門稅後損益	(16,779,425)	(5,876,018)	4,220	744,437	429,975
非常損益(稅後淨利)	-	-	-	-	-
會計原則變動之累積影響數(稅後淨額)	-	65,868	-	-	-
本期損益	(16,779,425)	(5,941,886)	4,220	744,437	429,975
基本每股盈餘	(7.61)	(3.07)	-	0.45	0.31
	財務比率分析(%)				
存款比率(%)	88.85	97.44	86.67	84.36	86.83
逾放比率(%)	2.48	4.87	2.49	1.77	4.47
資產報酬率(%)	(5.55)	(1.89)	-	0.30	0.22
股東權益報酬率(%)	(113.05)	(34.99)	0.02	4.48	2.98

資料來源：安泰銀行 2007 年年報。

2. 在過程部分

安泰銀行在雙卡風暴的衝擊下，公司決定逐步引進投資團隊，並招募新經營團隊，透過徹底改造意圖將安泰打造成為以客戶為尊之現

代化金融服務機構，因此在 2007 年下半年安泰銀行完成與隆力集團的投資案，詳細交易內容詳參表 5-8。

表 5-8 安泰銀行增資案交易說明

交易價值		新台幣 230 億元	
行業別		銀行業	
時間		2007 年 6 月 5 日~2007 年 11 月 7 日	
目標公司	安泰銀行	買方	隆力集團
交易模式	以每股新台幣 9.5 元，買進安泰銀新發行之普通股，共計 13.6 億股，另以 50 億元收購安泰銀行 4.42 億股老股；而且同樣以每股新台幣 9.5 元，買進永續可轉換特別股，共計 6.22 億股，總計投資安泰銀金額近新台幣 230 億元，創國際私募股權基金取得國內金融機構控制權首例。		

資料來源：本研究整理。

安泰銀行在引入新經營團隊後，朝兩方向進行改革，以下分別就人才與營運模式兩部分進行說明。

首先在人才部分，隆力集團的資金到位以後，安泰銀行隨即人事改組，於 2007 年 11 月 7 日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；並於同年 12 月 3 日，將原總經理王濬智退居顧問，挖角台北富邦銀總經理丁予康，擔任安泰銀行總經理。除上述董事長及總經理人選之替換外，原主要股東完全退出經營團隊並汰換舊高階經營管理團隊，且網羅國內金融業之高階經營管理人員，強化經營管理團隊以提升營運績效。

其次在運作模式上，安泰銀行改變消費金融業務營運方式。過去讓安泰銀行受傷最重的「三貸同償」，採取委外行銷的制度，由於公司無法自行篩選客戶，透過第三者的間接行銷所帶來最大的弊病就是客戶的放貸風險無法有效掌握。自私募股權基金隆力入主安泰

銀行後，在發展策略上進行明顯的調整，不再透過委外公司行銷，回歸到傳統的理財專員或櫃員負責制，並對信用卡商品的推展成本進行適當的調整與檢視，將期後違約之風險以及再續約之期望收入值納入聯名卡損益的整體規劃。至於法人金融客戶的需求，則改以發行紅利點數、現金回饋為主要誘因的商務卡片作為因應，將發卡策略回歸到「客戶服務」的主要方向。

3.在效應部分

隆力集團經營理念注重改善安泰銀基本面，致力於提升核心業務收入，並同時控管營業費用與信用成本。表 5-9 為安泰銀行近五年的財務資料，歷經雙卡風暴後，於 2009 年由虧轉盈，2010 年稅後淨利為 20 億元，較 2009 年 0.7 億元大幅成長，稅後每股盈餘達 1.19 元，主要在於手續費收入成長與資產品質改善所致，呆帳費用也明顯的有所改善，由 2007 年的 78 億元驟減至 2010 年的 1,193 萬元，在股東權益方面，2010 年股東權益報酬率達 10.36%，創歷史新高。

表 5-9 安泰銀行近五年財務資料

項目	最近五年度財務資料(單位：千元)				
	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年
利息淨收益	2,939,975	2,730,618	3,355,800	4,133,711	5,410,305
利息以外淨收益	2,671,643	1,006,878	(2,134,628)	(15,318,772)	(3,483,420)
放款呆帳費用	11,937	697,856	3,795,621	7,864,205	6,872,683
營業費用	2,810,934	2,502,945	2,589,747	2,392,912	2,428,938
繼續營業部門稅前損益	2,788,747	536,695	(5,164,196)	(21,442,178)	(7,374,736)
繼續營業部門稅後損益	2,002,908	73,544	(5,772,869)	(16,779,425)	(5,876,018)
非常損益 (稅後淨利)	-	-	-	-	-
會計原則變動之 累積影響數 (稅後淨額)	-	-	-	-	(65,868)
本期損益	2,002,908	73,544	(5,772,869)	(16,779,425)	(5,941,886)
基本每股盈餘	1.19	0.04	(3.83)	(17.01)	(3.07)
	財務比率分析(%)				
存款比率(%)	72.60	77.79	84.72	88.85	97.44
逾放比率(%)	0.37	0.84	1.86	2.48	4.87
資產報酬率(%)	0.62	0.03	(2.02)	(5.55)	(1.89)
股東權益報酬率 (%)	10.36	0.40	(35.52)	(113.05)	(34.99)

資料來源：安泰銀行 2010 年年報。

(3)大眾銀行

1.背景部分

大眾銀行於 1992 年 3 月設立於高雄，同年 4 月正式開始營業，與萬泰、安泰銀行相同，皆逃不過雙卡風暴的襲擊。由表 5-10 大眾銀行 2003 至 2007 年之財務資料可看出 2005 年底的雙卡信用危機。大眾銀行提存雙卡呆帳 103.43 億元，以致 2006 年全年度之繼續營業部門稅後虧損達新台幣 50.3 億元，獲利由盈轉虧，且虧損程度超過資本額的三分之一，2007 年虧損程度持續擴大，整年度損失達 80.2 億元，每股虧損 3.9 元創歷年新低。

銀行法第 64 條第一項規定，銀行虧損逾資本三分之一者，其董事或監察人不但應即刻申報中央主管機關，若未依規定於三個月之內補足資本額者，中央主管機關將強制派員接管或與以勒令停業的重罰，故大眾銀行逕向主管機關提出增資案，以消弭不良債權與逾放的問題。

表 5-10 大眾銀行近 3 年財務資料

項目	西元 2003~2007 財務資料(單位：千元)				
	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年
利息淨收益	6,014,006	7,202,029	8,062,098	-	-
利息以外淨收益	3,567,099	4,844,621	2,026,807	-	-
放款呆帳費用	14,187,228	13,260,851	2,825,961	-	-
營業費用	4,868,774	4,807,264	5,892,649	-	-
繼續營業部門稅前損益	(9,474,897)	(6,021,465)	1,370,295	-	-
繼續營業部門稅後損益	(8,021,280)	(5,034,882)	1,076,837	-	-
非常損益 (稅後淨利)	-	-	-	-	-
會計原則變動之累積影響數 (稅後淨額)	-	58,376	-	-	-
本期損益	(8,021,280)	(4,976,506)	1,076,837	-	-
基本每股盈餘	(3.90)	(2.75)	0.58	0.01	2.29
	財務比率分析(%)				
存款比率(%)	89.28	94.61	84.88	89.19	85.28
逾放比率(%)	1.91	2.82	2.95	3.32	3.75
資產報酬率(%)	(2.34)	(1.39)	0.34	0.06	1.29
股東權益報酬率(%)	(43.74)	(27.13)	5.47	0.94	19.4

資料來源：大眾銀行 2007 年、2004 年年報。

2. 在過程部分

大眾銀行在 2007 年完成增資案，大眾銀行引進私募股權基金凱雷與其夥伴 Corsair 資本注入資金，以解決其資本結構問題，並且積極尋求不同方法，改善財務狀況並大幅打消呆帳，詳細投資案件內容詳參表 5-11。

表 5-11 大眾銀行增資案交易說明

交易價值		新台幣 215 億元	
行業別		銀行業	
時間		2007 年 12 月 20 日	
目標公司	大眾銀行	買方	凱雷集團
交易模式	凱雷與其在韓國韓美銀行合作的美系私募股權基金投資夥伴，於台灣成立眾希與雄賀公司，共同入股大眾銀行，分別取得 25% 與 12% 股權，認購價為 17 元，溢價達 36%。		

資料來源：本研究整理。

新的經營團隊進入後，逐漸開始進行改革，主要分為：引進專業人才與整併中小銀行兩個方式進行分析。

首先在引進專業人才部分，私募股權基金凱雷入主後，取得過半數的董事席次，2008 年 4 月高薪招攬新加坡星展銀行的董事總經理許健洲擔任總經理，原總經理陳亮丞轉任董事暨高級顧問，原本的主要股東完全退出經營團隊，且汰換掉舊的高階經營團隊，全力拓展業務開發客戶。

其次在整併中小銀行上，凱雷以高達 36% 溢價入主大眾的原因之一，即希望以大眾銀行為平台持續進行台灣中小銀行的整併，2009 年大眾銀行以約當每股帳面價值 0.92 倍的價格，概括承受高雄二信之總資產負債及營業業務，其中平均每家分行價值 0.3 億元，總計 16 家的高雄營業據點，將可使大眾銀行總分行家數從 52 家大幅增長至 68 家，對於消費金融業務之拓展及推廣有顯著之效益。

3. 在效應部分

經過經營團隊的變革後，企業金融方面則由大型企業聯貸轉為鎖定中小企業、企業主之小型客戶，加強跨界銷售之經營，如外匯、信用狀、現金管理等以賺取手續費為主但較為審慎保守之交易業務；消

費金融業務方面則持續在信用卡業務上聚焦，2008 年底至 2009 年初大眾銀行信用卡淨發卡量均蟬聯第一，且主打的分期功能獲得許多正面的迴響，在重新包裝促銷活動的經營下，雖然國內整體的消費依舊不振，但 2008 年大眾銀行的簽帳金額仍達到 8% 成長的亮眼成績。

近五年大眾銀行的財務資料顯示出亮麗的財務數據，詳參表 5-12，2008 年度整體業績由虧轉盈，速度較萬泰與安泰銀行為快，且為三家私募股權基金投資後，唯一在入主首年就獲利的銀行，當年度資本適足率為 11.97%，微高於整體銀行平均 11.08%，逾放比降為 1.9%，股東權益報酬率也大幅成長至正 0.48%，故大眾銀行的資產品質已調整得相當穩定。

表 5-12 安泰銀行近五年財務資料

項目	年度	最近五年度財務資料(單位：千元)					當年度截至 100 年 3 月 31 日
		2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	
利息淨收益		4,457,763	3,644,413	5,092,070	6,014,006	7,202,029	1,141,501
利息以外淨收益		3,474,805	2,598,211	2,099,680	3,567,099	4,844,621	927,094
放款呆帳費用		989,449	935,175	2,278,777	14,187,228	13,260,851	-
營業費用		5,402,946	4,701,875	4,868,774	4,868,774	4,807,254	1,431,357
繼續營業部門稅 前損益		1,540,173	605,574	110,993	(9,474,897)	(6,021,466)	637,238
繼續營業部門稅 後損益		884,269	1,008,032	105,511	(8,021,280)	(5,034,882)	547,545
非常損益 (稅後淨利)		-	-	-	-	(58,376)	-
會計原則變動之 累積影響數 (稅後淨額)		-	-	-	-	-	-
本期損益		884,269	1,008,032	105,511	(8,021,280)	(4,976,506)	547,545
基本每股盈餘		0.41	0.47	0.04	(3.90)	(2.75)	0.25
		財務比率分析(%)					
存款比率(%)		81.76	77.11	82.92	89.28	94.61	77.08
逾放比率(%)		0.55	1.04	1.90	1.91	2.82	0.46
資產報酬率(%)		0.23	0.29	0.03	(2.34)	(1.39)	0.13
股東權益報酬率 (%)		3.72	4.43	0.48	(43.74)	(27.13)	2.24

資料來源：大眾銀行 2010 年年報。

三、企業下市 - 以橡樹資本收購復盛公司為例

在企業下市部分則是針對復盛案例進行分析，並且對於整併過程進行說明，期望能夠透過該案，清楚表達在下市後對於企業帶來的重要影響。以下依橡樹資本收購復盛公司之背景、過程與效應三部分說明。

(1)在背景部分

在復盛案件中，主要有三個主角，分別為復盛公司、橡樹資本管理基金與勇德國際公司。在復盛公司部分，該公司成立於 1964 年 12 月 3 日，由董事長李後藤所創辦，在被收購下市前，其資本額已達到 76.63 億台幣。該集團有三大事業部，分別為機械、運動器材及電子事業部。其中運動器材事業部的高爾夫球部門，其高爾夫球桿頭市佔率為世界第一；機械事業部的壓縮機亦在全球銷售額排行則為前十名。財務方面，收購之前連續四年營業收入都超過 80 億元，每股盈餘皆在 2 元以上，為傳統產業中財務體質健全、營運狀態良好的公司。

橡樹資本管理基金成立於 1995 年，營運總部位於加州洛杉磯，其管理資產規模高達 700 億美元，主要投資債券與私募股權基金，投資項目多為 5,000 萬美金以上的中型項目。投資項目以北美為中心 (75%)，亞洲則佔其投資項目約(10%)，投資理念為在降低風險的條件下實現收益，以及追求長期穩定的業績。

勇德國際公司為橡樹資本在台灣設立的投資公司，勇德國際公司為擁有 6 億美元的資本額，該司除了本身資金以外，亦向國內金融機構借款 78 億台幣，並在證券市場上公開收購復盛。整體併購案背景詳參表 5-13。

表 5-13 復盛投資案基本背景

交易價值		NT\$ 283 億	
行業別		傳統產業	
時間		現金收購 100% 股權	
目標公司	復盛公司	買方	勇德國際公司 (母公司為橡樹資本)

資料來源：本研究整理。

(2) 在過程部分

本案的併購過程主要可分為規劃、進行與整合三階段。首先在規畫部分，2003~2005 年，復盛公司的法人董事代表 Kerins，協助復盛併購美國空壓機製造銷售公司，並替復盛取得美洲地區產品線品牌及通路。2006 年，Kerins 轉任到橡樹資本，擔任勇德國際董事長。與復盛關係良好且熟悉復盛業務的 Kerins，建議結合 LBOs 與 MBO 的方式，將復盛賣給橡樹資本後下市，並保證在重新整頓後，五年內再度掛牌上市。

在進行部分，2007 年 3 月 9 號，雙方簽署備忘錄，正式同意橡樹公司併購復盛之相關事宜。5 月 8 日，雙方再簽承諾函，達成以股權轉換方式協議，復盛主要股東同意參與公開收購，並且簽訂初步協議書。同年 5 至 7 月勇德以溢價 12.28% 且每股 37.5 元價格進行收購。

在整合部分，勇德公司於 2008 年初召開董監事會議，並將公司名稱改為「復盛股份有限公司」，董事長改選為原復盛董事長李後藤。新的復盛公司，董事會成員計四席董事及兩席監察人，由原復盛與橡樹資本代表各持一半席數。下市後橡樹資本持有新復盛公司約 48% 股票。

在本投資案中，兩間企業為何能順利進行併購，主要因素在於五項層面。首先在全球市場面，復盛希望透過橡樹資本的資源，進行國際化佈局，並藉此打開市場優勢，提升品牌與技術水平；其次在經營

策略面上，改變資本結構後，能使得企業更順利與橡樹資本進行產業整合與資源互補；第三在財務上，取得橡樹投資的資金不僅增加企業向外擴張的本錢，未來更可以選擇較有利的上市地點；第四在組織文化面，改組之後的復盛可以讓外界在吸取人才與調整公司文化上更為順遂。

為何會選取下市方式進行，主要有兩大構面因素。其一在政治法律層面上，引進橡樹資本會使復盛具有外資色彩，再加上透過下市，可以增加該公司靈活操作的空間，讓未來國際化轉型方向上能擺脫我國外交上的問題；其次在財經法律面，橡樹資本可以讓企業不受上市公司資金募集及外匯管制的限制，並且突破當時設定禁止投資大陸40%的上限⁵⁷。各項因素詳細整理於表 5-14。

表 5-14 復盛案件成功因素表

構面	主要項目	內容
全球市場面	國際化佈局	透過併購可藉由橡樹資本資源擴大公司全球製造、行銷、及採購能力。
	市場多樣化	透過橡樹資本將開發方向及新產品市場推廣優勢打開。
	品牌及技術	透過橡樹資本將產品特別是壓縮機營業額進入世界前三大目標。
經營策略面	產業整合及資源互補利益	經由橡樹資本全球資源強化後取得國際化所需策略、財務及風險評估能力。
	提升經營能力建立競爭障礙	經由新董事會功能大幅提升營運能力，拉開與競爭者差距。
	企業成長	藉由新政策及目標激發企業成長
	分散風險	橡樹資本加入讓復盛投資風險降低。
	改善資本結構	資本額由 75.3 億增為 224.01 億加上股權集中及結構單純讓經營更有效率。

⁵⁷ 該項規定以在 2008 年鬆綁。

財務管理面	提升財務槓桿運作	因資產大幅增加，財務支配能力增強，可作全球投資及併購最佳支援。
	重新鑑價	因台灣股市對屬傳統產業復盛價值評估向來較低，未來可能考慮在國外上市。
組織文化面	組織及人才國際化	復盛改型後組織變革及人才招募上將會有較大突破。
	文化改革	企業傳統文化將朝向更現代及國際化路途邁進。
經營者心理面	管理上的挑戰	併購後管理由單純技術效率管理擴大至策略、財務及國際化管理層次。
	經營者的理想與信念	照顧企業原工，透過企業集團展讓公司永續經營。
政治法律面	政府政策規範	併購後成為外商公司並下市，將擺脫現有因外交問題造成國際化佈局之不便。
財經法律面	資金流通性	透過橡樹資本擺脫國內資金募集及外匯管制所造成基金流動之不便。
	投資法令限制	擺脫法令上對上市公司財務各項規範及投資大陸淨值 40% 之設限。

資料來源:丁麟祥,《傳統產業與國際私募基金併購策略因素探討-以復盛公司為例》

(3)在效應部分

復盛收購下市案件能夠在短時間圓滿達成，主因在於雙方對於企業願景、價值觀以及經營策略上都有共識，並且能夠在事前與股東做充分的溝通，透過一步步簽訂合約以及聘請外部財務、法律顧問，讓雙方能夠消除疑慮，敞開心胸談妥條件。

復盛賣給橡樹資本帶來最大的優點，在於復盛可以利用並接受橡樹資本具有國際觀的策略團隊，利用其全球資訊網與國際接軌，打開國際銷售鏈通路，期望能在壯大復盛的財務及營運表現後，再度上市。

而對橡樹資本而言，復盛為亞洲的中小企業，符合橡木所尋找的

投資標的區塊以及金額。此外，復盛符合優質中小企業的條件，並且希望在五年內再度上市，符合私募股權基金中短期操作獲利出場的原則。

綜合上列所述，復盛案的順利突顯了上市並未妨礙企業發展與股東權益，反而在充分溝通之後，創造出小股東、原本經營團隊與橡樹資本三贏的局面，橡樹資本以溢價購買使小股東取得資本利得、原本經營團隊則是在股權改組後，擁有更多全球佈局的空間，橡樹資本則是期待未來復盛重新上市後能讓外界有更高的評價。

四、有線電視

有線電視領域上，在私募股權基金進入我國有線電視產業後，透過整併與經營，不僅讓企業維持穩定獲利，更讓有線電視產業技術提升，因此本研究將對凱雷、台灣寬頻與麥格里的交易案進行分析。

(1) 在背景部分

1993 年政府政策開放有線電視之後，檯面上的有線電視播送系統家數計有 611 家之多，主管機關為有效管理這些系統商，以確保消費者權益不致受到傷害的情況下，在同年 8 月通過有線電視法之後，進入有線電視市場的廠商必須經政府部門的特許，而且政府更規劃 51 個市場區域，規定未來每區至多允許 5 家系統商經營。

有線電視法案出爐後，在一年的時間讓該產業的有線傳播總系統數驟降為 160 家，有線電視市場也由群雄並起的狀態，慢慢轉變為多系統經營的情況。雖然產業情況改善，但有線電視產業規模皆未達到合適的水平，故又在 1999 與 2001 年重修有線電視法。

新修訂的有線電視法，不僅放寬外資持股比例，也將外國人直接及間接持有系統經營之股份的上限提高至 60%，並放棄股權分散的原則，同意單一個體或集團可以持有有線電視系統的所有股份，大開外人投資大門。

(2)在過程部分

凱雷集團也在相關法令放寬下，積極對台灣有線電視布局，當時凱雷集團成立台灣寬頻，並藉由龐大財力積極對桃園、新竹與台中進行併購，7年之內台灣寬頻成功整合5間系統業者，並且該公司擁有超過63萬的收視戶。

台灣寬頻在歷經7年的努力，成功整合中北部的有線電視產業，當時凱雷整合系統業者，不僅創造出規模經濟的效果，也在凱雷持續整併的趨勢下，促使國內廠商更積極進行整合工作，到了2006年出售期間，國內的有線電視業者主要有五大廠商，分別為東森集團、中嘉集團、富洋媒體、台基網與台灣寬頻，顯示經過長期以來的整合，有線電視產業結構已趨於穩定。

凱雷在成功整合系統廠商之後，準備將台灣寬頻尋找適當買家退場。於是麥格里媒體集團在2006年以8億9000萬美元向凱雷集團購買其所持有之台灣寬頻股權，此舉不僅讓凱雷順利退場，更為台灣寬頻找到長久的投資夥伴。此案中麥格理銀行持股為40%，麥格裡媒體集團的持股則為60%。兩大投資案件基礎資料詳參表5-15。

表 5-15 凱雷集團投資案基本資料

投資方	凱雷集團	買方	澳洲麥格理銀行、 澳洲麥格理媒體集團
標的企業	台灣寬頻有線電視	賣方	台灣寬頻(凱雷集團)
交易時間	1999年	交易時間	2006年
交易金額	2億美元	交易金額	8.9億美元
交易形式	100%股權收購	交易形式	100%股權收購
備註	麥格理銀行：40%；麥格裡媒體集團：60%		

資料來源：本研究整理。

(3)在效應部分

此項凱雷投資有線電視整合案中，凸顯出其在管理硬體升級與產業整併上的正面效應。首先在管理硬體的升級上，凱雷集團引進世界級的管理團隊，提升台灣寬頻管理經驗與專業能力，在7年內將台灣寬頻塑造成具備國際競爭能力的企業。此外，凱雷在完成併購之後持續6年投入總額約新台幣35-50億元的資金進行改造，供應技術升級以及基礎設備之建置，促進企業的內部增長、有效的分析並優化每一項業務最適當的資本結構以提升財務運用效率，創造最大利潤。台灣寬頻經凱雷改造之後，經營績效大為提升。

其次在整併部分，對台灣有線電視高度混雜分散的行業特性，凱雷更是透過系統經營權的收購成功地整合了中台灣五大有線電視系統，也使台灣寬頻用戶數從1999年的149,800戶爆發性成長4.3倍到達2005年的649,600戶，整體營收成長近6倍，奠定了紮實的營運基礎。而在凱雷集團出售台灣寬頻獲利退場之後，台灣寬頻仍持續維持高競爭力，並在有線電視產業中保有出色的表現，穩居全台第三大的寶座。

上述四大領域案例顯示，私募股權基金透過引入合適的經營團隊對企業進行改造，不僅讓企業的競爭力大幅增加，也讓我國的產業局勢正向發展，未來國內當局可從不同角度對私募股權基金進行思考，透過其功能，讓我國企業達到走出去與吸引外資對台投資的水準。

第五節 引進外國資金對我國產業發展之影響

單就企業組織的觀點出發，私募股權基金與一般的外資企業並未有太大的不同，主要差別在於私募股權基金有屬於其特定的商業運作模式，當私募股權基金是擔任策略投資人角色時，可以替被投資公司找尋到合適的發展方向並實踐其價值後，基金即尋找買家進行退場。因此在本節當中，將從外國人投資的角度出發，評析引入外資的正面效應，並說明在特定產業下，外國資金對特定產業的影響與作法。

一、引入外資的正面效應

傳統上國內企業引入外資擔任策略性投資人可替企業帶來質變，以下依序就資金支援、公司治理、引進人才與業務合作四面向，進行說明引入外資帶出正面效應，並從中評析私募股權基金的角色。

(1) 資金支援

國內企業引入外資的意思為外國企業參與本國企業的股權投資，主要可以分為直接與間接兩部分進行說明。首先在直接部分，外國企業對台灣投資，可增加企業的資金來源，更進一步改善其股權結構與權益負債比例，進而協助財務調整，如前節所述我國銀行需要資金，透過私募股權基金做為策略性投資人，進而解決其資金需求。

其次在間接資金支援上，外資企業通常和當地或是外地的金融機構熟悉，故透過外國企業投資，可以藉由此關係取得外部借款的機會。除此之外，若彼此持股比重達到一定程度以上，甚至能藉由外國企業保證，取得數額更高的外部資金，擴大其財務操作的空間。

(2) 公司治理

我國的企業結構多以中小型居多，其中在股權結構上更以家族型態居多，故引入國外資金進入，不僅可以讓企業的股權結構改變，沖淡家族企業的色彩，讓企業的經營權與所有權更有效率的進行分離，以回歸正常的企業型態。

我國企業若引入策略性投資人，往往會帶來新的經營團隊，經營團隊不僅會改變公司的發展策略，亦會調整公司組織與運作，如先節提到的有線電視產業，引入私募股權基金後，即帶出了組織結構與發展方向的調整，企業也在加入外資色彩後，更加專注於企業本身的發展，提升我國產業水準。

(3) 引進人才

外資企業在投資本國企業後不僅改變董事會，更有不少會藉此改組原先的經營團隊，而外資企業或私募股權基金投資往往會針對特定領域，故其對於該領域的熟悉程度甚高，甚至有不少經理人有參與國際產業經驗，在引進國際級的經營團隊後，可以大幅提升我國企業的人才陣容，如前節所述的萬泰銀行王榮生與韓傑輔皆為具有國際經驗的優秀人才。

經歷私募股權基金修改企業投資方向與策略後，往往可以讓企業的價值浮現。依據中國大陸經驗，私募股權參股的公司比起一般公司創造營收的情況佳，也能給予受雇者較優渥的薪資水準，也會讓優秀人才往該公司集中，大陸年輕人對於外企熱潮即是明顯例證。

(4) 業務合作

企業間進行合作，除了靠契約之外，若能透過股權投資往往能讓整體合作情況更為穩固，其中如璨圓與三井物產即是最好例證，璨圓須要三井物產的日本通路，而三井物產也需要璨圓在大陸佈局的經驗，故雙方透過合作互蒙其利。

在科技產業中，不僅需要結盟共同發展相同領域，也需要經由授權讓產業朝專業分工，而過去我國廠商往往需要從技術與專利持有者處獲取授權才能進行代工，但是又擔憂倘若授權中斷或是條件太過嚴苛。因此若能結盟邀約其擔任股東，可使彼此的合作關係更為穩定。

二、特定產業的影響與作法

由於外資的角色敏感，故政府對於部分產業仍有所限制，而私募股權基金在 5 至 7 年的操作週期特性下，亦常被外界視為短線的投資份子，再加上私募股權採取財務高槓桿的運作方式，更讓外界認為會造成產業的不穩定，顯示外界對此爭議及誤解頗多。以下章節將依不同產業特性來進行分析，依序為科技、傳統產業與金融進行說明。

(1) 科技產業

科技產業擁有變化快速且資本投入龐大的特性，但其主要的科技產業鏈也經常要跨越國界交流，故彼此的垂直、水平整合關係複雜，而此點也讓引入外資與私募股權基金投資帶出三項正面效應。

第一在技術提升部分，引入外資相關企業投資時，往往可以透過投資以取得技術與合作關係。過去我國的科技產業著重於代工，而且研發的重點也過度集中在製程；現在產業要進行轉型與升級，若可透過引入外資而提升本身技術，造成互利，將會有利於產業長遠發展。

第二在整合關係部分，由於科技產業發展快速，產業的上下游整合進行速度亦是如此。透過開放外國投資將可讓產業上下游整合更順利進行，尤其代工產業的運作已有大者恆大的規模經濟效應，若能夠善用國際資源整合，將能有效提升我國科技產業實力。

第三在階段發展部分，由於科技產業發展具有階段性過程，故吸引外國人投資可以延伸公司的發展力量。我國有不少產業具備優異的技術能力，可是在國際行銷與資源整合的能力上相對較差，故若能透過外國企業的參股，將能補強國內企業在國際行銷與資源整合領域上的劣勢。

(2) 傳統產業

我國傳統產業發展漸趨停滯，急切需要新的發展力量，引入外人投資可以產生以下四項優勢，分別對其進行說明與分析。

首先在市場業務部分，我國傳統產業著重在製造，國際的行銷能力較居於劣勢，透過引入外資，不僅能夠有效提升我國傳產企業的國際業務能見度，更可利用跨國企業之間的資源整合，提升企業的運作效率。

其次在資本市場上，長久以來我國資本市場對於傳統產業的估值較低，但實際上我們的競爭力並不輸國際廠商，故透過引入外資或是私募股權基金，不僅可以替公司找尋新的發展方向，亦可運用不同資本市場特性，讓我國的傳統產業可以前往其他地方掛牌，尋找更低的資金成本，強化企業的規模。

第三在公司治理部分，我國的傳統產業家族色彩嚴重，經常造成公司治理無法有效落實。未來若可以透過外人投資的型式，沖淡傳統的家族企業色彩，將能推動我國公司治理逐漸恢復常軌。

第四在大陸市場上，我國的傳統產業在開放初期，即開始積極對大陸市場進行的佈局，目前亦有不少已經在大陸有子公司或工廠運營。在大陸投資環境的趨使之下，有不少海外企業想透過結合台灣的資源走進大陸，而我國傳統產業的優勢便可搭建在這個有利氛圍，創造兩岸合作的契機。

(3)金融產業

外界對於私募股權基金的投資我國金融業的爭議不斷，但是我國金融產業的市場集中度不高，有必須整合的必要性，以下便對金融業整合的各項重點進行利弊分析。

首先在產業結構上，我國銀行與證券等市場佔有率皆不高，引入私募股權基金的投資，確實有利於金融產業整合。以大眾銀行為例，當凱雷集團經營團隊進入後，便以此作為整合平台，分對高雄信用合作社進行併購，有效擴張其規模，更使其獲利水準大幅提升。就國內金融業的產業結構面觀察，開放私募股權投資確實有助於產業整合。

其次在體質部分，過去的金融體系非常封閉，而且銀行的業務經營趨於保守。但隨著私募股權入股我國銀行業後，不僅引入新的經營團隊，並透過各項發展策略，企圖全面改善我國的銀行體質。事實證明在經歷過長期的調整後，其獲利能力已經明顯提升。

第三在槓桿收購部分，外界擔憂私募股權基金常以槓桿方式操作，未來資金調度倘若一旦發生問題，不僅該銀行本身出現經營問題，同時其運用槓桿操作的資金亦無法回收。此模式會恐怕會讓我國金融體系產生波動，這是外界最主要的隱憂。

第四在投資期限部分，私募股權基金的退場期多為5至7年，而國內在基於金融體系穩定的原則下，並不樂見股權經常出現大規模轉移，這也是私募股權投資模式具有爭議的部分。

綜合上述，針對不同的產業發展及運作概況，引資具有不同的影響。針對需要安定性與穩定性產業而言，私募股權基金的操作模式確實會引發部分爭議，尤其在金融產業部份。國際間已有部分國家設定其管制措施，如：英國即針對私募股權基金設定持有銀行股份超過10%時，必須經由主管單位認定其是否具備經營銀行的資格；而韓國則是要求持有股數超過一定比例，必須向主管單位申報。

第六節 私募股權基金進入我國市場之影響及公司治理議題

私募股權基金在 1998 年開始進入我國市場後，逐漸改變我國產業的發展型態，其在投資策略上具有策略性投資人的特性，因此衍生上節所述的業務與財務操作上多項優點。本節則將聚焦私募股權基金對台灣產業發展的影響，及外界對於私募股權基金的疑慮進行說明。

一、私募股權基金的正面影響

(1) 積極參與經營，引入資金及外在資源

私募股權基金進行投資時，均事先對所投資公司進行詳盡評估，撰寫投資建議書，以向銀行貸款。銀行在對貸款案進行評估時，也會因評量投資者的本質及信用，所以願意提供貸款予私募股權基金。私募股權基金投資時，會引進管理人才、技術與資金，透過對所投資的公司創造其長期價值，以協助公司成長。如凱雷集團於 2010 年退出部分投資於凱擘的股份時，仍繼續留任為凱擘重要股東，始終沒有停止對其於推展數位化產業長期投資發展上繼續努力。美國私募股權增長資本協會以「聯合國負責任投資原則」及「聯合國全球契約」做為準則所制定的條文中，亦有明確指出必需推動所投資公司不斷改進及成長，促使其保持長期永續發展實力，並在各層面讓多方利益相關者皆受益，包括環境、社會及公司治理。

譬如：凱雷集團預見全球市場對英文學習的需求，也認可華爾街美語的獨特教學方式，便於 2005 年投資華爾街美語，當時華爾街美語的母公司 Laureate Education 都已將其歸類為無法繼續營運的公司。凱雷入主華爾街美語後致力於改善營運模式，包括推出新的線上教學系統以開拓遠距教學系統，並運用凱雷在全球的資源，在亞洲、中東、歐洲、北美及南美擴展據點，也與凱雷在中國的專業人才合作，研發出適合中國市場的教學策略計畫，使其在全球市場上成為數一數二的英語教學產業龍頭，在全球擁有逾 200 萬名學生，2005 年至 2010

年中每年年營收成長率都達到兩位數的水準，這個引入私募股權基金投資及導入專業經營資源，成功的創造產業的價值。

(2) 增加企業效能，協助企業提升競爭力

同時私募股權基金亦能為所投資的公司注入新動能、提升競爭力、促進營收成長以及開拓新市場或新客源，發展並成功執行具有說服力的業務策略，為投資人與公司創造財富。安永會計師事務所(Ernst & Young)調查⁵⁸指出，歐美地區私募股權基金所投資的公司當中，有三分之二的收入成長來自於公司擴張，而公司擴張中，以有機銷售成長(organic revenue growth)的貢獻最為顯著，所節省的開支，占美國企業稅前盈收成長的 23%，顯示出私募股權基金提供顯著的營運改善，強化所投資公司的體質。

紐約大學史騰商學院(NYU Stern)於 1980 至 2005 年向美國 5,000 家獲私募基金投資的公司進行調查，調查結果公布於應用企業財務期刊(*Journal of Applied Corporate Finance*)⁵⁹。結果顯示，當經濟衰退時，有引入私募股權基金的公司，生產能力較沒有引入私募股權的公司平均高出 13.5%，顯示私募股權基金有利的改善公司管理並提升企業營運的效率。

2008 年大陸爆出三聚氰胺毒奶粉事件，嚴重打擊當地乳製品產業。在當時凱雷看準大陸嬰幼兒奶粉市場的快速增長，乃決議於 2009 年收購大陸最大嬰幼兒奶粉生產商—廣東雅士利集團 17.3% 股權，雙方合作後便尋求多種方法來加強產品開發和產品品質改善，提升雅士利在奶製品產業的競爭力，並履行其向中國大陸的一般家庭提供高品質營養品的承諾，這也是近年來國際知名的私募股權基金於投資過程中極欲追求的社會責任之重要表徵之一。

⁵⁸ “How Do Private Equity Investors Create Value?: A Study of 2006 Exits in the US and Western Europe”, Ernst & Young, 2007

⁵⁹ “Private Equity vs PLC Boards, A Comparison of Practices and Effectiveness:”, Viral Acharya, Conor Kehoe, Michael Reyner, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2009 Winter

(3) 注入經濟成長動力，增加就業機會

根據第四章第三節的內容指出，總計 2010 年私募股權基金交易金額已達到 2,110 億美元，而私募股權基金在亞洲的投資也不斷的擴增，中國大陸的總投資金由 2000 年的 9 億美元大幅成長至 2010 年的 198 億美元，民間投資額成長，有助於推動國家經濟成長，彌補政府赤字。美國私募股權增長資本協會的報告⁶⁰顯示，2002 至 2007 年間，私募股權基金所投資的大型公司中，有超過七成的公司在被收購後，充分擴展其全球勞工數目，增幅達 8.4% 之多，該幅度明顯高於全美或全球平均值的 5.5%，可以看到增加就業機會的成效。

2009 年 11 月，凱雷與美國康涅狄格州政府組成合資公司—建立服務區專案，設置一個為期 35 年的公私營合作關係，重新開發、營運和維護康州 23 個高速公路服務區。合資方還包括 Subway 的母公司 Doctor's Associates Inc. 和 Subcon Inc.，該專案同時創造約 375 個新的就業機會，其中包括服務業雇員國際公會所代表的保管員的職位。

二、私募股權基金的負面影響

雖然私募股權基金投資創造許多正面的結果，但是執行過程中投資期間、附加價值與資訊公開問題的操作上仍有諸多缺憾引發許多負面的影響。首先在投資期間部分，私募股權基金的普通案件投資期間皆在 5 至 7 年間，甚至基金認為已經符合退場條件時，也可能在更短期內出脫持股，這些都造成外界擔憂當大量股權進行移轉時，該公司是否還能穩定經營，認為不宜鼓勵私募股權的投入；不過也有部分人士對此提出反駁，因為企業運作本就應該強化公司治理，當所有權與經營權分離後，其股東結構出現大幅變化，未必會造成經營情況的轉變。

其次在附加價值部份，部分企業引入私募股權基金的目的只在於

⁶⁰ “The Impact of Private Equity Acquisitions and Operations On Capital Spending, Sales, Productivity, and Employment”, Robert J. Shapiro and Nam D. Pham, January, 2009

籌資需求，並未希冀其於該企業的組織與運作進行調整，只盼其能在財務投資領域有所作為，自然無法有效增加其引資後的附加價值。然而絕大部分情況下，私募股權基金一旦順利投資後，都希望把握股權的掌握，一定會強化董事會權力，希望能影響經營團隊的決策，引進專業團隊增加公司競爭力，創造企業的附加價值。

第三在資訊公開問題上，由於產業特性所致，私募股權基金進行投資操作的透明程度較低，由於外界不易探究其股東結構，往往讓外界對其投資架構及目的的認知蒙上神秘面紗；同時對其透過財務槓桿操作容易讓外界擔憂其財務運作能力，甚而擔心有資本弱化情況發生。但是此情況在國際間運作也有些作為，譬如美國已逐漸對此進行規範，不僅規定私募股權基金必須向證管會註冊成為投資顧問，而且也必須提交其交易資料以為參考，也減少外界對私募股權操作缺乏透明度之疑慮。

綜合上列所述，私募股權基金在作為策略性投資人角色，是可以達到協助公司發展的目的，但是在作為單純財務性投資人角色時，社會大眾對於其特有的操作方式與型態組織則是外界認為是主要的缺點，將於下個章節就外界的疑慮，提出分析說明。

三、私募股權基金的外界疑慮

私募股權基金的投資過程保密，因而總被蒙上一層神秘的色彩，而外界因為不了解其運作細節，常常會因為過去的刻板印象造成對其的負面觀感，以下分兩部分進行說明。首先先對造成私募股權發生負面情況的起因進行說明，其次再對外界的各項疑慮進行釋疑。

(1) 私募股權基金負面印象起因

造成私募股權基金產生疑慮的原因主要有三項，分別為：鮮少對外界溝通、不公開原則與私募印象。第一在鮮少對外界溝通部分，私募股權基金專注於投資、併購、企業再造及獲利能力的追逐，很少向

外界宣告其行為及進行溝通，這是私募股權基金的行業特性使然，所有行為只對其基金投資人負責即可，卻也造成外界對其的誤解。

第二在不公開原則的部分，私募股權基金為了保護基金投資人權益，對外有不公開資金來源的原則，致使私募股權基金經常被貼上神秘的標籤，其實私募股權基金大部分的股東是以法人居多，對於特定人士所佔比重其實不高，亞洲的私募股權基金中主要股東為組合基金、政府基金與退休基金，基於對特定人募資及投資管理的行業規範，對外不公開投資人資訊其實是必要的行業道德。

第三在私募印象，政府為便利企業進行併購或策略聯盟、解決財務困難公司籌集的情況，開放企業可透過私募現增(Private Placement)的機制來籌募資金。大部分採用私募籌資的企業，大多屬於財務狀況不佳、虧損連連，無法透過一般公開募集管道或是間接融資的方式取得資金的情況。然而亦有不少企業則是大股東藉由私募現增機會，結合外部資金去行炒作股票之實，這樣的私募行為與正規的私募股權基金的長期股權投資行為不盡相同，但卻常常造成大眾誤解為私募會掏空公司資產等負面印象。

上列所述的各項成因，造成外界對於私募股權基金的負面印象，甚至認為私募股權基金等同於禿鷹與投機客，其實如果認識其行業的特殊性便容易接受其作為。譬如外界認為以凱雷投資集團出售凱擘乙案，媒體大多聚焦於其短期獲利無數，反而忽略了凱雷入主凱擘七年期間，除了引入專業管理團隊，同時也投入了近 10 億元資金於基礎建設的改造，更配合國家的政策推展，使得凱擘成為數位頻道滲透率最高的系統業者，輔助其找到公司價值與定位後，才能順利退出，出售給大富媒體。這些在人才、管理及經營上作為成就企業的價值，卻沒有被突顯，反而只被外界就其神秘、特殊的操作手法貼上負面標籤。

(2) 私募股權基金的負面疑慮

一般私募股權基金引發的負面疑慮主要有四部分，分別為過度槓桿、資本弱化、員工權益與外部股東權益，以下分別對其進行說明，並評析其核心原因。

1.過度槓桿融資

私募股權基金為了充分運用自有資本及提高報酬率，往往以高槓桿方式舉債進行投資，以日月光案為例，凱雷集團自有資本可能占總併購金額 40% 以下，不足資金將由國內金融機構進行聯貸，因而引發過度槓桿融資疑慮，尤其借貸資金又多是由國內金融機構提供，若是其經營不善，無法負擔過高的利息支出，恐會影響我國的金融產業。

而金融機構基於本身利益的考量，會對於各項聯貸案縝密評估，依其專業能力分析該公司的財務結構與償債能力，如果金融機構同意提供資金，即代表金融機構認可該公司的還款能力無虞，若符合相關融資比例法規限制，即可以將其視為一般投資案看待。

近年來我國面臨游資過剩的問題，過多的資金找不到合適的投資標的，透過私募股權基金或許可以創造更多經濟效益。但是外界對私募股權基金的投資案多所疑慮，無法全面支持。其實若能有效的藉由私募股權基金提升我國企業的競爭力，讓有能力的企業有資金的後援得以順利開拓海外市場，這應該是值得被鼓勵的手段之一。

2.資本弱化的憂慮

私募股權基金常會運用子公司名義進行收購，而其收購資金主要是來自市場或金融機構借貸而來，待收購完成後合併子公司及標的公司以後，舉債成本即由合併標的公司所負擔，致使該公司的負債比率將大幅增高，此舉常會引發公司資本弱化的疑慮，如遨睿公司收購國巨即是透過此融資收購方式進行，該案被主管機關駁回的主要因素除了法律面之外的社會觀瞻的理由外，另一即為資本弱化問題。

上述的融資收購作法與流程是國際私募股權投資採取的基本操

作手段，主要以少數自有資金進行高槓桿融資以進行投資，在全世界皆是如此運作，台灣的案例並非特例。固然有不少國家為了防止該項疑慮及預先防範問題發生，進而對其槓桿比例進行規範。同樣的台灣金管會目前對併購案資本與負債比例設定為四比六，只要符合規定者皆可以進行併購業務。

從國外經驗來看，以歐洲為例，歐盟的資本要求指令中，負債與權益的安全港比率為 1:1.5；次順位貸款資本亦不可高於原始自有資本的 150%，而在取得主管機關同意下，可將該次順位貸款總額增至自有資本得 200%，顯示國外對於各項金融比例有嚴謹且具次序的規範，國內不妨也參考及仿效歐美的作法規範之。

3. 員工權益的保障

私募股權基金入主公司後，在追求最大財務利益的前提下，經營團隊在初期確實有可能進行裁員手段，以縮減過多的支出。然而，該經營團隊若能在重新整頓公司，提升公司獲利之後，可以改善營運績效，對企業的長遠發展確實能有所幫助。

根據 A.T.Kearney 研究表示，歐美有私募股權基金支持的公司，所僱用員工的成長率大於一般公司，這是由於在私募股權基金介入及管理之下，公司的經營績效提升，產生更多的員工僱用需求；除此之外，私募股權基金將同產業上下游的不同公司購併整合，建構更穩定的產業供應鏈，在訂單來源穩定之下，對員工的僱用需求量也相對較穩定。

4. 外部股東權益

依企業併購法第 18 條，公司合併門檻為三分之二股份出席，出席股份過半數通過，或者二分之一股份出席，出席股份三分之二通過即可。故，當私募股權基金進行管理階層收購時，只要透過公開收購取得三分之二或甚至二分之一股份，就幾乎可以通過合併案。而反對

合併的小股東只有兩個選擇：提早在公開收購時應賣出脫持股，或者堅持到底再透過異議股東收買請求權要求大股東收買其持股。

上述之合併表決門檻，有人認為訂的太低，以致無法保障小股東權益。然小股東各有其不同動機與屬性，有長期投資持股者，亦有短線投機操作者，不可一概而論。是以小股東權益之保障，不宜一律立於保護弱者的立場，而應由大小股東權益之平衡出發，方合乎事理之平。觀各國立法，大多由通過議案之表決權數作為大小股東權益之平衡，而合併之表決門檻或高或低，尚取決於政策上對於「合併」此一制度之看法，在臺灣，早期主管機關認合併有助於提升公司經營體質，強化企業競爭力，是以將合併之門檻由四分之三以上股份出席，出席股份過半數表決支持通過降低至現行法之三分之二股份出席，出席股份過半數通過，或者二分之一股份出席，出席股份三分之二通過即可。

由上可知，法律之規定往往不能從一個點去作制定或是修訂的基礎，公司外部股東之保障亦然，從大小股東權益之平衡乃至整體公司長遠之發展，皆為需審慎評估之點，如貿然以「保護弱者」的角度，作為修法的唯一依據，實非良策。

5.賦稅公平性

私募股權基金利用少數資金成立新公司，然後再以該公司名義大量借貸資金併購目標企業，由於其高財務槓桿操作的方式往往會使該公司出現大量的利息費用，達到投資者與被投資者都能坐享避稅效果的目的。

目前的所得稅法已經明令，營利事業對關係人之負債占業主權益超過一定比率者⁶¹，超過部分之利息支出不得列為費用或損失，顯示私募股權基金該項的避稅管道已無用處，即便大型進行槓桿操作，仍

⁶¹ 參考金管會規定的資本負債比。

必須繳稅，顯示私募股權基金活動和一般商業活動並無太大差異。

綜合上列所述，私募股權基金的商業活動，與一般外國企業沒有太大差別，主要差異只在基金的投資運作方式容易令外界誤解，其實基金帶領的產業整合、技術提升與公司治理的附加價值都是我國企業所需的部分，未來若能進行導引，勢必能強化企業本身競爭能力。再者能請政府配合私募股權基金內部人員做一系列的宣導課程，向對此產業感興趣的媒體、學者與政府官員說明私募股權基金的運作模式，顛覆以往視其為洪水猛獸的刻板印象，也讓私募股權基金有機會以專業、誠懇的態度面對社會大眾，進而開闢管道使企業主能夠主動接觸，尋求資金的來源，如此便能逐漸抹除大眾對私募基金的負面疑慮。

第六章 企業走出台灣促成全球化佈局

第一節 全球併購現況與趨勢

全球化帶來貿易與投資障礙的消弭，也使得國際間企業競爭的情況更加嚴重，在此情況下併購常變成企業提升競爭能力的重要手段之一。本章將聚焦於併購活動的概況說明，此節將先對併購的發展趨勢進行描述，分別就背景、國際與亞洲情勢三部分。

一、併購背景

先前篇幅主要著重在私募股權基金進入後，對我國的產業與經濟活動上的影響，研究著重在透過私募股權基金資金的挹注於直接投資或是併購企業上，直接改善該等公司財務狀況，甚至參與經營層面以提升經營績效，而基金則在所投資公司價值提升後獲利出場，偏重於財務型投資人(financial investor)的範疇。

然而私募股權基金不僅只侷限於上述範圍，更重要的是具有策略型投資人(strategic investor)的特性，私募股權基金為提高被投資公司之獲利，經常藉由本身經驗、技術與知識的傳承，以及品牌和通路的移轉，讓企業間進行整合或合作，使得被投資公司提升技術、品質與效率、擴大市場效益，有效提高附加價值，外界常見的參股、合資、策略聯盟與合併等皆為策略投資人運作的方式。

策略投資人的概念早在十年前就逐漸開始萌芽，尤其是各國廠商在面對危機時，常以合併來加強產業競爭力，其中日本的動態隨機存取記憶體(Dynamic Random Access Memory, DRAM)產業即是最好的例子。在 DRAM 產業面臨發展瓶頸後，日立(HITACHI)和日本電氣株式會社(NEC)就將企業旗下的 DRAM 業務合併成立爾必達，後來又繼續整併了三菱 DRAM 事業部，成就爾必達全球市佔率第四名的產業地位。雖然韓國廠商持續擴張產能，使得日本產業整合的效應下降，但仍可見識到其希望透過企業合併來進行產業重組的用心，是國

外產業實力提升的重要實例之一。

然而隨著國際情勢的變遷，產業面貌開始面臨轉變，尤其在能源、人力和知識領域上發酵。首先在能源部分，由於資源逐漸匱乏，能源不足的隱憂大幅升溫，讓不少國家開始注重永續發展的概念，因此也讓各國積極朝著科技和綠能產業轉型。其次在人力資源方面，由於全球化造成各國間的競爭更形激烈；在此情況下，各國為了取得更多的產業發展機會，提出對人才的各項優惠措施，也讓國際間人才的爭奪更加白熱化。最後在知識領域部分，知識產業的興起，國家軟實力成為經濟發展重心，通訊、數位科技與娛樂的結合成為目前發展的主流，其中智慧財產權更是產業發展的重要轉軸，強力的影響各國產業實力的發展。

不同面向的發展，透露出兩大意義，其一未來的產業競爭將更形激烈，其次為未來的產業發展將以全球市場為主要目標。這說明了國內企業被迫要積極面臨國際間的相互競爭，而要如何在競爭中取得優勢，除了強化企業本身實力之外，若能透過併購活動擴大版圖提升競爭能力將是最佳方法及手段，也是我國企業未來發展的重點。

二、全球情勢

在全球併購情勢部分，主要分三大特點，分別為：全球趨勢、活動類型與併購內容。首先在全球趨勢部分：次貸危機(Subprime Mortgage Crisis)在 2008 年後逐漸開始走入高峰，流動性危機大幅衝擊美國金融業與全球經濟體系，不僅使得國際金融市場劇烈震盪，也讓實體經濟快速進入衰退，悲觀的經濟展望使得全球併購案件之數量及金額快速下滑，依據 mergermarket 統計全球併購活動的脈絡，可看出 2008 年第四季的全球併購金額明顯下滑，較 2011 年同期大幅萎縮 37%，之後隨著景氣回溫，使得併購活動開始恢復進度，全球併購活動詳參圖 6-1。

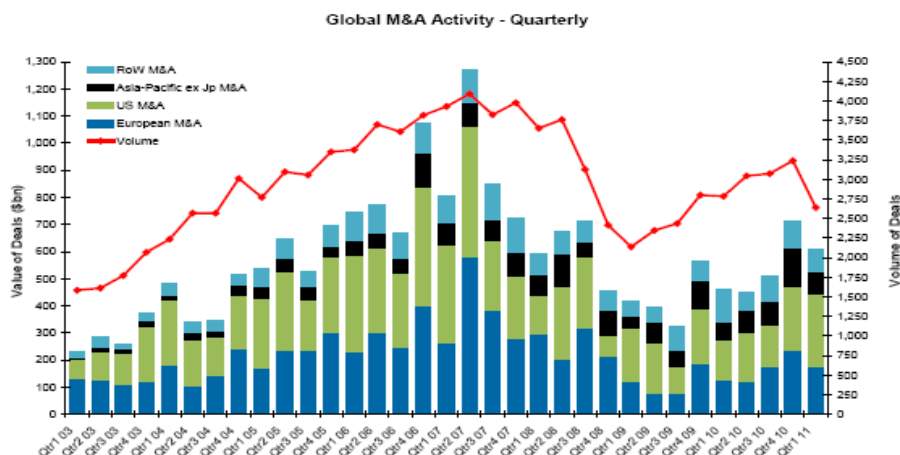


圖 6-1 全球併購市場趨勢圖

資料來源：merger market

在金融海嘯期間，外界悲觀看待未來全球經濟發展，所以也造成資本市場無法真實反映股權價值，不少具有發展利基，卻必須面對流動性壓力的企業被迫於此時出售股權；由於當時股權價格低，因而具有潛在的獲利基礎，在此情況下，反而促使併購活動活絡走出低潮，2011 年逐漸已恢復正常軌道。2011 年第一季之全球併購金額約美金 6,083 億元，較 2011 年同期成長 32.7%，此為金融海嘯衝擊後至今金額最高之一季，顯示併購活動已然回溫。

其次在活動類型上，在金融海嘯後貿易與經濟活動的回溫，也讓跨國與跨區域併購案件和金額逐漸上升，在跨國併購金額上，2011 年第一季之總金額為美金 2,451 億元，較 2011 年同期增加 65.4%，這也是近兩年以來最高的一季；而且在跨區域併購上，也持續呈現上升的趨勢，達到近 9 季以來的高點。顯示併購活動的回溫不只侷限在各國國內活動，國際間的併購活動也重回上升趨勢。

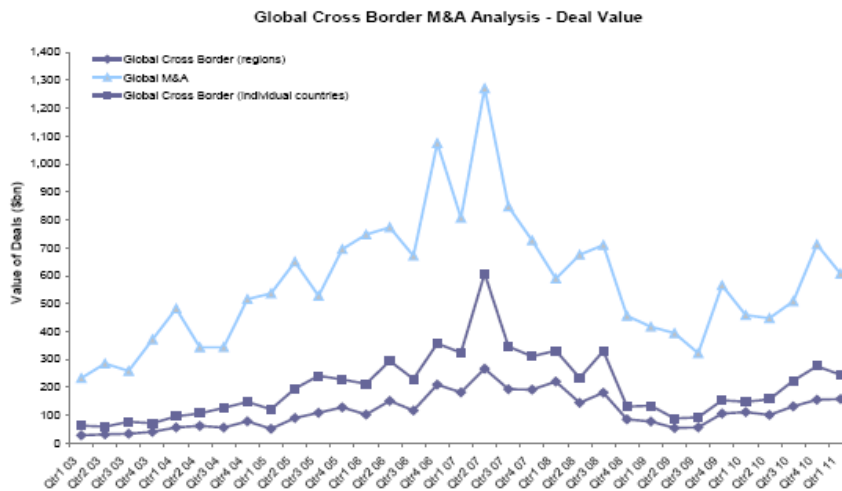


圖 6-2 全球跨界併購活動趨勢圖

資料來源：merger market

最後在併購內容上，金融海嘯不僅衝擊併購案件的數量及金額，亦使得併購活動的買賣雙方重新評估及調整併購策略，金融市場的變動及併購參與者的策略主導全球併購市場的發展趨勢，相較過去以大型融資併購案為主的市場活動，隨著銀行緊縮放款，信用成本上升之故，使得併購活動逐漸轉趨至中型市場。

潛在併購活動的買方為規避高風險投資，對於以槓桿融資的方式進行大規模併購行為紛紛轉趨於保守作為，改以能取得產能、技術、客戶及營運據點等策略性併購為主；產業則以能源、科技類為大宗，上述現象讓 2009 年中型併購市場在整體的併購活動所占的比例快速拉升，圖 6-3 即顯示中型併購市場仍持續活絡。

近期在歐債問題衝擊下，造成歐洲部分併購案件無法順利進行，據統計 2011 年第 1 季歐洲中型併購交易金額約美金 500 億元，占全球中型併購市場 29.1%，較 2010 年同期減少 10 億元，占比下滑 10%，使美國與日本併購佔全球的比例因而上升。

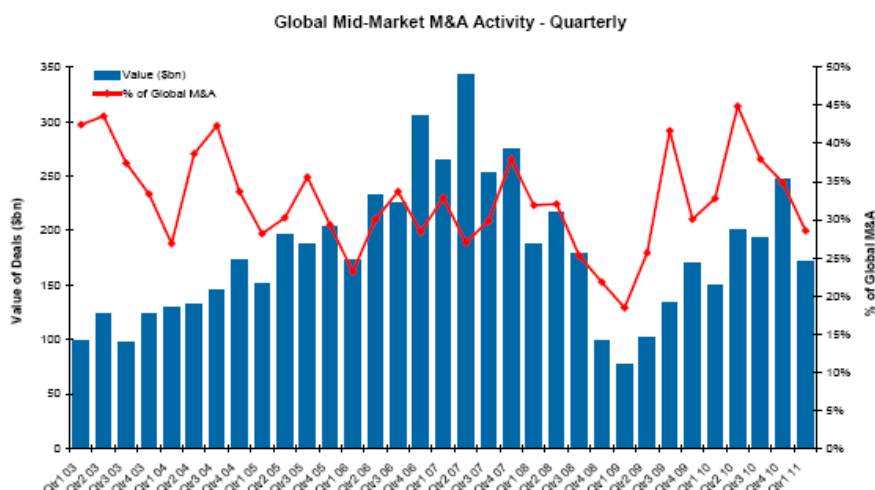


圖 6-3 全球中型併購市場的趨勢圖

資料來源：merger market

三、亞洲情勢

歐美經濟受到金融海嘯衝擊後元氣大傷，要重新回到成長趨勢必然要花費不短時間，所以積極尋求併購目標的業者，除了轉向中型企業外，亦指向新興亞洲國家，此舉讓亞洲市場湧現，私募股權基金投資案件數逐漸提高，但是交易金額並未顯著增加的情形，詳參圖 6-4。顯見私募股權基金目前在亞洲的投資現況，其所投入的規模主要轉向以中小企業為主的標的。

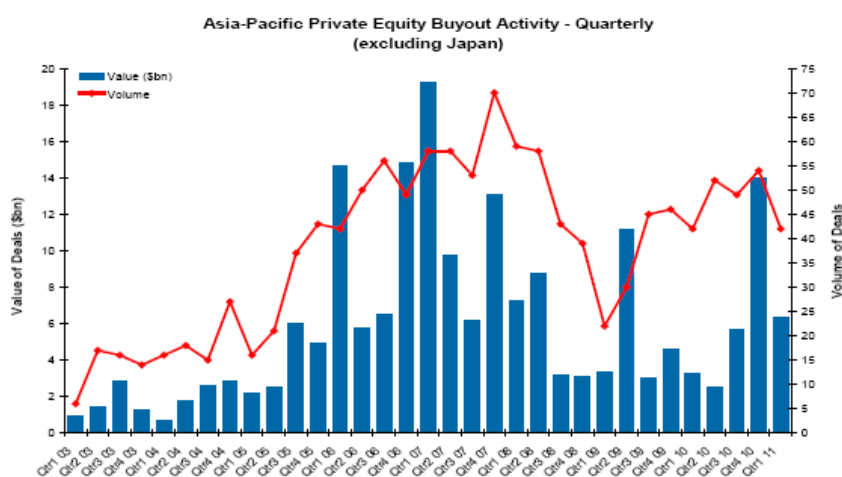


圖 6-4 私募股權基金亞洲投資現況

資料來源：merger market

金融海嘯過後產業重新洗牌，整合的趨勢於亞洲地區似乎更為熱絡。亞洲企業在握有充裕現金部位的優勢下，紛紛於 2008 年之後展

開國內外的併購活動，尤其在歐美企業同陷於次貸風暴，使得股權價格停留在偏低的水位，降低的亞洲企業對歐美企業的併購成本。亞洲在 2010 年第四季併購交易金額近 1,400 億元達到歷史新高，詳參圖 6-5，併購活動已經讓亞洲企業持續擴大企業經營規模，目前不少亞洲企業已經在全球市場上取得一席之地。

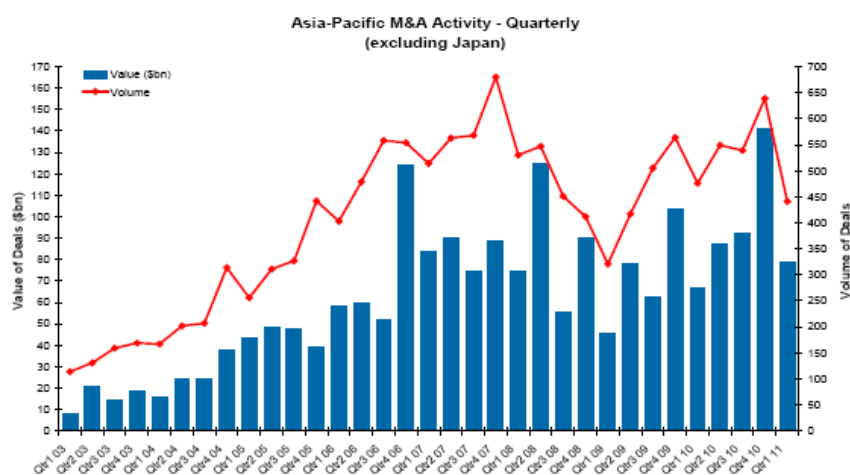


圖 6-5 亞洲併購活動的趨勢

資料來源：merger market

預期未來亞洲的併購活動會有資金與趨勢兩大動能；在資金部分，不明確的經濟前景，使得企業維持高比例的流動性，再加上不少企業在 2010 年陸續從資本市場取得資金，此兩因素讓亞洲企業手握高額現金量，未來隨著經濟活動的緩解，亞洲企業將有足夠銀彈進行跨國併購活動；此外在趨勢上，外界持續樂觀新興亞洲市場發展，不僅投資機構預估亞洲仍會是經濟成長最為亮眼的區域之一⁶²，外界甚至預估未來的世界局勢會由成熟國家主導的 G7，轉移至美國與中國大陸的 G2 形式，在外界樂觀看待下，未來亞洲併購市場不應看淡。

目前中國大陸與印度為亞洲國家中最受矚目的市場，以 2011 年第一季亞太市場併購金額為例，觀察圖 6-6 中，亞洲併購金額比例最

⁶² 預計 2011 年平均經濟成長率達 6.4%，明顯高於已開發國家平均 2.4% 的成長率。

高的區域是中國大陸 23.9%，印度的 20.5% 排名第二，第三才是日本，這也證實了亞洲經濟實力現正面臨重新洗牌的局面，未來新興亞洲將可被預期成為全球併購市場的新亮點。

Mix of Announced Asia-Pacific Deals by Geographic Region Q1 2011 - Value

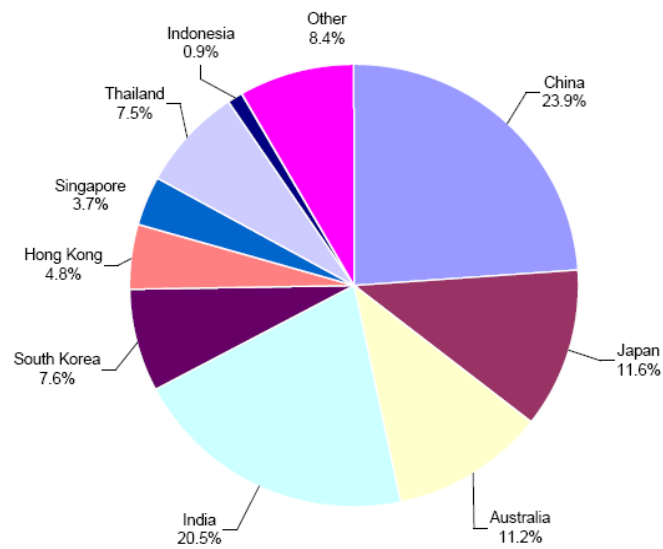


圖 6-6 2011 年第一季亞洲國家併購活動占比

資料來源：merger market

第二節 從全球趨勢看台灣企業走出去

亞洲經濟成長帶領出的熱潮，不僅讓大量投資資金湧入亞洲新興市場，外界也預估亞洲國家會是企業併購活動的新亮點。在 ECFA 簽訂後台灣特有定位，亦將有機會在未來國際經濟中扮演重要角色；而台灣企業亦可隨著此波浪潮順勢走出去，開創新的全球佈局的發展機會，以下將就契機與方式兩部分評析國內企業走出去的意涵。

一、台灣企業走出去的契機

在 ECFA 簽訂之後，台灣不只可以在貿易上享受較低關稅優惠，更重要的是，透過 ECFA 雙邊經貿關係正式走入正常化，未來兩岸商品與投資雙向交流的時代也將正式來臨，此將會更加凸顯台灣作為國際社會與中國大陸的重要橋梁角色。

台灣在橋梁的定位與角色當中，透露出未來可透過國內優勢發展的三大方向，其一為以國內本身的科技實力作為後盾，朝向科技商品化中心、製造加值中心與大中華訓練中心發展，尤其是我國對於科技人才比例偏高，對科技產業的扶持配套措施完善，均為國內重要的發展機會；其次是朝向國內創新與設計中心的方向發展，尤其我國的教育制度設計相對於中國大陸具有彈性，且培育出的人才皆能在各面向有良好發展；最後國內可以考慮透過整體優勢，發展大中華管理與運籌中心，使台灣角色效應能有效的發揮。

前述的發展方向為何能有效落實，本研究認為主要是台灣具有大陸市場、體制彈性、文化優勢、商業品質與併購環境五大成功因素。首先在大陸市場部分，中國大陸在十二五計畫的揭示後，將來要從世界工廠往「世界市場」的方向轉型，外界預估在中國大陸佔全球消費比重將從 2010 年的 5.8%，成長至 2020 年的 23.1%⁶³，全球主要企業皆想進入大陸市場，此時台灣即扮演最佳的前進大陸合作夥伴。

⁶³ 引用投資機構瑞士信貸預估數據。

其次在體制彈性，中國大陸不只法規管制嚴謹，而且排外的心態強烈，尤其在民族意識上，對於消費也習慣強調於民族品牌，造成外資企業(尤以日本企業)進入大陸市場的障礙，外資多半只能以策略聯盟或參股方式進入，譬如：黑石私募股權基金投資藍星集團卻只能持有其 20%即是最好例證；由於台灣對於大陸市場了解甚深，對於外資的接受程度相對較高，相對的，中國大陸對台灣比較無民族意識的顧慮，因此，外資若能借道台灣必能得發展大陸區的事業版圖之效益。

第三在文化優勢上，台灣與中國大陸的生活習慣雖然有所不同，但是並沒有太多的文化差異，國內的流行音樂與電影藝術，已廣被大陸民眾接受之外，儒家思想以及文化精隨也因在國內完整保存，創造出台灣獨有的軟實力優勢。因而中國大陸在積極發展服務業之際，取經於台灣經驗時，將讓台灣的文化優勢顯著的被凸顯。

第四在商業品質部分，過去台商將中國大陸視為生產基地，透過台商的管理能力，壓低生產產品的成本，創造出質優量大的製造模式，說明了台商不只管理能力優異，也深知並滿足 1 國外客戶的品質要求，視為國內企業與外資合作為重要優勢，未來台商不僅要繼續保有管理能力，也要在市場行銷上落實既有的能力。

第五在併購環境上，台灣要與外資企業結合進軍中國或全球，透過併購將可得立即成效。在金融海嘯過後，企業擔憂流動性問題，使得企業保持高現金水位，然而在外界持續樂觀看待大陸市場的情況下，此將會增加併購活動的動能，結合外資的併購成果將順利將台灣的優勢充分發揮，並於開拓中國及全球市場上獲得實質回報。

五大因素說明了台灣絕對具有結合外資進軍中國或國際的本錢，而且更有能力朝向科技商品化中心、創意設計中心等方向發展。此等發展方向亦能協助我國產業進行產業升級及整合，目前我國的科技代工模式已走到盡頭，未來要朝品牌和行銷之路轉型，透過併購將

會是對我國企業最合適與快速的手段及選擇的模式。

二、走出去的方式

國內企業絕對有能力透過與國外企業合作，走進國際市場，未來要以何種方式走出國內走向國際，透過不同的併購模式將為關鍵因素。以下將對不同的國內併購模式進行說明，分別為外國企業投資台灣、台灣企業收購海外企業、台灣投資參股大陸企業與大陸企業投資台灣。

(1) 台灣企業收購海外企業

台灣企業要走入國際，不能只單憑台灣經驗，必須在本身所缺乏的部分予以補強。如能透過併購國外企業，則是順取得技術、品牌、通路與人才的最直接方式。目前我國的資金成本低廉，若能透過有策略與計畫性的併購模式，將有助於我國企業競爭力的提升。近期常見到此類型的併購案件發生，以下分別對台橡、鴻海與宏達電併購案進行說明。

首先是台橡在 2010 年斥資美金 1.68 億元併購美國 Dexco 公司，不僅讓台橡在丁苯橡膠（Styrene-Butadiene Rubber）的產能成為全國前五大，而且也順利擴大高階產品領域。此併購案除了在產能的提升外，對技術掌握亦有幫助。其次是鴻海參與日立顯示器公司增資案，鴻海希望藉由此項合作將奇美電中小尺寸事業群與該公司合併為新公司，雖然最後日立與鴻海並未成功合併，但後來也建立起策略聯盟的關係，甚至替鴻海取得訂單。最後在宏達電部分，宏達電在近期積極向外拓展，至 2011 年四月對外投資的數位影音公司與媒體就有 6 家，2011 年更買下 S3 圖像、Dashwire 與 Beats，宏達電透過股票市場給予的極高評價，大舉進入海外市場投資，如此居安思危的舉動，恰好可與 Nokia 堅守自家系統作為對比。

(2)台灣投資參股大陸企業

過去台灣對中國大陸的投資多集中在加工出口製造業，但是隨著經濟情勢轉變，出口廠商的獲利大幅衰退，使得不少台資企業有被迫面臨轉型的壓力，尤其不少廠商積極想往內需產業發展，未來最合適的方式即是透過參股或是併購方式進行轉型。

ECFA 簽訂後，國內不少廠商進入中國大陸進行投資，在製造業除了有友達赴陸設立 7.5 代面板廠，裕隆和東風合資成立東風裕隆汽車、遠東和中石化儀徵合資成立純對苯二甲酸(PTA)廠等案件之外，更重的是部分台資銀行的辦事處升格為分行，富邦投信與方正證券設立方正富邦基金管理公司，中國人壽和太平洋安泰人壽參股案等，未來的重點不再只侷限在製造業，兩岸服務業合作的時代已經來臨。

(3)大陸企業投資台灣

大陸企業投資台灣的意願不低，過去統計調查有 60% 以上的陸資企業願意考慮投資台灣⁶⁴，而且最感興趣的產業主要是觀光、百貨與金融服務，曾在開放初期引發重大的風潮。但在 2011 年實際投資的金額卻快速萎縮，主要問題在於兩岸制度與開放幅度等因素，不過隨著兩岸持續協商，預計陸資開放的步調可望會越來越快。

美齊與京東方的合作案即是陸資投資台灣的最佳例證，京東方是大陸最大的面板集團，希望透過併購取得台灣面板廠，原因不僅在產能，技術也是原因之一；而美齊經營團隊則認為面板產業將會是大者恆大，故一直在市場上尋找適當買家，但在國際面板產能過剩的疑慮下，一直未能完成出售。在 2011 年達成兩岸併購案，符合雙邊需求，此案雖然是兩岸第一件併購案，但相信在開放的趨勢下，絕對不會是最後一件。

近年來大陸企業積極向海外併購，希望藉此拓展其國際版圖。可

⁶⁴ 引用《第一財經日報》2009 年的調查中，有意願來台的大陸企業占 63.2%。

惜國內受限於法令規定，未能參與其各項投資案，未來在 ECFA 的效應浮現後，台灣的管理人才、技術與國際接軌經驗，將是陸資企業最佳的合作夥伴，期待未來兩岸的企業能夠共同合作走出各自區域，共同進軍國際市場。

(4)外國企業藉由投資台灣前進中國大陸

外資積極想佈局大陸市場，但是由於外資對於大陸的了解不足或是因為歷史等因素⁶⁵，無法有效且精準的佈局中國大陸市場，此則為台灣發展的大好機會。其中台灣證券交易所薛琦董事長所提出的 NIKE 理論⁶⁶則為明確的說明了其中的精髓；台灣的區位與利基恰是日資企業進軍大陸市場最好的軸心，而中台日三地連線，正好是 NIKE 標誌的曲線，台灣就處於關鍵位置即是台灣未來發展的優勢。

在 2010 年通過的三井物產參與 LED 磊晶廠璨圓光電私募即是此種模式的最佳例證，璨圓透過引進三井物產，取得日本的發展契機，由於三井物產在日本擁有物流網絡，未來璨圓可利用其網路搶佔日本市佔率；而三井物產也可以利用璨圓，參與大陸在燦揚光電的投資案，顯示其互蒙其利的合作模式。

⁶⁵ 日本即為因歷史因素無法進軍中國大陸的最佳例證。

⁶⁶ 由薛琦教授提出想法。

第三節 台灣走出去的成功案例

全球化的浪潮下，不僅使得跨境併購的案件快速增加，也讓企業的國際競爭更趨白熱化，在此情況下，要如何利用併購取得優勢，將會是企業發展的重要課題之一，因此於本節中，將會把焦點放在廠商如何透過股權投資，讓企業取得發展契機的過程。以下將分台橡、中壽與宏基三項併購案進行分析。

由於每個投資案的成因不同，所以難以完整呈現其案件全貌，因此以下將分背景、過程與綜效與指標項目四主軸進行說明。

一、台橡股份有限公司

台橡股份有限公司(以下簡稱台橡)在 2010 年 9 月進行併購活動，希望能購買美國 Dexco Polymers L.P.的股權，結果順利在 2011 年 3 月完成併購案，本併購案成功地為台橡股東、賣方及標的公司創造三贏的局面。

(1)背景

台橡原名台灣合成橡膠股份有限公司，成立於 1973，當時設立的主要目的在於配合政府發展石油化學工業，目前主要營收在於橡膠，目前已經在台灣、大陸與美國設廠，而且印度廠也預計在 2012 年下半年完工，其主要營收在於集中在丁苯橡膠與順丁橡膠，佔其營收將近 80%。

Dexco Polymers L.P.(以下簡稱 Dexco)則為美國陶氏化學 (The Dow Chemical Company)及埃克森美孚化工(ExxonMobil Chemical Company) 於 1988 年共同成立之合資公司。主要產銷中的嵌段式共聚體 (Styrenic Block Copolymer, SBC)，產能居全球前十大。其次在陶氏化學與埃克森美孚化工充沛的資源支持下，在產品研發上亦領先同業。

台橡與 Dexco 皆是從事橡膠產業，互為競爭者。而台橡參與此項

併購案的主要動機有四項。其一為希望透過購買 Dexco 股權擴展台橡本身總體產能；其次為提升技術層次提升，強化獨特的競爭優勢；其三為透過利基產品之經營策略，提供客戶多元化的選擇；最後則是鞏固台橡在國際橡材業的領先地位。本併購案的基本背景整理於表 6-1。

表 6-1 台橡股份有限公司併購案

交易金額(Deal Value)		約美金 1 億 6 仟 8 佰萬元	
產業別(Deal Industry)		橡膠業	
交易支付形式(Payment Type)		現金	
賣方	Exxon Equity Holding Company、Exxon Mobil Chemical Company、Exxon Mobil Chemical SBC investment LLC、The Dow Chemical Company、DW Dexco Investment LLC	買方	台橡股份有限公司之全資子公司 TSRC(USA)Investment Corporation

資料來源：台灣併購與私募股權協會。

(2)過程

本併購案係以兩階段競標方式進行，由 Dexco 主導相關時程及安排；而賣方於本案開始前即預定須於 2010 年底前完成併購合約之協商及簽署。本案中台橡所需面對的兩個賣方均為全球國際企業，內部團隊之併購經驗及資源豐富，且兩賣方對標的公司股權均為 50%，內部折衝更加複雜。因此台橡在本案過程中特別著重決策判斷及時間掌握，以爭取於競標過程中能順利擊敗各國對手而勝出。

台橡並無國內外併購經驗，因此透過瑞士銀行(UBS)、眾達國際法律事務所(Jones Day)及安侯國際財務顧問股份有限公司 (KPMG) 組成最佳之國際併購顧問團隊，並且在台橡內部，以技術、行銷業務、財務、人事、法務各部門主管組成併購團隊，針對各主題專業分組，進行實質調查(Due Diligence)以發掘並解決問題，並利用網路、視訊及集會方式使全體成員及外部顧問均隨時瞭解全面狀況。

(3)綜效

台橡在此次併購案中，取得品牌、研發、團隊與財務四項重要的優勢。首先在品牌部分，標的公司擁有業界中品質最佳之 SBC 產品之製造研發能力，其所經營的 Vecto 品牌在國際橡材領域中為高品質的代表，並以歐美市場見長。本併購案完成後，標的公司之既有技術與台橡之氫化技術配合可擴大高品質 SBC 之產品種類及品質，與台橡在亞洲市場地位結合，使能一躍而為世界上 SBC 產業領導地位，且可利用原來彼此優勢之技術，開發未來世代高附加價值之創新產品，並於全球適當地點增設新廠及行銷管道，供應全世界主要市場之所需，成功強化台橡的產品陣容及國際品牌知名度。

其次在研發動能上，本次併購後台橡可相當程度移轉使用原母公司所支援給 Dexco 之研發技術，因此與台橡原本自有技術搭配可加速提升台橡之技術層次，於新產品及高階產品之應用開發上更得心應手。

第三則是國際經營團隊，Dexco 主要經營團隊均為原母公司所轉調之資深管理、研發、行銷等優秀人才，平均資歷超過 25 年以上，經驗十分豐富。本次併購後，所有 Dexco 之員工全部移轉留任，台橡公司將更進一步國際化。

最後則是財務上，台橡在完成收購 Dexco 後，除在全球產品發展策略上更完整，有益於應用材料事業之發展，在 SBC 方面之產能亦將從原來的第八名晉升為全球前五名。此外，Dexco 專注於利基產品，受原材料價格波動影響較小；台橡於併購 Dexco 後可更加靈活調配資源分配，並藉由整體產品組合之調整，優化台橡之毛利率及財務表現。

(4)指標項目

此項併購案亦讓台橡達到四項指標項目。第一該案可加速提升台

橡以至於台灣整體橡材產業水準，前瞻性併購提升台灣橡材產業水平。此次併購不但實質引進國外技術，移轉許多先進橡材業智慧財產給台橡作為日後研發之基礎，台橡亦能深入瞭解國際橡材大廠於採購、製程品管、研發、行銷等領域之做法，在 Dexco 原有之國際優質經營團隊加入後，可強化我國企業人才陣容。

第二樹立良好跨國併購典範，Dexco 為於美國德州註冊之有限責任合夥事業(limited partnership)，總部設於德州休士頓，並於路易西安納州設有工廠，於併購架構之設計上成立美國控股公司收購 Dexco 有限責任合夥股權及其無限責任合夥人之有限責任股權，其中除了遵照台灣對外投資法規外，還必須考慮到美國併購法規、德州及路易西安納州公司設立法規、稅法、環保法規及勞動法規等，且需兼顧台灣和美國民情之差異，在極短的時間內，必需做通盤考量以完成整體規劃，實屬不易。

第三建構專業併購團隊，儘管台橡自成立以來未有大型國際併購案，但本案於 2010 年 9 月開始進行後，經過實質調查及兩輪之競標後於 12 月中即完成相關法律文件之談判，並於三個月內完成相關主管機關許可程序及整合準備，成功交割結案。本案執行之效率、台橡團隊所展現之行動力、台橡與顧問團隊的配合無間，均為併購案中之典範。

第四創造多贏局面，從台橡股東角度而言，本併購案不但可引領公司發展利基產品，更可引進國際人才，優化台橡財務表現，強化公司體質及長期佈局；自本案公佈以來半年左右，台橡股價上漲逾 40%，目前達到近二十年之最高價，即為股東及投資人強力認同本案之最佳力證。而從賣方角度，以合理價格將投資多年之合資公司出售給願意長期支持合資公司發展的策略性投資人，不但可收回過去投資之回報，對於產業發展有正面助益，也為合資公司員工尋找最佳出路。而從標的公司員工角度，在台橡充沛資源的挹注下，既有經營團

隊能專心致力於長遠策略及研發活動，更可與台橡原有技術交流，再創新猷。由此可知本併購案成功地為台橡股東、賣方及標的公司創造三贏。

二、中國人壽保險股份有限公司

中國人壽保險股份有限公司(以下簡稱中壽)在 2010 年 12 月開始計畫和建信人壽進行合作，亦成功在 2011 年 6 月完成該項投資案，成功替兩岸金融產業合作成就典範。

(1)背景

中壽成立於 1963 年原名華僑人壽股份有限公，直到西元 1981 年才正式更名為中國人壽保險股份有限公司。中壽近年來持續擴張除了在 2007 年併購瑞泰人壽外，亦在 2009 年併購保誠人壽台灣主要資產與營運業務，目前中壽市佔率超過 5%，為台灣前五大壽險公司，而且本身財務穩健，業務集中在個人壽險，佔其保費收入 50% 以上，中壽在 2011 年被富比士(Forbes)雜誌評選為亞洲最佳 50 企業之一，且為入選企業中唯一的壽險公司。

太平洋安泰人壽保險有限公司成立於 1998 年，原本由中國太平洋保險股份有限公司和荷蘭國際集團(ING)合資設立。近年來建設銀行分別向 ING 與太保集團收購太平洋人壽股份，並將其更名為建信人壽，是中國大陸四大銀行首間壽險公司，目前建設銀行對該公司持股高達 51%。

中壽與建信人壽的投資案，顯示兩岸金融的交流更趨頻繁，中壽主要有兩大動機參與該項投資案，分別為通路與監管環境。首先在通路部分，保險公司進入大陸市場首要考量的即是通路，而建信人壽在上海、廣東與江蘇有分公司外，更有 22 各營銷服務部，再加上最大股東建設銀行在大陸金融服務業有重要地位，因此中壽與建信人壽合作可以借道該公司通路。其次在監管環境，由於我國保險公司在大陸

地區性質屬外資，外資保險公司不只佔中國市場比例低，而且監管、限制相對較多，故藉由參股將有助於發展。以下列示該投資案的基本狀況。

表 6-2 中國人壽保險股份有限公司投資案

交易金額(Deal Value)		17.83 億	
產業別(Deal Industry)		保險業	
交易支付形式(Payment Type)		收購太平洋安泰人壽 19.9%股權	
賣方	太平洋安泰人壽	買方	中國人壽(台灣)

資料來源：台灣併購與私募股權協會。

(2)過程

由於金融屬於高度管制的行業，再加上 ECFA 後兩岸金融產業大型參股投資的案件不多，故此案備受外界注目。除了在先期的企業準備流程之外，金管會在 2010 年 12 月底即宣布核准該案投資，而中壽也順利在 2011 年 2 月和建信人壽達成收購案件，正式以 17.83 億新台幣購入太平洋安泰人壽 19.9%股權，之後在同年 6 月順利完成交割。

目前中國建設銀行為建信人壽的最大股東，台灣中國人壽的參股，是海峽兩岸銀行和保險領域首例股權合資項目，也是兩岸簽訂 ECFA 之後台灣金融機構首次參股內資公司，為兩岸金融業的第一次嘗試。

(3)綜效

在企業綜效部分，主要有兩部分。其一銀行保險股權互滲現象，有助銀行和保險公司透過現成網路、渠道與資源進行整合，為客戶提供"一體化"的金融產品和服務提供平台，並且有助降低總成本，綜合經營的協同效應發揮，未來隨著整合程度越深，銀行保險模式越易將成本內部化並開發相關適應產品，分享客戶數據庫，共同開發市場。

其次中壽深耕中國大陸保險市場的發展策略正式啟動後，建信人

壽為中國建設銀行旗下重要的子公司之一，可藉由建行在大陸龐大的銀行銷售網點、多樣化的服務通路、豐富的客戶資源及中壽專業的壽險經營實力和嚴謹的風險控管下積極拓點、迅速擴展業務，成為大陸銀行保險的領導品牌與翹楚，建信人壽並可利用建行企業客戶的利基，規畫耕耘團體保險市場，創造更高價值。

(4)指標項目

中壽參股案有 4 項指標項目。第一在趨勢上，自從中國銀監會開放大陸銀行業加入保險市場，對外資而言自然形成隱憂，因此外資重新評估經營模式，有些外資甚至開始考慮稀釋持股朝向本土化營運，或是轉為和銀行合作。而台灣與中國大陸的文化背景雷同，溝通上並無障礙，相較於其他外資而言處於較有利的位置，中壽透過上項投資案便可直接和具有市場影響力的廠商合作。

第二在資格上，ECFA 簽定後，承諾我國能以保險業者進入大陸市場，得以整合或策略合併所組成的集團為「532」條件的審核標準⁶⁷，造成部分業者無法符合此條件，但能透過策略聯盟與合資的方式達此門檻，對打算進軍大陸的業者而言實為一大助力，中壽參股建信人壽便為 ECFA 簽署後首宗登陸的保險業者。

第三在成長效應上，中壽選擇不同的方式，採與中國大陸第二大銀行(亦為全國第二大銀行)合作，強化銀行通路，進軍大陸壽險業，而不以合資的模式進行的原因在於，合資模式的成長速度緩慢，不能立即見效，再加上過去合資方式進入大陸市場表現未盡理想，如國泰人壽與大陸東方航空合資的子公司，耕耘了大陸市場 6 年的時間，市占率依舊只有 0.06%。故中壽認為，大陸市場雖大若沒有通路支應依舊很難成長，中壽和中國第二大建設銀行合作後，有強而有力後盾，其後營運成果自然可期。

⁶⁷ 532 條件為保險公司的資產要達 50 億美元以上、設立期間滿 30 年且已在大陸地區設立辦事處 2 年以上。

第四在機會上，台灣保險業的核心問題可分為兩大部分，一為市場飽和，二為低利率環境所產生的「利差損」，所以如何增加拓展保險市場與提升保險業收入，將為改善體質的關鍵議題，保險業西進即為其解決之道。依瑞士再保險公司去年的排名，台灣的壽險密度是大陸的 27 倍左右，產險密度亦有 11 倍之差，且大陸整體保險密度全球排名 44 名，與台灣相比仍有很大的發展空間，在同文同種等因素下，使台灣西進成本降低，若台灣能夠順利登陸保險市場，將能使台灣保險業者面臨的飽和危機得以解脫，中壽參股建信人壽能夠成功，也將成為保險業者之借鏡。

三、宏碁股份有限公司

宏碁股份有限公司(以下簡稱宏碁)在 2010 年計畫透過方正集團和大陸通路廠商合作，而該案順利在同年 10 月完成，並取得雙方合作，透過互補讓宏碁版圖更加擴大。

(1) 背景

宏碁為全球個人電腦與筆記型電腦品牌，創立於人於 1976 年 8 月 1 日創立，其創辦人為施振榮先生，目前公司董事長為王振堂先生，旗下多品牌如 Acer、Packard Bell、Gateway and eMachines 等。其營收 8 成以上是由個人電腦商品所創造，尤其是筆記型電腦，2010 年宏碁營業收入為新台幣 6,290.6 億元，稅後淨利為 151.2 億元。

方正集團成立於 1986 年，當時是由北京大學投資創辦，目前為中國大陸國有大型控股集團公司，旗下以 IT 產業為主，跨足通訊、金融、醫藥等產業。方正集團旗下的方正科技董事長為方中華先生，主要營運項目為 PC 週邊商品及印刷電路板(PCB)的生產及銷售。

宏碁欲藉由與大陸廠商的合作，達成拓展大陸市場的目標，此項雙方投資合作案的動機主要有四點。其一品牌因素，宏碁為國際大廠，所以由宏碁參與方正品牌產品之規劃、研發及設計，將能提供更

具有市場競爭力的方正品牌 PC 產品；其次為銷售通路，宏碁致力經營中國大陸 PC 市場，借重方正廣大的銷售中國通路和和 PC 市場的影響力，以增加宏碁在大陸銷售通路；其三為互補，宏碁和方正將在產品銷售、供應鏈和通路涵蓋範圍等方面建立高度的優勢互補；其次為市佔率，宏碁預期在此次與方正合作後，其在中國 PC 市場的佔有率可進入前三，並且有機會幫助宏碁在中國市場趕上聯想。

表 6-3 宏碁股份有限公司投資案

交易金額(Deal Value)		6750 萬美金權利金	
產業別(Deal Industry)		IT 產業	
交易支付形式(Payment Type)		分期付款	
賣方	方正科技	買方	宏碁

資料來源：台灣併購與私募股權協會。

(2)過程

本投資合作案為宏碁所發動，雙方亦於 2010 年 5 月簽署雙方戰略合作備忘書，並開始著手洽談合作細節。同年 8 月內部細節已大略完成，故方正科技召開臨時股東會，表決通過與宏碁合作案，隨後宏碁在同年 10 月正式宣布與方正達成 PC 業務整併，方正旗下 PC 業務正式在宏碁旗下進行營運。

(3)綜效

宏碁與方正原本皆是科技產業的要角，因此合作將可以帶出三大領域的綜效。首先在市佔率上，宏碁原本在大陸 PC 市佔率(3.6%) 加上方正(6.3%)後，已於 2010 年第四季成為中國市場 PC 第二大、筆電第三大品牌⁶⁸。根據國際市場研究機構調查⁶⁹，宏碁第二季與方正整合後，宏碁可以奪下亞太區 PC 第二大品牌的頭銜，且超越戴爾與惠普，登上亞太區 PC 市佔率第二的角色。

⁶⁸ 資料取自經濟日報相關內容。

⁶⁹ IDC 於 2011 年第二季亞太區統計。

第二在品牌技術上，宏碁可使用方正科技之品牌取得向教育機構、政府部門供貨的權利。此外，方正的供應鏈系統與產品研發部門也一併整合進入宏碁全球研發中心部門。宏碁可享有或購買相關 IT 系統及方正之智慧財產權。

第三在行銷通路部分，宏碁可利用方正科技現有已成熟通路，販售方正 PC 產品及提供售後服務。未來不排除藉由通路銷售宏碁電腦，另宏碁可取得方正科技合作夥伴如 3C 零售商、商業大客戶、電子商務平台的管理權。

(4)指標項目

在宏碁與方正的投資合作案達成四項指標：第一在通路部分，目前方正為中國第二大的通路商，目前方正除了在 1 至 3 級城有的經銷商與 4 至 6 級城市也有銷售點，宏碁在與方正開啟合作之後，可以取得通路優勢。

其次在整合部分，過去方正與宏碁在中國遇到最大的競爭對手同為聯想，此次合作可使宏碁在大陸市場地位提升，外界統計併購後宏碁與方正在大陸的個人電腦市佔率可以達到第二名，除此之外，宏碁在金磚四國中的表現，僅有在中國表現落後於聯想，這次鎖定中國市場，也是希望能夠找到合適的合作對象，提高在中國的市占率，雙邊可進行互補合作。

第三在互補上，方正科技為北京大學投資，具有國有企業的背景，宏碁與方正合作不僅可以強化與中國政府關係，深入當地官方層級客戶之經營，此外本合作案運用權利金交易方式，主要是希望突破及迴避此合作案可能受到之相關法令的限制。

第四在人才部分，在雙方簽署合約之後，方正正式成為宏碁事業群一部分，成立方正事業部，宏碁進行內部組織結構調整，引入一流人才強化宏碁經營團隊的陣容。消費暨中小企業單位由過去在惠普的

張永紅職掌，此外主要事業事業單位則是由藍燁負責，該員為原方正的主要客戶主管，未來團隊將會替宏碁帶來更大的效益。

第四節 中國企業走出去

中國自從改革開放以來，不僅經濟快速成長，而且企業實力也隨之增加，因此在 1990 年後，陸續有企業透過併購擴展版圖，近年來隨著大陸經濟崛起，中國企業走出去的情況更為明顯，因此本節將把重點置於中國海外併購的發展。以下將分別從沿革、內容與展望三主軸進行說明。

一、中國企業海外併購沿革

中國大陸海外併購最早開始於 1990 年代初期，不過當時的海外併購只停留在實驗性階段，大部分只是個別企業的單獨投資，並未有系統與計畫性的情況出現，但是到了 2005 年之後，大陸企業對於海外併購逐漸開始轉為積極。

從海外併購數據觀察，在 2005 年中國企業海外併購的金額不到 10 億美元，但是到了 2008 年該數據即增加到 38 億美元以上，甚至在 2010 年突破 290 億美元大關，而案件數也從 2 件快速增加到 57 件⁷⁰，顯示每年以極快的速度在成長，詳參圖 6-7。

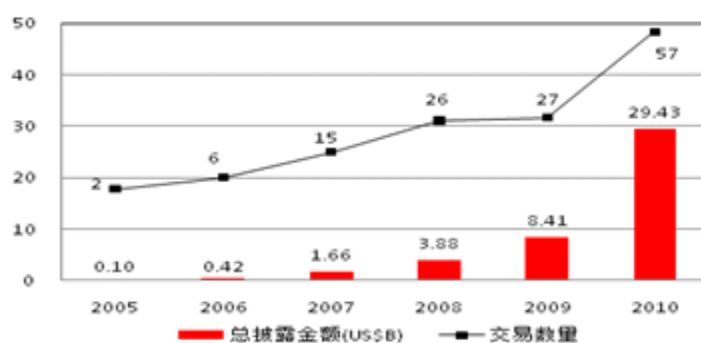


圖 6-7 中國大陸企業跨境併購圖

資料來源：投資中國網；單位：件數、十億美元。

在大陸快速發展的擴境併購領域，逐漸浮現兩大特性。其一在案件數字上，跨境併購隨著併購的趨勢成長，但是佔整體併購的比例中並未持續擴大，近 6 年來該比例皆在 1.5% 至 5.1% 之間的波動並未有明確的趨勢。其次在併購金額比例部分，跨境併購佔總併購金額比例

⁷⁰ 數據為該研究機構追蹤資訊。

卻是持續增加，從 2006 年前的 5% 不到，快速增加到 35.3%。

上述併購的兩大特性，凸顯出大陸企業跨境併購的重要特質，企業在大陸境內的併購多以小案件為主，但是海外的併購卻是以大案件為主。2005 年跨境交易案件平均規模 5,030 萬美元，但是到了 2010 年該數據已經上漲至 8.407 億美元，詳參圖 6-8，並且該項數據仍呈現上升趨勢，此也說明了大陸的跨境併購內容並不同於其國內併購。

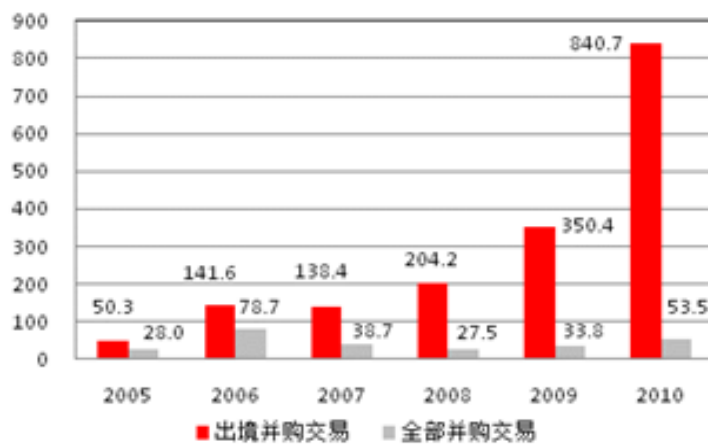


圖 6-8 中國大陸併購案件的平均金額

資料來源：投資中國網；單位：件數、十億美元。

二、中國企業海外併購的內容

中國大陸近年來跨境併購快速增加，即便是受到 2008 年金融海嘯的衝擊，仍持續保持上升的趨勢，造成如此因素的原因為何，以下將分別從參與者、目的與分布三方向進行說明。

首先在參與者部分，從 2005 年到 2007 年的統計數據來看，在 575 億美元的併購金額中，有 434 億美元的併購案是由大陸官方控股的企業所發動的，而民間企業發動只有 106 億，官方控股企業佔總併購比例超過 75%⁷¹，顯示大陸官方為此波跨境併購的主角，海外併購方向的主導亦為政府政策引領。

⁷¹ 數據引述自麥肯錫報告數據。

其次在目的部分，依據調查機構統計⁷²，在 1995 年至 2007 年間的併購案件中，有 30% 以上的案件主要是獲取資源為目的，是併購目的當中比例最高；第二高的是新市場進入途徑，目的佔總案件比例有 22%，第三高的是金融投資與多元化，比例數字為 22%，顯示政府有計畫透過跨境併購取得稀有資源來源。

第三在分布部分，大陸企業跨境併購的目的地主要在亞洲，以 2009 年投資金額為例，大陸企業對亞洲區投資佔總金額 70% 以上，此透露兩大背後因素，其一大陸企業的投資集中亞洲，主要是生產活動關係較高，其次政府也希望透過投資，掌握亞洲區域經濟與政治的影響力。

在投資的產業分布上，中國大陸在天然資源與公用事業，以 2010 年為例，石油、礦業和公用事業佔海外併購總額的 39%，其次為工業和化工業，其比例為 20%⁷³，此凸顯出和目的相同的結論，併購的主要原因在於獲取天然資源，所以未來在其國家政策未改變前，預計未來海外併購仍會朝此方向發展。

表 6-4 2010 年陸企海外併購分布

產業	比重
能源、礦業與公用事業	39%
工業與化工產業	20%
電信、科技與傳媒	14%
消費品	7%
金融	7%

三、中國大陸企業併購展望

在中國大陸企業海外併購展望部分，以下將分趨勢、方向與內涵三方向進行說明。首先在趨勢部分，目前大陸的總體環境並未改變，外界樂觀看待中國大陸發展，使得大量熱錢湧入中國大陸，此造成流

⁷² 此指麥肯錫統計調查。

⁷³ 資料來源為研調機構德勤。

動性過剩的情況明顯，在此情況下大陸官方仍有可能逐步以人民幣國際化的方式，緩解大陸的金融環境問題。

大陸官方極有可能會以人民幣境外直接投資方式，使用人民幣進行收購資產與公司的政策，此方式透露了兩項意涵，其一從 2010 年開放人民幣境外結算後，接受度較高的區域仍在亞洲，再加上大陸與亞洲的貿易連結程度較高，所以未來海外併購仍有機會集中在亞洲地區；其次未來大陸企業進行跨境併購的兩大動能仍未消失，其一為大陸擁有的龐大外匯存底，2011 年第 3 季已經達到 3.2 兆美元以上，而且目前仍維持在向上趨勢中，未來中國大陸仍有機會將部分資金移往海外進行併購；此外人民幣結算為大陸官方的既定政策，隨著人民幣國際化的腳步加快，也會帶動大陸企業海外併購。

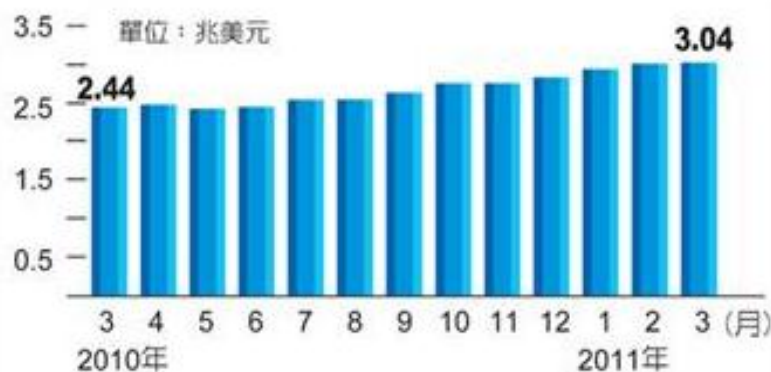


圖 6-9 中國大陸外匯存底趨勢

資料來源：中時電子報。

第二在方向上，十二五計劃中明確表示大陸企業跨境併購的三大目的為：拉抬企業國際化經營水準、提升企業配置全球資源的能力與建立跨國企業。在國際化經營水準部分，目前大陸企業的海外營收比重低，以跨國經營指數為例，中國大陸不到 10%，只有 8.1%，但俄羅斯、印度與巴西的表現皆在 40% 以上，顯示陸資企業將把目標放在大陸境內，此將有可能會造陸資無法面對外國企業的競爭，尤其隨著市場的開放，大陸企業必須準備好與國際大廠競爭。

在提升企業配置全球資源的能力上，大陸的對外直接投資流出績效指數⁷⁴排名落後，2003 至 2005 年該指數只排名第 67，顯示大陸投資效益不高，大量的資源投入，可是回收的情況卻不盡理想，故該領域確實有改善的必要。

建立跨國企業部分，目前陸資企業的規模雖可以逐漸擠進世界排名，但是其資源使用效率與收益，皆無法和世界級企業相比。以能源產業為例，中國石油的總雇用人數為 167 萬人，相對於其他石油公司人數相對過多，此凸顯大陸有在工資價格的優勢，不過隨著未來工資的調升，中國石油是否能持續擁有高額獲利令人質疑，故透過併購取得跨國企業運作的優勢，將對中國企業發展格外重要。

陸資企業的規模大，但是卻缺乏經營效率，故透過併購外國企業不僅能取得核心技術，更可以透過此提升核心競爭力，故在政策未變前提下，跨國併購的趨勢仍會持續進行，只是隨著情況的轉變，跨國併購的內涵很有可能會和先前不同

第三在內涵上，過去的跨國併購主要是國有企業所推動，但是目前已經有越來越多的民營企業開始進行跨國併購，以 2010 年為例，大陸 500 大民營公司中，共有 137 間企業進行海外投資，而海外投資金額較 2011 年增加 170% 以上，金額更是從 2009 年的 35 億上升至 61 億美元，未來該項趨勢很有可能會隨著時間繼續發展。

此外，目前大陸併購的企業大都是國營企業，而且其目的是要提升技術價值；而民營企業的彈性遠較官方色彩濃厚企業來得大，再加上近期有越來越多案例顯示國外政府因政治理由，而拒絕大陸官方色彩濃厚企業併購當地企業，所以此亦可能會造成官方色彩企業併購的困難，未來大陸企業的跨境併購，民營企業的角色可望逐漸加重。

綜合上列所述，未來大陸企業海外併購的趨勢可望會持續，而且

⁷⁴ 該指數定義為一國對外 FDI 占世界 FDI 的份額與該國 GDP 占世界 GDP 的份額之比。

海外併購的重點除了確保資源之外，亦希望能透過併購取得國外的技術水準，提升陸資企業的運作效率。而在併購的內涵上，過去大型的跨國併購案是由官方色彩濃厚的企業發動，未來民營企業的比例將會開始提升。

第五節 日本產業整併實例

日本產業在面臨問題時，時常出現藉由產業合併的方式，來提升企業的競爭實力，故在本節將針對此情況進行說明，以下分兩部分進行剖析，其一將對產業整併的意涵進行說明，並且介紹「產業革新機構」(Innovation Network Corporation of Japan, INCJ)，其次再評析近期發生的實例。

一、產業整併的意涵

在世界經濟邁入工業化時代後，不少產業在機器設備的運作下，使得部分產業出現產能過剩的問題，問題的浮現讓產業必須要有退場的設計。但由於退出壁壘⁷⁵的因素，較少廠商會自動退出，反而是透過收購、整併的方式進行整合；除此之外，部分國家為了增加自己的產業實力，也希望藉由產業整併的方式，讓產業競爭力大幅提升，是故產業整併的模式與目的，也常出現不同的面貌。

各產業間也常因為自身的各項需要，會分別發展出現不同的整併模式，以下分別對水平、垂直與多角化三項整併進行說明。首先在水平部分，水平整併主要指相同經營領域的企業進行合併，主要有兩大動機，其一為透過規模的提升，來壓低成本形成規模經濟；其二透過併購爭取市場份額的增加，以避免過多競爭廠商出現，造成整體產業環境惡化的情況。

其次垂直整合則是指產業價值鏈上的整合活動，其目的在於控制產業價值鏈，使其創造出更大的附加價值，而企業的競爭不全然只是產品價值的競爭，原物料、經銷商與企業運作等，皆是決定企業價值與競爭力的重要因素。第三在多角化部分，不同的生產領域的企業進行合併，不僅可以讓企業風險分散，更有機會透過不同產品的銷售，使企業浮現範疇經濟，達到提升競爭力的情形。

⁷⁵ 退出壁壘指企業因各項因素無法順利移轉資源。

而此處所說明的日本產業整併情況，多指水平式的合併，主要原因在於近期科技產業變化快速，而科技製造業的大規模投產，常使得商品價格大幅滑落，因而造成產業環境的惡化，故日本企業常藉著合併，來提升企業競爭力，替企業尋找出路。

近期日本三間面板大廠的合併案，即是透過合併進行整合的最佳實例，但為何能夠如此順利進行，其中具有官方色彩的「產業革新機構」即佔了重要的地位，透過其穿針引線大力促成合併，顯示其在產業整合的重要角色扮演。以下針對產業革新機構進行介紹，主要分背景、目標、方向與運作模式進行說明。

首先在背景部分，產業革新機構成立於 2009 年 7 月，由官方與民間合資成立，主要的出資者為日本政府共出資 820 億日圓，其次為民間團體，其中包括松下電器、武田藥品工業與通用日本等 16 間企業共出資 85 億，總共 905 億的「產業革新機構 (INCJ)」即開始運作。

INCJ 在出資額部分雖然只有不到 1,000 億日圓的規模，但在日本政府的保證下，擴大其資金使用範圍，發展期初日本政府的保證範圍是 8,000 億日圓，再加上其不僅單獨出資，亦結合民間企業力量，所以可預期發揮的效應絕對不僅只侷限在上述數字。

INCJ 的主要發展目標有四項。首先該機構主要目的在於追求創新，希望能提升日本企業的創新能力，以打破現有組織與技術的方向進行思考，幫助日本企業達到創新；其次為創造新世代，透過強化日本的科技與產業實力，藉此創造出下個世代的產業運作模式；第三提供資本，藉以資金支持技術與產業的創新活動，並在其成功後進行退場策略；第四確保投資價值，善用各項管理資源，使該機構確保其投資組合中企業的價值。

INCJ 的模式運作方向主要有三部分，分別為善用創新、建立模式與鼓勵創新。在善用創新部分，尋找具有發展潛力的專利或是智

慧財產，藉由提供資本與管理資源，鼓勵具有持有者藉此發展商業活動；其次在建立模式部分，企業擁有具有發展潛力的技術，可是卻常缺乏通路、行銷等多項資源。故 INCJ 希望能打造新的合作模式，讓擁有技術企業能和大公司共同發展；第三在鼓勵企業以重組或是分割的方式，充分運用具有發展前景的運作模式。

INCJ 的運作模式主要有兩項，其一在於產業革新機構直接出資投資具有創新潛力的企業，並且也吸引民間資金進行共同投資，讓企業能取得的資本水準提高；其次由民間與政府共同成立基金(Fund of Funds)，再透過基金的運作，對企業進行投資，進而鼓勵企業創新，詳參圖 6-10；目前產業革新機構大都透過普通股的模式進行投資，其優點在於，普通股具有表決權，因此透過表決權影響該公司發展方向，進而使企業持續發展創新活動。

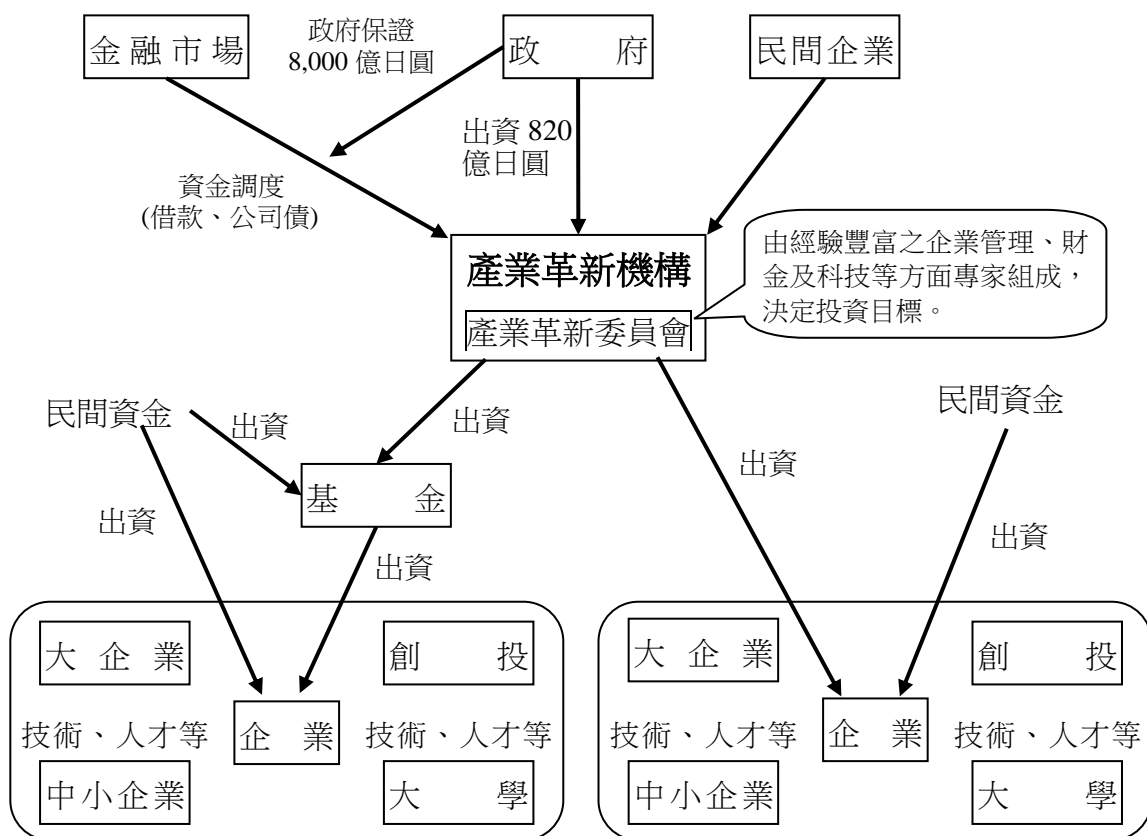


圖 6-10 產業革新機構運作圖

資料來源：張永河、田景仁《民間資金導入公共建設機制之探討》

二、近期實例

在此部分將針對近期日本產業的合作案進行說明，過程中將會聚焦在產業整併的目的與方式，以下將針對面板、鋼鐵與 D-ram 三項產業進行說明。

首先在面板部分，過去日本廠商曾經主導面板產業的發展，但是隨著台灣與韓國加入戰局之後，面板產業的情況卻開始出現質變，大型面板轉由台韓兩地主導，而日本仍維持小型面板市佔率第一的地位，但隨著台灣與韓國的技術趨於成熟，日本面板廠開始感受到威脅，因而使得此項併購案的浮現。

日本政府再次透過「產業革新機構 (INCJ)」促成此次產業重整，而在此次產業合作案當中，主要是透過成立新公司的模式，打造新的

面板公司，該公司的股權結構中，INCJ 所佔的比重為 70%，其餘的 30%則分別由新力、東芝與日立分別持有。

其合併的主要目的在於維繫中小型面板的競爭力，而且由於各家廠商的專精領域不同，所以其合併可以讓技術進行互補，在新力部分，其投入大量資源在有源矩陣有機發光二極體（Active-matrix organic light-emitting diode，AMOLED），對於製程設備已具有一定水準；而東芝則專精於低溫多晶矽(Low Temperature Poly-silicon，LTPS)的生產；日立則在 IPS 面板⁷⁶上的技術水準較高，彼此專精的領域不同，而且各具優勢，未來隨著三間公司的製程與技術整合後，可望讓日本在小面板市場的領先地位更為穩固。

其次在鋼鐵部分，2011 年年初日本最大鋼鐵廠日本製鐵與第三大鋼鐵廠住友金屬工業傳出合併消息，雙方預計在 2012 年進行合併，而以現有產能計算，新公司的產能規模可望成為世界第二大，兩間企業為何在近期考慮合併，原因在於近年來日本汽車的鋼鐵需求走緩，再加上亞洲區鋼鐵產業競爭激烈，雙方須藉由合併以提升競爭力。

投資機構預估該項併購案主要有四方向綜效。首先，兩家公司合併能透過人力資源加速海外佈局，住友金屬工業在海外有多間工廠，不僅在中國大陸，在泰國、東南亞等地皆有，故兩間企業合併，可讓日本製鐵的海外佈局更加多元穩固；其次在提升技術部份，彼此的鋼鐵製造過程不同，透過技術與流程整合，能夠降低成本、提升效率；第三在增加生產效率上，透過兩間企業整合，能降低運輸成本，且有效降低生產成本，第四在採購部分，日本製鐵龐大的產量，能夠增加其議價能力，降低在採購上的成本，高盛證券甚至預估該項併購案的每年綜效高達 1,500 億日圓。

⁷⁶ IPS 為 In Panel Switching 面板的簡稱。

表 6-5 投資機構預估綜效

綜效項目	內涵
擴張全球發展	透過人力資源整合加速海外佈局
	增加海外銷售基礎
提升技術	加速增加研發動能
	實現先進技術的獲利能力
增加生產效率	改善生產效率
	提升資源配置效率
採購	改善採購與運輸效率
	降低設備維修與原物料成本

資料來源：高盛證券。

最後在 D-ram 產業部分，2001 年科技泡沫造成全球 D-ram 產業重新洗牌，當時不僅東芝與富士通等各大廠商紛紛宣布退出標準型的 D-ram 市場，同時日立與日本電氣株式會社也共同合資成立新公司即為爾必達的前身，並且在 2003 年再合併三菱的記憶體部門，此凸顯當面臨景氣衰退時，日本企業透過併購撐過景氣寒冬，在未來往往能取得亮眼的表現，而在近年來表現也似乎說明當時合併是最明智及合適的道路。

爾必達在透過合併重整業務後重新出發，並且修正發展策略與業務重心，爾必達不僅著重在製造，業務範圍也包括 DRAM 之設計與銷售，近年來更把業務重心放在 D-ram 的應用領域，充分運用其研發的智慧財產權優勢擴張事業版圖，統計至 2011 年第三季爾必達除了是全球半導體第 10 大廠商外⁷⁷，更是全球第三大的 D-ram 廠。

綜合上列所述，日本企業在面對產業危機時，往往希望藉由主要廠商合併提升競爭力，而在各家廠商的優勢與製程整合後，往往可以預見會出現成本與互補兩層次的提升。在成本部分，透過整合可以減少彼此重複的部門，讓企業資源使用更有效率；在互補部分，日本廠商在技術與業務領域的互補，亦可替合併後公司取得更多發展商機。故日本往往在面對國外廠商威脅時，才希望藉由合併突破產業困境。

⁷⁷ 依據 iSuppli Corporation suppli 的排名。

目前台灣亦有不少產業面臨困境，可參酌日本作法以作為後續產業整併借鏡。

第六節 國家的主權基金功能與應用

近年來有越來越多的國家成立亞洲主權基金，於本章第一節的資料顯示中國大陸與印度的海外併購案件大幅增加，可見企業的全球佈局已成為國家發展的策略之一，中國大陸更是將私募股權基金視為國家發展的催化劑。在熱錢不斷流往亞洲的趨勢下，亞洲外匯存底的累積更讓國家主權基金的成立成為熱門的重要議題。本節首先討論主權基金的成立背景，再詳細介紹運作成功的新加坡淡馬錫(Temasek) 控股公司，最後將說明近期亞洲地區主權基金的交易情況。

一、成立背景

目前外界對於主權基金並未有明確定義，一般廣泛所稱的主權基金是指由主權國家成立的基金，因此本研究希望透過背景讓外界了解其發展輪廓，以下茲就目的、資金來源與目前情況三方向進行討論。

(1)主權基金成立目的

依據 IMF 的主權基金類型分類，主權基金成立的目的主要有五項，分別為：穩定、儲蓄、儲蓄投資、發展與退休儲蓄五種。針對穩定目的部分，主要是因為擔心該國的主要產業發生重大影響時，將使得該國的經濟大受衝擊時而成立基金以因應情勢。譬如有不少的中東國家長期仰賴石油出口，因此當原油價格大幅波動，即會使得該國經濟大受打擊；有鑑於此，不少國家因此建立主權基金，希望減緩單一產業衝擊國家經濟的情況。

其次在儲蓄部分，主要是將非再生性資源轉型成為多樣性的資源結構。過去不少國家的成長是透過礦產及石油，但是國家財富若過於集中單一資源，則各別風險會大幅攀升，故透過此儲蓄型基金，可以讓原本資源從集中往各種方向分散，如此才能使得國家財富結構多樣化。

第三在儲蓄投資部分，主要是希望透過此方式提升外匯存底的報

酬，近年來少數國家透過經貿出口，累積了大量的外匯存底，但是有不少國家的外匯存底都放在收益極低的美國國債上，為了提升外匯存底的收益率，因此而投入主權基金的模式，希望透過基金的投資獲取更多的收益，達到追求較多報酬之成效。

第四在發展部分，主要是希望透過主權基金的設立，讓公共計劃找到適合的財源，並在此基礎架構下，有計畫與有目的推動國家的重要發展方案，使得國家產業及經濟能夠順利發展。國際間絕大部分的主權基金都有利用其資源，參與其國內公共投資即是具體事證。

第五在退休儲蓄基金部分，主要是希望能夠透過較有組織的方式，進行投資活動，以追求更高的投資收益，使得退休儲蓄的目的更容易達成，進而達成退休基金年金化想法的落實，而此亦可減輕人口老化國家形成財政負擔的隱憂。

上述的五種成立因素，造成國家主權基金的多元面向，不過主權基金的組織架構不同，也常讓主權基金的目的多元化，如：知名主權基金淡馬錫不僅積極向外投資提高收益，也參與國內重要的投資，故其兼具發展和儲蓄兩類型，顯示主權基金的內容是可多樣性設置。

(2)主權基金的資金來源

一般而言，主權基金的資金來源主要有四類，分別為外匯存底、政府資產、民間資金與政府底下基金。首先在外匯存底部分，不少亞洲與中東國家透過出口累積了大量的外匯存底，如排名第一的中國大陸外匯存底即有 3.2 兆美元，日本也有 1.1 兆美元，其次則為俄羅斯的 4,500 億美元以上；如此龐大的金額若放在收益低的資金用途，會出現極高的機會成本，故不少國家便將此作為主權基金的資金來源。

第二在政府資產部分，公部門的制度設計相對保守，對於公有資產的管理上亦有同樣情況，若導入公司治理的概念於其中，將會使得使用效益大幅增加，所以有不少國家將政府的資產交由主權基金進行

管理，希望能提升使用效應。

第三在民間資金上，部分國家為了因應退休人口問題，常會透過制度強制進行儲蓄，如我國的勞退基金等；但外界也擔憂在政府較保守的控管體系下，無法讓此退休金的使用效應提升。因此若能透過主權基金模式將能效提升使用效能，故此亦是主權基金的主要財源。

第四在政府旗下基金部分，有越來越多國家為了讓政府旗下的資源更有效率的應用，或是有特殊目的的運用，因此成立不同的基金組織。但部分國家缺乏完善的管理機制，使得基金資產使用效率不高，故有不少主權基金亦將此資金做為主要財源方向之一。

綜合上列所述，主權基金的財源主要來自於政府體系，而為了提升政府資產的使用效率，使得近年來主權基金規模大幅提升。

(3)目前情況

主權基金近年來持續呈現向上趨勢，依據研究調查機構調查⁷⁸，2011年第三季全球主權基金的規模為4兆7,610億美元以上，詳參圖6-11，並且未來兩年基金規模會持續向上，外界預估2015年主權基金規模有機會達到13.2兆美元。

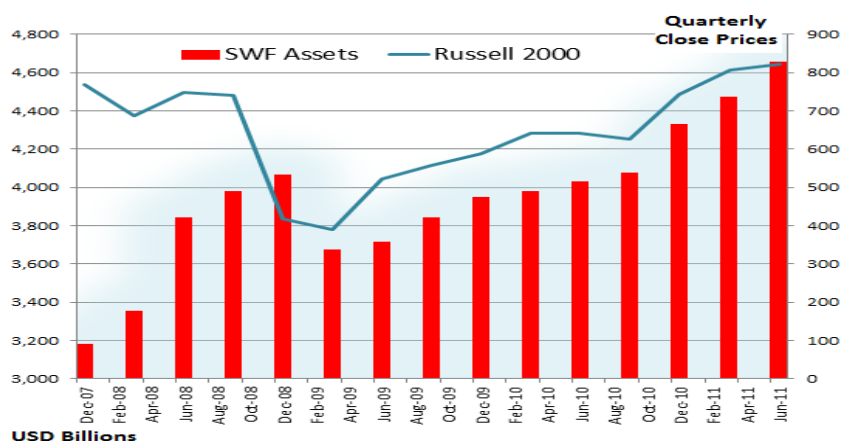


圖 6-11 全球主權基金規模圖

資料來源：主權基金調查網。

主權基金為何在近年來會快速發展，和外匯存底累積有極高的關

⁷⁸ 主權基金研究所資料。

係。先前所提，主權基金主要是石油國家成立，在 2008 年時主權基金中產油國即佔了 70% 以上；但是在 2011 年，隨著中國大陸等累積大量外匯存底國家擴大規模，使得產油國比例降至 60%⁷⁹，顯示此波主權基金推動的浪潮，主要來自於大陸等外匯存底攀升國家的加持，未來隨著外匯存底的擴增，主權基金規模將會持續增加。

目前的主權基金當中，規模最高的仍是阿拉伯聯合大公國當中的阿布達比投資局，其規模高達 6,270 億美元，其次為挪威的政府養老基金，第三為中國華安投資有限公司，而知名的淡馬錫、中國投資有限責任公司也名列其中。

表 6-6 2011 年知名主權基金規模

國家或地區	基金名稱	資產總值 (十億美元)	成立年份
阿拉伯聯合大公國	阿布達比投資局	627	1976
挪威	挪威政府養老基金	571.5	1990
沙烏地阿拉伯	SAMA 外匯控股	472.5	n/a
香港特別行政區	中國華安投資有限公司	567.9	1997
中華人民共和國	中國投資有限責任公司	409.6	2007
香港特別行政區	香港金融管理局投資組合	292.3	1993
新加坡	新加坡政府投資公司	247.5	1981
科威特	科威特投資局	296	1953
新加坡	淡馬錫控股	150	1974

資料來源：主權基金調查網。

二、國際經驗

在國際經驗當中，本研究將針對新加坡淡馬錫控股進行分析，主要原因不僅在於該公司為投資運作最成功的主權基金之一，更重要的是其成功提升政府資產的使用效率，根據不同產業設立不同的投資公司，並且其財務數據透明公開，可供國內參考的典範。以下將分沿革、運作、決策三向進行說明。

⁷⁹ 此數據指 2011 年 9 月數據。

(1)沿革部分

茲就初期與後期兩部分來說明淡馬錫公司的發展。在初期部分，淡馬錫成立於 1974 年，由李光耀前總理所創立，該公司發展初期，新加坡的經濟仍未穩固，當時國內擁有的資本不多，新加坡政府為了讓經濟快速發展，建立為數眾多的國有企業，而為了提升國有企業管理效能，即成立了淡馬錫控股公司。最早淡馬錫旗下擁有的企業有：新加坡航空公司、新加坡發展銀行與三巴望造船廠等 35 國有企業，目前皆為新加坡重要產業要角。

在 1980 年代後，淡馬錫控股旗下公司幾乎掌握了新加坡所有重要產業，在當時其主要方向也都放在國內。由於新加坡經濟發展極為快速，所以淡馬錫的表現也相對亮眼，在 1986 年至 1998 年之間，股東報酬率高達 18%。

不過隨著東南亞金融衝擊，再加上新加坡經濟已邁入成熟期，其回報率開始呈現不穩定的情況，甚至在 2002 年股東報酬率跌至 3%；此點凸顯出若淡馬錫的投資方向若只集中在國內，不僅會有資產組合過度集中問題，也有缺乏新興業務成長的問題。因此淡馬錫的投資觸角逐漸移往國外，邁入發展後期。

發展後期當中，淡馬錫將原本集中國內的資產組合向海外移動，在 2009 年年初，其資產國際化分佈更為明顯，在亞洲共有 42%、新加坡則只剩 32%、OECD 經濟體 20%與其他領域 2%⁸⁰，顯示其中主要投資方向為亞洲，尤其是中國大陸。

淡馬錫的國際化也使報酬大幅攀升，尤其 2002 年之後亞洲經濟走出金融風暴，大陸經濟平均年成長率高達 8%以上，都讓淡馬錫取得高額的報酬；不過在 2009 年後，金融海嘯期間，金融類股的重挫也衝擊淡馬錫的獲利，當時達到股東權益報酬率降至-18%，為其成

⁸⁰ 以 2009 年為計算基礎。

立以來最慘的情況。

目前淡馬錫的觸角已經延伸至全球各方向與領域，橫跨金融、電信、物流、運輸、房地產與公共工程，雖然其對於新加坡重要產業的公司仍有極高的控制權，但已經不能將其視為單純新加坡公司，因為其資產當中已有半數非新加坡資產。

(2)組織運作

淡馬錫的組織架構完整，以下分政府影響、公司治理、獎金薪酬與組織架構四部分進行說明。在政府影響部分，新加坡政府對於淡馬錫有人事任命權，但是只及於董事會成員與執行長任免，新加坡政府並不會干預淡馬錫的投資案或是日常營運。

在公司治理部分，淡馬錫嚴格落實公司治理，經營團隊向董事會負責、董事會向新加坡財政部負責；而經營團隊主要由董事會進行任命，並由董事會進行監督公司內部營運的工作，希望達到經營權與所有權分離的目標；除此之外，淡馬錫與其投資公司的關係也相同，淡馬錫不參與被投資公司的運作與決策，並且對於所投資公司也不會介入管理階層人事權。

第三在薪酬獎勵部分，淡馬錫的董事會成員主要有三類，其一為新加坡政府所任命的董事，其所領取得薪資為財政部所支付；另外兩部分則為獨立董事與公司代表。其中獨立董事多為產業界的成功企業家，希望藉此吸收民營企業的營運模式；此外公司代表則為公司的高層主管，此二者的報酬較具彈性，除了一般薪資外，更有獎金與紅利等激勵機制。

第四在組織架構下，淡馬錫除了新加坡公司法規的的審計委員會之外，更設立執行委員會與領袖發展與薪酬委員會，在執行委員會部分，主要是負責該公司的投資與營運，對於各種大營運事項提出同意權；其次在領袖發展與薪酬委員會，負責領導人的任命與培育，並且

建立適合的績效制度。

(3)決策部分

淡馬錫對於旗下企業雖然不介入其經營，但主要採取三項管理模式，分別為股權、人事與治理結構。首先在股權部分，對於企業的性質採取不同的控股模式，對於新加坡重要的產業維持高持股，如：新加坡電力公司即擁有 100%的股權；對於不同的案件以靈活操作的模式，如：國內的玉山金控⁸¹，則是以可轉換公司債模式進行。

人事權部份，淡馬錫雖然不介入經營管理階層運作，但是仍擁有任命董事的權利。而在任命董事上，希望透過一定程序進行挑選，期待以高水準的董事會陣容，確保其所投資公司的價值，以維持其高水準獲利。

第三在治理結構合理化部分，針對在新加坡境內與持有股數較高的企業，依新加坡公司治理法建立獨立董事、審計、提名和薪酬委員會等措施，希望能透過嚴謹的公司治理，確認其所投資公司的重要價值。

現在淡馬錫的意義，不僅是一家落實公司治理的公司，也是維持穩定獲利成長的優質企業。其發展與運作模式不單只是代表主權基金的成功典範，更是建構國有資產企業化營運的最佳範例。

三、近期亞洲主權基金交易情況

(1)世界金融

金融海嘯過後，世界金融體系動搖甚劇，各國紛紛重新檢視金融監理制度，如美國將「伏克爾法規」重新界定商業銀行與投資銀行的分野，規定商業銀行不可用自有資本從事太過於投機的金融交易活動。亞洲國家中，韓國政府即設法想出售大型公營金控-友利金融集團(Woori Finance Holding)的 57%股權，總價高達 56.3 億美元，潛

⁸¹ 淡馬錫以在 2008 年退出投資。

在買家是另一家公營金控-韓國開發銀行(KDB Finance Group)，如此「公公併」的整併方向，合併後將成為世界舞台的巨型金控，但也將引發未來民營化將更為困難的疑慮。除韓國外，新加坡也積極推動金融業務的整併，新加坡主權基金淡馬錫控股與新加坡政府投資公司(GIC)先前積極佈局的花旗銀行與瑞士銀行，雖然也曾遭受重創但現已逐漸回升。另外，美國銀行對資本比率要求從嚴，必須降低對中國大陸建設銀行持股，2011年9月時淡馬錫以美金28億元接手44億股建行股份，參股率由6.27%提升至8.1%。前總理李光耀曾表示，新加坡應發展為第二個人民幣離岸中心。近期新華人壽有意於上海與香港以A+H股的型式掛牌上市，其中四名基礎投資者分別為新加坡上市保險公司大東方控股、馬來西亞國庫控股、美國對沖基金D.E Shaw & Co以及南韓私募基金MBK，以上可見，南韓與新加坡積極利用國家主權基金的力量扶植金融業。反觀台灣，自兩岸金融合作備忘錄MOU至今，只有交流合作意向或在大陸成立合資公司，且都是業者努力經營的成果，政府力量似乎稍嫌薄弱，畢竟同為「亞洲四小龍」之一，要像有淡馬錫這樣有專業與魄力的機構，才能帶動台灣金融接軌國際，邁向全球。

(2)全球能源

隨全球暖化影響，節能減碳議題持續發酵，且石油需求有增無減，使油價高漲進而拉高民間成本，發明替代能源成為必然趨勢。中國大陸中投公司RRJ Capital及新加坡淡馬錫控股將共同融資美金17億元，與美國天然氣生產商Chesapeake Energy合資聯合收購美國能源公司壓裂技術控股(Frac Tech Holdings LLC)100%股權，其中中投與淡馬錫占合資公司70%股權，Chesapeake於投資案完成後所占股份則由26%增加至30%，預估此合資公司於2011年年底產值將達美金15億元。Frac Tech為美國燃料業中主要泵壓設備供應商，此次收購案成功後，於亞洲佈局將有越來越寬闊的前景。亞洲國家中，包括中

國都積極向外接收技術與資源，加上目前全球能源緊縮，各國能源戰爭將越演越烈，此案將為往後國家主權基金成為能源公司的併購主角並揭開併購序幕。

(3) 醫療保健

因應亞洲人口成長快速，年齡層逐漸增長，醫療需求隨之逐年擴增，為了於亞洲增設醫療設施與改善醫療品質，三井物產(Mitsui & Co)致力於強化亞洲的醫療企業，並有意使其成為三井於亞洲發展的核心業務，拓展亞洲與日本的商機。故日本三井物產於 2011 年 4 月，以馬幣 33 億元買下馬來西亞國庫控股(Khazanah)於綜合保健控股公司(Integrated Healthcare Holdings)的 12% 股權，加上認購綜合保健控股發行新股 18%，合計持有 30% 股份。日本三井物產是一家全球性貿易和金融投資公司，於全球 500 強公司中排名第 164，在亞洲的業務為醫藥化學材料供應和新藥測試，其他國際業務還包括鋼鐵、食品、能源、紡織以及房地產等。

(4) 公共建設

馬來西亞的國庫控股有限公司(Khazanah Nasional Berhad)與新加坡國淡馬錫控股公司於 2011 年 6 月宣布成立兩間合營公司，即 M+S 有限公司與英達島創投(Pulau Indah Ventures)股份有限公司，前者負責新加坡的地產發展計劃，地段包含新加坡的 Marina South 與奧菲爾路(Ophir Road)，總淨樓層面積(GFA)為 50 萬 1020 平方公尺，發展總值達 270 億馬幣。後者則負責馬來西亞依斯干達特區的地產發展計畫，總淨樓層面積(GFA)為 136 萬 5675 平方公尺，發展總值達 30 億馬幣。

國庫控股有限公司(Khazanah Nasional Berhad)為馬來西亞的主權基金，成立於 1993 年進行策略性投資，以促進經濟增長、維護國家利益為依歸，能源、電信、金融、自動化、航空、基礎建設、廣播、

汽車與創投等等皆為其投資範圍。

台灣企業也有此方面的建樹，即遠雄建設於 2009 年底於天津生態城邀集全球一流的開發商合作，2011 年除了與香港財團新鴻基、恆基及大陸世茂集團共同成立大中華房地產基金，也與全球規模最大的主權基金阿布達比穆巴達拉開發公司(Mubadala Development Co.)共同簽署跨國造鎮合約，雙方於索沃島攜手進行一項高達新台幣 320 億元的造鎮計畫，工程內容包含大樓、酒店、診所與旅館，預計 2016 年完工。

四、台灣的國家發展基金

我國的國家發展基金(以下簡稱國發基金)亦有主權基金的概念於其中，以下分沿革、業務與未來方向三部分進行說明。

首先在沿革部分，國家發展基金主要是由行政院開發基金與中美經濟社會發展基金整合而來，最早在 1965 年我國設立「中美經濟社會發展基金」，即開始運作，隨後在 1973 年由行政院依特別預算程序設置「行政院開發基金」，2006 年行政院為了將資源更有效進行運用，則把開發、中美兩基金合併成立國家發展基金，並在 2010 年所公布的產業創新條例中，明示其產業轉型與國家發展的重要任務⁸²。

其次再業務部分，國家發展基金成立目的為協助國內產業創新增值、研究發展及自創品牌為主，主要業務有兩項，分別為投資與融資。在投資部分又可分為直接投資、創業投資與委託投資三項，在直接投資中，國發基金不直接擔任主導人，而且持股比重也以不超過 49% 為原則；其次在創業投資部分，國發基金為配合政策，針對創投資業進行投資，希望能成為我國產業轉型得助力，提升國家競爭力；第三

⁸² 產業創新條例 29 條，為加速產業創新增值，促進經濟轉型及國家發展，行政院應設置國家發展基金。

在委託投資部分，其他主管單位提出在技術或是投資的合作方案，經過國發基金審核，即可以辦理相關計畫。

在融資業務上，為了產業發展與輔導中小企業，國發基金亦透過融資的方式協助廠商取得資金，貸款基礎上以國發基金承擔 25%，金融機構承擔 75% 為原則，此不僅可以滿足企業的融資需求，更可以降低金融機構的貸款風險，至民國 100 年 4 月為止，國發基金旗下的開發基金總核貸案件已經達 53,679 件，金額更高達 7,325 億新台幣，可見其影響力。

最後在未來方向部分，目前國發基金的任務定位多元，除了配合產業發展策略外，亦有培訓人才與配合調整產業結構等不同事項⁸³，雖有助益國內產業進步，其功能依然不敵國家主權基金，原因在於前者缺乏「全球佈局」的前瞻性與積極性。

台灣擁有一流的管理人才，有條件成立如同新加坡淡馬錫一樣的主權基金，根據不同產業設立不同的投資公司，進而授權向外積極併購國外的公司與技術，進行產業的整合，參與海外重要項目或上市案的投資，更有效的促進我國企業於國際上之地位，使經濟成長跟上先進國家的腳步。

⁸³ 國發基金任務可見產業創新條例第 30 條，分別為五項。一、配合國家產業發展策略，投資於產業創新、高科技發展、能資源再生、綠能產業、技術引進及其他增加產業效益或改善產業結構有關之重要事業或計畫。二、配合國家產業發展策略，融貸資金於產業永續發展、防治污染、節約能源、降低溫室效應及其他增加產業效益或改善產業結構有關之輔導計畫。三、協助各中央目的事業主管機關辦理有關計畫之投融資或技術合作支出。四、協助各中央目的事業主管機關為經濟發展、農業科技發展、社會發展、文化創意發展、引進技術、加強研究發展、發展自有品牌、培訓人才、改善產業結構及相關事項所推動計畫之支出。五、其他經行政院專案核准者。

第七章 完善台灣併購與私募股權投資的具體結論與建議

第一節 結論

以下將分兩部分進行結論說明，其一將針對台灣投資環境現況的說明，其次則為外資來台投資可行性分析，分述如下。

一、台灣投資環境現況

近年來台灣外人直接投資(FDI)金額急速下降，探究原因，除了中國大陸的崛起吸引大部份外國資金之外，台灣的優勢及價值沒有被突顯，也是一個重要因素。

過往全球經濟主要是由美國來帶動，但近幾年中國興起變成新的成長引擎，其所實施的十二五計劃又即將讓中國由「世界工廠」變成「全球市場」，加速歐美企業在亞洲佈局的速度，在政府的努力下，台灣投資環境也逐步開放並且大力對國外招商，但外資進入台灣進行投資時，卻常常因政策與法規不明確而使得外資手足無措。

彙整歸納國際私募股權基金對我國投資環境、政策方向及相關法規的看法如下：

(1) 投資環境面

1. 堅實的法制及科技產業發展優勢

台灣豐富的創業精神及中小企業彈性經營是吸引外資投資的重要特質，同時相較於其他亞洲國家，台灣的法令制度健全且完整，政府也一直積極鼓勵外資來投資。除此之外，台灣擁有完善的基礎建設及適合先進科技研發的產業環境，不僅科技產業已建立全球布局的經驗與上下游整合的基礎，更是世界最密集的電子及通訊產業聚落區域之一。

2. 缺乏新興產業聚落效應

基於台灣所擁有的「人力素質優秀」、「布局大陸接軌世界」及

「產業群聚完整」等優勢，國際私募股權基金對台灣有高度興趣，然而國內在電子、通訊、資訊及半導體等相關的高科技及製造以外的新興產業，如：生技、醫療、旅遊、農業及文化創意等，尚未見政府提出完整的產業發展政策及投資配套措施。若這些新興產業未能聚集成產業聚落效應，對於國際私募股權基金而言，即無法形成具經濟規模的投資標的。

3. 資本流動限制的疑慮

資金是否能夠自由流動是一個國家經濟開放與否的指標，因此只准資金進入而不准退出的地區，勢必讓國際投資人卻步；歐美國家以「資金不流通、不開放」觀點看待中國大陸的閉鎖政策，也自然將台灣與中國大陸歸類為同一陣線。因此政府對於資本市場資金的流動，應是積極建置相關配套及政策吸引外資進入，並在外資退場時檢視政策及環境應改善之處，非以限制方式來干預資金的自由流動。

(2) 投資政策方向

1. 產業投資項目應更明確及公開

自從 2006 年凱雷投資日月光半導體案破局之後，私募股權基金即對於國內主管機關的政策失去信心，對於資本市場市值較高企業態度保守；除此之外，敏感性產業(如；半導體等)及金融機構(僅在金融機構面臨經營危機時才准予私募股權基金投資)也列入不允許私募股權基金投資的範圍。

目前政府對外大力招商及引資，但當外國投資人對國內企業有投資興趣時，卻又受制於投資規範及標的不明確的干擾及束縛，以至於投資過程冗長且進程中不確定因素及阻礙重重。

2. 主管機關之責任歸屬

經濟部投審會主要目的應該是強化及鼓勵投資的功能而設立，並

非以嚴格把關外資進入台灣所設立的關卡。另一方面，有關外商投資台灣隸屬於經濟部投審會所管轄，然而有關上市櫃公司以及金融業的主管機關則為金融監督管理委員會。一旦觸及上市櫃公司私募投資案件時，投審會通常只扮演協調機構，實際的決策權是來自金管會。金管會則常以金融秩序監督者角度切入而忽略政府鼓勵外資投資的重大政策用意，而影響審核的決議。金管會、投審會以不同角度審查投資案，使得部分爭議案件無法順利通過，雖然如此能減輕國際經濟衰退所造成的衝擊，也造成私募股權基金或是其他外商對於我國吸引外商的態度有所質疑，未來台灣若想要進行國際層級的招商計畫，就必須有特定機構或更高政府層級出面協調，否則只會讓外資對台灣投資意願逐漸降低。

3. 放寬陸資來台投資規範

台灣對大陸開放高達二百多個投資項目，然而大多屬於「夕陽產業」，並未涵蓋與經濟部執行的「兩岸搭橋計畫」相關的「明日產業」。而兩岸金融合作備忘錄 MOU 簽署至今，也只停留在交流合作意向或在大陸成立合資公司意向階段，至今尚未有陸資投資台灣金融機構的實質案例；除此之外，陸資來台參股亦沒有全面性明確的規範，完全是依個案審查方式，有些企業會在併購前主動和主管機關溝通，可以得到非正式回覆。但如果牽涉到比較敏感的私募股權基金或是金融業，通常主管機關都不直接與當事人溝通，造成投資過程中的阻礙。

(3) 相關法令規範方面

1. 外資來台投資架構

投審會要求申請投資的公司必須是一個「實質營運公司」或是「跨國企業」，才符合來台投資的資格。然而許多外國公司所設計的投資架構是透過層層控股公司的方式來取得國內被投資公司的股權；但是目前投審會並不允許外資以股換股方式投資國內公司，只接受以現金

取得股權方式，對於看好台灣發展前瞻性的外資而言，僅允許其以現金投資台灣企業的規範過於僵化，不符合國際潮流故不易達成。

在國際實務上相當普遍的投資人基於租稅規劃設立多層次投資控股架構的安排，台灣的主管機關卻因其多層次架構的設計，而認為其投資案將不具透明度意涵故常予以糾正規範，造成困擾。導致外資在其他國家或地區可行的投資策略與架構卻無法在投資台灣時運用，自然影響其投資台灣的意願。

2. 審查時程造成不確定風險

根據投審會「華僑及外國人投資申請案件審理作業流程」，投資案分成「限制投資類」、「投資金額門檻」、「併購案」或「跨國併購案」等，主管機關訂有不同的審查流程，並明訂各類型投資案的平​​均審查時程。以跨國併購案為例，投審會預估之審查時程為 20 至 30 日間。但實務經驗顯示，投審會對於跨國投資或併購案的實際審議時間遠多於其自行公告的時間。如：英國保誠人壽出售在台業務給中國人壽的審議期間為 6 個月；凱雷購買日月光股權審議期間至投資人自動撤案大約 5 個月；潤成併購南山人壽案的審議期間則為 10 個月。

由於投資人在投審會審議過程中多次被要求需補充說明案件內容，但主管機關在審議過程中，投資人大多無法與主管機關人員進行討論，因此在審議流程不透明的情況下，投資人補充的內容與主管機關的要求之間時常存在極大的認知差距，因而也造成投資案無法在既定時程內完成的不確定風險。

3. 審核原則未能統一

主管機關對於私募股權基金在台灣投資的審核原則包括：資訊透明度、投資價格合理性、股東權益是否確保、金融市場的穩定、對國內產業的影響、對國內就業的影響以及是否有稅負規避等議題。然而這些原則都沒有明確的審核指標或是法令條文規範，以至於投資人常

無所適從，無法依法評估。

以資本弱化為例，主管機關對於私募股權基金舉債進行企業併購是否有資本弱化問題而產生疑慮。但資本弱化議題屬於公司內部治理問題，可以明確法令條文規範之。這和社會公益性並沒有直接關聯，不應以此原因介入並干預企業之內部運作；在股東權益確保方面，主管機關在併購過程中通常會考量小股東權益有否受損，而常忽視其他利益關係人權益。倘若認為現行制度不足保障小股東權益，當然可以考慮修法，但在調整同時不可輕忽大小股東之間權益的平衡，否則事理難平，非公司永續經營之福。因此，過去私募股權基金來台進行併購常見的企業下市及管理層收購方式，遇有爭議時，往往在國內並沒有得到一個公平公正的對待，總認為其為危害小股東權益的罪魁禍首，如此責任歸屬當然也降低國際私募股權基金。

二、外資來台投資可行性

(1) 對台灣的產業有興趣

外資對台灣有興趣的行業主要為高科技業、傳統製造業、金融業、有線電視業及服務業。高科技、傳統製造、金融及有線電視等領域雖然已有私募股權基金投資及整頓、改造的成功案例，然而從 2007 年迄今國際私募股權基金在台灣的投資案寥寥無幾。事實上，國際投資人對於台灣仍有高度的投資興趣，但是對於台灣投資政策的清晰程度、法令規章的不一致性及行政效能的疑慮等，卻也是影響外資近年來對台灣投資意願降低的重要原因。

不同於投資高科技業、傳統製造業、金融業及有線電視業可能有涉及市值前 100 大、市場壟斷及敏感性產業等投資規範問題，台灣的服務業由於規模較小、深具發展潛力，將成為外資的投資新趨勢。

廣為人知的美食達人(85 度 C)獲得香港匯豐私募股權基金投資新台幣 7 億元，取得 7% 的股權，另一外資投資台灣服務業案例則為花

蓮賣扁食起家的「花蓮香」，該企業在台灣已有 70 家加盟店，2010 年獲得美國啟明創投基金投資 1,000 萬美金，壯大企業規模而走向中國大陸市場。

觀察近期外資投資台灣服務業的模式，可以發現外資開始走向併購大陸台商的趨勢，主要原因在於企業第二代不願接班、整體經營環境愈來愈競爭、企業著眼於大陸市場並希望進行全球佈局，以及台灣引進外資的審核嚴格之故，促使外資逐漸以大陸的台商為投資標的。最近的案例包括：法國科帝公司(Coty)以 4 億美元收購由台商丁家宜創設的化妝品公司、歐洲最大的私募股權基金安佰深(Apax)投資 3 億美元收購台商餐飲連鎖集團-金錢豹、國際食品巨人雀巢公司投資 17 億美元收購台商糖果業者-徐福記 60% 股權，顯示以中國大陸市場為發展重點的台灣服務業備受國際投資人的青睞，造成一波投資風潮。

(2) 投資台灣的政策疑慮

目前外資對於國內政府招商政策最大的疑慮在於，經建會積極在海外進行投資台灣的推展計畫，但當外資對於投資台灣有興趣且欲實際進行投資時，卻又擔心會有在投資法令規範外的議題產生，或是礙礙於投資審核過程的不透明及時程冗長考量，而造成投資案的困難度。因而減緩其投資台灣的進度及速度，對台灣未來經濟發展的政策將有程度上的影響。

第二節 建議

針對上述結論，以下將分台灣投資環境、建議招商方式與政策法規三部分提出建議分析。

(1) 台灣投資環境

台灣向來是以製造出口為主要經濟來源，2011 年因歐美債市問題引發全球經濟蕭條，各國消費能力驟降，台灣無法幸免於難，首當其衝的是科技業無薪假甚至裁員的風波不斷，未來兩年應將會處於低迷情勢。同時國際間的經濟連動越趨密切，常牽一髮而動全身。根據經建會的研究顯示，台灣景氣循環的速度隨著世界腳步而加快，是台灣企業必須面對的問題；且全球市場充斥許多泡沫，因此造成全球投資、消費都趨於保守，對此現狀，政府的產業政策應要有前瞻與決斷力。

原先被政府列為「兩兆雙星」計畫的明星產業 DRAM、面板的產業結構已有所改變，獲利周期延長甚或消失，收益逐年下降，市占率被韓國、日本大廠占據，跨國企業如飛利浦也早於金融海嘯前全數脫手。台灣政府雖已查覺國內 DRAM 各廠過於飽和，卻沒有積極利用政策工具、資源以及道德勸說方式加以整合，導致產業已「病入膏肓」拖累投資人。「兩兆雙星」的問題日積月累，現已擴大成「四大慘業」(DRAM、面板、LED、太陽能光電)，由日本的經驗觀察，從十年前的爾必達的整併，到 2011 年新日鐵合併住友金屬後創造了全球第二大鋼鐵集團，還有最近日本政府支持中小尺寸面板三家業者整併，成立 Japan Display，都說明日本人的團結性，至少懂得在嚴冬來臨之際聚在一起取暖，先保持生命，再重新出發。台灣政府不能繼續再用過去的產業發展經驗套用在現在的產業困境上，當產業自己的紓困能力已達瓶頸時，就必須尋求外來的協助；包括：國內整併，走出去海外參股，或引進外國策略投資人壯大規模。行政院長吳敦義近日表示，已有擁有專利權的日本 DRAM 廠商有意願與台廠整合，若整

合成功，將可舒緩各廠殺價競爭與供過於求的狀況。並贊成國內面板廠以「適度觸中」的方式進行整合，這是完全正確的方向，成就與否端看相關單位如何規畫及執行，以下即列出幾點建議政府施政方針：

1. 政府明定施政主軸後，應積極扮演產業發展推動角色

政府對產業發展所扮演的角色，應是大方向的擘畫者，並訂立有利於產業發展的相關法規及政策，放手讓企業自行朝著政策方向發展，而不是積極扮演監理者的角色或是以防弊的態度來管理產業發展，反而箝制市場發展機制，讓企業無法發揮成長功能。因此政府的行政效率的提升、產業政策的透明度的強化，都是強化產業發展及吸引投資的重要議題。

馬總統強調未來為「黃金十年」以打造國家長治久安、活力經濟、全民共享為目標，規劃出六大施政主軸，分別為「開放佈局」、「科技創新」、「樂活農業」、「結構調整」與「促進就業」、「穩定物價」，「開放佈局」與「結構調整」即為本報告的重要論述，也是現在世界發展趨勢。新加坡、南韓、日本積極向外簽訂貿易協定，其中「台日投資協議」也在 2011 年 9 月於簽訂完成，都凸顯了跨國合作是順應情勢發展的最佳策略。除了日本之外，另一個合作的對象即為中國大陸，大陸雖然技術匱乏，但有龐大的資金與強而有力的政府政策支持，必須創造兩岸共同研究產業轉型的課題。而「聯中以引日」可為未來政府施政主軸之策略，經濟部積極推動兩岸合作，計畫成立 LED 照明的旗艦大廠，由中國大陸、台灣與國際大廠共同出資，雖為一正確的出發點，但於執行技術上有非常大的難處，即為至今陸資無法來台投資新興產業。兩岸雖有搭橋計劃且 LED 為其中重點項目，但只要與股權投資相關議題便會遭到阻礙，兩岸應合作打造 LED 產業鏈，共同整合日本、德國先進技術，並於中國市場與全球市場全面布局，才能繼往開來營造新產業格局。

2. 善用私募股權基金、併購，使資金活用加速企業轉型

韓國和日本金融業在亞洲金融風暴時，都由私募股權基金出手相救。摩托羅拉於 2006 年將晶片子公司飛思卡爾 (Freescale) 賣給凱雷和黑石，下市後重整成功，2011 年再上市。KKR 在 2006 年收購荷蘭飛利浦晶片部門成立恩智浦(NXP)，2011 年也成功 IPO。台灣私募股權投資相關法規嚴格，企業下市困難，管理層收購 (Management Buyout) 更加困難，讓私募股權基金很難使力成為改革的力量，私募股權基金是「長期附加價值性資本」(long-term value-added capital)，善於利用其內部資源，檢視價值被低估、需要被整合或能成為全球佈局型的企業而加以改造成功退場。政府應加速引進及借助外資與私募股權基金的投資，協助企業轉型升級及積極壯大自己走出去朝向全球佈局。另外，目前正面臨企業前景看淡的時機，政府應適時的介入促進及鼓勵企業整併，以打造全球具競爭力之企業為目標。

3. 提升政府效能，使外資有跡可循

政府效能包括政策的清晰度(transparency)、一致性 (consistency) 和效率性 (efficiency)，尤其是對於外人投資的不當干預因素必須大幅修正改進。當外國投資人對於潛在有興趣的投資卻因不了解台灣主管當局的政策時，將會造成其抱持投資高風險及不確定性，且立法院利用預算審查手段干涉行政程序，為台灣無法引入外資與走出去的主要原因，國家主權基金也因此無法設立。例如立法院要求國發基金須投資文創與生計等新興產業，欲於短期內產生績效有一定難度，對於政府當前積極正在推動的「投資台灣」將造成負面影響。

(2) 建議招商方式

近年來政府積極進行對外招商活動，但是招商的政策方向及招商對象都有再重新擬定及討論的空間。台灣主管機關傾向以體質差或是

瀕臨危機的企業來吸引外資投資，對於體質良好的企業，反而限制外人投資，如此招商思維將無法達到有效吸引外資的效果。

台灣過去招商皆以自身利益為考量出發點，很少考慮外資的想法。如愛台十二項建設，至今很多外資投資人都對於此政策內容懵懵懂懂，既然中國大陸能有「中新天津生態城」，台灣為何不能針對外資量身訂製集群招商，規劃內湖「新加坡中心」、新竹「日本鎮」或台中「蘇州城」呢？

反觀中國大陸前四大銀行中的三大和前五大保險公司中的四大都有國際一流私募股權基金的參與，中國私募股權投資之市場門檻不斷放寬，使得市場規模急遽擴張，成為中國經濟體最活躍的一部分，建議政府應仿效中國大陸，開放外資投資國內體質良好的企業，如此才更具備吸引外資投資的積極鼓勵效應。

政府對於招商計畫應擬定全面性、一致性的完整配套措施，以宏碁電腦為例，該公司投資 1.5 億美元，與協力廠商在大陸重慶市佈建全球製造基地，選擇重慶的理由主要在於「人力資源充足、資訊產業聚落、運輸基礎設施完善、行政效能高與招商配套措施完整」等綜合性考量。這個經驗非常值得台灣政府參考，招商計畫一定要有清楚的賣點、招商核心對象、系列配套措施及政策強力的支持，否則無法達到實質引進投資的目的。

與中國大陸本土企業相比，台商除了更具國際觀外，較能與對方溝通並給予尊重，以雙贏為目標的交易條件，所以大部分外資其實更偏好與台商交流，譬如：法國達能 (Danone) 被大陸飲品公司-哇哈哈坑殺的故事對很多歐商而言仍是當頭棒喝。台灣雖資金不能與中國大陸相比，但不能妄自菲薄，應積極搭上海外投資併購的順風車，政府應該做的即盡量敞開門戶，減少投資阻礙，建構完整的服務平台，外商自然能夠找到定位，繼而發揚台灣價值。

(3) 政策及法規

1. 建立審查機制透明度及可預期性

由於許多外資在台申請投資時，都無法直接與所主管的政府機關進行溝通，取得彼此的妥協及認知，反而是透過媒體報導才得知申請狀況及審查結果，此樣作為容易造外資對台灣法令制度的不安。因此，對於外資及陸資進入台灣的審查，主管機關應建立一套透明的審查機制，且須有明確的溝通管道及程序，並針對不同類型投資案標列所須要的審查的時間表，將補件的次數及時程有明確的規範，讓所有投資人有所遵循。

同時法律應與政策相互連結，政府政策或是行政準則應能夠轉化為明確的法令條文或是行政命令，讓業者有明確的遵循方向。否則常依法行事完成投資程序之刻，卻又被政府其他政策所牽制，讓投資者空跑白忙一場，徒增其對台灣政府的不信任。最後，建立外資及陸資申請投資案件的可預期性，使業者對於所申請的案件結果有可預期性，不致造成投資人執行上高度不確定風險。

2. 改善對於企業下市的認知

企業下市主要的目的為轉型，而下市的動機可能來自於股價被低估，必須做很多困難的決定與長期的投資，不一定會有短期效益。但能讓企業得以聚焦長期策略，且不需擔心股價隨市場波動與小股東解釋，相對的假如有許多小股東將無法順利進行，台灣很多企業都需要進行根本性的轉型，如切割部門或進行海外併購，唯有下市後才能放手改革。下市不是結束，而是新生的開始。但國內每每遇到有大股東參與的併購下市案件，就有人高喊小股東權益保障。殊不知小股東屬性不一，有長期投資持股者，也有短線投機操作者，各有不同的動機和目的，很難等同看待。因此，探討小股東權益保障，恐怕不宜完全從「同情弱者」的心態出發，而應講求大

小股東彼此權益的平衡。各國對大小股東之間權益平衡的保障，大都是以通過議案所需表決權數的高低來具體落實。我國的法制亦不例外，

依照目前的合併表決門檻，大股東進行管理階層收購時，只要透過公開收購取得三分之二或甚至二分之一股份，就幾乎穩操勝算，可以通過合併案。反對合併的小股東只有兩個選擇：提早下車在公開收購時出脫持股，或者堅持到底再透過異議股東收買請求權要求大股東收買其持股。很多所謂「大股東利害衝突」的情況，其實都是「小股東權益保障」的問題，未來大股東與小股東間的利益應該如何平衡，實值得相關單位思考，建議可以朝小股東權益保障的角度出發，建立保護機制，讓小股東與大股東共同創造雙贏局面。

由於 2006 年私募股權基金凱雷併購未能日月光，使國外機構存在我國主管機關對市值較高的併購案審查較為嚴格的刻板印象，此處值得主管單位與民間投資機構溝通，因為事實上國際間有許多企業下市重整再成功上市的案例，以馬來西亞 Maxis 電信公司為例，該公司為其國內第四大市值企業，為了進行海外併購而將企業下市，兩年後重新上市反而更加成功。因此，外界對於企業下市的負面看法不盡合宜，我國應多方瞭解國外下市又再度成功上市的案例，以為施政參考。

3. 人才培育及稅制改革

台灣缺乏國際人才，要打造國際金融中心、亞太運籌中心最需要的就是國際性專業人才。除了努力培養適任的國內專業人才計畫外，吸引外籍專業人士來台也是重點方法。但是若要吸引外籍專業人才來台灣工作則必需要提供足夠有吸引力的租稅優惠制度，以及提供及解決其在台生活及子女就學問題，放寬居留、探親與離境等規定，提升專業人士在台生活品質等方式。透過上述作法，將可增

加國際人才來台服務之誘因、提高其來台意願，如此將有助於國內企業延攬優秀之國際人才；另一方面，如何做好國內培育國際人才的計畫極為重要，其中包括改善外語教育資源、放寬法規限制等，才能培育出具國際級競爭力的專業人員。

許多台灣的優秀人才都已流向香港及上海工作，原因是台灣政府並不重視人才流失問題，台灣應留住的人才類型包括：專業經理人、研發人才、基金及創投管理人才及科技顧問人才。反觀香港及大陸主要城市都有許多台灣專業人才的駐足情況看來，台灣專業人才不斷的流失或到國外打工造成楚才晉用的情況，實為可惜。觀察新加坡與香港能夠成為金融中心主要是因為匯聚各地的優秀人才，而留住該等人才最立即見效的措施則為方便的生活機能、友善的工作環境，以及具備與亞太區周遭國家相比較具競爭性的稅賦優惠制度。因此台灣主管機關在設計人才管理計畫時，宜好好參考周邊國家的機制，提供洽當機制才能留住好人才為台灣貢獻己力。

4. 建立企業海外投資獎勵策略

改善國內投資環境、提升政府效能及擬定有效的招商政策都是為了有效吸引外資投資台灣，以達到協助產業發展的目標。台灣企業面臨到轉型、升級的需求，為了延續核心價值及優勢、建立國際競爭力，更要積極的結合國際投資人共同進行全球化佈局。

以中國大陸為例，政府不但積極吸引外資，也同時鼓勵中國企業走向海外併購或是投資外國公司，而且從中央至地方政府都全力支持，包括銀行也以實際行動支持企業進行海外投資所需的資金融資，協助大陸企業能迅速拓展事業版圖，建立國際市場的切入平台。

相對台灣政府政策而言，中國大陸政府對於如何協助引資及企業全球佈局的政策較為明確且有效。由於台灣的本土市場不夠大，只有不斷開拓海外市場才能維持企業永續發展的動力，但是跨國/

跨地區/跨領域的投資活動都是挑戰，台灣政府應仿效各國的政策，可藉由「稅負激勵措施」、「貸款資金提供」及「締結投資保障協議」等方式來協助及鼓勵企業達到全球化佈局的目標。

台灣企業若能在國際舞台佔有重要的地位，將會聚焦國際資金的目光。因此，政府在積極引進外資投資台灣的同時，亦應扶植指標性企業，鼓勵企業強化體質、積極走出台灣、邁向全球化佈局，以更進一步促進國際資金對台灣的注重，進而前來投資台灣，達到產業發展、提升經濟及國際競爭力的目標。

5. 仿效新加坡淡馬錫與韓國投資公司(Koera Investment Company, KIC)，強化國家發展基金投資功能

韓國政府仿效新加坡政府投資公司(GIC)成立韓國投資公司於西元 2005 年開始營運，負責管理外匯儲備，當時受晶片出口的上揚，帶動韓國外匯儲蓄的漲幅，同年 5 月已達 2060 億美元，韓國央行撥出 170 億美元供韓國投資公司操作，至 2010 年 4 月 KIC 所管理的資產達 300 億美元，並將大部分資產投資於高度流動性傳統資產，雖然相對其他亞洲國家主權基金 KIC 的規模較小，但其善用部分外匯存底，因而獲取高額利益。我國於外匯存底的排名名列前茅，似乎可仿效 KIC 考量在同處於非國際貨幣基金成員下之劣勢風險下，利用部分外匯存底，或者可把退撫基金等四大政府基金、國民年金等結合，交給專業單位尋找投資標的做長期投資。

另外，政府要懂得運用政策牌，也就是「國發基金」。政府除了資金的投入以外，還應加以政策的配套，鼓勵企業間的併購和產業整合，另外如果有想像力的話，還應該積極促進兩岸在新型產業的價值鏈合作，創造雙贏。經建會主委劉憶如表示，台灣的綠能產業上中下游不相往來，如果能從上游到下游整合供應鏈，就能產生綜效。國發基金也應配合主動投資具有整合能力的產業，方法並非

直接投資某特定綠能公司，而是採整合模式，由產業龍頭與國發基金組成合資公司，由該公司負責整合活動，此將為最有效的政策導引，期望相關單位能夠貫徹執行。

6. 針對「企業併購法」之租稅措施、勞工留用及併購程序等內容提出有無排除障礙之建議

一、租稅措施方面

(一) 第 35 條 (商譽認定原則)

基於企業併購法鼓勵企業合併之立場，除針對無法辨認原因之無形資產 (商譽) 准許其分年攤折外，可辨認原因之無形資產更應准許其分年攤銷方為合理，因此建議公司進行併購而產生之「無形資產」，均得於十年 (或一定期間) 內分年平均攤銷。

(二) 第 38 條

1. 有關本條之「前五年內各期虧損」及「自虧損發生年度起五年內」，建議均應配合所得稅法第 39 條有關營利事業以前年度虧損扣除之規定由五年改為十年之修正，修改為十年，且為維持立法一貫性及延續性，應追溯至所得稅法該條修正施行日開始適用。

2. 企業併購法第 38 條第 1 項、第 3 項有關參與合併或分割之公司於合併或分割前尚未扣除之前五年虧損 (建議修改為 10 年)，須按與合併或分割之公司之股東占合併存續 (或新設公司) 或既存受讓分割公司之股權比例，計算得由合併存續 (或新設公司) 或既存受讓分割公司自合併或分割後當年度純益扣除之金額，致參與合併或分割之公司損失既有之虧損扣抵租稅優惠，阻礙企業併購意願，有違企業併購法之租稅中立性立法原則。惟為避免企業藉合併有虧損公司或分割受讓有虧損公司之部門不當規避所得稅，亦不宜准許參與合併或分割之

公司於合併或分割前尚未扣除之前五年內各期虧損，無條件全數可自存續公司（或新設公司）或既存分割公司於併購後之當年度純益中扣除，因此建議企業併購法第 38 條第 1 項及第 3 項得修正為符合一定條件下，參與合併或分割之公司於合併或分割前尚未扣除之各期虧損，全數得由存續公司（或新設公司）或既存分割公司自虧損發生年度起從當年度純益額中扣除。

（三）第 39 條

本條第 3 項建議刪除「並將取得之股份全數轉與股東者」。母子分割或混合分割（部分母子分割、部分混合分割）態樣，被分割公司因而產生之所得，應免徵營利事業所得稅。又揆諸本條立法理由，公司讓與營業或財產取得股份產生之所得免徵營利事業所得稅，乃基於租稅中立性原則考量所為之規定，似不應排除母子分割或混合分割無法適用。

二、勞工留用方面

（一）第 15 條

建議刪除本條第 3 項，關於消滅公司、讓與公司或被分割公司移轉勞工退休準備金至存續公司、受讓公司之勞工退休準備金監督委員會專戶前，應提撥之勞工退休準備金，應達到勞工法令相關規定申請暫停提撥之數額之限制。

（二）第 16 條

現行企併法與勞基法均明文規定新舊僱主得於併購時得商定是否留用舊事業之勞工（下稱「商定留用程序」），實質上賦予企業於進行併購時得資遣員工之彈性，以促進併購綜效。惟實務見解認為商定留用程序僅適用於被併購公司法人格消滅的情形，而不涵蓋股份轉換。但在股份轉換之情

形，併購公司實質上已完全取得被併購公司的控制權，經濟意義上與合併相去不遠，似不應因股份轉換形式上被併購公司法人格未消滅，即不適用商定留用程序，以修法明訂之。

三、併購程序方面

(一) 第 4 條

就本條第 4 項「收購」之定義建議修改如下：為免過於限縮本法範圍，朝向不限於目前第二章第二節「收購」類型之方向予以思考，例如現金收購亦得適用；然為免過於擴張致任何涉及股份、營業或財產之交易均須適用本法，建議明訂收購達一定股權比例、一定規模或金額以為門檻，始符合本法鼓勵企業跨業經營與專業集團化之發展，以及強化競爭力與效率之精神。同時，針對其他法律所規定之交易但應或得適用本法者，例如公司法之股份交換，訂明得適用或準用本法，以免解釋發生歧異。同時，如「收購」範圍有所調整，亦須併同考量本法中其他各收購相關法條有無配合調整之必要。

(二) 放寬本法適用範圍

1. 建議本法擴大適用至有限公司：目前企業併購法之適用原則上限於股份有限公司，例外始適用於有限公司，考量實務上有限公司也有進行併購需求，建議將企業併購法之適用擴大至有限公司。

2. 建議放寬公司型態之限制：跨國併購中外國公司限於依其成立之準據法規定，係屬「股份有限公司或有限公司」之型態（企業併購法第 21 條），然外國公司組織型態多樣化，不必然完全符合我國有限公司或股份有限公司

之定義，考量跨國併購之需求，建議可考慮擴大為「為具有法人格之組織，且依其成立之準據法規定得與其他公司進行併購者」。

（三）條文中「併購時」之不確定用語建議修正

本法雖有關於股東表決權契約、表決權信託契約、限制股份轉讓/設質契約等規定，然因法條文字有「併購時」之不確定用語，致衍生疑義，實務曾有將股東表決權契約/表決權信託之拘束力，限縮於僅適用於通過該次併購案之股東會之見解。建議將「併購時」之用語調整為「因進行併購」，以避免股東表決權契約、表決權信託契約、限制股份轉讓/設質契約之適用範圍過窄，另亦可斟酌規定該等契約具拘束力之年限（例如五年），以免契約約定過度（無限期）限制股東權之行使。

（四）利益迴避適用範圍疑義

查本法第 18 條第 5 項之立法理由係「鑒於合併通常係為提升公司經營體質，強化公司競爭力，故不致發生有害於公司利益之情形」，從而明訂於合併案中該等股東與董事得參與表決。自上述立法理由觀之，立法者既已肯認合併不致發生有害於公司利益之情形，於依相同事件相同處理之原則，其他類型之併購案件（例如收購與股份轉換等）亦應有相同之效益，應比照辦理；此外，參與併購公司若有相同股東或相同之董事時，亦應得明訂該等股東及董事得就併購交易加以表決。尤其實務上，公司於收購他公司前即先行成為他公司之股東或董事（即先購後併），從而得更瞭解他公司之價值，或數公司因共同股東

之「牽線」而加以整併者，屢見不鮮。將利益迴避免除予以明文化，更能促達到促進企業整併之目的，並降低法律風險。否則，因利益迴避規定影響股東會及董事會決議之效力，若須於各併購交易個別判斷有無公司法第 178 條之適用，因該條並無客觀標準，恐因法律解釋之不確定性影響併購交易之有效性，連帶將影響該等公司與各交易相對人間之法律活動之效力，影響甚廣。

參考文獻

一、中文部分

1. 丁麟祥(2007),《傳統產業與國際私募基金併購策略因素探討-以復盛公司為例》
2. 中國歐盟商會、貝恩公司(2009),《私募股權基金對中國經濟和社會的影響》
3. 中華經濟研究院(2009),《兩岸經濟合作架構協議之影響評估》經濟部委託研究
4. 王安壽(2010),《吸引外資投入台灣高科技產業之政策競爭評估準則之研究》
5. 王雅嫻、徐心蘭(2007),《私募股權基金之市場發展現況、國外相關規範及可能引發之問題》,金融監督管理委員會證券期貨局委託研究
6. 李存修、葉銀華(2008),「國際私募股權基金之發展與監理」,台北外匯市場發展基金會委託研究
7. 李桐豪(2011),《金融海嘯後全球金融改革方向之研究》
8. 林建甫、吳孟道、劉明德(2009),《後金融危機時代全球經貿版圖重整與因應》,經建會委託研究案
9. 林建甫、劉明德(2009),「我國因應全球金融海嘯之策略與檢討政策建議」,總統府委託研究
10. 林祖嘉、譚瑾瑜(2010),「兩岸經濟合作與東亞區域經濟整合新契機」
11. 林耀文(2009),《資訊揭露作為經濟管制手段之研究》,臺北大學公共行政暨政策學系
12. 張永河、田景仁(2010),《民間資金導入公共建設機制之探討》

13. 郭華良、汪洋(2011)，《博鰲亞洲論壇 2011 年度報告》
14. 陳亨安(2008)，「外人直接投資發展趨勢與課題評析」，《經濟研究》，第 8 期
15. 葉淑玲(2007)，「私募股權市場投資與對市場之影響」，《證券暨期貨月刊》，第 25 卷，第 6 期
16. 蕭碧燕(2010)，「美國金融改革對私募基金之影響」，《期保結算所雙月刊》，第 189 期
17. 謝中琮(2010)，「如何提升我國競爭力」，《經濟研究》，第 11 期
18. 鍾佳蓉(2010)，「外人直接投資總體經濟誘發效果之計量分析」
19. 羅懷家(2011)，「兩岸投資及人身安全保障與合作」
20. 蘇秀玲(2007)，「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

二、英文部分

1. IMD. (2010) , 《The 2010 Year Book of World Competitiveness Report》
2. James Ahn 、Chinta Bhagat and Keiko Honda (2010) , 《Private equity Asia-Pacific》
3. Jim O'Neill and Anna Stupnytska(2009) , 《The Long-Term Outlook for the BRICs and N-11 Post Crisis》
4. Rajeev Das and Nana Hasegawa (2011) , 《Japan: Steel: Integrated》
5. Timothy Moe 、Caesar Maasry and Richard Tang(2010) , 《EM Equity in Two Decades:A Changing Landscape》
6. WEF. (2010) , 《The Global Competitiveness Report, 2010-2011》

三、網站部分

1. ECFA台灣官方網頁(<http://www.ecfa.org.tw>)
2. The Mergermarket Group (<http://www.mergermarket.com/>)
3. 大眾銀行(www.tcbank.com.tw/)
4. 中時電子報(<http://news.chinatimes.com/>)
5. 台灣證券交易所網站 (<http://www.twse.com.tw/ch/index.php>)
6. 行政院大陸委員會(<http://www.mac.gov.tw/>)
7. 行政院經濟建設委員會網站 (<http://www.cepd.gov.tw>)
8. 投資中國網(<http://www.chinaventure.com.cn/>)
9. 英國經濟學人(<http://www.economist.com>)
10. 第一財經日報(www.yicai.com)
11. 經濟部投資業處(<http://www.dois.moea.gov.tw>)
12. 經濟部投資審議委員會(<http://www.moeaic.gov.tw>)
13. 萬泰銀行網站(<https://www.cosmosbank.com.tw/>)
14. 鉅亨網(<http://www.cnyes.com>)
15. 維基百科(<http://zh.wikipedia.org>)

私募股權基金在台灣投資現況與展望調查

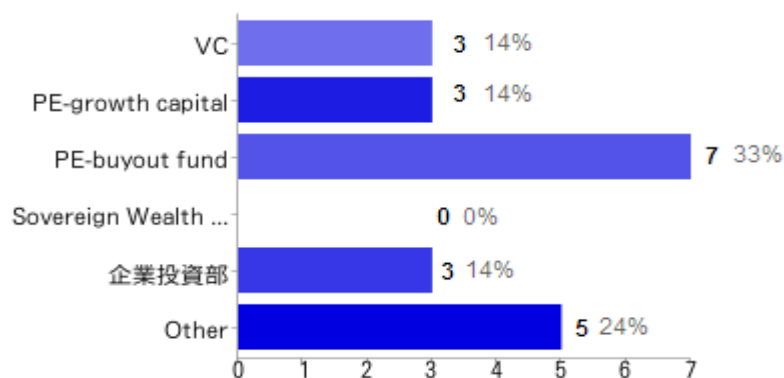
台灣的外人直接投資(FDI)在 2007 年達到 153 億美元高峰，但過去這幾年，卻呈現急速下降的趨勢。以 2010 年為例，台灣只吸引到 38 億美元，遠低於南韓的 129 億美元、印尼 125 億美元、越南 110 億美元以及馬來西亞和泰國各 90 億美元；除此之外，台灣 2011 年前 5 個月吸引到的外來直接投資總額，較 2010 年同期水準還減少 14%，中國在 2011 年 6 月即獲得單月 129 億美元外來直接投資⁸⁴。

為探討外資投資台灣的現況及未來投資台灣意願，促使政府積極思考如何加速改善國內投資環境，健全投資法令，吸引國外投資以推動國內經濟成長，台灣併購與私募股權協會於 100 年 7 月 20 日至 8 月 20 日針對國際機構投資人進行「私募股基金在台灣投資現況與展望調查」，問卷調查結果及綜合分析如下：

一、 問卷結果

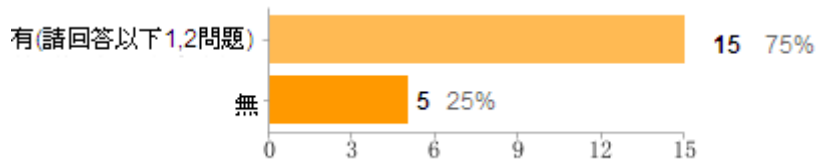
有效樣本數：20 份

1. 公司型態(複選)

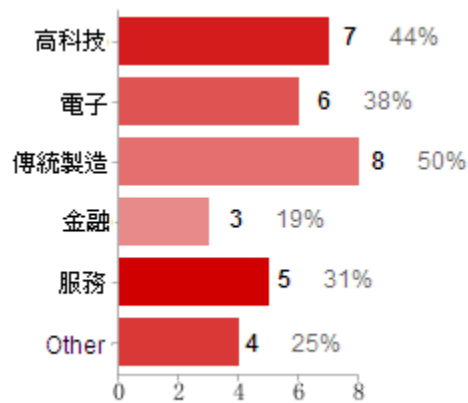


⁸⁴ Taiwan business Topics, July 2011, American Chamber of Commerce in Taipei
經濟部投資審議委員

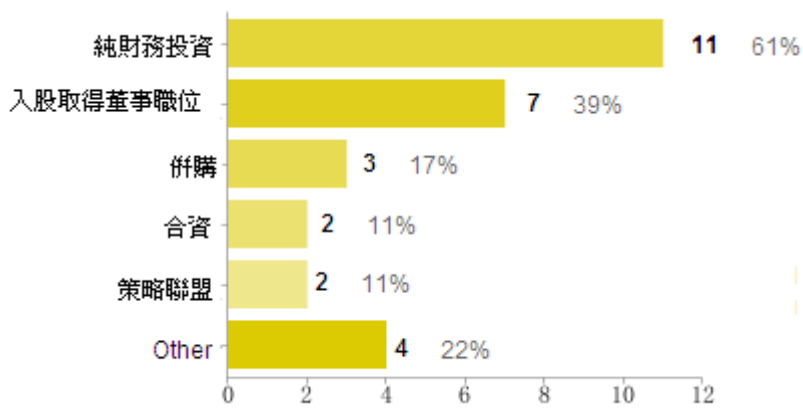
2. 請問過去五年是否曾在台投資?



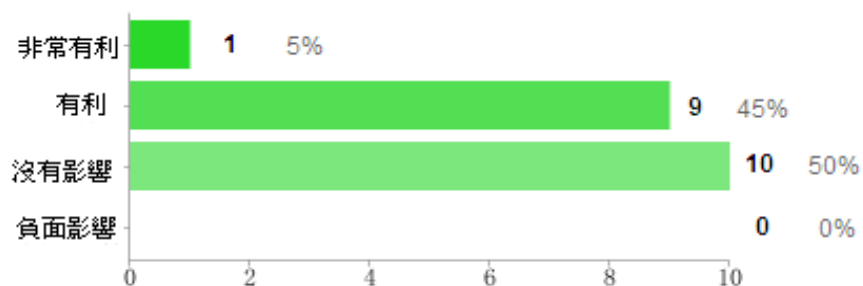
(1) 投資產業別(複選)



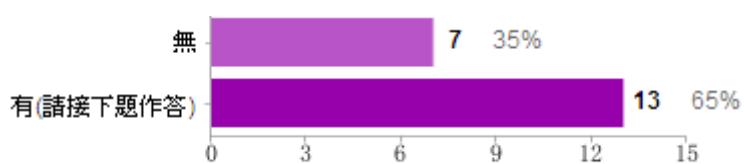
(2) 投資方式(複選)



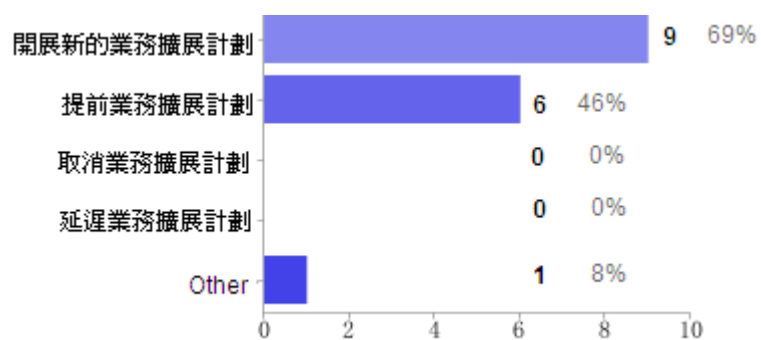
3. 於 2011 年開始實施的 ECFA 對貴公司是否有利?



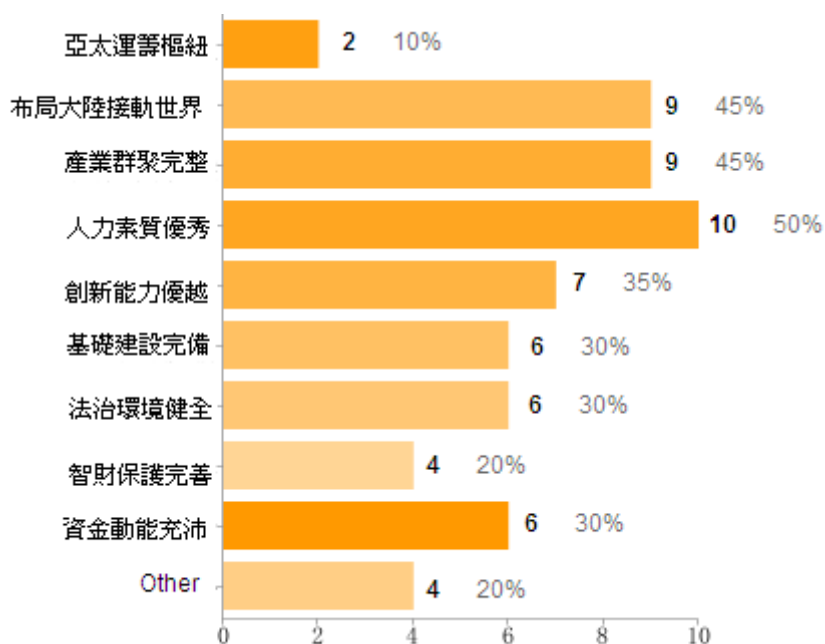
4. 請問兩岸 ECFA 的簽訂是否影響貴公司來台投資的意願?



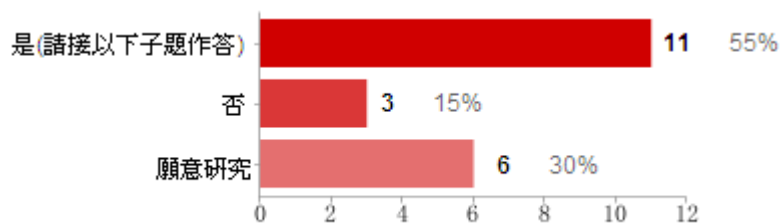
(1)如何影響(複選)



5. 請問貴公司選擇投資台灣的理由(複選)?



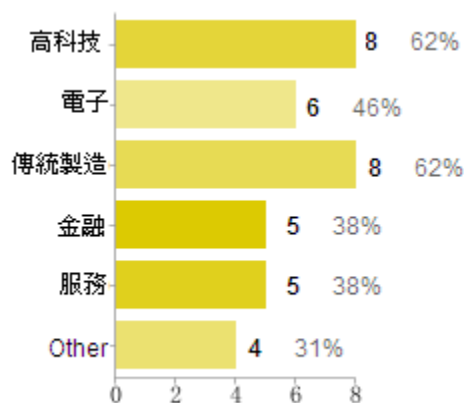
6. 請問未來五年貴公司是否有在台投資計畫?



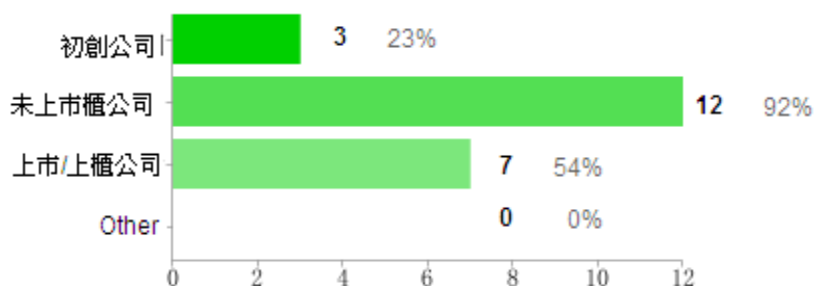
(1)預計投資台灣的金額規模(US\$)

預計投資台灣的金額規模	份數
10~30 million	1
30~50 million	1
50 million	1
1 billion	1
uncertain, may 150~200 million	2
depends	1

(2)預計投資的產業(複選)



(3)預計投資公司階段別(複選)



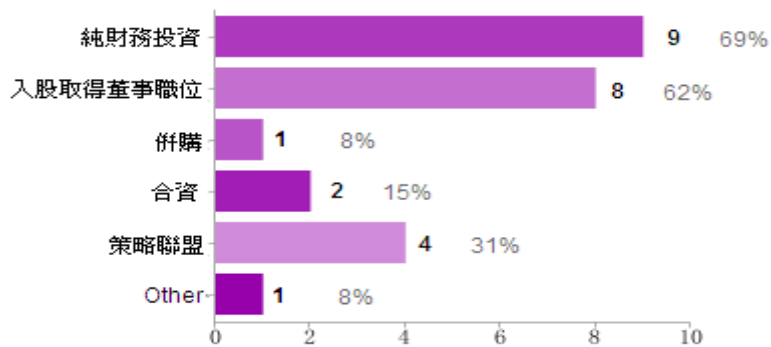
(4)被投資公司的平均營收規模及成長率

被投資公司的平均營收規模及成長率	份數
NTD200 million, 10%	2
NTD300 million & above	1
NTD 500 million 以上	1
Greater than US\$25 million	1
10%~20% 以上	1
growth~20%+	1

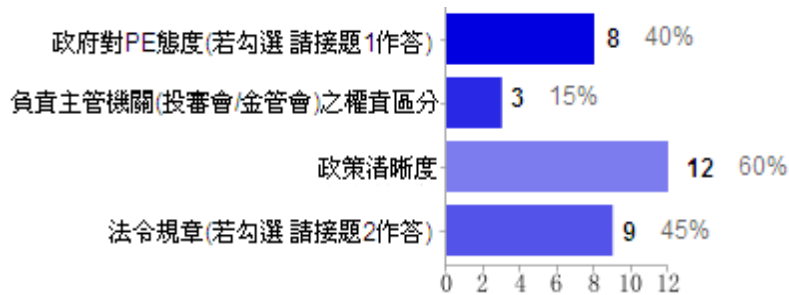
(5)被投資公司的稅前盈餘(EBITA)

被投資公司的稅前盈餘	份數
NTD\$ 20 million	1
NTD 50 million 以上	1
NTD\$ 200 million	1
US\$15 million+	1
US\$ 40 million 以上	1
US\$ 50 million+	1
Investing in companies with future earning potentials	1

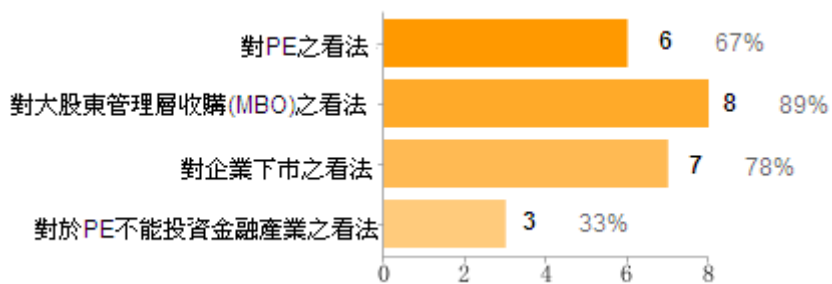
(6)預計投資方式(複選)



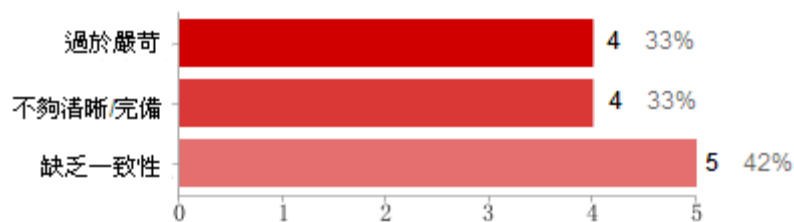
7. 現階段的投資過程所遇到最大的問題為何(複選)?



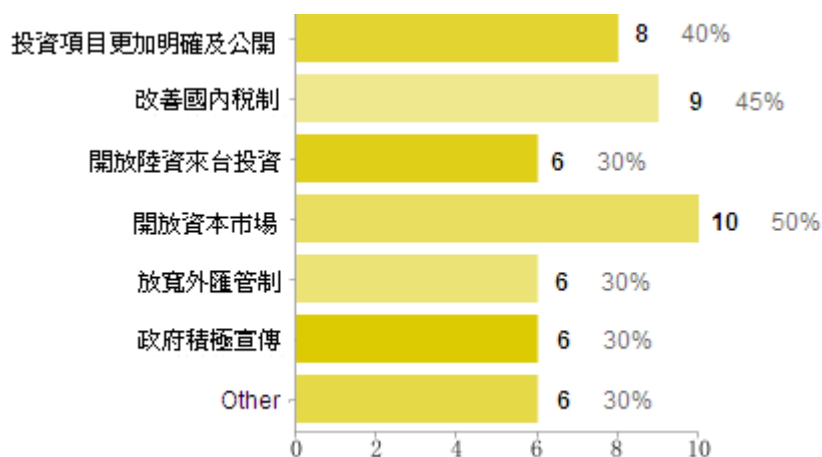
(1)政府對 PE 態度(複選)



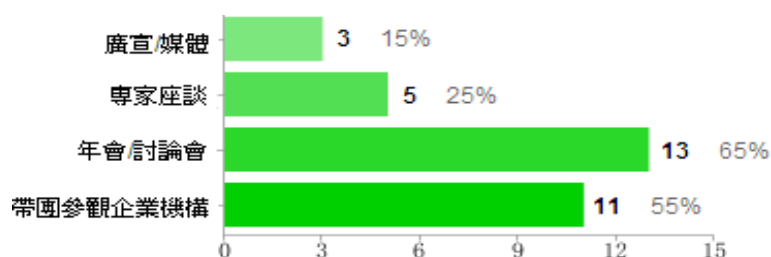
(2)法令規章(複選)



8. 建議如何吸引外資投資台灣?



9. 建議台灣招商引資方式?



二、 綜合分析

為進一步探討國際機構投資人對於我國投資環境、相關法規及政策的看法，台灣併購與私募股權協會同時針對 13 家未填具問卷之知名國外私募股權基金、機構投資人進行個別訪談及調查。綜合問卷調查結果及訪談內容，彙整分析如下：

1. 過去五年在台灣投資實績

根據問卷調查結果，過去五年曾在台灣投資的投資人佔回覆的 75%，所投資的產業主要為「傳統製造」、「高科技」及「電子產業」；主要投資方式為「純財務投資」及「入股取得董事職位」。

事實上，私募股權基金在台灣投資的領域遍及電信、服務、銀行、保險、高科技製造及傳統產業等領域，在投資的歷程中，不論是扮演「財務性投資人」或是「策略性投資人」，此兩種類型的投資人都是

企業發展或轉型的重要關鍵角色，不僅替企業帶進資金，同時引進技術、人才及跨國管理經驗。

2. 未來五年投資台灣意願

(1)趨勢

根據問卷調查結果，未來五年內有投資台灣計畫的外資僅為 55%，願意研究者為 30%，沒有投資計畫者為 15%；預計投資的產業仍以「傳統製造」及「高科技」產業為主。過去五年在台灣有投資經驗的 15 家外資，僅 10 家表示未來五年有投資台灣的意願，顯示外資對台灣的投資意願呈現下降趨勢。

事實上，陸資及外資對於國內新興產業都有投資興趣，但國內在高科技、製造以外的產業，如：生技、醫療、旅遊、文化創意等，都未具經濟規模或形成產業聚落，也尚未見政府提出完整的產業發展政策及投資配套措施，相對高科技產業而言，亦缺乏大規模、優質的投資標的，無法建成產業聚落效應。

(2)規模及投資考量因素

在「公司階段別」方面，外資仍以國內的未上市、櫃及上市、櫃公司為主要投資標的，主要考量即在於經濟規模及投資效益；在「被投資公司的平均營收規模及成長率」方面，共有 7 家投資人回覆，對於被投資公司平均成長率要求為 10% 以上；在「被投資公司的稅前盈餘(EBITA)」方面，7 家回覆的投資人主要仍是以公司未來是否具發展潛力為投資評估標準。

3. ECFA 簽訂之影響

根據問卷調查結果，認為 2010 年開始實施的 ECFA 對公司有利的投資人僅有 50%，另 50% 的投資人認為 ECFA 對公司沒有任何實際影響；而認為 ECFA 實施對公司有利的投資人當中，有近 65% 回覆兩岸 ECFA 的簽訂有影響其台灣投資的意願，主要的影響為投資人將

「開展新的業務擴展計劃」及「提前業務擴展計劃」。

4. 台灣投資環境

(1) 投資環境優勢

依本次問卷調查結果，國際投資人選擇投資台灣的前三大理由主要為：「人力素質優秀」、「布局大陸接軌世界」、「產業群聚完整」。此結果呈現出目前台灣所擁有的環境優勢：歐美廠商普遍認同台灣的關鍵地位，與台商合作意願高；日資因過去歷史因素，偏好利用台灣進軍大陸；而香港是金融的樞紐，和以科技及電子產業為重點的台灣沒有重疊。

(2) 陸資來台限制

台灣目前在引進資金方面，對於非屬於高度管制的產業，政府仍不允許陸資投資，相對限制了國內產業發展的資金來源管道。事實上，ECFA 簽訂後許多大陸公司前來詢問開放的項目、金額及投資方式等問題，但實際來台灣投資的案例卻寥寥無幾，主要是因為投審會嚴格把關所致。雖然目前對於投資大陸的政策逐漸開放，但台灣在對大陸投資方面仍存在很多障礙，如：規定的僵化、(案件)主辦人的標準不一致等，台灣希望成為外資「佈局大陸接軌世界」的橋樑，其實仍有許多問題待解決。

政府開放陸資來台投資已有兩年，累計核准投資案件僅 182 件，金額約 1 億 6,690 萬美元，反觀台灣投資大陸已超過 100 億美元，兩岸相互投資呈現極端不平衡的情況。

(3) 投資政策不夠開放

本次問卷調查中，認為台灣具有「亞太運籌樞紐」優勢的外資僅有 2 家，在所有台灣投資環境項目當中敬陪末座。外資對於台灣是否具備「亞太運籌樞紐」優勢的看法相當分歧，根據所受訪的國際私募股權基金表示，1990 年代國際私募股權基金進入歐洲國家進行投資

及併購，當時所面臨的阻礙遠超過目前外資進入台灣的阻礙，但市場最終還是建立起來，這是由於歐美國家的政策普遍仍尊重資金的自由流通及市場的開放契機。反觀亞洲情況則不然，歐美國家對亞洲的觀點主要是「資金不流通、不開放」，他們以此觀點看待中國大陸的閉鎖政策，所以很自然的台灣很容易也被歐美國家歸類與中國大陸同一陣線，因此台灣政府的投資政策要更開放，才能釐清此一錯誤觀點。

(4) 產業政策不明確

國內政府過去以高科技產業為重點發展產業，全力扶植科技、電子產業的成長。除了政府資源的投入，產業發展過程中非常重要的一點就是金融機構(銀行、非銀行的創投)解決許多企業資金方面的問題，選擇支持的行業、對資源進行有效的分配。然而，對於台灣一波重點發展產業，卻未見政府有一個明確的規劃方向及發展重點，僅是將國家資源雨露均霑地分配給不同產業，如：生技、醫療、文化創意、精緻農業等，此非產業發展的長久之計。是否效法韓國政府極力塑造大型企業模式，引領產生龍頭聚緣，爾後再以大帶小方式，創建產業聚落，或許易見立竿見影之效。

5. 政策及法令規章

根據問卷調查結果，外資普遍認為現階段的投資過程所遇到最大問題為「政策清晰度」，其次為「法令規章缺乏一致性」。

受訪的國際私募股權基金業者表示，台灣的法規與其他亞洲國家相較，完整且規範明確，以投資人的角度來看，都希望在台灣的投資案能夠成功，因為成功之後就會對台灣有信心並繼續投資，但是目前投資台灣所面臨的一個重要障礙在於：政府缺乏透明且可信賴的政策規範，因而造成無法預測的執行風險。

由於跨國投資案涉及的層面極廣，政府應訂定一套明確的依循法令或是依照國際慣例行事，行政機關若是因為任何因素未能依法行

政，投資人的信賴利益將會受到嚴重損害。台灣停建核四案就是一例，此案對台灣的負面影響是重創了政府的國際形象以及台灣投資環境的評比，讓國際投資人對於投資台灣產生卻步。

而最近讓國際投資人對於台灣政府行政效能再度產生疑慮的則是南山人壽股權併購案。該案依照金管會所宣示的審核原則，並未排除財務性投資人或是私募股權基金，但最後此案卻是因不符合長期經營承諾及資金來源不足被否決，而金管會認定不符合長期經營承諾的理由為「投資架構的中層控股公司未安排七年信託鎖股，以確保長期經營承諾」。依國內現有的法令規範及國際商業慣例，並沒有任何外資被要求其最終受益人或是投資架構的中層控股公司必須有信託鎖股要求的前例。

此案凸顯出國內主管機關在投資案件進行的過程中，並沒有讓投資人明確瞭解進行投資的必要條件，亦即，當主管機關對於投資人的適格性有疑慮時，就應於事前訂定相關法令以為規範，而不是讓投資人在不瞭解「必要條件」的情況之下開始進行重大投資案，爾後造成投資人無法預測的執行風險，以致失敗退場，造成投資人失誤，也傷害了政府的投資政策威信。

6. 主管機關態度

(1) 政府對於私募股權基金態度

在本次問卷回函中，「政府對 PE 的態度」尤其是「對於大股東管理層收購(MBO)」及「企業下市」之看法及態度，成為外資投資台灣過程中所面臨的重要問題，顯示出台灣政府認為大股進行收購及企業下市一定不利於小股東的錯誤觀念，已對外資投資台灣的意願造成極大影響。

私募股權基金結合企業管理階層共同併購企業並將其「下市」是一個很自然的過程，在世界各國進行收購及投資都是以此方式先將公

司「私有化」之後再進行重整、再造。下市最重要的理由是為了整頓及轉型，而下市之後私募股權基金比一般小股東承擔更大的投資風險，因為不論企業未來獲利或虧損，都必須自己去承擔，而小股東投資一個公司通常只是等待成果或是股價上漲，不必承擔整體事業失敗的風險。

(2)投資人保護中心過於保護小股東

國內為了保護投資人權益而設立「證券投資人及期貨交易人保護中心」，對於小股東保護的立意良好，但是往往只顧及小股東權益是否受損而忽略其他 stakeholder(利益關係人)的權益。通常私募股權基金收購一家公司之後，不僅僅是進行財務的槓桿操作，還帶進許多管理層面的經營 know-how、通路及人才等，所以不應該只從小股東的觀點來看待整個企業收購案，如此反而制止了企業轉型發展的良機，並不利於企業永續發展的歷程。

(3)投審會定位不明

對於外資來台投資進行有效率的把關需政策非常重要，也需要很多預算來系統化執行，然而投審會的預算每年都在縮減，在預算不足的情況下，最容易的審查方式就是先駁回申請案件，爭取時間再議，但是任何一個大型投資案，牽涉到資金運用，時間往往是考量的重大因素之一。因此投審會的角色扮演，究竟是嚴格把關或是鼓勵投資呢？似乎應該強化功能才是。

(4)以「紓困」的態度引進國際資金

以國內銀行業為例，由於銀行家數過多，造成 over-banking 狀況，過度競爭的結果產生許多體質不健全的銀行。為了解決這些問題金融機構，政府以「紓困」的態度引進國際私募股權基金入主國內的銀行，而目前入主國內銀行的私募股權基金受限於現行法令之故，績效未達預期，在投資報酬率無法提升的情況之下，無法順利退出，對於其再

投資台灣的意願造成負面影響。

7. 吸引外資投資台灣方式

根據問卷調查結果，建議吸引外資投資台灣方式主要為「開放資本市場」及「改善國內稅制」，此結果反應出國內資本流動限制及稅制改革效率不彰問題若再不儘速改善，台灣的優勢將流失。

(1) 開放資本市場

資金能夠自由流動是一個國家經濟是否開放的指標，只准資金進卻不准退的地區，外資勢必不會將之列入投資考量。根據世界經濟論壇全球競爭力評比，台灣資本流動限制排名第 101，新加坡排名第 6，顯示台灣的資本市場開放度有待提升。以英國最大保險集團英傑華與第一金控的合資案為例，當英傑華欲停止與第一金控的人壽業務，退出台灣市場時，金管會即表示保險是長期經營的概念，兩家公司必須繼續共同經營，不能輕言退場。就外資角度而言，政府此時應檢討投資環境是否已不再具有吸引外資的優勢，而非以「長期經營承諾」干預外資自由進出市場的機制。

(2) 稅制

據受訪的外資專業經理人表示，台灣若要成為亞太運籌中心，金融仲介機構如律師、會計師、券商等，佔舉足輕重地位，但許多台灣所培育的優秀國際金融人才都前往香港就業，除了香港靈活的金融環境吸引人才之外，主要導因於台灣高達 40% 的綜合所得稅率。

根據目前稅法的規定，外籍人士於課稅年度在中華民國境內居留合計滿 183 天即被視為中華民國國民，將被課徵個人綜合所得稅，相較於香港課徵 15% 所得稅，台灣人才自然被吸引過去，造成嚴重的人才流失問題。

焦點座談會議記錄

投資台灣與台灣走出去的問題研究與突破 -如何透過私募股權基金及併購擴大投資台灣-

「台灣企業併購現況及趨勢」座談會 會議紀錄

時間：100年8月16日(二) 下午 2:00-5:00

地點：財團法人國家政策研究基金會 101 會議室

主席：

財團法人國家政策研究基金會 林建甫 財政金融組召集人

與談人：

台灣併購與私募股權協會	黃齊元	理事長
神基科技股份有限公司	蔡豐賜	董事長
台橡股份有限公司	林永強	副總經理
普華國際財務顧問股份有限公司	劉國佑	執行董事
理律法律事務所	趙美璇	資深顧問
眾達國際法律事務所	陳泰明	資深顧問
宏鑑法律事務所	王傳芬	合夥律師

研究團隊：

楊正秋(台灣併購與私募股權協會 秘書長)
黃芝穎(台灣併購與私募股權協會 經理)
顏藏澤(台灣併購與私募股權協會 專員)
彭韻青(台灣併購與私募股權協會 專員)
呂帛晏(國家政策基金會財政金融組 助理研究員)
彭思遠(國家政策基金會財政金融組 助理研究員)

發言人	與談重點
林建甫召集人 (主席)	請各位與談人就以下議題進行討論：台灣企業併購外國企業(含大陸)所面臨問題、如何利用併購帶動企業成長/台灣走出去、完善台灣併購環境的關鍵因素、併購案例研討。
黃齊元理事長	<p>1. 本研究案探討二個主題，企業如何「走出去」以及怎樣將資金「引進來」：企業要走出去的主要方式是透過「併購」(M&A)，M&A 包括合併、收購、參股(投資少數股權)、合資以及各種形式的策略結盟。2011 年台灣企業併購活動不斷，跨境併購(Cross-border M&A)案件特別多，同時也包括海峽併購(Cross-Strait M&A)。在投資的歷程中，M&A 所引進的是「策略性投資人」；而將資金引進來即是「引進私募股權基金」，亦即是引進「財務性投資人」。這兩種類型的投資人都將對企業投資的成敗扮演極重要角色。</p> <p>2. 為明確探究投資的成效，可以就外人直接投資的數據獲得判讀。近年來台灣 FDI(Foreign Direct Investment)數值急速下降，探究原因，除了中國大陸近期的崛起吸引大部份外國資金之外，台灣的優勢及價值沒有被突顯，也是一個重要因素。同時，過往全球經濟主要是由美國來帶動，但最近中國的興起變成新的成長引擎，其所實施的十二五計劃又即將讓中國由「世界工廠」變成「全球市場」，加速歐美企業在亞洲佈局的速度。反觀台灣投資環境卻每況愈下，政府雖然大力對國外招商，但實際上外資進入台灣進行投資時刻，卻常常面臨困難不斷、重重關卡及諸多阻礙。其中相關政策的清晰度、法令規章的不一致性，都是影響外資近年來對台灣投資意願降低的重要原因。</p> <p>3. 為了延續台灣企業的核心價值及優勢，台灣企業面臨到轉型、升級的需求，要建立國際競爭力勢必要積極的「走出去」。如何走出去，那就是要透過有意義、有價值、有計畫的併購實務來達成這個目標。以中國大陸為例，政府積極鼓勵中國企業走向海外併購外國公司，而且從中央至地方政府都全力支持，包括銀行也以實際行動支持企業進行海外併購所需的資金融資。這樣作為協助大陸企業能迅速拓展事業版圖，建立國際市場的切入平台。相對台灣政府而言，中國大陸政府對於如何協助「企業走出去」的政策較</p>

	<p>為明確且有效。台灣的本土市場不夠大，唯有不斷開拓海外市場才能維持企業永續發展的動力，因此，除了在國內的企業併購必須詳實完成以穩固企業發展的原意外，為能積極有效的達成開拓市場的目標，把握市場開展的先機，那麼鼓勵及積極的海外併購，將有助於企業成長的利基。但是跨國/跨地區/跨領域的併購活動都是挑戰，台灣政府應仿效各國的政策，協助及支持國內企業積極走出去併購海外企業，以穩固保持自我的競爭實力才是。</p>
<p>林永強副總經理</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 「台橡併購 Dexco」案例分享：此次併購案例不同於台橡過往純以亞洲或是大中華地區的企業為合作對象的經驗，本併購案是台橡公司第一次跨海併購美國企業，幾乎動用全公司所有資源進行併購評估案。在一個月之內就 500 多項重要文件內容進行實質審查(Due Diligence)，文件管控工作非常的重要。另一個重要的工作則是稅務的規劃，因為稅務將牽涉到併購後的財務效益，因此會計師扮演極為重要的角色。除此之外，代表台橡進行談判的投資銀行、合約簽訂的律師也都進行不可或缺的重要角色扮演，才將併購案完成。 2. 台橡公司之所以進行此併購案的主要動機是為了要朝高附加價值的產業發展方向邁進，由於 Dexco 掌握產業發展的關鍵技術 IP，台橡為了取得這些關鍵技術 IP，必須與眾多國際知名企業相互競爭，最後克服許多困難及挑戰，終於順利併購 Dexco。 3. 此併購案另一個重要的意義，就是台橡對於 Dexco 員工的留任率(retention rate)是 100%，承諾二年之內不會裁減員工，亦是企業併購兼顧企業社會責任的重要表徵，值得驕傲。 4. 許多歐美企業在選擇亞洲的合作對象時常以誰能掌握中國市場為最優先考量，因此台灣企業得以拔地而起，獲取先機，因此才能在此併購案中打敗國際競爭者。台灣企業掌握許多優勢，應該善加運用，譬如以日本的企業文化及產業技術優良，但卻也因為過去歷史因素，不易進入大陸市場，因此最好的方式便是以台灣為橋樑進入大陸市場，尤其是在兩岸簽訂 ECFA 之後機會更廣，台灣應該好好利用這項優勢，充份發揮以取得產業發展的利基。但是目前台灣對於引進外資的相關法令及配套，仍然不夠完善；由於我是香港人，但

	<p>是我熱愛台灣也願意在台灣貢獻所長，但是在申請及辦理外人居留過程當中，就完全的感受得到台灣政府機構行政效率的不彰，突增困擾。如此不易爭取有能力及有作為的專業外籍人士留在台灣工作的機會，建議台灣可參考借鏡新加坡政府對於外籍專業人士居留申請的便利性及有效性。</p>
<p>蔡豐賜董事長</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1.台灣企業經常面臨幾個企業轉型的難題，如：產能過多、獲利不易、企業主想將企業脫手、第二代無心繼承經營等，因此近年來在國內因而產生企業併購的需求及熱潮。但就企業併購的相關規範，目前以美國的企業併購環境最為完善，台灣的併購相關配套措施及法令則仍不夠完整。 2.個人曾參與過華孚公司及豐達公司的併購案，華孚是台灣少數具備較大量生產能力的鎂鋁合金壓鑄廠；豐達則是在航太產業價值鏈中位居重要地位，取得美國飛機引擎製造商的認證通過的台灣企業。在個人實際參與併購洽談過程中，遭遇台灣政府對於企業體的過度保護，未能尊重市場機制，差點影響公司增資的程序以及後續營運的運作，由此突顯國內企業併購法令的不夠清晰，無所依循，以及政府對併購過程擁有過大行政裁量權所帶來的巨大影響。 3.此次併購豐達的動機，主要是想確保台灣在全球航太引擎扣件產業的地位、延續航太扣件研發製造技術，以及避免專業員工生計因公司面臨重整而發生困難。再者，豐達科技之航太零件材料與加工技術，若能與神基科技既有的輕金屬模具、加工、材料研究等技術與製造能力，彼此之間透過策略合作，技術交流產生加乘效果，將可促使神基科技邁向高競爭力的專業金屬合金加工集團之方向發展，也符合轉向利基型市場拓展的目的。因此，透過適切的併購活動，不但可以延續產業發展的競爭力，更能確保台灣在產業技術的地位，政府應該強力鼓勵及支持才是。 4.同時，中國大陸近年來人口結構進入負成長階段，企業將以併購及建立生產自動化來因應此一趨勢。台灣企業應該把握時機，建立可移植或是複製的成功模式，不斷提升自我競爭力，再透過企業併購方式，將可以有效地把握產業技術發展的最佳途徑。

<p>趙美璇資深顧問</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1.主管機關的態度是影響外資來台的最主要因素。台灣目前在引進資金方面，對於非屬於高度管制的產業，政府仍不允許陸資投資，相對限制了國內產業發展的資金來源管道；另一方面，由於外資相當重視「透明度」(Transparency)、「法令遵循」(Compliance 規範)，因此即便是對台灣企業有極大興趣，但礙於政府對外資投資的態度，以及政府的政策清晰度及一致性的的考量，都會影響其投資意願。 2.國內產業發展政策不夠明確。政府過去以高科技產業為重點發展產業，全力扶植高科技產業的成長，但對於台灣一下波重點發展產業，卻未見政府有一個明確的規劃方向及發展重點，僅是將資源雨露均霑地分配給不同產業，如：生技、醫療、文化創意、精緻農業等，此非產業發展的長久之計。 3.政府對產業發展所扮演的角色，應是大方向的擘畫者，並訂立有利於產業發展的相關法規及政策，放手讓企業自行朝著政策方向發展。而不是積極扮演監理者的角色或是以防弊的態度來管理產業發展，反而箝制市場發展機制，讓企業無法發揮成長功能。因此政府的行政效率的提升、產業政策的透明度的加強以及國內稅制的改善，都將是企業發展及產業投資的重要課題。 4.投資人保護中心對於小股東保護的立意良好，但是往往只顧及小股東權益是否受損而忽略其他 stakeholder (利益關係人)的權益，反而制止了企業自行發展的良機，並不利於企業永續發展的歷程。
<p>陳泰明資深顧問</p>	<ul style="list-style-type: none"> ●就現行外資投資台灣的法令制度，有以下建議: <ol style="list-style-type: none"> 1.對於外資及陸資進入台灣的審查，應建立一套透明的審查機制，且須有明確的溝通管道及程序。由於許多外資在台申請投資時，都無法直接與所主導的政府機關進行溝通，取得彼此的妥協及認知，反而是透過媒體報導才得知申請狀況及結果，此樣作為容易造外資對台灣法令制度的不安。 2.同時法律應與政策相互連結，政府政策或是行政準則應能夠轉化為明確的法令條文或是行政命令，讓業者有明確的遵循方向，否則常依法行事完成投資程序之刻，卻又被政府政策所牽制，讓投資者白忙一場，徒增其對台灣政府的不

	<p>信任。</p> <p>3.建立外資及陸資申請投資案件的可預期性，業者對於所申請的案件結果沒有可預期性，凸顯政府在主導投資政策的不明確及不一致性，讓國際資金對投資台灣的風險評估日漸增高。</p> <p>● 企業走出去(M&A):</p> <p>目前政府對於企業走出去(M&A)並沒有明確的政策導引，以致台灣企業在進行全球化佈局時，所受到的保障及優惠措施相對大陸企業來的少。對於國內企業進行跨國併購，建議政府可藉由「稅負激勵措施」、「貸款資金提供」及「締結投資保障協議」等方式來協助及鼓勵國內企業「走出去」以達到全球化佈局的目標。</p>
<p>劉國佑執行董事</p>	<p>1.台灣的創業精神及中小企業彈性經營是很重要的特質，但對於組織規劃、跨國大型企業的管理經驗則相對不足。以銀行業為例，國內銀行的家數過多，造成了over-banking、規模太小以及國際競爭力不足的情況，無法支援跨國融資所需的龐大資金。</p> <p>2.國際私募股權基金入主台灣的銀行，但受限於現行法令，績效未達預期，在投資報酬率無法提升的情況之下，無法順利退出。</p> <p>3.人才缺乏亦是台灣目前面臨的重要問題，主要在國際企業經營人才及國際併購人才二方面。讓有經驗有專業技術的國際人才願意來台工作，發揮他們在產業界的網絡功能，協助企業發展及佈局，而不是僅以保障國內就業機會而將好的人才摒除於外，結果無法激勵國內企業的國際化佈局，就無法成就企業的大型發展；無法成就企業發展就無法提供好的工作環境予以優秀之人才進駐；最後將迫使好的人才尋良木而居，紛紛到鄰近地區就業，造成楚材晉用之結果，至為可惜!</p>
<p>王傳芬合夥律師</p>	<p>1. 近年來有幾個國外私募股權基金來台併購本國企業的案例，主要以「管理階層收購(MBO)」方式在進行。MBO 在外國行之有年，我國第一件私募股權基金結合 MBO 的案例是 2006 年凱雷收購日月光案、之後有橡樹資本收購復盛、CVC 收購億豐、鴻傳投資收購致伸等案件。而國內第</p>

一個遭主管機關正式駁回私募股權基金併購國內公司的案件是 KKR 收購國巨案。

2. 主管機關對於私募股權基金在台灣投資的審核原則包括資訊透明度、投資價格合理性、股東權益是否確保、金融市場穩定、對國內產業影響、對國內就業影響以及是否有稅負規避等，然而這些原則都沒有明確的審核指標或是法令條文，以至於投資人無所適從。以資本弱化為例，主管機關對於私募股權基金舉債進行企業併購是否有資本弱化產生疑慮，但資本弱化議題屬於公司內部治理，和公益性沒有關聯，不應介入干預企業之運作；股東權益方面，主管機關在併購過程中通常只顧及小股東權益是否受損，卻忽視其他利益關係人權益，因此私募股權基金進行併購常見的企業下市及管理層收購方式，在國內無法得到一個公平公正的對待，降低其對投資台灣的信心。

投資台灣與台灣走出去的問題研究與突破 -如何透過私募股權基金及併購擴大投資台灣-

「外國直接投資對台灣產業發展之影響」研討會 會議紀錄

時間：100年9月26日(一)上午10:00-12:00

地點：財團法人國家政策研究基金會 101會議室

主席：

財團法人國家政策研究基金會 林建甫 財政金融組召集人

與談人：

宏鑑法律事務所	王傳芬 合夥律師
協合國際法律事務所	張溢修 合夥律師
KPMG 安侯建業聯合會計師事務所	蔡松棋 執行董事
台灣併購與私募股權協會	黃齊元 理事長
安永財務管理諮詢服務(股)公司	徐士堅 執行副總
益思科技法律事務所	劉承愚 律師

研究團隊：

楊正秋(台灣併購與私募股權協會 秘書長)
黃芝穎(台灣併購與私募股權協會 經理)
顏藏澤(台灣併購與私募股權協會 專員)
彭韻青(台灣併購與私募股權協會 專員)
呂帛晏(國家政策基金會財政金融組 助理研究員)
彭思遠(國家政策基金會財政金融組 助理研究員)

發言人	與談重點
<p>林建甫召集人 (主席)</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 國家政策研究基金會由連戰先生所成立，同時也是國民黨人才培養聚集之地，目前主要有八個組，其中財政金融組由我主持，基金會成立目的主要是為了搭起政黨與行政之間的橋梁，透過計畫進行、座談會討論方式瞭解各界問題，並經由立法程序將適切之理念推廣至政策執行面。 2. 本次研討會目的即在於透過業界專家與學者共同探討外國直接投資(FDI)的增減對於台灣產業發展所造成的影響。 3. 台灣許多企業於 1980 年代即前往大陸發展，不畏天安門事件所產生的負面壓力，進而解決當地失業的問題，也促使大陸達到現在的經濟水準，時至今日，當大陸內需愈來愈發達，台灣的轉型也勢在必行。 4. 中國大陸近期舉辦「歐亞經濟論壇」，論壇的核心重點即是為了把中國西安建設成歐亞通道，讓西部大開發有一個金融後盾。然而，多數台商以製造業起家，眼界尚不夠廣，因此沒有注意到此項計劃以及西安未來的重要性，不能理解要向對岸發展金融就應乘勢而行的道理。回顧過去歷史，具國際眼界的時代產生了漢唐盛世，封閉自守則成為明清時中國落後的主要原因，應引以為戒。台灣要想對外發展就應跳脫封閉的思維並積極瞭解外界、中國大陸的想法及政策等，才不至於淪為井底之蛙。
<p>楊正秋秘書長</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 近年來政府積極進行對外招商活動，但是招商的政策方向、產業別、規模適切性及招商對象都有須要再重新擬定及討論的空間。以本會近期協助政府單位執行的招商計畫為例，該計畫對於擬招商對象、產業別及規模乃至招商活動辦理地點均沒有明確的執行方向及擬達成目標，反應出政府招商的思維及執行力是令人疑慮。台灣產業的優勢及專業人才依舊存在，但卻受到政府政策的過度保護及侷限，這將是影響產業未來發展進程。 2. 美僑商會於 2011 年 7 月所出版的 TAIWAN BUSINESS TOPICS 明確指出，國外直接投資(FDI)已呈現逐年下降

	<p>的趨勢，2010 年上半年台灣所吸收到的 FDI 已與其他亞洲國家相差甚遠，但政府仍未體會到此一嚴重性。</p> <p>3. 本會為確實瞭解外資對於台灣投資環境的看法，於 100 年 7 月 20 日至 8 月 20 日針對國際機構投資人進行「私募股權基金在台灣投資現況與展望調查」，結果呈現，外資普遍認為投資台灣面臨的問題為『政策清晰度』，其次為『法令規章缺乏一致性』，再者為『政府對私募股權基金的態度』，並提出以下建議：『開放資本市場』、『改善國內稅制』、『投資項目更加明確及公開』。問卷結果反應出國內整體投資環境及政府引進外資的政策仍不夠開放及明確，與目前政府推動產業國際化、資源全球化之政策是背道而行。</p>
<p>蔡松棋執行董事</p>	<p>1. 「政府態度」是為影響外資來台投資的最重要因素之一。引進外資不僅是可以替企業帶進資金，同時引進技術、人才及跨國管理經驗。另一個重要因素則是「稅賦」問題，台灣要成為亞太籌資中心，仲介機構如律師、會計師、券商等，佔舉足輕重地位，但許多台灣所培育的優秀國際金融人才都前往香港就業，除了靈活金融環境因素外，主要導因於台灣綜合所得稅率高達 40%。根據目前稅法之定，外籍人士於課稅年度在中華民國境內居留合計滿 183 天即被視為中華民國國民，將被課徵個人綜合所得稅，相較於香港課徵 15% 所得稅，台灣人才自然被吸引過去。楚材晉用、人才流失是目前台灣所面臨的問題，政府若是不重視人才的流失而僅著重產業發展，其成效也必然不彰。對於國際級的優秀金融人才，國內可參考中國大陸或新加坡，擬訂一套獨立於國內稅制的優惠待遇以為吸引優秀人才在台工作的誘因。</p> <p>2. 不適用的稅收政策殘害產業發展極劇，政府於民國 68 年所訂立最高級距的稅率為淨額達到 300 萬時需課徵 40% 之個人綜合所得稅率，經過三十多年長期以來通貨膨脹與經濟成長，當時被視為高所得戶的 300 萬淨額收入現在至少需一億元以上才屬合理，然而當前最高級距之淨額只調整至 409 萬，稅制改革之緩慢與效率不彰，造成台灣受薪階級沉重的稅務負擔，也造成人才紛紛出走。</p>

	<p>3. 由於直接稅的課徵成本較間接稅課徵成本高，且基於租稅公平性之考量，國際間面對稅改的趨勢為降低直接稅、提高間接稅。然而政府基於選舉考量及擔心稅制改革所引發的通膨問題，稅制改革一直沒有進展。另外，國內高科技公司長久以來享有各式稅賦優惠，卻讓低所得的受薪階級背負龐大稅賦負擔，為解決此一扭曲現象，建議「證券交易所得」及「(土地)財產交易所得」都應納入最低稅賦制。除此之外，高科技產業的淨利往往僅在3~4%之間，相較之下，傳統產業卻可以高達10%以上，但國內匯率政策卻反其道而行為科技產業量身打造，阻升不阻貶，此矛盾現象應有所調整。</p>
<p>王傳芬合夥律師</p>	<p>1. 如同蔡執行董事所提，政府態度是影響外資來台投資的最主要因素。最近與其他同業交換意見，許多事務所在ECFA簽訂後接到大陸公司前來詢問開放的項目、金額及投資方式等問題，但實際來台灣投資的案例卻寥寥無幾，主要是因為投審會嚴格把關所致。以投審會的申請表格為例，要求申請投資的公司必須是一個「實質營運公司」或是「跨國企業」，才符合來台投資的資格，然而許多外國公司所設計的投資架構是透過層層控股公司的方式來取得國內被投資公司的股權，且目前投審會並不允許外資以股換股方式投資國內公司，只接受以現金取得股權方式，對於看好台灣發展前瞻性的外資來說，僅允許其以現金投資台灣。外資在其他國家或地區可行的投資策略與架構卻無法在投資台灣時運用，自然影響其投資台灣的意願。</p> <p>2. 雖然目前對於投資大陸的政策逐漸開放，但台灣在對大陸投資方面仍存在很多障礙，如：規定的僵化、(案件)主辦人的標準不一致等，台灣希望成為外資「佈局大陸接軌世界」的橋樑，其實仍有許多問題待解決。</p> <p>3. 另一個值得關注的議題是「教育」。台灣整體教育政策逐漸趨向「齊頭式平等」，與培養菁英人才的方向背道而馳，加上政府並沒有積極吸引優秀外人來台的明確措施或任何作為，在國內的優秀人才已愈來愈少，不利於台灣未來的長遠發展。</p>

<p>張溢修合夥律師</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 分享個人的執行經驗：我過去曾協助國際私募股權基金進入歐洲國家進行投資及併購，當時的阻礙遠超過目前外資進入台灣的阻礙，但市場最終還是建立起來，因為歐美國家的政策普遍仍尊重資金的自由流通及市場的開放契機。反觀亞洲情況則不然，歐美國家對亞洲的觀點主要是「資金不流通、不開放」，他們以此觀點看待中國大陸的閉鎖政策，所以很自然的台灣很容易也被歐美國家歸類與中國大陸同一陣線，因此台灣政府的投資政策要更開放，才能釐清此一錯誤觀點。另一方面，許多台灣的優秀人才都已流向香港及上海工作，原因是台灣政府卻並不重視人才流失問題，台灣應留住的人才類型包括：專業經理人、研發人才、基金/創投管理人才及科技顧問人才，可是卻不斷的流失至國外為外人打工。觀察新加坡與香港能夠成為金融中心主要是因為匯聚各地的優秀人才，而留住人才的最主要措施即是優惠的稅率。 2. 當然對於外資來台投資進行有效率的把關需政策非常重要，也需要很多預算來系統化執行，然而投審會的預算每年都在縮減，在預算不足的情況下，最容易的審查方式就是「Say No」，這也反應出投審會的角色扮演問題，究竟是嚴格把關或是鼓勵投資的角色，定位仍不明確。 3. 呼應蔡執行董事的意見，民國 68 年時美國最高稅率超過八成，在經濟最發達時候甚至達到九成，比台灣在當時的稅率還要高，現在美國稅率已大幅調降，台灣依舊未改。稅賦的課徵必須要跟其他的國家比較，而非僅是台灣現在與過去相比，應該善用台灣的稅賦政策優勢才是。 4. 財富/資產管理(Wealth Management)人才須要經過長期的養成，許多國家都非常注重相關人才的培養，若是大陸未來在這個領域發展超越台灣，絕對因為台灣的人才被吸引過去所造成的。
<p>黃齊元理事長</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 陸資來台投資規範應放寬 台灣對大陸開放高達二百多個投資項目，但是大多屬於「夕陽產業」，完全未涵蓋和「兩岸搭橋計畫」相關的「明日產業」，而兩岸金融合作備忘錄 MOU 簽屬至今，也只停留在交流合作意向或在大陸成立合資公司意向，至今尚

	<p>未有陸資投資台灣金融機構的實質案例；除此之外，陸資來台參股並沒有明確的規範，完全是依個案來審查，有些企業會在併購前主動和主管機關溝通，可以得到非正式回覆，但如果牽涉到比較敏感的私募股權基金或是金融業，通常主管機關都不與當事人溝通，造成投資過程中的阻礙。</p> <p>2.投資項目應更明確及公開</p> <p>自從 2006 年凱雷投資日月光半導體案破局之後，即有政府不允許私募股權基金投資台灣資本市場上市值排名 100 名以內企業的不成文規定，除此之外，敏感性產業(如；半導體等)及金融機構(僅在金融機構面臨經營危機時才准予私募股權基金投資)也列入不允許私募股權基金投資範圍。目前政府對外大力招商及引資，但當外國投資人對國內企業有投資興趣時，卻又受制於投資規範及標的不明確的束縛，以至於投資過程中困難及阻礙重重。</p> <p>3.投資台灣意願</p> <p>陸資及外資對於國內新興產業都有投資興趣，但國內在高科技、製造以外的產業，如：生技、醫療、旅遊、文化創意等，都未具經濟規模或形成產業聚落，也尚未見政府提出完整的產業發展政策及投資配套措施，相對高科技產業而言，亦缺乏大規模、優質的投資標的，無法建成產業聚落效應。</p>
徐士堅執行副總	<p>1. 政府應對 PE 本質有正確認識</p> <p>對於 PE 舉債投資國內企業是否造成資本弱化，一直以來都是政府極為重視的議題，然而 PE 的本質是以賺取”管理財”為獲利來源，而非”資本財”，因此多以高財務槓桿方式來進行投資，國內政府長期以來卻未對 PE 的運作本質建立起正確認識，反而屢次在國外 PE 投資國內企業時，以是否造成資本弱化為審核條件，實為錯誤之舉。另一方面，PE 對於企業的投資不僅只是替自己賺取高額報酬，對產業發展也可帶來效益，以 Baring Private Equity Asia 為例，其投資中國、英國、印度等地區的教育訓練機構，並進行跨國的資源整合及交流運用，促進被這些不同地區教育訓練機構的營運效益提升，強化其國際競爭力。因</p>

	<p>此，建議政府應對 PE 的本質及運作建立正確的認識，並積極建構台灣成為適合 PE 產業發展的環境，才能在現今國內產業面臨轉型之際，提供資金及國際資源的來源。</p> <p>2. 台灣的優勢仍在，但政府態度影響外資進來</p> <p>事實上外資非常瞭解台灣的優勢所在，但政府卻未能敞開大門歡迎外資。近期歐美遭受歐債危機，國際 PE 募集資金的來源開始轉向亞洲，如：印度、中國大陸等，此一趨勢會愈來愈明顯。遺憾的是，外資 PE 來台投資若是其股東有陸資背景即遭受台灣投審會駁回，因此政府應在台灣優勢尚存之際，積極引進外資以促進國內的產業發展。</p> <p>3. PE 是否能提供國內公共建設的財源</p> <p>PE 進行投資的評估要件主要有：退場機制、IRR(報酬率)、現金流量是否充足、IP(技術或無形資產)等，因此公共建設是否吸引 PE 投資，報酬率及現金流量仍是考量重點。</p>
<p>劉承愚律師</p>	<p>1. 宏觀來看，政府必須瞭解 PE 的本質以及 PE 形成的背景，才能有適當的政策去面對 PE。例如高財務槓桿的投資模式以及資本弱化的疑慮實為 PE 的特徵與現象，如果不能有正確的認識，則容易造成政府政策反覆，實非法治國家之舉；再者外國投資者無明確可遵行之法規，對台灣之投資信心將逐漸下滑。</p> <p>2. 公司法第 197-1 條修正後，(公司法第 197 條之 1 第 2 項規定：「公開發行股票之公司董事以股份設定質權超過選任當時所持有之公司股份數額二分之一時，其超過之股份不得行使表決權，不算入已出席股東之表決權數。」，倘若持續有類似此項的法案通過，那麼未來台灣應不會再有 Leveraged Buyouts 活動，由此點可以看出政府並不鼓勵這種金融活動在台灣發生；因為若參考他國作法，日本即是此種政策保護下的經濟發達國家，最後也必須面臨的問題：就是私人資金多用以炒作房地產等，此將是我國採取同樣的政策，應一併考量之處。</p> <p>3. PE 並不如同大家想像全是為獲取短期暴利而存在，有些 PE 是希望可以獲取固定長期的利益。在政府有這樣的認知而願意引進 PE 的前提下，便可以去吸引 PE 投資於民生必需方面的國家重大公共建設，例如：高速公路、機場、水壩等。以目前我國的狀況，桃園機場便是一個很好的標的，可以讓 PE 來整頓。有關這方面可以參考歐洲的制度，歐洲因為社會福利好，國家財政相對</p>

	<p>較為短絀，因此最早將交通事業私人化，但也獲得不錯的經營績效，台灣不用一昧的反PE，多學習海外經驗或許也可創造台灣的新價值。</p> <p>4. Fund to Funds 主要是針對在跨境投資的情況下產生的機制，但是在這樣的情況下，由於是三個層面的法律關係，委託人往往會失去負委託人與被投資者這一面的控制監督權，所以誠信關係是最重要的一個問題；再者，fund to funds 須負擔兩層的管理費，這也是投資者會考量的重點之一。由以上兩點看來，fund to funds 的運作機制目前在台灣應是窒礙難行，有待新的突破。</p>
--	---

投資台灣與台灣走出去的問題研究與突破 -如何透過私募股權基金及併購擴大投資台灣-

「企業併購實務案例」研討會 會議紀錄

時間：100年10月24日(一)下午14:00-17:30

地點：台灣金融研訓院 菁業堂

主席：

財團法人國家政策研究基金會 林建甫 財政金融組召集人

與談人：

中美矽晶製品股份有限公司	盧明光	董事長
開發科技顧問股份有限公司	劉紹樑	董事長
中國人壽保險股份有限公司	王銘陽	董事長
日盛金融控股股份有限公司	程淑芬	資深執行副總經理
資誠聯合會計師事務所	吳偉臺	合夥人
眾達國際法律事務所	黃日燦	主持律師
台橡股份有限公司	涂偉華	總經理兼執行長
瑞銀證券股份有限公司台北分公司	郭嘉宏	董事總經理
安侯國際財務顧問股份有限公司	張維夫	執行副總經理
眾達國際法律事務所	許克偉	資深顧問
台灣併購與私募股權協會	黃齊元	理事長

研究團隊：

楊正秋(台灣併購與私募股權協會 秘書長)
黃芝穎(台灣併購與私募股權協會 經理)
顏藏澤(台灣併購與私募股權協會 專員)
彭韻青(台灣併購與私募股權協會 專員)
呂帛晏(國家政策基金會財政金融組 助理研究員)
彭思遠(國家政策基金會財政金融組 助理研究員)

發言人	與談重點
盧明光董事長	<ol style="list-style-type: none"> 1. 企業間的整併並非有錢就能一廂情願或者是隨心所欲，必須考慮在企業的成長過程中所欠缺的與需補強的部分，而內部的創新與外部的併購可以做很好的搭配。以中美晶為例，已申請超過 180 項專利，通過的專利也超過 80 項，是台灣所有半導體晶圓、太陽能晶圓與藍寶石晶圓業擁有最多專利的公司，內部創新的力量也獲得政府的肯定表揚，相繼獲頒經濟部的優良創新獎、傑出科技創新獎與 2011 年的產業特殊貢獻獎，研發與創意都對企業有一定的幫助，併購活動同時也必須雙管齊下才能有綜效產生。在併購後可以善用全球的資源，包括人才、資金、市場與技術，將成為企業成長最主要的因素，中美晶即為完成布局全球，成為全球領先企業的案例之一。 2. 其實企業併購的成功率並不高，根據英國經濟學人雜誌的研究統計，併購失敗的比例就好萊塢明星婚姻失敗的比例一樣高，因此建議當企業要從事併購活動前必須考慮清楚下列幾點：經營的願景與目標為何？如何融入對方的優點？能否擴大使用？缺點能否補償？能否消化得了？未來的經營團隊如何組成？
劉紹樑董事長	<ol style="list-style-type: none"> 1. 藉由併購的交易模式，很多母公司所控股的子公司反而更具有未來發展的潛力；在產業中身為龍頭雖然會有一些形象的加分等優勢，然而第二名的哲學也是值得去思考的，在某些情況下老二哲學反而更具有進可攻退可守的效果。 2. 併購過程中，最重要也最頭痛的莫過於如何定價，從運動員的精神來講，價高者得勝。然而，沒到最後結果，誰都不知道真正的贏家是哪一位，得標者未必代表勝利、落選者也未必沒有下次機會，從這個角度來看，定價似乎就成了最容易做卻又最容易出錯的部分。 3. 併購過程中如何妥善運用財務槓桿達到四兩撥千斤的效果是重要的議題之一。後續應如何加強、延伸，這是一連串的流程，將來可以建議政策制定上來因應。
王銘陽董事長	<ol style="list-style-type: none"> 1. 在台灣大部分耳熟能詳的公司都已經到對岸投資時，許多投資人都對我們的投資策略很感興趣，對外資股東持

	<p>股高達 50%的中國人壽來說，儘管著急但審慎評估進入市場的最佳模式的過程是必要的。當時那邊有很多外資企業要賣、有省籍的機構來洽談甚至有軍火商要來跟我們談合作，面對人才濟濟的 AIA（亞洲最大保險公司）或是財力雄厚的國泰人壽這些強力競爭者，我們認為通路是致勝的關鍵。因而，我們選擇的事業夥伴條件如下：</p> <ul style="list-style-type: none"> a、 漂亮：指有名氣，保險才賣的出去。 b、 有錢：指資本足夠，可以適時增資。 c、 不嘮叨：是指我們有管理控制權。 <p>要尋找滿足這三個條件的事業夥伴非常困難，但前兩個條件是不可或缺的。中國建設銀行擁有一萬三千個分支機構，通路廣大，雖然中壽持股只佔 19.9%，但彼此溝通順暢，只提供專業建議不涉入營運，接手三個月至今已取得北京子公司執照，年底將會取得第二個子公司。</p> <p>2. 併購不一定要擁有經營權，在大陸做生意，要大陸人管大陸，成功不必在我。併購過程中，必須要明確瞭解自身的目標，分工清楚，運作良好。併購過程，注意我們要什麼，對方要什麼，價格則依市場狀況決定。舉例來說：</p> <ul style="list-style-type: none"> a、 併購保誠人壽時，通路是我們明確的目標，市場通路有銀行保險、保險經紀人、理財團隊，保誠總計約有一萬三千多位業務人才，我用一元併購保誠，即擁有了他們的經濟通路。 b、 建信投資案，我們要的是中壽價值的增長。大陸經濟體系龐大，目標是十年後，中壽投資大陸的價值可以超過在台灣獨立營運的價值。我們目前投資已經超過七十億，勝過大陸所有保險公司外資的投資金額，且派出菁英團隊前往大陸訓練人才、建立 IT 等幕後工作，通路則由建信負責。
程淑芬資深執行副總經理	<p>1、 中國人壽的營運能夠成功，歸功於背後的經營團隊，此經營團隊原為南山人壽服務，並擁有 20 年豐富的人壽經營理念，順利把中國人壽的商品定位成功，除了於 2002 年全力提供企業分紅保單的策略成功外，還將大</p>

	<p>部分的資產轉向固定收益的商品，使利率向下走時可有顯著的獲利，且不投資不透明的商品如結構型債券，故能安然度過 2008 年金融海嘯危機。2009 年富比士雜誌在評亞洲 50 最佳企業時，中壽是唯一的金融機構，也是亞洲最佳的保險公司，證明了中壽的幕後投資團隊對金融市場的了解程度與投資的穩定度都非常的優良。</p> <p>2、 2002 年中壽員工約 3,000 人，現在則逾 1 萬 1 千人，資產規模從新台幣 1,160 億元擴增至新台幣 7,000 億元，市占率至今超過 9%，法人也願意不斷的增加投資，對於建信人壽的投資，因為法規的限制，只能參股 19.9%，但因將來有 IPO 的機會，順利出場可期。除此之外，也可透過建行的金融平臺向大陸發展，打造兩岸金融往來的橋梁。在政府政策「黃金十年」的六大主軸規劃中，「開放佈局」與引進投資都非常重要，台灣應該善用優勢，引進金融商品，把投信、投顧業的紀律做好，架構一個資產管理的平台，且台灣的金融產值只占了 GDP 的 5%，不足撐起整個經濟發展，所以必須引進外資將台灣的產業升級，不僅在台灣傳統的製造、代工，金融服務業與生活服務業亦是必須扶植的產業與趨勢。</p> <p>3、 聯合國世界人口報告指出，2011 年世界有 71 億人口，至 2150 年將達 94 億人口，增加的地區分布於中東、印度、與其他伊斯蘭教國家，在亞洲、北非超過 30 歲的人口超過一半的人，都是值得開發金融市場的地區，且台灣的金融業很少向外佈局，除了鞏固大陸市場，更要想十年後市場的需求，很多亞洲國家的 GDP 都已超過美金 3,000 元，有很大的潛力值得開發，希望政府能夠鼓勵與協助金融業向外發展，使其像中壽一樣順利成長，進而壯大國內產業與經濟。</p>
<p>吳偉臺合夥人</p>	<p>1. 從會計師角度來看，銀行業著重的是財務狀況表、對客戶的負債等與流動性有關的要素；保險業則特別重視長期償債能力，這點就是我認為保險是最困難產業的原因，需要精算的專業協助以進行估算，外國人在這塊精算的領域就表現得很優秀，這點從 ING 的財報裡面可以</p>

	<p>窺知一二；從定價角度來看，就需要一個精算團隊的協助，精算過程非常複雜，牽涉到許多假設的估價以及現狀、未來的掌握。</p> <ol style="list-style-type: none"> 2. 在兩岸 ECFA 及金融開放下，兩岸之間討論頻繁，20% 的投資限制就是一個熱門的議題。匯豐控股持有上海交通銀行 19% 點多的股份，他們要 push-out，從投資角度來說，溢價可能是三倍、十倍甚至是二十倍的交易。 3. 台灣 2013 年將要採取國際會計準則，負債準備可能會造成的影響是保險業最重要的議題。由於中國大陸必然是採用國際會計準則，以後不管是持有 20% 或 50%，都會對投資評價產生風險。 4. 台灣是全世界第十三大保險市場，保險業會帶動資產管理，大陸保險公司已具備的資產管理體系是台灣目前所缺乏的，我相信以後保險產業不再僅涉及保險業務，希望台灣未來加強資產管理這塊領域。
<p>黃日燦主持律師</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 有關台橡去併購 DEXCO 的案例，有幾個值得特別注意的地方： <ol style="list-style-type: none"> a. 被併購的公司跟併購的地點是在美國，相較於在台併購案件，美國由於法規嚴格因而需要更多不一樣的思維。 b. 併購模式採競標方式進行，不同於一般協商交易，時間與壓力不可同日而語。 c. 台橡去併購 DEXCO，對於台橡在該產業的發展有如虎添翼之效，能確實發揮綜效。 2. 從世界是平的這個角度上來看，很多跨國企業的產業龍頭，平均每十年會做整體性的調整與重新擬定公司新的策略方向，舉例而言，原本產品生產多元化，包含半導體、手機等領域的 MOTOROLA，大概在 1990 年開始，很多產品線就被切割出售，被韓國、台灣等國買走；而本來是台積電最大股東的飛利浦，從原本是世界面板的龍頭之一，到現在完全的撤離，對比性也非常明顯。也因為跨國企業的這些產業龍頭，每隔一段時間就會作一段檢討，後面追趕的人如台灣、韓國等也才能夠各取所需，有機會迎頭趕上。 3. 而石化產業這個領域，比起剛剛講的電子產業，不同的

	<p>特質在於很多的技術是不移轉的，因為這些製程技術的取得隨時都可能造成競爭地位的巨變。就像現在太陽能領域，很多時候併購往往是技術取得最快的方式。台橡併購 DEXCO 從這個意義上來講就是一個很有指標性的案子。將來隨著其他好幾個案子，整個局勢也可以看得更清楚，除此之外，醫藥生技等產業未來發展也非常看好，尤其現在世界經濟不景氣，相信在未來這幾年應該是台灣企業大翻盤迎頭趕上的機會。</p>
<p>涂偉華總經理兼 執行長</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 對於公司成長與發展，一般傳統作法主要還是依賴蓋廠的方式擴充產能，以應市場的成長，然而缺乏默契或是協議的擴充，最後就變成產能過剩，此類的擴充特別是在台灣或亞洲地區較為明顯，日本此類的情況就相對少一點。有鑑於此，當時我們的策略認知是，如果未來發展方向能以併購的方式取得會先考慮，當然在機會來臨之前為追求公司成長可能還是先以擴產方式為主。 2. 廣義的併購策略如合作與策略夥伴等方式我們也有在執行。真正採取 100%併購的，對台橡來講，DEXCO 是第一樁。然而，這並不是一件偶發的事件，七年前我們在美國就有一個併購的機會，基於當時台橡規模不足的因素而作罷，但當時對於產業分析以及併購也有了充分的了解。 3. 關於策略規劃的議題，台橡董事會在這部分的思維是比較先進的，自 1992 年起，公司就在思考要怎麼樣規劃未來五年期甚至十年期的方向，請了很多顧問和海外的專家開始研究策略規劃，那時候的台橡還是非常傳統的公司；這幾年內部策略規劃做得比併購案還要出色，這次併購案就只是完成其中的一個環節而已。 4. 台橡主要有兩大事業，一個是橡材(橡膠材料)，這是原本起家的產品，早期台灣因為鼓勵石化業產業的發展，所以從 1973 年成立至今一直獲利不錯。後來產業的發展由於東南亞與中國大陸的參與有了比較大的變化，又因為台灣缺少資源，早期技術以及加工的領域與歐美、日本等國比起來有很大的技術落差，若僅停留在原來的地位上，就難以與之競爭。早期台灣做任何化工產品最

普遍的方法就是「Turn Key」，就是全程交由你接手，但這幾年先進國家發現，公司因技術的移轉而成長、競爭力提升後對市場造成很大的影響，所以這幾年趨勢，歐美市場不賣技術，要往一個高附加價值的發展，我們只好自己研發。由於台灣的研發基礎研究跟歐美、日本比有很大的落差，靠自己做研發，吃力不討好，另一方面的壓力是許多投資人檢視上市公司的績效靠的都是短期的財務績效與指標，通常一兩年就在檢驗經營成果，研發是一個耗時又需要大量成本投入的活動，許多新產品往往研發了十年才開始有回報，雖然董事會成員還是很支持，然而我們仍然認為，對於技術的取得若能以併購的方式為之比較直接也比較有效，因而這幾年針對歐美和日本地區的併購案，我們都有持續在關注。

5. 對台橡來說這個併購案所造成的影響，從市場擴張來看，從亞洲地區，拓展到歐洲和美國地區；而技術的提升，也可以大方的宣佈我們已經進入所謂的第一梯隊，就是技術領先的前三大，前面兩家各有一個美國和日本公司。目前就整個營業額來看，併購之後在全球排名從第八名進到第五名，雖然營業的量和額方面沒有在前面，但對台橡策略定位來說，未來我們追求的主要是高品質的產品，銷售量則是配合市場適度的成長。
6. 在併購過程中，利用這個機會靠這些顧問公司我們學到很多關鍵的新知：
 - a. 第一個是商務方面的分析，由於我們身處於產業裡面，而且這幾年都有做策略規劃，所以對我們來說比較沒有這麼困難。
 - b. 接著我們開始了解法律的定位與重大的利害關係要辨認，所以一開始我們請到眾達律師事務所許克偉資深顧問，給了很多專業意見。由於環保一直是化工企業較為敏感的議題，所以我們對於環保的問題做了非常詳盡的分析和調查，從法律的立場請律師給我們意見，當時也聘請了一家在美國非常有名的環保顧問公司幫我們做了一個全面性的分析，以確保這個併購案在環境保護上是沒有問題的。這也是因為美國法律複雜又繁複，尤其

像我們過去比較沒有涉入的公司，更是需要徹底的釐清。

- c. 美國公會要求非常嚴格，牽涉到員工的問題非常重大。在當地我們找了一個人力顧問公司幫我們做了全面的探討和建議，所以我們這次 human resource 安排非常的順利，整個團隊沒有一個人離開，接收管理也意外地順利。
- d. 另外一塊最重要的是，併購 DEXCO 主要目的是取得產品的技術以及產品應用的技術，在化工產業領域，若是只會生產而不懂運用將不具競爭力。所以對於技術移轉也做了許多了解，這方面 IP 顧問給了我們很多建議，讓我們在做技術移轉時很順利。這些議題都確認無誤之後，才從商務的角度來看整件併購個案，設定底線。至於要怎麼出手，業界財務顧問和法律顧問都有跟我們分享很多作法，我們最後選擇比較常用的 EPS 倍數法，以這個指標做參考。
- e. 最重要的是公司內部做了一個非常關鍵的分析，併入此家公司之後，兩家公司加在一起會有如何的綜效產生，技術移轉對業績、未來成長等產生的實質效益等議題，都做了十年的整體評估。獲得的結論是能發揮一加一大於二的正面效果，所以當初的出價是有相當多的資訊以做參考，也因此當時在做決定並不會猶豫不決。
- f. 被併購的公司每年有穩定的獲利，在美國這樣高所得稅的國家，若能享受某些國家的「TAX TREATY」將會產生不小之效益。所以選擇跟美國有稅務優惠的國家，從該國家進行轉投資，當然要享受「TAX TREATY」稅務優惠，在當地也要有很多的商務活動，所以目前全球布局，除了買美國的據點，也包含那些間接投資的歐洲國家。
- g. 因為我們與被併購公司是同業，美國地區對反托拉斯法要求嚴格，在正式得標之後，就開始進行托拉斯法令規定的申請；台灣方面要面對的是公平交易會，美國部分是聯邦委員會，還有一個司法部反托拉斯的部門，三方都得到核准，這部分也是過程中一個重要的工作。
- h. 後續的規劃和執行大概分兩大塊，一塊是屬於技術整合

	<p>部分，技術團隊(組成成員多是美國當年在在大公司服務的專業人士，年齡雖然接近退休年齡，但他們都有豐富的實務經驗，因而請來做技術整合)真正的主導者還是在台灣的研發單位，關於專利權的移轉在今年三月可以順利移轉完畢，也可以移轉至亞洲做價值提升，對於亞洲未來產品品質和公司形象都有實質助益。另外一部分是銷售 NET WORK 的整合，以亞洲為基礎配合 DEXCO 這個公司，開始發展美國與歐洲的市場。團隊建立好，人員也都到位之後，現在需要的就是業務工作上組織規劃以及工作職掌上要再作適當的安排。</p>
<p>郭嘉宏董事總經理</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 如同剛剛黃律師提到的，現在你丟我撿的時代來臨，除了這案子以外，類似的案例有：協助友達買下 TOSHIBA 新加坡的 PANEL 廠，這也是一個國際品牌大公司將他的資產出售給台灣公司的案例。DEXCO 這個案的成交金額 1 億 6 千 8 百萬美金的金額不大，但重點是，這是和世界級的公司談判，談判內容包含價格、IP、以及後續的營運和合作等。這是一個兩階段的 BIDDING，第一階段完成之後先進行實地查核然後再進行談判，時程相當緊湊，而且還設定在美國聖誕夜之前要完成，非常艱難，但是台橡和我們都做到了。 <ol style="list-style-type: none"> a. 令人注目的是，很少有這樣的公司能擁有這樣的決心進行併購，過程當中大家共同唯一的目標就是要完成這件案子，由於大家準備充分，因而機會來臨時也不願失去機會。 b. 另外很重要的一點，從談判的過程中，台橡本身已經是一間很國際化的公司，在完全符合美國要求之虞還能反過來提出別的條件，由於該注意之細節十分繁複如：法律、環保以及 IP 的部分都須面面俱到，更凸顯此併購案的困難度。 c. 當然必須強調的是，這個購併的時點也很重要，時機不對，儘管組合在一起的前景多好也是沒有機會成功的。而且台橡在第一時間也已聘請 UBS、KPMG 以及律師事務所同時來進行評估。類似此狀況的案子在台灣應是比較少見，而台灣比台橡大的案子很多，但很多大案子裡面

	<p>並沒有真正的 ADVISOR 在裡面；相對的，這樣小小的案子卻請了三家的顧問諮詢，對於整個併購案的重視可見一斑。</p> <p>d. 當初做進行個案時，股價不到 50 元，現在台橡的股價已經漲了 40-50%，雖然這並不一定是本併購案的直接效應，但至少有一些助長。</p>
<p>張維夫執行副總經理</p>	<p>1. 我是併購交易服務的註冊會計師，同時也是 KPMG 負責台灣的私募股權基金行業的主持會計師。坦白說台橡 DEXCO 這個案子是我在 KPMG 這十二年中少見的成功案例，過去十二年我曾經服務過超過三百件的併購案，樣本案例不少，但這個併購案卻讓我印象非常深刻。原因不在於台橡的股價漲多少，或是消息宣布之後有多少的投資法人對於台橡的正面評等的調整。最重要的是從我參與的過程之中，有兩個觀點是我在其他案子裡面少見的：</p> <p>第一，台橡在開始準備併購案的過程，就有非常完整的併購案執行計畫，除了聘請外部顧問之外，內部也組成非常專業的跨部門團隊，從開始接觸到台橡的財務部門、營運部門、最後是業務部門，這樣的組成是非常完整的專案管理和執行團隊，在業界非常少見的。</p> <p>第二點是在實地查核方面，若是僅從併購規模來看的話，這個交易金額並不大，但台橡卻可以找到這麼多的法律、財務、環保等專業團隊進來做實地查核，這也是非常少見的。</p> <p>對於實地查核，個人看法是，這絕對不是外部顧問就可以完成的事情，也不是內部人就可以做的事情，因為外部顧問跟內部團隊看的東西不見得相同，唯有把外部跟內部兩個團隊綁在一起才會是真正執行實地查核成功的關鍵因素。</p> <p>2. 再來我觀察到的是，在併購開始實地查核開始之前，公司事實上已經準備好一個專業的營運團隊，預備得標之後去營運這間被併購公司。過去參與的併購案有很多當事人尚未考慮到這一點，大家都只想等案子成交之後再</p>

	<p>來規劃，以為很多問題會自然解決，這是一個錯誤的假設，不過，台橡卻非常正面積極的去看待這件事情。</p> <p>我感到印象非常深刻的是整個公司從高階管理人包括董事長、副總、到其他高階管理人全程參與這個併購案，這也是極少見的情況。很多時候董事長、總經理只是等到評估團隊提出最後報告、簡報時，然後才決定最後的價格，或約對方出來吃個飯討論後結案。台橡的做法比較像是歐美併購案的正規作法，依正常程序完成討論決議。</p>
許克偉資深顧問	<ol style="list-style-type: none"> 1. 這是一個策略性的併購案，在美國有很多類似的案子在進行。這件併購案特殊的地方在於出售的公司是一家很好又非常賺錢的公司，她的產品品質、品牌是世界一流，團隊的人才也是世界一流的，因此當要跟美國陶氏化學(The Dow Chemical Company)及艾克森美孚化工(ExxonMobil Chemical Company)這樣的兩個非常大公司買東西本來就不是一件很容易的事情。尤其是買一件非常好的東西，對方願意賣就已經很不容易，還要和對方談條件就更加困難了；尤其是在一個國際競標的條件之下，有很多其他國家的團隊包括美國的廠商等都在競標的壓力之下，又有時間的壓力，其實真的不容易。 2. 第一階段在接到台橡要求我們介入時已是在九月底，不到兩個禮拜的十月初第一階段標已經遞進去；遞進去以後，幾乎有三個禮拜沒有消息，直到第四個禮拜才被告知已進了第二階段。接下來不到一個月的時間就要做第二階段正式的投標，而且需要做很大的 Commitment；雖然說是兩階段投標，但等到兩階段投標末才知道不是兩階段投標，同時要求大家都要飛到芝加哥去一起坐下來會議商談，於此同時，另外一個競爭團隊也會到達分別商談。 3. 談話的過程中透明度非常的差，賣方兩大公司有一個非常特別的要求，因為 DEXCO 和台橡有競爭關係的，彼此是競爭對手，在此狀況底下賣方絕對不會完全揭露相關資訊，實地查核時事前的準備透明度也非常的差。而且正因為對方有兩家大公司，各自擁有 50%的持股，所有

	<p>的事情必須只有一個對話的窗口下，只能由雙方的投資銀行負責進行溝通。而且對方雖有兩個股東卻只有一家投資銀行，換句話說必須獲得兩大股東都要同意前提下，這個投資銀行才能夠開口確認，因而溝通過程障礙很大，到十一月底之前都只有這兩方的代表可以談話，這種狀況非常少見。對於幾乎沒有併購經驗的台橡團隊，在面對這樣資訊不透明、時程緊湊又與國際競爭者競標等極度困難的狀況下，開始時是抱著不看好的態度，但結果台橡團隊的表現卻出乎我意料之外的良好。一個成功的併購者需要具備下列三種條件：Ready、Willing and Able，在這種接近摸黑進行併購的前提下，成功的關鍵就在於準備程度，越充分者自然得標率也越高，而台橡的積極準備不但讓我印象深刻更是台灣公司併購案中我看過表現最積極的個案。</p> <p>4. 對於成功併購案是否都要有很專業又具備經驗的團隊？台橡的併購案件就是最好的答案。在美國法律制度底下，以台灣角度去切入有時反而容易造成誤導，所以過去的經驗反而會成為不夠客觀的阻礙。對於這個案件成功的真正關鍵因素，其實只有一個，就是台橡團隊溝通的管道順暢又迅速，不只是不同專業領域之間的協調，更驚訝的是，不同部門之間每一個人都能掌握當時的狀況，隨時大家可以坐下來討論解決問題的方法。</p> <p>5. 最難能可貴的是，從開始至今，我從來沒有聽到過在其他併購案裡總是反覆出現的兩個字，就是「老闆」。例如，「這個問題太難了，我要回去請示老闆」、「老闆說了算」等等，台橡所有的專業人員都很負責任，大家都可以理性的探討每一個問題、能夠很開放的接受專業顧問團隊的意見，在許多突發狀況不停發生時，經營團隊的迅速反應以及團隊的獨立性往往是案件成功的最主要關鍵。</p>
黃齊元理事長	<p>1. 今天下午討論台橡併購 Dexco 案，就像併購過程的高潮迭起，最後一場很重要的訊息就是 ready, willing and Able，成功是給準備好的人，不是偶然的，我們可以確定從台灣併購金鑫獎的頒獎就是台灣企業已經準備好，</p>

將來在國際併購的舞台上面已經準備好發光發熱。

2. 台灣產業正在前所未有的歷史分水嶺上，企業併購將呈現爆炸性發展，政府最重要的工作，就是將法規鬆綁，改善投資環境，讓世界走進台灣，台灣走向世界，對不同類型的投資者，如：陸資和私募股權基金更應釋出善意，讓其積極促進台商的轉型升級、產業整合和全球布局。
3. 私募股權基金與併購皆為投資的手段，而投資必須為雙向的投資，亦即台灣境內的招商引資與台商的全球佈局。目前全球經濟主軸逐漸轉向亞洲國家，與中國大陸相較之下，外資企業偏好與台灣合作，或者是透過台商投資中國大陸，因為外資普遍認為中國大陸仍然封閉保守，日前剛簽訂的台日協議即為一例，「耐吉曲線」刻劃出台灣緊鄰中國大陸的優勢地理位置，擁有極佳的樞紐價值。另外近期策略性的併購特別多，主因為全球股票市場處於低迷的狀態，很多公司的價值被低估。私募股權基金與策略性併購將會大行其道，機不可失，台灣應該順應趨勢努力吸引外資來台投資或合作。
4. 過去政府招商時，可能不清楚台灣的定位，外資為何喜歡投資台灣？台灣為東西文化的橋梁，以往常常將台灣與電子、IT 做連結，未來更增加新能源與服務業的 know how。宏達電 2011 年於海外積極的做了七個併購案，惠普於台灣成立亞太區的雲端支付中心，可見台灣近期對內對外都有可做為標竿的發展，外資對台灣的想像不只是技術而已，人才與 know how 將是成為引進外資與推展到亞洲的關鍵因子，台灣有管理、整合與佈局大中華的能力，不能妄自菲薄，政府應該協助台商在中國大陸去併購國外的企業。

投資台灣與台灣走出去的問題研究與突破 -如何透過私募股權基金及併購擴大投資台灣-

「見證中國PE十年路、兩岸VC/PE合作契機」 研討會會議紀錄

時間：100年11月04日(五) 下午 17:00-19:00

地點：那米哥會館宴會廳(台北市松仁路101號，群益大樓B2)

主席：

財團法人國家政策研究基金會 林建甫 財政金融組召集人

與談人：

台灣併購與私募股權協會	黃齊元	理事長
永豐創業投資股份有限公司	黃俊傑	總經理
智基創業投資股份有限公司	陳友忠	總經理
國際通商法律事務所	汪士邁	資深顧問
協合國際法律事務所	魏蕙玲	顧問
宏鑑法律事務所	王傳芬	合夥律師

研究團隊：

楊正秋(台灣併購與私募股權協會 秘書長)
黃芝穎(台灣併購與私募股權協會 經理)
顏藏澤(台灣併購與私募股權協會 專員)
彭韻青(台灣併購與私募股權協會 專員)
呂帛晏(國家政策基金會財政金融組 助理研究員)
彭思遠(國家政策基金會財政金融組 助理研究員)

發言人	與談重點
黃齊元理事長	<ol style="list-style-type: none"> 1. 這次焦點座談的主題為「見證中國 PE 十年路，兩岸 VC/PE 合作契機」，中國股權投資協會昨(3)日於中國蘇州，邀請中國、新加坡、日本、韓國、澳大利亞、印度、香港及台灣等地的股權投資協會，共同組成「亞洲股權與創業投資協會」，此舉也代表中國 PE 行業在國際上獲得認可，而值得高興的是，台灣並沒有被排除在外，且為發起單位的一份子，展望未來台灣於國際舞台上越趨重要，近期與日本簽訂台日協議，也與新加坡、紐西蘭商討 FTA 簽訂內容，都有相當的發展，所以在討論併購與私募時，必須要考量如何增加台灣於國際上的地位。 2. 10 月 24 日本會(MAPECT)舉辦台灣併購金鑫獎鼓勵台灣以併購走向世界，在今(4)日台商康師傅併購了百事可樂的瓶裝事業部，可見併購活動於世界儼然成為一股潮流。大陸當局三年前因公平交易法與反壟斷法，否決可口可樂併購匯遠果汁一案；現在反而是中國的公司(台商企業)併購外商的業務。另外旺旺也與大陸最大的牛乳公司「森永」策略聯盟，都證明了台灣與台商越來越國際化，充分利用 ECFA 簽訂後，中國大陸與台灣彼此的關係，成為國際走向大陸的一道橋梁。 3. 歐債危機幾乎搞垮全世界的經濟，但也證明了全世界的經濟關係密不可分，雖然台灣只是一個小島國，但必須要有志氣與視野，這次我們參與「亞洲股權與創業投資協會」聯盟，將來可能是與國外更大的機構結盟，故需做好準備，思考如何引進國外資金，或是結合亞洲的私募基金協助台灣企業如何走出去併購國外企業。
黃俊傑總經理	<ol style="list-style-type: none"> 1. 台灣過去 29 年以來投入創投的政府資金達新台幣 92 億元，引導業界共同設立創投基金逾 2,200 億元，並創造台灣科技事業資本形成達新台幣 2.8 兆元，成果相當可觀。於 80 年代初期，台灣產業逐漸由資本、技術密集型工業轉型發展高科技產業，當時創投開始成立，直到 20 世紀初，高科技產業與創投同時進入成熟高峰期，台灣 IT 與化工產業的產品於世界各地名列前茅，台灣創投也與美國、以色列並列為最發達的三個地區。

2. 1995 年至 2000 年期間創投發展快速，募資非常容易，平均每年新增 28 間創投公司、新增資本新台幣 135 億元，在稅收政策等引導刺激下，高科技產業與創投良性發展與互動，但好景不常，科技泡沫化連帶稅收優惠取消後，創投資金來源驟減，金融海嘯後更是雪上加霜，每年新增資本減少至 1995 至 2000 年的 75%，政府獎勵金融機構管理資產配置制度取消，逼迫台灣創投必須轉型，轉型的開始就是出走到中國大陸，1999 年至 2009 年中國大陸平均 GDP 成長率達 10%，創投年複合成長率達 12.4%，顯示創投行業走勢與 GDP 成長呈正相關，今(2011)年四月，霸菱投資於上海募集一檔規模 50 億元的五期基金，第五期募得資金就占了 50%(美金 25 億元)，可見大陸創投行業正在迅速發展，人民幣基金漸成市場主力；反觀台灣創投如何發展，應放寬投資範圍，朝向私募基金，鼓勵創投從事購併、重整、buyout 等業務，使更多元的資金來源投入，並讓小型創投整合或退出，使用更專業的管理團隊，朝自由化、國際化、專業化三方向邁進。
3. 台灣產業於不景氣的時候反而為併購的好時機，而私募基金便可以扮演資金來源的主要角色，以協助台灣業者、台商或兩邊合作。宏碁與北大方正策略聯盟、台橡併購美國公司 Dexco、中國人壽參股建信人壽、元太科技併購美國 E-link 以及近期中美晶併購美國公司 Covalent 等併購案，都是企業所發動的策略性併購，背後都需要私募基金或創投的協助，順應趨勢將來由私募基金與創投發動的財務性併購將越來越多，而台灣創投的轉型，觸角應伸到國外，即成立新基金從國外收購、引進技術，或是於台灣投資或成立公司收購國外技術，而台灣產業的發展上有很多優良的公司可以承接新技術。
4. 中華創業投資協會 CVCA 於 7 月 9 日拜訪經建會劉憶如主委，目的要找台灣小型的科技公司與文創產業，2011 年才剛募資完的霸菱投資也來造訪精緻農業，如果把這些技術與中國通路結合起來將能發揮效益，就如同 ECFA 簽定後，工具機與石化產業上的租稅減免帶動產業發展一般。所以如何在未來的五到十年內，趁全球景氣衰退之際，借重私募基金與創投的力量，將歐、美、日的新

	<p>技術引進台灣，使台灣的 know how 與大陸市場結合，將成為經濟復甦台灣成長的關鍵。</p>
<p>陳友忠總經理</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 2005 年時中國大陸政府制定法令、法規打擊境外資金的投資模式，同時中國大陸境內創業板、中小板開辦，投資環境逐漸成熟且運作靈活，發展出「兩頭在外」的外資創投運作模式，在中國的私募股權投資及證券市場還不發達的年代，把中國企業的投資及上市退出，外包給國外的 VC 同行及華爾街，這是具有中國特色的產業發展道路。 2. 「兩頭在外」投資模式，即外資創投募資活動皆於境外從事，不找境內的有限合夥人(Limit Parter, LP)，且幾乎都把資金放置於開曼等免稅地，可能有境外的管理公司於北京、上海等地設立代表處，但於中國大陸境內找到好的投資項目時並不會跨境直接投入至中國大陸境內，而是會投入到開曼等免稅地的控股公司(holding company)，如果標的公司有獲利，隨後上市或者被併購，資金就可以回到基金中並回饋給 LP，使投資活動避免進入到中國大陸如此不友善的環境中。 3. 外資創投上岸至今發展出兩個模式，分別為中外合資基金與純人民幣基金，前者就如同兩頭在外的模式，以境外的基金主導在境內發起成立人民幣的合資基金，後者除有外匯的問題外，由於人民幣基金和海外美元基金來自兩個完全不同的 LP 群體，同時被一個 GP 管理，存在潛在利益衝突。而且像互聯網、媒體以及教育等相關的受限制項目中外合資是沒有辦法參與。為解決以上缺點，可先於海外成立一個美元基金，再同時募集純人民幣基金投資中國大陸的項目，就不會形成中外合資，也能避免外匯問題，同時可投資受限制項目，此為中國往後非常普遍的業務模式。 4. 中國大陸對純外資創投參與項目設限繁多，2000 年新浪上市的時候，律師群設計出新浪模式(VIE, valuable interest entity)，即於境內設立特殊目的公司(SPV, special purpose vehicle)，以取得營業執照並記錄收入，像新浪如此的 Nasdaq 上市公司，有 70%~80%的收入為互聯網

	<p>廣告收入，外資根本不能涉入，故外資找兩個自然人於中國境內成立 SPV，跨足無限增值時以此 SPV 與中國移動簽署相關商業協議，再用此協議取得營業執照，可說是「上有政策，下有對策」，而中國政府已開始審視是否應讓新浪架構繼續存在，因為這對中國新經濟的投入有非常大的影響。</p>
<p>汪士邁律師</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 新浪模式的產生是為了因應大陸法令的限制，而台灣人去大陸投資，不僅受限於大陸的法令，台灣也有針對到中國大陸投資的規範。但對創投而言，由於創投在台灣不是一個高度監管的行業，所以並無太大問題，為避免資金外流，對 DRAM 或比較敏感的行業限制反而比較多；而大陸對台投資的限制，大致上是依據投資是否超過 10% 的股份或有無控制權區分，未超過 10% 且投資標的為上市櫃公司依「負面表列」規定，超過 10% 或投資標的為非上市櫃公司依「正面表列」。 2. 台灣的律師與會計師過去這 30 年其實一般都做了很多的國外投資，而近幾年因大陸資金陸續進來，儼然產生了新氣象與新問題，再加上政治氣氛濃厚，執政黨或在野黨都對大陸資金有一套看法，譬如南山與旺中/旺旺的案子，都是卡在大陸資金的問題。因為需要經過投審會的審查，即使是百事可樂或可口可樂等大規模的外資公司，都須被調查有無大陸資金，但是現在越來越多中國大陸的基金去投資國外基金，加上現在很多人都有多國籍身分，因此無法避免，這方面的法規實在需要經過修正與檢討。
<p>魏蕙玲顧問</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 目前兩岸資金往來逐漸開放，中信金控與中華開發相繼到中國大陸準備設立人民幣基金，此基金的架構與西方一般合夥人(GP)與有限合夥人(LP)的架構相似，前者即為基金的主合夥人，須負無限責任，後者也就是一般所謂的投資人。近年來因中國有限合夥制度的法律規範演進，所以人民幣基金幾乎都是以此規範設立，而退場機制主要以境外 IPO、中國境內 A 股上市 IPO 以及中國大陸境內併購、轉讓等方式進行。就台灣的 VC 與 PE 而言，這些都是很典型的退場模式，如果順利將私募股權基金引進投資台灣企業，便可將其重整下市後，再重新

	<p>選擇適當地點上市，如此的循環就是私募股權基金運作的基本型態。而如此的型態在台灣似乎遇到重重關卡，之前 KKR 想要併購國巨的案子即為一例，最近立法院通過公司法第 197 條之 1 的修正案，其中第二項規定，公開發行股票的公司董事以股份設立質權，超過選任當時所持有之公司股份數額一半時，超過部分不能行使表決權，不算入出席股東的表決人數。如果就一個在台灣投資的 PE 而言，當他入主後將公司下市，變成一個非公開發行公司，此修正法將無阻礙。但如果 PE 只占了部分持股，如凱雷對大眾銀的投資，有相當大的資金將由銀行融資而來，所取得的股權必須質設不計入表決權，這對於公司的控制力將是負面的影響，使得需要融資的公司找不到優質的投資人，融資的價格也將難以設定；這是台灣目前所遇到的狀況，也是業界比較擔心的。</p> <p>2. 過去十幾年來，不管是 GP 或 LP 陸陸續續都會有一定的績效，進而要將其分配或清算，但當初於境外設立的法律文件內容非常的艱澀，在簽署時也沒有注意清楚，導致後續問題的發生，所以究竟落實到合約文件上的時候會碰到什麼樣的問題？並且要如何執行？將為未來研究的重點項目。</p>
<p>王傳芬合夥律師</p>	<p>中國大陸私募股權基金發展比台灣更為活躍，以下就台灣的發展所遇到現況進行說明：</p> <p>1. 私募股權基金進行併購常見的企業下市及管理層收購 (MBO) 方式，常被大眾誤解，所謂 MBO 係指一家公司由該公司管理階層持有相當比例股權(不論是否為控制性股權)的公司所併購之交易。由於 MBO 通常利用融資方式取得資金，故 MBO 亦常為「融資併購」(leveraged buyouts; LBOs)。MBO 中通常管理階層會與財務伙伴(financial partner)合作共組新公司以併購標的公司；其型態可能為資產或股權之收購；通常新設立的買家會與標的公司進行正向或反向合併，標的公司最終將消滅。MBO 對公司及股東之利弊，向來有正反之爭論，尚無定論；但由於 MBO 涉及管理階層身兼買方及賣方之角色(及利益)衝突，同時常伴隨高槓桿之「融資併購」，故目前各國通常以較謹慎之方式面對。</p> <p>2. 由於 MBO 涉及經營階層之利益衝突，並有可能損及小股</p>

東權益，我們同意國內政府應全盤檢視相關「法律」及「命令」。但在修法的角度及層次上必須先作明確定位。從日月光案一直到國巨案，媒體上紛紛嚷嚷的爭論在於台灣主管機關把私募股權基金視為「禿鷹」而給予不同之對待，但事實未必如此。因此在修法定位上，應明確針對「私募股權基金相關案件」？「MBO 案件」？「LBO 案件」？「公開收購案件」？又是否應該區分「敵意或善意併購」，或「外資及內資併購」而作不同之處理。如僅將焦點放在「私募股權基金」，這對我國政府的形象而言，確實有負面之作用，且將不利於我國金融市場的國際化，對小股東而言未必是福。

投資台灣與台灣走出去的問題研究與突破 -如何透過私募股權基金及併購擴大投資台灣-

「投資台灣與台灣走出去的問題研究與突破」

研討會會議紀錄

時間：100年11月21日(一)下午14:00-16:30

地點：財團法人國家政策研究基金會 101會議室

主席：

財團法人國家政策研究基金會 林建甫 財政金融組召集人

與談人：

寶來金融集團	葉明峰 副總裁
台灣併購與私募股權協會	黃齊元 理事長
眾達國際法律事務所	黃日燦 主持律師
理律法律事務所	陳民強 合夥人
資誠聯合會計師事務所	謝淑美 會計師
行政院國家發展基金管理會	蘇來守 副執行秘書
匯盈國際資產管理股份有限公司	林宇晨 董事長
開發科技顧問公司	劉紹樑 董事長
中國信託商業銀行	李美鈴 副總經理
宏鑑法律事務所	王傳芬 合夥律師

研究團隊：

楊正秋(台灣併購與私募股權協會 秘書長)
黃芝穎(台灣併購與私募股權協會 經理)
顏藏澤(台灣併購與私募股權協會 專員)
彭韻青(台灣併購與私募股權協會 專員)
呂帛晏(國家政策基金會財政金融組 助理研究員)
彭思遠(國家政策基金會財政金融組 助理研究員)

發言人	與談重點
黃齊元理事長	<ol style="list-style-type: none"> 1. 為充實報告內容，本次會議議題主要針對期中報告審查會議中，楊雅惠教授與許振明院長等審議委員所提出的問題與建議加以探討，並表示題目切合台灣的需要，即如何「引進來」與「走出去」，將於第五章與第六章中做詳細的說明，原先這兩個章節為產品導向，分別為私募股權基金與併購 M&A，而今天要呼應這個大主題，一是要投資台灣，探討如何用併購與私募股權基金將海外企業引進來，一則是要使台灣投資向外擴張，那麼請各位專家就以下討論議題做綜合發言。 2. 現在很多亞洲國家和中國都把走出去當作一個戰略，成立國家主權基金也成為一種機制，如：中國的 CIC，韓國的 KIC，新加坡的淡馬錫與 GIC、馬來西亞的 Khazanah 等等，日本政府也有創新機構以十億美金結合東芝、索尼與日立三家公司，占股權 70%。台灣目前產能過剩，很多成熟型與衰退型的公司，急需政府政策的導引與整合，近期政府要扶植 LED 產業成立照明整合公司為一個很好的想法，希望能夠更積極的扮演此角色。 3. 希望國發基金扮演更多樣化的角色，很多亞洲國家都是利用政府的力量協助 PE 在做佈局和產業整合。最近因資本適足率的關係，美國銀行將中國建設銀行的持股降到 1%，由新加坡的淡馬錫接手，可見歐美經濟的撤出就輪到亞洲的經濟崛起；另外，日本也有創新基金協助企業轉型，資金可以扮演一個整合的功能，台灣政府是否應效法國外，也要有明確的方向與機構來協助。
劉紹樑董事長	<ol style="list-style-type: none"> 1. 第四章應該論及：如果能有一個強大的學理模型來說明為何會有 PE 這產業？在財務學上或經濟學上的看法為何？對消除視 PE 為洪水猛獸的觀感有正面的回應？將對第五章的鋪陳有很大的幫助。 2. 檢視過去台灣 PE 投資的案件，其實是否真的有造成嚴重的資本弱化問題尚待商榷，反而像就資產負債表右邊權益和負債做比較好的一個調適，因為如果像中華電信一樣都不舉債，反而會對股東權益報酬率造成負面影響。 3. 目前於主管機關有一個隱含政策，即：除非公司經營不

	<p>善，否則不准下市；但如果沒有這些配合的清算動作，產權沒有弄清楚就沒辦法做 non-buyout deal (非買斷交易)，如此將讓欲投資者無所適從。最近公司法修正的另外一點就是，董監事持股如果超過一半是有質押的話就沒有辦法行使其表決權。如此將直接否決掉私募股權基金的在台灣運作的存在。</p> <p>4. 利益迴避於 management buy-out 的案件中是必須的，但並非只要有關係的人就禁止參與表決，而是要經過一定的程序釐清關係才是重點，對股東權益的保障也需要了解，作為股東的話有兩個權利，控制權與 Capital Right，而如何做才能真正保護少數股東也是必須注意的項目。</p>
<p>葉明峯副總裁</p>	<p>1. 中國大陸的 PE 為國家發改委員會主管，而台灣 PE 的主管機關似乎不是很明確，經建會與金管會都互相推拖，如果沒有歸屬的主管機關，很多建議都是空談，且審查時雙方皆有內規，如不揭露根本不知道狀況為何？導致目前很多資金或公司呈現群龍無首的狀態，故應比照其他國家主管機關的設定會較為妥當。</p> <p>2. 韓國規定公司的負債如超過淨值兩倍，超過部分將不認列借款利息，此為消弭資本弱化的配套方法，建議台灣可以參考；另外，之前有協助經建會草擬 LP 法（有限合夥法），上呈經濟部時卻無疾而終，是否宜在此提出立法要求，以便讓相關立法委員有正面的呼應。</p> <p>3. 目前歐美市場驟變，且狀況持續發酵，走出去其實是一個正確的時機，政府順勢而為也可以幫助民間籌組 PE fund，讓業者向國外從事併購。</p>
<p>蘇來守 副執行秘書</p>	<p>1. PE 與併購基金有利有弊，好處是資金規模大、投資產業範圍廣，運用的資金與策略都非常有彈性，但比較讓大眾所詬病的為過度使用財務槓桿，用大量的資金與專業能力取得經營權，再以操作股價的方式順利退場。其實 PE 也是投資者，而投資者與被投資公司之間沒有好壞之分，只有適合與否；且 PE 有不同的型態、屬性與特性，必須能配合國內相關法令。而就被投資公司而言，不同的產業、地區與階段別，對私募股權基金的需求也有所不同，如何取其利除其弊為此報告研究之方向，因為私</p>

	<p>募股權基金確實帶給企業資金與經營的專業人才，使企業營運起來更有效率，降低運作成本，快速轉虧為盈或迅速獲利。而針對如過度槓桿、資本弱化、財務不透明等等的缺點，建議以法令的規範將其排除，此點則必須有主管機關的在旁督導與協助，以強化優點、降低弊端。</p>
<p>林建甫教授</p>	<p>1. 台灣未來要如何走其實是一個關鍵，過去長久以來很多問題，似乎是因為太保守的關係，所以現在以撥亂反正的態度來面對，希望在總統下一個任期能夠有很多積極的作為，尤其是台商未來私募/併購行為應為發展重點項目之一，能夠與大陸重點企業結合獲得最大的利益，故此報告可以做為將來內閣施政的參考方針。</p>
<p>黃日燦主持律師</p>	<p>1. 三十年前美國企業開始流行多角化經營，但財報還沒完全電腦化，市場投資大眾資訊相對不透明，分析師也無盡到應盡的責任，所以當公司股價遠比淨值還低時，投資人就掉入陷阱當中；不論是否真為禿鷹，任何有謀略者都會想把公司分拆獲利。自從財報電腦化以及 60 年代美國多角化經營的集團消失後，就再沒有看到所謂的「禿鷹」出現；而台灣卻還常常將私募股權基金視為禿鷹，百般阻撓深怕會受到傷害，殊不知「禿鷹」已成神話。</p> <p>2. 私募股權基金的功能與屬性一定要定位清楚，而資本弱化、收購下市或是保護小股東等爭議，則是因為恐懼而將私募股權基金冠上的汗名。其中以有線電視與金融業兩個行業當作參考，兩者都是政府高度管制的行業，在有線電視的領域上，凱雷近來整頓東森、緯來等公司，除了有豐厚的獲利，也帶領本土財團與外國財團雙雙獲利；相反的在金融業上，私募股權基金入主大眾、萬泰、安泰等銀行，卻不幸被套牢，並沒有點石成金。由此可知，私募股權基金在尋找投資標的過程雖然經過很縝密的評估過程，最後也有可能會失敗。再者，台灣之前企業被掏空的案例皆非由私募股權基金所為。如果有資本弱化的疑慮，那就應該從銀行端著手，即明定 Debt/Equity 的比例，超過擬訂的門檻後就不能再行借出；或明訂利息抵稅規定，或直接阻止公司融資借款等措施，不能一昧的針對私募股權基金一再的限制。</p>

	<p>3. 國巨案中大概有八成的小股東都答應要賣，不像 CVC 入主億豐的案件中只有兩成多的小股東同意賣，但兩者的結果卻是大相逕庭。由此顯示有審批權的主管機關的主觀意識過於濃厚，使得審查標準不明，也無法配合台灣一貫標榜的自由經濟、法治社會形象。故建議在報告中必須道破私募股權基金的神話，即為私募股權基金並非洪水猛獸一般使人懼怕，並引用客觀的數據與案例，使大眾更了解私募股權基金的操作手段。</p> <p>4. 政府就算要撥亂反正也要先使上下達成共識，這樣政策才有辦法推行。否則我們國家政策公共問題太多、報酬率又太低，不管政策怎麼訂定，PE 也不會想要投資。如果對私募股權基金入主有線電視產業後數位化的進程緩慢的議題，政府不能等到他們要進行轉股時才去多方刁難。而是可以直接跟台灣固網等合營業者規定於何時數位化內容達成既定的程度時，就可以做，不行就退場，這樣才能發揮主管機關督促的作用。</p>
<p>陳民強合夥人</p>	<p>1. 這一兩年來台灣對外資已經建立一個「不歡迎」的形象，就 KKR 併購國巨案而言，法規雖全面通過，最後卻因主觀理由禁止過關；且投審會與金管會責任歸屬不明，使國巨與 KKR 申訴無門。其實，由於執行投資案的前置實質審查的作業成本高，投資環境不確定性因素如果太高，結果必定會降低日後外資投資台灣意願。</p> <p>2. 針對過度槓桿的疑慮與員工權益保障，央行早已明確訂定舉債比例為 60%，勞基法中也有訂定員工權益相關條文，這些問題自然都不攻自破了，所以資本弱化的標準只要能明訂，並明確指出裁量權的依據，如此就不必擔心該項疑慮的產生。</p> <p>3. KKR 投資國巨的規範基本上是根據外人投資條例第六條來審查，因為此行業非負面表列，主管機關還有非常大的行政裁量權。是令人不解之處，如果說要撥亂反正，卻沒有一套明確的標準，就算是許多上市公司非常具有發展潛力，依然沒有外資敢來參與。</p> <p>4. 在台灣並不是沒有對私募股權投資規範的架構，其實國外的私募股權基金就等同於外資，就把他當外資來處</p>

	<p>理。以上所提到的疑慮，並不是只有在 PE 投資時才會發生，任何外資投資時都可能有此情況發生。政府必須訂定過度槓桿、資本弱化、員工權益保護等明確標準，不能自由興證，而現在針對外資的規範然已經有架構存在，即外人投資條例，那就不用再去區分是否為 PE fund，應將其一致視為外資，才不會有雙重標準。就現有的案例而言，主要的問題還是主管機關的行政裁量權遠遠凌駕於法律規範之上，使得外資無所適從，此項改善才是日後能否吸引外資投資的主因。</p>
<p>李美鈴副總經理</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 目前外資投資台股非常有意願，而私募股權基金所要投資的標的就是被低估的公司，或有利可圖的行業，為何台灣會直接被忽略？而台灣所對外資來台投資所釋出的訊息為何？反觀中國大陸以國家發改委員來籌組或規畫私募股權基金投資政策，如此與台灣主管機關互踢皮球缺乏整合的概念差異甚大，必須建議政府高層釋出善意，如此才能增加外資投資意願。 2. PE 為在台無住所法人，雖然有外人投資條例規範給外資遵行，但對於無住所法人從事併購的活動並沒有相關的規定。主管機關會擔心鉅額投資的金額後果無法掌握，故建議於報告的第四章、第五章中間寫入目前私募股權基金引起的爭議與解決的辦法，可以從法規與產業的角度建議政府施政方針，以開放示範產業的漸進模式去做，業者也較容易有所依歸。
<p>謝淑美會計師</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 早期的私募股權基金其實投資台灣的動機很單純，就是要把台灣企業帶往國際化發展。做法就是在台灣下市之後去國外上市，並以香港為首要地區。現在因為香港的資本市場逐漸衰退，所以外資紛紛回到台灣尋求投資機會，但因制度方興未艾，導致不只下市遇到困難，連再上市都阻礙重重，其實任何的投資都沒有要惡意破壞市場機制，重點是要檢視私募股權基金投資的過程與架構的設計，打破迷思不要只做純粹惡意的攻擊，正視私募股權基金投資的出場，才能公正地設計規範。
<p>林宇晨董事長</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 幾年前中資的私募股權基金原本要投資桃園的一項水利公共建設，且為長期投資為期 30 年，也企圖在合作後到

	<p>東南亞國家發展，卻被阻擋在外，想要以參股的模式也求助無門。台灣的企業遇到的幾乎都是短期投資，如此好的機會卻成為遺珠之憾，所以建議可以開放一些較大的公共建設給中資或外資投資，把公共工程的建設改為負面表列，如此也能增加國人的就業機會，更是一項很好的施政方針。</p> <p>2. 建議政府施政方針以中小企業的整合為主，因為很多中小企業欲轉型，但都面臨技術、資金與人才不足的窘境，且銀行不見得都會提供貸款援助，私募股權基金在此即能發揮作用，台灣優秀的財會、法律顧問也能提供一定的幫助。而且於金融海嘯洗禮後，很多大公司都紛紛倒閉，台灣的企業還能屹立不搖，這就是台灣中小企業紮實的基礎所造就的。因此，如何架構台灣成為亞洲 PE 的平台中心可以嘗試的去落實，此時正是大好時機。</p>
<p>王傳芬合夥律師</p>	<p>1. 建議主管機關應以修法方式解除外資對於投資台灣的疑慮，尤其在 KKR 收購國巨破局後，外資擔心恐有寒蟬效應，也有小股東不贊成主管機關的作法，有私募股權基金高層表示，符合資本市場慣例的方式就應該依法開放。因此主管機關不希望看板企業或明星企業下市的心態並不健康，將企業私有化下市並沒有道德問題，主管機關應致力於台灣資本市場的自由度與流通性，才能吸引外資來台。自 2006 年凱雷併購日月光進而推動下市案後，金管會及投審會內部均擬提出一套審查原則，但直到目前似仍不見政府訂出明確的法令規章。</p> <p>2. 「依法行政」為法治國家最核心的價值，也是台灣所引以自豪的法治成績。不論對於私募股權基金或其他外資而言，目前所疑慮的並非台灣法令過於嚴苛，而是台灣法令的「可預測性」及「透明度」。依據我個人經驗，這幾年來熱門的來台第一上市櫃案件，在上市上櫃之前，總是有不少私募股權基金與原經營者洽談入股等相關事項並在上市櫃前完成入股；且亞洲私募股權基金最近亦不約而同鎖定台灣市場，且觸角更從過去較集中的金融業、有線電視系統業，擴散到科技、服務、生物醫療甚至農漁水產等行業。我們希望主管機關能積極全盤</p>

	<p>檢討及修改相關法令，而非僅修改小部分法令並僅作消極個案審查，以兼顧我國對外資的吸引力與社會公平正義（包含對小股東之保障）。</p>
--	--