

國立臺灣大學管理學院碩士在職專班會計與管理決策組

碩士論文

Executive MBA Program in Accounting and Management Decision-Making

College of Management

National Taiwan University

master thesis

中國私募股權基金產業的 SCP 研究

A Study on SCP Research of Private Equity Fund in China

黃國峯

Kuo-Feng Huang

指導教授：柯承恩博士

Advisor : Chen-En Ko, Ph.D

中華民國 97 年 6 月

June , 2008

國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書

中國私募股權基金產業的 SCP 研究

A Study on SCP Research of Private Equity Fund
in China

本論文係黃國峯君（學號 P94744012）在國立臺灣大學管理學院碩士在職專班會計與管理決策組所完成之碩士學位論文，於民國九十七年六月二十六日承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明

口試委員：

柯 承 恩 (簽名)
(指導教授)

蔡 疏 (簽名)

楊 孟 萍 (簽名)

系主任、所長

李 書 行 (簽名)

致謝辭

回想三年前的現在，大伙才從礁溪老爺大酒店 O'Camp 的新生訓練中初識，並且一起重回學生生活，轉眼間大伙又要一起畢業了，但差別的是大家都豐收滿滿，包括這些一輩子的師長與朋友。

從開始著手規劃撰寫此主題時，由於另有大量工作需投入，使得進度一再落後，好幾次中途想放棄，到完成此論文時，竟已間隔將近一年的時間了，雖然如此這化整為零的戰術，終於也讓鐵杵磨成繡花針了；當我第一次將完整的初稿從印表機列印出時，眼淚竟在眼眶中打轉，感動不已。

在這一段撰寫的時間裡，似乎全球金融市場正上演著一部與過去十年來完全不一樣的戲碼，金融環境的遽變，包括次級房貸所引發的種種金融與信用危機，使得私募基金從天之驕子搖身一變變成了平民百姓了，但仍然抵擋不住它的光環，我也希望本研究能夠提供未來學術上在私募股權基金研究上的參考。

最後，我要衷心感謝柯承恩老師的辛勤指導，當然我也要感謝我的妻兒忠君與約晨的全力支持與諒解，還有我的父母及岳父、岳母的默默奉獻，在精神上給予我莫大的關懷，有這麼多人的幫忙，我才能順利地完成學業！

黃國峰 謹識

于 台大 EMBA

2008 年 6 月 10

論文摘要

中國目前在全世界私募股權基金的重點中的重點區域，全球當然也包括中國本土的資金，已經在中國展開近身肉搏了。本文從產業組織理論的角度出發，運用 SCP 分析架構，對中國私募股權基金產業的市場結構、市場行為、市場績效與制度的相互影響，進行了研究與分析。

私募股權基金產業在中國當局的刻意引導式的開放政策下，從原本募資與退出都在境外進行的”兩頭在外”的特殊產業生態，為了解決產業空洞化等之經濟安全議題，逐步引導成為以中國境內為主的”兩頭在內”的特性。中國相對於歐美先進國家在私募股權基金的發展屬於剛起飛階段，所以基於民族意識與其他心理層面上，對私募股權基金這種’斬首式’的併購行為的接受程度還在培養之中，當然本土業者在專業經驗與外資業者比較起來也有很大的距離，另外，本土人才的培育正是中國政府最需妥善規劃的百年大計。

私募股權基金在中國的市場結構是屬於高度競爭的型態；在市場行為上，由於中國企業規模相對較小，所以平均投資規模也小很多，另外，本土業者由於資金規模與專業經驗不足，相對在產品上較無差異性。但是本土業者本身又擁有外資業者沒有的優勢，例如與中國政府有較好的關係、對政策敏感度高、能快速反應以及本土業者在中國有較高的知名度，又有相同的文化背景，較易獲得中國企業的信任。所以外資業者也一直尋求與本土業者合資，或到中國設立辦事處及招聘當地人以夷制夷的方式來突破；在績效方面，由於近年中國股市榮景，私募股權基金在中國市場得到超高的報酬，當然更使得全球資金的前仆後繼地湧進。

本研究希望透過架構化分析中國私募股權基金發展的歷程及產業的結構，給予台灣現行私募基金制度及從業者做為參考。

Abstract

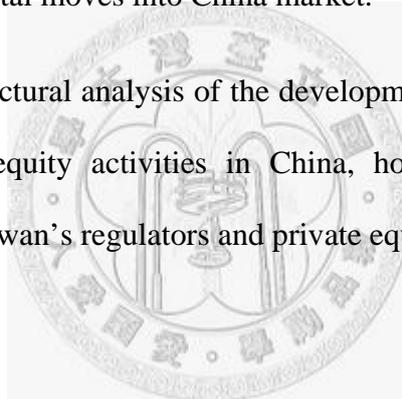
China is now the key focused area for the private equity funds around the world, along with China domestic funding, the competition from the global players is extremely violent in China arena. Starting from the point of view of industrial organization and facilitating the SCP analytical framework, this study intend to have a research and analysis toward the interactive relationships among the market structure, conduct, performance and regulation for the private equity activities in China.

The Chinese private equity industrial ecology has turning from the so called “two-end outside” meaning offshore funding and exit to “two-end inside” meaning onshore funding and exit. The change has made intentionally by Chinese Authorities under the guide-style open-door policy. Comparing to those developed countries, China is just entering this arena recently, therefore based on the nationalism and some other psychological consideration, the Chinese people is still needed to educate with those cutting-throat takeovers. While the experiences of local players are far behind the foreign players, thus the cultivation of local professional should be one the the most important and long term plans of private equity development for Chinese Authorities.

The market structure of private equity in China is highly competitive; due to the company scale in China is relatively small than those in developed countries, so that the market is conducting a much smaller investment scale on the average basis. Furthermore, because of the insufficient funding and inexperienced professionalism, China’s local private equity funds have much lower degree of product differentiation. However, the local players have their own competitive advantages, such as they do have

better relations with China government and they got higher sensitivity toward the policy-making, both can result in fast response to any kind of policy change. Moreover, the local players enjoy higher recognition and share the same cultural background, thus they can be better trusted by the owners of China enterprises. This is why more and more foreign players plan to be localized by seeking the joint venture with local players, opening the offices in China and recruiting the Chinese professionals to be their eyes in China; Moreover, the market performance is much higher than those in developed countries, due to the booming of China stock market in recent years, the ultra high rewards induced global capital moves into China market.

By conducting the structural analysis of the development milestones and industrial structure for the private equity activities in China, hoping this study can be an appropriate reference to Taiwan's regulators and private equity participants.



目 錄

口試委員審定書

致謝辭

論文摘要

英文摘要

第一章 緒論	12
第一節 研究動機與目的	12
第二節 研究架構	14
第三節 研究範圍與方法	15
第四節 理論基礎與文獻回顧	16
第二章 私募股權基金的基本探討	22
第一節 私募股權基金的定義與功能	22
第二節 私募股權基金的發展與現況	28
第三節 私募股權基金的產業生態與運作模式	35
第四節 私募股權基金的特性與發展條件	41
第五節 私募股權基金的危機與未來走向	52
第三章 決定私募股權基金產業結構的基本條件	57
第一節 全球資本流動概況	57
第二節 金融與資本市場概觀	62
第三節 私募股權基金之供給與需求面分析	74
第四章 中國私募股權基金產業的市場結構	85
第一節 產業的市場結構	85
第二節 中國私募股權基金產業的發展概況	85
第三節 中國私募股權基金產業的市場佔有率與集中度	91
第四節 中國私募股權基金產業市場結構的現況	96
第五章 中國私募股權基金的市場行為	104
第一節 廠商的市場行為	104
第二節 全球購併活動概況分析	105
第三節 中國私募股權基金投資策略分析	107
第四節 中國私募股權基金定價行為分析	120

第五節 中國私募股權基金的非價格行為分析	121
第六章 中國私募股權基金產業的市場績效	123
第一節 產業的市場績效	123
第二節 私募股權基金的績效評估	124
第三節 美國私募股權基金產業的績效分析	125
第四節 中國私募股權基金產業的績效分析	127
第七章 中國私募股權基金產業的制度結構	134
第一節 制度之定義	134
第二節 交易成本	135
第三節 制度可能性前緣	137
第四節 證券私募發行制度	138
第五節 中國私募股權基金制度之發展	142
第八章 研究結論與建議	151
第一節 中國私募股權基金產業的 S-C-P-R 關聯圖	151
第二節 中國發展私募股權基金的發展途徑	153
第三節 給台灣的省思	156
第四節 研究限制	157
第五節 後續研究建議	157
參考文獻	159
<u>附錄</u>	
附錄 一、清科研究中心簡介	162
附錄 二、清科研究中心行業定義	163
附錄 三、清科研究中心對基金策略之定義	165

圖目錄

圖一、PE 與 VC 在 Google Trends 歷年之搜尋次數比較分析	12
圖二、中國私募股權基金產業的 SCP 研究架構	14
圖三、SCP 分析模式架構圖	17
圖四、PE 的 Ownership Models	25
圖五、投資基金之分類	25
圖六、2007 全球私募股權基金前五十名(PEI 50)總部區域分佈	30
圖七、PE 對新興市場的佈局趨勢	31
圖八、私募股權基金產業生態關聯圖	34
圖九、私募基金資金提供者的比例	38
圖十、美國聯邦基金利率走勢	44
圖十一、美國 S&P 500 走勢	45
圖十二、PE 價值創造之輪	48
圖十三、洋蔥式的全球金融環境	58
圖十四、全球金融權力新捐客	59
圖十五、金融權力新捐客成長快速	60
圖十六、中國大陸金融體系	66
圖十七、資訊不對稱的資本市場	68
圖十八、各國證券資本市場結構	70
圖十九、PE 特殊資源的來源與去路	74
圖二十、亞洲在全球 GDP 比重趨勢	75
圖二十一、中美居民資產結構比較	77
圖二十二、美國經濟與證券市場本益比水準	80
圖二十三、中國經濟與證券市場本益比水準	80
圖二十四、1979 至 2007 年中國大陸產業結構發展趨勢	81
圖二十五、2006 年中美兩國融資管道比較	82
圖二十六、PE 產業的波特五力分析	83
圖二十七、中國 PE 六大類型	86
圖二十八、可投資中國大陸的 PE 基金各季度募資對比	97
圖二十九、2007 年各類基金募資統計 (按募資金額範圍)	98
圖三十、外資、本土與合資基金募資總量季度對比	101
圖三十一、2007 年外資基金募集基金類型	101
圖三十二、2007 年本土基金募集基金類型	102
圖三十三、全球 LBO 投資概況	106
圖三十四、亞太私募股權基金投資概況	107

圖三十五、中國 PE 各季度投資概況.....	108
圖三十六、外資與本土 PE 各季度投資概況(US\$M).....	118
圖三十七、制度可能性前緣.....	137
圖三十八、私募發行制度之發展.....	138
圖三十九、中國主要監管部門.....	144
圖四十、中國私募股權基金產業的 S-C-P-R 關聯圖.....	151

表目錄

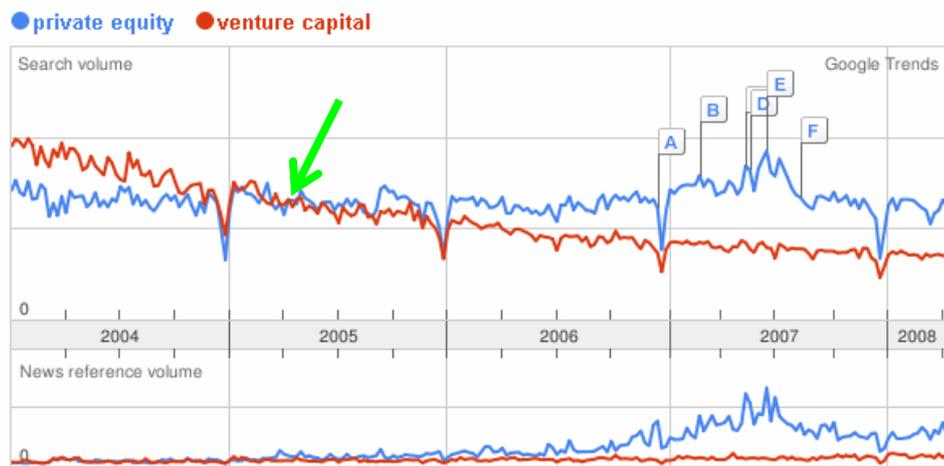
表一、以集資與投資方式分類基金.....	26
表二、2007 全球私募股權基金前五十大大排名(PEI 50).....	33
表三、PE 對金融次序的七大風險.....	52
表四、美國私募基金進行大型收購宣告失敗一覽表.....	54
表五、金融市場的分類.....	64
表六、四種融資方式的特點.....	65
表七、產業結構的分類標準.....	93
表八、貝恩市場結構分類.....	95
表九、2006 年基金募資情況.....	98
表十、2007 年基金募資情況.....	98
表十一、2007 年中外私募股權基金募資情況.....	100
表十二、全球購併活動總金額.....	105
表十三、全球購併活動各區域比重.....	106
表十四、2006 年中國私募股權投資行業分佈.....	110
表十五、2007 年中國私募股權投資行業分佈.....	111
表十六、2006 年亞太區私募股權投資行業分佈.....	111
表十七、2007 年傳統行業投資分佈.....	112
表十八、2007 年服務業投資分佈.....	113
表十九、2007 年廣義 IT 投資分佈.....	114
表二十、2007 年各行業投資案例數按投資規模分佈.....	114
表二十一、2007 年 PE 投資區域分佈.....	115
表二十二、2006 年不同投資策略投資分佈.....	116
表二十三、2007 年不同投資策略投資分佈.....	116
表二十四、2007 年投資策略與行業交叉分析（按投資金額, US\$M）..	117
圖二十五、2007 年投資策略與行業交叉分析（按投資案件, 個）.....	117
表二十六、2007 年本土與外資基金投資策略對比(US\$M).....	119
表二十七、2007 年本土與外資基金行業投資對比(US\$M).....	119

表二十八、2007 年本土與外資基金投資傳統行業對比(US\$M).....	120
表二十九、外資 PE 與中國本土 PE 的優劣勢比較.....	122
表三十、私募股權基金績效評鑑案例.....	124
表三一、US Private Equity Performance Index (PEPI).....	126
表三二、US Buyout Exit Analysis.....	127
表三十三、中國私募股權基金退出方式統計.....	127
表三十四、2007 年中國外資與本土基金退出方式（筆數）.....	128
表三十五、2007 年外資與本土基金退出方式上市地點比較（筆數）.....	128
表三十六、近三年海外八大市場中國企業上市情況.....	129
表三十七、中國企業海內外上市融資情況統計.....	130
表三十八、中國企業海外 IPO 企業分佈.....	130
表三十九、中國企業境內 IPO 企業分佈.....	131
表四十、中國境內外 PE/VC 基金支持之新上市企業融資與回報狀況.....	131
表四十一、2007 年私募股權基金退出行業分佈與回報倍數狀況.....	133
表四十二、私募基金與公募基金的特徵比較.....	140
表四十三、在中國設立外商投資企業涉及法規政策.....	145
表四十四、外資併購國內企業涉及的法規政策.....	146
表四十五、國內企業海外上市涉及內地權益問題的法規政策.....	146
表四十六、推動 PE 本土化的法規政策.....	147

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

私募股權投資是新經濟發展下的一種金融創新，對促進儲蓄向投資轉化、培育多層次資本市場、降低金融風險、促進產業發展等，都有重大貢獻。美國、歐洲、日本等已開發國家的經驗已經證明這一點。



圖一、PE 與 VC 在 Google Trends 歷年之搜尋次數比較分析

資料來源：Google Trends, 2008/4/22

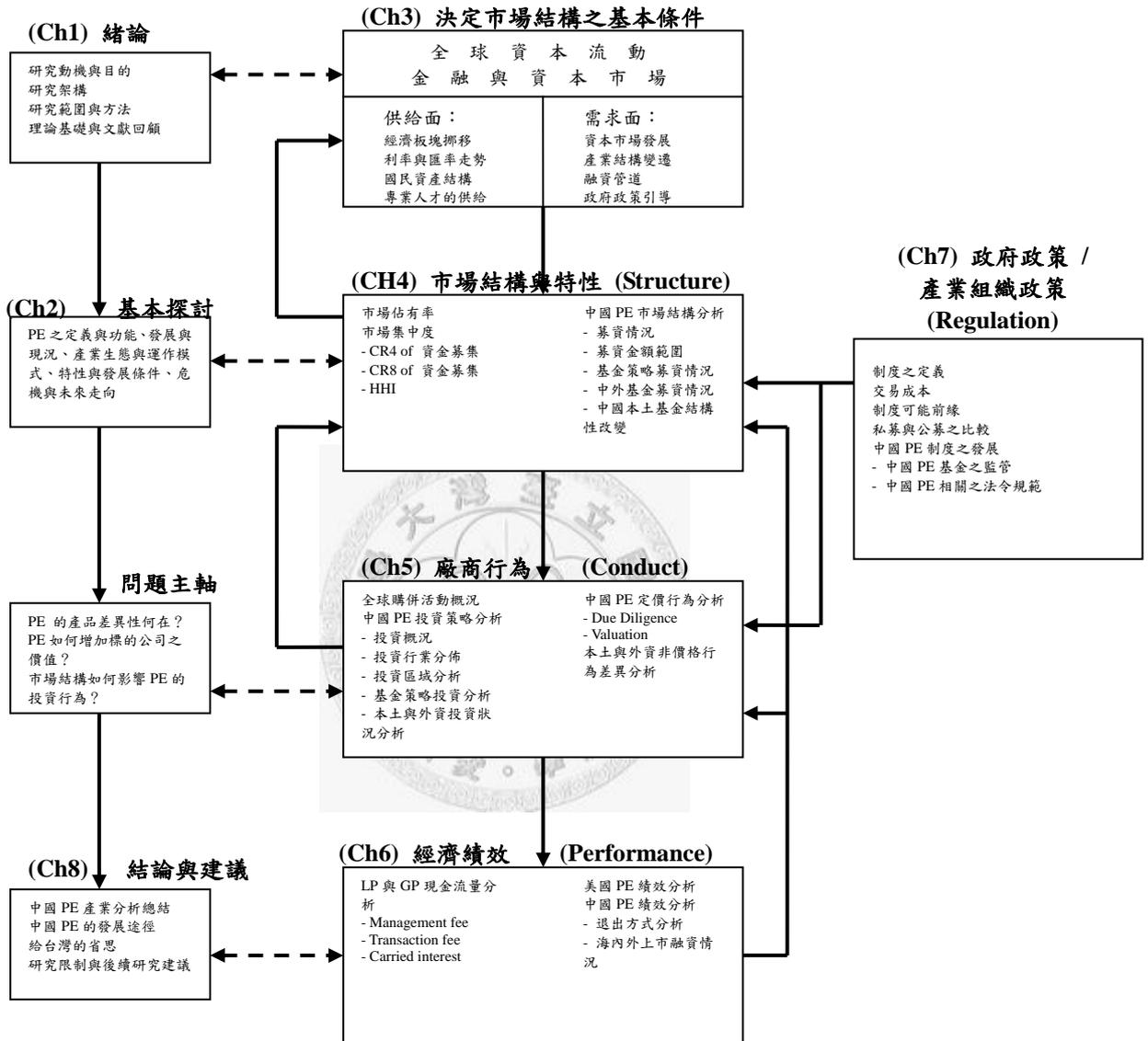
若要掌握市場對私募股權基金熱度變化的趨勢，藉由 Google Trends 工具我們從圖一可以發現，藍色線的即為 venture capital 這個關鍵字在新聞參照次數的趨勢線，紅色線則為 private equity 的趨勢線。我們可以清楚發現，2005 第一季即是一個黃金交叉線，從該時間後 private equity 這個議題就大量地超過 venture capital 的熱度，大量在網路上被提及，尤其到 2007 年初時是兩者差異最大的時間點，這跟我們所瞭解的時間點相當吻合，private equity 在 2007 年初是一個超熱門的話題。從圖一我們亦可以解讀，私募股權基金在當前金融市場上的王者魅力，但另一面的解讀也可以是 venture capital 正逐漸向 private equity 靠攏，兩者的界線越來越模糊。

另一方面，中國的經濟持續呈現快速飛漲的趨勢，2006 年全球最大的經濟體——美國，GDP 規模來到 13.2 兆美元，第二名是日本，GDP 規模為 4.4 兆美元，第三名是德國，2006 年 GDP 規模為 2.9 兆美元，第四名則為中國，2006 年 GDP 為 2.8 兆美元，中國與德國的差距已十分相近了，第五名為英國，GDP 規模為 2.4 兆美元。從上述的 GDP 規模來看，中國正準備超越德國，而逐漸接近日本，甚至在未來十年之中，就有機會取代日本，成為僅次於美國的第二大經濟體。

中國題材效應的展現，它有幾個特點：人口眾多、市場的成長力以及可以有無限的想像空間，任何小事，乘以十三億，都會成為天大的事。而中國在近年來的改革開放下，其快速的經濟發展，需要充沛的資金的挹注，尤其是跨國資金，所以中國在金融政策上採取逐步開放的基調，尤其在加入 WTO 必須的開放時間表的壓力下，再加上歐美等先進國家在投資趨近飽和的情況下，中國的確吸引前仆後繼的熱錢的湧入，尤其是國際性的私募股權基金的大舉進入，確實震撼業界。但私募股權投資在中國仍徘徊於合法與非法的邊緣，私募股權投資發展緩慢，與中國多年來持續快速增長的經濟不相稱，不利於高資本市場的資源配置能力和風險分散能力，也不利於產業創新和轉型。

本研究目的在將目前最熱門的金融話題私募股權基金與最具潛力的發展市場中國大陸結合起來，以產業分析的手法對中國的私募股權基金的內涵與發展，進行一結構化的研究，試圖解釋有關中國私募股權基金產業在市場結構、市場行為、市場績效與制度結構相互影響的各層面問題。

第二節 研究架構



圖二、中國私募股權基金產業的 SCP 研究架構

資料來源：本研究

圖二為本文之研究架構及各章節之大綱，本研究將以 SCP 分析模式為主要研究骨幹，對中國私募股權基金產業進行產業分析。

第二章討論私募股權基金的基本探討，包括私募股權基金的定義與功能、發展

與現況、產業生態與運作模式、特性與發展條件與私募股權基金的危機與未來走向等。

第三章著重在決定私募股權基金產業結構的基本條件之相關探索。此章節首先會先對全球金融環境做瞭解，包括資金流動性之探討、對金融市場之瞭解與與私募股權投資息息相關的資本市場也做了一定程度的剖析。然後，會再對與私募股權基金產業有關的供給與需求兩面進行探討，以瞭解該產業結構之基本發展條件。

第四章則開始進入本研究 SCP 分析模式之重點主題，主要是針對中國私募股權基金產業結構進行探討，其中除了包括中國私募股權基金產業之發展概況外，也包括對中國該產業之市場佔有率及集中度進行資料收集與分析，在本章節的最後則對此市場結構的特徵與變化趨勢進行定調。

第五章則是對中國私募股權基金的市場行為進行研究，包括此產業中各競爭者在產品差異性與投資策略上進行分析。

第六章則進入對中國私募股權基金產業中其市場績效之討論，將會對在該產業中其市場績效相關議題進行剖析。

第七章則對會影響中國私募股權基金發展相關的政策或法令進行探索，瞭解中國政府歷年來對該產業在政策方面的思考邏輯，即試圖瞭解制度的發展對中國私募股權投資的影響。

第八章也是本文的最後一章，則對本研究進行總結，並提出不管在中國大陸或台灣政府在面對不管是本土或外資私募股權基金應有的態度與思維。

第三節 研究範圍與方法

本研究以全球與中國的私募股權基金為主要研究對象。在全球私募股權基金的

探討中，將對整體私募股權基金的基本介紹與發展做一概括性的描述。本研究的研
究重點將在以中國為主的私募股權投資為主，並且將創業投資部分排除在外，藉由
SCP 研究架構，對中國私募股權基金的各種角度一一剖析。另外，本研究對中國私
募股權基金的投資行為清楚定義為，不管是外資或本土基金，以投資併購中國企業
為主的投資行為。

至於研究方法，本研究首先利用學者文獻等清楚定義私募股權基金，再利用
SCP 的分析架構一層一層地解構中國的私募股權基金產業。

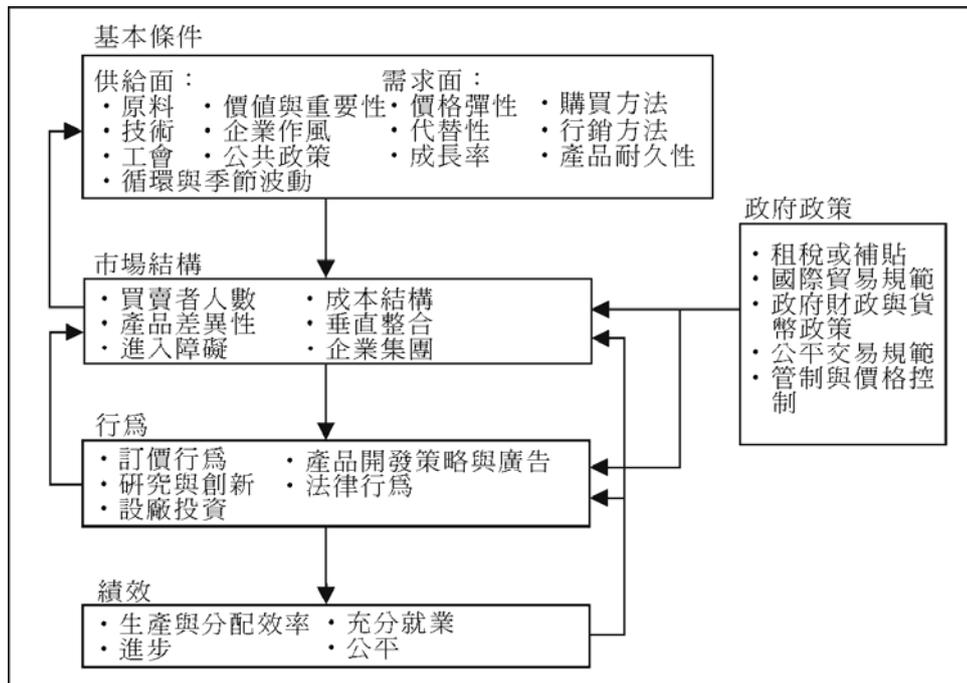
本研究主要資料來源為：

1. 國外學者所著之書籍。
2. 國內外學者所發表的期刊、論文等學術資料。
3. 國外研究機構的研究報告。
4. 國外專業機構網站所刊載之文章與研究報告。

第四節 理論基礎與文獻回顧

產業經濟學 (industrial economics) 是個體經濟學的一環，是一門專門討論經
濟體系內各種產業組織或結構，分析廠商的行為及彼此之間的關係，以及不同產業
結構的經濟績效，而對於足以影響廠商行為、產業結構、及整體經濟績效的政府政
策、法令等，亦在它的討論範圍之內。

從圖三的 SCP 分析模式架構圖得知，基本條件影響市場結構，市場結構影響
廠商的行為，而政府的政策同時會影響市場結構與廠商行為，最後產生不同的經濟
績效。



圖三、SCP 分析模式架構圖

資料來源：陳正倉、林惠玲、陳忠榮、莊春發，「產業經濟學第二版」，2007年5月

產業組織理論 (The Theory of Industrial Organization, 又簡稱 IO 理論)，是產業經濟學的重要組成部分，是分析產業內部企業與企業之間競爭和壟斷關係。產業組織是指同一產業內部的企業之間的關係，在市場經濟中，企業之間的關係是通過市場形成和體現的利益關係，具體而言，就是市場交換關係、競爭和壟斷關係、市場佔有關係、資源佔用關係等。產業組織中的產業也不是一般而言的產業，是指生產同一類或具有高度替代性產品的企業的集合，或是以在同一商品市場上從事生產經營活動為標準劃分的狹義的產業；產業組織中的組織不是通常所說的生產組織、企業組織，而是專指產業“組成部分之間的關係”。產業組織理論是以產業內部企業之間的關係為研究物件的，是分析同一產業內部企業之間的關係，主要是以研究產業內競爭和壟斷及規模經濟的關係和矛盾為基本線索，揭示企業之間的變化的規律極其對企業經營績效的影響。

產業組織理論體系的形成--哈佛學派與 SCP 分析範式比較完整的產業組織理

論體系，大約是在 20 世紀 30 年代以後，在美國以哈佛大學為中心逐步形成的。1938 年，梅森(Mason)在哈佛大學建立了一個產業組織方面的研究小組，在繼承了張伯倫等人的研究成果的基礎上，提出了產業組織的理論體系和研究方向。以後，貝恩 (J.S.Bain)、凱維斯 (Cawes)、謝勒 (Scherer) 等人都對產業組織理論的形成和發展作出了重要貢獻，其中貝恩在 1959 年出版了第一部系統論述產業組織理論的教科書《產業組織》，成為產業組織理論的集大成者，由於這些研究主要是以哈佛大學為中心展開的，因此稱為哈佛學派。哈佛學派的主要貢獻是建立了完整的 SCP(structure—conduct—performance)理論範式 (如圖一)，這一架構的最初形式是貝恩(1956)的市場結構、市場績效兩段論範式。貝恩編寫的著名教科書《產業組織論》(1959)的出版標誌著產業組織理論的基本形成，並在其後的 20 年間成為國外許多著名大學本科生和研究生課程的主要學習內容，影響了整整一代學者和決策者。這一階段產業組織理論的主要研究成果集中在海弗裏鮑爾(R.Hefiebower)和斯托金(G.Stocking)主編的《產業組織與公共政策論文集》中。

哈佛學派的產業組織理論，以新古典學派的價格理論為基礎，在承襲了前人一系列理論研究成果的同時，以實證研究為主要手段把產業分解成特定的市場，按結構、行為、績效三個方面構造了一個既能深入具體環節又有系統邏輯體系的市場結構(Structure)—市場行為(Conduct)—市場績效(Performance)的分析框架(簡稱 SCP 分析框架)，並對市場關係各方面進行實際測量，從而規範了產業組織的理論體系。

在哈佛學派的 SCP 分析框架中，產業組織理論由市場結構、市場行為、市場績效這三個基本部分和政府的公共政策組成，其基本分析程式是按市場結構、市場行為、市場績效、公共政策展開的。結構、行為、績效之間存在著因果關係，即市場結構決定企業行為，而企業行為決定市場運行的經濟績效。因此，為了獲得理想的市場績效，最重要的是通過公共政策來調整和直接改善不合理的市場結構。

由於哈佛學派將市場結構作為產業組織理論的分析重點，因此哈佛學派通常也被稱為“結構主義者”。在 SCP 分析框架中，作為市場結構指標之一的集中度和作為市場績效基準之一的利潤率之間關係的研究處於重要的核心地位。貝恩調查了美國製造業 42 個產業，並將它們分為兩組：一組是 CR8(最大 8 家企業的市場集中度)大於 70% 的 21 個產業；另一組是 CR8 小於 70% 的另外 21 個產業。調查結果顯示,這兩個不同集中度的產業群之間存在著明顯的利潤率差異，前者利潤率平均為 11.8%，而後者平均只有 7.5%。據此，貝恩認為:“如果存在著集中的市場結構，廠商就有可能成功地限制產出，把價格提高到正常收益以上的水準。在哈佛學派看來，在具有寡占或壟斷市場結構的產業中，由於存在著少數企業間的共謀、協調行為以及通過高進入壁壘限制競爭的行為，削弱了市場的競爭性，其結果往往是產生超額利潤，破壞資源配置效率。這就是“集中度— 利潤率”假說。

哈佛學派在分析框架中突出市場結構，在研究方法上偏重實證研究，這是哈佛學派區別於其他學派的兩個重要特徵。在貝恩等人看來，寡占的市場結構會產生寡占的市場行為，進而導致不良的市場績效，特別是資源配置的非效率，因此有效的產業組織政策首先應該著眼於形成和維護有效競爭的市場結構，並對經濟生活中的壟斷和寡占採取規制政策。哈佛學派的這種主張對戰後以美國為首的西方發達市場經濟國家反壟斷政策的開展和強化都曾經產生過重大的影響。

自 20 世紀 60 年代以來，SCP 分析架構成為理論界和經濟界批評討論的熱點，這些批評主要來自芝加哥大學的經濟學家們，包括施蒂格勒(J.Stigler)、德姆塞茲(H.Demsetz)、波斯納(R·Posner)等人，正是在這批判的過程中，芝加哥學派崛起了，並逐漸取得了主流派地位，其代表人物是施蒂格勒，由於他對產業組織理論的開創性研究而被授予 1982 年諾貝爾經濟學獎。

該學派繼承了奈特(F. Knight)以來芝加哥大學傳統的經濟自由主義思想和社會

達爾文主義，認為市場競爭過程就是市場力量自由發揮作用的過程，是一個“生存檢驗”的過程。該學派在理論上皈依新古典經濟理論，堅信瓦爾拉均衡和自由競爭理論依然有效，廠商行為是廠商預期的函數，政府不需干預，1966 年施蒂格勒的名著《產業組織》一書問世，標誌著芝加哥學派理論上的成熟。

該學派特別注重市場結構和效率的關係，而不像結構主義者那樣只關心競爭的程度，故被理論界稱之為效率主義。以施蒂格勒(George Stigler)為代表的芝加哥學派認為，S、C、P 之間的關係主要體現為 P、C、S。由於一些企業在劇烈的市場競爭中能取得更高的生產效率，所以它們才能獲得高額利潤，並進而促進企業規模的擴大和市場集中度的提高，形成以大企業和高集中為特徵的市場結構。

在芝加哥學派形成的過程中，以芝加哥大學法學院波斯納為代表的學者們做出了特殊的貢獻。法學家與經濟學院和商學院的經濟學家們共同合作，應用價格理論對反托拉斯法展開了深入的研究，不僅推動了美國反托拉斯政策的重大轉變，而且推動了新興邊緣學科——法學經濟學的誕生。

芝加哥學派對產業組織理論研究的另一重要貢獻是施蒂格勒、德姆塞茲和佩爾茲曼(S·Peltzman)等人對政府產業規制的分析，開創了經濟學一個新的研究領域——規制經濟學。作為對傳統的 SCP 範式的批判，鮑莫爾(W·J·Baumol)、帕恩查(J·C·Panzar)和韋利格(R·D·Willing)等人在芝加哥學派產業組織理論的基礎上於 1982 年合作出版了《可競爭市場與產業機構理論》一書，系統闡述了所謂的“可競爭市場理論”。該理論以完全可競爭市場和沉沒成本(sunk cost)等概念為中心，來推導可持續的、有效率的產業組織的基本態勢及其內生的形成過程，對貝恩的進入壁壘理論提出了強烈批評，認為問題不在於是否存在進入壁壘，而在於是否存在人為的進入壁壘，這一理論對 80 年代的莫爾(1982)提出的“進退無障礙理論”(Contestability Theory，又譯“可競爭性理論”)有很大影響。

在政策上該學派主張政府的競爭政策與其重視市場結構，倒不如說更應該重視是否存在充分的潛在競爭壓力，而確保潛在競爭壓力存在的關鍵是要盡可能地降低沉沒成本。與哈佛學派相同，芝加哥學派對美國反托拉斯活動和政府管制政策也產生了深遠的影響，該學派的許多經濟學家都曾在雷根政府的司法部反托拉斯局、聯邦貿易委員會等重要部門擔任要職，直接參與反壟斷商業活動的司法實踐，如貝格斯特(Baxter)和米勒(Miller)就分別擔任上述兩個重要部門的局長和主席，前面提到的波斯納長期擔任聯邦法院的法官。SCP 架構的衰落是多種原因的綜合結果，一方面該範式缺乏深刻而又明確的理論基礎，正是由於“舊產業組織學”與 30 年代就被普遍接受的微觀經濟學理論不能很好地融合以及它對大型企業的成長與行為和日益突出的產業集中趨勢缺乏解釋能力，才導致 SCP 架構在 70 年代後期在產業組織理論中的地位不斷衰落；另一方面，由於在實踐中人們無法發現那種穩定的具有普遍意義的模型關係，導致對統計結果的解釋自相矛盾。還有就是賽局論的廣泛運用，企業在市場中的策略性行為以及企業內部代理人的策略性行為，為賽局論的應用提供了廣泛的機會，如斯賓塞(Spence)、薩洛普(Salop)、泰勒爾都取得了重要的研究成果，預示了產業經濟學的發展方向，SCP 架構的衰落正是產業組織理論迅速發展的結果。

第二章 私募股權基金的基本探討

第一節 私募股權基金的定義與功能

（一）私募股權基金的定義

私募 (private placement) 是指向小規模數量的合格投資人 (accredited investors) 出售證券，此方式可以免除如在美國證券交易委員會 (SEC) 的註冊程序，但投資人通常有一定期間的閉鎖期 (lock-up period)，在此特定期間內投資人不能再轉售給他人，以強調此為投資而非投機行為。而私募股權 (private equity) 為一種融資的管道，泛指企業透過協商、招標等非社會公開方式，向特定投資人出售股權，以達到融資的目的。再者，基金 (fund) 在一般生活用語上指的是有特定目的和用途的資金，但若從金融專業角度來看，則為機構投資者的統稱，它們為特定目標而成立，並以專業管理經驗為基礎，運作外來資金的機構或組織，通常都具有收益性功能和增值潛力之特點，例如信託投資基金、保險基金或退休基金等。

總結來講，私募股權基金 (private equity funds，在本文則有時簡稱 PE) 是指為了追求高投資報酬率，以非公開方式募集貨幣資金，並以私募形式對企業進行股權投資為其主要投資方式之特定基金或組織。在交易執行過程中，PE 專業經理人通常會將未來的退出機制列入其投資決策之一環，一般會透過上市、併購或管理層買回 (MBO) 的方式轉讓股權，以達到資本增值的一種專業投資機構。

私募股權投資實際上是另類投資¹ (alternative investment) 的其中一種型態。所謂另類投資就是指在股票、債券、期貨等通過公開交易平台操作的投資之外的所

¹ 另類投資運作的一個根本理念是：市場未必一定有效率，許多企業、資產項目的價格並沒有充分表達其內在價值，因而離公開交易平台越遠，價格與價值之間的偏差可能越高。另類投資的重點便放在沒有上市、但具有包裝潛力的企業和項目上，通過購買、重組、包裝、套現，將收購的企業或項目的價值顯現出來。

有投資，投資的領域除了私募股權投資外，尚涉及房地產、礦業、槓桿併購（leveraged buyout）、基金的基金（fund of funds）等。

廣義上的私募股權基金，包括投資於種子期和成長期的創投基金、投資於擴展期的成長資本、投資於用於管理層收購會企業間兼併的收購基金、投資於過渡期的重整基金（turnaround）和企業上市前融資的過橋基金（或稱夾層基金）。即凡是在一家企業上市前所獲得的股權投資都屬於私募股權投資。狹義上的私募股權基金是相對於創投基金來說的，即私募股權基金通常以直接投資或收購的方式投資於有增長潛力的成熟企業，相較於創投基金的投資風險度較低。

美國聯邦銀行業監管條例定義私募股權基金是一種“業務方向限於投資金融或非金融公司的股權，資產或者其他所有者權益，並且在未來將之出售或以其他方式處置的資本”。作為必要條件之一，該資本必須“最長持續期限不超過 15 年，且不直接經營任何商業或工業業務”。

國際貨幣基金組織（IMF）認為私募股權基金是“通過非公開方式，向少數特定的投資者募集的資金，其主要構成形式是對沖基金（hedge fund）、創業投資基金（venture capital，簡稱 VC）以及天使資本（angel investment）等，是為謀取最大回報的投資者而設計的合夥制私募發行的投資工具”。

Barron's 對私募股權基金的解釋是“由有限合夥人參與、普通合夥人管理，以投資意向書（非公開的招募說明書）等形式募集的基金。一家私募股權基金通常由 15~25 個投資基金組成，每個投資基金相對獨立運作，存在期限不超過 10 年，規模不超過基金總額的 10%”。

Wikipedia 定義私募股權基金是一種“通過槓桿收購（leveraged buyouts, LBOs）等形式購買公司或目標公司下屬營運單位的大部分股權，進而對其實施資本、管理

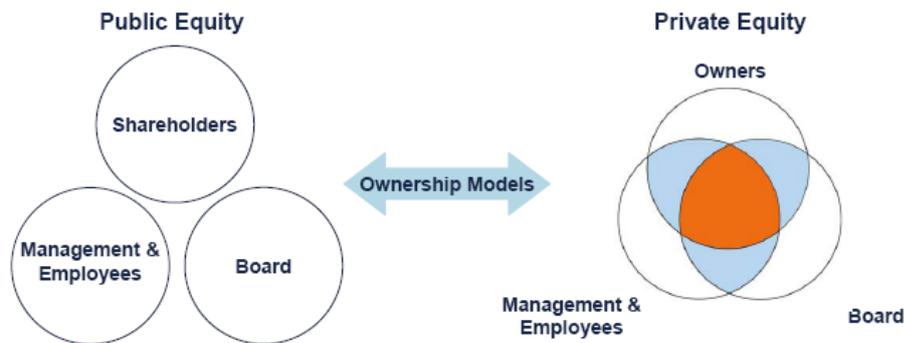
以及結構重組。基金對目標公司的持股和重組一般控制在 3 至 7 年，然後通過發行新股進行上市”。Wikipedia 認為”私募股權基金往往會通過槓桿收購、風險資本、成長資本、天使資本等方式參與目標公司的收購與重組”。

中國知名創投及私募股權市場研究機構清科研究中心²對私募股權基金的定義為，廣義地講，私募股權投資指對所有 IPO 之前及之後（指 PIPE 投資）企業進行的股權直接投資，包括處於種子期、初創期、擴張期、成熟期階段的企業。狹義地講，私募股權僅指具有大量和穩定現金流的成熟企業進行的股權投資。在清科研究中心的報告中使用的是狹義上的私募股權投資，不包括創業投資。私募股權行業主要是由三類投資人組成，併購基金（buyout/buyin）、夾層資本（mezzanine capital）和二級市場基金/基金的基金（secondary fund / fund of funds）。按投資方式可分為成長資本（growth capital）、併購（buyout/buyin）、夾層資本（mezzanine capital）、重振資本（turnaround）、不良債權（distressed debt）、Pre-IPO 資本（如 bridging finance），還包括以私募形式投資上市公司（private investment in public equity，即 PIPE）、不動產投資（real estate）等。

典型的 PE 與我們較熟悉的創投基金、對沖基金，實際上有著一些重疊的模糊地帶，實際上私募股權基金有相當程度是擴大了的創投基金，而 PE 與 VC 的界定正漸漸模糊中。VC 通常注重的是掌握產品與科技變化的趨勢與對未來的影響，也通常是樂觀主義者，關心的議題常在於”what can be done?”；而 PE 則著重在每個案子的控制權（control）與交易結構（deal structure），也通常是悲觀主義者，想的都是最糟的狀況，並想盡辦法試著以交易結構來儘可能降低投資風險。由此可知，私募股權基金的主軸還是指的是透過收購得以控制一個企業的經營管理，進而改善公司的治理與營運，以 ownership models（圖四）縮短股權擁有者與管理團隊

² 請見附錄一介紹

溝通的距離，透過高效率的決策進而實現企業的價值創造與提升，並且最後能夠全身而退獲取鉅額財務增值的基金，此種模式才是大家在談論的主流 PE。



圖四、PE 的 Ownership Models

資料來源：Permira Funds

另外，我們可以從探討投資基金的種類，進而對私募股權基金的定位有更進一步瞭解。圖五與表一乃本研究針對各方參考文獻所定義的投資基金整理歸納而得。



圖五、投資基金之分類

資料來源：本研究

我們可以從圖五看出，大致上投資基金可分為公募基金與私募基金兩種，這兩種主要的差別是來自其發行制度設計不同而致，我們將在第七章時進一步地說明。而一般所提及的公募基金指的即是市面上盛行的共同基金（mutual funds）。另一方面，目前大家耳熟能詳的私募基金只是一個統稱，事實上可以區分為私募證券基金、地下集資基金與私募股權基金三種。私募證券基金通常指的是市面上的對沖基金，利用其靈活的操作手法短線進出股票市場，同時也會搭配一些衍生性金融商品的操作，來達到其對投資人所謂“絕對報酬”的承諾。而地下集資基金則泛指個人或

組織未依照法定程序並經有關單位批准，以發行股票、債券、彩票、投資基金證券或其他債券憑證的方式，向社會不特定的公眾進行籌集資金的非法吸金的行為，並承諾一定期限內以貨幣或其他利益等方式向出資人還本付息給予回報。而本研究主要探討對象則為私募股權投資基金（Private Equity Fund, 以下簡稱 PE），廣泛地說創業投資基金及天使資本亦屬於 PE 的一環。

表一、以集資與投資方式分類基金

集資方式 \ 投資方式	公開集資	私募集資	地下集資
證券投資 (在公開股票市場投資)	共同基金	對沖基金	工作室、錢莊、第四台老師
股權投資 (以私募方式取得股權)	公開上市之私募股權基金，如黑石集團、KKR 等	私募股權基金、創投基金、天使資本 ³	天使資本

資料來源：本研究

我們若從集資與投資的方式來區分基金類型的話，更可以從不同角度對 PE 進行透視。表一表達的不同的基金類型，以集資方式來區分的話有公開集資、私募集資與地下集資三種，而投資方式則有證券投資與股權投資兩種。共同基金指的是以公開發行的方式募集資金所組成的一個專業資產管理機構，並應用其專業知識在公開股票或債券市場平台進行證券投資。對沖基金指的是以私募方式集資，並進行相對的證券投資的操作行為的基金型態。而一般俗稱的工作室、錢莊或第四台老師，則處於灰色地帶，以地下集資方式對證券市場進行投資。在這裡值得一提的是以往以私密性著稱的 PE，於 2007 年卻因融資成本的不斷提高，而陸陸續續一連串公開招股的 IPO 行動⁴，正好讓表一的公開集資與私募股權投資的向度得以正名。

³ 天使資本是由富有個人以自己名義直接投資於創業企業，因而並不是由多數投資者共同出資組建的“集合投資制度”性質的創業投資基金機構。所以，它是一種典型的“非組織化的創業投資資本”。

⁴ 2007 年 2 月，私募基金堡壘投資集團（Fortress）率先在美國證券市場進行公開招股，募集資金 6.433 億美元，成為美國市場首家公開上市的私募基金。4 個月後，黑石集團(Blackstone Group)又將其管理公司以“公開上市合伙”的形式，在紐約証交所部分上市，融資 41 億美元，其中包括來自中國國家外匯投資公司的 30 億美元投資。繼其競爭對手黑石集團首次

（二）私募股權基金的功能

私募市場就是為了解決全球性資金市場流動性過剩但企業卻不易籌資之檸檬市場之問題，簡單的說私募市場讓企業在簡化與縮短的作業流程中，在資本市場上有效率並較容易地取得資金，並為特定可承受高風險的投資人，提供一個高效率且適合本身風險報酬目標的資產配置機會。

喬治亞大學的 Mull Frederick Hobert 提出私募股權投資基金的理論模型，即私募股權投資基金作為金融中介機構，介入其所投資的項目中，可發揮減少資訊不對稱、降低風險、降低自身和經營高風險項目的企業家之間代理成本的作用。科羅拉多大學的 Thompson Richard Charles 認為私募股權基金不僅將資金注入企業，而且將自己的專業技術也帶入其中，即為企業提供了服務，這樣做有助於保護自己的投資並確保公司朝著 PE 的目標發展，最後期望能獲得高於平均水準的投資回報。Sahlman William A. 指出，20 世紀 80 年代後，美國 PE 基金的典型組織形式採用有限合夥制，這很大程度是因為退休基金、大學及慈善機構等投資者是免稅體，而有限合夥制度延續了它們的免稅地位。

倫敦商學院的 Oliver Bergel 教授指出：私募股權投資是一種機制，為企業在公開證券和債務市場之間提供了一種新的融資途徑。並指出，私募股權資本是指提供中長期融資，以換取具有高成長公司中的全部或部分股權的一種投資方式。此類基金一般不公開募集資金，而 PE 不僅提供資金也同時提供一些管理經驗和市場策略的諮詢服務。

全球公開發售之後不足兩周，美國另外一家著名私募基金 KKR 公司宣布其已向美國証交會（SEC）提交上市申請，計劃上市融資 12.5 億美元，這是美國股市 2007 年內的第三支私募基金上市。另外，美國另一家私募基金巨頭凱雷投資集團也正在考慮上市事宜。

第二節 私募股權基金的發展與現況

（一）私募股權基金的發展

私募股權基金繼垃圾債券基金、創業投資基金後，再一度地創造了華爾街財富的另一個神話。

公認最早具有私募股權投資性質的是 1960 年底成立的華平（Warburg Pincus），不過當時他們的資金募集大多僅限於每次有具體交易的時候，而且是以少數富裕家庭或個人名義為主要資金來源，例如當時的洛克斐勒家族（Rockefeller family）等，在投資方向上與小規模的創業投資沒有太大分別。

真正開創了私募股權基金行業，使得私募股權投資基金在 20 世紀 80 年代逐漸被世人認可的，應當歸功於創建於 1976 年的 KKR 公司。80 年代初期，由於石油危機的衝擊，美國經濟陷入短暫的衰退，股市相對低迷，很多公司跌破所謂的 Q 比率，即公司的市值小於其重置成本，因此一批熟悉公司價值的專業人士，開始醞釀一種新的贏利模式 -- 槓桿收購，1981 年槓桿收購約 120 起，1982 年為 164 起，到了 1983 年則來到了 230 起，此後槓桿收購案件數量逐年增長，並成為了華爾街一股潮流。在這些收購中 KKR 無疑是箇中翹楚，公司聲稱給他們的投資者贏得每年 62.7% 的利潤，並獲得投資人的熱烈追捧，KKR 進而成為 PE 領域中的先驅與模仿的對象。

不過真正讓 PE 投資為世人矚目的則是 80 年代中期，KKR 以雷霆萬鈞之勢發動了一系列不可一世的句型企業的攻勢，其中尤以至今還令人津津樂道的是以 320 億美元收購雷諾納比斯克公司（RJR Nabisco）案最為著名。這一史無前例的惡意收購行動，改變了人們傳統的觀念，惡意收購者也並非完全是掠奪者，策略性的財務投資者往往更能選擇他們對於公司價值提升的獨特作用。因此，儘管強勢的作風

使得這個新興的產業背負了”門口的野蠻人”等罪名，但是也正式宣告了私募股權基金這一與傳統共同基金、創投基金形式的資本組織正式踏上了華爾街舞台的中央。之後，在 KKR 巨大成功的示範效應下，一系列如今如雷貫耳的 PE 也紛紛成立，如：1985 年 Blackstone 成立、1987 年 Carlyle 成立、1990 年 Apollo 成立、1993 年 TPG 成立及 1995 年成立的 Oaktree。

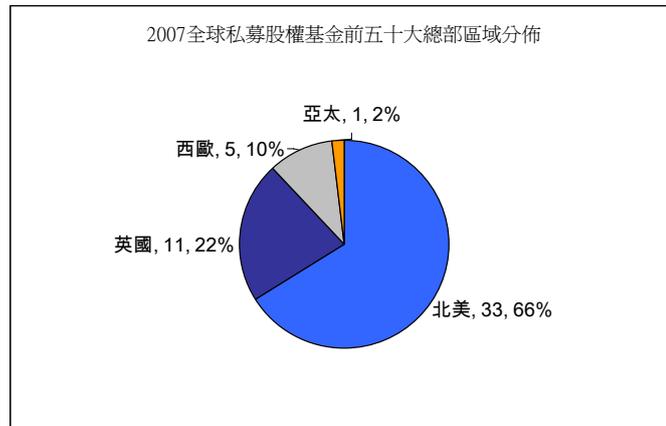
同時期，眾多的創投或政府主導的產業投資基金也紛紛開始轉型擴大業務範圍，從早期的種子基金逐漸延伸到成長期與擴充期公司以及收購基金領域。自此之後，PE 歷經了幾乎無間斷的、不可思議的欣欣向榮的發展：充沛的外部資金源源不斷進入，內部活力十足投資種類不斷增加的歷史發展。

這一階段，私募股權基金透過多產品跨區域的商業模式的操作，在收購基金領域累積了寶貴的品牌形象，投資領域逐漸向對沖基金、地產基金、債券基金等領域延伸，徹底改變了這一行業原始的個人主義型態，使其從侷限的營運型態變革到今天的全球規模。

一路發展下來，PE 在美國市場與華爾街的傳統投資銀行業務相得益彰，涉足的領域日漸廣泛，運作模式日臻完善。隨這經濟全球化過程的加速和併購重組市場的活躍，PE 再推動各種行業成長和整合的過程中扮演越來越重要的角色，規模也越來越大，超過 100 億美元的交易已成常事。

（二）私募股權基金的現況

從全球知名的私募股權基金雜誌 PEI (Private Equity International) 我們可以看出來（圖六），全球前五十大 PE 主要以北美區域為主佔約 66%，另外英國與西歐區域各佔 22% 與 10%，而僅有一家位於澳洲的 PE 屬於亞太區域。從總部分佈也可以看得出來，全球整體 PE 的發展以北美尤其是美國為主。

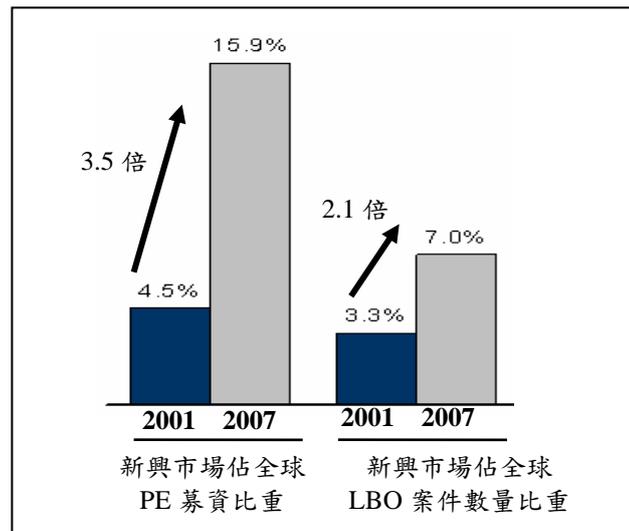


圖六、2007 全球私募股權基金前五十大大(PEI 50)總部區域分佈

資料來源：Private Equity Internation 雜誌，2007/5

而 PEI 50 在過去五年來的募資總額高達 5,510 億美元之譜，佔同一時期全球 PE 募資總額 8,000 億美元的 69%，也佔全球同一時期首次公開發行市場（IPO）募得資金總額 2.322 兆美元的 23.7%，也顯示 PE 在全球資本市場中佔有舉足輕重之地。因為 PE 通常透過高度財務槓桿操作擴大其可投資之資本，若以五倍的槓桿倍數來計算，PEI 50 的購買力（buying power）將高達 2.76 兆美元之多，此數字高於全球 IPO 之融資總額，再次顯現 PE 在金融市場的重大影響力。在 PEI 50 中，前 13 大的 PE 募資總額約等於後 37 大的 PE 的募資總額，平均總資金額為 110 億美元，募資中間數為 84 億美元，若換算成每年的數額，則在 PEI 50 中，平均每個 PE 基金每年募資金額為 22 億美金。

另外，從 Dealogic 的統計資料顯示在這五年中，PEI 50 所完成的投資購併交易總額為 1.2 兆美元，佔全球金融機構投資併購交易總額 1.6 兆美元的 75% 之多，另外若從交易案件數來看，PEI 50 只佔 27% 之多，顯現 PEI 50 每件交易總額普遍比其他金融機構來得大許多。另外，Dealogic 也指出，在同一間期，PEI 50 因投資購併交易所支付給投資銀行的費用也高達 358 億美元之多，約佔 PEI 50 交易總額的 3%。



圖七、PE 對新興市場⁵的佈局趨勢

資料來源：Morgan Stanley, Thomson Financial

從圖七我們也可以看出來，PE 正快速地與新興市場 (emerging markets) 連結。2001 年時 PE 從新興市場募得的資金佔全球的比重僅 4.5%，短短的幾年時間，已成長了 3.5 倍之多，來到 2007 年的 15%，顯示在這段期間中，新興市場由於蓬勃的經濟發展，快速累積大量的財富；若從實際 LBO 案件數來看，在這段期間新興國家也成長了 2.1 倍之多，從 2001 年的 3.3% 的成長到 7.0% 的比重，代表著此段時間 PE 的資金也往相對價值較低的新興市場挪移。

根據 2007/5/23 金融時報 (Financial Times) 的報導，美國公司 2006 年通過私募交易籌集的資金超過了首次公開發行 (IPO) 的籌資額，顯示越來越多發行股票的公司正在規避美國公開市場的嚴格審查和高額成本。在 2006 一整年度裡，美國三大證交所——紐約證交所 (NYSE)、納斯達克 (Nasdaq) 和美國證交所 (American Stock Exchange) ——公開發行股票的籌資總額為 1540 億美元，而通過所謂 144A 條款私募發行股票的籌資總額高達 1620 億美元。2005 年時，透過美國三大證交所公開上市的籌資總額為 1470 億美元，而私募等交易的籌資額為 1010 億美元。

⁵ 新興市場指的是：開發中亞洲國家、中東歐與俄羅斯、拉丁美洲、中東與非洲等區域

近年來伴隨全球經濟的持續發展，國際上私募股權基金開始逐步顯現活力，成為與銀行貸款、IPO(首次公開募股)等同樣重要的融資手段。據英國調查機構 Private Equity Intelligence 統計，截至 2006 年年底，國際性的私募股權基金已經超過 4,000 個之多，總規模達到 7380 億美元，目前西方國家私募股權投資佔其 GDP 份額已達到 4~5%。另外，僅 2006 年一年內，全球 PE 就從資本市場上募集到了 2,150 億美元。2006 年私募股權基金的交易金額推升至歷史新紀錄的 4,000 億美元，約佔全球併購交易總量的 1/5，較 2005 年的交易金額 2,370 億美元成長了 68.7%，相比 1996 年則增長了 20 倍；其中，單筆超過 100 億美元的私募股權交易達到 9 個。全球知名的私募股權基金 KKR、凱雷、黑石、德州太平洋等名號在金融圈如日中天，而私募股權基金不但為國際金融領域貢獻了重要的投資管道，更成為國外富裕階層進入證券、股權投資的主要途徑之一。目前，私募基金與主權基金和對沖基金共同構成了國際基金體系的三大支柱。



表二、2007 全球私募股權基金前五十大排名(PEI 50)

名次	私募股權基金公司名稱	總部所在	過去五年 ⁶ 所募 得的資本總額 (億美金)	市場佔有率 (%)
1	The Carlyle Group	Washington DC	325.0	4.1%
2	Kohlberg Kravis Roberts	New York	311.0	3.9%
3	Goldman Sachs Principal Investment Area	New York	310.0	3.9%
4	The Blackstone Group	New York	283.6	3.5%
5	TPG	Fort Worth (Texas)	235.0	2.9%
6	Permira	London	214.7	2.7%
7	Apax Partners	London	188.5	2.4%
8	Bain Capital	Boston	173.0	2.2%
9	Providence Equity Partners	Providence (Rhode Island)	163.6	2.0%
10	CVC Capital Partners	London	156.5	2.0%
11	Cinven	London	150.7	1.9%
12	Apollo Management	New York	139.0	1.7%
13	3i Group	London	133.7	1.7%
14	Warburg Pincus	New York	133.0	1.7%
15	Terra Firma Capital Partners	London	129.0	1.6%
16	Hellman & Friedman	San Francisco	120.0	1.5%
17	CCMP Capital	New York	117.0	1.5%
18	General Atlantic	Greenwich (Connecticut)	114.0	1.4%
19	Silver Lake Partners	Menlo Park (California)	110.0	1.4%
20	Teachers' Private Capital	Toronto	107.8	1.3%
21	EQT Partners	Stockholm	102.8	1.3%
22	First Reserve Corporation	Greenwich (Connecticut)	101.0	1.3%
23	American Capital	Bethesda (Maryland)	95.7	1.2%
24	Charterhouse Capital Partners	London	90.0	1.1%
25	Lehman Brothers Private Equity	New York	85.0	1.1%
26	Candover	London	82.9	1.0%
27	Fortress Investment Group	New York	82.6	1.0%
28	Sun Capital Partners	Boca Raton (Florida)	80.0	1.0%
29	BC Partners	London	79.0	1.0%
30	Thomas H. Lee Partners	Boston	75.0	0.9%
31	Leonard Green & Partners	Los Angeles	71.5	0.9%
32	Madison Dearborn Partners	Chicago	65.0	0.8%
33	Onex	Toronto	64.0	0.8%
34	Cerberus Capital Management	New York	61.0	0.8%
35	PAI partners	Paris	60.5	0.8%
36	Bridgepoint	London	60.5	0.8%
37	Doughty Hanson & Co	London	59.0	0.7%
38	AlpInvest Partners	Amsterdam	54.0	0.7%
39	TA Associates	Boston	52.0	0.7%
40	Berkshire Partners	Boston	48.0	0.6%
41	Pacific Equity Partners	Sydney	47.4	0.6%
42	Welsh, Carson, Anderson & Stowe	New York	47.0	0.6%
43	Advent International	Boston	46.0	0.6%
44	GTCR Golder Rauner	Chicago	46.0	0.6%
45	Nordic Capital	Stockholm	45.4	0.6%
46	Oak Investment Partners	Palo Alto (California)	40.6	0.5%
47	Clayton, Dubilier & Rice	New York	40.0	0.5%
48	ABN AMRO Capital	Amsterdam	39.3	0.5%
49	Oaktree Capital Management	Los Angeles	39.3	0.5%
50	Summit Partners	Boston	38.8	0.5%
	PEI 50 募資總和		5,514.4	68.9%
	全球 PE 募資總和		8,000.0	100.0%

資料來源：Private Equity Intelligence 雜誌，2007/5、本研究整理

⁶ 過去五年定義：從 2002/1/1 至 2007/4/18 為止

第三節 私募股權基金的產業生態與運作模式

有人以「買它、剝光它、拋開它」(buy it, strip it and flip it)來形容 PE 的操作手法，可見外界對 PE 觀感不佳。我們從圖八就可以很清楚看出與 PE 相關產業生態結構圖，眾多的資金提供者一直以來都在找尋適合的投資管道，目標是讓他們過剩的資金得以獲取相對超額的報酬率，獲取更大的利益。於是這些剩餘資金提供者也許是透過以私募為主的 PE/VC 的普通合夥人的專業管理能力為中介機構幫助他們賺取超額的報酬率，或者是透過財富理財顧問選擇適合自己的風險程度的 Buy-Side 基金，以投資組合的方式在公開交易的股市或債券市場賺取另一種不同的報酬。

事實上如果站在企業融資的角度來看，這也可以解讀做以直接融資為主的產業生態關聯圖，企業可以透過私募或公募的方式依照不同的需求在資本市場上取得資源。若以 PE 業者的角度來看，除了透過私募的方式取得標的公司的主導權或部分股權外，大部分的時候他們需要藉由境內外公開交易的股市平台實現他們認定的期望報酬，除了獲取相對的績效紅利外，也可讓投資他們多時的有限合夥人也能夠適時地得到合理的利益回饋。不同面向不同角色形成了這一個豐富的結構圖，每一個環結的變化對每一個不同角色的主體都會有不同的影響，他們確實彼此間都是息息相關的。本研究將繼續深入解讀以私募為主的左半邊圖：

(1) 資金需求者 (被投資公司) :

在私募股權為主的資本市場中有許多不同規模與類型的資金需求者，他們透過私募方式取得資金的原因與目的各不相同，但卻有一個共同點，那就是這些企業一般都是無法在債券或股票市場上公開募集資金的公司。傳統 VC 資金的需求者，通常是一些初創期為主的小公司，絕大多數以創新科技為主要投資對象，以期望在未

來獲取高收益高回報。以 PE 角度來看，他們感興趣的企業可能是處於成長、擴充期的階段，未來幾年仍有快速成長的爆發力。但大部分的 PE 看中的標的公司應該是屬於類似上市前的階段或者是成熟但有穩定現金流量的企業，重整階段的企業也是 PE 的最愛之一。而一些已經在公開股票市場交易的企業，也有可能是 PE 覬覦的對象。這些企業一般會追尋一種債務和私募股權資本相結合的混合融資方式，已完成管理層收購（MBO）或槓桿收購（LBO）的目的。

(2) 中介機構（普通合夥人/GP）：

中介機構通常是按照有限合夥制度建立起來的組織，即私募股權資本管理公司，也就是本文一直提及的 PE。他們管理著私募股權資本 80% 左右的投資活動，並追求每年 30% 的 IRR（內部報酬率）即約等於四年內三倍之回報。在合夥制度的安排下，資金的提供者以有限合夥人（limited partner）的身份對投資活動承擔有限責任；而 PE/VC 的專業經理人則以普通合夥人（GP, general partner）的身份對投資活動負起無限且連帶的責任。

在絕大部分的情況下，PE/VC 基金管理公司通常是合夥制管理公司，例如 VC 形式的 Kleiner, Perkins, Caufield 及 Byers，或者是以收購為主的公司，如 KKR, Blackstone 等，也有一些 PE 管理公司是一些財務機構（如保險公司、銀行控股公司或者是投資銀行等）的附屬機構。這些附屬公司一般和獨立的 PE 管理公司的運作並無差異，通常有限合夥人對此 PE/VC 基金貢獻 99% 的資金，而普通合夥人則投入另外的 1% 資金當作他們的承諾金。每年 PE/VC 基金向普通合夥人繳納基金資本額 2~3% 的管理費以應付一般的營運費用。

普通合夥人接受有限合夥人的委託對特定的 PE/VC 基金進行投資活動的管理，一般來講這些 PE/VC 基金都有他們特有的投資策略以達到差異性，例如有著

重在成長型企業的投資的成長資本基金、有對上市公司投資的 PIPE 基金、有在上市前階段的過橋/夾層基金、有以收購或重整為主的收購/重整基金等，一般在發起基金募集時就會確定他們的投資策略，以讓資金提供者能衡量及選擇他們自己適合的風險程度。

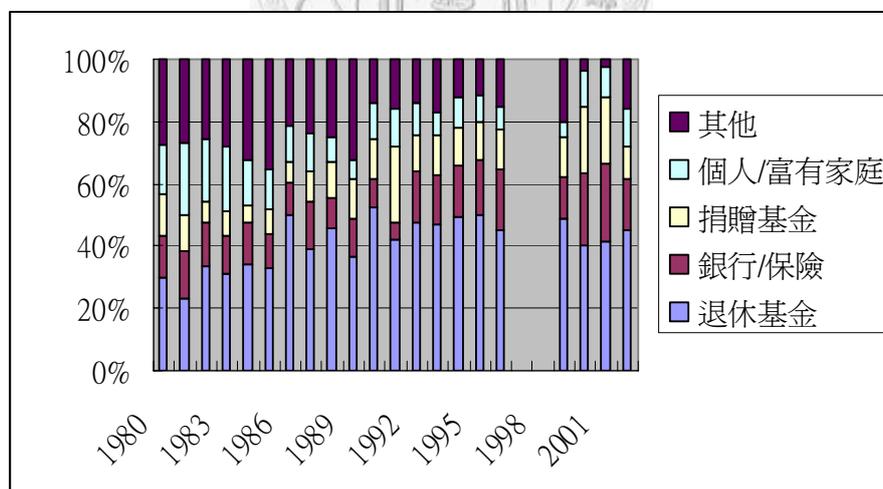
在 PE 產業中，GP 除了靠他們本身的專業經驗外，最重要的還是關係的建立與維持了。GP 對所有潛在的標的公司都刻意維持長久的關係，在條件允許之下，透過不斷給予潛在標的公司所需要的協助，釋出他們的價值所在，常常一個案子就要培養（cooking）好幾年才可能開花結果，沒有結果的也不在少數。另一方面，若有公司想要大量釋出股權，就會開始與一些潛在投資人接觸，其中可能包括策略夥伴或 PE 等，但有時策略夥伴對公司來講可能在整個價值鏈上會產生某些衝突，此時反而 PE 可以扮演較彈性的角色。在所有都安排好之下，標的公司就會進行第一次的競標（first bid），然後在這中多的投資人中，挑選出他們認為較有價值的投資人，例如從 10 個已意願出價的投資人中挑選出 4 家以進行第二次的競標。而通常在進入下一輪的競標前，被挑選出來的那 4 家投資人，有可能兩兩配對（pair up）或找原本這 10 家以外的投資人加入，形成聯合團隊（consortium）一起進行下一回合的競標，這樣的組合除了會加強陣容外也可分散風險。通常 PE 在出價時，會從未來退出價值（exit value）倒回去算競標時可出的價格。

投資後普通合夥人即會利用他們對標的公司的主導權進入被投資公司的董事會，以便將他們的專業經驗灌入被投資公司，以期早日讓被投資公司在營運上有更好的進展。經過普通合夥人的努力後，若有投資收益（carried interest），則普通合夥人一般可收到 15~25% 當作他們的績效獎金，而有限合夥人則獲取另外 75~85% 的投資收益。目前 GP 通常將上市後的被投資公司的股票照比例分配（distribute）回給 LP 指定的代管帳戶，而這些代管帳戶的財富管理機構，會按照 LP 的期望或

指示代替 LP 處分股票，或是全權委託財富管理機構操作股票。換句換說，GP 已將上市後的被投資公司管理切割出去給外部專業人士，而自己則專注在尋找下一個更具潛力的案子上。

另外，一般來講 PE/VC 基金的資本額並不會一次性的投入，而是會視投資需要而做所謂的資金召喚（capital call）的動作，避免過多的閒置資金放在 PE/VC 基金內，以便讓有限合夥人能另外地先妥善運用他們自己的資金，待有投資標的再視投資金額的大小投入應有金額的資金。而在每個投資的機會中，PE 基金的普通合夥人也會藉由財務槓桿的運用，擴大他們可投資的金額，一般從了自有資金外，還會向銀行或債券市場舉債融通另外的 50% 的資金，並利用財務工程工具降低他們的資金成本或擴大他們的投資範圍。

(3) 資金提供者（有限合夥人/LP）：



圖九、私募基金資金提供者的比例

資料來源：Compiled from *The Private Equity Analyst* and the records of Venture Economics.

圖九是 1980~2002 私募股權基金的資金提供者組成百分比，資金提供者分為：

1. 退休基金（Pension Fund）

大約佔整體 PE 資金的 40%，是最大的資金提供者。分為公司退休基金和公共退休基金。由於本身沒有專業投資能力因此透過私募權益機構進行投資。美國大部分的退休基金都有參與 PE 投資，因為未來必須支付退休金所以要保留一定的流動性以應付現金需求，部分資金要放在流動性較高的資產，PE 屬於流動性低的投資，所以 1995 年公司退休基金投資比重大約是 4~7% 在私募權益上。公共退休基金則是 PE 最大的資金提供者。

2. 銀行（投資銀行和商業銀行）

除了自己進行直接投資，也會投資 PE 基金。商業銀行投資 PE 接觸許多新創公司或是有資金需求的公司，未來可以拓展貸款業務。投資銀行投資私募權益未來可以幫助新創公司公開發行，拓展承銷業務。

3. 保險公司

保險公司與銀行大約佔 PE 資金的 10~25%。

4. 捐贈基金

捐贈基金不需要像退休基金未來要支付現金所以必須保持流動性，相反地，捐贈基金存續期間是永久的，可以投資在高風險、流動性較低的投資。美國有 63% 的捐贈基金有投資 PE 基金，大型的捐贈基金投資在 PE 包括：Yale、Harvard 的捐贈基金。大約佔 PE 投資資金的 10~20%。

5. 個人和富有家庭(HNWI: High Net Worth Individuals)

最初 PE 機構就是為了替富有的家庭管理資金，後來因為其他資金來源加入私募權益投資，目前大約佔 PE 投資資金的 10%。

6. 非金融業及其他

另外，近幾年的油價高漲，使得油元國家的力量更加強大，而新興國家的興

起使得主權基金的運作更加廣泛，油元與主權基金也在 PE 市場上扮演重要的角色。

(4)市場促進者 (market facilitators) :

在這個 PE 產業生態中，還需要一種周邊的市場促進者來支持整個產業的運作，例如從圖八我們可以看到包括基金募集顧問、PE 次級市場基金顧問、財務顧問、投資銀行、承銷商、會計師與律師等，都在這整個產業中各扮演一個重要的角色，各自運用其在各領域的專業，促進 PE 市場的活絡，並同時從中得到應有的利潤。以下即針對這些市場促進者分別簡述：

1. 基金募集顧問 (placement agencies)

由於近年來 PE 之間彼此競爭激烈，使得資金的募集變得愈加困難，所以越來越多的例子是透過基金募集顧問 (placement agencies) 的搓合完成的。根據 Private Equity Intelligence 於 2008 年的統計資料顯示，2005 年時有 33% 是透過基金募集顧問完成募資，2006 年提高到 40%，而 2007 年則高達 45% 之多，顯示基金募集顧問的角色越來越吃重，也代表在這一層次的資本也存在著檸檬市場的現象，資金供需雙方 (即 LP 與 GP) 皆需要另一種中介機構來提升交易的效率。而這些基金募集顧問一般則都需有跨國集資的搓合能力，才有辦法提供差異性與競爭力。

2. 次級市場基金 (secondaries fund, 或簡稱 secondaries)

由於 LP 與 PE/VC 管理基金有著長期的契約關係 (通常為 7~10 年)，所以流通性很差，也就是通常無法中途退出。從 1980 年代開始為了解決此流通性差的問題，次級市場顧問 (secondaries market advisor) 於是漸漸形成，此市場的形成另外也暗喻著 PE 市場也逐漸從成長期走向成熟期。在 PE 的

次級市場中，例如 AlpInvest Partners, AXA Private Equity, Collier Capital, HarbourVest Partners, Lexington Partners, Pantheon Ventures and Partners Group 等都是其中的佼佼者，它們也都是以基金形式成立的，主要營運模式則以承接 PE 市場上已經存在的特定 PE/VC 基金中 LP 契約的權益納入他們投資組合的一環，讓這些想提早下車的 LP 有一個可轉換的空間。換句話說，次級市場基金提供 LP 另一種退出機制，通常有兩種方式，一種為零售(retail)的形式，處理規模較小或特定的 LP 將其在該 PE/VC 基金中的權益個別轉讓給次級市場基金，第二種為機構(institutional)的形式，主要集中在規模較大或某特定 PE/VC 基金中所有 LP 的權益完全的轉讓。當然次級市場基金的取得成本相較市場價值有一定程度的折價，預計此市場的交易金額在 2007 年時預計將有 150 億美金之多。

3. 其他

財務顧問及投資銀行基本上扮演著資金需求者與 PE/VC 之間的橋樑，協助促成相關交易。另外，在被投資公司到達某一個成熟階段時，承銷商及會計師等便會在該公司 IPO 的過程中扮演及吃重的角色。當然，在這整個上、中、下游的 PE 產業鏈中，律師一直是被重度倚重的一個市場促進者，協助供需雙方的需求條件使之能契約化，進而保障所有參與者各自之權益。

第四節 私募股權基金的特性與發展條件

(一) 私募股權基金的特性

與典型的創投基金相比，私募股權基金主要的運作特點是：

1. 高槓桿比例

私募股權基金在投資相關公司時普遍使用較高的財務槓桿，在槓桿收購最熱

的 20 世紀 80 年代和 90 年代初，歐洲槓桿收購的槓桿比率（總負債對總資產的比率）一般在 3~4 倍，而在美國交易案的槓桿比率往往超過 9~10 倍之多，目前基本穩定在 4 倍左右。而典型的創投基金，而于主要以種子基金、天使基金為主，投資以規模較小、分散投資為主之特徵，所以基本上不依賴大規模的槓桿融資。

2. 相對長期持有

多數 PE 持有一個投資標的的時期在 1 年半至 5 年之久，這一時間段比對沖基金顯得更為耐心，但是又比創投基金顯得更為激進，這主要是因為私募股權基金主要仍是謀求公司業績的增長來實現投資的增值，因此需要一定的時間。同時，由於巨大的財務槓桿壓力以及相對於創投基金投資人來說，私募股權基金的投資人更為保守，所以不會像創投那樣更為長期的持有。

3. 全力改進公司的經營管理

PE 們在通過資本的力量獲取公司管理權之後，在改進公司的經營管理方面確實具有一般的金融資本難以比擬的專業優勢與資源優勢。他們往往能夠有效地利用自己的專家庫資源為公司確定合適的戰略地位，在自己投資的眾多企業網絡之間實現資源的優化配置，最直接的則是能夠為企業引進一位出色的 CEO。這些安排與創投基金的操作類似，但是差別在於創投基金基本立足於從無到有的管理體系之建立，而私募股權基金則著重在被投資企業的改進與再造工程。

4. 追求公司的控制地位

在保證對被投資公司控股地位的情況下，私募股權基金才得以充分展示他們在改造公司方面的神奇能力，才能夠最大限度地獲取利益，所以在可能的情況下，私募股權基金通常對所投資的企業擁有所有權之控制。而相對於私募

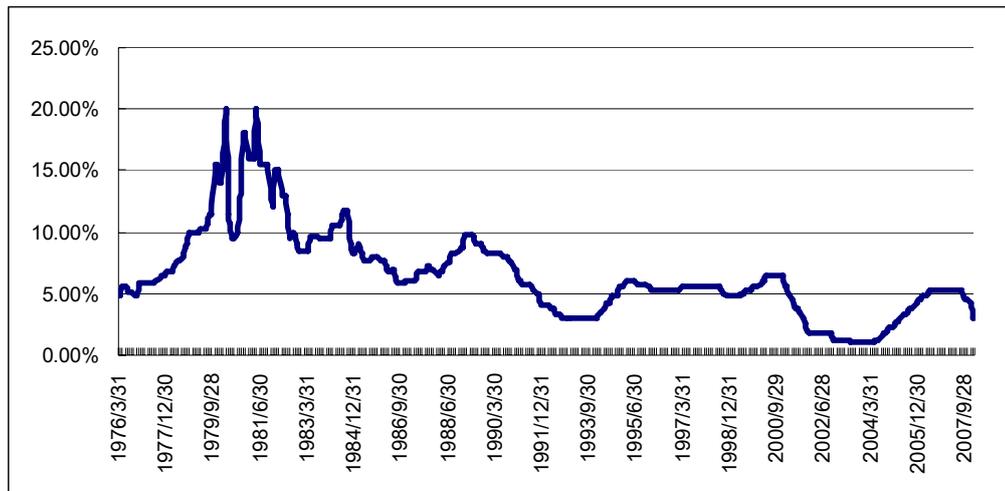
股權基金，創投基金一般依賴的是出色的商業模式與創業家的集合體，所以通常創業家擁有著企業的控制權。此外，私募股權基金在投資的行業上偏好於業務比較穩定與成熟的公司，追求個別投資項目的資本收益，而創投基金則是以廣種薄收為特徵，依靠的是一兩個項目的巨大收益保證整體投資的平均生意。這也決定了私募股權基金更為穩健與更具廣泛的發展空間。

（二）私募股權基金的發展條件

從全世界各國的經驗來看，PE 取得巨大成功的因素很多，包括近二十年來總體經濟發展良好，在優良的商業環境的基礎下，大批優秀的金融專業的脫穎而出、低利率的貨幣政策、寬鬆的監管環境、養老金及捐贈基金等大型機構投資人的參與等等。再者，PE 與資本市場之間的良性互動是促進私募股權基金真正蓬勃發展的主因。回顧海外尤其是美國私募股權投資的發展歷史，應該說是 90 年代以來整系列總體經濟環境的變化造就了這一個新興行業：

1. 低利率環境

私募股權基金所依附的贏利模式 – 槓桿併購是一種兩面刃的型態，鉅額負債下所併購的公司產生的現金流量足以應付沈重的利息負擔時，槓桿收購將會帶來高額的利潤，反之購買來的公司將是一塊燙手的山芋。所幸 90 年代是一個低通膨的時代，美國聯邦基金利率（Fed Fund Rate）持續下調，平均維持在 5%~6% 之間。這兩方面有利於 PE 的成長，一是融資成本能夠有效地控制，即使考慮槓桿融資的風險溢價，PE 的融資成本與收購後的公司資產收益率一般保持在 15%~20% 之間相比，PE 仍然有厚利可圖。二是由於固定收益證券的收益率相對較低，投資人為了追求高報酬，大量金融機構的投資進入了絕對收益率較高的私募股權基金，為 PE 擴展了資金來源（圖十）。

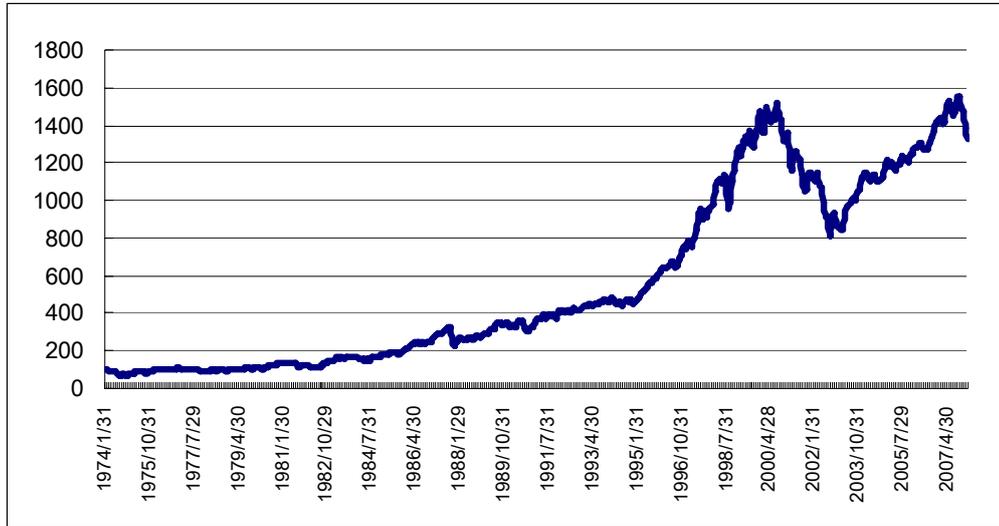


圖十、美國聯邦基金利率走勢

資料來源：Bloomberg

2. 資本市場的迅速發展

PE 們最擅長的手段是在公開市場將公司收購後經過 PE 手術刀修理之後，或等待公司業績好轉，或利用資本市場週期性的波動，再將公司重新推向市場。根據統計，私募股權基金 55% 以上的收購案例依靠著再 IPO 完成其資產的變現。因此資本市場的繁榮是 PE 成長堅強的後盾。自 80 年代中期以來，以美國資本市場為代表，全球資本市場整體上是經歷了一段持續的牛市行情，例如美國 S&P 500 在這 15 年間上漲超過 8 倍（圖十一），持續的股市上漲行情為 PE 提供了良好的資產變現管道和豐厚利潤實現的時機。



圖十一、美國 S&P 500 走勢

資料來源：Bloomberg

3. 監管的鬆綁

由於 PE “私募”的特點使得公眾資金很難成為其資金的主要來源，只有依賴夠資格的私人資金或金融投資機構，而缺乏資金來源成為 PE 發展的最大障礙。美國從 70 年代末開始放鬆機構投資者的投資限制，允許退休基金投資於 PE；英國也在 70 年代開始允許銀行等金融機構投資於 PE；歐洲其他國家也相繼放鬆管制，先後允許銀行及保險公司進入這個領域，刺激了那時期 PE 的急速成長。PE 發展的另一個重要動力在於稅收方面的改變，美國等獨特的有限合夥人制度，使得機構投資者可以在享受稅收優惠的同時，承擔有限的風險。

4. 經濟的全球化

私募股權資本開始於美國，但是其發展離不開 90 年代以來經濟快速地全球化發展。如果說 PE 的主戰場一直在美國，這是表示美國是最具有深度與廣渡的市場，但是隨著 PE 逐漸發展成為成熟的行業，要尋找最有吸引力投資機會的情況下，PE 們不得不正視全球化的事實。目前 PE 的投資重點

區域已迅速移動到亞洲區域，尤其是印度與中國區域。

只不過 PE 的發展也不是事事順遂的，其中也面臨了兩次的谷底。第一次在 80 年代末期，由於垃圾債券市場的崩潰與槓桿收購有關的市場醜聞，PE 這一行飽受人們的爭議。幸運的是 1991 年後美國經濟在海灣戰爭結束以後迅速走上了新一輪的繁榮，使得人們淡忘了垃圾債券與”門口的野蠻人”給自己帶來的不幸，甚至有學界將 PE 的出現與更為積極干預主義的結合，有效促使公司控制權交易市場發展良性作用，實現公司治理優化和修復的有利因素。

第二次則是 IT 泡沫化，經濟蕭條與 2001 年恐怖主義 911 事件之後，加上 Anron 的倒閉，也給 PE 帶來嚴峻的考驗。資本主義自然淘汰的法則發揮了作用，原來因為 PE 財富神話所吸引的眾多競爭者放棄了這個領域，尤其是原來與 PE 在收購市場上相互競爭的大型企業也放棄了這片市場，轉而向 PE 出售自己的邊緣企業，反而造就了過去幾年 PE 的黃金時代。此外，前美國聯準會主席格林斯潘在市場低迷階段也為 PE 伸出了及時的援手，在 2000 年之後連續下調利率，到 2003 年時聯邦基金利率甚至下調至 1% 的水準。

不過隨著次級房貸風暴越演越烈，有人開始質疑，執掌聯準會 18 年、於 2006 年退休的葛林斯潘，其任內政策才是始作俑者。《葛林斯潘的泡沫》(Greenspan's Bubbles)的作者 William Fleckenstein 即指責葛老寬鬆的貨幣政策助長股市與房價泡沫。對此，葛林斯潘明確表示，對其任內的一切決策毫不後悔，當初備受讚揚的作為現在卻飽受批評，他也覺得不解與震驚。當初為因應科技股泡沫及 911 事件所帶來的衝擊，葛林斯潘自 2001 年起持續降息，2003 年利率甚至一度降至 1%，為 45 年來最低。

(三) 私募股權基金的投資的成功關鍵

PE 如何挑選在全球眾多的公司中挑選出他們認為合適的併購標的呢？除了個別 PE 有其聚焦的產業外，以下即為 PE 在進行槓桿併購（LBO）時在挑選個別公司時所共同的思考邏輯：

1. 標的公司擁有傑出的管理團隊。
2. 管理團對對公司的未來有明確的藍圖，制訂的經營計畫切實可行。
3. 標的公司的業務受經濟週期波動的影響較小，能夠通過目前的業務產生穩定且充足的現金流量。
4. 標的公司原本的長期負債不多，有可作為抵押貸款的資產。
5. 標的公司可以通過變現部分資產來減緩負債壓力，並且變現後不會影響正常業務發展的。
6. 標的公司有高的現金利息覆蓋率。
7. 標的公司的實際價值遠遠高於其帳面價值。

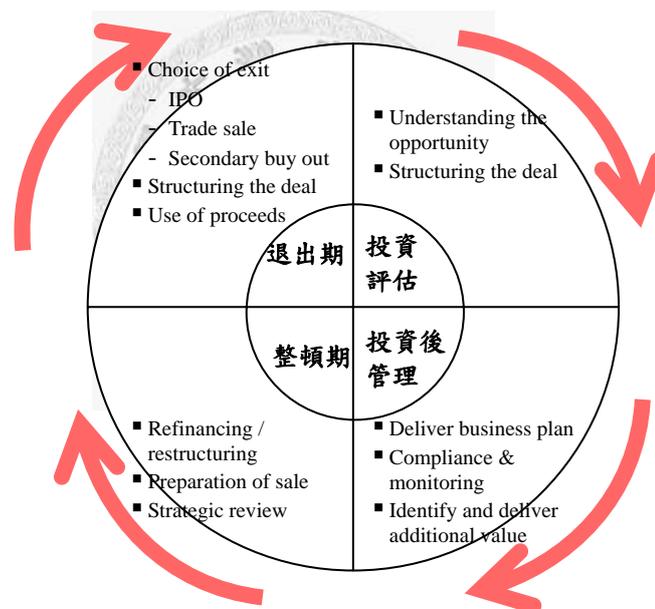
（四）私募股權基金的正負面觀點

PE 近年來的蓬勃發展，的確對金融市場有其獨特的貢獻，但市場對 PE 的觀點正負兩極。正面的觀點包括：

1. 價值創造

PE 讓人所聯想到的第一印象便是價值創造，也由於 PE 藉由高度的財務槓桿介入標的公司的所有權，另一個層面也代表著它們擁有極高的風險，所以 PE 需要藉由他們深度涉入標的公司的經營，大量注入他們的專業經驗，以期在一段規劃時程內，讓標的公司的價值大幅成長。例如：2005 年時

Bain Capital 取得國際連接器大廠 FCI 的 100% 股權後，便透過其兄弟公司 Bain Consulting 的介入，積極讓 FCI 全方位地重組並改造；另外，以科技產業為主而聞名的 Silver Lake 私募基金，他們將投資團隊 (investemnt team) 與價值創造團隊 (value creation team) 清楚地區分開來，在談一個潛在案子的後期時，價值創造團隊並參與投資團隊的討論，瞭解一旦成案，他們如何介入進而徹底改造公司。也因為這樣，價值創造團隊一般都是在跨國性知名企業退休的老兵，他們擁有相當的管理經驗可以協助標的公司。圖十二即為 David Nott⁷ 提出的 PE 價值創造之輪：



圖十二、PE 價值創造之輪

資料來源：David Nott, KPMG

2. 提昇公司治理

通常 PE 在介入一家公司前會深入地研究該公司與相關產業，且會有一套自己獨到的見解，認為標的公司未來的策略方向以及如何快速地創造該公

⁷ David Nott 為 KPMG Private Equity Group and Transaction Service 亞太區主管，David 在 2007/3/29 於台北君悅飯店舉行的「2007 私募基金論壇」中說明：“How PE transforms the value of an investment?”

司的價值。此外，由於他們在股權上大幅地介入，故在管理經營上有控制權，對於 PE 所規劃的藍圖與組織改造的推展，不會有過多的包袱所阻礙著。而且由於股權趨於集中，故 PE-backed 的公司決策可以很快，來因應外界的變化。當然，PE 會以清楚的經營指標測量，給予經營團隊相對吸引的誘因，驅使他們持續為公司努力。

3. 促進產業發展

PE 擁有相對高的敏感度，他們可以比別人更早嗅到價值被低估的機會，運用他們價值創造的專業經驗，改造公司甚至影響整個產業的價值鏈，讓被隱藏的那一部份被市場認知，並創造更多的價值，進而提升整個產業的發展。對於一些開發中國家更是有明顯的促進效果，因為通常跨國的 PE 來自於較高度發展的國家，他們可以將較好的技術或產業、管理經驗帶進，迅速提高該國家的產業發展。我們甚至可以用一個較生動的比喻來形容此現象，PE 就像蚯蚓的功能無時無刻辛勤地鬆動僵固的泥土，使得該區域的植物能得以更好的滋養。

4. 投資與融資管道的多元化

PE 提供了一個高報酬率的投資機會，讓一些閒置的資金得以發揮它更高的效率。此外，PE 提供了一個更迅速的融資管道，讓一些不易從銀行或公開市場上取得資金的小規模或經營困難的企業，有一個不同的融資管道。

5. 較好的聲譽

由於 PE 在國際上的名聲響透雲霄，一般若有知名 PE-backed 的企業，在一般的生意往來或銀行往來上，都會有其背書效果。

但 PE 的另一面亦背負著負面的罪名，許多開發中國家深怕自己國家的產業被

私募基金連根拔起，紛紛對 PE 以國家安全為由 say no，這個現象也不乏出現在以開發國家，例如 2008 年 3 月份美國國會也以國家安全為由否決了中國最大電信製造商華為公司委託 Bain Capital 對網通設備大廠 3Com 提出的美金 22 億元的收購提案。而英國的 FSA⁸於 2006 年 11 月出版的” Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement”報告中指證了 PE 的種種罪名與風險，表三則為 FSA 認為各種風險對金融市場之影響程度：

1. 過高財務槓桿 (excess leverage)

FSA 針對 13 家銀行進行調查，發現在 2006 年 6 月時，這些銀行總共提供了共歐元 679 億元的資金予 PE，比去年同期成長了 17%，顯示系統風險提高許多。另外，由於債權融資充裕，推升俱樂部交易⁹ (club deal) 現象的增長，增加大型上市掛牌公司被私有化的機會，例如：Danish Telecom 被五家 PE 聯手以歐元 129 億的金額收購並下市。FSA 並發現在過去 12 個月內，槓桿收購 (LBO) 的交易中，這些 PE 平均僅使用 21% 的自有資金，並從外界舉債另外的 79%，以完成收購的動作，這代表的是五倍的槓桿，即以一塊錢的資金做五塊錢的生意，槓桿之大令人咋舌！而 PE 過度融資的情況下，也浮現著公司資本弱化的問題。

2. 所有權不清楚的經濟風險 (unclear onership of economic risk)

由於大量使用衍生性金融工具，且層層包裝銷售，使得 LBO 數倍的財務槓桿操作的背後，很難看清楚到底是誰才是真正最後一層的經濟風險的所有人，這會促使低估整個市場的風險，一旦 PE 財務發生問題，不僅是私募基金的投資人損失，銀行等債權人也會接著受害，進而影響金融秩序。

⁸ 英國金融服務管理局 Financial Services Authority (FSA)

⁹ 俱樂部交易 (club deal) 往往是在幾百億美金以上的巨大型收購案會出現集體行為，指的是兩個以上的 PE 聯合一起對某家標的公司進行標售或併購的動作，也因為是聯合訂價的行為，也常常會誤觸公平交易法的底線。

3. 降低公開募集市場的效益 (reduction in overall capital market efficiency)

FSA 表示 PE 次級市場基金 (secondaries fund) 的興起，雖然提升 PE 所有權的流動性，但同時也降低了公開化 (private-to-public)，即資本流向公開市場的機會，也提高了私有化 (public-to-private) 的現象，導致反資本市場的結果。

4. 市場資訊誤用 (market abuse)

這也是因為資訊不對稱所容易引起之內線消息 (insider information) 與市場操縱 (market manipulation) 等的不當行為。例如：PE 收購標的公司 (尤其上市公司) 之過程中，被收購標的公司之大股東 (經營團隊) 扮演了一個非常重要角色，尤其在管理階層收購之情形 (MBO: Management Buyout)，如 PE 聯合標的公司之經營團隊 (即大股東) 一起參與收購行動時，因大股東與私募股權基金利害一致，而大股東擁有公司充分之資訊與資源，故就併購程序與價格，可能發生資訊揭露偏頗、不對稱及對大、小股東可能有不同對待 (例如收購價格不同) 之情形，致小股東之權益未獲保障。

5. 利益衝突 (conflicts of interest)

由於 PE 是以資產組合之方式投資，有時對整個資產組合有利之事未必對被投資公司或被投資公司之其他股東有利。例如：PE 所管理之一家被投資公司併購同一 PE 管理下之另一家公司，將可使 PE 之獲利增加，但該併購行為可能導致被併購之公司員工失業或其股價降低或無法提高。另外，一般 PE 會派 GP 或專業經理人去擔任被投資公司之董事時，也會有利益衝突的機率，例如：PE 投資在不同的公司，該 PE 之董事指派人共同使用自不同公司得到之資訊，然而各不同公司之利益不見得一致，尤其是位於同一

產業之公司，則擔任董事之基金經理公司職員或合夥人可能違反其作為董事之忠實義務。

6. 市場參與者進入限制 (market access constraints)

根據英國法令規定，一些較小型的投資人 (retail investor) 想要直接投資 PE 市場，目前僅能透過風險更高的創投信託基金 (venture capital trusts) 的方式進入；間接的方式對他們而言又顯得沒有機會，因為大型的退休基金或保險公司早已將額度佔滿了。

7. 市場資訊不透明 (market apacity)

雖然目前 PE 對既有投資人即 LP 之揭露範圍相當廣泛，但對整個市場而言，PE 的透明度相當有限，而且會受制於評價方法 (例如：PE 之績效與費用揭露等) 與報告格式之不同而有所不同，從而使評估 PE 之績效與對各 PE 之比較變得非常複雜，因此阻礙若干機構性投資者投資之意願，因其無法確切解讀 PE 所提供之資訊。也因 PE 提供資訊之不統一，可能引導投資人為錯誤之投資決定。

表三、PE 對金融次序的七大風險

影響程度	風險
高	市場資訊誤用、利益衝突
中高	過高財務槓桿、所有權不清楚的經濟風險
中低	市場參與者進入限制、市場資訊不透明
低	降低公開募集市場的效益

資料來源：UK FSA, 2006/06

第五節 私募股權基金的危機與未來走向

(一) 私募股權基金的危機

2007 年 7 月底的這波全球股債市修正，迄今仍持續發展，雖然表面上是因為美國次級房貸市場的風波所引起，然而，就像任何金融風暴發展的過程一樣，信用的緊縮必然引起資產價格下跌，再影響投資人信心與投資部位，系統性的連鎖效應必然擴及多層面的金融市場。

除短期投資的股債市和避險基金外，標榜長期投資的私募股權基金亦已遭到衝擊，所有人現在像是摸著石頭過河一樣，不知道還有甚麼東西等在前方。美國次級房貸市場早在 2007 年 2 月份匯豐控股就因此首發預警，表示次級房貸市場問題嚴重，並大幅提高集團 2006 年壞帳準備至 106 億美元，到 3 月份美國最大的次級房貸業者 New Century Financial 就傳出瀕臨破產的消息，當時股市卻沒有太多反應。

然而，這顆石子丟進水中的漣漪效應卻越來越大，一直到同年 9 月底出現一連串的壞消息，包括次級房貸違約率升高、信用評等機構調降眾多次級房貸債券評等、美國新屋開工數量陷入 10 年新低，加上市場上兩個受到矚目的 PE 收購案陷入融資困境，才讓過熱的股市開始狂洩。

過去幾年發展非常興盛的 PE，如今面臨瓶頸，很多已經宣布的案子不是告吹便是遭到延遲，比如銀行團為 KKR 收購英國藥粧業者聯合博姿（Alliance Boots）案所承銷的債券，還有 50 億英鎊找不到投資人認購；澤普世（Cerberus）收購克萊斯勒案所需的 120 億美元融資，市場上也乏人問津。事實上，還有一堆進行中（pipeline）案子可能就此夭折，這個影響是不容小覷的。

過去幾年因為全球利率水準低，資金一直湧入房地產和資產市場，價格持續被墊高，加上 PE 利用低廉的資金槓桿在全球大舉併購，不斷收購龐大市值（megacap）之上市公司，加上動輒超過三成的溢價，只要有傳聞某家企業被 PE 看上，股價立刻一飛沖天，不但整體市場的評價（valuation）因而水漲船高，連對股市的樂觀也

近乎盲目程度。

過去在市場風險意識薄弱的情況下，又沒有重大的信用危機，債券投資人會願意買進投資銀行為了協助 PE 做融資併購所發行的高收益債券，而投資銀行也頻繁參與此種大型收購而獲取豐厚利潤，這也是 PE 可以利用槓桿蛇吞象的原因。

如今，情勢反轉，債券投資人認為 PE 開出天價併購企業，潛在獲利程度將被壓縮，相對提高債券違約機率，因而降低對於這類債券的持有意願，加上次級房貸問題雪上加霜，即便開出更高、更優惠的利率條件，都無法吸引債券持有人提供銀彈，如今光美國投資銀行已同意承銷的槓桿融資發債計畫中，就有超過 2,000 億美元的公司債賣不出去。

如此一來，PE 已經在談的案子做不成，沒有這樣的利多因素支撐，股市價值肯定會向下修正，對財富效應與市場氣氛影響甚鉅。另外，PE 已經投資的企業從市場上拿不到錢，沒辦法還本付息或是借新還舊，可能未來被迫面臨公司提高負債、增加破產的風險，後續引發的社會問題也令人頭痛。

表四列舉 2007 年私募基金購併企業失敗案例，隨著私募基金(private equity fund)興起，美國產業界 2006~2007 年，大吹購併風，有專家指出，這幾年購併市場的風光靠的就是低成本融資，如今信貸市場在 2007 年風雲變色，導致信貸環境相當艱困，也使得私募金融融資挑戰度更高，甚至有多樁購併案因此宣告失敗。近來如 Clear Channel 買家 Thomas H. Lee 和貝恩資本(Bain Capital Partners)即因和銀行就融資談判破局，導致前者怒告融資銀行，Affiliated Computer Services(ACS)在 2007 年 3 月亦由私募基金收購，然後者在同年 10 月底決定抽腿。

表四、美國私募基金進行大型收購宣告失敗一覽表

賣 家	買 家	宣布購併 / 放棄時間
Sallie Mae	JC Flowers & Co.、Friedman Fleischer & Lowe、JP Morgan Chase	2007/4 / 2007/12
Harman Int'l Industrial	Kohlber Kravis Roberts (KKR)、GS Capital Partners	2007/4 / 2007/9
Affiliated Computer Services (ACS)	Carberus Capital Management	2007/3 / 2007/10
United Rentals	Carberus Capital Management	2007/7 / 2007/12
Axiom	Silver Lake、ValueAct Capital Partners	2007/5 / 2007/10

資料來源：WSJ、Digitimes 整理，2008/4/22

從次級房貸市場到 PE，金融體系不同資產類別的價格間有很多關聯性，一但出現本質性 (intrinsic) 的問題，接連事件的破壞力都將超乎我們的想像，這一波全球信用緊縮仍在持續中，尚未結束。但儘管 PE 的資金成本越來越高，宣告放棄購併的案例越來越多，在經過半年多時間的蕩漾與沈澱，漸漸開始有許多資金提供者反向思考，認為最差的時間也正是投資購併的最佳時點，於是也開始陸陸續續許多大型的私募基金宣布新的基金募集成功，但唯一的差異點是，許多私募基金也調整他們的投資策略，將重點放在房地產等資產為主的投資，並鎖定相對幣值強勢的區域，做為他們再出發的標的。由此可見，這種金錢遊戲並不會因為一種事件而結束，資金就像水往低處流一樣，總會流向該時期價值被低估或長期有增值潛力的項目，所以很肯定的是 PE 將以各種不同面貌再度出發，尋求最佳的出手時機。

(二) 私募股權基金的未來走向

PE 在發展了幾十年後，儘管在此波由於美國次級房貸衝擊下，所帶來的經濟衰退與信用緊縮的情況下，本研究認為 PE 仍然有可為，這個產業都是金融的精英份子，自己都會找到一個生存之道，不至於銷聲匿跡。David Nott 認為未來 PE 會朝以下方向發展：

1. 巨大 PE 基金 (mega funds) 的形成：代表更多的資金、更多的權力、更大規模的投資案與更大的談判力。例如 200 億美金的基金規模，使用至少兩倍的槓桿，代表 400 億美金的投資規模。
2. 一般中型的 PE 基金也會達 50 億美金的規模。
3. 歐美等先進國家的 PE 基金將會以全球，特別是新興區域為主要投資目標。
4. 越來越多的俱樂部交易 (club deals)，代表著更大規模的企業可能會成為 PE 的囊中物。
5. 由於 PE 之間的競逐，在美國併購所要付出的代價，已從 2002 年平均 7.0 倍的 EBITDA Multiple¹⁰ 上升到 2006 年的 8.8 倍，未來也將持續上揚。
6. 私有化 (public-to-private) 將會在亞太地區盛行。
7. 大型 PE 基金公開發行上市掛牌的趨勢。
8. PE 次級市場基金 (secondaries market funds) 將更盛行。

¹⁰ EBITDA 是 Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization 的縮寫，即未計利息、稅項、折舊及攤銷前的利潤。EBITDA 被 PE 廣泛使用，用以計算公司經營業績，再乘上一個合理的倍數，作為推估收購價格的依據。PE 運用 EBITDA，而不考慮利息、稅項、折舊及攤銷，是因為他們要用自己認為更精確的數字來重新估算公司價值：(1) PE 移除利息和稅項，是因為他們要用自己的稅率計算方法以及新的資本結構下的財務成本演算法，(2) 移除攤銷費用被排除在外，是因為它衡量的是前期獲得的無形資產，而不是本期現金開支，(3) 移除折舊是對資本支出的非直接的回顧，也被排除在外，並被一個未來資本開支的估算值所代替。後來，許多上市公司、分析師以及媒體記者亦紛紛慫恿投資人用 EBITDA 去衡量上市公司的現金情況。EBITDA 常被拿來和現金流比較，因為它和淨收入之間的差距就是兩項對現金流沒有影響的開支項目，即折舊和攤銷。

第三章 決定私募股權基金產業結構的基本條件

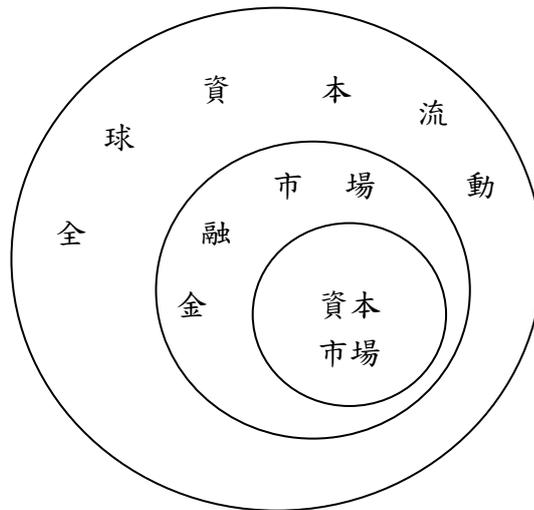
第一節 全球資本流動概況

(一) 資本的定義

按照馬克思主義政治經濟學的觀點，資本（capital）是一種可以帶來剩餘價值的價值，它在資本主義生產關係中是一個特定的政治經濟範疇。然而若單從經濟學意義上來看，資本泛指一切投入於生產過程的基本生產要素，包括有形資本、無形資本、金融資本和人力資本，例如資金、廠房、設備、材料、人才等物質或資源。另外在金融學和會計領域，資本通常用來代表金融財富，特別是用於經商、興辦企業的金融資產。廣義上，資本也可作為人類創造物質和精神財富的各種社會經濟資源的總稱。

本研究所指的資本乃以資金為主，代表金融財富。由於資本乃是所有經濟體及產業發展的血液，PE 當然也不例外。在進入瞭解 PE 在其產業結構的基本條件前，我們必須對全球資本的流動狀況做一個概括性地瞭解。

圖十三嘗試地概略描述全球金融的環境，它是類似一個洋蔥式的環境層層撥開，由外到內主要的構成要素包括全球資本流動、金融市場以及資本市場。這代表著全球金融環境，簡單地講，乃由於資本在國際間轉移而構成的，而這些國際資本就是透過金融市場這個大平台進行移轉的動作，當然在金融市場中，資本市場即為其一個重要的子平台，負責較中長期的資本移轉之交易，PE 即透過資本市場的運作達成其績效實現的行為。



圖十三、洋蔥式的全球金融環境

資料來源：本研究

(二) 資本流動性

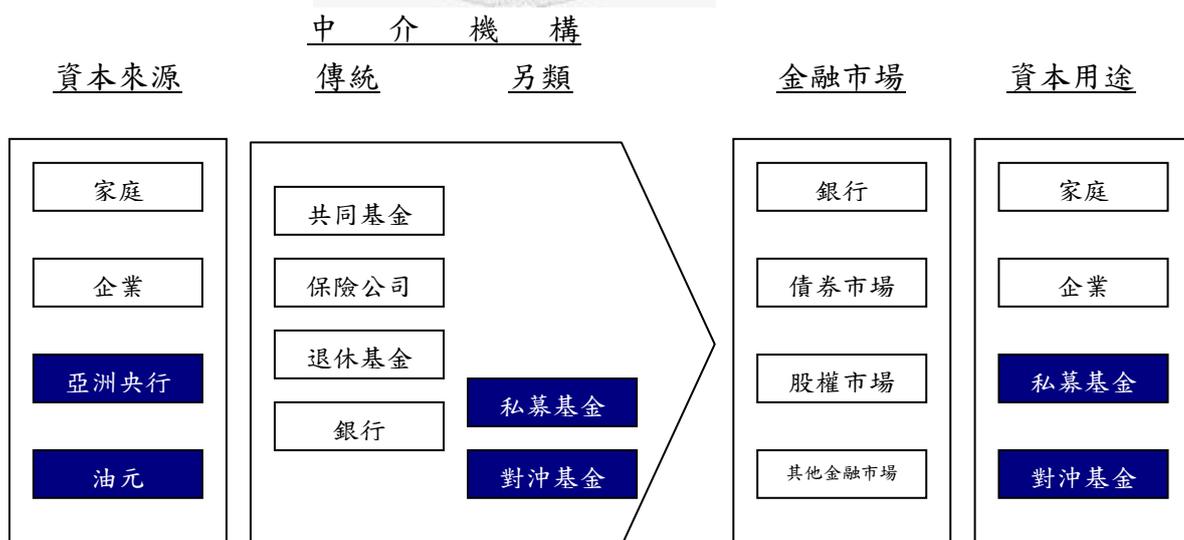
跨國資本流動，指的是資本在不同國家或地區之間作單向、雙向或多向流動，具體包括：貸款、援助、輸出、輸入、投資、債務的增加、債權的取得、利息收支、買方信貸、賣方信貸、外匯買賣、證券發行與流通等等方式。而增值是資本運動的內在動力，利潤驅動（profit driven）是各種資本輸出的共有動機。當投資者預期到一國的資本收益率高於他國，資本就會從他國流向這一國；反之，資本就會從這一國流向他國。此外，當投資者在一國所獲得的實際利潤高於本國或他國時，該投資者就會增加對這一國的投資，以獲取更多的國際超額利潤或國際壟斷利潤，這些也會導致或加劇國際資本流動。在利潤機制的驅使下，資本從利率低的國家或地區流向利率高的國家或地區，乃是國際資本流動的另一個重要原因。

流動性（liquidity）特別指的是資本或資產供需機能的程度，對金融市場來說，指對“基礎貨幣”發行和市場流動量的管理。流動性過剩（excess liquidity）就是指基礎貨幣發行過多，超過了實體經濟的承載力，這些多餘的資金需要尋找投資出路，過量的貨幣追逐有限資產的過熱現象。首先是大量的資金追逐房地產、基礎資

源和各種金融資產，形成資產價格的快速上漲。而上游資源價格的上升，必然會推動下游消費品價格的上升。如果在一些因素的刺激下，部分流動性開始追逐消費品，就會引起物價的較快上漲。流動性過剩這種現象容易引發信貸膨脹、投資膨脹，最終導致通貨膨脹，從而引發經濟過熱、產生經濟泡沫，因此，往往成為各國普遍關注的經濟現象。

中國近年來有即有流動性過剩的現象，從 2001 年開始，美國聯準會和日本央行持續採取寬鬆的貨幣政策，全球資金出現了大規模跨境流動，大量資金流入以中國為代表的新興經濟體。這是形成中國流動性過剩的外在因素；從經濟面的內部環境來看，與中國獨特的金融制度和市場環境密切相關。由於中國的金融體系中金融資產的選擇十分有限、供給嚴重不足、中間業務很不發達、資金缺乏出路，導致大量貨幣以儲蓄形式停留在銀行體系中，造就了整體的高儲蓄率。而企業和居民過高的儲蓄率造成了高投資率，進而引發投資過熱的經濟現象。

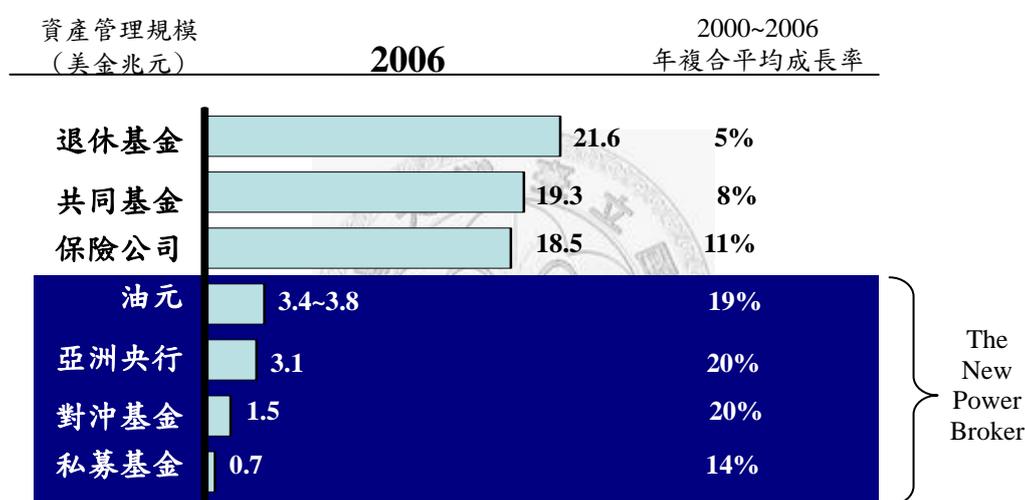
(三) 全球經濟板塊挪移



圖十四、全球金融權力新掙客

資料來源：McKinsey Global Institute analysis

知名顧問公司麥肯錫於 2007 年 10 月出版的新報告¹¹中指出，組成許多主權基金的油元、亞洲央行外匯存底、對沖基金與私募基金的崛起（圖十四），將是長期結構性的改變。未來五年四大基金總值將翻兩倍，2012 年會直逼 20.7 兆美元，等於五十個台灣經濟體規模。麥肯錫探討近幾年來，資本市場的四大新興要角崛起的現象（圖十五），以油元為首，這四大資金從 2000 年起已經翻了三倍，到 2006 年年底總金額已高達 8.4 兆美元，約是 2006 年全球金融資產 167 兆的 5%。



圖十五、金融權力新掙客成長快速

資料來源：McKinsey Global Institute analysis

其中，四大新勢力中，第一大資產規模首推大陸央行，截至 2006 年底為止，大陸外匯存底已累積到 1.1 兆美元，成為全球金融市場最有錢的投資人。其次為，最大的油元投資基金—阿布達比投資公司與日本央行，麥肯錫預估，這兩大投資人各有 8750 億美元資產，如果把基金公司、保險公司加入排行，可以分別名列全球第七、第八。五個最大的對沖基金，每個至少有 300 億美元資產。如果計算對沖基金槓桿操作後的投資毛額更是高達 1000 億美元。

麥肯錫分析，對沖與私募基金近幾年快速崛起，與產油國快速致富有關。加上

¹¹ McKinsey Global Institute, "The New Power Brokers: Hedge Funds, and Shaping Global Capital", 2007 年 10 月

亞洲央行長期維持低利率政策，超額流動性，使得對沖基金能高槓桿操作。依據現有的成長速度，麥肯錫環球研究機構認為，2012年這四大資金將達到20.7兆美元，直追全球退休基金的規模。即使油價下跌，中國貿易順差趨緩，避險基金與私募基金遲滯，最保守估計也會翻兩倍到15.2兆美元。麥肯錫結論，這些錢已不是短期現象，而將成為一股永久的影響力。

一份由美林證券公司與凱捷集團（Cap Gemini）所做的《世界財富報告》研究¹²顯示，世界最富有的人所持有的資產去年增加11.4%，但是成長逐漸放緩的世界經濟，可能使這些富人未來幾年的資產增加速度減緩。商品價格和股市飆高，以及新興經濟體迅速擴大，使世界富人的財富總值在去年底增加至37兆2,000億美元。研究所指的富人是持有資產超過100萬美元的個人。這份《世界財富報告》表示，全球富人財富預料直到2011年，每年均將以6.8%的比例成長，使財富總額增加至51兆6,000億美元。這項研究也顯示，去年市場的低度波動，也使避險基金和私募基金之類的另類投資失去一些光彩，但是欣欣向榮的不動產市場則吸引更多的投資。拉丁美洲富人去年的資產成長最快速，高達23%，非洲以14%居次，再來是中東的12%以及亞太地區的11%。這份研究說，全球富人去年的整體財富成長率遠超過全球經濟成長率。去年全球經濟成長率為5.4%。北美洲富人去年的財富成長率仍高達10%，北美洲仍是世界富有投資人人口最多的地區，百萬富豪或億萬富豪多達320萬人。

波士頓諮詢公司（BCG）也在其《2007年全球財富報告》¹³顯示，大陸近年富豪數量急速增加，截至目前中國大陸擁有百萬美元資產的“新貴家庭”數量超過31萬戶，躍升全球第五，僅次於美國、日本、英國和德國，而目前全世界幾乎一半以

¹² Merrill Lynch & Cap Gemini, “World Wealth Report 2007”, 2007年6月

¹³ BCG, “Global Wealth 2007”, 2007年9月

上的百萬美元資產家庭集中在北美洲。由於這幾年大陸快速發展，新富豪越來越多，中國在 2006 年共有百萬資產家庭 31 萬戶，未來 5 年，中國的百萬美元資產家庭數量將保持年均 14.6% 的複合增長率，到 2011 年中國百萬資產家庭總數有望達到 60.9 萬戶。報告顯示，過去五年，中國財富總量經歷了巨幅增長，年均複合成長率高達 23.4%，除“新貴家庭”出現快速增長外，中國內地金融資產超過 500 萬美元的“富豪家庭”數量也從 2001 年的 1 萬 4 千戶增加至 2006 年的 4 萬 8 千多戶，“富豪家庭”控制的財富佔全國財富的比重也從 13.3% 上升到 21.1%，顯示貧富差距持續擴大中。與此同時，金融資產在 10 萬至 100 萬美元間的“富裕家庭”，傳統定義為中產階層的規模也在迅速擴大，預計到 2011 年將從目前的 325 萬戶增加到 640 萬戶。報告提供的數據顯示，迄今為止，美國擁有的百萬資產家庭數量最多，其後是日本、英國和德國，中國排在第五位（不含港澳臺），超過了法國、義大利等主要歐洲國家。2006 年，中國共有百萬資產家庭 31 萬戶，預計到 2011 年這一數字還將翻一番。

第二節 金融與資本市場概觀

（一）金融市場概觀

(1) 金融市場的定義：

金融市場是買賣交易各種金融資產之市場，包括貨幣市場、資本市場、期貨及衍生性商品市場、保險市場與清算系統等。金融市場也是指資金提供者和資金需者雙方通過作用工具進行交易而融通資金的市場，廣而言之，是實現貨幣借貸和資金融通、辦理各種票據和有價證券交易活動的市場。所謂資金融通，是指在經濟運行過程中，資金供求雙方運用各種金融工具調節資金盈餘的活動，是所有金融交易活動的總稱。

金融市場的構成十分複雜，它是由許多不同的市場組成的一個龐大體系。但是，一般根據金融市場上交易工具的期限，把金融市場分為貨幣市場和資本市場兩大類。貨幣市場是融通短期資金的市場，資本市場是融通長期資金的市場。貨幣市場和資本市場又可以進一步分為若干不同的子市場。貨幣市場包括金融同業拆借市場、回購協議市場、商業票據市場、銀行承兌匯票市場、短期政府債券市場、大面額可轉讓存單市場等。資本市場包括中長期信貸市場和證券市場。中長期信貸市場是金融機構與工商企業之間的貸款市場；證券市場是通過證券的發行與交易進行融資的市場，包括債券市場、股票市場、基金市場、保險市場、融資租賃市場等。

(2)金融市場基本要素：

一個完備的金融市場，應包括三個基本要素：

1. 資金供應者和資金需求者

包括政府、金融機構、企業事業單位、居民、外商等等，即能向金融市場提供資金，也能從金融市場籌措資金。這是金融市場得以形成和發展的一項基本因素。

2. 信用工具

這是借貸資本在金融市場上交易的對象。如各種債券、股票、票據、可轉讓存單、借款合同、抵押契約等，是金融市場上實現投資、融資活動必須依賴的標的。

3. 信用中介

這是指一些充當資金供求雙方的中介人，起著聯繫、媒介和代客買賣作用的機構，如銀行、投資公司、證券交易所、證券商和經紀人等。

(3)金融市場的分類：

表五為本研究按照各種不同分類整理出各種金融市場的分類，對金融市場進行科學系統的劃分，是進行金融市場有效管理的基礎：

表五、金融市場的分類

分類方式	類別	說明
按地理範圍	國際金融市場	由經營國際間貨幣業務的金融機構組成，其經營內容包括資金借貸、外匯買賣、證券買賣、資金交易等
	國內金融市場	由國內金融機構組成，辦理各種貨幣、證券及作用業務活動。它又分為城市金融市場和農村金融市場，或者分為全國性、區域性、地方性的金融市場
按經營場所	有形金融市場	指有固定場所和操作設施的金融市場
	無形金融市場	以營運網路形式存在的市場，通過電子電訊手段達成交易
按融資交易期限	長期資金市場（資本市場）	主要供應一年以上的中長期資金，如股票與長期債券的發行與流通
	短期資金市場（貨幣市場）	是一年以下的短期資金的融通市場，如同業拆借、票據貼現、短期債券及可轉讓存單的買賣
按交易性質	發行市場	也稱一級市場，是新證券發行的市場
	流通市場	也稱二級市場，是已經發行、處在流通中的證券的買賣市場
按交易對象	可劃分為拆借市場、貼現市場、大額定期存單市場、證券市場（包括股票市場和債券市場）、外匯市場、黃金市場和保險市場	
按交割期限	金融現貨市場	融資活動成交後立即付款交割
	金融期貨市場	投融活動成交後按合約規定在指定日期付款交割

資料來源：MBA 智庫百科(<http://wiki.mbalib.com>)、本研究整理

(4)企業融資方式：

企業融資方式一般來說有兩種：一是內部融資，即將企業所賺取的收益和折舊轉化為投資的過程；二是外部融資，即吸收其他經濟體的儲蓄，以轉化為本身企業

再投資的資金來源的過程。一般而言，隨著企業規模的擴大，市場競爭激烈，內部融資往往不能滿足企業對資金的需求，進而限制企業未來之發展，外部融資已成為國內外企業獲得資金的主要來源了。再者，外部融資又分為直接金融與間接金融兩種，直接金融是指直接由企業向社會進行募集資金。其主要的方式包括發行公司債券、股票等有價證券，以及商業信用等。間接金融則指金融機構在企業與資金提供者間之借貸行為扮演中介人的角色，一般由銀行、信託投資公司等金融機構廣泛地向社會各界募集資金，然後有選擇性的貸給或投資于企業，以滿足企業的資金需求。

另外，若從私募與公募的角度來看融資的話，盛立軍的《中國金融新秩序》一書中提出可區分為公募股權融資：公募股權融資的公開發行股票、公募債券融資的公開發行債券、私募股權融資的私募股權投資及私募債券融資的銀行貸款四種方式，我們從表六即可看出各種方式的差異性。企業需根據自身的特點與發展階段，配合產業、景氣循環與融資環境的不同，考慮不同融資方式的成本與風險，以確保並選擇符合本身特點的最佳融資方式。

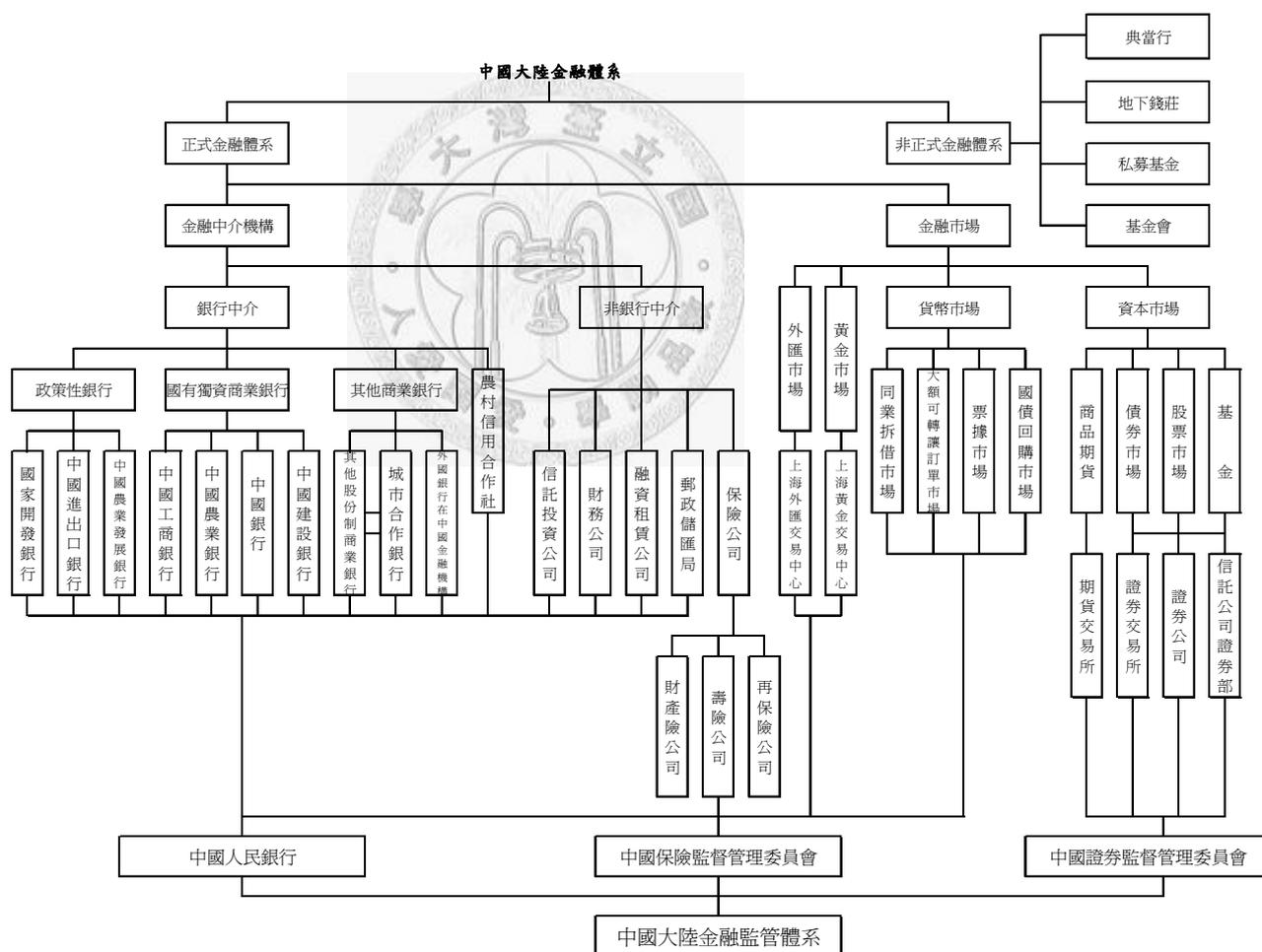
表六、四種融資方式的特點

	公募融資		私募融資	
	公募股權融資： 公開發行股票	公募債券融資： 公開發行債券	私募股權融資： 私募股權投資	私募債券融資： 銀行貸款
資本市場	股票市場	債券市場	私募股權市場	貸款市場
資金使用者	上市公司	上市公司或大企業	非上市企業	所有企業
資金供應者	證券投資機構和個人	證券投資機構和個人	私募股權投資人	銀行
中介機構	證券公司	證券公司	私募融資顧問	銀行
資金使用者向資金供應者的融資方式	公募	公募	私募	貸款
金融工具	普通股	債券、可轉換公司債券	可轉換優先股、優先股、可轉換債券	債務
對融資企業的限制	較高	最高	最低	較低
資金供應者對公司的治理作用	較弱	弱	強	弱
發揮公司治理作用	企業上市後	在企業債券到期	企業發展的早期	在企業貸款期間

	公募融資		私募融資	
	公募股權融資： 公開發行股票	公募債券融資： 公開發行債券	私募股權融資： 私募股權投資	私募債券融資： 銀行貸款
用的階段		前	和上市前後	
發揮治理作用的手段	用腳投票或公司的股東大會	還本付息壓力、債券流動性和發行的價格	通過董事會	還本付息壓力、銀行給予的信用狀況評價、信用額度
公司治理的激勵機制水平	低	低	高	低
公司治理的監督機制水平	低	低	高	高

資料來源：盛立軍，「中國金融新秩序」，2003 年出版

(5) 中國大陸的金融體系：



圖十六、中國大陸金融體系

資料來源：李紀珠，「大陸金融改革及台灣銀行業登陸的機會與挑戰」，2003 年

圖十六為中國大陸的金融體系。大陸國務院下設三個與金融相關的機構，包括

中國人民銀行、中國保險監督管理委員會與中國證券監督管理委員會三個單位。

(二) 資本市場概觀

(1) 資本市場的定義：

資本市場是一種市場形式，而不是指一個物理地點，它是指所有在這個市場上交易的人、機構以及他們之間的關係。就其細節而言對資本市場的見解有不同的定義。有些金融學家只將有證明的物件之間的交易看作資本市場的內容，而將無證明的貸款交易另分為貸款市場。其他金融學家則將兩者均看作是資本市場。公認的是長期性的資本是這個市場與其它金融市場如衍生市場、貨幣市場之間的區別。

我們從上節的分類說明，可瞭解資本市場乃屬於金融市場的一部分，指證券融資和經營一年以上的資金借貸和證券交易的場所，也稱中長期資金市場。資本市場按融通資金方式的不同，又可分為銀行中長期信貸市場和證券市場。若以金融工具的基本性質分類，資本市場可區分為股權市場及債券市場，前者是指股票市場，後者則指債券市場。股票市場上主要流通的憑證即為公司股票，持有股票的股東，除非是公司結束營業，其股權資產只有每年的股息收入，對公司資產不能有立即請求權。債權市場內流通的各債務工具，包括各種債券、商業本票、存單及貸款等，其基本特點為有一定期限、有較確定的收益率、具有全額請求權。

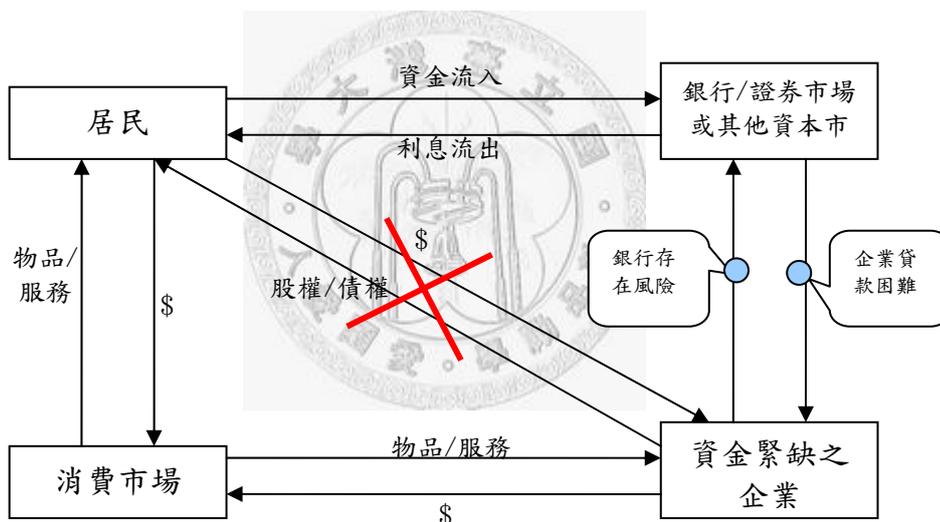
(2) 資本市場的功能：

就本質意義來說，資本市場的核心功能只有一個，就是提高全社會的資金配置效率，促使資金向最有效率、最有競爭力的企業流動。期限在1年以上的中長期資金借貸市場就是資本市場，資本市場的作用巨大，它不僅可以動員資源進行重大項目建設，比如高速公路、機場與運河等，還可以促進高科技技術企業和創新型企業成長，而且還可以通過資本市場這隻看不見的手，使有效益有競爭力、市場成長性

好的企業得到資本而成長壯大，使沒有效益、成長性差的企業無法得到資本支援而受到抑制或者被淘汰出局，從而帶來產業結構的最佳化。

中國大陸國務院發展研究中心金融所張承惠副所長¹⁴曾指出，資本市場的本質功能是優化資源配置。而檢驗其效率的標準有二：一是一國所有企業是否面對均等的融資機會；二是能否以盡可能低的成本將最大限度的居民儲蓄轉化為長期投資。但從中外資本市場發展過程中已證明，僅靠股票證券交易市場是無法完成資本市場使命的。

(3)多層次資本市場：



圖十七、資訊不對稱的資本市場

資料來源：陳明珠，「私募股權投資基金發展研究」，2006年12月、本研究整理

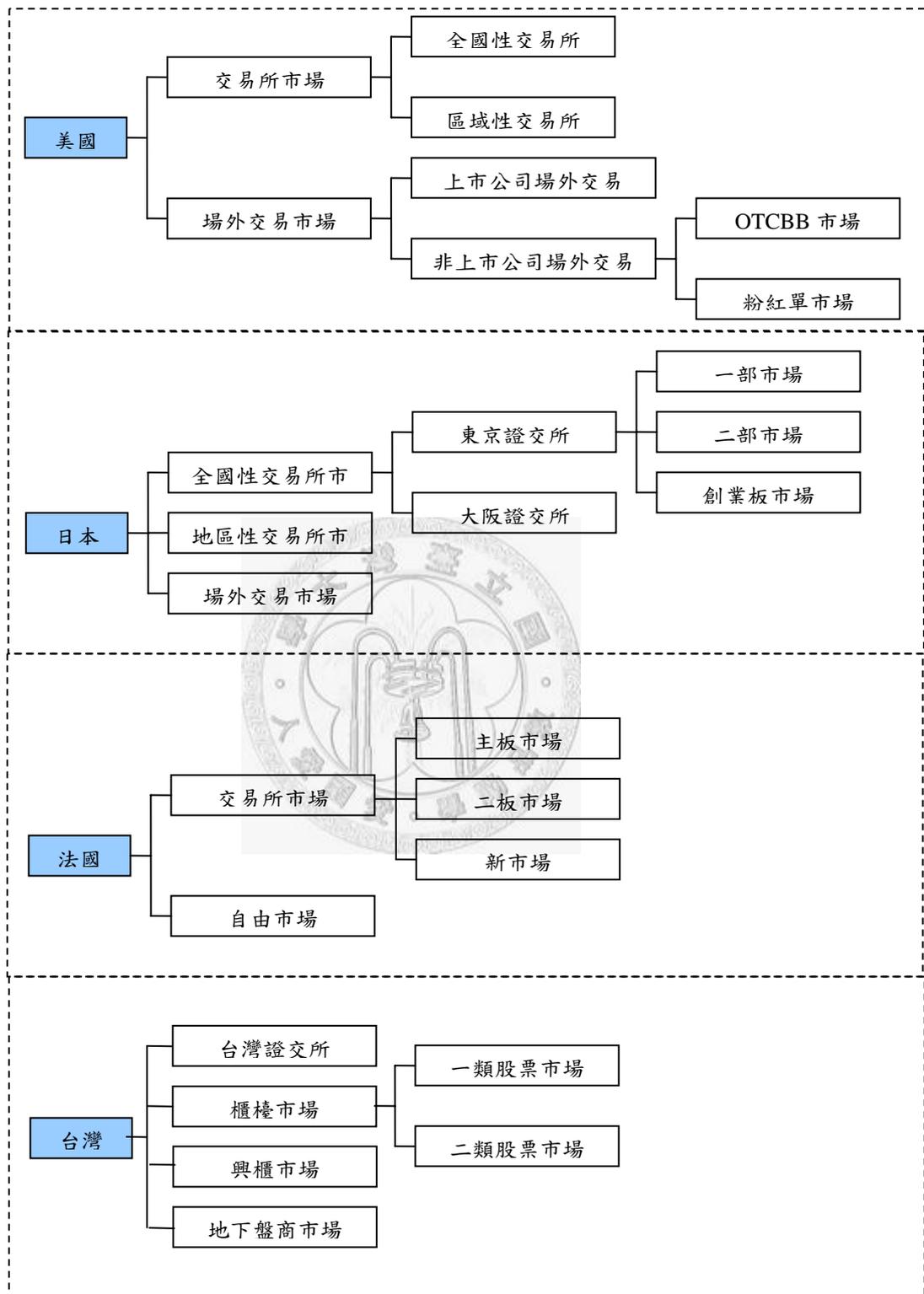
由於資訊不對稱的原因，資本市場常常存在檸檬市場的現象，如圖十七所示，常常閒置資金與缺錢的企業資金對接不起來。小規模或經營不善的企業，一來因為沒有抵押品，二來財務結構不佳，自然而然要從銀行或證券等公開市場取得資金就是相對不容易的事。另一方面，一般居民的閒置資金也通常存放在風險最低的銀行中，但銀行的放款有僅貸於他們認為規模大或有知名度，甚至不缺錢的企業，使得

¹⁴ 中國大陸國務院發展研究中心金融所張承惠副所長，《中國改革》，2005年第6期

這些閒置資金無法發揮其最大效益。也是常常也這種檸檬市場的現象，造成一些有理想、有高深技術的創業家或新興產業被抑制了它們的發展，這樣的現象對不管是哪一個國家或產業都是有傷害的。

也就是由於上述的原因，多層次的資本市場實質上有其必要性，我們實際上可拿美國職業棒球分級制度對多層次資本市場賦予一個生動的描述：美國職棒的每個球隊將其球員分別置於大聯盟與小聯盟的分級制度，而小聯盟又可分為 1A、2A 及 3A 比賽，將不同水準的球員以分級制度來區分，一般年輕但有潛力的球員，球隊就會網羅進來，可能從 1A 球賽開始磨練，等到球員水準到達某一程度再往更上一層的比賽前進，這樣一來球員可以有一個水準較相同的磨練機會，球隊也可以藉此制度培養新秀，用以隨時彌補大聯盟球季球員的大幅需求量。此種制度就像一個具有多層次規劃的資本市場，讓一些規模較小但有資金需求的小型企業可先從較低要求的三板市場開始公開發行，透過公開發行的時機，一方面可擴大融資管道、擴大知名度，另一方面又可透過公開發行資本市場的洗禮磨練自身公司治理及經營管理的實力。這兩個例子雖然面對截然不同的市場環境與實質需求，但其背後所帶來的效果卻是有異曲同工之妙。

另外，從各國的例子我們也可以對多層次資本市場有更進一步瞭解(圖十八)：



圖十八、各國證券資本市場結構

資料來源：本研究整理

從各國的經驗來看，不同層次市場之間的區別主要有以下方面：

1. 上市標準不同

以美國為例，納斯達克全國市場首次上市對有形淨資產的要求為 600~1800 萬美元，而納斯達克小型資本市場的要求為 400 萬美元；在 OTCBB（Over-The-Counter Bulletin Board）和粉紅單市場掛牌則沒有財務要求。再如台灣證交所上市、櫃檯交易中心掛牌和興櫃掛牌的實收資本要求，分別為 6 億、1 億和 100 萬元台幣。

2. 交易制度不同

證交所通常採用集合競價的拍賣制，場外交易通常採用做市商（market maker）造市的報價制，更低一級的市場則採用一對一的談判制。在 OTCBB、粉紅單和台灣興櫃市場，則只提供報價服務而不提供交易服務。

3. 監管要求不同

對於不同層級的資本市場，監管對象、範圍和嚴格程度也是不同的。例如，美國對證交所場內交易的監管最為嚴格，其監管對象囊括了與上市證券有關的各個方面，包括證券發行人、上市公司及其高級職員和公司董事、證券承銷商以及會計師和律師等等。美國監管當局對交易所內交易活動制定了嚴格的信息披露要求並確保其實施。而在納斯達克市場，監管重點主要是會員和做市商。儘管近年來針對 OTCBB 市場買殼交易暴露出來的問題，美證監會對其的監管趨於嚴格，但相對於紐約證交所和納斯達克市場而言，對 OTCBB 市場的監管要求還是寬鬆得多。

4. 上市成本和風險不同

在美國，小額市場掛牌的公司只需要繳納很少的掛牌費用即可交易，大大

節約了企業的上市成本。但是，由於小額市場對公司治理的要求不像大額市場那樣嚴格，因而投資者的風險也要高於紐約證交所和納斯達克全國市場。

(4)中國資本市場：

20世紀70年代末期以來的中國經濟改革大潮，推動了資本市場在中國境內的萌生和發展。尤其是中國以上市公司公眾股權為頂，以私募股權基金為第二層、創業風險基金為第三層和以天使投資為底層的金字塔式股權市場，正在加速形成中。未來中國資本市場的發展面臨新的機遇和挑戰：首先，伴隨著中國經濟的發展，巨大的融資需求將有很大一部分依靠資本市場來滿足；其次，中國經濟迫切需要調整產業結構、轉變經濟發展方式，資本市場的資源配置功能將在這一過程中佔有很重要的地位；第三，長期以來，中國的金融體系高度依賴以銀行為主的間接融資，迫切需要提高直接融資比重，防範金融風險，而這種轉變必須通過更有效率的中國資本市場來完成；第四，在全面建設和諧社會的過程中，建立和完善多層次養老體系、改革醫療保險體制和建設新農村等重要領域，也要求資本市場提供全面有效的金融支援和金融服務；最後，隨著金融市場全球化、一體化的趨勢不斷增強，各國資本市場和金融中心的競爭日益加劇，資本市場的發展和監管模式日新月異，資本市場的競爭力和發達程度已經成為國家競爭力的重要組成部分。

2006年，中國在眾多歷史遺留問題得到妥善解決，例如股權分置¹⁵等問題，機

¹⁵ 所謂股權分置，是指上市公司的一部分股份上市流通，另一部分暫不上市流通。股權分置問題是由於中國證券市場建立初期，改革不配套和制度設計上的局限所形成的制度性缺陷。股權分置造成上市公司的股權結構極不合理、不規範，表現為：上市公司股權被人為地割裂為非流通股和流通股兩部分，非流通股股東持股比例較高，約為三分之二，並且通常處於控股地位。其結果是，同股不同權，上市公司治理結構存在嚴重缺陷，容易產生“一股獨大”、甚至“一股獨霸”現象，使流通股股東特別是中小股東的合法權益遭受損害。截至2004年底，中國上市公司總股本為7149億股，其中非流通股份4543億股，占上市公司總股本的63.55%；國有股份占非流通股份的74%，占總股本的47%。在2005年9月發佈的《上市公司股權分置改革管理辦法》中開始股權分置改革（簡稱股改），目的是解決股權分置所產生的非流通股問題。股改方案須召開股東會議投票表決改革方案，經參加表決的股東所持表決權的三分之二以上通過，並經參加表決的流通股股東所持表決權的三分之二以上通過。股東會表決通過，其內容通常包括給予「流通股股東」的補償及/或承諾：1)無償配股；2)無償配發認購權證/份認沽權證；3)非流通股減資縮股；4)公司投入一定金額的現金，以護盤維持股價；5)公司保證達成業績目標，否則增加無償配股。改革後公司原非流通股股份的出售，應當遵守下列規定：1)自改革方案實施之日起，在十二個月內不得上市交易或

構投資者迅速壯大，法律體系逐步完善的基礎上，中國資本市場出現了一系列積極而深刻的變化，市場規模迅速擴張，交易日趨活躍。中國現有深圳與上海兩個交易所，每個交易所皆有 A、B 股兩種不同交易市場，其中 A 股以人民幣掛牌交易，目前僅限大陸境內人士及特許的境外法人(QFII)投資持有，而 B 股以美元和港幣掛牌交易的股票，目前開放大陸境內外人士投資持有。截至 2007 年底，滬、深兩個市場的共有上市公司 1550 家，總市值達 32.7 兆人民幣，相當於國民生產總值的 140%，位列全球資本市場第三，新興市場第一。2007 年首次公開發行（IPO）股票融資 4595.79 億元，位列全球第一。日均交易量 1903 億，成為全球最為活躍的市場之一。

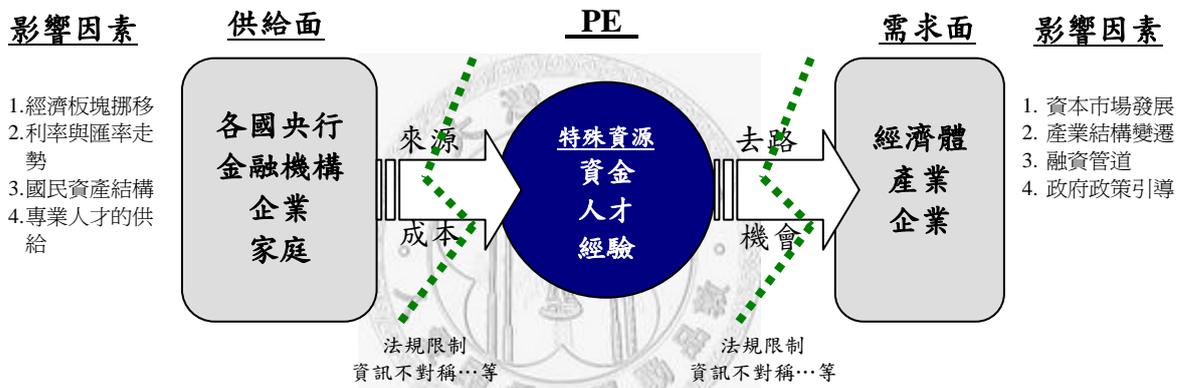
中國大陸資本市場整體規模與歐美國家相較相對偏小，直接融資比例較低，股票市場和債券市場的比例失衡。2007 年 11 月底，中國資本市場資產總額的比例雖然有了快速提高，升至 37%，但是比例仍然較低，資本市場整體規模依然偏小。2001 至 2007 年，中國境內直接融資籌資額與同期銀行貸款增加額之比分別為 9.50%、4.11%、2.97%、4.49%、2.05%、8.38%和 21.95%，雖然逐步提高但是仍然偏低。2007 底，中國債券市場規模僅相當於股票市場規模的 26.7%，遠低於美國等成熟市場，甚至低於韓國、印度等新興市場，結構失衡問題較為突出。

另外，在中國由於沒有放空的機制，投資者只有在股市上漲的時候才能賺錢，從而形成一致的推動市場上漲的力量，股票指數容易快速上漲，導致泡沫高起。但是當價值高估時，整個市場便難以支撐持續上漲，就會出現大幅下跌。再者，中國大陸個人投資者尤其是中小個人投資者比例偏高。根據深交所、上交所的統計資料，中國股票市場投資者目前仍然主要以短線投資為主，缺乏真正的長期投資者。與境外成熟市場相比，目前中國股票市場投資者平均換手率偏高。

者轉讓；2) 持有上市公司股份總數百分之五以上的原非流通股股東，在前項規定期滿後，通過證券交易所掛牌交易出售原非流通股股份，出售數量占該公司股份總數的比例在十二個月內不得超過百分之五，在二十四個月內不得超過百分之十。

第三節 私募股權基金之供給與需求面分析

在”資源有限、慾望無窮”的現實裡，人類從古至今一直追逐著有限的資源。經濟學中的需求與供給就如同剪刀的雙刃，相輔而共生，缺一則不靈，因此，強調供給面和需求面因素，在市場價格機能的引導下以達資源有效率分配的經濟分析，將有助於資源分配決策的制定，有效提高決策的品質和發展趨勢的預測和分析。由此可知，瞭解供給與需求兩面的狀況，將有助於瞭解一個產業的市場結構，確實是產業分析不可或缺的基本知識。



圖十九、PE 特殊資源的來源與去路

資料來源：本研究

經濟學中的供給面就像是某種特殊資源的來源，也是取得的成本；需求面就像是某種特殊資源的去路，也代表著機會。來源與去路間存在著某種差距時，也就是成本與機會中存在某種價差時，這種差距或價差的幅度大小，就會直接影響該特殊資源的價格，進而影響整個產業生態。圖十九代表以 PE 為中介者的產業生態，其特殊資源指的就是資金、人才與經驗，資金來源的充沛與否與成本高低以及專業人才與經驗的供給，皆會直接影響到該產業的發展；同樣的，在此產業中特殊資源的去路，廣義上指的就是一個經濟體或產業的發展，狹義上此特殊資源最終會應用至個別企業的運營上。由此我們可以重新以經濟學的供需分析來重新描述 PE：PE 在

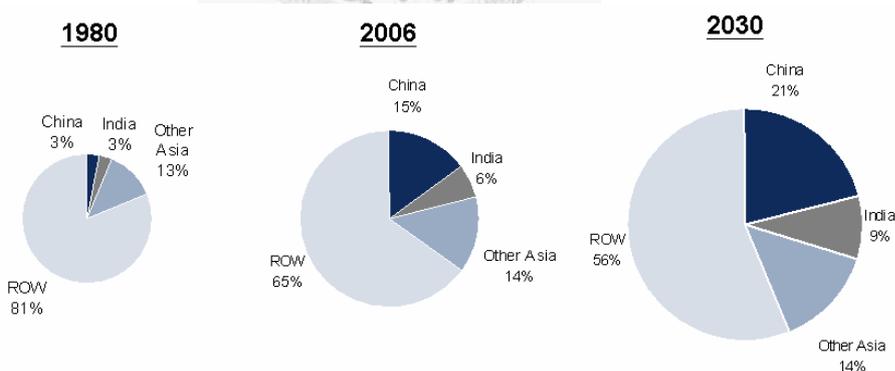
做的就是如何以最低的成本取得特殊的資源，運用其專業的經驗與智慧，將特殊資源選擇性地在有限的機會中做最有效的分配，目的在獲取超額的報酬。

理論上來講，若所有特殊資源都能夠 100% 有效率地被應用到去路上，則該經濟體或產業應該能夠非常蓬勃發展，但事實上來源與去路中間隱藏著許多沒有效率的阻礙，例如：法規的限制、資訊的不對稱等，但矛盾的是通常越沒有效率的市場中間會隱藏著越豐沃且未被開發的利潤，但也代表較大的風險，反之亦然。

(一) 私募股權基金之供給面分析

從 PE 的觀點來看，最重要的特殊資源應屬資金，因為資金的充裕性與取得成本直接影響到 PE 的績效，而績效會影響 PE 的聲譽，進而影響到吸引人才的效果，故 PE 首重資金。圖十九所示，各國央行、金融機構、企業與家庭都可能是 PE 特殊資源的來源，本研究認為以下四點，會影響到 PE 供給面的發展：

(1) 經濟板塊挪移：



圖二十、亞洲在全球 GDP 比重趨勢

資料來源：IMF and Treasury projections, 2006

經濟板塊的挪移代表各區域經濟發展的變遷，圖二十為國際貨幣基金（IMF）所做的預估指出，在 1980 年時，亞洲各國的 GDP 總和尚不到全球的 20%，其中中

國僅佔全球的 3%；近年由於中國的經濟開放與改革，短短不到 30 年的時間，中國的 GDP 的比重，於 2006 年時竟大幅成長 5 倍之多達 15%，而亞洲的 GDP 總和比重也來到了 35%；IMF 同時預估到了 2030 年時，全亞洲 GDP 比重將佔全球的 44%，已經快要超過一半了，而中國的 GDP 比重也高達 21% 之多。這樣的現象代表著亞洲等新興國家，在下一個 20 年期間，將是全球經濟動能的重心與火車頭，另一方面也意味著，這些區域將大幅地富有，將會是 PE 資金來源的重心。

(2)利率與匯率走勢：

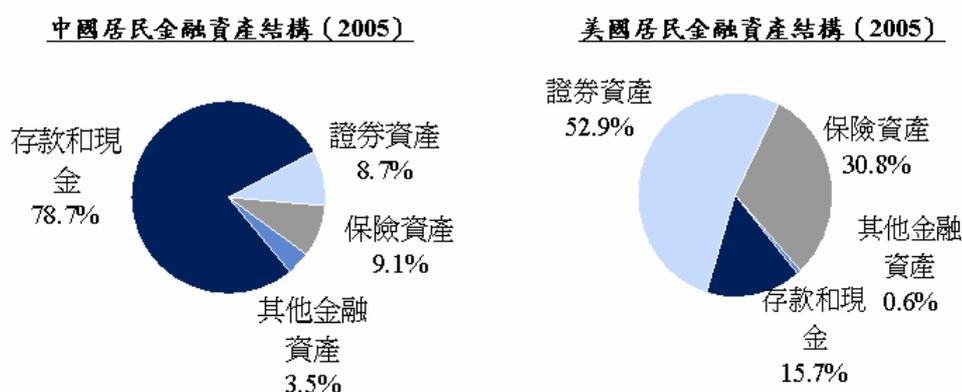
日本因近十年來經濟衰退，降至幾乎零利率之日圓資金供給，讓近年來以日圓為主的利差交易¹⁶（carry trade）盛行其中。例如：近年來日本基本利率只有 0.5%，借貸成本遠低於美國的 5.25%、英國的 5.5%、澳洲的 6.2% 和紐西蘭的 8%，刺激投資人以低利借入日圓資金，變成熱錢（hot money）後轉買這些高利率國家的債券、基金，或轉存這些外幣，兩種不同貨幣間的利率差，就是獲利來源。而利差交易由於借還款必須是同一種貨幣，因此風險主要來自匯率變動。以日圓利差交易而言，若日圓升值，買回日圓還款的成本就增加，一旦升值幅度凌駕利差幅度，利差交易就無利可圖，反而虧本。此外，若日圓稍微走強時利差交易者就匆忙將高利外幣資產脫手，買回日圓還款，更將使日圓升值加速，2007 年開始由次級房貸問題所引起的股災，有很大的原因乃來自日圓的利差交易。這樣一個大的金融環境改變，也影響到 PE 在資金來源的取得，可見利率與匯率的走勢，嚴重地關係到 PE 的生存空間。

(3)國民資產結構：

一個國家國民的資產結構代表著一個國家的特定的投資環境與國民的投資喜

¹⁶ 利差交易(carry trade)是以低利率貨幣貸入資金，再轉存高利率貨幣或轉買高利率貨幣資產，賺取其中利率差價。

好，對一個國家的產業發展也會有不同的影響。從中國人民銀行的統計資料顯示，圖二十一可以看出中國與美國居民在其理財喜好有著極大的差距。中國居民相對還是較保守，將近八成的其資產以現金的方式儲蓄起來；相對來講，美國居民超過五成的資產投資在證券相關的資產上。這樣的情況也直接說明，美國的投資環境透明且成熟以及金融產品選擇性眾多，在證券投資上的獲利也相對大於存款。另外，美國居民在投資相關知識上優於中國居民。



圖二十一、中美居民資產結構比較

資料來源：中國人民銀行，2005

由於中國近年來改革開放，使得經濟起飛、就業機會增加，人民收入也因此快速增長。根據中國國家統計局統計的數據顯示，中國居民儲蓄存款餘額在 2000 年首次超過人民幣 60 兆元，隨後逐年攀升，到 2007 年底時已超過人民幣 170 兆元的天文數字，總儲蓄率高達 45%，與許多國家特別是發達國家形成明顯對比。另外，其中 80% 的存款集中在 20% 的儲戶手中，顯示大量的財富嚴重缺乏投資管道，卻只能變成存在銀行的閒置資金。但另一方面，卻有相當多的企業或項目缺乏適當的融資管道，造成產業發展受限的檸檬市場窘境。從這些數字可以看出，居民的資產如能有效的引入的話，對 PE 在資金的來源可說是一個相當可觀的力量。

(4)專業人才的供給：

PE 近幾年來已經超過投資銀行成為全球商學院的畢業生的最愛的工作領域，這也可以從近年來全球各地知名商學院的紛紛設計 PE 的相關課便可瞭解。CNN Money 在 2007 年 2 月 13 日的報導指出，哈佛 MBA 的畢業生在 2006 年時有 13% 的比例選擇投入 PE 這個行業，另外，史丹佛 MBA 的畢業生投入 PE 的比例也來到 10% 之多。除了此行業呼風喚雨的獨特性外，高額薪資報酬當然也是吸引這些人才投入的主要原因之一。在同一報導中指出，一家人力資源公司 Glocap 的調查統計發現，剛畢業的 MBA 學生投入到 PE 這個行業，平均的年薪報酬為美金 28.9 萬美金，難怪頂尖人才爭相投入。

由於 PE 是採取精英政策，人數並不需要太多，例如：Private Equity Intelligence 指出在 2007 年時全球前五十大 PE 公司僅聘僱了 3,597 位 Partners，平均每家小於 72 位，知名的 KKR 公司也才有總共 90 位的專業人才，而每年這麼多的商學院畢業生，在此僧多粥少的情況下，挑選出來的人才必定又是上等中的上等。但中國 PE 才處於剛發展階段，市場發展時間短，還沒有培養出足夠符合資質的人才，這會影響到中國 PE 產業的發展，畢竟 PE 的聲譽就是他們吃飯的招牌，而這些招牌鐵定需要一群頂尖人士的維護。

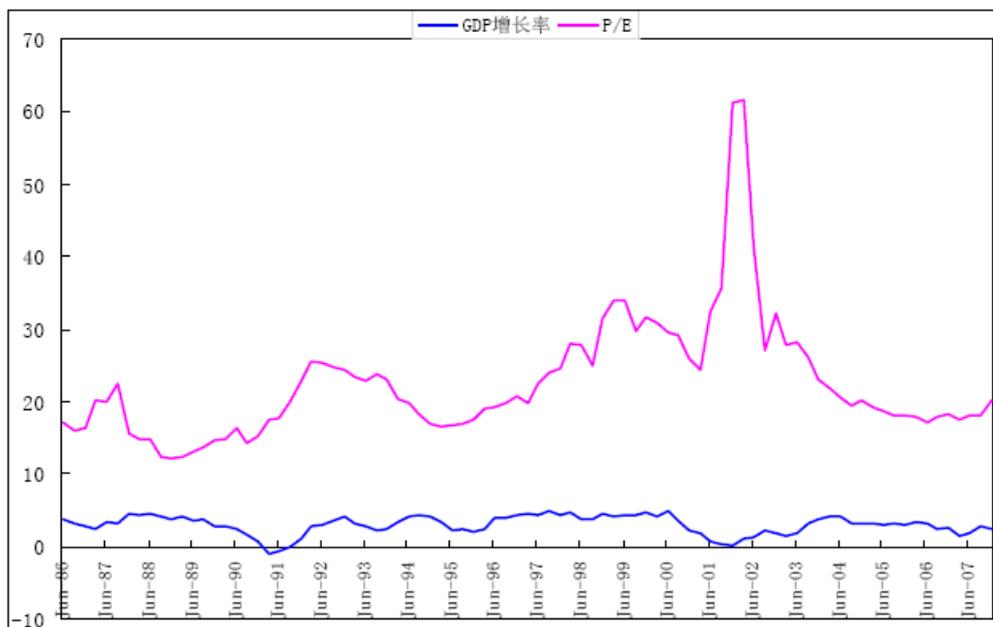
(二) 私募股權基金之需求面分析

為了促進經濟的繁榮、產業的升級，每個企業都希望能有更多的外部資源的挹注，以便讓自己能夠長得更加茁壯，從圖十九得知，這些屬於 PE 的特殊資源的需求方包括經濟體、產業與企業等，它們會需要這些資源的注入。若從 PE 的眼裡看來，這些就變成了可以獲得超額利潤的機會了。而什麼因素會影響這些需求方的需求與議價能力，便是本段落的分析重點了：

(1)資本市場發展：

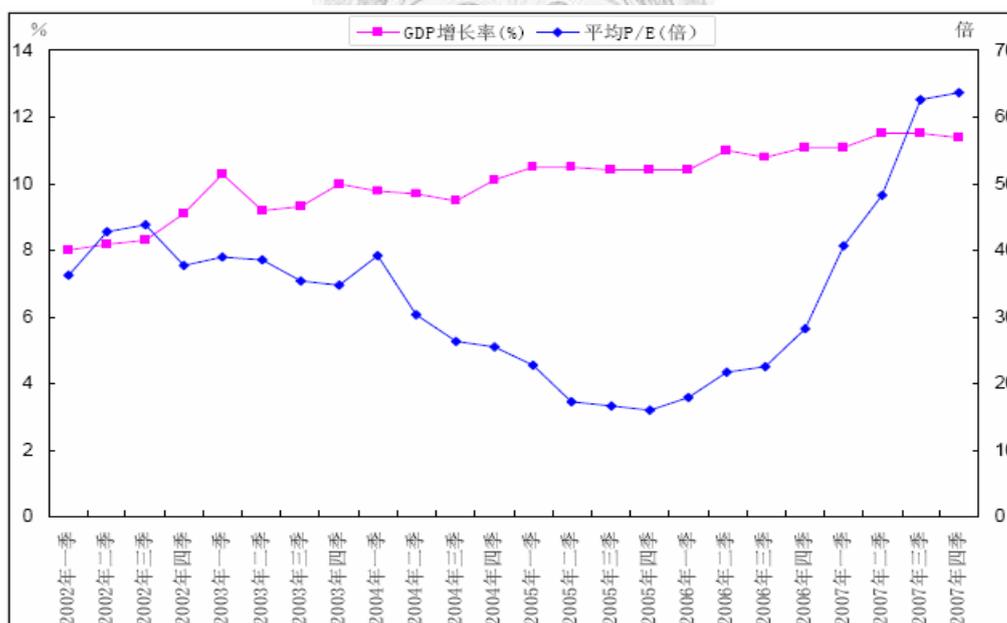
PE 可以幫助刺激資本市場更加健康地發展與上市公司經營效率的改善，故 PE 與資本市場的發展是相輔相成的關係。中國資本市場作為全球最大最充滿潛力的市場，在全面發展以股市為首的資本市場同時，也需要注重 PE 行業互補的發展。此外，一個國家資本市場的發展直接反應在其經濟實力與退出管道多元化的展現，對 PE 在需求方面有重大之影響。一個國家的經濟若屬於穩健或快速成長的發展，多元性的資金與管理經驗的提供管道，對企業的成長有舉足輕重的重要性；而健全的資本市場則提供 PE 一個有效的退出管道，使得整個 PE 產業更具有誘因。

圖二十二表達美國從 1986 年以來 GDP 成長率與股市本益比的走勢，圖二十三則是中國從 2002 年以來的狀況。美國從 2001 年網際網路泡沫化後，本益比一直維持在平均 20 倍本益比左右的水準，提供 PE 一個相對便宜的取得成本。相對於美國，中國從 2005 年底開始，平均本益比便從原本的低於 20 倍暴增到 2007 年的 65 倍，經濟的快速成長驅使中國資本市場熱力四射，雖然取得成本也跟著增長，但也帶給 PE 與企業更大的合作誘因。



圖二十二、美國經濟與證券市場本益比水準

資料來源：BLOOMBERG、中國東北證券金融與產業研究



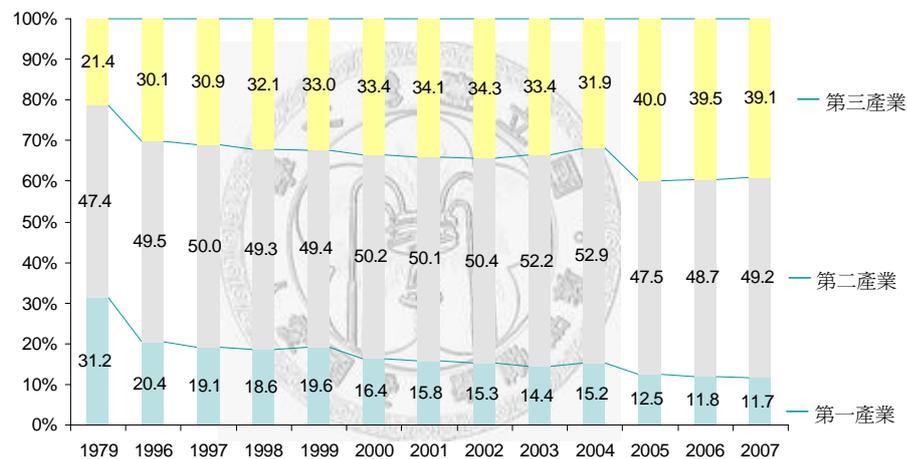
圖二十三、中國經濟與證券市場本益比水準

資料來源：WIND 資訊、中國東北證券金融與產業研究

(2) 產業結構變遷：

一個國家的產業結構¹⁷的變遷也會影響對 PE 特殊資源的需求性。一個以工業或服務為主的國家的企業，相對上會比以農業為主的國家的企業，更需要外部資源的注入，因為相對上規模與競爭都來的大很多。下圖為中國大陸近二十年來產業結構變化的情況，很明顯的我們可以看出，中國大陸已從農業社會轉型為工業社會。

另外，中國企業目前尚以中小企業為主，約有 500 多萬家，佔企業總數的 98% 之多，但佔整個中國 GDP 總額比重卻小於 50%；企業規模與家數，也會影響 PE 投資的方向與策略。



圖二十四、1979 至 2007 年中國大陸產業結構發展趨勢

資料來源：中國大陸國務院、MIC<ICT Country Report>整理，2008 年 3 月

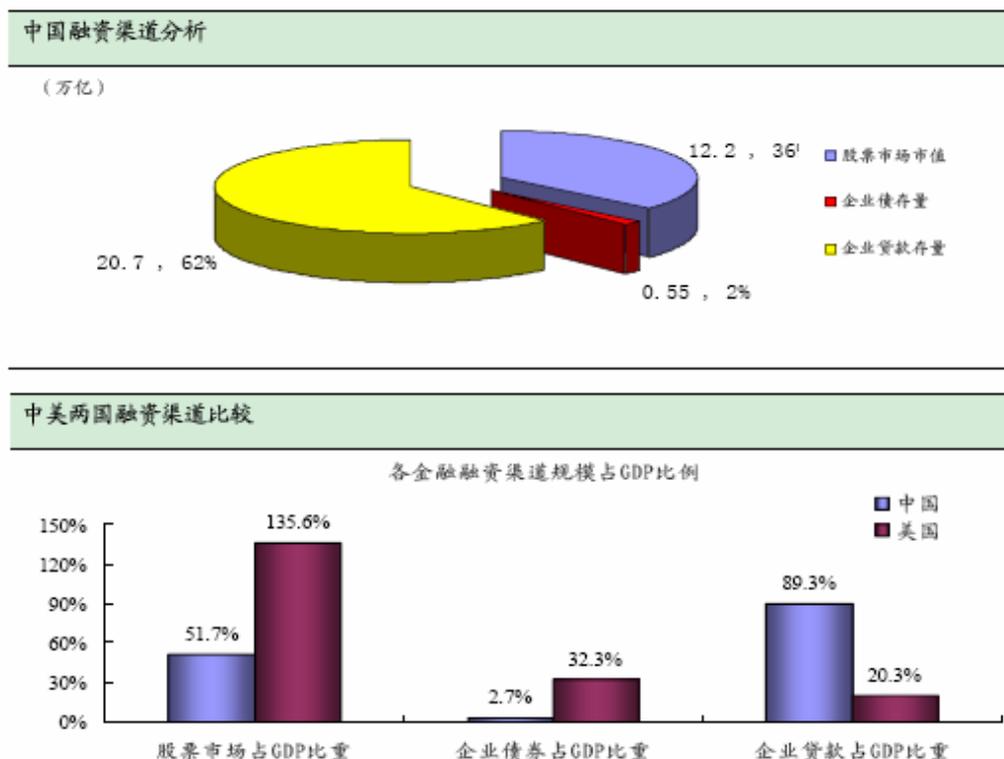
(3) 融資管道：

PE 存在的一個目的是在提供企業更多元的融資管道，企圖消除檸檬市場的現象，故融資管道的結構當然也會影響 PE 在產業中的著力點。融資管道越多元、透明，一直以來就是促進產業升級一個相當重要的基礎條件。圖二十五表達了中國與美國在融資管道的差異性，中國企業透過直接融資從公開股票市場的方式取得資金的比例不大，僅有 36% 的資金從股票市場取得，大部分的企業還是透過銀行間接取

¹⁷ 第一產業係指農業（包括種植業、林業、牧業和漁業）；第二產業係指工業（包括採礦業、製造業、電力、煤氣和水的生產和供應業）和建築業；第三產業係指除第一、第二產業以外的其他各業。由於第三產業包括的行業多、範圍廣，根據中國大陸的實際情況，第三產業可分為兩大部分：一是流通部門、二是服務部門。

得資金（62%），更只有 2% 的中國企業透過債券市場取得資金；若與 GDP 總額相比，更能看出中美兩國之間的差異，美國股票市場市值佔整個 GDP 的 135.6%，中國僅佔 51.7%；另外，美國企業從銀行間接取的資金的總額佔整個 GDP 只有 20.3%，而中國卻高達 89.3% 之多；美國企業從債券市場取得資金的總額佔整個 GDP 有 32.3% 之多，中國企業僅 2.7%。

從這些數據可以看出來，中國企業直接金融的發展較美國等先進國家尚有相當大程度的距離，仍然有很大的成長空間。另一方面，中國企業有相當大比例的資金是由銀行間接融資而來，顯示企業在籌資理財方面，還是趨於傳統，這也表示 PE 在中國尚有相當大的發揮空間。



圖二十五、2006 年中美兩國融資管道比較

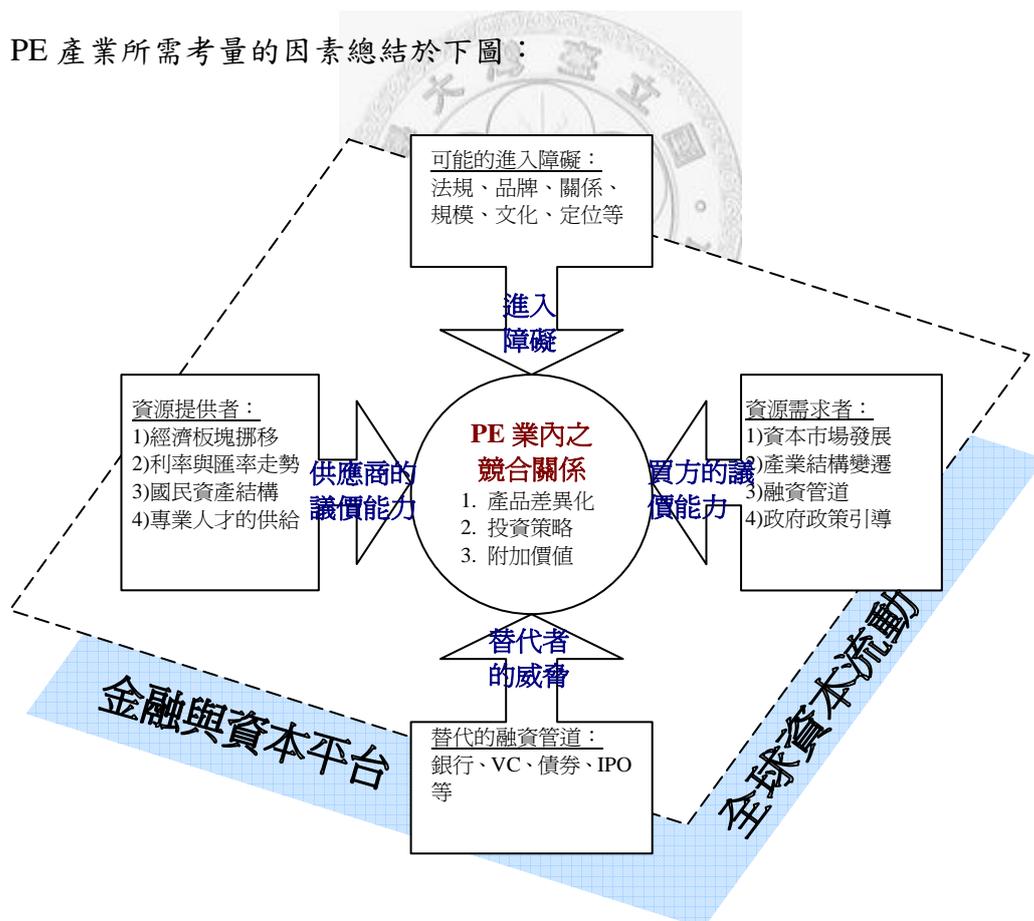
資料來源：天相資訊、中國人民銀行、美聯儲，截止至 2007 年 3 月 22

(4) 政府政策引導：

政府的角色應在盡力消除資訊不對稱的情況並降低各種交易成本，雖然如此，在某些情況下，一個國家也會以各種保護措施，限制外來的影響。中國就是一個相當好的例子，長久以來的封閉政策限制了它的發展，才在 2001 年加入 WTO 後，為了與國際接軌，實施了一連串的開放政策，這也連帶促進了經濟的大幅跳躍，外資 PE 接二連三搶進中國市場，造成了中國 PE 產業的蓬勃發展，故我們可以說政府政策的引導或限制，決定了 PE 產業的興衰。

(三) 私募股權基金的波特五力分析

綜合第二、第三章的分析，本研究以波特的五力分析模型 (five forces model)，將 PE 產業所需考量的因素總結於下圖：



圖二十六、PE 產業的波特五力分析

資料來源：本研究

PE 屬於金融創新的一環，當然其興衰是建立在資本的流動性與每個國家當地金融環境與資本市場的成熟度，這些環節是 PE 特別要持續關注的有關總體經濟環境變化的議題，以便讓自身能夠隨之調整，一直處於不敗之地。針對 PE 的上下游產業鏈分析來看，會影響其上游供應商的議價能力的因素有 (1) 經濟板塊挪移 (2) 利率與匯率走勢 (3) 國民資產結構 (4) 專業人才的供給等，這些因素會影響直接 PE 在取得資源(資金、經驗與人才)的成本；PE 的下游客戶指的是資源的需求者，即當地企業本身，而影響這些買方的議價能力的因素也有四點：(1) 資本市場發展 (2) 產業結構變遷 (3) 融資管道 (4) 政府政策引導等。本身 PE 業內的競合狀況，除了要看產業集中度外，要看 PE 本身在產品差異化、投資策略與所能提供的附加價值而定了。另外，還要考量到可能的進入障礙與其他替代的融資管道。



第四章 中國私募股權基金產業的市場結構

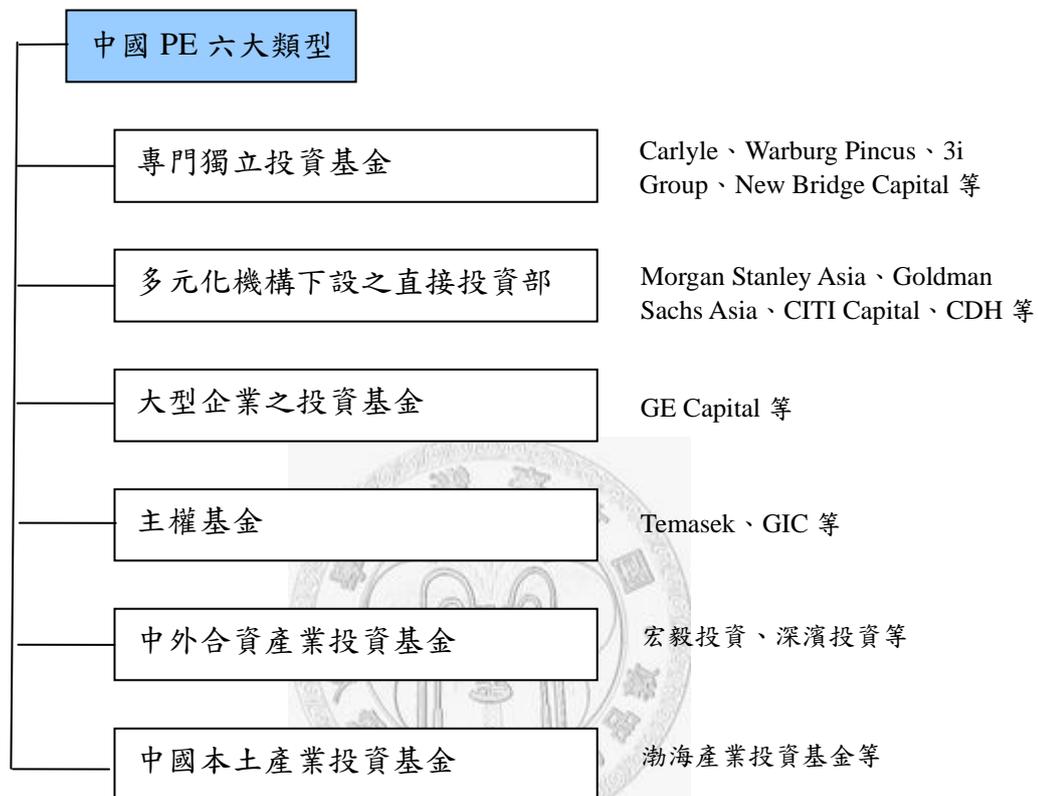
第一節 產業的市場結構

在產業組織理論中，市場結構是指構成市場的賣者之間、買者之間、買者集團與賣者集團之間以及市場上已有的賣者和買者與準備進入市場的潛在買者和賣者之間等諸關係的因素及其特徵，其實質反映了市場的競爭和壟斷關係。私募股權基金業的市場結構是指在私募股權基金市場中基金管理公司之間在數量、市場佔有率、市場規模等方面的關係以及由此而決定的競爭形式。根據產業組織理論，影響市場結構的主要因素有：市場佔有率、市場集中度、規模經濟、產品差異化、市場進入與退出障礙、市場需求增長率、市場需求的價格彈性等等。作為產業組織理論的基本範疇，市場結構在產業組織理論中佔有重要地位，對中國私募股權基金產業的市場結構進行考察和分析，有利於我們找到提升私募股權基金產業市場績效的對策。在開始對中國私募股權基金產業市場結構研究之前，我們首先對中國在私募股權基金產業的發展歷程做一簡要回顧。

第二節 中國私募股權基金產業的發展概況

目前在中國大陸佈局的 PE 以外資為主，大致上可分為六種類型（參見圖二十七）：(1) 專門的獨立投資基金，如凱雷（The Carlyle Group）、華平（Warburg Pincus）、3i Group、新橋（New Bridge Capital）等；(2) 多元化機構下設的直接投資部，如摩根士丹利亞洲（Morgan Stanley Asia）、高盛亞洲（Goldman Sachs Asia）、花旗資本（CITI Capital）、中國國際金融有限公司(CICC)的直接投資部演變而來的鼎暉投資（CDH）等；(3) 大型企業的投資基金，主要目的在於著重在該集團的戰略發展與投資組合，如 GE Capital 等；(4) 主權基金，如淡馬錫（Temasek）、新

加坡國家投資公司（GIC）等；(5) 中外合資產業投資基金，如宏毅投資、深濱投資等；(6) 中國本土產業投資基金，如渤海產業投資基金等。



圖二十七、中國 PE 六大類型

資料來源：本研究整理

於 2007 年 9 月在廈門舉行的“2007 年中國私募股權基金高峰會”指出，美國私募股權基金佔全年 GDP 的比例為 0.6%，歐洲為 0.35%，亞洲包括日本為 0.2%，而由於法規、監管體制等種種原因，目前在中國該比例還不到 0.1%，可見中國在私募股權投資的發展尚屬於起飛階段，伴隨著中國經濟保持著年平均 8% 的水準成長，成為國際 PE 投資的目標就不足為奇。

中國在 PE 的發展從 1985 年以來陸陸續續經過了許多階段，包括萌芽期、學習期、複製期與開放期四個階段，每個階段都有其代表之作。我們也知道中國 PE 的發展基本上也是從 VC 發展的基礎之下建構起來的，以下便是針對中國 PE 的發

展進行闡述：

(1)萌芽期(1985 ~ 1991)：

1985 年 3 月，中國中央發佈的《關於科學技術改革的決定》首次提到了支持創業投資的問題，同年 9 月成立了“中國新技術創業投資公司”，是中國第一家 VC 投資機構，接下來又成立了“中國經濟技術投資擔保公司”、“中國科招高新技術有限公司”等，股權投資終於在中國破土而出。

但股權投資一直需倚賴健全的資本市場，才有適當的退出管道，以支持及吸引投資之意願，中國終於在 1990 年的 11 月 26 日與 12 月 1 日分別成立了上海證券交易所與深圳證券交易所，可以說為日後 PE 的發展邁開了一大步。

(2)學習期(1992 ~ 1998)：

1992 年開始中國即進入另一個所謂“學習”的階段，透過大量引進海外資金，以達到學習的效果，如美國 IDG（國際數據集團）於 1992 年悄悄進入中國，投資成立 IDGVC，成為中國第一家 VC 投資公司。另一方面也是許多軍工企業缺乏資金，比如，航天部等很多部委的下屬企業急缺資金，因此海外投資基金大多與中國各部委合作，如北方工業與嘉陵等。

在 1995 年時中國通過了《設立境外中國產業投資基金管理辦法》，鼓勵國外 VC 投資公司對中國進行風險投資。1996 年中國又頒佈了《中華人民共和國促進科技成果轉化法》，該法案的頒佈進一步促進了中國私募股權的發展。截至 1996 年，中國已經有 VC 投資機構 13 家，註冊資本 5 億元人民幣。同時，到 1996 年止，50 多個國家級高新技術產業開發區都成立了創業中心（孵化器或育成中心）。

但中國的 VC 的發展，整個產業鏈在“資本市場”處斷裂，退出無法順利實現。

沒有退出的中國 VC，一方面因為資金沒有回收，也就無從進一步地投入到新創企業；另一方面，沒有退出也就無法計算收益，從而使國內外的資金提供者長期處於觀望的狀態，不敢輕易涉足中國的 VC 市場。加上外資 VC 由於外匯管制、公司法及國內資本市場等制度性的制約，無法擺脫“兩頭在外”（即募資、投資及退出等資本運作全在境外）的困境，從而構成主要力量的外資 VC 亦未能全面貢獻於中國 VC 產業的良性迴圈。在這一時期，中國的 VC 投資仿佛陷入了困境，人人都在為退出尋求解決之道，導致投資基金第一次進入中國以全面失敗告終，這些基金大多在 1997 年之前撤出或解散。

即使如此，中國 VC 投資的量和質都得到了長足發展：資本總量從 1996 年的 47 億元迅速增長到 1998 年的 147.3 億元，增長率為 76.2%，投資機構從 1996 年的 24 家增長到 1998 年的 59 家，增長率為 55.26%，中國風險投資事業發展的學習階段，中國政府的政策推動有其深遠的影響起到了決定作用。

(3)複製期(1999~2003)：

這時間點正當網路風潮的興起，許多矽谷一夕致富的成功經驗，更深深地打動了中國人民的心。在這一階段中國試圖複製矽谷的成功經驗，各地方政府開始成立地方性 VC 投資公司以扶持本地項目。1999 年第一個關於發展 VC 投資的戰略性文件《關於建立我國風險投資機制的若干意見》頒佈了，1999 年 8 月，中國中央、國務院頒佈了《關於加強技術創新，發展高科技，實現產業化的》為中國 VC 投資的發展做出了制度上的安排。截至 1999 年 6 月，中國全國成立了 92 家 VC 投資機構，註冊資金 74 億元人民幣，相對 1996 年，資金額年均增長達到 145.52%。

進入 21 世紀，中國股市、房地產資產的價格不斷上揚，企業重組和產業升級的強勁勢頭，造就了中國股權投資的超高回報率。2000 年初，中國政府也積極籌

備在深圳開設創業板，一系列措施的推出，極大的促進了中國 VC 投資的發展，截至 2001 年 8 月，中國共有風險投資公司約 160 家，註冊資金 180 多億元，另外還有 150 多家風險投資管理公司，另外，中國於 2001 年底又正式加入了 WTO，為中國開拓了另一個里程碑，進而在 2002 年 9 月，促成了摩根史坦利 (Morgan Stanley) 等 3 家投資公司以 5 億元投資蒙牛乳業，為當時相當具代表性的案子(2004 年 6 月蒙牛乳業上市後獲得約 26 億港元的回報)。

(4)開放期(2004 ~)：

2004 年後，由於中國的經濟價值開始受到重視及資本市場效率開始改善，也由於中國入世後的大幅開放政策，使得一些大型的美國 PE 如華平、凱雷等開始進入中國。第一起典型的私募股權投資案例，則被認為是 2004 年 6 月美國新橋資本 (New bridge Capital) 以 12.53 億元人民幣從深圳市政府手中收購深圳發展銀行 17.89% 的股權，這也是國際私募股權投資基金在中國的第一起收購案例，深圳發展銀行成為第一家被國際私募股權投資基金控制的中國商業銀行。2004 年末，美國華平投資集團等機構，聯手收購哈藥集團 55% 股權，創下第一宗國際私募股權投資基金收購大型國企案例。

但是正當人們準備迎接中國 PE 投資全面發展的時候，國家外匯管理局在 2004 年頒佈了《關於外資並購外匯管理有關問題的通知》，該通知對境外註冊公司重組上市的方式設置了障礙，令幾乎所有涉及出境的資本運作均在監控之列，使得 2005 年第一季度的 PE 投資大幅下滑，較前三季度下跌了 43%。2005 年 11 月 15 日國家發改委會同科技部等十部委聯合發佈的《創業投資企業管理暫行辦法》規定指出，國家與地方政府可以設立創業投資引導基金，通過參股和提供融資擔保等方式扶持創業投資企業。目的是通過這部分“引導基金”來吸引民間資本，以定向募集的方式籌措資金用於特定專案的建設和投資活動，以投資收益回報投資者。

雖然如此，國內外 PE 還是抵擋不主中國巨大的國內市場、強大的工業基礎、高速發展的經濟與大量的民間資本的魅力，還是不斷爆出大的投資案例，其特點是國際 PE 機構與國內金融機構聯合，投資規模巨大。首先是 2005 年第三季度，國際著名私募股權投資機構參與了中行、建行等商業銀行的引資工作，然後在 2005 年 9 月 9 日，凱雷投資集團對太平洋人壽投資 4 億美元，因此將獲得太保人壽 24.975% 股權。這也是迄今為止中國最大的私募股權投資交易。另外，凱雷將以 18 億元收購徐工機械 50% 股權，有望成為第一起國際並購基金獲大型國企絕對控股權案例。此外，國內大型企業頻頻在海外進行並購活動，也有私募股權投資的影子。如聯想以 12.5 億美元高價並購 IBM 的 PC 部門，便有 3 家私募股權投資基金向聯想注資 3.5 億美元。此前海爾宣佈以 12.8 億美元，競購美國老牌家電業者美泰克(Maytag)，以海爾為首的收購團隊也包括兩家私募股權投資基金。同時，也開始有越來越多的中國企業家和職業經理人投身到 PE 投資行業當中了，如鼎暉投資的吳尚志、弘毅投資的趙令歡、三山基金的李山、中國寬頻產業基金的田溯寧。

2006 年開始，中國也在開始發展本土的 PE 產業，即以人民幣為主之基金。2006 年底，由中國人壽保險公司、天津泰達集團等機構共計出資 60.8 億元的渤海產業基金¹⁸已經獲得國務院特批，成為中國第一支獲批成立的私募產業投資基金，並於 2007 年 12 月 30 日正式在天津設立。渤海產業基金的成立為中國的產業基金開了先河。此外，還有其他 9 支左右的私募產業投資基金也上報發改委，基金規模從 20 億到 200 億元不等。

¹⁸ 渤海產業投資基金是中國第一支契約型產業投資基金，第一支人民幣產業投資基金，第一支完全面對特定機構投資者的產業投資基，第一支全市場化運作的產業投資基金。渤海產業投資基金的設立，擔負著拓展中國直接融資新渠道的“破冰”重任，這也意味著中國加快設立產業投資基金的開始。開創了中國資本市場直接投融資的新模式和管道。渤海產業投資基金背景資料渤海產業投資基金由全體出資人以契約方式發起設立，總規模 200 億元人民幣，首期募集 60.8 億元。基金首期資產委託渤海產業投資基金管理有限公司運作管理，委託交通銀行託管。出資發起人為全國社會保障基金理事會、國家開發銀行、國家郵政局郵政儲匯局、天津市津能投資公司、中銀集團投資有限公司、中國人壽保險（集團）公司、中國人壽保險股份有限公司、渤海產業投資基金管理有限公司。基金持有人大會為基金的最高權力機構，決定基金的重大事項。基金以封閉方式運作，存續期 15 年，對企業進行股權類投資。渤海產業投資基金主要圍繞實現國務院對天津濱海新區功能定位進行投資，同時也將支援天津濱海新區以外環渤海區域經濟發展。投資重點是具有自主創新能力的現代製造業，具有自主知識產權的高新技術企業，交通、能源基礎設施項目，以及符合中國國家產業政策的其他項目。

2007 年以來，PE 又在中國頻頻出擊，投資規模和數量增長迅速，另外現階段 PE 基金的資金來源和退出渠道都偏向在中國國內的”兩頭在內”的情勢，相較於之前的”兩頭在外”實有相當大的改變，PE 產業已經成為許多國外基金競相合作的夥伴，股權投資則成為分享中國未來經濟成長的最佳途徑之一。另外，2007 年 6 月 1 日，新合夥企業法的實行，也使如今的中國股權投資市場發生了天翻地覆的變化，再者中國主權基金積極對外投資以美國知名私募股權基金為主，如黑石集團（Blackstone）與德州太平洋集團（TPG）等，改變了以前中國只是不斷接受外來投資的刻板印象。

第三節 中國私募股權基金產業的市場佔有率與集中度

根據產業組織理論，衡量市場結構最基本的指標是市場佔有率與市場集中度，但由於中國在 PE 市場的發展是近幾年的事，並無足夠的專業機構針對此市場結構進行長期的觀察與研究，於是對於中國 PE 市場結構一些量化性的資訊無法充分取得，但由於 PE 基金幾乎都是跨國性操作他們的投資組合，近幾年來中國也吸引眾多的跨國性 PE 基金的投入，故本研究將從以全球 PE 市場的結構的解析，配合對中國市場一些特定的量化資訊，來解讀中國 PE 產業的市場結構。

（一）全球 PE 基金產業的市場佔有率分析

市場佔有率是指某一企業的銷售額佔同一市場（或行業）全部銷售額的比重。而具體對於 PE 基金而言，我們可以用以下指標來表示：

$$PE_i(s) = \frac{\text{某PE基金}i\text{過去五年所募得的資本總額}}{\text{全球PE基金過去五年所募得的資本總額}}$$

資金對每一個企業都非常的重要，特別對 PE 基金來講可說是他們血液，而在有限的資金提供者中，他們一定會根據 PE 基金團隊的能力與過去的績效表現，謹

慎挑選他們認為可信賴的專業基金團隊來管理他們的資金，所以我們利用 PE 基金募資的能力來反應他們在這市場的競爭力，及募資金額來表達他們在這市場的市場佔有率，應屬合理。一般而言，該產業內 PE 基金管理公司的數量越多，單個管理公司所佔的比重就相對越小，產業內的競爭程度也越高。市場佔有率可以衡量一家 PE 基金在該市場中的地位。

我們回顧表二可以看出，從過去五年（2002/1/1 至 2007/4/18）來看，在全球 PE 市場 8,000 億美金的總募資金額中，僅有一家的市佔率超過 4%，3%~4% 之間的有三家，在 2%~3% 之間的有六家。

（二）全球 PE 基金產業的市場集中度分析

市場集中度是指在某一特定的市場或產業中，少數較大的企業（或消費者）所佔的市場佔有率的大小，它主要反映市場壟斷程度或競爭程度的高低。市場集中度是決定市場結構的基本因素，它可分為賣方集中度和買方集中度，我們一般主要考察賣方集中度。一般說來，某一市場的賣方集中度越高，說明少數企業的市場佔有率就越高，市場壟斷程度也越高，這些為數較少的企業可憑藉所佔有的較高的市場佔有率來左右市場上產品的價格，從而使市場上的壟斷因素增強，市場競爭程度相應下降。這時的市場就是一種典型的賣方壟斷型市場結構；與之相反，如果市場集中度低，說明該產業內企業數目不僅眾多，而且每家企業都不可能對該市場擁有很強的支配地位，市場競爭激烈，由此決定的市場結構具有典型的競爭特徵。而產業結構可依該產業有效廠商家數、各廠商市佔率的分配情況、產品的同質性及廠商對價格的控制程度不同大致上可區分為完全獨佔（Monopoly）、寡頭獨佔（Oligopoly）、獨佔性競爭（Monopolistic Competition）及完全競爭（Perfect Competition）四種，詳細分類標準請參考表七。

表七、產業結構的分類標準

產業結構種類	廠商市佔率情況	產品 / 競爭者	價格影響力 / 廠商行為
完全獨佔 Monopoly	一個廠商佔有100%市場	生產無相近替代品的產品，	廠商對價格具有極大的影響力
寡頭獨佔 Oligopoly	由於只有少數廠商存在，因此廠商彼此之間相互影響，且依廠商的市佔率或CR ₄ 可分為：	產業內只有少數幾家廠商，生產品質相同或略有差異的產品	廠商對價格具有相當的影響力
(1)領導性廠商	一個廠商佔有50~100%市場	無相匹敵的競爭者存在	廠商的行為類似完全獨佔廠商
(2)高度寡佔	最大4家廠商的集中度為60~100%	少數相似的競爭者存在	容易進行勾結抬高價格，組成卡特爾 (cartel)
(3)低度寡佔	最大4家廠商的集中度為40~60%	較多的相似的競爭者存在	實際上不太容易進行勾結，且會相互競爭
獨佔性競爭 Monopolistic competition	最大4家廠商的集中度小於40%，且最大一家的市場佔有率不超過10%	許多有效競爭廠商存在，產品可能是同質的，也可能是異質的	廠商對價格有些影響力
完全競爭 Perfect competition	超過50個競爭廠商，每一家廠商的佔有率很小，小於3%	廠家眾多，且產品品質相同	廠商對價格沒有影響力

資料來源：陳正倉、林惠玲、陳忠榮、莊春發，「產業經濟學第二版」、本研究整理

市場集中度受多種因素的影響，主要有：(1)企業或政府追求規模經濟的行為。在規模經濟範圍內，隨著企業規模的擴大，單位成本遞減，因此企業從降低成本，提高收益的角度出發，實現規模經濟。並且不同的產業，對規模經濟的要求不同，一般而言，規模經濟性越強，要求的市場集中度越高；規模經濟不明顯，要求的市場集中度就越低。同時，除了企業追求規模經濟外，政府有時也直接推動規模經濟，特別是在有些發展中國家更是如此，這也加速了市場集中度的提升。(2)企業追求

壟斷地位的動機。壟斷地位，也就意味著超額利潤，並且這種利潤不需要創新即能取得，而且可以很長時間保持，所以不少優勢企業力求獲得壟斷地位，取得對市場的支配權，這也促成了市場集中度的提高。(3)產業進入障礙。進入障礙低的產業，由於新企業的不斷增加，制約了市場集中度的提高。進入障礙高的產業，新企業進入要付出很大代價，使許多潛在的競爭對手企業難以進入，市場集中度高。(4)政府經濟政策與法規的影響。許多國家政府為了防止市場佔有率過度集中於少數大企業手中，保持市場的競爭活力，頒佈了許多限制市場集中度提高的政策和法規，如反托拉斯法和公平交易法，也有一些政策和法規會提高市場集中度，如專利法、保護關稅法、限制外資法等。

用來衡量產業結構的指標可分為兩類：第一類是以產業內廠商數目及其規模分配（大小不均度）來衡量產業的集中度（the degree of concentration），包括前四大廠商集中度（CR4：four-firm concentration ratio）及貝恩市場結構分類之赫芬達爾-赫希曼指數（HHI：Herfindahl-Hirschman index）、基尼係數（Gini-coefficient）及熵指數（Entropy index）等；另一類指標是以績效導向來衡量的，如 Lerner index 及利潤率指標等。本研究選用最常用的行業集中度（concentration ratio）指標來衡量全球 PE 基金產業的市場集中度，至於其他指標如 HHI 指數必須要獲得所有廠商的市場佔有率，因此在資料上的獲取與計算相對困難，本研究將不予使用，但會針對 HHI 指數稍做介紹。

(1)行業集中度(Concentration ratio)：

是指產業內規模最大的前幾名企業的有關數值（可以是產值，產量，銷售額，銷售量，職工人數和資產總額等）占總共市場或行業的份額，行業集中度是最常用的絕對集中度的衡量指標。一般來說，行業集中度越高，該市場的壟斷性越強；反之則越弱。全球 PE 基金業的行業集中度是指 PE 基金市場中少數幾家最大的管理

公司在過去五年中所募得資金總額占全球 PE 基金過去五年所募得資金總額佔有率之總和。可以通過以下公式計算：

$$CRi = \sum_{i=1}^n Si, 0 \leq CRn \leq 1$$

式中： CRi — 基金中規模最大的前 i 位 PE 基金的行業集中度；

Si — 產業中第 i 位 PE 基金在過去五年所募得資金總和；

n — 產業內的企業數；n 通常取 4 或 8，本研究取全球 PE 基金業業內按基金規模排名前 4 位和前 8 位。使用 CRi 的最大優點在於只須知道最大幾家廠商的市場佔有率，不須知道所有廠商的市佔率，因此在資料獲取與計算上相對簡單。但 CRi 的缺點為只強調前幾大廠商的總和力量，而未顧及產業內所有廠商佔有率的分配，例如某一產業的 CR4 為 60%，但可能是四家各佔 15%，也可能是最大一家佔 54%，其他三家各佔 2%，比較而言後者的獨佔力顯然比前者要大許多。在表 2-1 的 PEI 50 中，前 13 大的 PE 募資總額約等於後 37 大的 PE 的募資總額，前四大 PE 之集中度 CR4=15%，前八大 PE 之集中度 CR8=26%，最大一家僅佔約 4%，顯示此產業呈現獨佔性競爭的產業結構，有許多競爭者存在，產品可能是同質也有可能是異質性，而一般來講廠商對價格上有些許影響力。若從貝恩市場結構分類(表八)來看，則全球 PE 市場呈現競爭型的市場結構。

由於全球化的趨勢越來越明顯，特別在資金的流動更無所謂國界的限制，所以，從全球 PE 產業發展幾十年還是呈現競爭型的市場結構來看，以 PE 進入中國短短的十幾年時間，我們可以合理推估，中國 PE 市場應該呈現更高度競爭型態的市場結構。

表八、貝恩市場結構分類

市場結構	CR ₄	CR ₈
------	-----------------	-----------------

市場結構	CR_4	CR_8
寡占 I 型	$CR_4 = 85$	
寡占 II 型	$75 < CR_4 = 85$	或 $CR_8 = 85$
寡占 III 型	$50 = CR_4 < 85$	$75 = CR_8 < 85$
寡占 IV 型	$35 = CR_4 < 50$	$45 = CR_8 < 75$
寡占 V 型	$30 = CR_4 < 35$	或 $40 = CR_8 < 45$
競爭型	$CR_4 < 30$	或 $CR_8 < 40$

資料來源：美國 J.S. 貝恩《產業組織》，1981 年版，第 141-148 頁

(2) 赫芬達爾-赫希曼指數 (HHI: Herfindahl - Hirschman Index) :

HHI 指數是特定產業內所有企業的市場佔有率的平方和，用公式表示為：

$$HHI = \sum_{i=1}^n S_i^2$$

式中： S_i — 第 i 個廠商的市場佔有率；

n — 產業內的企業數；

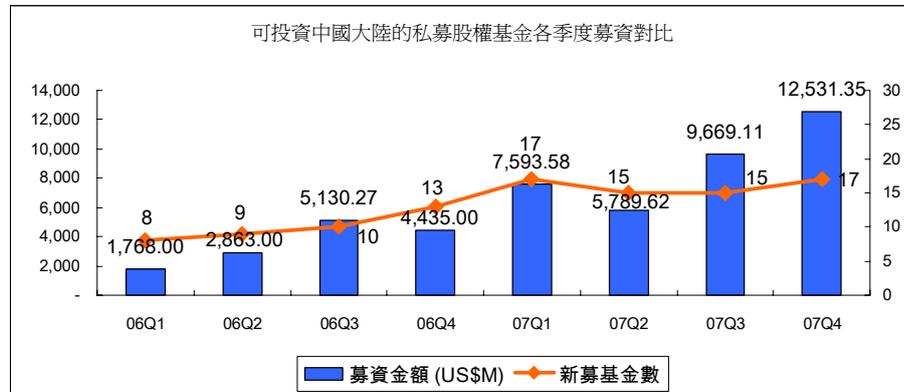
HHI 係將產業中的每一個廠商的市場佔有率平方後加總，當產業為完全獨佔時，其值為 1.00，當產業中所有廠商規模大小相等時，其值為產業廠商數的倒數（即 $\frac{1}{n}$ ， n 為廠商數）。若廠商數固定，其不均度增加時，HHI 值會提高，反之則趨近於 $\frac{1}{n}$ ，若 n 趨向於無窮大時，則 HHI 會趨近於 0。HHI 的缺點是必須要獲得所有廠商的市場佔有率，因此在資料上的獲取與計算相對困難，本研究不予使用。

第四節 中國私募股權基金產業市場結構的現況

本研究針對中國在私募股權基金相關產業資訊將以清科研究中心¹⁹所發佈的各研究報告為主軸。本段落從不同角度以可投資中國大陸市場的 PE 基金募資情況來解析中國 PE 產業市場結構的現況。

¹⁹ 清科研究中心簡介請參考附錄一

(1)各季度募資情況分析：

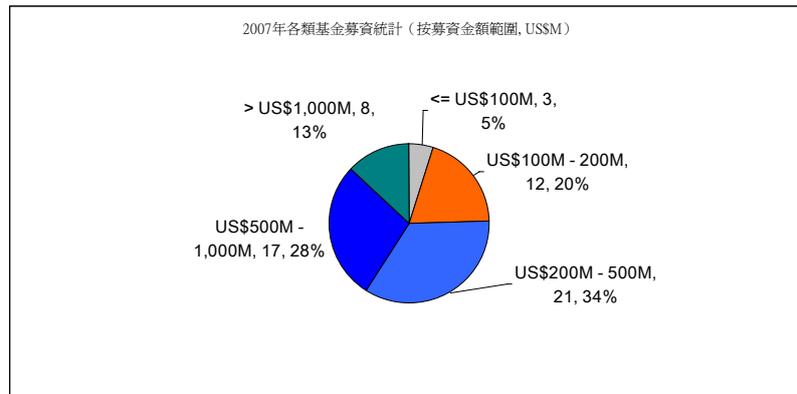


圖二十八、可投資中國大陸的 PE 基金各季度募資對比

資料來源：清科研究中心

2007 年針對亞洲市場（包括中國大陸地區）的 PE 基金募資總金額較 2006 年成長了 151%，從 2006 年的 142 億美金急遽成長到 2007 年的 356 億美金。以新募基金數也成長了 60%，從 2006 年的 40 支成長至 2007 年的 64 支。這充分說明中外 PE 對中國市場的青睞，也為中國的優秀企業提供了充裕的資金來源，同時也表示中國企業的管理水準和創新能力的不斷提升。從圖二十八我們可以看出來從 2006 年至 2007 年兩年每季新募基金的募資總額和新基金數成長的變化。以每季看來，平均募資金額從 2006Q1 的 2.2 億美金的水準，大幅提升至 2007Q4 的 7.4 億美金之譜，平均每支基金募資規模擴大了 1.34 倍之多，也暗示每案投資金額也將擴大。但若以年度的平均募資金額來看，2006 年為 3.5 億美金，2007 年則擴大到為 5.5 億美金，規模也擴大頗多，但若與全球前五十大 PE（PEI 50）的每年每支 PE 基金平均募資金額 22 億美金相較，規模還是相距甚遠。

(2)各季度基金募集金額範圍分析：



圖二十九、2007年各類基金募資統計 (按募資金額範圍)

資料來源：清科研究中心

如果以募資金額的範圍來分析 2007 年一整年度的基金募資情況，新募基金募資金額多分佈在 2 億美金至 5 億美金之間。募資金額小於或等於 1 億美金的基金有 3 支，佔基金總數的 5%；募資金額在 1 億美金到 2 億美金的基金有 12 支，佔總基金數的 20%；募資金額在 2 億美金到 5 億美金的基金有 21 支，佔總基金數的 34%；募資金額在 5 億美金到 10 億美金的基金有 17 支，佔總基金數 28%；另外，大於 10 億美金的有 8 支，佔總基金數 13%。

(3)基金策略募資情況分析：

表九、2006 年基金募資情況

基金策略	募資金額 (US\$M)	比例	新募基金數	比例	平均募資額 (US\$M)
併購基金	6,700.10	47.2%	8	20.0%	837.51
不良債權	394.54	2.8%	2	5.0%	197.27
成長基金	4,490.47	31.6%	20	50.0%	224.52
基金的基金	1,858.28	13.1%	7	17.5%	265.47
夾層基金	752.89	5.3%	3	7.5%	250.96
合計	14,196.27	100.0%	40	100.0%	354.91

資料來源：清科研究中心

表十、2007 年基金募資情況

基金策略 ²⁰	募資金額 (US\$M)	比例	新募基金數	比例	平均募資金額 (US\$M)
併購基金	15,671.31	44.0%	18	28.1%	870.63
不良債權	1,477.00	4.2%	2	3.1%	738.50
房地產基金	6,854.32	19.3%	10	15.6%	685.43
成長基金	8,695.36	24.4%	23	35.9%	378.06
基金的基金	2,504.84	7.0%	9	14.1%	278.32
夾層基金	380.83	1.1%	2	3.1%	190.42
合計	35,583.66	100.0%	64	100.0%	555.99

資料來源：清科研究中心

產品差異化是指 PE 通過各種方法使產品形成特殊性，使得被投資企業能夠把它同其他同類產品有效地區別開來，從而達到在市場競爭中佔據有利地位的目的。PE 不僅僅是純粹資金投入過程，而且還包括管理、諮詢、服務以及監督企業運作等重要活動。因此，PE 的等量資金投入所提供的附加價值是不一樣的，比如，由於資金資源、知識背景、產業背景的不同，PE 提供的服務重點、品質均可能不同，這是 PE 作為一種產品的差異所在。而基金的投資策略便是 PE 在產品差異化表現上最明顯的部分了。

我們若從不同基金策略角度來分析，比較 2006 年與 2007 年的最大變化是，在 2007 年新募集的基金中，有特別強調房地產的 PE 基金產生，表示 PE 對中國房地產的投資策略趨於明顯與樂觀。在眾多的基金策略中，不管是 2006 年或 2007 年還都是以併購策略為主的基金的募資金額為最大，平均募資金額差異不大分別為 8.3 億美金與 8.7 億美金。此外，不良債權基金的平均募資金額成長最大，2006 年時只有 1.9 億美金，但到了 2007 年時卻快速擴大到 7.3 億美金之譜，顯示新基金的投資策略將會鎖定大型的不良債權收購案。若以新募集基金數來看，成長基金還是扮演了最重要的角色，2006 年時佔全體新募集基金數有 50% 之多，2007 年時也有 36%，其平均募資金額則分別為 2.2 億美金及 3.7 億美金。

²⁰ 基金策略的定義請參見附件三

(4)中外基金募資情況分析：

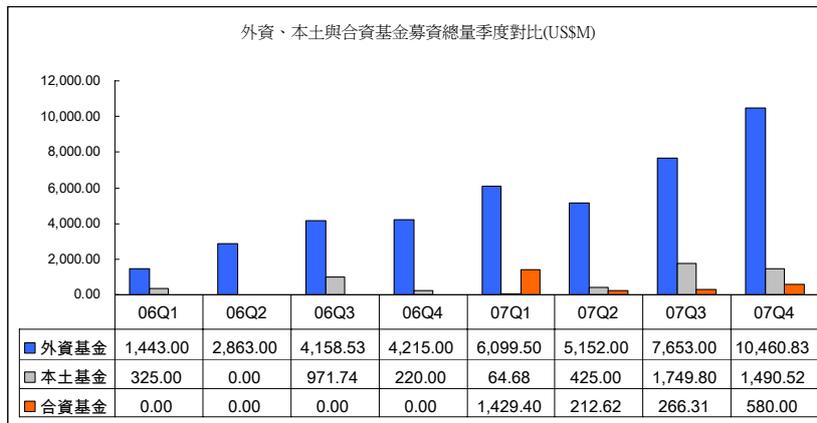
表十一、2007 年中外私募股權基金募資情況

基金策略	募資金額(US\$M)	比例	金募基金數	比例	平均募資額(US\$M)
外資	29,365.33	82.5%	44	68.8%	667.39
本土	3,730.00	10.5%	12	18.8%	310.83
合資	2,488.33	7.0%	8	12.5%	311.04
合計	35,583.66	100.0%	64	100.0%	555.99

資料來源：清科研究中心

2007 年共有 64 支可投資中國大陸的 PE 基金完成募集，其中由海外機構發起設立的基金有 44 支，外資的新募基金仍佔絕對領先地位，此 44 支外資基金共募集 293 億美金，佔整體募資金額的 82.5%，平均每支外資基金募資額高達 6.6 億美金，是本土或合資基金的 2 倍之多，這也充分說明了國外投資機構非常看好中國市場，可以預見，在今後幾年，外資 PE 仍將佔據主導地位。

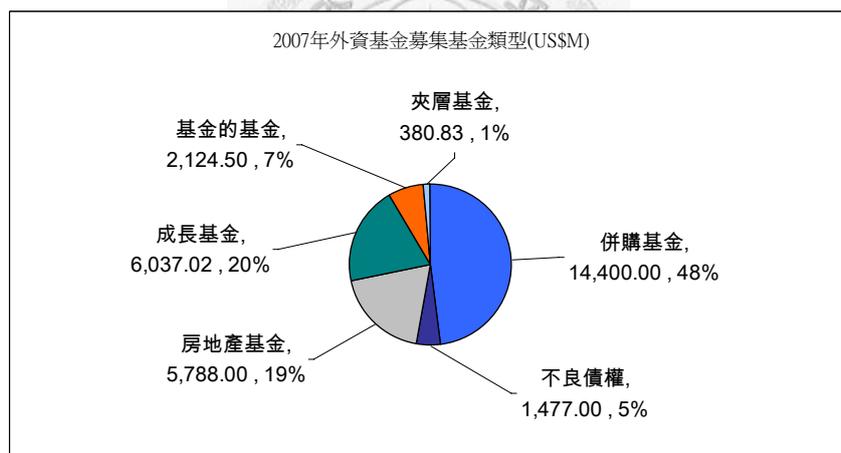
另一方面，2007 年本土機構設立的 PE 在募資上也相當活躍，共 12 家本土機構募資金額計 37.3 億美金，佔整體募資金額的 10.5%，平均每支基金募集 3.1 億美元。值得注意的是，隨著第一家中國本土產業基金——渤海產業投資基金的獲批，中國產業基金也開始開放。2007 年 9 月新蘇州工業園區產業投資基金獲批。此外，2007 年中國政府還批准了兩家分別由中國國際金融公司和中信證券設立的券商直接投資公司，以及中國第一支房地產信託基金聯信精瑞房地產基金等。隨著本土 PE 投資機構的不斷發展，可預期未來以外資主導的 PE 產業格局將有所改善。2007 年還有 8 支合資的 PE 基金成立，募資金額為 24.8 億美金，佔新募基金總額的 7%，平均募資額為 3.1 億美金。



圖三十、外資、本土與合資基金募資總量季度對比

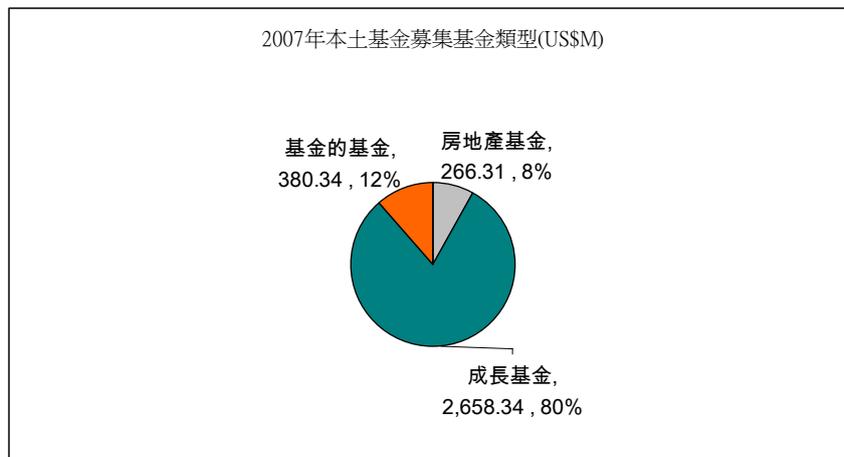
資料來源：清科研究中心

圖三十為外資、本土基金募資情況在 2006 及 2007 兩年每季募資的增長的變化情況。



圖三十一、2007 年外資基金募集基金類型

資料來源：清科研究中心



圖三十二、2007 年本土基金募集基金類型

資料來源：清科研究中心

我們若在細究 2007 年中外資與本土基金在基金策略的結構差異，就不難發現外資與本土 PE 的思考邏輯的差異了。從圖三十一及圖三十二我們可以察覺，以募資金額來看，外資 PE 著重在併購基金、成長基金與房地產基金，分別佔外資募資的 48%、20%、19%。相對於外資 PE，中國本土 PE 的產品差異化程度相對的低，僅有成長基金、基金的基金與房地產基金三種型態，分別佔本土募資總額的 80%、12%、8%。特別值得注意的是，目前中國本土 PE 還是以相似 VC 的模式在運作，最主要是因為中國並無足夠的專業經理人能夠管理併購基金或不良債權基金，這是本土與外資蠻重要的差異點，由此可見，除了政策面對外資 PE 的進入障礙外，本土 PE 的確也面臨人才及經驗不足的進入障礙。

(5) 中國本土基金結構性改變：

但若從另一面看來，中國逐漸地開放社保基金投入 PE 基金，這將給剛剛處於起步階段的人民幣私募股權基金注入一劑強心針，也預計將會快速地拉近與外資 PE 的距離。在 2008 年五月份，中國國務院（State Council）已經批准社保基金投資 PE，投資上限為總資產的 20%，全國社會保障基金理事會（National Council for Social Security Fund）日前已決定將總資產的 10% 投向 PE 基金，截至 2007 年年末，

全國社會保障基金權益 4140 億元人民幣，加上受託管理的行業統籌基金和個人賬戶中央補助資金，基金總資產市值 5162 億元人民幣。以此推算，超過 500 億元人民幣的社保基金將投資於 PE 基金，尤其是中國本土 PE。

在美國、歐洲等私募股權基金發展程度較高的國家和地區，LP 往往是多渠道的，很多機構投資者都是 PE 基金的重要資金來源。根據歐洲創業投資協會 1998 到 2002 年對歐洲股權投資基金募集資金來源的結構分析，銀行類大約占 24%，保險公司大約占 12%，養老基金大約占 22%，基金的基金占 9%。現階段中國不缺流動性，但缺乏成為 LP 的資金，目前在中國人民幣私募股權基金的 LP 大部分都是個人出資者，這部分資金一方面不成規模，另一方面資金來源不夠穩定。而作為 PE 基金的 LP，最基本的要求是能「來去自由」，在有項目可投時資金能夠快速到位。但目前由於資金來源方面的原因，人民幣私募股權基金往往一開始就募集了全部的資金額度，在沒有合適項目時，這部分資金就成了閒置資金，而在有合適項目又存在不能快速募集到資金。建立人民幣 PE 基金頗具吸引力，因為人民幣基金的投資無需經過繁冗的審批，還能涉足國防等境外投資者所無法涉足的行業，是使得中國 PE 產業能夠深化的一個指標性的方向。

第五章 中國私募股權基金的市場行為

第一節 廠商的市場行為

所謂市場行為，就是企業在市場中為了贏得更大的利潤和市場佔有率所採取的策略性行動，主要分為定價行為或非價格行為兩種。定價行為指的就是廠商在該特殊市場結構及產業競爭壓力下，為了生存所採取調整價格的行為，以保持對客戶的吸引力；當然，競爭行為不只是價格戰，也包括與價格較無直接相關的非價格行為，例如研究與創新、設廠投資、產品開發策略與廣告或法律等行為，運用自身所投入的資源，增加差異性並拉大與競爭者的距離。所以企業的市場行為先是受到市場結構的狀態和特徵的制約，但同時企業的市場行為又可以反作用於市場結構，進而影響和改變市場結構的狀態和特徵，並直接影響市場效果。

據清科研究中心統計數據顯示，2003年中國VC占PE投資的百分比是28%，到2006年，VC投資占PE的比例降到了20%。這表明，隨著市場競爭的加劇，基金的獲利率正在不斷下降，企業要求的溢價也越來越高，為避免投資失敗，基金往往更加謹慎地挑選早期項目投資。在這樣的情況下，很多的VC和PE的區分點已經不太明顯了。現階段，中國VC市場已漸漸呈現出一種VC的PE化趨勢，最主要的原因是：在中國迅猛成長的經濟環境下，產生了很多成長性非常高的傳統行業。如果從一個VC的角度來說，投10個項目，成功率只有2個，而PE的成功率是7、8成，但他們的回報率都是數倍的回報。從平衡經濟回報的角度來說，VC所獲得的回報，在PE這個成長期的投資過程中，也可以獲得同樣的回報，但PE持有的期限會更短，因而風險更小。所以，造就了很多VC進入到PE行業中來進行PE類型的投資。

對於PE而言，其市場行為的表現最終是為了要實現其整體的利潤目標，即投

資報酬率，所採取的各種策略行為。而 PE 的市場行為會從其基金的投資策略中表現無遺，以下我們將先針對全球購併活動的情況做相關的討論，再帶到中國 PE 產業中業者的投資策略進行分析。

第二節 全球購併活動概況分析

由於各地各產業中的競爭越來越激烈，全球歷年由於購併所產生的交易金額在最近的五年來其年複合平均成長率（CAGR）高達 29% 之多，其中以 2005 年的年度成長率最為驚人高達 42%。表十二我們可以清楚地看到，從交易總金額來看，2002 年僅 1.2 兆美金，到了 2007 年已經大幅成長到 4.3 兆美金。在所有的購併交易中，從槓桿收購（LBO）的比重的成長，我們也可以清楚的嗅覺到 PE 在這些交易的重要性的提高。LBO 的比重，從 2002 年的 9%，提升到 2006 年的 19% 之多，2007 年小幅下滑至 17%，這是反應次級房貸風暴引發的信用緊縮問題，帶給 PE 在投資活動中較大的壓力。

表十二、全球購併活動總金額

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Deal Value (\$B)	1,200	1,400	1,900	2,700	3,500	4,300
YoY Growth%	N/A	17%	36%	42%	30%	23%
LBO%	9%	10%	13%	11%	19%	17%

資料來源：Thomson Financial, 本研究整理

我們若從各區域的交易比重來看，表十三清楚地顯示各區域在全球購併交易總金額的比重分配情況。2006 年時，美國與歐洲分別以 42% 與 37% 的比重分列第一及第二位；而 2007 年時，美國購併市場卻因次級房貸的問題，急遽從 42% 掉了 9% 來到 33%，首次排到第二名的位置，但最值得一提的是，亞太區域卻從 2006 年的 9% 快速竄升 7% 來到 2007 年的 16%，顯示資金快速從歐美地區移動至亞太地區這個避風港。

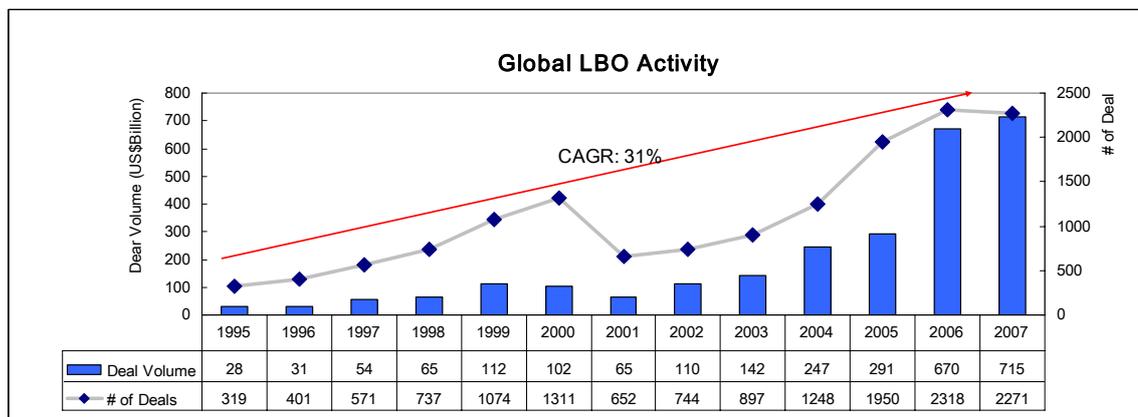
表十三、全球購併活動各區域比重

	2006	2007	diff %
US	42%	33%	-9%
American (excl. US)	7%	7%	0%
Europe	37%	39%	2%
Asia Pacific	9%	16%	7%
Japan	3%	2%	-1%
Africa/Middle East	2%	3%	1%
Total	100%	100%	0%

資料來源：Thomson Financial, 本研究整理

以 PE 為代表性的 LBO 投資交易市場中，從圖三十三我們可以看到從 1995 年至 2007 年這 12 年中，其 CAGR 達 31% 之多；若僅考慮 2002 年至 2007 年的近五年期間，全球 LBO 的交易金額五年的 CAGR 高達 45% 之譜，遠高於購併交易的 29%，再度證明 PE 在全球購併交易中重要地位逐年提升中。

若從平均交易金額來看，全球平均每起 LBO 交易金額從 1995 年的 9,000 萬美金大幅成長到新高數字的 2007 年的 3.1 億美金，若不考慮通貨膨脹或匯率波動等因素，現今的每起交易金額為 12 年前的將近三倍的金額。換算新台幣來看，2007 年的平均每起槓桿收購交易金額約達新台幣 100 億之譜，數字之大令人咋舌！

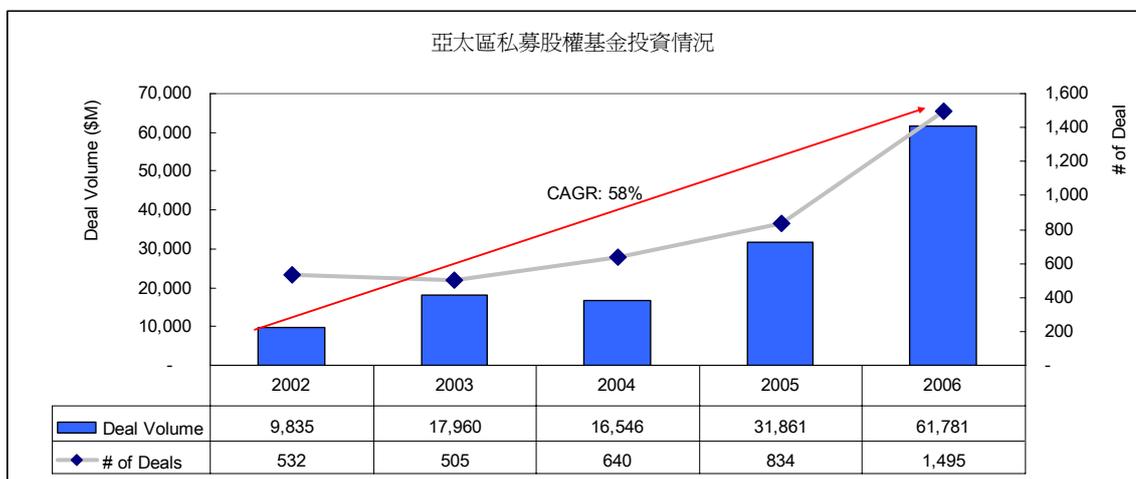


圖三十三、全球 LBO 投資概況

資料來源：Dealogic

把範圍聚焦至亞太地區時，如圖三十四所示，PE 在亞太地區的投資購併活動，

從 2002 年的 9.8 億美金的總交易金額，成長至 2006 年的 617 億美元的水準，其 CAGR 高達 58%，此數字大幅高於全球 LBO 活動的 45%，也證明亞太區確實是 PE 近年所最注重的戰場。另外，亞太區每起平均交易金額從 2002 年的約 1,850 萬美金的金額，也是快速成長至 2006 年的 4,130 萬美元，但若與全球 LBO 的平均交易金額來看是要小許多，這也代表一般 PE 進入新興市場時，一來是這些國家的企業規模平均不大，二來也是考量到風險問題，故藉由化整為零的策略降低每起投資金額以降低相對風險。



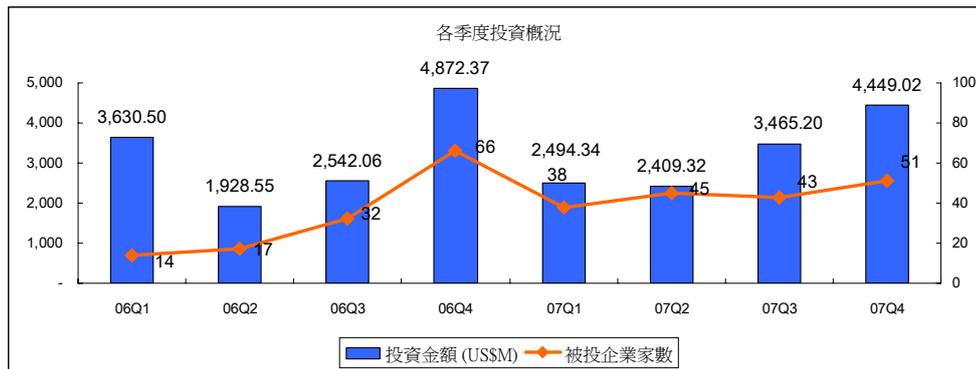
圖三十四、亞太私募股權基金投資概況

資料來源：Asian Venture Capital Journal database

若考慮比重問題，這幾年平均來說，亞太區佔全球 LBO 交易總金額約 9.7% 的比重，佔全球總購併金額僅約 1.2% 之多，從這裡我們也可以瞭解，未來亞太區的確還有相當大的空間可以成長的。

第三節 中國私募股權基金投資策略分析

(1) 中國私募股權基金投資概況：



圖三十五、中國 PE 各季度投資概況

資料來源：清科研究中心

探討過全球與亞太區的投資購併的情況後，值得我們對中國大陸地區在全球市場上相對性的做一個比較。以 2006 年時的比重來看，PE 在中國所完成的交易金額佔全球購併市場僅約 0.4%、佔全球 LBO 市場約 1.9%、佔亞太區 PE 市場卻高達 21% 之多，從這裡的分析我們可以瞭解，現階段亞太區為 PE 的重點區域，而中國大陸更是亞太區域中重點中的重點。

2007 年，PE 在中國大陸的投資仍然十分活躍，若以投資案件來看，全年共有 177 件之多，較 2006 年的 129 件，成長了 37% 之多；但若從投資總額來看，在 2007 年整年度裡 PE 在中國共投資了 128 億美金之多，但相較於 2006 年的 129 億美金反而稍微呈現衰退的現象，可見 2007 年還是某種程度受到次級房貸風暴的影響；由於投資總額幾乎不變，但投資個案數大幅提高，也使得平均每案的投資金額，從 2006 年的 1 億美金降低到 2007 年的 7200 萬美金的水準，這與全球 LBO 在 2006 年的 2.9 億美金與 2007 年的 3.1 億美金相差甚多，但與亞太區 PE 的平均交易金額 4,130 萬美金卻相對地高，從此可知，中國企業的規模相對已發展國家還是小，但與其他亞太區域的企業規模比起來，相對上來得大許多。

中國企業的高成長性和國企改革吸引著黑石、KKR、凱雷和德州太平洋集團這些世界領先的巨型 PE 基金相繼來到中國進行投資。繼 1999 年凱雷集團投資亞商

線上和 2003 年德州太平洋集團 (TPG) 收購深圳發展銀行之後，2007 年，同為國際 PE 投資基金巨頭的黑石和 KKR 也開始在中國的進行首例投資。2007 年 9 月 10 日，黑石集團宣佈將向中國藍星集團投資 6 億美元，占其 20% 的股份。僅隔 7 天，KKR 也正式宣佈完成了對河南天瑞水泥的投資，持有後者 43.2% 左右的股份，投資總額達 1.15 億美元。這類巨型私募股權基金投資中國企業，為企業帶來的不僅是資金，更重要的是能夠利用其豐富的行業經驗和全球資源改善被投資企業的組織架構，提高企業運營，幫助中國企業創造價值。

相較於 2006 年，2007 年對中國 PE 市場相對上來講是較平平穩穩地成長。若從投資總額來看，2006 年與 2007 年表面上確實沒有太大差異，但若細究的話，我們可以發現，2006 年第一季的平均投資金額竟高達約 2.6 億美元之譜，大幅高於這兩年平均 8,000 萬美元的投資金額，這個差異住要是因為在 2006 年 1 月 27 日，高盛投資團的三家投資方與中國工商銀行簽訂入股協議，投資團以 37.8 億美元入股中國工商銀行 10% 股份。其中，高盛集團及其私募股權基金 (Goldman Sachs Group Inc.) 投資 25.8 億美元入股 7%，安聯保險公司 (Allianz AG) 出資 10 億美元入股 2.5%，美國運通公司 (American Express Co.) 出資 2 億美元入股 0.5%，這是 2006 年度中國最大的私募股權投資事件。這個投資團對中國工商銀行 Pre-IPO 形式的為期 3 年的策略投資，這也說明外資 PE 對中國進行大規模投資購併活動正展開了序曲。

此外，2006 年，中國政府先後發佈實施了一系列法規政策，對中國 PE 市場產生重大影響。2006 年 9 月 8 日公佈的《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》規定，外國投資者將可以有限制地對 A 股進行戰略性投資，並在限售期後在二級市場賣出，這也是 2006 年第四季投資件數創新高來到了 66 件之多的主因。中國大量優秀的 A 股上市公司對於外資 PE 基金具有極大的吸引力，這一規定為海外 PE 投資 A 股上市公司掃清了道路，擴大了基金可投資的項目範圍。另外，《關於外

國投資者併購境內企業的規定》主要對外資併購境內企業進行規範，並加強了對涉及外資並購行業龍頭企業或重點行業的監管和審查力度，嚴格限制了境內企業以紅籌方式在海外上市的模式，對海外私募股權基金在中國的併購投資和今後海外上市退出活動都將造成了一定障礙。這兩個法令，很清楚瞭解執政當局想開放外資的投資，但又想企業留在境內上市的企圖心。

由於中國 PE 投資領域屬於新興市場，在這一產業，外資一直扮演著主導者的角色。過去大部分海外私募股權基金僅在香港或環中國周邊地區設立總部或辦公室，作為其投資中國大陸的灘頭堡。然而，在近幾年特別是 2006 年，多家海外私募基金直接在中國大陸設立常駐辦公室。據清科研究中心統計，截止 2006 年底，有 29 家私募股權基金將辦公室設立在北京；23 家私募股權基金在上海設立辦公室，深圳有 2 家。由此可見全球正全力加強對中國大陸本土化的程度，並虎視眈眈地注視著中國大陸這塊巨大的市場。

(2) 中國私募股權基金投資行業分佈分析：

從投資行業的分佈狀況，最能反應現今中國市場的產業結構，並解讀 PE 在中國市場所採取的投資策略。表十四與十五顯示 2006 與 2007 兩年，PE 在各種不同行業的投資概況。

表十四、2006 年中國私募股權投資行業分佈

行業（一級） ²¹	案例數	比例	投資金額 (US\$M)	比例	平均投資額 (US\$M)
傳統行業	67	55.4%	6,197.50	47.8%	92.50
服務業	22	18.2%	4,982.00	38.4%	226.45
廣義 IT	15	12.4%	292.58	2.3%	19.51
生技/健康	7	5.8%	1,171.78	9.0%	167.40
其他高科技	10	8.3%	329.63	2.5%	32.96

²¹ 清科研究中心行業定義請參見附錄二

行業（一級） ²¹	案例數	比例	投資金額 (US\$M)	比例	平均投資額 (US\$M)
總計	121	100.0%	12,973.48	100.0%	107.22

資料來源：清科研究中心

不論從投資金額或投資案件數來看，傳統行業一直是 PE 在中國市場最青睞的投資行業，顯示在中國的大型且較成熟的企業大都落在傳統產業中，這當然也是因為中國現階段，傳統行業擁有較其他行業較穩定的現金流量產生能力及較成熟的管理能力。以金額比例來看，傳統行業從 2006 年的 48.5% 擴大到至 2007 年的 65%，再度確認其地位。服務業與廣義 IT 行業，在 2006 及 2007 兩年也較戲劇性的變化，在 2006 年時，因為有中國工商銀行等的大型投資案，使得 2006 年時服務業的金額比重高達 38.9%，平均每案金額也高達 2.26 億美金，而當年廣義 IT 僅佔 2.3%；到了 2007 年時，PE 大幅佈局廣義 IT 行業，投資金額較 2006 年成長了將近六倍之多，來到將近 20 億美元的投資總額，比重也拉升至 15.4% 取代服務業成為 PE 投資中國第二大行業。

表十五、2007 年中國私募股權投資行業分佈

行業（一級）	案例數	比例	投資金額 (US\$M)	比例	平均投資額 (US\$M)
傳統行業	88	49.7%	8,328.70	65.0%	94.64
服務業	38	21.5%	1,353.46	10.6%	35.62
廣義 IT	23	13.0%	1,978.98	15.4%	86.04
生技/健康	19	10.7%	659.17	5.1%	34.69
其他高科技	9	5.1%	497.58	3.9%	55.29
總計	177	100.0%	12,817.89	100.0%	72.42

資料來源：清科研究中心

若與整體亞太區投資行業來比較的話，我們可以從表十六看出，以金額來看的話，PE 在亞太地區投資的最主要行業為服務業，比重高達 44.3%，傳統行業與廣義 IT 擁有幾近相同的重要地位，惟廣義 IT 的平均投資金額較傳統行業來得小。

表十六、2006 年亞太區私募股權投資行業分佈

行業（一級）	案例數	比例	投資金額 (US\$M)	比例	平均投資額 (US\$M)
傳統行業	468	31.3%	14,666.00	23.7%	31.34
服務業	392	26.2%	27,346.00	44.3%	69.76
廣義 IT	501	33.5%	14,373.00	23.3%	28.69
生技/健康	134	9.0%	5,396.00	8.7%	40.27
其他高科技	0	0.0%	0	0.0%	N/A
總計	1,495	100.0%	61,781.00	100.0%	41.33

資料來源：Asian Venture Capital Journal database, 本研究整理

表十七至十九，表達 2007 年 PE 在中國最熱門的三種投資行業的細究，即對傳統行業、服務業及廣義 IT 等再更進一步分析個別二級行業的投資情況，我們將對 PE 的投資策略有更進一步的認識。

從表十七我們可以看到，將近五成的投資金額分配至中國大陸的房地產市場，且平均投資金額亦高達 1.16 億美金之多，房地產市場可以說是 PE 在中國重點中的重點投資領域了，多家房地產企業，如上海中凱、永新城、恆大集團、遠洋地產等均獲得私募股權的投資，中國房地產行業獲得如此多的資本青睞，是緣於 2006 至 2007 年中國房地產市場的蓬勃發展和房價的一路飆升所致；其次在化工、食品及材料分列投資金額的第二、三及四名，而化工領域的高投資額是因為黑石集團投資藍星集團 6 億美金所致。而物流行業以平均 2.1 億美元的投資金額在傳統行業的平均投資金額中名列第一。

表十七、2007 年傳統行業投資分佈

行業（二級）	案例數	比例	投資金額 (US\$M)	比例	平均投資額 (US\$M)
衣業	4	4.5%	55.00	0.7%	13.75
礦產	1	1.1%	16.00	0.2%	16.00
日常用品	5	5.7%	157.50	1.9%	31.50
其他	3	3.4%	165.00	2.0%	55.00
材料	9	10.2%	518.50	6.2%	57.61

行業（二級）	案例數	比例	投資金額 (US\$M)	比例	平均投資額 (US\$M)
傳統能源	5	5.7%	318.37	3.8%	63.67
食品與飲料	8	9.1%	528.95	6.4%	66.12
房地產	34	38.6%	3,958.69	47.5%	116.43
機械製造	6	6.8%	706.66	8.5%	117.78
工程	5	5.7%	627.75	7.5%	125.55
化工	6	6.8%	855.28	10.3%	142.55
物流	2	2.3%	421.00	5.1%	210.50
合計	88	100.0%	8,328.70	100.0%	94.64

資料來源：清科研究中心

在服務業中，2007 年分別以零售、金融、酒店及媒體分佔第一至第四名；另外，諮詢與酒店領域的交易以美金 1 億及 8,167 萬元，在平均交易金額分佔第一及第二。

表十八、2007 年服務業投資分佈

行業（二級）	案例數	比例	投資金額 (US\$M)	比例	平均投資額 (US\$M)
餐飲	2	5.3%	34.12	2.5%	17.06
娛樂	1	2.6%	25.00	1.8%	25.00
媒體	9	23.7%	226.79	16.8%	25.20
廣告	2	5.3%	60.00	4.4%	30.00
教育	5	13.2%	153.20	11.3%	30.64
金融	8	21.1%	253.62	18.7%	31.70
零售	7	18.4%	255.73	18.9%	36.53
酒店	3	7.9%	245.00	18.1%	81.67
諮詢	1	2.6%	100.00	7.4%	100.00
合計	38	100.0%	1,353.46	100.0%	35.62

資料來源：清科研究中心

表十九呈現廣義 IT 行業細分之投資情況，互聯網以壓倒性超過半數的 53%，在投資金額比例獨佔頭熬，而半導體則以 31.1% 名列第二，但半導體以超過 3 億美元的平均投資金額領先互聯網的 1.74 億美元名列第一。若以投資案件數來看，則

廣義 IT 行業中，互聯網、IT 服務、通信/電信及軟體則分別在 17~26% 之間，差距不大相當均衡。

表十九、2007 年廣義 IT 投資分佈

行業 (二級)	案例數	比例	投資金額 (US\$M)	比例	平均投資額 (US\$M)
IT 服務	5	21.7%	82.50	4.2%	16.50
通信/電信	4	17.4%	72.60	3.7%	18.15
廣電	1	4.3%	20.00	1.0%	20.00
軟件	4	17.4%	100.88	5.1%	25.22
光電	1	4.3%	40.00	2.0%	40.00
互聯網	6	26.1%	1,048.00	53.0%	174.67
半導體	2	8.7%	615.00	31.1%	307.50
合計	23	100.0%	1,978.98	100.0%	86.04

資料來源：清科研究中心

在行業的投資分佈分析的最後，表二十是以投資金額規模與各行業投資案件數作交叉分析後的分析。我們可以看到，傳統行業的投資規模平均分佈在 \$20M~50M、\$50M~100M 及 \$100M~1,000M 之間，分別的案件數各為 29、23 及 21 件；另外，在服務業中，則以 \$20M~50M 的 15 個投資案，為最常見的投資金額範圍；廣義 IT 中，則以 \$10M~20M 的範圍最常見；若整體來看，則落在 \$20M~50M 的投資金額範圍，是 PE 在中國投資最常見的投資規模。

表二十、2007 年各行業投資案例數按投資規模分佈

投資金額規模	傳統行業	服務業	廣義 IT	其他高科技	生技/健康	合計
<= US\$10M	3	3	2	1	0	9
US\$10M - 20M	9	9	12	2	7	39
US\$20M - 50M	29	15	5	1	7	57
US\$50M - 100M	23	6	0	4	2	35
US\$100M - 1,000M	21	1	2	1	2	27
合計	85	34	21	9	18	167

資料來源：清科研究中心

(3) 中國私募股權基金投資區域分佈分析：

2007 年 PE 中國的 21 個區域進行投資，從表二十一我們可以一窺究竟。PE 在上海、廣東、北京及浙江等中國經濟發達省市的投資金額總合已超過總額的 70% 了，分別為 21.8%、17.6%、15.9% 及 15.4%，集中度相當高，可以說是超級戰區，其中上海市的企業如中芯國際、太平洋保險、紅星美凱等企業都獲得了數億美金的投資，使得上海區域的投資總額站上第一，北京則有藍星集團、神州數碼、SOHO 等企業獲得投資；另外，若以平均投資金額來看，浙江與廣東則以 2.59 與 1.38 億美金，分居一、二名，主要原因是新加坡騰飛集團投資杭州杭新投資管理公司 4.66 億美元，使得浙江的平均投資金額衝到第一。

表二十一、2007 年 PE 投資區域分佈

區域	案例數	比例	投資金額 (US\$M)	比例	平均投資額 (US\$M)
上海	37	23.6%	2,577.21	21.8%	69.65
廣東	15	9.6%	2,081.37	17.6%	138.76
北京	36	22.9%	1,882.36	15.9%	52.29
浙江	7	4.5%	1,816.45	15.4%	259.49
江蘇	10	6.4%	814.00	6.9%	81.40
天津	5	3.2%	326.34	2.8%	65.27
湖北	5	3.2%	317.20	2.7%	63.44
遼寧	4	2.5%	303.86	2.6%	75.97
山東	6	3.8%	295.37	2.5%	49.23
河北	4	2.5%	269.13	2.3%	67.28
湖南	3	1.9%	260.00	2.2%	86.67
深圳	7	4.5%	235.53	2.0%	33.65
四川	5	3.2%	209.37	1.8%	41.87
河南	3	1.9%	195.00	1.6%	65.00
福建	3	1.9%	59.00	0.5%	19.67
江西	2	1.3%	56.00	0.5%	28.00
廣西	1	0.6%	50.00	0.4%	50.00

區域	案例數	比例	投資金額 (US\$M)	比例	平均投資額 (US\$M)
山西	1	0.6%	35.95	0.3%	35.95
陝西	1	0.6%	25.00	0.2%	25.00
雲南	1	0.6%	15.00	0.1%	15.00
海南	1	0.6%	5.00	0.0%	5.00
未揭露	20	12.7%	988.74	8.4%	49.44
總計	157	100.0%	11,829.14	100.0%	75.34

資料來源：清科研究中心

(4)中國私募股權基金投資策略分析：

若從 PE 的基金策略角度來剖析，表二十二及二十三呈現的則分別是 2006 及 2007 兩年的數字。這兩年的投資策略分類略有不同，清科研究中心在 2007 年時則多出了夾層資本及重振資本兩類的分類，雖然比重不高，但可以顯現中國的 PE 產業，持續朝產品多元化的趨勢發展中。成長資本基金的投資，以案件數及投資金額來看，都是居於第一位，成為中國最盛行的基金策略。

表二十二、2006 年不同投資策略投資分佈

投資策略	案件數	比例	投資金額 (US\$M)	比例	平均投資額 (US\$M)
成長資本	67	51.9%	2943.61	22.7%	43.93
PIPE	15	11.6%	2560.09	19.7%	170.67
過橋資金	8	6.2%	3082.47	23.8%	385.31
不動產項目	23	17.8%	1777.63	13.7%	77.29
收購	16	12.4%	2609.68	20.1%	163.11
合計	129	100.0%	12,973.48	100.0%	100.57

資料來源：清科研究中心

2006 年以過橋資金基金的 3.85 億美金的平均投資金額領先群雄，2007 年則以重振資本基金的 6 億美金位居第一，收購基金的 2.12 億美元位居第二。

表二十三、2007 年不同投資策略投資分佈

投資策略	案件數	比例	投資金額 (US\$M)	比例	平均投資額 (US\$M)
成長資本	94	53.1%	2900.58	22.6%	30.86
PIPE	22	12.4%	2082.95	16.3%	94.68
過橋資金	22	12.4%	2115.43	16.5%	96.16
不動產項目	19	10.7%	2147.45	16.8%	113.02
收購	10	5.6%	2128.67	16.6%	212.87
夾層資本	9	5.1%	842.80	6.6%	93.64
重振資本	1	0.6%	600.00	4.7%	600.00
合計	177	100.0%	12817.88	100.0%	72.42

資料來源：清科研究中心

以投資金額來看，傳統行業在任何的基金策略的投資都位居第一，在各行業中扮演最重要的角色。若撇開傳統行業不談，服務業則以成長資本與過橋資本佔的比重最重；廣義 IT 則以收購與 PIPE 基金投資最為盛行。

表二十四、2007 年投資策略與行業交叉分析（按投資金額, US\$M）

投資策略	傳統行業	服務業	廣義 IT	生技/健康	其他高科技	合計
成長資本	50.8%	23.1%	9.4%	9.6%	7.2%	100.0%
PIPE	73.2%	1.8%	20.5%	3.7%	0.9%	100.0%
過橋資金	64.8%	22.5%	2.4%	0.0%	10.3%	100.0%
不動產項目	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
收購	41.2%	4.2%	49.1%	5.4%	0.0%	100.0%
夾層資本	61.9%	11.1%	1.6%	18.4%	7.0%	100.0%
重振資本	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
合計	65.0%	10.6%	15.4%	5.1%	3.9%	100.0%

資料來源：清科研究中心

以投資案件數來看，除了夾層資本以生技/健康行業為最主要的投資行業外，其餘都還是以傳統行業為最主要的投資領域。

圖二十五、2007 年投資策略與行業交叉分析（按投資案件，個）

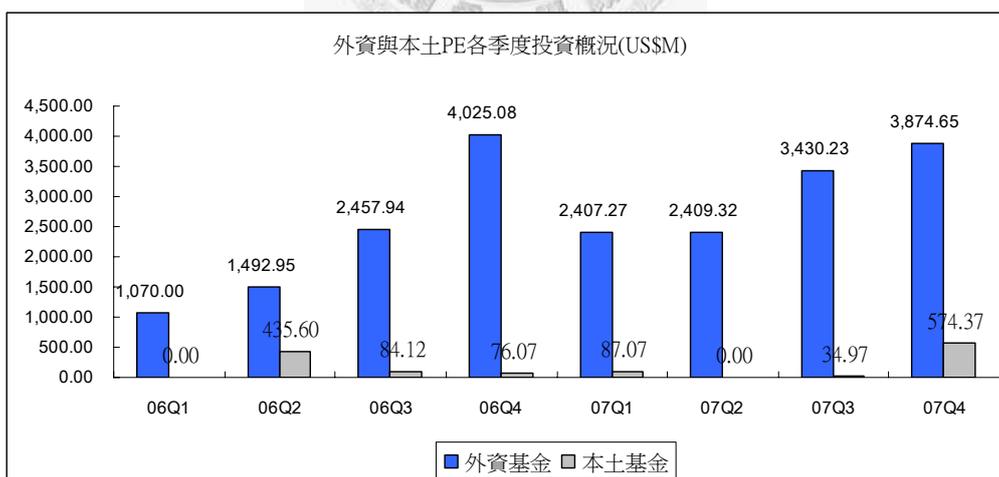
投資策略	傳統行業	服務業	廣義 IT	生技/健康	其他高科技	合計

投資策略	傳統行業	服務業	廣義 IT	生技/健康	其他高科技	合計
成長資本	36.6%	26.9%	18.3%	12.9%	5.4%	100.0%
PIPE	79.2%	8.3%	4.2%	4.2%	4.2%	100.0%
過橋資金	56.7%	30.0%	6.7%	0.0%	6.7%	100.0%
不動產項目	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
收購	60.0%	10.0%	20.0%	10.0%	0.0%	100.0%
夾層資本	20.0%	10.0%	10.0%	50.0%	10.0%	100.0%
重振資本	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
合計	49.7%	21.5%	13.0%	10.7%	5.1%	100.0%

資料來源：清科研究中心

(5)本土和外資私募股權基金投資狀況比較分析：

比較中國本土及外資 PE 的投資行為，應是此章節的重點之一，圖三十六顯示外資與本土 PE 在各季度投資的概況。中國本土 PE 在 2006 年的第二季與 2007 年的第四季，分別有 4.35 與 5.74 億美元的較大幅度的投資金額，從此之外尚難見到本土基金的投資。



圖三十六、外資與本土 PE 各季度投資概況(US\$M)

資料來源：清科研究中心

從表二十六我們可以知道，總計超過 20 億美金的外資 PE 基金，分別為成長資本、收購基金與 PIPE 三種基金；而本土 PE 則以過橋資金與不動產項目兩者為

最重要的基金策略投資。

表二十六、2007年本土與外資基金投資策略對比(US\$M)

	外資基金	本土基金	合計
成長資本	2,822.48	78.10	2,900.58
PIPE	2,018.12	64.83	2,082.95
過橋資金	1,710.43	405.00	2,115.43
不動產項目	1,998.97	148.48	2,147.45
收購	2,128.67	0.00	2,128.67
夾層資本	842.80	0.00	842.80
重振資本	600.00	0.00	600.00
合計	12,121.47	696.41	12,817.88

資料來源：清科研究中心

若拿行業投資的差異性來比較本土及外資 PE 的話，表二十六顯示，外資基金以傳統行業及廣義 IT 為最主要的投資行業，而本土 PE 的行業投資僅以傳統行業及服務業為主，其餘並沒有太多琢磨，顯示本土 PE 在產品多元性方面，還是與外資 PE 有相當大的差距。

表二十七、2007年本土與外資基金行業投資對比(US\$M)

行業（一級）	外資基金	本土基金	合計
傳統行業	7,889.05	439.65	8,328.70
服務業	1,096.70	256.78	1,353.48
廣義 IT	1,978.98	0.00	1,978.98
生技/健康	659.17	0.00	659.17
其他高科技	497.58	0.00	497.58
總計	12,121.48	696.43	12,817.91

資料來源：清科研究中心

若對傳統行業在做細分，外資 PE 還是以房地產為最主要的投資領域，其餘在化工、工程、食品與飲料、機械製造等都有均衡的投資分佈；本土 PE 在總共 9 項的二級行業中，只對其中機械製造、房地產、食品與飲料及工程等四項有涉略，再次證明本土 PE 產品不夠多元化，但這也因為本土 PE 資金與經驗亦不足。

表二十八、2007年本土與外資基金投資傳統行業對比(US\$M)

行業（二級）	外資基金	本土基金	合計
房地產	3,810.21	148.48	3,958.69
化工	855.28	0.00	855.28
機械製造	506.66	200.00	706.66
工程	614.68	13.07	627.75
食品與飲料	528.95	0.00	528.95
材料	440.40	78.10	518.50
傳統能源	318.37	0.00	318.37
衣業	55.00	0.00	55.00
礦產	16.00	0.00	16.00
合計	7,145.55	439.65	7,585.20

資料來源：清科研究中心

第四節 中國私募股權基金定價行為分析

盡職調查（due diligence）是投資評價（valuation）的基礎，但也是PE在中國投資交易中特別困難的一環，這是因為中國特殊的社會、經濟和法律環境下所造成的。由於中國企業在公司治理部分較薄弱，除了本身會計制度又不健全外，其實中國企業其股權或資產所有權登記之公信力尚未完全建立，所以在每個交易中，投資方都需進行全面的查核，以免交易後期才發現新的出人意料的股權所有人。除此之外的盡職調查還需包括關聯企業交易、職工福利、財務報告、知識產權、土地使用權及稅收等部分，但往往這些查核是不可行的，也就是說你得到的答案未必真的是答案的，所以投資方通常會要求中國企業賣方在合同中提供明確的聲明與保證，並在合同中扣留部分對價的價金作為擔保，以避免日後發生與事實不符的情況時，卻求償無門。因此每個交易往往都會花上比在歐美等先進國家更久的時間和精力來進行盡職調查與談判。

由於定價是整個投資過程中一項非常重要的工作，它直接關係到PE和賣方企業雙方未來的收益分配。一般國外的PE以預期回報率為基礎，採用較為科學的現

金流量折現法。但 PE 在中國的交易，由於其盡職調查有其困難度，主要的定價還是靠交易雙方商議決定，一般財務的估算模型僅供為參考之用。另外，通常 PE 會先與賣方簽訂獨家（exclusive）的意向書，也就是在同一個時間不能再與第二家以上的投資方洽談，所以一般來講在同一個案子上，交易價格上的競爭並不突出。反而是若市場上發生有較高的溢價交易不斷發生的話，會養壞賣方的胃口，當然帶來的就是堆高賣方的開價。

第五節 中國私募股權基金的非價格行為分析

企業在市場中的競爭行為除了漲價和降價的價格行為外，還有以產品品質、成本、服務和銷售及併購等行為的非價格行為。非價格行為是企業競爭的另一種手段，主要指產品的差異化，通過創造產品的差異性，來減少產品的可替代性，從而增加收益，擴大市場佔有率。不論本土或外資 PE 基金一般都在尋找的具備以下特點的投資標的：(1) 會計處理正常及透明化 (2) 有穩定的業務提供充足的未來的現金流量 (3) 經營階層有一定水準 (4) 可發展新事業模式 (5) 有全球佈局可塑性等。但若從外資或本土 PE 基金的不同角度來各自分析的話，我們可以看得出來各自具備相對的優缺點。這是因為中國態度正在轉變當中，從以前渴望被投資轉變為開始購買國際名牌企業，要跟中國合作除了錢以外，還要看你能給中國帶來什麼？

以前外資 PE 基金靠著境外控股公司遙控操作於中國之投資案，雖然他們具備充沛的資金與卓越的專業經驗，但因地緣化關係一直很難切進中國市場。又因法令逐漸開放再加上中國市場的誘人商機，驅使外資 PE 基金業者考慮本土化策略，陸續有多家外資在中國境內設立據點，並採取雇用當地人以夷治夷的策略，例如黑石集團除接受中國外匯投資公司之鉅額投資外，並聘用前香港財政司司長梁錦松為其在中國之負責人。另外，以往外資 PE 於中國之外的海外市場募集資金，往往在投資中國時，除要考慮匯差的問題，也不能接受到中國民間充沛之資金資源，故接續

中國於 2006 年底成立的以政府為主的渤海產業投資基金並以人民幣為募資之基礎後，已有許多外資考慮在突破法令限制後，於中國募集人民幣之私募基金。

當然，本土 PE 雖然在專業經驗方面遜於外資 PE，但他們也具備著外資 PE 無法取代的特質，例如：(1) 本土 PE 通常與中國當地政府關係良好，清楚瞭解整個交易流程與重要的關卡 (2) 較有管道瞭解最新政策變化的資訊不對稱優勢，並且瞭解政策之底線，能迅速反應並採取行動提前佈局卡位 (3) 本土 PE 相對上在中國知名度較高，也因為文化相同，較易取得標的公司經營團隊之信任。因為本土 PE 相對上有以上幾點的優勢，他們通常會以國有企業為主要標的，因為國有企業的交易更能明顯地發揮他們的優點。因為外資 PE 瞭解到本身的不足處，所以許多外資 PE 也急於與本土 PE 合資，以創造一個可以互相互補搭配 (leverage) 的綜合體。表二十九為外資 PE 與中國本土 PE 的優劣勢比較：

表二十九、外資 PE 與中國本土 PE 的優劣勢比較

項 目	外資 PE	中國本土 PE
管理經驗	高	低
海外上市影響力	高	低
人才儲備	高	低
企業融資成本	高	低
資金實力	高	低
中國政府關係	低	高
中國國情熟悉度	低	高
在中國的知名度	低	高
本土案源開發能力	低	高
本土上市影響力	低	高

資料來源：本研究

第六章 中國私募股權基金產業的市場績效

第一節 產業的市場績效

市場績效是指企業在一定的市場結構下，通過一定的市場行為所產生的價格、產量、成本、利潤、品質以及在技術進步等方面的最終經濟成果。市場績效是市場結構和市場行為共同作用的結果，它反映了市場運行的效率和資源配置的情況。產業組織理論對市場績效的研究主要在兩個方面：(1)對市場績效進行描述和評價，主要通過資源配置效率、產業的規模結構效率、技術進步等方面，直接或者間接地描述和評價市場績效的基本情況。(2)透過研究市場績效與市場結構、市場行為三者之間的關係，可以對市場績效作出合理的解釋。市場績效的衡量指標有很多，常用的有利潤率指標、勒納指數、貝恩指數、托賓 Q 值等。

若要瞭解 PE 的績效前，我們首先先要來剖析 PE 的現金流量，一般若從基金管理人即 GP 的角度來看，會有三種主要的現金流量：(1) 投資性的現金流出與退出性的現金流入，即指 PE 基金投向被投資企業的資金和被投資企業因為上市或出售股權而返回給 PE 基金的現金 (2) 年度管理費，基金管理人收取每年約 2~3% 的管理費 (3) 利息性現金流入，即基金管理人沒有發現合適的投資項目時，募集資金帶來的利息收入。

另外，若從 LP 即 PE 基金的投資人的角度來看，將有四種情況：(1) LP 將資金投到基金帳上，GP 沒有發現合適的項目，所以將資金返回給 LP 加上相對的佔用資金的利息 (2) LP 將資金投到基金帳上，GP 投資的被投資企業經營失敗，所發生的資金損失 (3) LP 將資金投到基金帳上，GP 投資的被投資企業上市或轉讓出售，GP 將獲得的資金返回 LP (4) LP 將資金投到基金帳上，GP 投資的被投資企業

一直佔有資金，GP 無法將持有的股份變現，只好將股份返還給 LP。而這四種情形中，GP 都會收取相對應的管理費。

第二節 私募股權基金的績效評估

一般 PE 與 VC 大多採用內部報酬率（IRR，Internal Rate of Return）的高低來表示他們所管理的基金的績效，但由於大部分的 PE 基金規模頗大，在基金確定募集結束後，GP 並不會馬上要求 LP 將所承諾的資金一次性匯入，而是等到 GP 認為真正有投資機會時，才會對 LP 做所謂的資金召喚（capital call），就如同我們在第二章時所提及的一樣；另外，在基金的生命週期中，GP 也會視情況將投資所帶來的成果照比例分配回 LP。因為在 PE 基金的存續期間，不斷有 capital call 及 distribution 的動作，若單純以 IRR 來計算，就無法瞭解基金的真正績效的位階（position），本研究以知名 PE 產業研究單位 Private Equity Intelligence 在 2008 年出版的”The 2007 Private Equity Performance Monitor”報告為基礎，來闡述一般 PE 的績效真正是如何來評鑑的。表三十即為 PEI 報告中的一個樣本：

表三十、私募股權基金績效評鑑案例

General Venture Partners						
Fund	Size (mn)	Called (%)	Distributed (%)	Value (%)	Multiple (X)	Net IRR (%)
Fund I	1750 USD	100.0	22.5	23.1	0.46	-20.2
Fund II	5000 USD	92.5	2.6	20.2	0.23	-29.7
Fund III	8000 USD	48.0	18.8	82.1	1.01	0.6

資料來源：整理至 The 2007 Private Equity Performance Monitor, Private Equity Intelligence

通常一個 GP 會同時管理一個以上的基金，且會在目前基金資金快用完前，再繼續募集下一個基金，以延續此 GP 的業務能量。其中 Called (%)代表該基金到目前為止，對 LP 所承諾投資的基金總額部分，已經執行 capital call 的百分比，以 Fund

III 為例，48.0%代表如 LP 承諾了 100 萬美金總額的資金，執行了 48 萬美金額度的 capital call；此外，Distributed (%)則代表截至目前為止所做的 capital call 中，多少百分比是已經分配給 LP，例如：若 Fund III 已經分配總共 9 萬美金給 LP，則 $\text{Distributed (\%)} = 9 \text{ 萬} / 48 \text{ 萬} = 18.8\%$ ；Value (%)表示截至目前為止所做的 capital call 中，多少百分比是尚未處分變現的投資部位的價值，例如：以 Fund III 來看，假設尚未處分變現的投資部位的價值為 39.4 萬美金，則 $\text{Value (\%)} = 39.4 \text{ 萬} / 48 \text{ 萬} = 82.1\%$ ；另外，Fund III 的 Multiple (價值倍數) 則等於 $\text{Distributed (\%)} + \text{Value (\%)} = 18.8\% + 82.1\% = 1.01$ ，即表示以 LP 的角度來看，Distributed (%)代表他們過去已取回的報酬，而 Value (%)則表示此基金的投資組合中未來若處分變現後的價值，而這兩個數字相加即等於此基金過去所得的報酬倍數加上未來潛在的變現價值，最後得出 Multiple 即代表此基金目前所處於的價值倍數，當然越高越好；最後，Net IRR 則為到目前為止，該基金 LP 所賺取的內部報酬率，此部分將 Distributed (%)與 Value (%)一併納入計算。

第三節 美國私募股權基金產業的績效分析

根據美國知名研究機構 Thomson Venture Economics 的最新資料顯示，截至 2007 年 12 月 31 日止各式基金類型與上市公司在不同持股期間其相對應的 IRR 的比較。例如：以創投基金來看，Later Stage 的創投在剛開始前一年的期間 IRR 高達 29.9%，遠高於 Early/Seed 創投基金，但時間若一拉長，Early/Seed 基金到了 10 年及 20 年時，其績效就遠高於 Later Stage 的創投基金。我們從表三一也可以看到，All PE 基金的績效與 Later Stage 的創投基金的績效相仿。另外，我們可以清楚發現，不管是創投基金、收購基金或全體私募股權基金在各階段的報酬率都較 NASDAQ 與 S&P 500 的上市公司表示來得好很多。再者，本研究為了要與中國 PE 市場最相對應的比較，特將 All PE 的內部報酬率根據其基金期間做相對應的換算而得其回

報倍數，在美國的 PE 市場回報率一年與三年期間的僅 0.253 倍及 0.44 倍回報，皆小於一倍，時間若再拉長一點，五、十及二十年期間的 PE，其回報倍數分別為 3.16、1.79 及 12.04 倍。

表三一、US Private Equity Performance Index (PEPI)²²
Investment Horizon Performance through 12.31.2007

基金型態	1 年	3 年	5 年	10 年	20 年
Early/Seed	11.4	4.6	4.2	35.4	20.9
Later Stage	29.9	12.0	10.5	9.2	14.3
All Ventures	20.4	9.5	8.6	18.3	16.7
Medium	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Large	25.4	11.4	15.0	7.9	12.8
All Buyouts	27.9	14.9	14.3	8.3	12.8
All PE 內部報酬率	25.3	13.0	13.3	10.8	13.7
All PE 回報倍數²³	0.253	0.44	3.16	1.79	12.04
NASDAQ	10.7	7.7	15.5	5.9	11.8
S&P 500	5.5	8.6	12.8	5.9	11.8

資料來源：Thomson Venture Economics / NVCA, Stylus，本研究整理

我們再針對美國 PE 其退出方式作一分析，根據表三二我們可以看見，對於這些有收購基金介入的企業，若以其融資或交易金額來看，M&A 為美國較主要的退出方式。關於以 IPO 作為退出方式在 2006 年的總融資金額來到了新高的 174 億美金，但基於次級房貸的因素，2007 年大幅下降至 96 億美金降幅 45%。

²² 美國 PEPI (Private Equity Performance Index, 私募基金績效指數)是根據 Thomson Venture Economics 最新的季度資料庫，針對超過 1,860 家總資產超過美金 6,780 億美金的美國創投及私募股權基金的現金流量及報酬率統計之下分析而來的。這些報酬率的計算方式已經先將所需的管理費用 (management fee) 及投資利得 (carried interest) 扣除掉的淨報酬率。有關這些收購基金的規模定義如下：小型(small)：\$0-\$250M，中型(medium)：\$250M-\$500M，大型(large)：\$500M-\$1,000M，超大型(mega)：\$1,000M 以上。

²³ 此回報倍數為本研究根據其基金年限及其相對的內部報酬率換算而得。

表三二、US Buyout Exit Analysis

年份	# of Buyout-backed IPO's	Offer Amt. (\$MM)	# of Buyout-backed M&A	Deal Value (\$MM)
2003	22	5,038	37	8,572
2004	58	11,407	34	8,975
2005	67	15,764	98	22,736
2006	55	17,451	132	26,224
2007	40	9,627	100	20,032
2Q07	10	2,123	17	2,229
3Q07	14	3,344	33	6,939
4Q07	10	2,593	33	7,544
1Q08	3	267	25	3,558

資料來源：Thomson Venture Economics

第四節 中國私募股權基金產業的績效分析

同樣的情況，由於中國在 PE 的發展甚晚，截至目前為止尚無針對中國有關的 PE 的投資績效做一個完整性的研究的機構，所以本研究使用 IPO 的實績來反應中國 PE 的相對績效。

(1)中國私募股權基金退出方式分析：

即使企業正處於上市掛牌的階段，由於 PE 的介入使之私有化後，不論中外藉由 IPO 或再度掛牌上市，都是 PE 退出最常見的方式了。表三三顯示中國 PE 在 2006 及 2007 退出方式的統計，我們可以看出來 IPO 在這兩年中還是佔了絕對領先的地位，有約 85% 的 PE 所投資的企業，最後藉由 IPO 的方式退出，筆數也由於 PE 的蓬勃發展而有高幅度的成長；另外 PE 退出的方式還有上市後減持（經過上市禁售期後出售部分持股）、股權轉讓（財務投資者將股份轉讓給財務投資者）與 M&A（財務投資者將股份轉讓給策略投資者）等方式，但比重相對來的小很多。

表三十三、中國私募股權基金退出方式統計

退出方式	2006		2007		2007 YoY 成長率
	筆數	比例	筆數	比例	
IPO	46	85%	79	84%	72%
上市後減持	4	7%	9	10%	125%
股權轉讓	3	6%	5	5%	67%
M&A	1	2%	1	1%	0%
合計	54	100%	94	100%	74%

資料來源：清科研究中心，本研究整理

再者，若再繼續分析外資基金與本土基金在退出方式的差異性的話，從表三四我們也可以看出來，兩者還是以 IPO 退出方式為主，但外資基金在退出方式的多元化較本土基金突出，這代表著外資 PE 不但在投資策略較本土 PE 靈活，在安排被投資企業的退出管道也較本土 PE 來得多元與靈活，主要的原因也是因為外資 PE 藉由它們長期在此市場，累積足夠的經驗與觸角。

表三十四、2007 年中國外資與本土基金退出方式（筆數）

	IPO	上市後減持	股權轉讓	M&A	合計
外資基金	66	8	5	1	80
本土基金	13	1	0	0	14
合計	79	9	5	1	94

資料來源：清科研究中心

從另一個角度來剖析外資與本土 PE 在退出方式的差異性，從表三五上市地點的比較看來，兩者在 2007 年時都以深圳中小板為其退出的主要地點。

表三十五、2007 年外資與本土基金退出方式上市地點比較（筆數）

	香港主板	新加坡 主板	NYSE	NASDAQ	上海證券 交易所	深圳 中小板
外資基金	20	15	15	8	8	66
本土基金	1	3	1	2	0	7
合計	21	18	16	10	8	73

資料來源：清科研究中心

(2)中國企業海內外上市融資情況分析：

近年來，國際交易所在中國的搶佔運動日趨白熱化，各交易所無不使出混身解數不斷地對中國企業拋出媚眼。紐約證券交易所、倫敦證券交易所、納斯達克股票市場公司、東京證券交易所等八大世界著名交易所來，前仆後繼地前來中國推介自家優勢來吸引中國企業到其證交所上市。

表三六明列了近三年中國企業在海外八大市場上市的情況，從海外市場總融資金額來看，2006年較2005年成長了115%之多金額達439億美元之多，但由於2006年9月8日中國相關部會共同頒佈了所謂的第10號令《關於外國投資者併購境內企業的規定》，促進並規範外資併購中國國內企業的法律依據，並且對中國國內企業至境外上市設立了多重審批關卡，同時也開通了中國A股上市的管道，故2007年的海外融資金額較2006年減少了10%達296億美金。香港主板由於地緣關係，還是一直維持著中國企業海外上市掛牌的領先地位，其次NYSE於2007年時竄到第二位，另外東京證券交易所終於在2007年時突破零，有一家中國企業前往掛牌並融資了1.9億美金。

表三十六、近三年海外八大市場中國企業上市情況

資本市場	2007年			2006年			2005年		
	籌資額 (US\$M)	IPO 數量	平均籌資額 (US\$M)	籌資額 (US\$M)	IPO 數量	平均籌資額 (US\$M)	籌資額 (US\$M)	IPO 數量	平均籌資額 (US\$M)
香港主板	31,127.38	52	598.60	41,284.14	39	1,058.57	19,012.72	37	513.86
NYSE	4,490.51	18	249.47	480.55	3	160.18	395.70	1	395.70
新加坡主板	1,987.84	26	76.46	1,336.79	24	55.70	201.83	20	10.09
NASDAQ	1,469.10	11	133.55	527.07	6	87.85	718.84	7	102.69
香港創業板	255.58	2	127.79	227.49	6	37.92	74.74	8	9.34
東京 證券交易所	191.09	1	191.09	0.00	0	N/A	0.00	0	N/A
倫敦 AIM	135.43	5	27.09	130.42	6	21.74	62.09	2	31.05
新加坡 創業板	14.56	1	14.56	11.55	2	5.78	23.94	6	3.99

資本市場	2007 年			2006 年			2005 年		
	籌資額 (US\$M)	IPO 數量	平均籌資額 (US\$M)	籌資額 (US\$M)	IPO 數量	平均籌資額 (US\$M)	籌資額 (US\$M)	IPO 數量	平均籌資額 (US\$M)
合計	39,671.49	116	342.00	43,998.01	86	511.60	20,489.86	81	252.96

資料來源：清科研究中心

2006 年 9 月頒佈的第 10 號令的影響，我們可以更進一步從表三七看出，原本 2006 年境外市場總融資金額佔整體達 72% 之多，到了 2007 年時這個數字卻急遽下降至 38%，中國境內市場融資金額一舉突破 650 億美金，創下中國企業境內掛牌的新高數字，可見政策對企業決策影響之大，尤其在中國這個以計畫經濟為主的市場，情況特別嚴重。

表三十七、中國企業海內外上市融資情況統計

資本市場	2007 年			2006 年		
	融資金額 (US\$M)	上市企業 數量	平均融資金額 (US\$M)	融資金額 (US\$M)	上市企業 數量	平均融資金額 (US\$M)
境外市場	39,745.00	118	336.82	43,997.99	86	511.60
境內市場	65,089.00	124	524.91	17,113.47	65	263.28
合計	104,834.00	242	433.20	61,111.46	151	404.71

資料來源：清科研究中心

在海外掛牌方面，2007 年在傳統行業、廣義 IT 及生技/健康等行業的企業融資金額分別較 2006 年增長了 129%、533% 及 200%，但由於 2006 年排名海外掛牌融資金額第一的服務業，於 2007 年大幅下滑了 77%，使得 2007 年整體海外掛牌融資金額下降了 10%，這是因為 2006 年時有中國工商銀行於香港的超大型海外 IPO 所致。

表三十八、中國企業海外 IPO 企業分佈

行業（一集）	2007 年			2006 年		
	籌資額(US\$M)	IPO 數量	平均籌資額 (US\$M)	籌資額(US\$M)	IPO 數量	平均籌資額 (US\$M)
傳統行業	25,520.86	67	380.91	11,121.26	54	205.95
服務業	7,127.21	14	509.09	30,745.47	9	3,416.16

行業（一集）	2007 年			2006 年		
	籌資額(US\$M)	IPO 數量	平均籌資額 (US\$M)	籌資額(US\$M)	IPO 數量	平均籌資額 (US\$M)
廣義 IT	4,430.25	20	221.51	699.66	9	77.74
其他高科技	1,755.86	9	195.10	1,127.82	10	112.78
生技/健康	910.61	8	113.83	303.76	4	75.94
合計	39,744.79	118	336.82	43,997.97	86	511.60

資料來源：清科研究中心

關於於中國境內 IPO 的情況，從表三九我們瞭解，由於政策的引導致使 2007 年整體於境內上市融資的總額快速較 2006 年提升了 280% 之多，其中以傳統行業的 301% 最為顯著，再來就是服務業與廣義 IT 行業的境內掛牌成長了 270% 與 213%，分列二、三名。

表三十九、中國企業境內 IPO 企業分佈

行業（一集）	2007 年			2006 年		
	籌資額(US\$M)	IPO 數量	平均籌資額 (US\$M)	籌資額(US\$M)	IPO 數量	平均籌資額 (US\$M)
傳統行業	32,092.56	83	386.66	8,002.01	45	177.82
服務業	31,671.49	16	1,979.47	8,558.42	4	2,139.61
廣義 IT	994.36	20	49.72	317.42	10	31.74
其他高科技	246.24	1	246.24	195.81	5	39.16
生技/健康	84.69	4	21.17	39.81	1	39.81
合計	65,089.34	124	524.91	17,113.47	65	263.28

資料來源：清科研究中心

(3) 中國私募股權基金績效分析：

2006 年 PE/VC-backed 的中國境內外上市融資總額佔了全體的 52%，雖然 2007 年這個比率下降至 32%，仍舊可以為 PE 在整個中國上市的資本市場中的絕對影響力做一詮釋。

表四十、中國境內外 PE/VC 基金支持之新上市企業融資與回報狀況

	2007 年	2006 年	2005 年
--	--------	--------	--------

資本市場	融資金額 (US\$M)	上市企業數量	平均融資額 (US\$M)	回報倍數 ²⁴	融資金額 (US\$M)	上市企業數量	平均融資額 (US\$M)	回報倍數	融資金額 (US\$M)	上市企業數量	平均融資額 (US\$M)	回報倍數
境外市場	14,953	61	245.13	6.75	31,225	29	1,076.72	--	1,710	19	90.00	--
境內市場	19,100	33	578.79	8.92	299	10	29.90	--	--	--	--	--
合計 (1)	34,053	94	362.27	7.71	31,524	39	808.31	--	--	--	--	--
整體 (2)	104,834	242	433.20	--	61,111	151	404.71	--	--	--	--	--
(1)/(2)	32%	39%	--	--	52%	26%	--	--	--	--	--	--

資料來源：清科研究中心，本研究整理

在 2007 年中的 94 家 VC/PE 支援的企業背後有 179 家投資機構，平均每家企業有 2 家創投或私募股權投資機構的支持。計算出了 70 家上市企業背後 126 家投資機構的回報倍數，從整體來看，此 70 家上市企業給其投資方帶來了平均 7.71 倍的投資回報，比美國 All PE 的回報倍數優渥許多。從這些數據可以理解，近年來全球的 PE 不斷因中國資本市場所帶來的超高報酬率所深深吸引著。

此外，在 VC/PE 支持的境內資本市場退出案例中，金風科技登陸深圳中小板，使其背後的投資機構中國-比利時直接股權投資基金、上海聯創永宣創業投資企業和深圳市遠景新風投資諮詢有限公司均獲得超過 30 倍的投資回報；其中唯一一家在上海證交所上市的企業—西部礦業也讓其投資商上海聯創創業投資有限公司得到了 26.96 倍的回報，這些投資退出案例同時躋身 2007 年創投和私募股權機構通過中國企業 IPO 退出回報倍數前十名。由此可見 2007 年境內股市高度活躍的市場狀態為 VC 和 PE 投資機構的退出提供了令人垂涎的高回報。更吸引人眼球的是，境內 IPO 的企業以平均 8.92 倍的投資回報以明顯優勢再次壓倒海外 IPO 企業平均 6.75 倍的回報，使得 2007 年 VC 和 PE 投資支持的企業退出的本土化，由趨勢轉變為事實。表四一也清楚區分不同行業的回報倍數及其相對的本益比，再度顯示中國

²⁴ 回報倍數 = 發行價 * 上市前持有的股數 / 上市前資本投入總額

市場的特殊情況。

表四十一、2007年私募股權基金退出行業分佈與回報倍數狀況

行業	筆數	回報倍數	平均本益比
傳統行業	46	4.1	26.55
服務業	22	9.5	60.61
廣義 IT	13	9.8	73.58
其他高科技	11	9.4	54.39
生技/健康	2	11.9	23.13
合計	94	7.71	41.39

資料來源：清科研究中心，本研究整理



第七章 中國私募股權基金產業的制度結構

第一節 制度之定義

Wikipedia 對制度經濟學 (institutional economics) 的定義為把制度作為研究對象的一門經濟學分支。它研究制度對於經濟行為和經濟發展的影響，以及經濟發展如何影響制度的演變。新制度經濟學的研究始於科斯 (Ronald Coase) 《企業之性質》，科斯的貢獻在於的將交易成本這一概念引入了經濟學的分析中並指出企業和市場在經濟交往中的不同作用，他認為市場上每一筆交易的談判、協商、簽約都有一定的費用，這個費用就叫做交易成本。威廉姆森(Oliver Williamson)、德姆塞茨(Harold Demsetz)等人對於這麼新興學科作出了重大的貢獻。近 30 年，新制度經濟學是蓬勃發展的經濟學的一個分支。

制度，指人際交往中的規則及社會組織的結構和機制。所謂制度是指用來規範人類行為的規則，這些規則涉及人類的社會、政治及經濟行為。換句話說，制度是社會遊戲的規則，是人們創造用於限制人們互相交換行為的框架。制度根據其形式可分為兩種，即由權利機構制訂和實施的，由法律、法規和政策等組成的正式制度，以及由習慣、習俗和倫理道德規範等構成的非正式制度。值得一提的是，非正式制度對人類行為的影響可能更加廣泛。

西奧多·舒爾茨 (T.W. Schultz)，1980 年諾貝爾經濟學獎得主、現任世界銀行高級副行長兼首席經濟學家林毅夫於芝加哥大學的指導教授，他認為制度被定義為管束人們行為的一系列規則，它是某些服務的提供者，它們乃應經濟成長的需求而產生。舒爾茨還將制度所提供的服務進行了富有經驗意義的歸納：(1)用於降低交易費用的制度（如貨幣、期貨市場）；(2)用於影響要素所有者之間配置風險的制度（如合約、公司、保險等）；(3)用於提供職能組織與個人收入流的聯繫的制度

(如產權、資歷等)；(4)用於確立公共品和服務的生產與分配框架制度(學校等)。

新制度經濟學重要的代表人物道格拉斯·諾斯(Douglass C.North)認為，制度是一系列被制訂出來的規則，應遵循的要求與合乎倫理道德的行為規範，用以約束追求福利或最大化利益的個人行為。制度提供了人類相互影響的框架，制度確定合作和競爭的關係，這些關係構成一個社會，或者更確切地說，構成一種經濟秩序。

第二節 交易成本

美國經濟學家格利(J.G. Gurley)與肖(E.S. Shaw)最早使用交易成本的概念來解釋金融中介的存在。表示金融中介機構的存在正式由於它們在特定的財產交換過程中的重要作用，特別是它們將小額的具有靈活期限的儲蓄，轉換成鉅額的風險較大的貸款(或投資)，過程中所表現出來的成本優勢。

在現實社會中，許多訊息是不完善的，人們要獲得訊息就必須付出成本。資訊不對稱(asymmetric information)指的是一部份人擁有其他人所沒有的訊息。買方擁有他們自己對產品或勞務的期望價格的訊息；賣方也瞭解自己的機會成本有多大的資訊。這樣就造成買賣雙方在交換過程中資訊上的不對稱。資訊不對稱通常會導致交易前出現的“逆向選擇”(檸檬市場)和交易後出現的“道德風險”。

資訊不對稱實際上是社會分工和專業化在經濟資訊領域的必然表現。一方面，社會勞動分工使許多行業的勞動者之間產生了巨大的行業資訊差別，不同行業的勞動者在不同的資訊領域或不同時期，會產生不同的資訊優勢和劣勢。資訊優勢和劣勢的出現，意味著資訊不對稱的存在。另一方面，專業化的發展也導致了資訊不對稱的存在和加劇。專業化使得個人在其自身的專業領域，比別人瞭解更多的專業知識。

由此可見，投資基金作為金融中介之所以可以存在，正是由於其在資訊搜尋、

投資分析和決策，風險管理以及參與成本等方面，比普通的投資者具有非常顯著的優勢，使得它們為個體投資者代理投資會更有效率，有效降低了普通投資者參與金融市場投資的交易成本，這就是投資基金存在和發展的理由，投資基金由於減少了投資者與金融市場之間的資訊不對稱性，降低了投資者的參與成本，在風險管理和流動性方面也能非常好地滿足普通投資人的需要等種種優勢，因而越來越為普通投資者所接受，並且在近年獲得了迅猛的發展。

投資基金作為一種金融制度和金融工具的出現和發展，它在資訊搜尋、證券分析和評估、投資決策、實施監督方面的優勢降低了投資者的交易成本，同時它在風險管理和資產流動性等方面能夠有效滿足投資者的需要，才使得投資基金得以迅猛發展。

投資基金的優勢越明顯，它存在的理由也越充分，同時另一方面，這種專業優勢越大，也就越容易加劇投資人（委託人）與管理人（代理人）之間的委託代理問題，這種問題的產生也正是由於管理人的專業優勢。因此，必須構建一種機制、一種制度來有效解決代理問題，防範基金管理人的機會主義行為，使投資人的利益得到有效保障。

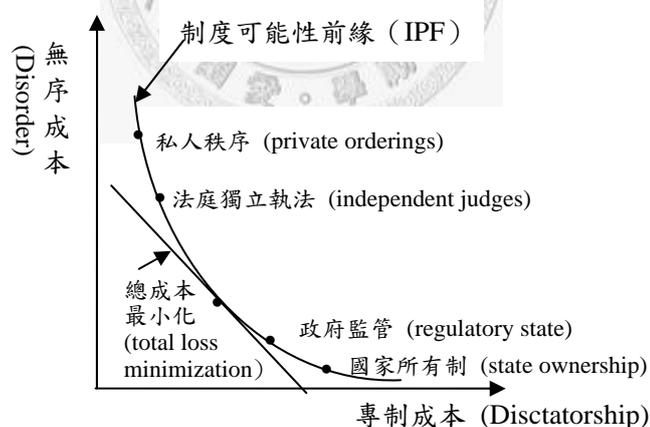
投資基金的存在和發展是由於它金融仲介的優勢和屬性，這種屬性和優勢發揮的越充分，投資基金的存在就越有必要，也正是由於這種優勢和屬性，導致了擁有資訊優勢的基金管理人和處於資訊劣勢的投資人之間的委託代理問題，這一問題的根源在於兩者的資訊非對稱性。

個別儲蓄者由於財力、時間、精力和手段等的限制，可能缺乏收集、處理和準確地評估眾多企業、管理者和經濟環境方面資訊的能力；遠較具有專業搜尋、評估技巧的機構或個人效率要低，而投資基金作為專業投資管理機構通過整合金融、法

律、財務、戰略管理、資訊技術、工程等各方面的專業知識和人才，代理投資者完成資訊收集、篩選和評估，以科學的程式對上市公司進行篩選和甄別，從而減少投資者進行金融投資的交易成本。由於投資基金具有低成本搜尋和處理資訊的優勢，因而它們相對而言比普通投資者更容易識別籌資者是否有發展前途以及上市公司的真實經營業績，從而可以有效地減少資訊不對稱性，促進資源向著最有發展前途的產業和企業流動，實現資源的優化配置。

第三節 制度可能性前緣

至少自十八世紀以來，大量事實已經證明，一個更便利、更迅速、更公平、更可信賴的產權保護制度能夠對經濟發展形成有力的支撐。比如，學者們發現：有強大司法體系的國家和地區，會有規模更大的企業、更發達的信貸市場，能提供更有利於小公司成長和投資的環境。



圖三十七、制度可能性前緣

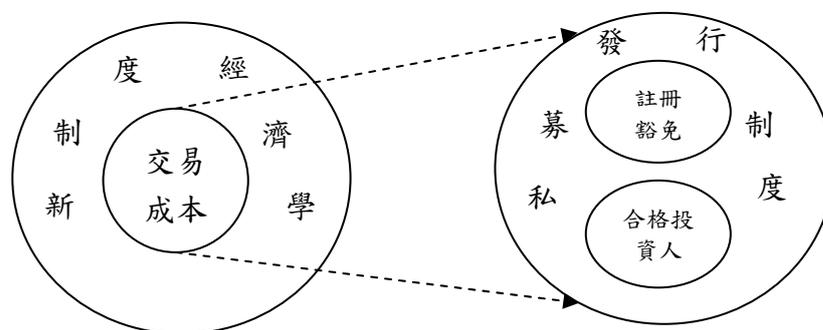
資料來源：Djankov et al.(2003)

新比較經濟學框架下，Djankov 認為制度的基本功能就是控制無序和專制兩個方面的危險。圖三十七的曲線描述了在一個社會或社會中一個部門的制度可能性前緣 (Institutional Possibility Frontier, IPF)。橫軸表示由於專制帶來的社會損失，縱軸表示由於無序所帶來的損失。IPF 上的每一點都表示在特定的社會或產業中，不

提高專制程度則無法減少無序成本的一種制度安排。IPF 凸向原點表示隨著專制程度的邊際增加，只能產生越來越小的無序程度的邊際減少。

中國人民銀行副行長吳曉靈指出，政府監管的目標就是減少外部性²⁵、保護公眾利益、降低交易成本及提高市場效率。在制度可能性前緣上，我們可以看到一個社會可以採取四種不同的控制策略：一種是自我約束，第二種是通過法院的私人訴訟，例如在一個市場經濟秩序中，在可以由合約調節的範圍裡按合約互相約束，當合約不能履行的時候可以通過司法去進行保護。但是全部的合約都要去進入司法仲裁的話，社會成本是很高的，因而應該有市場的自我約束、自律和仲裁。還有第三種策略，即監管的實施。以大量的標準化合約，對社會公眾利益有外部性的行為進行國家監管。換句話說，監管就是把大量的、充分的交易合同標準化，定出統一的規則，由一個監管機構進行管理。最後一種策略就是國家專制，在一些特殊領域為了保護社會公眾的利益，為了提高市場效率，國家必須通過法律來進行管制。政府監管的理念應該是以極大地減少各種經濟行為的外部性、保護公眾利益、極大降低交易成本及提高市場效率為目的。

第四節 證券私募發行制度



圖三十八、私募發行制度之發展

資料來源：本研究

²⁵ 在這裡外部性也就是外部效應 (Externality) 是一個經濟學名詞，指一個人的行為直接影響他人的福祉，卻沒有獲得或承擔相對應的回報或義務，在此則分別指的是正面外部性與負面外部性。

新制度經濟學之核心概念之一為交易成本，而交易成本是經濟主體從事經濟交易時所付出的成本的總和，包括花費的時間、物質成本和人力成本等。對於一種制度的需求，首先來自於降低交易成本的渴望。當一種制度可以有效地降低交易成本而使得經濟主體的交易變得更有效率的時候，人們就會創造出該種新的制度。這就是制度創新的最根本思維，而證券私募發行（private placement or private offering）制度就是一個最好的例子。其中效率在經濟學的範疇裡，是指有限資源的有效配置和使用。圖三十八充分說明了一切，私募發行制度的發展就是源自人們對於交易效率化的嚮往，而其核心概念之一即為註冊豁免的精神。由於豁免交易註冊或登記，其私募發行成本較低、發行速度較快，能夠滿足發行人募資便利的需求。但在追求效率的同時，另一方面又必須確保投資人的權益不被損害，於是通過合格投資人制度的建立，使得註冊豁免產生之有限資訊揭露下的投資人也能夠進行理性的投資決策。換句話說，在保護投資人利益的前提下，對於安全度可以信賴的證券或安全度值得信賴的某一次交易予以豁免註冊或登記，以提高交易效率。

證券私募發行是針對特定對象、採取特定方式、接受特定規範的證券發行方式。它與公開發行相對應，同為資本市場中的融資管道，滿足發行人不同的投資需求，尤其是針對創業投資基金、產業投資基金與私募股權基金募集資本的常用方式。私募行為的出現是市場經濟發展過程中自然的現象，它滿足了市場經濟發展的需求，因為它發程序簡單、無須註冊或審批，能夠大幅降低發行成本。

各國在證券私募發行制度各有差異，但其設計之思維邏輯不外乎：(1) 發行人資格的確定；(2) 私募對象資格的確定；(3) 私募人數的確定；(4) 特定對象認定問題；(5) 發行方式的認定問題；(6) 資訊揭露的要求；(7) 轉售的限制。

在英、美與其他先進國家，證券私募發行已形成了一套完整的且行之有效的法律制度。而私募股權投資在中國已形成一定的規模，實在有必要為其制訂一種規範

的、系統的、合理的運作制度和規則，在監管與市場、規範與發展、投資者保護與促進融資便利之間的相互取捨關係中取得平衡。

相較私募發行，公募發行或稱公開發行（public offering）時一般需藉由承銷商、律師、會計師等專業人士之協助而完成，當然代價是相當高的。而私募發行不但可以避開公募發行需多繁瑣的程序，操作相當簡單，最重要的是節省了一大筆中介成本，與公募發行相比，融資成本低許多，當然也相對提供更多元的投資管道。表四二即為由私募發行與公募發行制度所衍生出來的私募基金與公募基金的差別比較。

表四十二、私募基金與公募基金的特徵比較

項目	私募基金	公募基金
募集方式	非公開方式	公開方式
募集對象	少數特定投資者，多為有一定風險承受能力、資產規模較大的個人或機構	不確定的社會公眾投資者，多為中小投資者
投資者人數	嚴格限制，1996年美國證券法作出新的規定參與者人數由100人擴大到500人，參與條件是個人必須擁有價值500萬美金以上的證券資產	無限制
投資策略及限制	投資組合和交易一般不會受到限制，就美國對沖基金而言，還可以幾乎不受限制的使用財務槓桿和各種衍生性金融工具	不同性質的基金投資組合有不同的規定，但往往對資金投向各種工具和市場的比例有限制性規定
監管	不監管美國1933年證券法、1934年證券交易法和1940年的證券投資法曾規定：不足100個投資者的機構在成立時不需要向美國證券管理委員會等金融主管部門登記，並可免於管制的規定。因為投資者主要是少數十分老練而富有的個體，自我保護能力較強	嚴格監管因為投資者是普通大眾，許多人缺乏對市場的必要瞭解，出於避免大眾風險、保護弱小者以及保證社會安全的需要，實行嚴格監管
能否離岸設立	通常設立離岸基金，其好處為可以避開美國法律對人數限制和避稅	不能離岸設立

項目	私募基金	公募基金
資訊揭露程度	相關資訊揭露較少，一般只需半年或一年私下公布投資組合及收益，投資更具隱蔽性	要求定期揭露詳細的投資目標、投資組合等
服務方式	量身定做式，投資決策主要在展現投資者的意圖和要求	批發式，投資決策主要基於基金管理公司的風格和策略
基金管理人報酬	傭金+抽成，獲得所管理資產的1%-2%的固定管理費加上上年利潤的5%-25%的激勵效用費	一般為固定工資
管理人能否參股	可以參股	不參股
對投資者撤資的規定	有限制，大多數基金規定股東若撤資必須提前通知，提前通知的時間從30天之前到三年之前不定	無限制或限制很少
規模大小	規模相對較小但增長迅速	規模大，全球資產超過7 兆美元
流動性	低	高
績效	較優，遠高於一般的退休基金和共同基金，是今天投資環境中最強有力的投資形式	相比遜色
雙方關係	投資者可以與基金發起人協商並共同確定基金的投資方向與目標，具有協議性質	由基金發起人單方面確定有關事項，投資人被動接受

資料來源：雅虎財經網基金專題、本研究整理

從監管的角度分析，國際上各國對私募基金的監管都較為寬鬆，私募基金在很大程度上可以規避政府監管，充分發揮其運作靈活、激勵機制充分、投資策略獨到等特色，而這些特點正好彌補了公募基金的缺陷。公募基金對資源的配置主要集中在發展相對成熟的領域，這些領域一般都具有較大的規模和良好的業績表現。市場上新興產業，比如高新技術產業規模較小，風險較大，私募基金正好彌補了公募基金資源配置的缺陷。

總體看來，國外私募基金成功的秘訣是：合法化、成熟的資本市場、理性的投資者、規範化發展、良好的信用、能力和監管。中國私募基金發展迅速，存在問題

的原因並非這私募基金本身，這是在於這些外部條件的欠缺，尤其是合法化、成熟的資本市場和規範化的發展，這些對於加快中國私募基金的發展是一個難以迴避的問題。

第五節 中國私募股權基金制度之發展

（一）中國私募股權基金的監管

儘管從國外經驗來看，PE 的監管主要採取的是業者自律的形式，基金的發起和運作由《證券法》和《投資基金法》等相關法規約束。由於私募基金幾乎不在公開市場進行交易，也不承擔信息披露的義務，而且 PE 的 LP 數量又受到證券法的嚴格限制，所以，一直以來該行業的規模、成本、收益等基本資訊幾乎不為外人所知。直到本世紀初，受上個世紀九十年代末的對沖基金管理公司 LTCM 的破產和安然、世通等系列上市公司財務醜聞的影響，人們才開始意識到私募基金、對沖基金等非註冊的投資機構有可能產生系統風險，要求對其監管的呼聲越來越高。其中，在對沖基金方面已經先行一步，2004 年 11 月美國國會修改了 1940 年的《投資公司法》，要求對沖基金從 2006 年 2 月起披露公司有關信息。這進一步加深了對私募基金納入監管體系的呼聲。

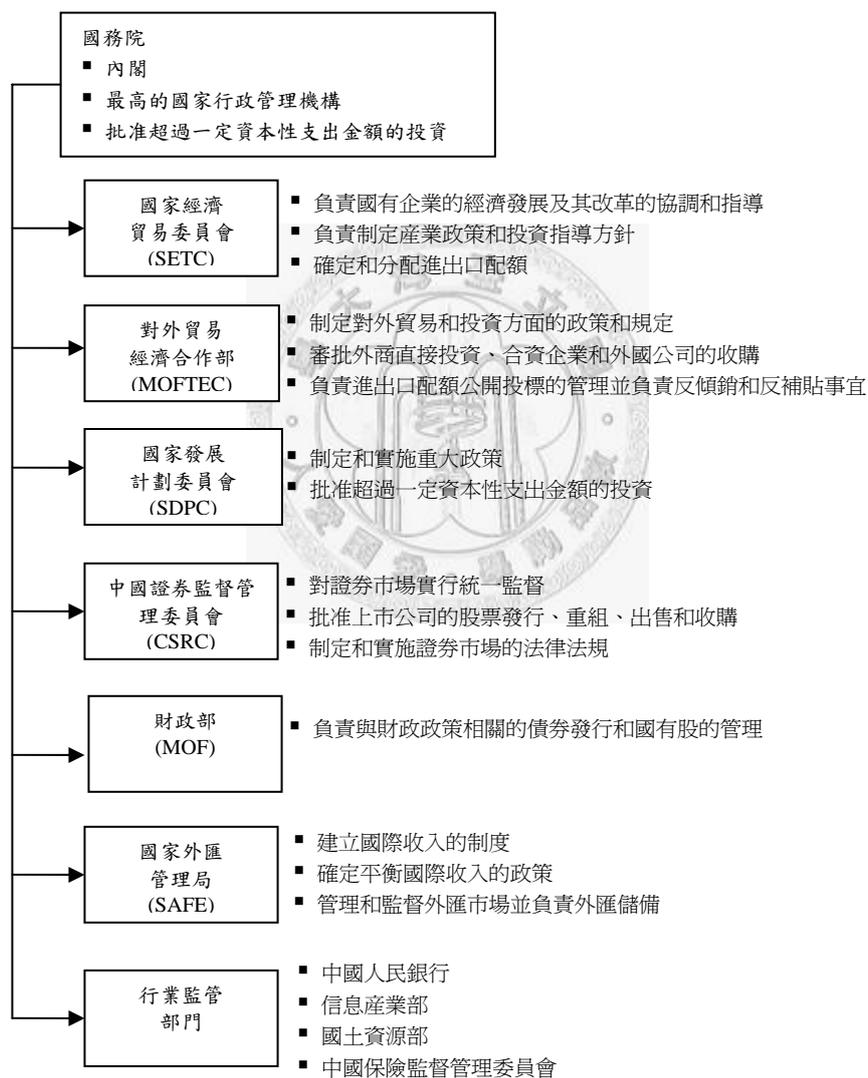
PE 在中國是一個相當新的事物。由於《公司法》對企業對外直接投資比例的限制，VC 和 PE 一直沒有合適的法人組織形式。直到 1999 年，少數機構繞開《公司法》對投資比例的限制，成立事業單位法人性質的創業投資機構，算是從組織形式上進行了突破。但是，由於基金一般規模比較小，投資來源不穩定，時常面臨大股東——往往是國內的上市公司撤資的壓力，加之投資人的經驗還不足，投資退出的渠道也不暢通，所以，總體而言，中國國內資金發起設立的創業投資機構與那些國際基金相比實力還有一段很大的差距。

但是，近幾年 PE 行業在中國發展很快，其中最主要的原因是中國國內人才和外資的有效結合。一些國際上規模較大的私募基金紛紛發起成立專門投向中國投資的新基金，這些基金往往註冊在開曼、百慕達等免稅天堂，中國國內的監管機構對其也無法監管。由於這些基金管理人既對國際經驗比較瞭解，對國內企業的狀況也很熟悉，加之中國政治穩定，經濟持續快速增長，這些優勢引發了新一輪的 PE 流入熱潮。但在中國當前法律法規體系不完備的情況下，明確監管部門，對於促進行業健全發展很有必要。

另外，而中國開放外資的政策也一直隨著時代的變化而調整，例如：在 1995 年時，中國就明文規定外資禁入中國 A 股流通市場；到了 1999 年時，中國國家經貿委頒布《外商收購國有企業的暫行規定》，雖然明確了外商可以參與購買國有企業，但審批之復雜令併購困難重重；2001 年時，中國外經貿部和証監會聯合發布《關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見》，對外商投資股份有限公司發行 A 股或 B 股和允許外商投資企業受讓上市公司非流通股作了原則性規定；2002 年時，《外資參股証券公司的設立規則》、《外資參股基金管理公司的設立規則》正式實施，另外中國証監會、財政部和國家經貿委聯合發布《關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知》，允許向外商轉讓上市公司的國有股和法人股，明確規定相應原則、條件和程序，暫停多年的外資併購上市公司得以重新全面啟動，對外商受讓的程序、外資行業政策、外匯管理等方面都作出了明確的政策規定；直到 2006 年，中國商務部、國資委、工商總局、證監會等 6 部委聯合頒布《關於外國投資者並購境內企業的規定》，明確外資可以利用境外股權的方式併購境內企業，展現了中國順應國際化的思路，同時更顯示出中國在維護國家安全與經濟安全方面的作法。

在中國已開放的 28 個主要產業中，外資在 21 個產業中擁有多數資產控制權，

換句話說，幾乎每個產業中排名前 5 位的企業現階段幾乎都由外資控制。所以外資是否能獲得中國相關政府單位的批准，在很大程度上取決於交易的特定結構，投資金額、產業和出售方的法律地位。批准程序不僅十分複雜，而且很耗費時間，可能涉及到中央政府及或是省一級政府的多個部門。下圖即為目前中國對外資併購主要的監管部門及其功能：



圖三十九、中國主要監管部門

資料來源：摩根士丹利，「併購簡介」，2006 年

(二) 中國私募股權基金之法令規範

中國這幾年來在 PE 投資的蓬勃發展，當然要歸功於中國大陸正式加入世界貿易組織（WTO）。歷經 15 年的艱辛談判後，中國終於在 2001 年時正式入世，其代價包括在 GATS²⁶（General Agreement for Trade of Service，服務貿易總協定）框架下，承諾將於 5 年的過渡時期後完全開放金融市場。也就是在入世承諾表的要求之下，中國循序漸進地對其金融制度進行改革和對外開放，再加上近幾年中國在經濟方面的突飛猛進，吸引大量海內外 PE 投入，發展可說是如日中天。

中國國內企業吸引海內外 PE 投資，大多以股權方式進入，再藉由 PE 的專業管理經驗，幫助企業提升其競爭力並帶來價值的增長，等到合適的時機通過公開市場上市或出售股權來實現退出從而獲得投資收益，但是在中國要順利的完成整套流程並不容易。在中國進行 PE 投資會受到中國相關部門以及相關法律法規的監管，主要分為四類：(1) 在中國設立外商投資企業涉及的法規政策、(2) 外資併購國內企業涉及的法規政策、(3) 國內企業海外上市涉及內地權益問題的法規政策以及(4) 推動 PE 本土化的法規政策（如表四三 ~ 四六所示）。

表四十三、在中國設立外商投資企業涉及法規政策

名稱	概要
外資企業法	規範境外投資者在中國設立、經營外資企業的各项程序性規定
中外合作經營企業法	規範中外合作者在中國境內設立中外合營企業的相關規定
中外合資經營企業法	規範中外合資者在中國境內設立中外合營企業的相關規定
關於外商投資企業境內投資的暫行規定	規範在中國已經成立的外商投資企業，以該企業的名義在中國再投資設立企業，應遵循的各项程序和規定。

²⁶ 在 GATS 中，“金融服務”的內容被概括為信貸、結算、證券與外匯交易、保險、資產管理、金融諮詢等六大類，計 16 項，幾乎已囊括了金融領域內的所有營利性業務。GATS 包括了五條基本準則：(1)市場准入：關係到外國服務提供者能否有效進入締約國市場。(2)國民待遇：要求一國境內的非居民享有與居民同等的待遇。(3)最惠國待遇：作為非歧視原則的兩個方面，最惠國待遇與國民待遇互為補充，共同構成多邊貿易體制的基礎。(4)透明度原則：每一個成員國應及時公佈、通報及答覆足以影響服務貿易措施的所有行政命令、規則或習慣做法。(5)逐步自由化：逐步提高自由化的水平之承諾。

名稱	概要
關於加強外商投資企業審批、登記、外匯及稅收管理有關問題的通知	允許中外合資、合作經營企業外商投資比例低於25%，但是外商投資比例低於25%的企業不享受外商投資企業的待遇。暫不允許境內的中國自然人與外國投資者成立外商投資企業

資料來源：吳波，「私有股權投資的中國實踐」，2006年3月，本研究整理

表四十四、外資併購國內企業涉及的法規政策

名稱	概要
外商投資企業投資者股權變更的若干規定	企業投資者股權變更需要審批機關批准方能生效，股權變更不能導致外方投資比例低於註冊資金的25%，外方股東轉讓全部股權除外
公司法	為中國上市公司設立、組織機構、股票發行和轉讓、財務會計、經營破產清算等方面確立的準則，其中規定股份有限公司發起人持有的本公司股份，自公司成立之日起三年內不得轉讓
有關上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見	外商投資股份有限公司IPO之後，其外資股占總股本的比例不低於10%，非上市外資股轉為流通股後，原持有人繼續持有的期限須超過一年
外國投資者併購境內企業暫行規定	規定外國投資者在中國境內收購非外商投資企業股權，或購買境內非外商投資企業資產並設立外商投資企業應遵循的規定
關於外商投資舉辦投資性公司的規定	規定外國投資者在中國境內設立從事直接投資的公司的各項條件即審批程式
外商投資產業指導目錄	規定外商在中國投資企業涉及的產業範疇，但每年都可能做調整

資料來源：吳波，「私有股權投資的中國實踐」，2006年3月，本研究整理

表四十五、國內企業海外上市涉及內地權益問題的法規政策

名稱	概要
----	----

名稱	概要
國務院關於股份有限公司境外募集股份及上市的特別規定	在發行要求和安排，股票形式，會計制度，資訊披露等公司規範運作和審批程式
國務院關於進一步加強在境外發行股票和上市管理的規定	明確禁止境內企業或機構買殼上市
中國證監會關於進一步促進境外上市公司規範運作和深化改革的意見	對中國在境外上市公司在公司治理結構，資訊披露等公司規範化運作和深化改革方面，提出較為詳盡的要求
中國證監會企業申請境外上市有關問題的通知	規定中國境內企業申請境外上市的條件和審批程式
境內企業申請到香港創業板上市審批與監管指引	規定中國境內企業申請到香港上市的條件和審批程式
關於涉及境內權益的境外公司在境外發行股票和上市有關問題的通知	規定涉及我國境內的境外公司在境外上市，中國律師出具法律意見書應說明的內容，以及證監會的審核程式
關於規範境內上市公司所述企業到境外上市有關問題的通知	規定上市公司所述企業申請到境外上市應具備的條件以及應履行的相關手續。

資料來源：吳波，「私有股權投資的中國實踐」，2006年3月，本研究整理

表四十六、推動PE本土化的法規政策

名稱	概要
----	----

名稱	概要
關於上市公司股權分置改革試點有關問題的通知、關於上市公司股權分置改革的指導意見、上市公司股權分置改革管理辦法	這些規範性文件對股改（包括股權平等、全流通、促進公司治理等）的指導思想、總體目標、總體原則、總體要求、制度安排、操作流程等作了具體規定
產業投資基金管理辦法	推動人民幣產業投資基金、拓展中國直接融資新管道
合夥企業法	使得私募股權基金與創業投資基金等在中國發展有一個適切的組織型態，除了降低代理成本外，還能降低稅務成本及有效解決由資訊不對稱造成的道德風險和逆向選擇問題
社保基金獲准投資產業基金	經國務院批准，財政部、人力資源和社會保障部同意全國社保基金投資經發改委批准的產業基金和在發改委備案的市場化股權投資基金，總體投資比例不超過全國社保基金總資產（按成本計）的10%

資料來源：本研究整理

在上述的各項法律法規的監管中，股權流通難題，是國際 PE 投資通過直接上市來退出而實現投資收益的最大障礙。從上面的相關的法律法規的描述中我們可以看到，直接投資境內企業，海外投資基金受到如外匯管制、稅務、審批等等的限制，尤其之前中國國內股市尚未完成股權分置的改革，基本上已經失去融資功能。因此，在中國進行投資的 PE 基金基本上都採用海外上市，即“紅籌上市”的道路，嚴重的造成“兩頭在外²⁷”的窘境。

另外，中國發展私募股權基金的需求和條件已逐步形成，首先是中國的相關法律法規在逐步完善，包括新修訂的《公司法》、《證券法》、《創業投資企業管理

²⁷ 兩頭在外指的是，PE 的資金募集及退出的方式都在海外。

暫行辦法》、《合夥企業法》等，這些法律法規的頒佈為中國 PE 基金的發展奠定了法律基礎。與此同時，中國資本市場逐步完善和規範，股權分置改革已基本完成，全流通問題的解決，資本市場越來越完善，但中國 PE 基金在發展中還存在一些問題需要解決，包括監管、法律法規、稅收政策等。

值得一提的是中國在 2006 年 8 月 27 日時，全國人大常委會修訂了《合夥企業法》並自 2007 年 6 月 1 日起施行，其後國務院修訂了《合夥企業登記管理辦法》，中國 PE 本土化的發展進入下一個里程碑。有限合夥制的 PE 基金具有以下優勢：

1. 有效降低委託代理成本

有限合夥制私募基金實行一系列激勵與約束相結合的機制，能有效增強基金經理人的能動作用和自律作用，從而提高管理效率。一般來講，投資者作為有限合夥人雖然投入 99% 的資金，但只能分得 80% 左右的利潤，基金經理作為普通合夥人雖然只投入 1% 的資金，但能分得 20% 左右的利潤。此外，基金經理每年還能從已繳納或已投資的基金中提取 2.5% 左右的管理費，用作工資、辦公費用等日常開支。這些高強度的激勵方案能極大的提高基金經理的積極性、主動性和創造性。另一方面當基金經理的投資發生錯誤或市場發生不利變動時，首先以基金經理的資金和財產彌補損失，可以最大限度的保護投資者的利益，強化對基金經理的利益約束機制。

2. 有效降低稅務成本

有限合夥制私募基金是非獨立法人資格的營業組織，適用合夥制的稅收規定，不需要繳納企業所得稅，當基金投資盈利並分配投資收益時，合夥人只需按分配到的份額承擔個人所得稅納稅義務，從而避免了公司制的“雙重納稅”問題。另外，在基金存續期間不發生課稅，直到基金解散時才對已實現的收益或損失報告應稅收入，並且當合夥人以證券形式得到投資收益時，也不需要立即繳納個人所得稅，直

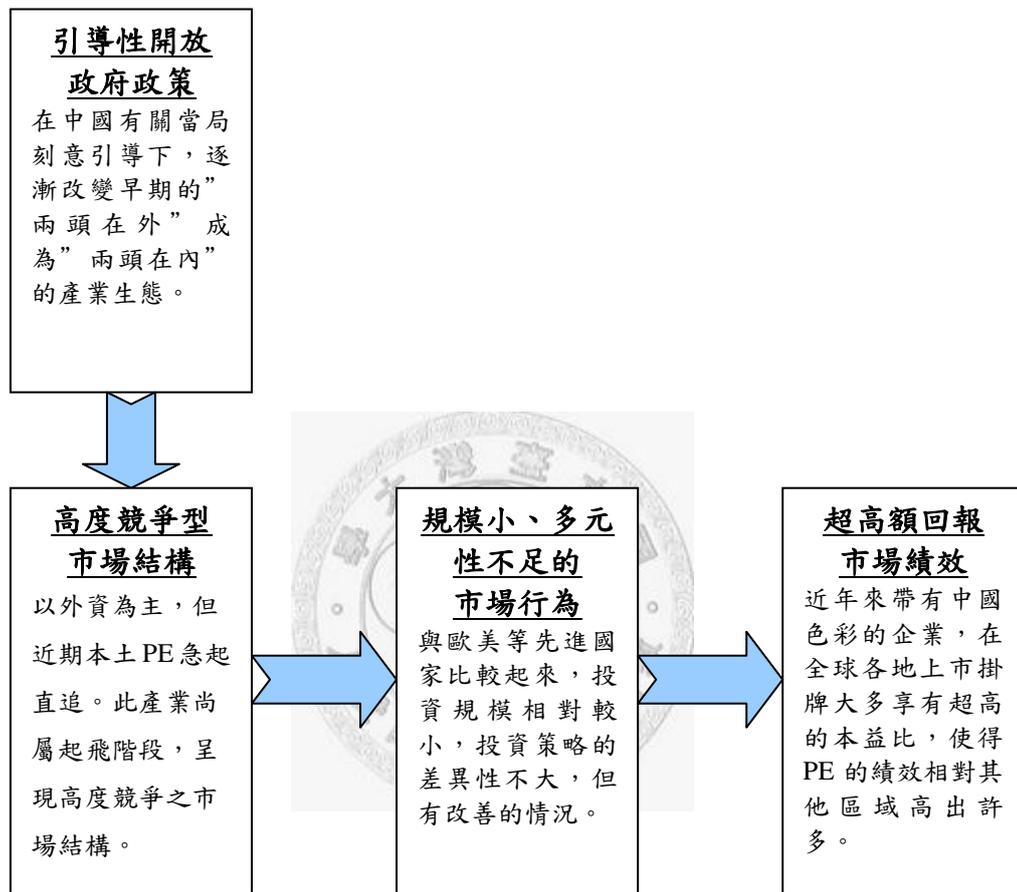
到證券出售變現時才繳，這些都能降低稅務成本，相應提高資本收益，對投資者的吸引力更大。

3. 有效解決由資訊不對稱造成的道德風險和逆向選擇問題

有限合夥制可利用合夥契約中一系列規定，構成對基金經理人的各種約束機制，最大限度的抑制基金經理的道德風險，減少逆向選擇。具體來說，有以下幾種機制：（1）責任約束機制，基金經理作為普通合夥人對合夥承擔無限責任，大大強化了對基金經理的責任約束。（2）資訊披露約束機制，投資者與基金經理之間嚴重的資訊不對稱是造成基金經理人道德風險的重要條件。有限合夥制一般都要求基金經理必須定期向有限合夥人披露風險投資運營和財務狀況等有關資訊，儘量減少資訊不對稱問題，從而減少基金經理的道德風險。（3）市場信譽約束機制，有限合夥協議通常規定，不管基金經理有沒有過錯，只要有限合夥人對基金經理喪失信心，就有權放棄繼續投資或提前撤資，但要承受已注入資金一定比例的損失。這就促使基金經理人不得不自覺約束自己的不良行為，選擇對投資者效用最大化的運作，努力創造良好的經營業績，提高自己的市場信譽。同時，有效的基金經理信譽評價體系將會減少逆向選擇問題。

第八章 研究結論與建議

第一節 中國私募股權基金產業的 S-C-P-R 關聯圖



圖四十、中國私募股權基金產業的 S-C-P-R 關聯圖

資料來源：本研究

本研究以簡單明瞭的關聯圖（圖四十），對私募股權基金在中國市場產業的發展狀況一個總結：

中國以計畫經濟的方式，通過指令性和指導性計畫來進行管理和調節國民經濟，針對PE產業的發展，中國政府也逐步透過一連串的法令與規範的頒佈，試圖引導該產業走向當局想要的方向。在經歷過以境外操作為主的產業生態環境後，中國在近兩年的調整，政策上除了鼓勵本土PE外，並且對境外掛牌設置了一些障礙，

使得退出管道從大幅從境外轉移到中國境內。同時，也開放中國境內的社保基金投資 PE 基金，此舉也會使得本土的人民幣 PE 基金發展迅速，如此會使得”兩頭在外”的產業空洞化的經濟安全問題趨緩。此外還有中國目前不僅是接受外來的投資，也透過龐大的外匯存底轉向往外投資，也趁這一波次貸風暴取得美國知名私募股權基金的股權。

在近兩年的引導式開放政策的推動下，中國大陸的 PE 產業生態已經有全然不同的風貌了，雖然此產業的市場結構仍然維持高度競爭型態的市場結構，不過在中國政府的鼓勵之下，本土 PE 正迅速擴大的他們的影響力。關於 PE 在中國的市場行為，由於中國的企業規模相對歐美等先進國家都來得小很多，且經營時間不長，故 PE 在中國的投資行為上，平均的投資規模也較小，另外 PE 基金在中國的投資策略差異化程度較小。但由於中國概念的企業普遍在市場皆享有超高的本益比，所以相對其他市場，在中國活動的 PE 大都享有高額的報酬率，這也是吸引全球各地資金前仆後繼進入中國的主要原因之一。

近年來在兩岸三地等華人區造成轟動並熱映的《喬家大院》，帶給我們很好的啓示。一代傳奇晉商喬致庸棄文從商，懷抱以商救民、以商富國的夢想，經過曲折複雜的風波，歷經千難萬險，最終實現了”貨通天下、匯通天下”的宏願。而其中晉商票號經營原則叫做”北存南放”，也就是在北方地區主要吸引存款，因為我們知道在北方地區有許多的王公和地主，這些人的存款往往是存在晉商的票號裡，但是南方工商業的發展需要巨大的資金，於是晉商就把北方收到的存款，然後在南方借貸出去，支持當地的經濟發展，雖然這些借貸還是以營運周轉為主，但是我們可以從晉商的票號，看到中國早期的商業銀行及私募基金的影子。

第二節 中國發展私募股權基金的發展途徑

中國現正面臨發展私募股權基金的可利位置，不論在供給或需求兩方，彼此對開發中國這塊莫大潛力的市場，無不使出混身解數，另外再配合中國政府較偏向開放的態度並已經開始作了適度的引導的種種情況之下，所有的條件再再地說明中國現階段擁有發展私募股權投資的最佳契機。此外，當今中國正蔓延著一股 PE 風潮，我們可以從一年到頭中國各地舉辦許多大大小小的私募股權基金有關的論壇、對接會、融洽會等的活動，以及產、官、學、研等機構的高度參與的情況，就可以看得出來其熱絡的程度是不在話下的。

中國不乏應用技術的創新、有戰略眼光的企業家、有冒險精神的投資人，中國目前缺乏的是能夠整合各種要素的金融工具，私募股權基金便是其中之一，它是所謂的「聰明的錢」。中國利用外資的政策正從以前想補足資本與技術的雙缺口，調整到只剩下彌補技術缺口這個目的了，而資金的供給反而可從中國內部自給自足。

中國近年對經濟的開放與改革，全世界都睜大眼睛在看，尤其不宜餘力地對 PE 基金的全力推動與發展。但畢竟相對於歐美先進國家的發展，PE 對中國政府與企業而言，還是處於剛開始的階段，尚有許多方面必須配套改革，尤其在面對 PE 的心態與相關制度的規範更需迅速改變，以下幾點建議為中國政府在發展 PE 投資時，可以考量的改革方向：

1. 改善相關法律規範、但放寬對私募股權基金的監管

目前中國並沒有明確的 PE 基金的認定標準與監管條例。由於 PE 基金在中國未來的發展前景頗佳，因此未來法律法規可不必增加過多的限制條款，只需將具體運作規範加以明確，並對其積極引導即可。例如，建立完善的有限合夥型私募股權投資基金的發起、運作、股權轉讓、資產證券化、上市及退出機制，加快建設社會

信用體系，健全各種財產制度等。

但另一方面，從政策制定的角度來看，決定對一個行業是否進行監管以及如何監管，至少要考慮兩個方面問題：一是外部性，特別是負外部性；二是資訊不對稱及其可能會對其中資訊弱勢群體造成損害，從而可能影響社會公平。當然，在中國特定情況下，對私募基金的監管還要根據發展階段的特定要求進行調整。但不可否認地，PE 基金因為幾乎不承擔資訊揭露的義務，存在一定的風險，但是同樣的，因為 PE 的特點將其風險侷限於少數機構投資者的身上，而且它的閉鎖期較長，再加上有限合夥人數量又受到《公司法》、《證券法》等法律的嚴格限制，應該不足以導致系統性風險的。PE 最大的特點就是它的靈活性，不能管得太多，當然還是需要相關法律進行引導與規範，換言之，放寬對 PE 的監管並不是完全任其發展。

2. 加強部門協調、促進統合監管機制

2002 年，中國國務院成立了由國家發展改革委中小企業司、財政部綜合司、證監會機構部、科技部、商務部等十個部門組成的十部委聯席會議，負責研究和制定創業投資行業的有關問題。但由於涉及部門太多，造成了"多頭馬車"的現象，部門之間的協調和統一都不夠，導致進度相當緩慢。而且由於不同部門之間缺乏協調，頒佈的政策往往自相矛盾。由於 PE 基金涉及的領域較廣，既可能有個人之間私下的委託關係，也有公司型的產業基金，因此在監管的過程中可能涉及跨政府部門的現象。未來可透過統一的協調機制加強多部門的聯合監管。

關於監管體系設立可以效仿美國的做法，由證監會（SEC，U.S. Securities and Exchange Commission）為主進行日常監管，其他部門就相關領域提出建議，如美國財政部和聯邦儲備銀行對 PE 基金進行國內金融風險評估和質詢。相比之下，中國也可以採用以中國證券監督管理委員會(CSRC)為主要負責機關的監管模式，因

為 PE 基金的發起、設立、運作和退出都和證監會的職能密切相關，所以建議設立以證監會為主，以財政部和人民銀行為輔的私募股權與創業投資基金監管體系，其中涉及外商投資企業的，由證監會聯合商務部協商解決，有關外匯管理的，由外管局提出意見。至於現有的扶持中小企業發展職能，仍可以按照現在框架運行，由科技部門進行高科技評審，發改委中小企業司單獨仿照美國中小企業局模式成為獨立部門，每年向財政部門預算申報科技扶持發展基金預算，並按照有關政策設立引導基金，專門扶持中小企業發展。

3. 建設多層次資本市場、健全股權登記託管，以改善退出管道

如果 PE 無法順利完成資本退出，將影響繼續投資的意願，也會降低其投資的熱情。讓每一個合法股權都有合法的交易平台是股份制企業成長的必要環境。並不是所有規模或階段的企業都能夠在正式的公開交易市場上掛牌交易，所以需要有場外交易或其他合法股權交易場所，故建立多層次的資本市場，才能讓每個階段的企業都能夠在成長中同時獲得它所需的資源，故開闢創業板市場，為企業的成長創造良好的環境。另外，中國必須再加強股權登記託管體系，如果企業在未上市之前就有一個完整的登記託管系統，對於未來股權上市是有好處的。

4. 明確私募股權基金投資者資格與投資範圍問題

中國目前 PE 基金的資金提供者一般為機構投資人，過於狹窄的募資範圍不利於廣泛吸引社會資金。未來可以在風險可控的條件下，考慮將個人投資者納入募資範圍，以增加人民的投資管道，分散銀行與股市的風險。另外，也建議修訂《保險法》、《商業銀行法》等法律，允許保險公司及商業銀行將一定比例的資金投資到 PE 基金。並且需要適度地規範 PE 的投資方向，避免以私募股權投資為名，過多地從事於短期的證券市場進出。

5. 培育本土專業人才、提高管理水準

中國未來若要真的落實本土化，唯有利用本國人才有辦法真正融入中國社會與文化，藉由開放外資 PE 之際，中國當局應作長期的規劃，轉化並留住這些外資專業人才的經驗。

第三節 給台灣的省思

因為歐美市場飽和的關係，全球 PE 基金取而代之的就是轉換跑道進軍亞洲市場。近年來 PE 在台灣也造成了轟動，早期除了台灣寬頻、東隆五金之外，近期還有東森媒體科技、中嘉網路，以及最後交易被取消的日月光集團等，引起國內對國外 PE 基金來台進行投資併購活動的高度關注，並質疑 PE 基金於我國進行融資、投資、併購乃至獲利退場活動時，將可能衍生金融監理、公司治理及產業經營風險之疑慮，將 PE 視之為毒蛇猛獸。

經過本研究的討論後，反觀中國政府當局對 PE 基金態度的轉變，是值得我國正視面對此問題的。依據 2006 年底統計，台灣中小企業家數共有 124.41 萬家，佔全部 127.25 萬家企業的 97.77%，我國的經濟結構與中國大陸的相仿，這些企業不是有很多資源去真正成為業界龍頭，因此從產業升級的這個面向來看，政府反而應該鼓勵 PE 基金前來協助產業整合的工作。另外，雖然台灣的利率水準相對比較起來偏低，但中國現階段有其得天獨厚的條件，台灣實際上此時並沒有太多議價空間，反則又會再度被市場邊緣化。

國內針對私募股權投資有許多疑慮，包括：可否向國內銀行借錢、資本弱化等問題。其實這些問題從另一個角度來看就都不是問題了，譬如說：因為 PE 基金有本事把經營作的更好，而且有相對的擔保資產，國內的銀行才願意借錢給他們，這一切應回歸市場機制；也不應該設計法規針對資本弱化壓抑 PE 基金的資本結構，

因為套用 M&M 理論，市場上總會有個機制，認為不論資本結構或股利政策如何，市場自己都有運作，公司自己不應該去做這件事情的話，那主管機關為什麼需要來幫忙業主決定什麼是合適的財務比例？

PE 基金大部分的投資期限都是七年以上，很多都是十年，因此 PE 基金並不會很快想要賺短期的利益殺雞取卵而退出，對基金管理人而言，希望創造最大利潤時才會退出，是一種策略性的投資角色。直接投資跟金融投資不一樣的是，資本到底是錢還是機器，直接投資的跑得慢，如果讓 PE 基金進來投資，而且真的是帶進管理技術或生產技術、重整等，這些對於台灣產業發展跟經濟發展都是正面的。

第四節 研究限制

由於 PE 基金開始在中國有活動也是最近這幾年的事而已，雖然當地有專業的市場調研機構持續追蹤市場動態及數據，但是時間的長度有限，從僅有的市場數據中，較難看出一個明顯的走勢，也就是較難比較過去與現在差異點，這部分是本研究最大的限制。

第五節 後續研究建議

本研究以 SCP 的架構，有系統地探討私募股權基金在中國的產業特性與發展，回顧本研究的過程與結果後，特提出一些未來可能接續的研究方向，供爾後的研究者參考：

1. 本研究著重於中國地區的探討，後續研究者可以相同的研究架構擴展至其他區域的研究，尤其是亞洲區域，如台灣、印度等地。
2. 本研究所提出之市場數據與比較分析方法，後續研究者可以加以更新與補充，並且運用不同的分析方式，從另一個角度探究。

3. 後續研究者可針對圖八的私募股權基金產業生態關聯圖中，每個不同角色的主體，個別再深入探討其特性與操作手法，可對私募股權基金更加瞭解。
4. 在研究過程中，發現中國現階段對私募股權基金的態度日益改變與開放，後續研究者可以針對中國相關制度變革的歷程、背景與現況，進行專門研究。
5. 後續研究者可以針對私募股權基金管理人的投資操作手法進一步的探討，例如外資與本土或各國家 PE 在槓桿收購（LBO）或管理層收購（MBO）等的運作特性與差異。



參考文獻

1. 中國收購兼併研究中心、東方高聖投資顧問公司，「中國，需要私募股權投資基金嗎？」，2007年4月
2. 文字，「我國風險投資產業的現狀研究——基於產業組織理論 SCP 框架的分析」，武漢理工大學學報第 18 卷第 2 期，2005 年 4 月
3. 王俊勇，「中國私募基金研究」，廈門大學金融研究所碩士論文，2002 年 5 月
4. 王曉冬，「中國私募基金立法探析」，安徽大學經濟法學碩士論文，2006 年 4 月
5. 任紀軍，「私募股權資本」，2007 年 8 月
6. 朱同和，「中國 MBO 的運作方式研究」，對外經貿易大學企業管理碩士論文，2003 年 4 月
7. 朱煥，「我國證券投資基金業的結構-行為-績效 (SCP) 研究」，復旦大學產業經濟學博士學位論文，2004 年 4 月
8. 朱寶憲，「公司併購與重組」，2006 年 2 月
9. 何孝星，「證券投資基金運行論」，2003 年 9 月
10. 吳波，「私有股權投資的中國實踐」，對外經濟貿易大學國際企業管理碩士論文，2006 年 3 月
11. 宋燕子，「我國風險投資業的 SCP 範式分析」，海南金融，2005 年第 12 期
12. 李紀珠，「大陸金融改革及台灣銀行業登陸的機會與挑戰」，2003 年
13. 李斌、馮兵，「私募股權投資基金-中國機會」，2007 年 6 月
14. 余延双，「關於發展我國礦業私募股權基金的研究」，中國地質大學產業經濟研究所碩士論文，2007 年 5 月

15. 孫薇，「歐洲私募股權資本發展現況與經驗總結」，同濟大學管理碩士論文，2007年3月
16. 徐海勇，「中國私募基金發展分析」，對外經濟貿易大學國際金融研究所碩士論文，2006年3月
17. 張旭娟，「中國證券私募發行法律制度研究」，2006年6月
18. 清科研究中心，「2007年中國私募股權投資年度研究報告」，2008年1月22日
19. 深圳證券交易所綜合研究所，「股權分置改革的回顧與總結」，2006年12月20日
20. 理律法律事務所，「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」，2007年9月27日
21. 盛立軍，「中國金融新秩序」，2003年出版
22. 盛希泰，「投一賺十的神話－海外私募股權基金八大家族」，2007年8月
23. 陳正倉、林惠玲、陳忠榮、莊春發，「產業經濟學第二版」，2007年5月
24. 陳明珠，「私募股權投資基金發展研究」，北京物資學院產業經濟研究所碩士論文，2006年12月
25. 摩根士丹利，「併購簡介」，2006年
26. 蔡鐘慶，「投資銀行業務-企業融資收購之簡介」，證券暨期貨月刊第二十二卷第二期，2004年2月
27. 關景欣，「中國私募股權基金法律操作實務」，2008年3月
28. 蘇秀玲，「私募股權基金與融資收購問題初探」，證券暨期貨月刊第二十五卷第三期，2007年3月
29. BCG, “Global Wealth 2007”, 2007年9月
30. Blackstone, “Blackstone 上市公開說明書”，2007年6月21日

31. Djankov, Simeon; Glaeser, Edward; La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio and Shleifer, Andrei, “The new comparative economics”, Journal of Comparative Economics 31 (2003) 595–619
32. KKR, “KKR 上市公開說明書” , 2007 年 7 月
33. McKinsey Global Institute, “The New Power Brokers: Hedge Funds, and Shaping Global Capital” , 2007 年 10 月
34. Merrill Lynch & Cap Gemini, “World Wealth Report 2007” , 2007 年 6 月
35. Steven Dresner, “PIPEs: A Guide to Private Investments in Public Equity”, 2003
36. UK FSA, “Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement” , 2006 年 11 月



附 錄

附錄 一、清科研究中心簡介

清科集團每年協助 20 多家企業完成資金募集和併購，交易金額超過 2 億美元。行業涵蓋互聯網、通信、教育、健康醫療、消費、零售及服務業等方面。依托於具有豐富實踐經驗的專業團隊、深厚的行業知識、廣泛的投資人關係網絡，該集團致力於為中國高成長企業提供全方位融資、並購和重組方案，幫助企業共同成就創業夢想；同時協助創投機構尋找優秀項目，實現投資項目退出和在境內外募集投資基金。

清科研究中心定期發佈中國創業投資、私募股權投資、並購及海內外上市的季度/中期/年度研究報告，是目前創業投資與私募股權投資領域內發佈報告種類及頻率最多的研究中心，並掌握著領域內最全的數據庫資源。用戶包括國內外投資人、基金投資者、投資銀行、各大券商、政府機構、會計師事務所、律師事務所、企業家等等。另外清科集團從 2001 年起連續發佈中國創業投資暨私募股權投資年度排名榜單，現已成為業界廣泛認可的最權威的參考指標。

該集團於 2006 年募集成立創業投資基金，專注於投資具有高增長潛質中國企業。借助清科集團在國內強大的網絡資源，清科創投主要採取聯合投資的方式和國內外著名創投機構投資於中後期企業，同時，以領投或聯合領投的方式投資於早期的創業企業。清科創投投資的行業涉及互聯網、移動無線應用、數字媒體、健康醫療、能源環保、消費品、服務業及其他新興領域。清科集團目前在北京、上海、香港及硅谷均設有辦事機構。

附錄 二、清科研究中心行業定義

行業領域 (一級)	行業細分 (二級)	行業細分 (三級)	行業領域 (一級)	行業細分 (二級)	行業細分 (三級)	
廣義 IT	IT 服務	IT 諮詢	傳統行業	工程	無	
		託管服務		化工		
		其他		日常用品		
	互聯網	IPTV		互聯網服務		農業
				互聯網信息		材料
互聯網數字媒體				汽車		
社區				房地產		
半導體	IC 設計	搜索		物流		
		電子商務		食品與飲料		
		網絡教育		紡織		
		網絡遊戲		能源		
光電	IC 設備製造	其他		煙草		
		IC 測試與封裝		電子設備		
		其他		機械製造		
		其他	礦產			
計算器與 外設	外設	電腦	其他			
		網絡設備	服務業			
		其他	金融			
		其他	娛樂業			
軟件	基礎軟件	基礎軟件	旅遊			
		基礎軟件	酒店			
			教育與培訓			
			媒體			
			零售			
			廣告			
			諮詢			
			餐飲			
			其他			
			生技/健			
			生物工程			

行業領域 (一級)	行業細分 (二級)	行業細分 (三級)
		軟件外包 應用軟件 其他
	電信	固網增值服務 通信終端 通信設備 通信軟件 無線增值服務 運營商 其他
	廣電(數字電視)	內容提供商 終端設備 運營商
	其他	無

行業領域 (一級)	行業細分 (二級)	行業細分 (三級)
康		
	醫療服務	
	醫療設備	
	醫藥	
	其他	
其他高科技	新材料	
	新能源	
	環保	
	其他	

資料來源：清科研究中心

附錄 三、清科研究中心對基金策略之定義

基金策略	定義
成長資本 (Growth Capital)	投資於中後期的企業，投入的資本主要用於增加產量、銷量以及研發新產品，從而提升利潤空間。
併購基金 (Buyout Fund)	該基金的投資意在獲得企業的控制權。併購基金包含多種形式，其中槓桿收購 (Leverage Buyout) 頻繁獲得應用，MBO、MBI 便是其下的收購形式。
夾層基金 (Mezzanine Fund)	一種介於股權投資和債權投資之間，可以非常靈活地組合二者各自優勢的投資基金。此類基金投資者既受益於公司財務增長所帶來的股權收益，同時也兼顧了次級債權收益，其投資工具通常為次級債、可轉換債權和可轉換優先股等金融工具的組合。
基金的基金 (Fund of Funds)	以其他基金作為投資對象的投資基金
不良債權 (Distressed Debt)	大多數這類企業由於無法履行債務而導致破產或者瀕臨破產。不良債權的投資通常會將企業的控制向基金投資者轉移。
重振資本 (Turnaround Financing)	向業績不佳的企業投資，改善企業的經營狀況。這類企業一般處於傳統行業，出現財務危機或者處於重組中，但仍具有長期的市場生存能力。
私募投資上市公司股票 (PIPE)	只私募股權投資者通過協議轉讓或定向增發等形式直接購買上市公司股票，以非公開配售的形式讓購新上市企業股票也屬於這一範疇。

資料來源：清科研究中心