

【論著】

# 私募股權投資之營運績效 與發展趨勢



葉淑玲 ( 證基會  
處長 )

## 壹、前言

過去二十年來，私募股權市場為美國增長最快之公司融資市場。近來，美國最大的退休基金—加州公務員退休基金（Calpers）宣佈將從股市和債市撤離 290 億美元資金，投向私募股權投資市場、商品、房地產等其他投資工具<sup>1</sup>，可見此市場已為各國主管機關及機構投資者所重視。

私募股權投資在歐美日之發展，多年來已有長足之增長，尤以近年來更為活躍。觸角更深入亞洲市場，包括台灣、日本、中國大陸以及印度等其他未開發之市場，亦紛紛受到關注。

我國私募股權基金發展，過去由於受到法規之限制，均為外來私募股權基金之交易，並無本土性之案例存在。而較受矚目之外來私募股權基金有 2006 年新橋資本（New bridge Capital）買入台新金控 270 億台幣特別股，而後澳商麥格理銀行及其媒體集團（Macquarie Media Group）計畫從凱雷集團手中收購台灣寬頻通訊公司，以及凱雷收購日月光等案例。

因應世界潮流之趨勢，我國為讓企業經營有彈性，行政院於去（2007）年 6 月通過了有限合夥法<sup>2</sup>，提供新的商業組織形態，供投資者新的選擇。放寬上市櫃公司可基於功能需求投資「有限合夥組織」，企業可以排除公司法規定，強調功能性組合，組成不以永續經營為前提的有限合夥組織。此法之通過使我國金融業亦可設立本土性的私募股權基金進行投資，對我國創投業及私募股權市場而言，或將更有發

<sup>1</sup> 資料來源：Morning star news, 2007.12.18

<sup>2</sup> 詳參工商時報 96.6.28 據報導影響未來有限合夥組織型態經營者，約一萬四千多家。

展空間。

本文，針對私募股權投資之市場概況，以及其近年來在美國以及歐洲之營運績效、發展趨勢等方面，加以探討，俾供我國市場發展未來之參考。

## 貳、私募股權投資之定義與業界概況

### 一、定義

私募股權以投資未公開上市（櫃）公司發行之有價證券為其基本投資型態，其類型約可分為下列幾種：

#### （一）依獲利方法區分：

1. 積極參與未上市（櫃）公司之經營，提升該企業價值，最終目標在於推動該公司初次公開發行或賣給第三者，以實現其獲利。通常為了確保經營之主導權，多以取得經營權過半數為主。
2. 以未公開之上市（櫃）公司未來價值進行投資，其行為僅為單純之投資持股，與一般股東無異，係按市價投資，但並不參與未上市（櫃）公司之經營，此種情形以出資比例低者為多。

#### （二）以投資標的區分：

主要包括<sup>3</sup>：

1. 以投資創業期之企業為主之創投（Venture Capital, VC）。
2. 收購<sup>4</sup>基金：  
以標榜取得企業過半數以上，積極地參與成熟企業之經營，多以提昇企業之價值為目的，以 LBO 或 TOB 等方法將公開企業未公開化進行改革，這種案例亦頗多。
3. 對問題企業進行重整之「企業重整基金」。
4. 禿鷹投資（Vulture）：  
買進破產公司之債權，對公司進行解體後，提高公司之資產價值之投資。  
狹義的私募股權基金指上述「收購基金」及「企業重整基金」而言。

<sup>3</sup> 詳參安東泰志等，プライベートエクイティ投資の行動原理と市場へのインパクト，アナリストジャーナル Vol.44 No.12 2006.p8

<sup>4</sup> 所謂收購（buyout）一般可分為(1)管理收購（management buyout, MBO）及(2)融資收購（leveraged buyout, LBO）。管理收購主要是對成熟之企業連同其經營團隊之收購，即公司經營團隊接受金融機構之支援後，對自己公司股票或一事業部門進行收購之手法。融資收購則以自己較少的資金以及欲收購企業之資產或未來現金流量為擔保向銀行融資之方式。

## 二、參與主體

以美國私募股權市場之參與主體為例，與公募股權市場相同，亦分為融資者、仲介機構及投資者三類（陳崢嶸，2005）。

### （一）融資者

從二十世紀九〇年代中期以來，非創業的私募股權投資已經超過了創業投資，年銷售額在 2,500 萬至 5 億美元間之中等規模上市櫃公司，日益成為主要的私募股權融資者。而上市公司亦會成為私募股權市場上之融資者。透過發行債券和私募股權融資來為 MBO 或 LBO 進行融資，且可以藉此擺脫財務困境，規避公開發行所需之相關成本和資訊揭露義務。

### （二）仲介機構

美國私募股權市場上最重要之仲介機構即為有限合夥制企業。合夥制企業之合夥人分為兩類：

#### 1. 一般合夥人（General Partner，GP）：

主要為私募股權經理，負責尋找、組織和管理投資專案，通常出資只占合夥制企業資本之 1% 左右；

#### 2. 有限合夥人（Limited Partner，LP）：

主要為各種類型之機構投資者，提供絕大部分之資本，但卻並不直接參與合夥制企業之管理。

### （三）投資者

私募股權市場上有各種不同之投資者主體，以國外發展情形看來，以退休基金為最大，亦為增長最為迅速之投資者，其投資額約占私募股權投資餘額之 40%；其次為捐贈基金和基金會、銀行控股公司、以及高淨值客戶，其投資額各約占 10%。

## 三、業界概況

近年來，隨著全球金融趨勢之發展，私募股權投資對大型企業之收購即相當明顯。尤其 2005 年後，收購基金之規模急劇增加。依據 Financial Times (Jan.25, 2007, Thomson Financial) 資料顯示，以 Texas Pacific Group 之基金規模達 1,000 億美元最高、Blackstone Group、Kohlberg Kravis Roberts (KKR) 等亦達 900 多億美元緊接在後，而 Bain Capital Partners 及 Carlye Group 等亦均在 700~800 億美元以上。就此前五大私募股權投資而言，其收購企業數均在兩位數以上，合計達 92 家。詳參表一 2006 年全球前十大私募股權投資排行。

表一 2006 年全球前十大私募股權投資排行

排行	私募股權投資	基金規模 (億美元)	收購企業數
1	Texas Pacific Group	1,000	16
2	Blackstone Group	930.9	19
3	Kohlberg Kravis Roberts	923.2	13
4	Bain Capital Partners	847.6	12
5	Carlye Group	717.9	32
6	Thomas H Lee Partners	646.5	7
7	GS Capital Partners	557.7	6
8	Apollo Management	487.2	9
9	Cerberus Capital Management	341.8	9
10	Merrill Lynch Global Private Equity	325.1	2
全球私募股權投資合計		7,153.5	3,062

資料來源：Financial Times，Jan.25, 2007（資料原出處為 Thomson Financial）

再就美國、歐洲及亞太地區私募股權投資 M&A 之排名觀之，依據 2006 年 Thomson Financial 之資料顯示，美國業界之合計金額最高，達 4,026 億美元，約為歐洲 2,726 億美元之 1.5 倍、亞太地區 480 億美元之 8.4 倍；若以件數而言，歐洲 1,564 件則為美國 1,157 件之 1.4 倍、亞太地區 271 件之 5.8 倍。詳參表二 2006 年美國、歐洲及亞太地區之私募股權投資之 M&A 排名。

表二 2006 年美國、歐洲及亞太地區之私募股權投資之 M&amp;A 排名

美國	M&A 金額 (億美元)	件數
Blackstone	853	12
Texas Pacific	819	11
Bain Capital Partners	747	9
Thomas H Lee Partners	534	6
Goldman Sachs	512	5
Carlye	500	14
Apollo Management	449	7
Kohlberg Kravis Roberts	445	3
Merrill Lynch	359	3
Cerberus Capital Management	286	4
業界合計	4,026	1,157

歐洲	M&A 金額 (億美元)	件數
Kohlberg Kravis Roberts	275	5
3i Group	259	25
AlpInvest Partners	208	3
Apax Partners	197	11
Goldman Sachs International	173	3
Carlye	149	8
Cinven	124	6
Hellman & Friedman	122	3
Contracted Services	113	1
Thomas H Lee Partners	113	1
業界合計	2,726	1,564

亞太地區	M&A 金額 (億美元)	件數
Texas Pacific	120	3
Macquarie Bank	113	2
Allco Equity partners	111	3
Onex	110	1
Carlyle	80	6
CVC Capital Partners	75	4
Kohlberg Kravis Roberts	52	4
Goldman Sachs capital Partners	40	2
Allianz Capital Partners	39	2
MBK Partners	17	3
業界合計	480	271

資料來源：Financial Times Dec. 27, 2006

\*截至 2006 年 12 月 20 日 (資料原出處為 Thomson Financial)

### 參、私募股權投資之績效

近年來，美國有鑑於其資本市場競爭力降低，於 2006 年 11 月 30 日提出「資本市場管制委員會 (Committee on Capital markets Regulation)」報告，該報告指出：1980 年私募股權投資 (Private equity firms, PE firm) 幾乎並不存在，而 2005 年由於私募股權投資對上市公司之收購，使得上市公司下市者已超過 2,000 億美元。

自 2003 年起，美國證券市場對私募股權投資之資金流入額已超過對投資信託 (Investment Trust) 之現金淨流入額。隨著私募股權投資對上市企業收購之增加，

因公開收購使得上市公司下市之企業市價總額，較公開收購之企業收購總額超出 25%。

### 一、私募股權投資 IPO 的績效

Jerry Cao and Josh Lerner (2006) 以 1980-2002 上市後 3 年間之年平均內部報酬率 (Internal Rate of Return, IRR)，與單純 IPO 企業之報酬率做比較，發現：私募股權投資之 IPO 較單純 IPO 之年報酬率之平均值高出 37% 以上，顯示私募股權基金投資績效較單純 IPO 佳。詳參表三私募股權投資之 IPO 與單純 IPO 之績效比較。

表三 私募股權投資之 IPO 與單純 IPO 之績效比較

年	私募股權投資之 IPO		單純 IPO	
	件數	IRR <sup>*1</sup>	件數	IRR <sup>*1</sup>
1980	3	184.19	56	57.41
1981	1	-54.93	174	21.92
1982	0		65	11.60
1983	6	18.17	344	19.60
1984	2	65.63	185	30.13
1985	7	39.41	172	2.84
1986	18	51.79	337	5.57
1987	23	78.87	258	-10.54
1988	3	-64.42	121	12.72
1989	2	43.11	117	27.66
1990	8	50.26	94	23.78
1991	22	51.21	189	29.28
1992	64	53.08	245	19.81
1993	40	89.75	401	26.10
1994	26	61.44	313	56.62
1995	16	61.00	286	19.16
1996	25	46.95	428	8.09
1997	33	8.40	280	78.98
1998	26	13.67	180	28.09
1999	32	-36.09	290	-38.80
2000	29	-30.34	186	-60.55
2001	21	23.26	54	40.45
2002	21	82.28	66	60.58
平均值	18.61	57.87	210.48	20.46

註<sup>\*1</sup>：IRR 為上市後 3 年間之年平均內部報酬率

資料來源：Jerry Cao and Josh Lerner, "The Performance of Reverse Leveraged Buyouts", Boston College、Harvard University and National Bureau of Economic Research, Oct.15, 2006

## 二、美國私募股權投資之報酬

再以美國私募股權投資之報酬而言，PME (Public Market Equivalent) 為將 S&P 500 之報酬率想像為市場全體之報酬率之基金之相對報酬率。與基金之報酬率比較之指標若大於 1，則表示較市場全體之報酬率為高。依據 表四 美國私募股權投資之報酬之資料顯示，所有基金之內部投資報酬率 IRR 之單純平均中，收購基金 PME 之平均值達 0.97，與所有基金及創投基金績效表現相當。顯示收購基金之營運績效，當扣除其營運手續費後並沒有特別好。若就基金規模之加權平均而言，創投基金的營運績效平均值顯然在 PME 有較佳的表現。

表四 美國私募股權投資之報酬

單純平均 (Equal weighted Performance measures)				
		所有基金	創投基金	收購基金
IRR <sup>*1</sup>	中間值	0.12	0.11	0.13
	平均值	0.17	0.17	0.18
PME <sup>*2</sup>	中間值	0.74	0.66	0.80
	平均值	0.96	0.96	0.97
基金數		746	577	169

基金規模之加權平均 (Size Weighted Performance Measures)				
		所有基金	創投基金	收購基金
IRR <sup>*1</sup>	中間值	0.12	0.13	0.13
	平均值	0.18	0.17	0.18
PME <sup>*2</sup>	中間值	0.82	0.92	0.83
	平均值	1.05	1.21	0.93
基金數		746	577	169

註<sup>\*1</sup>：IRR (Internal rate of return)

<sup>\*2</sup>：PME (Public Market Equivalent)：將 S&P 500 之報酬率想像為市場全體之報酬率之基金之相對報酬率。若大於 1 則基金之報酬率較市場全體之報酬率為高之指標

資料來源：Steve and Antoinette Schoar, Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows, Apr. 11, 2004

## 三、歐洲私募股權投資之報酬率

以歐洲私募股權投資之累積內部報酬率 (Accumulated IRR) 而言，收購基金之上限平均值最佳，達 37.6%；而私募股權投資基金之上限平均值亦高達 29.1%，顯

示投資報酬率極佳；就其報酬率之中間值及下限平均值而言就相當低，且就下限平均值而言甚至為負值，顯示對私募股權投資進行之分析不可不慎。詳參表五 歐洲私募股權投資之報酬率。

表五 歐洲私募股權投資之報酬率\*

單位(%)

	上限平均值 (Upper average)	中間值 (Median)	下限平均值 (lower average)
創投基金	23.5	-0.6	-20.4
收購基金	37.6	7.4	-10.2
私募股權投資基金合計	29.1	0.3	-17.0

註\*2006 年底之累積內部報酬率 (Accumulative IRRs)

資料來源：Financial Times，Mar. 13, 2007

以上就私募股權投資之 IPO 與單純 IPO 之績效比較，以及美國與歐洲之私募股權投資之報酬進行分析後。另 Financial Times 刊登英國 Centre for Management Buy-out Research 發表了對私募股權投資在 MBI (Management Buy-in)，以及 MBO (Management Buy-out) 後之員工雇用情形分析。

所謂 MBI 為 MBO 之一種類型，當收購基金之投資者收購企業後，請外部經營者進行整頓之方式；<sup>5</sup>而 MBO 則主要是對成熟之企業連同其經營團隊之收購，即公司經營團隊接受金融機構之支援後，對自己公司股票或一事業部門進行收購之手法。

總之，即當外部經營陣營對企業之收購 (MBI)，及現有經營陣營對企業之收購 (MBO) 後，就員工之雇用情形，Centre for Management Buy-out Research 發表研究結果如下：

在經過五年之觀察後，特別是現有經營陣營對企業之收購後之僱用，收購後第一年之僱用成長率為負數；第二年成長近 3%；至第四及第五年則達 20%以上之成長。而就外部經營陣營對企業之收購後員工之僱用情形觀之，第一年為 10.22%之負成長；至第四第五年之正的成長均不顯現；而就平均僱用成長率而言，截至第三年，雖其平均僱用仍為負成長，但至第四及第五年時均達 10%以上之成長。顯示 MBO 及 MBI 對企業員工之僱用顯現正面之影響效果，詳參表六 1999-2004 年 MBO、MBI 後僱用情形之演變。

<sup>5</sup> 詳參 IT 情報マネジメント用語事典，<http://www.atmarket.co.jp/aig/04biz/mbi.html>



表六 1999-2004 年 MBO、MBI 後僱用情形之演變

	經過年數 (年)				
	1	2	3	4	5
MBO 後僱用情形之成長 (%)	-2.28	2.96	7.46	21.43	26.02
企業數	319	301	283	241	188
MBI 後僱用情形之成長 (%)	-10.22	-9.70	-11.10	-3.35	-5.02
企業數	120	112	104	87	59
上述僱用情形之平均成長 (%)	-6.01	-3.03	-1.25	11.78	13.61
企業數合計	439	413	387	328	247

資料來源：Financial Times，Feb.26, 2007

## 肆、私募股權投資之發展與影響

接下來，就私募股權投資近年來之發展情形，可從特殊目的收購公司（Special Purpose Acquisition Companies, SPACs）之上市、美國「規則 144A (Rule 144A)」證券市場與 PORTAL Trading system、私募股權基金之上市及其上市後之影響為分析。

### 一、特殊目的收購公司（SPACs）之上市

通常，SPACs 本身並不從事特定之業務，其成立僅以收購未公開發行公司為其主要目的，以 IPO 之型式從股票市場向投資者募集資金。對投資者而言，其優點較私募股權投資更能於短期間回收；而投資資訊往往僅有 SPACs 設立者之能力及技能等之評論而無其他投資判斷之素材，又，通常，因為 SPACs 之目標收購者為一家公司，故其缺點為無法分散風險。<sup>6</sup>

簡單而言，即公司發起人（sponsor）將公司於證管會登記並進行 IPO SPACs，通常花 18-24 個月期間，選定併購對象進行併購，期間需有八成以上股東贊成，否則 SPACs 將被解散，而 IPO 之資金扣除上市相關費用後還給股東。

2003 年起，以企業收購為目的之特殊目的收購公司 SPACs 之上市特別活躍。

此舉並已受到美國證管會之注意，並對 SPACs 進行監理。2005 年美國證券交易所（American Stock Exchange）核准 SPACs 之上市，而紐約證券交易所及 NASDAQ 交易所則較不積極。<sup>7</sup>

依據 Fortune 及 The Wall Street Journal 資料顯示，自 2004 年至 2007 年第一季 SPACs 之上市總件數為 82 件，規模達 60 億美元。

<sup>6</sup> 岩谷賢伸，米国における SPAC の活用を巡る議論，資本市場クォーターリー2008年冬号

<sup>7</sup> 同註5。

## 二、美國「規則 144A (Rule 144A)」證券市場與 PORTAL Trading system

近來，美國證券市場亦有所謂「規則 144A 證券」之發行，並有增加之傾向。此證券之發行即依據 1933 年證券法 (The securities Act of 1933) 發行的固定收益證券<sup>8</sup>，此市場規模擴大，乃僅限由機構投資者如銀行、保險公司、財團法人、投資信託等方得以進行買賣之私募證券市場。「規則 144A」規定投資額須達一億美元以上額度之機構投資者，即適任之機構投資購入者 (Qualified Institutional Buyers, QIB) 方可以投資。

對企業而言，「規則 144A 證券」之發行，其所以具魅力之理由，乃因除了通常在交易所上市之資金募集較證券公司之手續費低外，對證管會之登錄之手續以及對沙賓法案之因應上，成本亦均較為低廉。

過去五年來，「規則 144A」證券市場在美國證券史上確實有實質之成長，2006 年出現首次「規則 144A」證券發行之規模，較美國國內三大證券交易所上市企業之資金募集額度為高之紀錄。因應「規則 144A」證券市場之擴大，美國投資銀行及交易所為了活絡交易市場，尤其 NASDAQ 設置了「規則 144A」證券交易之交易平台--PORTAL Trading system，使交易更具效率及透明度，並改善了其流動性。

除此之外，Goldman Sachs 更因應非上市股票市場之需求，於 2007 年 5 月 23 日創設了 GS TruE (Tradable Unregistered equity) 之電子交易市場，花旗集團等 5 家開設了 OPUS-5 等，提供對「規則 144A」證券之承銷、市場之造市以及對投資者家數之監視機能。而相對於 PORTAL Trading system 平台，則有投資對沖基金、私募股權 firm 及私募股權基金等之企業開始慢慢的在此平台進行登錄。<sup>9</sup>

許多國際級之企業發現，藉由 NASDAQ 之 PORTAL Trading system 與「規則 144A」之證券發行有許多優點，即外國公司得以讓股票公開並在美國市場交易，為踏入美國市場之第一步。故於 2007 年全球 Top 10 企業就有 4 家利用「規則 144A」籌措資金；於 2007 年全球利用 144A 募集資金者更超過 1.5 兆美元。<sup>10</sup>

## 三、私募股權基金之上市

美國證券市場隨著 SPACs 上市之增加，2004 年起各家私募股權基金策略有所改變，即競相讓基金上市。就已經上市之基金而言，有 RHJ International 於 2005 年 3 月於布魯塞爾 (Bruxelles) 上市，KKR 於 2006 年 5 月及 Apollo Management 2006

<sup>8</sup> 詳參 Rule 144A from Wikipedia, [http://en.wikipedia.org/wiki/Rule\\_144A](http://en.wikipedia.org/wiki/Rule_144A)

<sup>9</sup> 岩谷賢伸，米国規則 144A 証券市場において相次ぐ取引プラットフォームの開設，資本市場クォーターリー-2007 年秋号

<sup>10</sup> The benefits of 144A for public and private companies, PORTAL 網站，2008.3.4.瀏覽

年 8 月於阿姆斯特丹上市；2007 年 2 月 9 日總運用資產達 300 億美元之 Fortless Investment Group 之私募股權基金於紐約證券交易所上市，賣出其 9%之股權，另外，Black Stone group 於 2007 年 3 月向美國證管會申請部分上市。<sup>11</sup>接著，凱雷（Carlye）集團之上市亦在評估中。其主要的參加者並非來自民間或政府，而是多由華爾街之投資銀行而來。

#### 四、私募股權基金上市後之影響

在私募股權基金之上市蔚為風潮後，對這些基金公司之影響為何？以 Fortless Investment Group 為例，其股票公開與一般股份有限公司之公開相同，即與一般上市企業受到相同之待遇、同樣的資訊揭露以及法規遵循等相關規定。

以 Black Stone group 之上市為例，其組織型態為有限合夥人 LP，採 ADR 方式於美國紐約證券交易所上市，故對美國證管會每季之揭露較其他上市公司不同。就獨立董事之選任而言，亦毋須過半，就 4 名以外加選另 3 名獨立董事即可，即舊有的經營陣營，除了可以充分維持其經營權外，亦毋須另外設立報酬委員會；而 ADR 所有者在股東大會之投票權益受到各種不同之限制，例如：對董事之選任無投票權，而 ADR 所有者對 Black Stone group 之經營陣營或合夥者具可以獲得現金股利之優先權，且至 2009 年底；另外，在課稅方面，亦較一般上市企業優惠，例如：無須繳法人稅等。

#### 伍、結語

依據美國「資本市場管制委員會」報告，近年來，美國市場未公開發行股票市場之活躍成長，值得注意。例如：外國企業在美國市場之資金募集，私募已為主流，2005 年外國企業之私募有 186 件，約 830 億美元；公募卻僅 34 件，53 億美元；而私募股權基金對市場併購，使得上市企業下市之情形急劇之增加。

報告指出：美國自 2004 年施行沙賓法案，企業遵行成本增加，施行當年企業平均負擔成本高達 436 萬美元；又，訴訟費用之負擔方面，1995 年訴訟成本為 1.5 億美元，而至 2005 年卻高達 35 億美元。<sup>12</sup>以上種種均為美國證券市場競爭力降低之重要原因。

隨著全球金融局勢之發展，由本文對國際間私募股權投資之發展與營運績效之結果分析，歸納下列發展重點，值得未來觀察與注意。

<sup>11</sup> 依據中國時報 96 年 3 月 24 日財經焦點 B1 版「全球第一大私募基金黑石，其管理公司 22 日向美國證期會申請部分上市。---預期將引起其他私募基金仿效。過去幾年，私募基金以財務槓桿操作，收購全球上市公司股權，總計讓市值 6 千億美元的公司下市。如今讓人家下市的黑石，反而走上上市一途，「充滿了諷刺」，美國《財星雜誌》形容。」

<sup>12</sup> 詳參 [www.capmksreg.org](http://www.capmksreg.org)

- 一、2005 年後收購基金之資金募集規模急劇增加，私募股權投資對大型企業之收購即相當明顯。以 Texas Pacific Group 之基金為首之前五大私募股權投資而言，其收購企業數達 92 家。(詳參表一)
- 二、就私募股權投資 M&A 之排名而言，以美國業界之合計金額最高，歐洲次之；就私募股權投資對上市公司之併購使得上市公司下市者觀之，於 2005 年已超過 2,000 億美元。(詳參表二)
- 三、依美國「資本市場管制委員會」報告，自 2003 年起，美國證券市場對私募股權投資之資金流入額已超過對投資信託之現金淨流入額。因公開收購使得上市公司下市之企業市價總額，較公開收購之企業收購總額超出 25%。
- 四、就投資績效而言，依 Jerry Cao and Josh Lerner (2006) 研究發現私募股權投資之 IPO 較單純 IPO 之年報酬率之平均值高達 37% 以上，顯示私募股權基金投資績效較單純 IPO 佳 (詳參表三)。而依 Steve and Antoinette Schoar (2004) 研究發現收購基金之營運績效，並沒有特別好；就基金規模之加權平均而言，亦同。(詳參表四) 就歐洲私募股權投資之報酬率而言，亦相當的不穩定，顯示對私募股權投資進行之分析不可不慎。(詳參表五)
- 五、再就私募股權投資在 MBI 以及 MBO 後之雇用情形分析，顯示 MBO 及 MBI 對企業員工之雇用顯現正面之影響效果。(詳參表六)
- 六、以企業收購為目的之特殊目的收購公司 SPACs 之上市，近年來特別活躍並受到矚目。
- 七、僅限由機構投資者方得以進行買賣之「規則 144A」證券，由於對證管會之登錄、對沙賓法案之因應方面，成本較低以及受到企業之青睞，2006 年美國證券史上第一次「規則 144A」證券發行額度已有超越其國內三大證券交易所上市企業之資金額度之紀錄，值得注意。
- 八、隨著美國「規則 144A」證券市場規模之擴大，以及電子交易系統之擴充與機能之提升，未來市場之發展值得關注。
- 九、由私募股權基金之上市觀之，其揭露方式雖有被要求與一般上市公司無異者；但亦有由於其組織型態為有限合夥人 LP 之型式、可以以 ADR 型式上市，得以規避交易所之管理規定以及課稅方面較具優惠等，較一般上市企業具彈性，故亦為其紛紛積極準備上市之原因所在。

#### 陸、參考資料：

- 一、陳崢嶸，私募股權市場與我國中小企業融資環境改善，高科技與產業化，No.6. 2005 年 6 月 1 日
- 二、Jerry Cao and Josh Lerner, The Performance of Reverse Leveraged Buyouts, Boston College、Harvard University and National Bureau of Economic Research, Oct.15, 2006

- 三、Steve and Antoinette Schoar, Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows, Apr. 11, 2004
- 四、Committee on Capital Markets Regulation
- 五、安東泰志等，プライベートエクイティ投資の行動原理と市場へのインパクト，アナリストジャーナル Vol.44 No.12 2006.
- 六、岩谷賢伸，米国における SPAC の活用を巡る議論，資本市場クォーターリー 2008 年冬号
- 七、岩谷賢伸，米国規則 144A 証券市場において相次ぐ取引プラットフォームの開設，資本市場クォーターリー 2007 年秋号
- 八、中國時報 96 年 3 月 24 日財經焦點 B1 版
- 九、中國時報 96 年 6 月 28 日
- 十、Morning star news, 2007. 12. 18
- 十一、Financial Times Dec. 27, 2006
- 十二、Financial Times, Mar. 13, 2007
- 十三、Financial Times, Feb. 26, 2007
- 十四、Financial Times Jan. 25, 2007
- 十五、[http://en.wikipedia.org/wiki/Rule\\_144A](http://en.wikipedia.org/wiki/Rule_144A)
- 十六、The benefits of 144A for public and private companies，PORTAL 網站
- 十七、[www.capmksreg.org](http://www.capmksreg.org)
- 十八、<http://www.atmarket.co.jp/aig/04biz/mbi.html>