

## 「外國私募股權基金對我國資本市場暨股東權益之影響」座談會

前言：

2005年全球併購交易金額高達2.9兆美元，其中，私募股權基金參與的交易就佔了17%。近年來國際私募股權基金大舉收購亞洲資產，包括日本、香港、美國等先進國家，仍然將國際私募股權基金等同於一般外資，並未設立特殊的准入門檻，我國現今法令對於公開收購規範，除針對特定行業限制保護股權結構外，也沒有相關條文禁止。

為使投資大眾瞭解私募股權基金對於資本市場的影響，及其衍生問題（如內線交易等）的防範，中華民國證券暨期貨市場發展基金會特與本報合辦「外國私募股權基金對我國資本市場暨股東權益之影響」座談會，加強宣導社會大眾對私募股權基金認識。

時間：96年9月14日

主持人：丁克華（證基會 董事長）

與談人：楊子江（滙宏顧問公司 董事長）

吳當傑（行政院金融監督管理委員會證券期貨局 局長）

葉銀華（輔仁大學金融研究所 所長）

杜英宗（台灣花旗環球財務管理顧問有限公司 董事長）

黃日燦（眾達國際法律事務所 主持律師）

蘇松欽（臺灣證券交易所 總經理）

吳裕群（財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心 總經理）

吳復興（證券投資人及期貨交易人保護中心 副總經理）

紀錄：記者李娟萍、許維真

攝影：胡聖堤



## 丁克華：

私募基金凱雷集團併購日月光一案，對產業、經濟的影響層面大，引起國內廣泛的討論，此案雖然未成功，但私募基金併購國內上市櫃公司後下市，究竟該如何面對，是一新的課題。

私募基金為何要買台灣的上市櫃公司？原因不外有二，一是台灣的股價便宜，二是國內的利率低，融資成本低。

綜合與會者的看法，如果未來要調整法令，必須有一配套機制，且要全面性調整，否則一動不如一靜；至於資訊揭露問題，在私募基金與公司大股東談判決定過程中，就應釋出一些內容，讓一般投資人了解。

## 楊子江：

看待私募基金，應以平常心，不用神化他，私募基金也不過是投資的一種， 私募基在國外是稀鬆平常的，即使引發一些問題，現行法令已可管理。

基本上，私募基金是中性的，只是投資工具。不過，政府對私募基金收購行為，還是可以表示意見，類似日月光的案件，對某些產業有重大影響者，是否可以賣給外國人？我是持保守看法。

此外，我也主張資訊要揭露，且要對等揭露，以及加強公司治理，相關資訊如沒有及時且對等揭露，將誤導一般投資人對風險的判斷，並可能造成可觀的損失。

## 吳當傑：

私募基金併購國內企業案，政府注意的是資訊的對稱性、透明化，以此標準看任何個案。對於私募基金收購大型企業，政府的作法不是防堵，而是因勢利導。

要注意的是，私募基金對資本市場的影響，例如財務結構的變化、股東權益的影響，收購過程有無利益迴避，有無把過程全程揭露，告訴股東，核心是資訊透明化問題。

私募基金併購國內企業是合意收購，開始是與內部人談判，此一過程，從上市櫃公司監理角度，是否應提早揭露資訊，例如公開收購人的關係、收購價格怎麼訂定及過程、未來營運計畫、事先是否有買入（Buy out）協議等，宜審慎考慮。

## 葉銀華：

私募股權（PE）基金在台灣進行的收購，多是與大股東聯手的融資加管理層收購（LBO + MBO），衍生出併購談判過程中是否能有排他權、相關資訊揭露，以及到大股東在股東會上是否適用表決權迴避原則等問題。

依目前企業併購法的規定，PE基金只要買到目標公司50.1% 股權，並有二分之一以上出席、且獲得三分之二出席者的同意，便可對逕自進行現金合併，對於認為收購價不合理而不願出售的小股東來說，權益未獲妥善保障。

美國上市企業因為股權分散程度高，不像台灣上市公司大股東動輒擁有三、四成的控制權，PE與大股東攜手很容易便可達50.1% 持股的門檻，因此台灣目前見到的L+MBO案中，

收購價的溢價比例都低於10%，加上台灣公司董事會內部化的情況嚴重，無法對大小股東的利益一視同仁，而收購談判過程中相關資訊揭露不足，容易誤導投資人。

### 杜英宗：

我國對於股東權益保障的相關法令規範應該要有一個完整、一致的架構，我最反對因為對各國國情不夠了解、東拼西湊所產生的怪物，也不贊成對於PE發動的併購門檻，從現行的過半提高到三分之二，不管是對PE、策略性投資人，併購法規應該一體適用。

但併購談判過程中，重要資訊（包括大股東與PE基金私相授受的條件）都必須對外揭露。另外，國外的做法中，沒有所謂「排他議約」（exclusivity）的東西，董事會接到收購要約後，必須開放Go-shop期間，看看市場上是否有人要以更高的價格和條件，對公司進行收購，確認股東拿到是最好的deal（案子），這是董事會的責任之一。

至於PE因為高舉債比例所引發資本弱化問題，我認為，應該尊重銀行專業判斷，讓PE和參與銀行團自己協商，私領域可以決定的事，公領域最好不要干涉。

### 黃日燦：

1960年代的PE基金是大家族的私人投資公司，到了80年代變成幾個很聰明的人、用很少的資金加大量的垃圾債券，介入一些所謂昏昏欲睡的企業，把其支解或脫胎換骨，也因此被外界冠上禿鷹的外號。但是，現在財務資訊揭露的程度已經不可同日而語，加上大部分PE的投資人組成特質不同，本世紀以來的投資案中，我還沒見到任何一隻禿鷹出現。

如今看到PE引發諸多法律問題，其實也突顯法令本身的不合時宜與矛盾，但這不僅發生在PE身上。像排他議約就是不合法，重要資訊的揭露也不能揭露一半，如果有投資人因而受損，目前是有機制可以去告的，只是投資人知不知道自己有这样的權益。

### 蘇松欽：

上市櫃公司成為私募股權基金的目標，對台灣造成相當大的影響。以凱雷併購日月光來說，日月光為市值排名台灣前50大的公司，類似這樣的大型公司下市，會影響台灣資本市場發展。

上市公司願意被收購，涉及投資大陸金融40%上限問題，目前在大陸有投資的492家上市公司中，瀕臨投資上限者133家，這些企業在取得私募基金的支援後，可擴展大陸新業務。

私募基金併購企業和內線交易其實是沒有關係，如果在收購過程中，有內線交易，多是在洽談時，董監事提早獲得資訊，讓有心的內部人士有套利空間，因此應加強公司治理，養成被收購者的道德觀念。

## 吳裕群：

私募基金鎖定大型公司，且要下市，與早年的借殼上市不同，因為借殼上市不會下市，且背後的人是誰，主管單位比較清楚。

私募基金介入公司經營，應與內線交易問題分開來看，政府單位應對企業加強內線交易宣導，目前相關單位正在草擬「重大訊息標準作業程序」，要求企業併購在到達一定的程序時，主動對小股東作一說明；企業如要避免併購產生的負面形象，大股東也應對小股東及員工有所承諾。

## 吳復興：

企業如果能引進好的私募基金，對公司治理很有幫助。勁永引進一個日本的私募基金，對公司有大幅提升，滿三年可以退場，日本股東已賺了三倍，是引進私募基金，創造三贏局面的案例。

大股東與私募基金私下協議，併購過程、併購決定及收購價格，不是小股東能決定的，最多只能提反對意見，請求法院以公平價格來收購，像美商凱雷收購東森媒體科技股權，對小股東的收購價格是每股26元，大股東是32.5元，法院最後裁定是以32.5元收購。

從此案來看，如果未來企業併購法能增訂合併無效訴訟的規定，一旦有案件發生，收購價格對小股東不利的情形時，對小股東收購價格是低估的，小股東則可以主張併購無效。