

**2020台灣私募股權基金白皮書**  
台灣私募股權基金市場回顧與展望

# 目錄

## 序文

### 2019全球私募股權基金發展趨勢及發現

### 私募股權基金近期在台灣之活動及發現

### 私募股權基金在台灣之熱門議題

開放投信業及證券商從事私募股權基金相關業務之現況

私募股權基金作為引導機構投資者投入國內實業的角色

私募股權基金的監管議題

### COVID-19疫情對於私募股權基金的影响

疫情後的「新常態」，私募股權基金的應對之道

「新常態」下的企業併購策略與私募股權基金的合作

私募股權基金對於國內新能源事業發展的持續投入

### 總結與展望



## 序文

2019年台灣私募股權基金投資活動趨緩，相較2018年歷史新高的31件交易案及第二高的交易總額24.3億美元，2019年交易案僅18件，交易總額約為18億美元；然而，截至2020上半年，案件總數已達16件，總交易金額約6.1億美元。雖然16件交易其中有一半是交易金額小於3千萬美元VC性質的交易案，但東博資本以4.3億美元私有化昂寶、AMP Capital以夾層融資的方式挹注上緯新能源1.45億美元興建Formosa II等案件表示具代表性大型傳統PE性質案件仍維持熱度。此外，東博資本在2020年7月31日又以1.4億美元收購聯發科旗下的LCD驅動IC廠奕力科技，再度顯示儘管受到COVID-19疫情影響，私募股權基金交易仍是資本市場的主要活動之一。

在台灣併購與私募股權協會的支持下，本次勤業眾信聯合會計師事務所 / 德勤財務顧問股份有限公司拜會包含私募股權基金之專家、企業界的有經驗人士以及相關主管機關，透過與上述專業人士之訪談，希望能提供社會各界更多關於台灣私募股權基金的不同面向觀察及觀點。

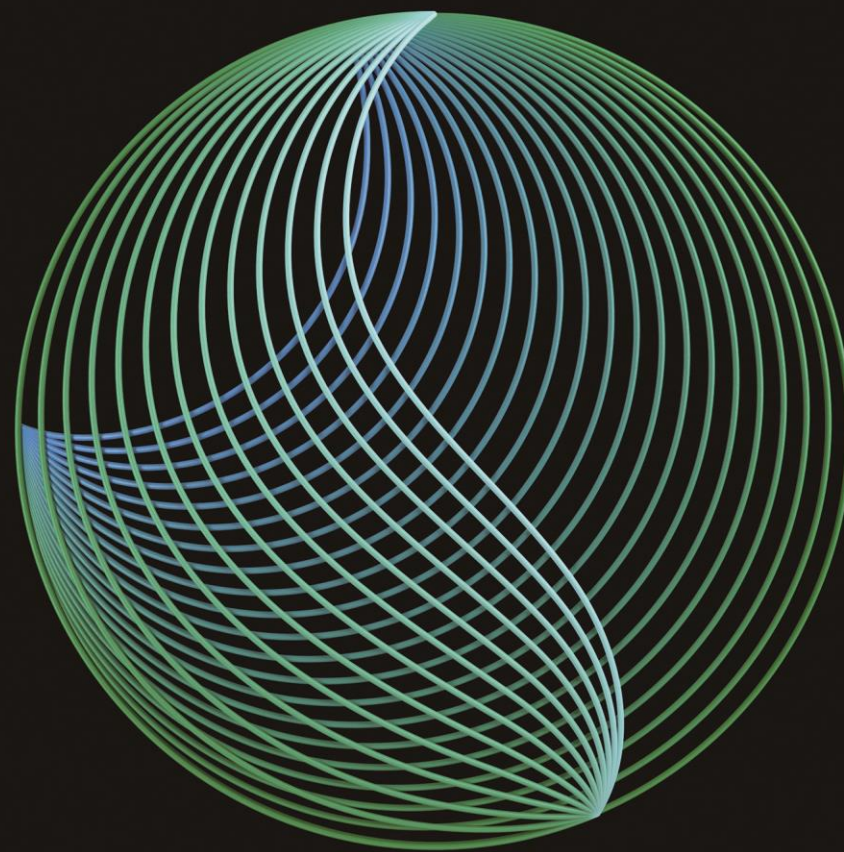
近期觀察到的私募股權基金在台灣熱門議題包含「開放投信業及證券商從事私募股權基金相關業務之現況」、「私募股權基金作為引導機構投資者投入國內實業的角色」、「私募股權基金的監管議題」。其中關於台灣私募股權基金的監管，一直是各界關注的焦點；國發會主委龔明鑫也在今年8月底的論壇中表示，如果有需要，國發會願意擔任私募股權基金的主管機關。我們也就相關議題拜訪國發會長官，了解更多未來對於私募股權基金監管的規劃想法。

至於今年初的COVID-19疫情，對於整體經濟環境造成顛覆性的影響，私募股權基金自然也必須有應對之道。我們透過業界人士訪談，整理出台灣私募股權基金在疫情下的投資及營運策略，搭配各方觀點供讀者參考；此外，面對疫情後的「新常態」，德勤全球提出「新常態」下的企業併購策略架構，我們也整理相關策略與私募股權基金的可能合作模式，期待能促進更多合作機會。最後，私募股權基金對於國內新能源事業發展仍持續投入，我們也看到私募股權基金積極參與國內離岸風電建設、太陽能電廠投資、智慧儲能等事業發展。

感謝參與訪談的各界專業人士分享其觀察及實務經驗，台灣併購與私募股權協會及勤業眾信聯合會計師事務所/德勤財務顧問股份有限公司期待藉此白皮書的推出，使社會各界能更了解台灣私募股權基金的發展現況及其對於企業經營可能提供的助力，創造私募股權基金及台灣企業雙贏之局面。



# 2019全球私募股權基金 發展趨勢及發現



## 2019年全球私募股權基金之活動及觀察

### 募資回溫

2019年私募股權基金募資總額達到6,240億美金。美國強勁募資表現有效彌補亞太地區募資金額的減少。而全球總體經濟發展趨緩及地區性政治因素提高了公開市場投資的困難和不確定性，促使追求超額報酬的投資者投入更多資金至私募股權基金。

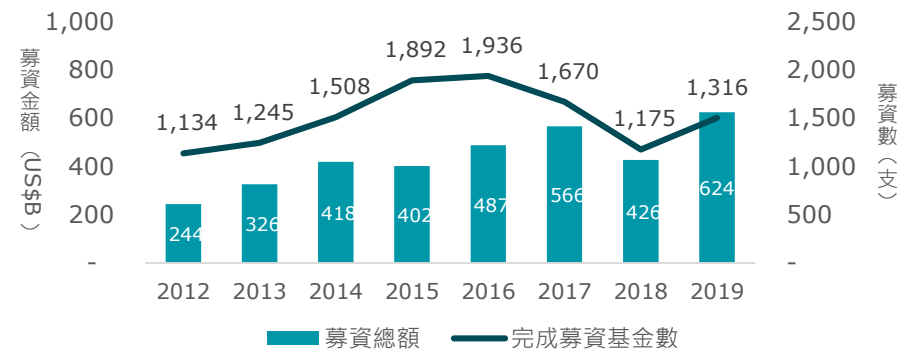
美國頂尖私募股權基金的投資表現仍較公開市場優異許多，歐洲及亞太地區私募股權基金的投資報酬率，不論短期或長期也顯著優於公開市場。

### 可支配資金持續增加

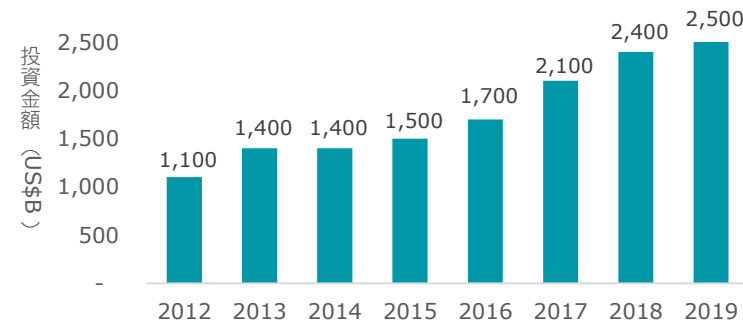
2019年因投資人持續投入大量資金，且出場總金額略低於2018年，使得私募股權基金的可支配資金（Dry Powder）持續成長。

截至2019年底，全球私募股權基金的可支配資金達2.5兆美元，突破2018年的歷史紀錄。併購基金（Buyout Fund）擁有8,320億美元的可支配資金，搭配美國資金借貸便利和低利率可進行更多併購交易，為投資者創造更多報酬。

圖一：全球私募股權基金募資概況（2012-2019）



圖二：全球私募股權基金可支配資金（2012-2019）



資料來源：Preqin, Bain & Company

## 2019年全球私募股權基金之活動及觀察（續）

### 贏家通吃

延續往年「贏家通吃，大者恆大」的趨勢，私募股權基金產業近年來顯示出以下特點：

1. 併購型（Buyout）私募股權基金募資金額佔比逐年提高，2019年佔募資總額的40%。
2. 募資期間差異大，領先的私募機構可於一年內完成募資（70%併購型基金約耗時半年），而投資報酬不佳的私募機構募資期間最長可達三年。
3. 募資金額成長差異大，頂尖私募機構於2019年所募得的資金，相較2006年至少成長70%，而其他私募機構僅約40%。
4. 產業聚焦：相較一般私募機構，頂尖私募機構專注於機構本身熟悉的產業。

### 市場過熱，競爭加劇

因可支配資金增加和優質投資標的有限，投資市場的競爭愈來愈激烈，也反應在投資標的市場價格偏高。而市場價格偏高不只增加私募機構獲取超額報酬的難度，也是許多投資市場的主要顧慮之一。

### 合資投資案增加

2019年合資型投資佔併購交易的比例從2018年的8%提升至2019年的10%，對於有限合夥人（Limited Partner, LP）而言，不用自行尋找投資標的和進行盡職調查是主要誘因；而對普通合夥人（General Partner, GP）而言，透過合資進行更大的交易案和與有限合夥人建立合作關係則是主要考量。著名私募機構如Blackstone、EQT和BC Partner皆決定將合資型投資列為長期計畫。

表一：2019 前十大完成資金募集之私募股權基金

募集基金	募資規模	類型	區域
Blackstone Capital Partners VIII	\$26.2	Buyout	北美
Advent International GPE IX	\$17.5	Buyout	歐洲及北美
Vista Equity Partners VII	\$16	Buyout	北美
Permira VII	\$12.3	Buyout	歐洲
Green Equity Investors VIII	\$12	Buyout	北美
TPG Partners VIII	\$11.5	Buyout	歐洲及北美
The Seventh Cinven Fund	\$11.2	Buyout	歐洲及北美
Blackstone Strategic Partners Fund VIII	\$11.1	Secondaries	北美
EQT Infrastructure Fund IV	\$10.1	Buyout	歐洲
Platinum Equity Capital Partners V	\$10	Buyout	北美

資料來源：Bain & Company

## 2019年全球私募股權基金之投資概況

### 私募股權基金交易活動持續成長

募資金額的成長將2019年交易數量再次推向歷史新高，全年共17,792件；2018年總投資金額已較2017年大幅成長約49%，2019年雖然再次突破歷史紀錄，但成長僅約7.3%，達到8,170億美元，惟私募股權基金募資熱絡，2020年交易數量及金額仍可能持續增加。

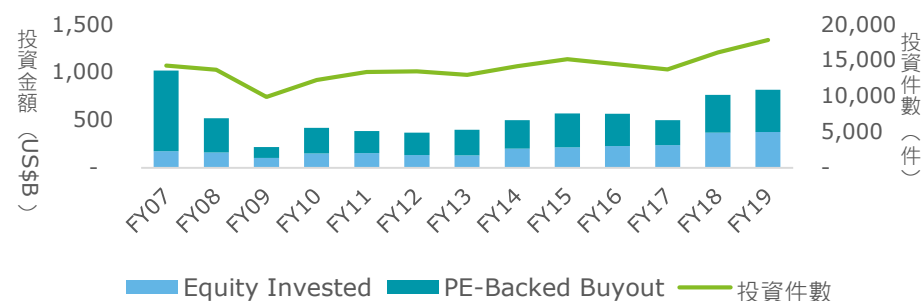
2019年金額最大投資交易為黑石集團 (Blackstone) 以187億美元收購GLP的物流倉儲資產，GLP係全球最大的物流投資公司之一，在網路消費需求持續增加的情形下，完善物流最後一哩路的倉儲系統是確保企業滿足消費需求並轉化為獲利的關鍵，而自2010年以來，黑石集團已累計於全球購入9,300萬平方英尺的物流倉儲資產，並表明因應電商的蓬勃發展，物流倉儲資產仍為集團投資主軸。

### 投資策略的調整

隨著可支配資金達到歷史新高，競爭加劇和投資標的估值上漲，透過併購強化核心資產，達成收入成長或產生企業綜效以提升市場估值的Buy and Build投資方式佔比逐漸增加。

然而Buy and Build需要深入了解市場，以發掘具備潛力的標的，和規劃後續的併購來提升標的市場價值。投資報酬率高的私募機構，通常專注於機構本身了解且有投資獲利經驗的產業，除此之外，成長型資本 (Growth Capital) 的募資金額也逐漸增加。

圖三：全球私募股權基金投資概況 (2007-2019)



資料來源：Thomson One, 德勤財顧整理

表二：2019 全球私募股權基金指標性併購案例 (US\$B)

交易目標	私募股權基金	產業	交易金額
Urban, Infill Logistic Assets-GLP	Blackstone	物流倉儲	\$18.7
Power Solutions Business -Johnson Controls	Brookfield、CDPQ	車用電池	\$13.2
Buckeye Partners LP	IFM	能源	\$11.1
Ultimate Software	Hellman & Frideman Capital Partners、Blackstone、GIC、CPP Investment	電腦軟體	\$11.0
Nestle Skin Health SA	EQT、PSP、ADIA	消費產品	\$10.1

資料來源：Bloomberg

## 2019年全球私募股權基金之投資概況（續）

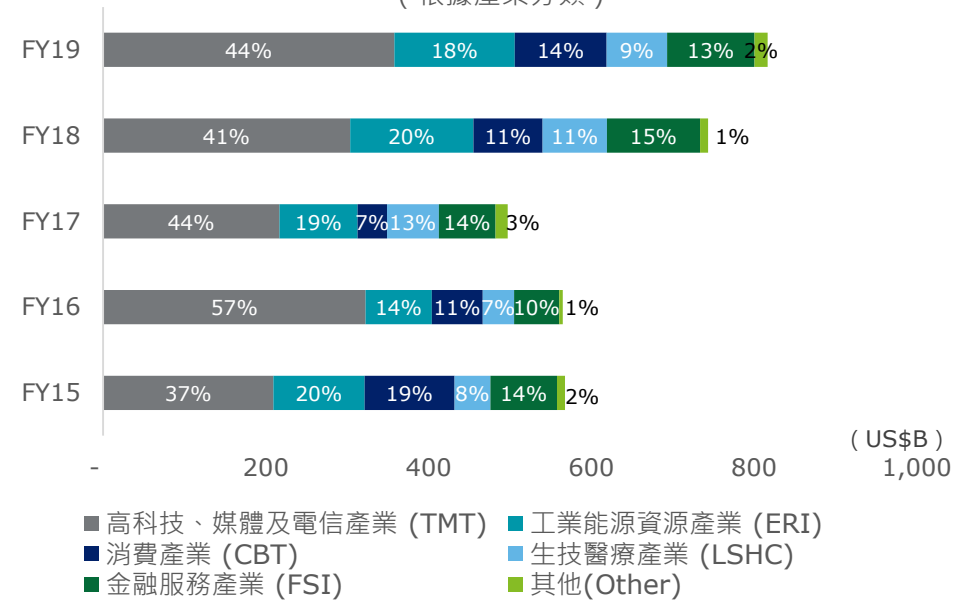
### 科技及能源產業為私募股權基金投資重點

觀察過去五年投資趨勢和2019年投資金額分布，科技及能源產業為私募股權重點投資產業，2019年代表性交易案有Ultimate Software及Qualtrics International等電腦軟體供應商，和Buckeye Partners及Transportadora Asociada等石油輸送業者。根據Bain研究，雲端應用的發展及工業4.0，企業資源管理軟體需求將持續成長，因為在數位轉型的趨勢下，面對同業間的競爭，此類投資攸關企業競爭力和生存，需求不易受景氣循環影響。而近年ESG議題愈來愈受到重視，面對環保概念提升帶來的壓力，環境保護和社會責任成為企業和消費者關注焦點，投資能源產業以支持經濟發展和兼顧環境永續為必然的趨勢。

### 消費產業投資回升

因應亞太地區新興市場的發展，人均所得增加也提升人均消費能力，雖然生技醫療、金融服務等產業的投資金額與2018年投資金額相近，但消費產業（CBT）自2017起大幅增加，2019年已超越2015年達到1,130億美金的水平，Blackstone收購GLP的物流倉儲資產及EQT等私募機構收購Nestle Skin Health SA為2019年消費產業的代表性交易案件。

圖四：2015-2019 私募股權基金交易額  
（根據產業分類）



資料來源：Thomson One, 德勤財顧整理



## 2019年全球私募股權基金之出場活動及觀察

### 私募股權基金出場交易趨緩

在投資者認為全球經濟可能衰退的預期心理下，2019年私募股權基金出場案件數和總交易金額皆較2018年出現略為減少的跡象。然而，企業數位轉型、個人醫療及金融等需求的持續成長，預期仍將為私募股權基金提供出場機會。如何依據產業趨勢選擇優良標的，並透過聚焦升級關鍵競爭力，將為私募股權基金能否提高標的價值並獲取超額報酬的關鍵。

2019代表性出場案件係倫敦證交所 ( London Stock Exchange Group Plc ) 斥資270億美元收購金融數據及交易平台Refinitiv。Refinitiv旗下的Eikon金融數據服務在全球擁有龐大用戶群，故倫敦證交所期望藉助其龐大資料庫及數據分析能力，來與彭博及其他金融數據集團較量。

Refinitiv本為湯森路透的金融及風險部門，在2018年被黑石 ( Blackstone ) 為主的集團以200億美元的估值收購主要股權，黑石 ( Blackstone ) 與新加坡政府投資公司 ( GIC ) 合計共持有55%，而湯森路透 ( Thomson Reuters ) 仍持有45%。

表三：2019 全球私募股權基金指標性出場案例

( US\$B )

交易目標	出場私募股權基金	併購公司	產業	交易金額	類型
Refinitiv	Blackstone Group; CPPIB; GIC; and Thomson Reuters	London Stock Exchange Group Plc	金融業	\$27	PE Buyout
Qualtrics International	Insight Venture, Sequoia Capital	SAP	電腦軟體	\$7.9	Trade Sale
Gatwick Airport Ltd	Global Infrastructure Partners	Vinci Group	運輸業	\$6.9	Trade Sale
First Data Corporation	Kohlberg Kravis Roberts & Co	Fiserv, Inc	數據業	\$22	PE Buyout
Stars Group Inc	ValueAct Capital	Flutter Entertainment Plc	娛樂業	\$10.4	Trade Sale
Ascendas-Singbridge Pte Ltd	Temasek Holdings Pte Ltd	CapitaLand Limited	房地產業	\$8.1	PE Buyout
Acelity	Apax Partners LLP; CPPIB; and PSP Investments	3M Company	醫療業	\$6.7	PE Buyout

資料來源：Reuters、德勤財顧整理

## 2019年私募股權基金在亞太地區之活動及觀察

### 募資、投資與出場金額及交易數量衰退

2019年亞太地區各項私募股權基金活動及交易金額減少。因主要市場中國大幅衰退，亞太地區投資及出場金額分別衰退為1,500億和850億美金。但中國以外的投資市場皆較2018年成長，其中以印度成長幅度最大，達28%。

亞太地區的蓬勃發展自2007年以來持續吸引私募股權基金投資，即使2019年募資金額降低，但出場活動的減少仍使私募股權基金管理之資產總額提高至1.2兆美元，約為四分之一全球受管理資產總額。

產業方面，互聯網和科技產業投資比重由2018年的53%下降為42%，而亞太地區中產階級的增加，使消費相關產業的投資金額提升，其中以消費、醫療和金融服務為大宗。

### 亞太地區私募股權基金市場的挑戰與展望

經濟成長減緩、投資競爭加劇和投資標的價格高漲為2019年亞太地區的主要挑戰。在投資者普遍預期經濟發展已達高峰，加上中美貿易戰與全球疫情影響等因素，使未來經濟發展充滿不確定性。而在2019年出場活動減少的情況下，亞太地區可支配資金來到歷史新高的3,880億美金。在可支配資金增加，但優質標的有限的情形下，市場價格可能繼續提高，預期2020年私募股權基金將面臨更加嚴峻的挑戰。

根據Bain的研究和預測，在投資策略方面，收購型投資礙於亞太地區不易取得公司控制權，未來二至三年間，持有少數股權，但透過契約等方式取得控制權的比率將提高至50%。

成長型投資策略方面，營收成長和成本降低的空間和可行性仍為私募股權基金考量的焦點。

表四：2019-2020 亞太地區指標性大型私募股權基金之募集

募集完成	募集基金	募資規模	類型
2020	KKR Asia Fund IV	\$12.5	Buyout
2020	Navis Asia Fund VIII	\$1.75	Buyout
2020	Baring Asia Private Equity Fund VII	\$6.5	Buyout
2020	CVC Capital Partners Asia Pacific V	\$4.5	Buyout
2019	Primavera Capital Fund III	\$3.4	Buyout
2019	CITIC Capital China Partners IV	\$2.8	Buyout

資料來源：德勤財顧整理, Reuters, Private Equity International

## 2019年私募股權基金在亞太地區主要國家之活動及觀察

### 中國衰退、印度及其他市場崛起

2019年亞太地區投資及出場活動主要受到中國的影響而衰退，但印度等其他市場的活躍持續吸引私募股權基金投資，惟出場活動受到總體經濟成長趨緩等影響，亞太地區除韓國外皆面臨出場活動及金額的減少。

印度、東協的產業及經濟發展潛力，和中產階級增加帶來的消費成長為私募股權基金關注重點；韓國及日本的法規放寬、國際企業持續處分非核心業務及企業尋求接班人等趨勢下，將持續提供私募股權基金投資機會。



延續2018年的成長動能，印度接替中國帶動亞太地區私募投資成長。儘管印度的經濟成長放緩，但蓬勃發展的互聯網及科技產業仍然吸引大量資金。2019年私募股權基金投資金額維持2018年之成長率，增加至360億美元（28.5%）；出場金額因總體經濟成長趨緩、投資人預期即將進入經濟衰退和疫情等不確定因素影響，大幅降低至110億美元（-31%）。

互聯網與科技仍為投資焦點，但2019年印度最大投資案為Brookfield資產管理公司以19億美元取得Pipeline Infrastructure 100%控制權，受惠於印度天然氣需求增長，Brookfield預估Pipeline的管線網路有巨大成長空間。

ESG議題發酵，以及印度龐大的人口和經濟成長帶來的消費成長，能源或基礎設施或有可能成為私募股權基金關注的產業。



中國總體經濟成長率的減緩為私募股權基金的關注焦點。2019年實質GDP成長率於下半年降至6%，為2009年以來最低，也使私募股權市場之募資金額、投資交易、出場案件數量和金額大幅減少。

《外商投資法》對私募市場的影響不明。新法於2020年1月1日適用，預計將提供國際私募股權基金更開放公平的投資環境，但並未對「協議控制模式」提出明確管理辦法，且將針對外資進行「穿透式監管」，是否影響未來國際私募股權基金透過收購或境外IPO出場仍需觀察。

成長型（Growth Capital）投資占比增加，收購型投資減少。中美貿易戰、經濟成長減緩、市場價格處於高點及可支配資金（dry powder）增加等因素，使私募股權基金減少收購而轉向投資有潛力的公司，專注提高被投資公司獲利能力，精簡費用等方式來提供投資標的市場價值。其中，互聯網及科技業投資有趨緩的情形；因應中產階級的人數增加和消費能力提升，消費品、零售、醫療及金融服務等仍為私募股權基金關注產業。

資料來源：Bain & Company

## 2019年私募股權基金在亞太地區主要國家之活動及觀察（續）



### 韓國

2019年投資總額為170億美元，較2018年成長30%，出場交易金額維持與2018年相同之水平140億美元。身為亞太地區唯一一個出場金額成長的市場，可預期將持續吸引資金投入，加劇私募股權基金對投資標的的競爭。

私募股權基金於韓國的投資報酬主要來自於醫療、工業、消費、科技及金融服務。而韓國興盛的收購及合併交易市場，以及新創動能（韓國新創獨角獸數量為亞洲第三），皆為私募股權基金提供良好的投資機會。



### 東南亞國家協會（ASEAN）

2019年東協之私募股權投資金額為120億美元，較2018年減少7%，案件數量則成長52%，總共116件。受整體經濟成長減緩和市場價格處於高點等影響，出場金額及案件數量與2018年並無重大差異。其中越南、馬來西亞和菲律賓為2019年私募股權基金投資交易金額成長的推手。

市場價格過高為東協地區的主要問題之一，然而根據Bain的研究，數位轉型可提供東協地區一兆美元的GDP成長空間，而東協地區廣大的製造業，以及優秀的科技人才為數位轉型奠定良好基礎。

此外，東協地區超過75%的中小型企業未曾被私募股權基金投資，使其價格較一般私募股權基金關注的公司低，考量東協地區整合後的發展潛力，以及中產階層增加所帶來的消費成長，除了科技與互聯網外，零售、消費品、醫療及金融服務等產業皆為私募股權基金提供龐大的獲利機會。



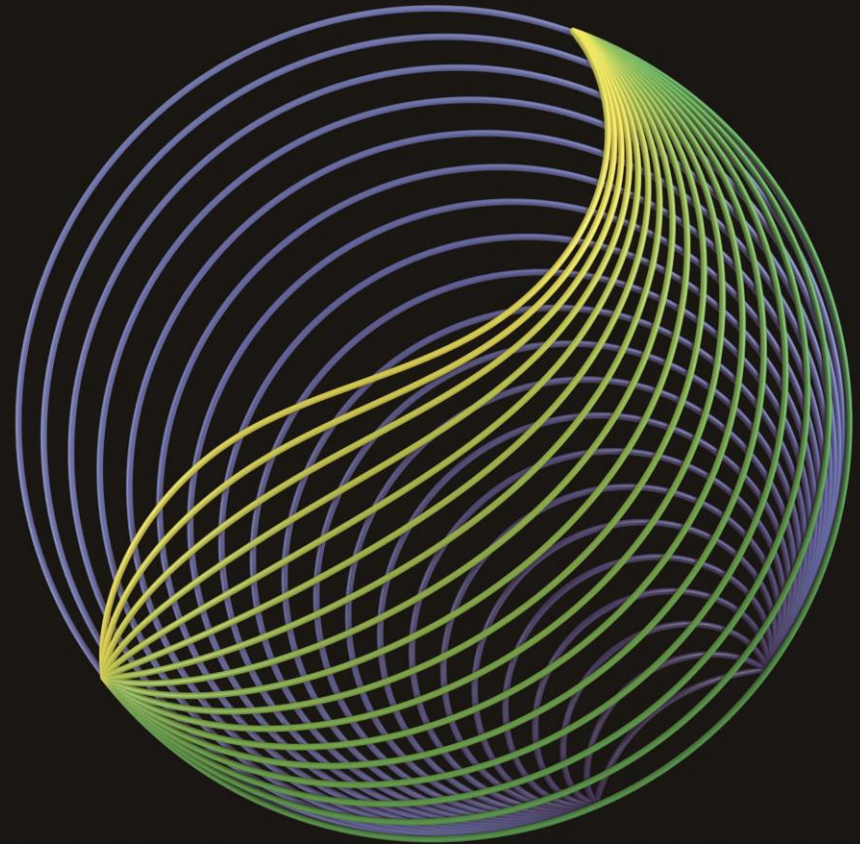
### 日本

2019年日本私募股權市場逐步回復至過去五年平均水準，投資金額90億美元略低於過去五年平均（-5%），然而IPO案件少及高市場價格為日本市場的主要問題。

私募股權基金對於日本仍深具信心，凱雷和KRR表示日本為美國以外的首要投資市場，而Apollo、Pantheon和EQT等則陸續於日本設立辦公室。此外，延續2018年日本企業的變革趨勢，企業持續剝離非核心業務或尋找接班人為私募股權基金創造投資機會。此外，向來保守的日本退休基金逐漸願意嘗試不同投資標的，坐擁3兆美金的日本退休基金可望成為私募股權基金重要資金來源之一。

資料來源：Bain & Company

私募股權基金  
近期在台灣之活動及發現



## 私募股權基金在台灣之投資概況及分析

### 私募股權基金投資活動仍維持熱度

2019年台灣私募股權基金投資活動趨緩，相較2018年歷史新高的31件交易案及第二高的交易總額24.3億美元，2019年交易案僅18件，交易總額約為18億美元，對比亞洲其他國家，如：印度及南韓2019年平均約30%的投資金額成長率，台灣地區的私募股權投資在2019年有降溫的跡象。

然而，截至2020上半年，案件總數為16件，總交易金額約9億美元。雖然16件交易其中有一半是交易金額小於3千萬美元VC性質的交易案，但東博資本以4.3億美元私有化昂寶、AMP Capital以夾層融資的方式挹注上緯新能源1.45億美元興建Formosa II等案件表示具代表性大型傳統PE性質案件仍維持熱度。

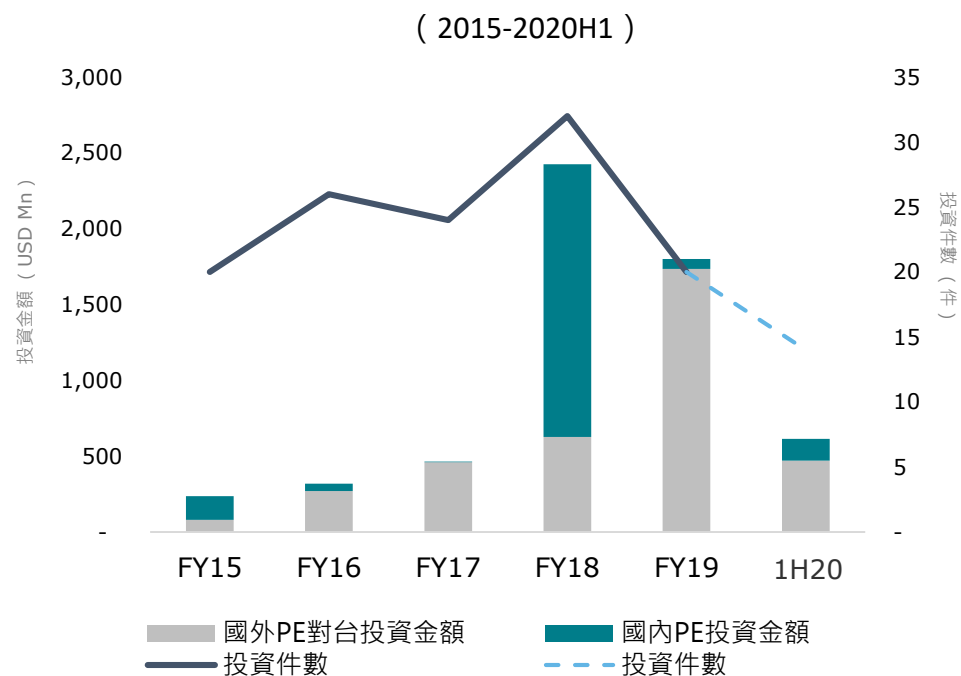
此外，東博資本在2020年7月31日又以1.4億美元收購聯發科旗下的LCD驅動IC廠奕力科技，再度顯示疫情之下私募股權基金交易仍是資本市場的主要活動之一。

### 投資產業和交易目的多樣化

2019年可觀察到私募股權基金跨足化工及能源產業。KKR和中華開發資本亞洲基金分別投資李長榮及福盈科技，而Stonepeak則以約1億美元收購上緯新能源95%的股權。

交易目的方面，李長榮和福盈科技希望藉由私募股權基金的產業經驗和管理知識來協助企業轉型和接班，並透過私有化加速整併過程；而Stonepeak投資上緯新能源除了看中台灣風電發展潛力，更期望協助上緯新能源成為亞太地區離岸風電技術的輸出企業。

圖五：私募股權基金在台灣地區投資金額及件數



註：包含Thomson One及Bloomberg資料庫中所有私募股權基金投資案件，並以投資完成年度為基準，如多個投資者中有台灣投資人則計為國內投資案件。

資料來源：Thomson One, Bloomberg, 德勤財顧整理

## 近期私募股權基金在台灣之投資案例及觀察

### 順應國際趨勢及發掘潛力標的

根據Bain公司的研究報告指出，科技產業、能源、民生消費、生技醫療及金融服務為國際私募股權基金未來投資焦點，而台灣在上述產業皆不乏優質企業，私募股權基金也持續發掘潛力標的。

回顧2019年，科技方面，奧義智慧科技憑藉結合人工智慧的資安產品獲得淡馬錫旗下Pavilion基金565萬美元投資。比特記號則以區塊鏈技術開發數位資產產權的應用產品，看中其產品於音樂產權及醫療數據等潛力，宏達電及阿里巴巴等企業注資比特記號300萬美金。

2020年伊始，私募股權基金也持續發揮其影響力。2020年1月，由東博資本主導，結合其他國際私募股權基金，公告收購電源管理晶片廠昂寶-KY所有股權後走向私有化，未來不排除進一步併購或投資晶圓廠，朝整合元件廠的方向邁進。

同時間，達勝集團也決議以私募普通股及可轉換公司債方式投資台灣之星，以期在未來數位匯流、有線無線融合的產業發展趨勢中，把握5G與大數據、AI人工智慧及物聯網應用等商機。

2020年7月，東博資本再度以每股0.40美元，總金額1.4億美元，全資收購聯發科於2015年完全整併之LCD驅動IC廠奕力科技，預計年底前完成交易，未來奕力科技可能有再上市的規劃。

表五：2019-2020 私募股權基金在台灣之指標性投資案例 (US\$M)

投資年份	投資基金	投資企業	產業	交易金額	案件進程
2020年	東博資本	奕力科技	科技媒體電信	\$138	公告
2020年	達勝集團	台灣之星	科技媒體電信	N/A	完成
2020年	東博資本	昂寶-KY	科技媒體電信	\$426	完成
2020年	BOC、FAW	輝能科技	科技媒體電信	\$100	完成
2020年	AMP Capital <sup>註1</sup>	上緯新能源	能源	\$145	完成
2019年	Pavilion Capital Pte Ltd, 華威國際	奧義智慧科技	科技媒體電信	\$5.65	完成
2019年	HTC, WI Harper Group Inc, Liberty City Ventures, Undisclosed Investors	比特記號	科技媒體電信	\$3	完成
2019年	多重資本 <sup>註2</sup>	沛星互動科技	科技媒體電信	\$80	完成
2019年	Stonepeak	上緯新能源	能源	\$101	完成
2019年	中華開發資本亞洲基金	福盈科	化工	\$64	完成
2019年	KKR	李長榮化工	化工	\$1,554	完成

註1：AMP Capital以夾層融資投資上緯新能源，提供海能風電風場（Formosa II）建設資金。

註2：包含Hope Investments Management、JAFCO Investment、淡馬錫、UMC Capita及Insignia Ventures Partners I等。

資料來源：Bloomberg、公開資訊觀測站、德勤財顧整理

## 案例分享 - 東博協助昂寶-KY私有化

### 昂寶-KY 公司簡介

昂寶-KY在2008年於開曼群島成立，為敦南科技旗下專攻類比與類比數位混合訊號的公司，隸屬於光寶集團，營運重心在中國上海張江高科技園區，為中國半導體發展重鎮。

主力發展電源管理晶片，應用範圍廣泛，涵蓋3C各領域，包括網路通訊設備、LCD TV、LCD監視器與儲存設備等，主要產品以AC/DC電源管理IC為主，佔9成以上，提供具降低待機功耗及環保節能模式的交流直流電源轉換之控制元件。

### 產業態勢：中國競爭者崛起

半導體產品可分三大類，包含積體電路（Integrated Circuit, IC），分離式元件（Discrete Component）與光電元件（Optical），其中IC就占了半導體近九成的比重，而IC依其產品特性可區分為邏輯IC、微元件IC、記憶體IC、類比IC，其中類比IC占全球半導體市場比重約15~20%。

在政策引導下，近幾年中國IC設計產業快速發展，根據全球市場研究機構TrendForce最新「中國半導體產業深度分析報告」，2018年中國IC設計產值達人民幣2,515億元（+23%YoY）。2019年後，科技發展趨勢仍以物聯網、AI、汽車電子等創新應用帶動，儘管中國進口替代空間依舊巨大，但受到消費性電子產品需求下滑、全球經濟增速放緩與中美貿易戰等外部因素衝擊，預估中國IC設計產業產值約來到人民幣2,965億元（+17.9%YoY）。

類比IC市場目前未出現如CPU或DRAM市場等大廠寡占全球市場之情形，供應商仍以美歐日大廠為主，惟各自擅長卻沒有一家主導力量。依據IC Insights 2019年最新McClean報告，2018年前十大類比IC晶圓廠銷售額，占去年全球類比IC總銷售額約60%。相較於全球記憶體IC或微處理器銷售領導廠商之市占率動輒超過八成以上，相對給予類比IC設計之廠商較大競爭及成長空間。

### 商業模式：IC設計廠

昂寶-KY的商業模式採取IC設計廠的經營模式，該公司董事長陳志樑過去曾表示公司為維持高毛利，只專注高毛利AC/DC產品的設計，透過台灣及中國的晶圓代工廠，配合自有製程優勢，使得成本低於國內同業。

表六：半導體業者商業模式比較

模式	IDM (整合元件製造商)	Foundry (代工廠)	Fabless (無廠IC設計商)
特點	集晶片設計、製造、封裝、測試、銷售等多個產業鏈環節。	只負責製造、封裝或測試的其中一個環節。不負責晶片設計，可以同時為多家設計公司提供服務，但受制於公司間的競爭關係	只負責晶片的電路設計與銷售，將生產、測試、封裝等環節外包
優勢	<ul style="list-style-type: none"> <li>能在設計、製造等環節達到最佳優化，充分發揮技術極限。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>不承擔商品銷售、或電路設計缺陷的市場風險。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>無龐大實體資產，創始的投資規模小，進入門檻相對低，以中小企業為主。</li> <li>企業運行費用低，轉型靈活。</li> </ul>
劣勢	<ul style="list-style-type: none"> <li>需要雄厚的運營資本才能支撐此營運模式，故目前僅有極少數的企業能維持</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>仰賴實體資產，投資規模甚鉅，維持產線運作的費用高。</li> <li>進入門檻高。除了製程上的技術突破，良率為關鍵Know-how。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>與IDM企業相比，較無法做到完善上下游工藝整合、較高難度的領先設計。</li> <li>與Foundry相比，需要進行品牌塑造、市場調研，並承擔市場銷售的風險。</li> </ul>

資料來源：昂寶KY年報、公開資訊、德勤財顧整理



## 案例分享 - 東博協助昂寶-KY私有化 (續)

### 公司策略轉變，引入私募股權基金協助轉型

考量整合整體資源、擴大經營規模，以提升經營績效與競爭力，於2020年1月決議與東博資本組成的Orthosie Investment Holdings Ltd.及其子公司Euporie Investment Holdings Limited進行反三角合併。東博資本以每股230元合併對價收購昂寶 - KY全部股份，以昂寶 - KY董事長陳志樑為首的經營團隊則持有下櫃後新公司17%股權。

昂寶 - KY董事長陳志樑表示決定下櫃主要是與公司策略的轉變有關。他表示，全球十大類比IC公司都是IDM (整合元件製造廠)，但昂寶一開始走純IC設計廠，在大股東敦南的支持下發展不錯，但是後面這幾年，成長性出現很大的減緩。近年電源管理IC產業出現許多新進競爭者，使得昂寶 - KY每股獲利在2017年走上高峰後，往後每股獲利呈現小幅衰退，去年毛利率也跌至上櫃以來新低，僅守住40.2%。

他也表示，單純IC設計廠容易遭到競爭對手抄襲，因此昂寶 - KY未來也考慮投資八吋晶圓廠、封裝廠進行垂直整合。但是，投資八吋晶圓廠不是小事，會侵蝕獲利，也會影響股東權益，這也讓身為大股東之一的敦南感到憂心，而東博資本於此時釋出合併意願，因此，才選擇此刻下櫃「進入重整期」。

後續昂寶-KY轉型成功後，會否選擇異地上市，有待持續觀察。

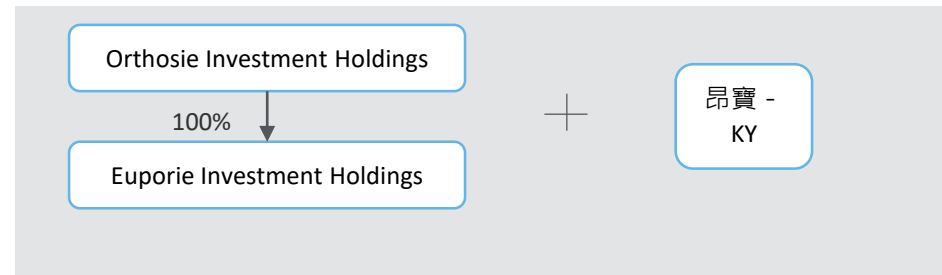
### 東博擬定的交易架構：反三角合併

Euporie Investment Holdings和昂寶-KY合併，交易完成後前者消滅，以昂寶-KY為存續公司。採取此架構可能考量以下：

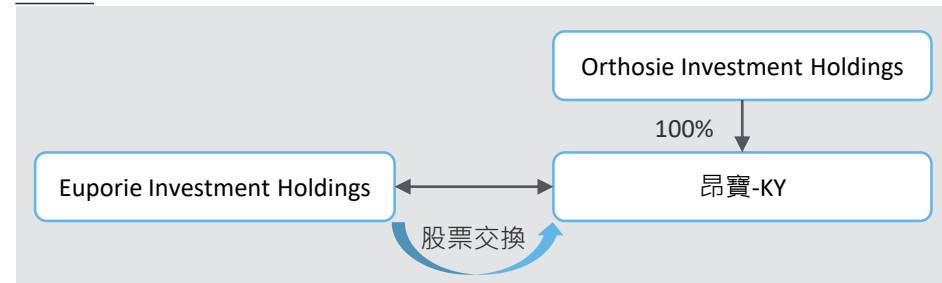
- 在進行合併時，因收購公司並非參與合併之公司，該交易在收購公司方無須經過股東會同意，僅須取得董事會決議，節省併購交易之時間與成本
- 因收購公司本身並非參與合併之公司，異議股東收買請求權對於收購公司之反對股東也不適用

圖六：昂寶-KY交易架構示意圖

#### 交易前



#### 交易後



資料來源：昂寶KY年報、公開資訊、德勤財顧整理

## 近期私募股權基金在台灣之出場案例及觀察

### 案例分享：I Squared Capital出售辰亞能源

日本大型商社丸紅株式會社 ( Marubeni Corporation ) 收購正在建造全球最大離岸太陽能電廠的台灣再生能源廠商辰亞能源，並將以約1億美元買下辰亞能源100%股權。

辰亞能源是臺灣專門從事太陽能開發、建設和營運的平臺，並且曾是I Squared Capital於2017年創立的泛亞再生能源投資組合公司Asia Cube Energy的全資子公司。

### 案例分享：達勝出售聯廣集團

日商台灣博報堂投資擬以每股新台幣69元公開收購格威傳媒流通在外普通股，未能經由公開收購完成格威傳媒全部普通股股份的收購，將以股份轉換方式取得全部普通股股份，總金額約18.53億元，格威傳媒決議與台灣博報堂公司進行股份轉換案，本交易完成後，台灣博報堂將取得格威傳媒 100% 股權，公司將申請股票終止上市，並擬依法向金管會申請撤銷公開發行。

通過這次收購股權，格威傳媒旗下的各事業品牌和已在台灣營運的博報堂集團各公司將繼續維持各自的獨立自主性，同時也支援台灣、日系、以及跨國客戶等企業。

表七：2018-2020 私募股權基金在台灣出場之指標性案例

出場年份	投資基金	投資企業	產業	出場方式/進程
2020年	達勝集團	格威傳媒 ( 聯廣 )	科技媒體電信	出售/完成
2020年	I Squared Capital	辰亞能源	能源	出售/完成
2018年	卓毅資本	百德機械	製造業	IPO
2018年	達勝集團	聯廣	科技媒體電信	IPO
2018年	安博凱	中嘉網路	科技媒體電信	出售/完成

資料來源：Bloomberg、公開資訊觀測站、德勤財顧整理

# 台灣私募股權市場發展沿革

## 台灣創投快速發展期 2000年以前

- 從1984年台灣首家創投「宏大創投」開始，在政府政策的引導下，後續有中華開發公司投資設立「開發科技」管理中華創投，美國H&Q公司來台設立「漢鼎公司」管理漢通創投，新加坡Walden公司來台設立「華登國際」管理國際創投，普訊設立「普訊創投」等。
- 根據中華民國創業投資商業同業公會資料顯示，台灣創投業快速成長年代是從1991年開始，大量的創業者投入資本在新興的半導體公司，包含旺宏、華邦、茂矽、矽統、台積電等公司均得到創投公司投資。
- 台灣2000年以前的創投發展過程與美國矽谷創投發展過程息息相關，主要投資項目集中在半導體、電腦、通訊與網路等相關領域，台灣電子產業與新竹科學園區快速成長的年代，也造就了台灣創投產業蓬勃發展。

## 成長型私募股權基金活躍期 2000~2006年

- 此期間，台灣工資與土地成本大幅上漲，分工細緻的台灣電子業產業內整合之需求逐漸升高，且隨著中國加速對外開放，不少台灣企業亦積極西進至中國設廠，除了利用對岸廉價的勞動力以降低成本外，亦分享了當地市場的成長機會。此時，傳統的籌資管道已無法全然滿足企業之資金需求，因此企業主動開始尋找銀行或資本市場外之新興資金管道。
- 私募股權基金因看好台灣電子及資訊產業聚落的成長潛力，加上對積極跨足中國市場之台灣企業產生高度興趣，許多國際型私募股權基金，紛紛於台灣市場尋找電子業或具中國概念的成長型投資機會，這類型的成長型機會，多半是上市前投資。

## 國際私募股權基金收購期 2006~2009年

- 此期間，台灣發生雙卡卡債風暴，提列的鉅額呆帳嚴重侵蝕金融機構之獲利，加上全球金融危機，致使部分台灣金融機構之營運體質遭受重創，必須向外尋求資金之挹注以改善資本結構。而先後有新橋資本入股台新金控、凱雷入股大眾銀行、摩根士丹利投資玉山金控與中信金控、隆力集團取得安泰銀行經營權等金融業案件。
- 這些私募股權基金在入主台灣金融機構後，運用其全球資源，協助國內金融機構，提升國際化視野。如凱雷延攬曾擔任新加坡星展銀行消費金負責人許健洲，組成新的經營團隊再造大眾銀行；又例如隆力集團也在取得安泰銀行的經營權後，延攬了前富邦銀行總經理丁予康改造安泰銀行，調整營運方向，並於數年後順利轉虧為盈。
- 除了上述的大型投資案件，私募股權基金亦積極在台灣發掘需要金融資本以協助轉型之企業。這些企業有些處於產業轉型的關鍵時期，有些則有集團重整的必要性，即便各個企業各自具其獨特的歷史包袱或議題，但相同的是，這些企業單靠產業內之資本，實已不易突破自身所面臨之經營困境，因此希望能藉由私募股權基金所提供之金融資本，進行私有化及重組再造。

## 本土私募股權基金興起期 2010年~

- 此期間，本土私募股權基金漸趨活躍。部分在投資銀行與金融圈累積豐富投資與併購經驗之銀行家，紛紛成立中小型私募股權基金，如有美國黑石集團前大中華區副主席郭明鑑與前花旗銀行台灣區總經理陳聖德、前高盛證券台灣及香港總經理余佩佩共同成立的卓毅資本、花旗環球金融亞洲投資銀行副董郭冠群所成立的達勝集團、前元大證券副總李明山所成立的東博資本，以及前中華開發投資部張景溢所成立的華威國際，由過去在台灣已成熟發展的創投基金轉型從事私募股權基金之業務。
- 相較於國際型私募股權基金，本土私募股權基金投資金額較為彈性，且具備豐沛之本地人脈與資源，有利於尋找具獨特性且有發展潛力之投資標的，亦能及時提供協助予被投資公司。就投資標的而言，台灣雖然缺少大規模、高知名度的國際級公司，但與其他東南亞地區相比，有許多基本營運體質健全的企業，正處於面臨轉型或升級壓力的階段，反而成為國內私募股權基金可以著力之處。

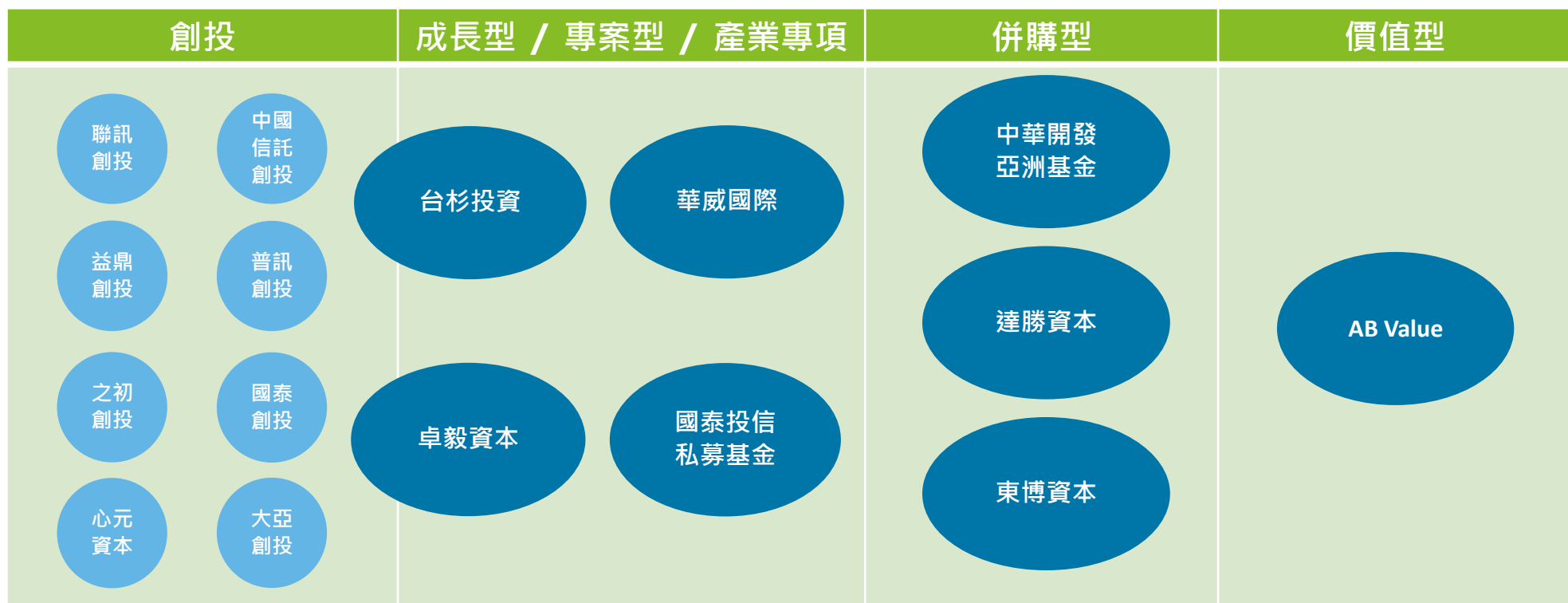
資料來源：德勤財顧整理

## 台灣私募股權基金呈現多元發展

本土私募股權基金百花齊放  
2017年~持續中

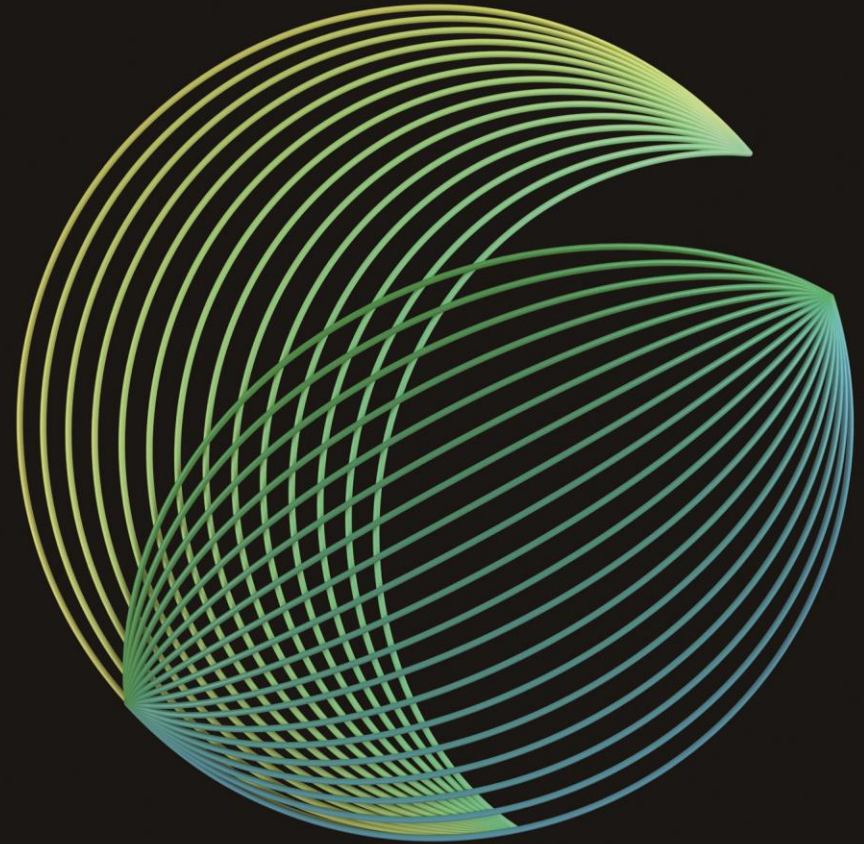
- 2015年公布施行之有限合夥法提供新募集的私募股權基金更有彈性、和國際接軌的合夥架構；金管會從2017年開始陸續開放投信業及證券業從事私募股權基金相關業務；2017年由國家發展基金參與投資並設立國家級投資公司「台杉投資管理顧問股份有限公司」，等等舉措都促進台灣私募股權基金市場有新的發展。
- 而私部門的**價值型基金**、**專案基金**（Project Fund）、**產業基金**（例如國泰永續私募股權基金鎖定台灣永續發展關鍵產業：循環經濟、綠能科技及其他亮點產業）等百花齊放，也進一步促進更多台灣私募股權基金交易，及參與台灣實業發展轉型。

圖七：台灣私募股權基金多元發展



資料來源：德勤財顧整理

私募股權基金  
在台灣之熱門議題



# 開放投信業及證券商從事私募 股權基金相關業務之現況

## 開放投信業及證券商從事私募股權基金相關業務之現況

### 投信業

金管會在2017年8月開放投信轉投資可跨足私募股權基金（PE Fund）業務，證期局表示，目前為止已有四家投信申請轉投資子公司擔任PE Fund的普通合夥人，而且都已核准，包括2017年核准國泰投信、2018年核准復華投信、2018年核准富蘭克林華美投信，2020年核准聯邦投信。

### 國內領先者：國泰永續私募股權基金

國泰投信子公司-國泰私募股權股份有限公司已完成有限合夥契約簽訂，總承諾出資額達新台幣80億元，主要投資人為國壽、中壽、全球人壽、三商等壽產險業在內之法人機構。

這檔私募股權基金100%投資在國內，鎖定台灣永續發展關鍵產業：循環經濟（如汙水處理、廢棄物處理再利用）、再生能源（如太陽能、風力、地熱、水力、儲能）等，以及政府推動之五加二創新產業（如物聯網、智慧機械、長照、新農業）等亮點產業。

除了以國泰永續私募股權基金主要投資再生能源，國泰私募股權也以專案基金（Project Fund）方式進行募集和投資。和傳統先募集再投資的方式不同，相關基金採取專案性質之投資方式，先篩選出投資標的後，後續再進行資金募集，此種投資方式最大好處在於基金可避免資金取得後即面臨投案之時間壓力，轉而聚焦在優質標的之篩選。國泰私募股權現已完成以餐飲和環保設備為主題的兩筆專案基金投資，後續則將針對成長期、智慧科技為主題的標的進行傳統私募股權基金之募集，期望能協助台灣產業升級，走向國際舞台。

### 券商

台灣法規對私募股權基金的開放空間漸趨開放，過去規定，券商只能透過子公司，擔任私募股權基金的普通合夥人（General Partner，GP），參與投資私募股權基金。2020年金管會進一步開放券商直接參與經營私募股權基金，並且開放券商引介專案投資機構投資私募股權基金，預期將會增加券商和私募股權基金的緊密程度、有助於吸引台商資金回流、並協助引導資金透過私募股權基金投入國內實體產業。

開放證券商得受託管理私募股權基金業務及引介投資機構參與投資，為協助證券商業務多元發展，鼓勵及引導資金投入國內實體產業，而開放證券商得受託管理私募股權基金及引介投資機構參與投資所管理之私募股權基金。

目前群益證券已設立群益資本管理顧問股份有限公司，再由資本管理顧問股份有限公司轉投資群益一號私募股權基金；福邦證券已成立福友資本股份有限公司，作為協助企業整併及轉型之私募股權基金。

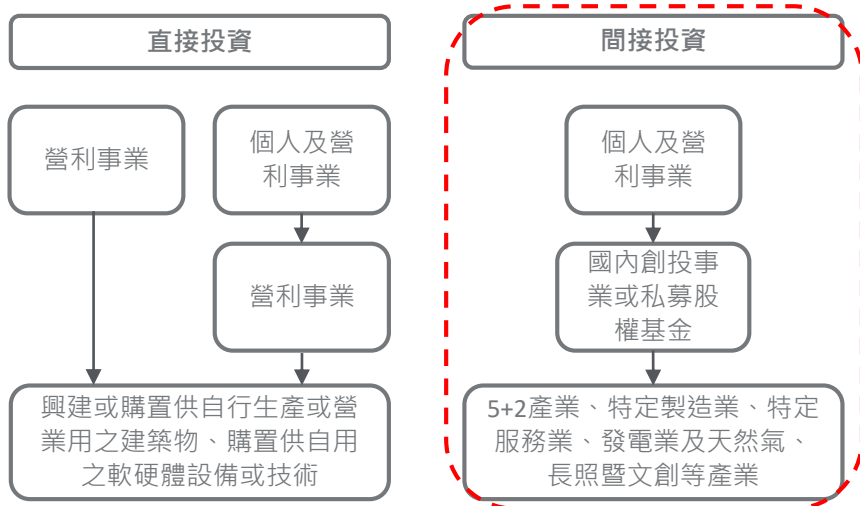
## 境外資金匯回後續影響

### 受惠於境外資金匯回條例 期望能予私募股權基金更多彈藥

為引導境外資金回流投資我國產業及挹注金融市場，台灣自2019年8月15日施行境外資金匯回管理運用及課稅條例（簡稱資金專法）。第1年（108年8月15日至109年8月14日）申請，適用稅率為8%；第二年（109年8月15日至110年8月14日）申請，適用稅率為10%。

根據主管機關公布施行《境外資金匯回專法》關於間接實質投資規範，境外資金匯回限於透過「國內創業投資事業」或「私募股權基金」進行投資，這部份資金只能購買公司新股，且僅能投資未上市（櫃）公司，並必須至少有 50% 的資本額，投資在專法規定的重要政策領域產業。

圖八：境外資金匯回管理運用及課稅條例實質投資範圍



### 台私募股權業者表示政策立意良善 但現階段誘因不足

截止至2020年8月底，目前尚未有境外資金匯回投資私募股權基金方式之案例，雖然政府立法美意受到肯定，但主要考量以下三點因素，使得目前政策效果尚未彰顯：

1. 退稅限制高：經核准後進行投資達4年，取得經濟部完成證明，始得向國稅局申請退稅。
2. 退稅存在不確定性：若發生個人及營利事業自外匯存款專戶提領的資金，未依規定投資而移作他用（例如：購置不動產後移轉所有權、轉讓投資取得的股份、間接投資上市或上櫃公司等）、投資期間未辦理備查且經通知仍不補報、未依期程投資或投資後尚有剩餘資金卻未匯回等情事，均須回歸以20%稅率課稅，補徵稅款。
3. 具吸引力的投資項目選擇少：目前重要政策領域產業範圍具投資價值項目較少，對於業者將境外資金匯回的誘因不足。

### 國泰成立國內第一個為專法設立的創投基金

國泰金控旗下國泰創投100% 持有的「國泰投資股份有限公司」係台灣第一個為「境外資金匯回管理運用及課稅條例」及其相關子法「境外資金匯回專法」設立的創投基金，採有限合夥制。未來募集基金將開放外部高資產客戶參與創投，考量到高資產客戶對保本的重視，國泰投資為新基金訂立五大篩選準則：

- (1) 公司財務品質佳、現金流穩定
- (2) 公司經營團隊能力可受驗證
- (3) 產品具競爭利基
- (4) 投資價格合理
- (5) 公司未來有IPO（首次公開發行）或被併購機會

例如《境外資金匯回專法》規定的「5+2」產業中，有保證最低收購價的電廠（綠能經濟）因可計算報酬率，收益相對穩健，便是一組不錯的選擇；此外，「智慧機械」、「亞洲·矽谷」等產業也涵蓋台灣不少生產關鍵零組件的廠商，也會是未來的潛在標的。

資料來源：金管會、德勤財顧整理



# 私募股權基金作為引導機構投資者投入國內實業的角色

## 國家級基金藉投資帶動台灣產業升級與人才、技術的國際連結

### 台杉投資

台杉投資由工研院創新工業技術移轉公司、國發基金及台灣銀行共同出資成立。分別在2017年12月成功募集新台幣46.5億元的台杉物聯網基金、2018年7月成功募集新台幣59.01億元台杉生技基金。

自成立以來，台杉透過投資美國具前瞻性或技術領先之公司，與台灣產、學、研進行直接鏈結，並且透過共同投資國外領先企業與國際知名VC合作，增加台灣在國際金融創投知名度。

台杉投資秉持的一大投資原則係投資標的須具備台灣元素，考慮如何藉此投資帶動台灣產業升級與人才、技術的國際連結，而不堅持採取其他基金集中持股、掌握經營權之投資方式。台杉的目的是藉由投資打造台灣新創、創投與私募的正向循環生態圈，並協助台灣成為國際投資人進入亞洲市場的敲門磚。

以物聯網基金今年投資DSP Concepts之B輪募資為例，台杉希望藉此機會串連該公司在音訊軟體演算的研發技術，應用於台灣不同產品的上游生產鏈，提升台灣廠商在音訊處理的能力。而DSP Concepts已在台杉投資協助下，於今年初在台灣開設分公司做為亞洲市場的主要據點，擴招台灣優秀訊號處理人才，擴大亞洲市場的銷售服務及與台灣產業鏈進一步的合作。

表八：台杉水牛一號基金（物聯網基金）

投資案例摘錄	簡述
Ambiq Micro (美)	超低功耗領導電路廠商，產品在低耗能及邊緣運算具有高度優勢，可確保台灣在次世代半導體技術的領先。
AEye (美)	自駕車系統中之先進光達技術Lidar系統設計、製造整合商。藉由合作生產關鍵零組件，台灣廠商可打入國際自駕車供應鏈系統。
Landing AI (美)	公司主要提供能立即部署的AI方案、協助企業進行AI轉型規劃以及AI軟體開發的技術平台。
DSP Concepts (美)	專業音頻信號處理技術與數位音訊處理開發平台的軟體公司，技術被廣泛運用在車用音響及家用電子產品上。
Light Field Lab (美)	3D全像投影技術開發商，無須頭戴式的3D全像投影技術，將可提升沉浸式體驗並成為未來5G的絕佳運用技術。
原見精機 (台)	開發機器人觸覺技術，藉由可穿戴式機器人皮膚導入現有各機型機器人手臂。為工業4.0及智慧製造提升人機協作安全之重要科技。

表九：台杉水牛二號基金（生技醫療基金）

投資案例摘錄	簡述
C4 Therapeutics (美)	藉由全新設計的小分子藥物結合至疾病相關蛋白質，使該蛋白質被細胞內的降解系統分解而達到治療癌症和神經系統疾病的效果。
台康生技 (台)	台灣蛋白藥公司，專業研發及製造技術深受國際藥廠肯定，CDMO委託開發業務倍數成長。
漢達生技醫藥 (台)	漢達生技醫藥以台灣為營運及研發中心，開發出治療多發性硬化症及骨髓性白血病的新藥。
Frequency Therapeutics (美)	小分子聽力恢復藥物，產品具市場獨特性。公司團隊活躍於美國波士頓生技產業重鎮，可串接台美生技產業交流合作。
藥華醫藥 (台)	具原創性長效型蛋白質藥物研發PEG技術平台及高難度小分子合成藥物技術，並與跨國研發策略聯盟模式及各國醫學研究中心合作

資料來源：台杉投資、德勤財顧整理

## 私募股權基金作為引導機構投資者投入國內實業的角色

### 私募股權基金深化國內5+2產業的佈局

近年受惠於政策鼓勵，投資領域以政府5+2產業為主的私募股權基金如：台杉投資及國泰永續私募股權基金皆做為引導機構投資者的積極角色。台杉投資主要投資人係行政院國家發展基金管理會和財團法人工業技術研究院，國泰永續私募股權基金的主要投資者為國泰人壽、中國人壽、全球人壽、三商美邦人壽等壽險產業在內之法人機構。

表十：私募股權基金國家指定產業佈局表

產業	摘要	私募股權基金佈局 (以台杉和國泰基金為例)	
5	亞洲矽谷	以創新創業驅動經濟成長，連結國內外以物聯網產業促進產業轉型升級。	2019年，國泰永續私募股權基金投資Whoscall軟體開發商Gogolook，運用巨量資料庫來發展防詐技術，期許能為社會大眾創造一個「零詐騙環境」。
	智慧機械	產業導入智慧化科技和智慧製造，建立智慧機械生態系。	2019年，台杉投資原見精機，原見精機主要製造機器人感測器模組，其開發的可外掛式機器人觸覺技術產品，可用於人機協作生產線，引入台杉期能獲得國際資源用於歐美工業機器人市場的開拓。
	綠能科技	推動大型企業跨業整合，引進國內外大型投資帶動綠能科技產業發展。	2019年，國泰永續私募股權基金與太陽能电站開發投資商茂鴻電力股份有限公司合作，推動台南地區太陽能發電計畫。
	生技醫藥	整合國內生技醫藥企業和資源，發展利基品項，加速國際市場拓展。	2020年，台杉水牛二號生技創投協同益昂資本與兆豐國際商業銀行等機構型投資單位投資藥華醫藥私募股，期望藉由專業及外資策略性投資機構的支持，加速推動旗下在美國及台灣的行銷布局。
	國防產業	與產業合作建構國防能力，包括航太、航艦與資安之關鍵技術和供應鏈。	N/A
+	新農業	「創新、就業、分配及永續」，建構農業安全體系並提升農業行銷力。	N/A
2	循環經濟	產品與商業模式重新設計，導入綠色創新科技，促進資源使用效率提升。	2020年，國泰永續私募股權基金和環拓科技完成投資協議，將共同投資揚泰綠能公司，未來運用半連續式廢橡膠熱裂解系統，期能解決國內廢橡膠污染問題，以推動廢橡膠循環經濟生產圈。

資料來源：經濟部、德勤財顧整理

# 國發基金投資概況

## 國發基金投資業務

國發基金為我國推動產業投資的主要平台，投資業務主要分以下三項：

### 直接投資 - 金額大

截至2019年底，此類投資已有53家轉投資事業，共投資53家國內中小企業，總投資成本589.68億元，一般公認會計準則估列之公平價值為6,480.02億元。

其中在2019年分別投資新台幣1.1億元於益得生技和新台幣50億元於台灣企銀。益得生技是國內藥廠健喬信元（4114）持股約40%的子公司，聚焦於高技術門檻吸入劑之研發製造，建置了國內唯一、全球少數的MDI（定量噴霧吸入劑）生產線；台企銀將利用國發基金資金挹注，優先充實營運資金，提升資本適足率，後再從事中小企業放款，以達到政府扶植中小企業的政策。

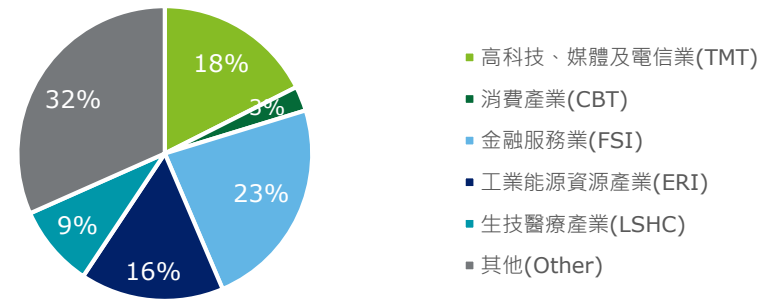
### 專案投資 – 配合政策委託外部顧問公司

- 加強投資中小企業實施方案-透過28家專業管理公司搭配投資國內中小企業，截至2019年底，共投資268家國內中小企業，累積投資金額87.92億元。
- 加強投資文化創意產業實施方案-透過11家專業管理公司投資於國內文化創意產業，截至2019年底，共投資36家國內文創產業，累積投資金額10.25億元。
- 加強投資策略性服務業實施方案-透過19家專業管理公司共同搭配投資，截至2019年底，共投資74家公司，累積投資金額22.58億元。
- 加強投資策略性製造業實施方案-透過13家專業管理公司共同搭配投資，截至2019年底，共投資22家公司，累積投資金額6.39億元。

### 創業投資 – 投前期標的為主

截至2019年底，此類投資已投資81家海內外創投事業，總投資金額約211.52億元。其中在2019年分別投資達和貳創投、聯訊捌創投、萬昌創投、厚德生醫創投、BlueRed和TCP IV創投事業。

圖九：國發基金直接投資產業比重（截止至2019年底）



表十一：國發基金2019年直接投資項目：

公司名稱	產業別	投資金額 (新台幣億元)	持股比例 (%)	簡述
東貝光電	光電	1.05	2.83	協助東貝發展下一代顯示器Mini /Micro LED，目標市場鎖定在電競、筆電及車載顯示器。
兆遠科技	光電	2.05	10.13	參與兆遠私募增資，預期該公司在Mini LED通過商品驗證後，帶動藍寶石基板與5G應用之相關需求
龍德造船	機械	1.00	7.94	配合政府5+2產業創新計畫及國艦國造政策，參與投資龍德造船
台灣企銀	金融	50.00	5.87	參與台企銀私募普通股增資案，以增加公股持股，強化中小企業專業銀行政策性功能，並掌握資金募集時效性
益得生技	生技	1.11	5.77	國發基金「產業創新轉型基金」投資益得生技，協助其由研發型公司轉型成為具專業開發能力特色國際級藥廠。

資料來源：行政院國家發展基金管理會2019年報、德勤財顧整理

## 政府支持的基金

表十二：政府支持的基金比較表

	國發基金產業轉型基金	國家發展基金併購投資基金
目的	行政院國家發展基金為結合民間資金共同投資，協助國內現有企業進行創新轉型，帶動產業升級，創造就業機會，設立產業創新轉型基金	行政院國家發展基金為協助經濟轉型及國家發展，配合行政院經濟體質強化措施，設立併購投資基金，加速產業升級及改善產業結構，提升企業經營效率與競爭力。
額度	匡列新臺幣1,000億元 <b>金額較大</b>	匡列新臺幣200億元
投資範圍	<ul style="list-style-type: none"> <li>由國發基金與民間投資人以共同投資方式，協助國內企業進行下列事項，以達創新轉型： <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 合併計畫</li> <li>✓ 收購計畫</li> <li>✓ 分割計畫</li> <li>✓ 其他有助於企業創新轉型之投資計畫</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>需透過企業整併等方式達成產業升級及轉型為主要投資策略： <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 整合國內企業，擴大規模及提升競爭力</li> <li>✓ 國內企業併購國外企業，取得技術、品牌、市場及人才等關鍵資源</li> <li>✓ 國外企業併購國內企業，進行企業重整或建立供應鏈，協助提升國內產業價值</li> <li>✓ 惟排除從事消滅國內企業進行資產分割，牟利出售之併購</li> </ul> </li> </ul>
申請資格	<ul style="list-style-type: none"> <li>有創新轉型需求之國內企業</li> <li>協助國內企業創新轉型之機構或民間投資人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>具備併購實務經驗</li> <li>應至少募集其預定資本額或募資金額之20%始得申請</li> <li>特定企業不得因自身併購需要，申請本基金參與投資其設立之基金</li> </ul>
投資原則	<ul style="list-style-type: none"> <li>不擔任主導性投資人，不為當次募資單一最高現金出資者，投資金額不超過被投資事業募資後實收資本額或實際募資金額之20%為原則</li> <li>對單一標的或集團之累計投資總金額不超過匡列額度10%</li> </ul> <b>空間較大</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>對個別併購投資基金之投資以其實際募資金額之30%為上限</li> <li>加計政府其他機關及國營事業對單一併購投資基金投資之合計股權比例或出資比率，應低於該併購投資基金實際募資金額之50%</li> <li>和其他政府投資或捐助且經營主導之事業、機構，對單一併購投資基金承諾之出資比率合計超過該併購投資基金募集資本40%，且本基金投資金額超過新臺幣6億元，該併購投資基金需設立於我國</li> </ul>
成效	截至2019年底，產業創新轉型基金已投資太陽能、再生醫療、造船、光電、區塊鍊應用等領域企業創新轉型計畫，通過投資金額47.32億元，帶動民間投資約243.38億元 <b>成效較顯著</b>	本基金現已結束，截至2018年底，並未有申請通過之相關公開資訊，可能受限於較多的投資規定，使得業者多採取觀望態度

資料來源：行政院國家發展基金管理會、德勤財顧整理

# 私募股權基金的監管議題

## 各國監管法制比較

表十三：各國監管比較表

	臺灣	美國	日本	中國大陸
監管機構	金管會*	SEC 投資管理局 州證券監管委員會	FSA	證監會
行業自律機構	投信投顧公會*	NVCA、NYSE和FINRA等	JSDA	證券投資基金業協會
專法規定	無	無	《投資事業有限合夥契約法》	《私募投資基金監督管理暫行辦法》
設立制度	《投信投顧法》第11條：事後申報制	《1933年證券法》Regulation D中規則506：符合銷售對象人數規定之私募可免於在SEC之註冊	《金商法》第29條：原則上須註冊。但在投資有價證券、金融衍生商品之基金事業並該當適格機構投資人之特例業務，為自行募集或自行運用時，不須註冊，僅須申報。	《暫行辦法》第8條：登記備案制
設立門檻限制	無資本門檻限制，依契約約定	無資本門檻限制，依契約約定	無資本門檻限制，依契約約定	1. 公司或合夥制無設立門檻限制。 2. 《集合資產管理業務實施細則》第5條、第27條：集合資產管理計畫之募集資金規模在3000萬元以上，50億元人民幣以下。
募集條件	《投信投顧法》第11條：證券投資信託事業得向下列對象進行受益憑證之私募：一、銀行業、票券業、金融控股公司或其他經本會核准之法人或機構。二、符合本會所定條件之自然人、法人或基金。前項第二款之應募人總數，不得超過99人。	《1933年證券法》Regulation D中規則506：對合格投資人無特別人數限制；非合格投資人人數以35人為限。《1940年投資公司法》第3條第c項第1款：投資人不得超過100人，該證券為非公開發行者。	《金融商品取引法施行令》第1條之7之2：第二項有價證券，係以「所有者人數」而非以「勸導者人數」作為判斷依據，500人以上所有人存在時該當有價證券的募集。	《證券基金法》第88條：非公開募集基金應當向合格投資者累計不得超過200。

\*主要指投信投顧法之「私募基金」，非本報告之「私募股權基金」

資料來源：〈私募股權基金監管法制研究〉p.107-111

## 各國監管法制比較 (續)

表十三：各國監管比較表(續)

	臺灣	美國	日本	中國大陸
合格投資人條件	<p>金管證投字第1060038414號</p> <p>(一) 於應募或受讓時符合下列情形之自然人：</p> <p>1、提供新臺幣三千萬元以上之財力證明；或單筆基金投資逾新臺幣三百萬元，且於該私募受益憑證之證券投資信託事業、兼營證券投資信託業務之業者或受委任機構之存款及投資(含該筆投資)之總資產逾新臺幣一千五百萬元，並提供總資產超過新臺幣三千萬元以上之財力證明書。</p> <p>2、具備充分之金融商品專業知識、交易經驗。</p> <p>(二) 於應募或受讓時符合下列情形之法人或基金：</p> <p>1、最近期經會計師查核或核閱之財務報告總資產超過新臺幣五千萬元。但中華民國境外之法人，其財務報告免經會計師查核或核閱。</p> <p>2、經法人或基金授權辦理交易之人，具備充分之金融商品專業知識、交易經驗。</p> <p>(三) 簽訂信託契約之信託業，其委託人符合前二款之規定。</p>	<p>《1933年證券法》Regulation D中規則501(a)：「合格投資人」為：</p> <p>1、機構投資人：銀行、儲蓄機構、證券經紀商、保險公司、投資公司、商業發展公司、小企業投資公司、資產超過500萬美元之一般公司、企業信託及員工退休信託等。</p> <p>2、自然人：其證券正在要約發售之任何董事、經理人或合夥人；自然人或與其配偶之淨資產達100萬美元以上，或與其配偶所得超過30萬美元以上並合理預期於投資當年可達到相同收入水平。</p> <p>《Dodd Frank法》：維持Regulation D中自然人之合格投資人或夫妻聯合淨資產須達100萬美元以上標準，但淨資產之計算須扣除主要住所之價值。</p>	<p>投資人分為「一般投資人」及具特定身份之「特定投資人」，「特定投資人」中符合特定條件者為「適格機構投資者」。「適格機構投資者」為依政令對有價證券投資具備專門知識及經驗者(金商法第2條第3項第1款)，指銀行等金融機構、指定農業合作社、符合金融商品交易法第二條規定相關之內閣府令(平成5年大藏省令第14號)第10條規定並向金融廳申請經認可者等，名單公布於金融廳網站。</p>	<p>《暫行辦法》第12條：1.投資於單只私募基金的金額不低於100萬元人民幣且符合下列相關標準的單位和個人：(一)淨資產不低於1,000萬元人民幣的單位；(二)金融資產不低於300萬元人民幣或著最近三年個人收入不低於50萬元人民幣的個人。</p> <p>2.下列者視為合格投資者：</p> <p>(一)社會保障基金、企業年金等養老基金，慈善基金等社會公益基金；</p> <p>(二)依法設立並在基金業協會的投資計劃；</p> <p>(三)投資於所管理私募基金的私募基金管理人及其從業人員；</p> <p>(四)中國證監會規定的其他投資者。</p>
投資標的範圍	<p>《基金管理辦法》第54條：採負面表列</p> <p>《基金管理辦法》第55條：除公募基金可投資標的外，亦可投資未上市(櫃)有價證券、未經主管機關核備之境外基金及私募有價證券等。</p>	<p>無法律限制，依契約規定。</p>	<p>無法律限制，依契約規定。</p>	<p>《暫行辦法》第2條：私募基金財產的投資包括買賣股票、股權、債券、期貨、期權、基金份額及投資合同約定的其他投資標的。</p>
有限合夥相關法律	<p>《有限合夥法》</p>	<p>《統一有限合夥法》、各州LPS法、《1940年投資公司法》</p>	<p>《投資事業有限合夥契約法》</p>	<p>《合夥企業法》</p>
有限合夥稅制	<p>透視個體概念課稅</p>	<p>穿透式課稅</p>	<p>穿透式課稅</p>	<p>穿透式課稅</p>

資料來源：〈私募股權基金監管制研究〉 p.107-111



# 私募股權基金的監管議題

## 國發會有機會擔任私募股權基金主管機關

國發會主委龔明鑫表示，在私募及併購方面，政府將全力支持發展，後續希望祭出更多對企業併購的友善措施，進行法規鬆綁，產業創新轉型除新技術、產能的擴展，創新及併購也是重要手段，雖然私募股權基金目前仍找不到主管機關，但需要的話，國發會可當主管機關並將儘量協助。

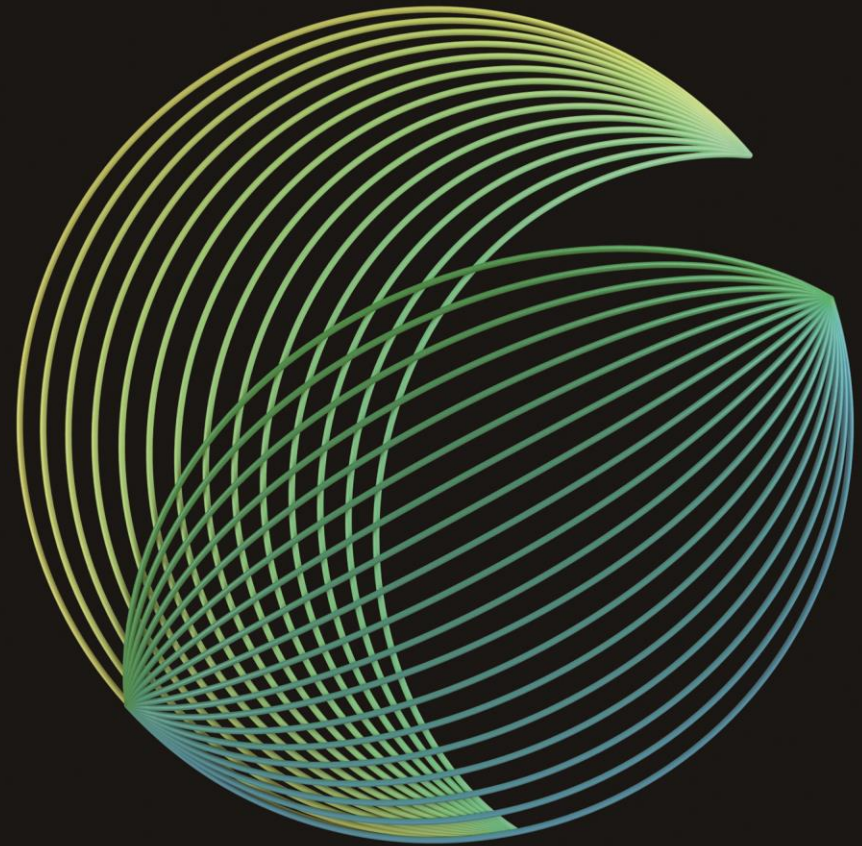
目前具體的管理細節尚未公布，預期未來可能先採取低度管理方式，由國發會主要負輔導與跨部會協調之責，而細部管理要點之撰擬則需要和民間協會合作。

表十四：台灣私募股權基金三大型態

型態	說明
公司型態	<ul style="list-style-type: none"> <li>一般將由基金管理公司發起募集，當投資人出資達到預定資本額後，即設立一投資公司，再由投資人依出資比例取得該投資公司股權，並推選相當名額的董監。投資公司將進行投資管理業務，但通常會與基金管理公司簽署投資管理契約、委由基金管理公司辦理，惟投資決策權仍保留於投資公司，即基金管理公司建議投資案，應提交投資公司董事會決議，經過半數董事決議通過後始進行投資。</li> <li>行政院國發基金及壽險公司等設立之「本誠創業投資股份有限公司」即為此例，並委由「之初創業投資管理顧問股份有限公司」管理。</li> </ul>
有限合夥型態	<ul style="list-style-type: none"> <li>國外私募股權基金之組織型態多為有限合夥，惟臺灣直至2015年11月施行有限合夥法後方得以此型態設立。依有限合夥法第6條規定，係以一人以上之普通合夥人及一人以上之有限合夥人，互約出資組成有限合夥。不同於公司法下的合夥型態，股份有限公司亦得為有限合夥的合夥人，惟若擔任普通合夥人，應取得經代表已發行股份總數三分之二以上股東出席，以出席股東表決權過半數同意之股東會決議。</li> <li>金管會於2017年8月開放投信事業得轉投資國內外子公司擔任私募股權基金有限合夥之普通合夥人，惟該子公司應為有限責任法人，以有效將投資風險限縮在子公司的出資額，且投信事業應於內部控制制度中訂定相關利益衝突防範規範，及對該子公司之管理監督。於此架構下，投信業者可與私募股權基金協議委託管理契約，由投信事業派任經營團隊以管理投資績效。此似有意仿效外國私募股權基金實務，即普通合夥人負責管理執行業務，但通常委任給投信業者或其關聯實體擔任投資經理人提供投資建議，而投資經理人對普通合夥人負責，並由有限合夥支付管理費給投資經理人作為報酬。然外國實務作法，普通合夥人並非公司型態、僅負有限責任，而是負無限責任，故委任投資經理人能將普通合夥人收取的報酬隔離於無限責任範圍之外。</li> <li>國發基金與民間企業設立「台杉投資」，再依投資物聯網、生技醫藥等不同產業，分別設立特殊目的公司，再由其擔任台杉水牛一號基金、台杉水牛二號基金的普通合夥人，此二基金即以有限合夥型態設立。</li> </ul>
信託型態	<ul style="list-style-type: none"> <li>依證券投資信託事業依證券投資信託及顧問法第11條規定進行受益憑證的私募，由證券投資信託事業與基金保管機構簽訂證券投資信託契約，證券投資信託事業為委託人、基金保管機構為受託人，成立證券投資信託基金，私募之應募人向證券投資信託事業認購證券投資信託事業所發行之證券投資信託基金受益權之受益憑證。</li> <li>此類似證券交易法上私募規定，應募人限於銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業、金融控股公司或其他經金管會核准之法人或機構，或符合金管會所定條件之自然人、法人或基金，且應募人總數不得超過三十五人，須於私募受益憑證價款繳納完成日起五日內向金管會申報備查。</li> </ul>

資料來源：Deloitte <家族傳承運用私募股權基金架構之選擇>、德勤財顧整理

# COVID-19疫情對於私募股權 基金的影響



# 疫情後的「新常態」， 私募股權基金的應對之道

## 疫情後的「新常態」與併購市場趨勢

### 疫情後的新常態與併購市場趨勢

疫情的衝擊，促使企業進行轉型及重組，隨著疫情影響的時間拉長，一個疫情後的「新常態」因而確立，「新常態」的出現也改變了併購交易市場的特質與趨勢，也促使擅長以其專業能力協助公司進行重整或併購的私募股權基金調整腳步。

在「新常態」的併購市場下，併購交易的環境與條件將產生變動，諸如併購交易目的，市場展望和綜效評估方式，交易風險的角度和評估，甚至國際局勢和各國政策對併購交易的影響。因此，企業在進行併購交易前，應謹慎評估「新常態」下併購交易與疫情前之差別，以往被認為風險極低的變數或不重要的條款，都將可能影響未來交易之成效，必須重新審視。

表十五：疫情後的新常態

新常態	說明
整體交易環境惡化	<ul style="list-style-type: none"> <li>隨著新冠疫情影响加劇，投資人紛紛重新審視疫情發生前制定的併購計畫，導致近期交易市場表現疲軟。</li> <li>執行面上也為併購交易市場增添了不利的變數。隨著各國施行旅遊禁令，交易因決策者無法旅行至當地，或重要文件無法及時抵達，使交易進程放緩甚至停止。</li> </ul>
產業環境變化所帶來的交易價值變動與新機會	<ul style="list-style-type: none"> <li>對於潛在買方而言，如交易正在進行，可能發生買方對在疫情前評估的標的估值抱持質疑，而要求重啟價格談判。</li> <li>新冠疫情產生的危機使現行供應鏈模型的脆弱表露無遺，受疫情嚴重影響的產業，預期將出現同業 / 異業間的整合。</li> </ul>
資金調度不至於過度惡化	<ul style="list-style-type: none"> <li>至目前為止，唯少數幾筆交易資金受「新冠疫情影响」而退出。此外，目前也未出現銀行因新冠疫情而收回已核撥的收購融資（acquisition financing）。</li> </ul>
盡職調查（Due Diligence）內涵調整	<ul style="list-style-type: none"> <li>盡職調查的內容將重新更嚴格的檢視供應鏈潛在風險、合約中針對潛在危機的特別終止條款、以及其他在過往被認為低風險的條款及問題。</li> </ul>
重大不利變動條款（Material Adverse Change Clauses）的普及	<ul style="list-style-type: none"> <li>併購交易相關合約中的條款將因新冠疫情影响而有所修正，為了因應大幅提高的風險與不確定性，諸如「重大不利變動（MAC, Material adverse change）條款」等能夠保障買方權益的工具，將加速普及。</li> </ul>
行政程序的變化	<ul style="list-style-type: none"> <li>政府官員及公務員在疫情期間被迫遠距工作，將有可能減緩併購交易中必要文件或行政慣例的審批與核可進程，例如外國投資法中的反托拉斯條款的清算與核可。</li> </ul>
大政府時代的來臨	<ul style="list-style-type: none"> <li>當疫情的影響告一段落，可能會出現是否應該將核心產業轉移至公部門，以及制定更嚴格貿易法規的討論。</li> <li>企業併購交易的價值衡量將從單純的股東價值導向轉為更廣泛的衡量標準（例如：國家利益）。</li> </ul>
智慧財產（IP）的估值與商業化策略	<ul style="list-style-type: none"> <li>疫情促使併購交易疲軟，買賣雙方對智慧財產權的估值也可能需要重新磋商。隨著數位科技大量應用於各產業，疫情加速新商業模式落實，因此，業者宜重新檢視產品相關的智慧財產權布局與商業化策略。</li> </ul>

資料來源：德勤財顧整理

## 疫情後的「新常態」，私募股權基金的應對之道

### 應對之道一、疫情後的投資策略

由於可支配資金（Dry Powder）處於高點，且疫情衝擊後優質投資標的減少，交易市場失衡加劇，併購交易乘數甚至可能超越疫情前的水平，提高私募股權基金獲取超額報酬的難度。

然而，疫情也為私募股權基金開創機會，因為疫情減緩交易活動，私募股權基金將有更多時間發掘潛在標的。以合理的價格交易後，運用各基金的資源來提升標的價值仍為獲利的原則。此外，以往不可行的交易案，不論是因為財務危機或經營者想法轉變，也可能出現投資機會，持續關注焦點產業及把握投資時機預期仍為私募股權基金疫情後的投資主軸。

### 應對之道二、數位轉型

商業活動在疫情的衝擊下，實體活動減少，線上佔比增加。除了消費習慣的轉移，線上活動的便利性和高於預期的效率，都更加確定數位轉型的可行性和必要性。而數位轉型的速度和成效將決定企業未來的競爭力。數位轉型著重資金、資訊和物品/服務的流通，使企業達成快速應變市場需求，精簡成本，以及提升客戶體驗的目的。疫情後線上交易比重提升的假設下，數位轉型不只迎合客戶需求，更能協助企業管理生產活動及供應鏈，是提升標的價值的必須手段，預期數位轉型之需求即使在後疫情時代仍會持續發生。

### 應對之道三、債務資金調度

經過新冠肺炎的衝擊，可預期不論是企業、投資人或政府，都會更加重視財務結構的健全和彈性。具體而言，理想債務佔總資產的比率可能下降，而長期的借款利率則可能提高，或借款核發金額減少，甚至駁回等以應對未來無法預期的系統性風險。更甚者，各國政府可能修訂相關法律來規範企業財務結構。在此情形下，規範和成本等因素將提高槓桿收購的困難度，而槓桿程度的降低可預期將影響私募股權基金的投資報酬率。面對資金調度的挑戰，私募股權基金可能透過挑選財務比率健全的企業投資，或者與其他私募股權基金及有限合夥人合作。

### 應對之道四、專業聚焦與策略聯盟

根據Bain針對私募股權基金的研究報告指出，投資表現良好的私募股權基金通常聚焦於自身熟悉的產業，透過其產業知識、佈局交易經驗來獲取超額報酬。例如黑石集團已投身物流倉儲產業十年，在電商持續成長的情形下，物流資產的成長將提供黑石集團投資收益。

產業聚焦固然是獲利的關鍵，但面臨數位轉型、債務資金調度，或因疫情而崛起的供應鏈挑戰，關注產業不同的私募股權基金可能需要透過策略聯盟的合作方式來促進彼此投資標的價值的成長。

## COVID19下私募股權基金的投資策略

### 疫情下歐美重挫 台灣影響有限

這波疫情使歐美受到大幅影響，根據Bain的調查，私募股權基金在第一波高峰的四月交易總額相比前五年月平均只剩三分之一。銀行同時減少了八成的槓桿式借貸，但私募股權基金擁有破紀錄的彈藥，仍有投資的壓力。因此私募股權基金必須啟用其他替代方案像是loan-to-own。

同時的台灣因為防疫有成，整體產業影響相對歐美小，2020下半年是否復甦、投資領域是否發生改變，值得關注。另一方面，疫情對現在熱門的產業領域如：高科技（AI、5G、IOT）、生技等影響小，因此市場上仍有許多相關投資項目正在進行。

### 台灣本土私募萬箭齊發

在疫情爆發之後，台灣本土私募股權基金投資腳步並未放慢，仍持續投資國內外標的。國內私募股權基金東博資本除了注資昂寶-KY，近期也收購聯發科的LCD驅動IC廠子公司奕力科技；達勝集團除了參與格威傳媒的交易案，也與流線傳媒進行策略投資合作；國泰永續私募股權基金則是投資台灣廢輪胎熱裂解大廠環拓科技。種種跡象皆顯示本土私募股權基金並未因為疫情關係有停止投資的跡象。2020下半年由私募股權基金主導的大型投資或併購案是否會出現，仍待持續觀察。

### 業界觀點

#### 私募股權基金業者 A

雖然受疫情的影響，使得標的選擇上變得更審慎，但是仍然在不受疫情影響的產業中，積極尋找具關鍵技術的標的公司，特別像是高端製造和關鍵零組件。

#### 私募股權基金業者 B

疫情使得台灣企業重新思考產業整合之必要性，進行資源整合以做大規模，是台灣產業能否順利轉型之關鍵。

#### 私募股權基金業者 C

疫情將使得這個產業更加競爭，加速私募股權基金之優勝劣汰，那些缺乏成功實績、專業團隊以及產業洞察力的私募股權基金將逐漸被市場所淘汰。

#### 私募股權基金業者 D

資本市場受疫情拖累，2020上半年許多私募股權基金的淨資產價值（NAV）出現20~30%調降，下半年則出現反彈。某些公司則開始思考傳承議題，預計將維持原定投資計畫，和有意願的公司加速合作。

資料來源：德勤財顧訪談整理

# 「新常態」下的企業併購策略 與私募股權基金的合作

## 「新常態」下的企業併購策略架構

### 企業併購策略架構

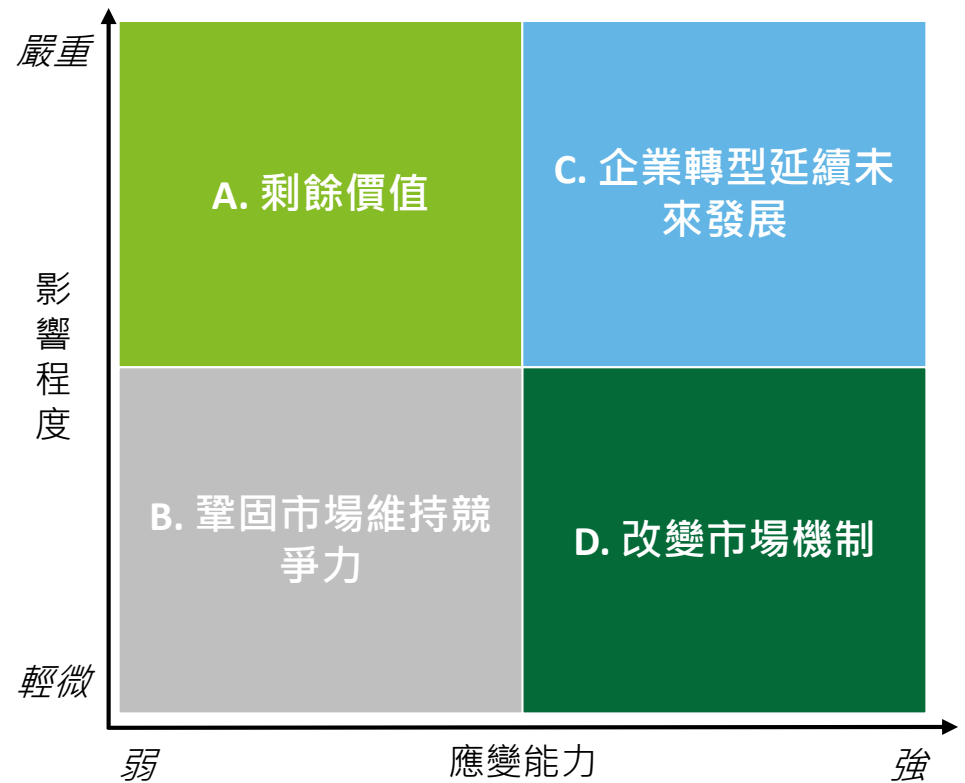
雖疫情為企業併購帶來諸多不確定性，但不確定性亦可望帶來潛在機會。依據歷史數據顯示，在動盪期間執行的併購案可帶來更高的潛在報酬。

面對COVID-19對企業併購帶來的影響，德勤全球提出「新常態」下的企業併購策略架構。德勤全球認為，在企業堅守核心市場及加速企業轉型的過程中，防禦型及攻擊型的企業併購策略可望興起。此外，企業亦需積極思考更大範圍的成長策略，如與同業結盟、與私募股權基金共同投資、投資於創新科技、和專家及政府機構合作等。

承上所述，併購策略可依企業的應變能力分為防禦型以及攻擊型。而依企業受影響之程度，又可再將企業分成剩餘價值、鞏固市場維持競爭力、企業轉型延續未來發展以及改變市場機制等四大類。

在疫情後的「新常態」下，德勤財顧認為各個產業都將會看到企業透過併購加速未來轉型發展之案例。企業可透過右圖中四種策略架構重新審視公司之發展策略，並聚焦具發展前景之市場。

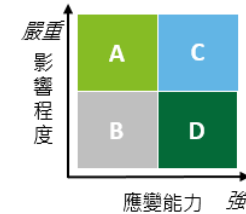
圖十:企業併購策略架構圖



資料來源：Deloitte <M&A and COVID-19 – Charting New Horizons>



# 「新常態」下的企業併購策略與私募股權基金的合作



## 「新常態」下企業併購策略

### A. 剩餘價值

- 在疫情後的「新常態」下，無法即時調整體質以因應疫情嚴重衝擊之企業，可透過尋求資金募集之管道或增進企業之營運效能及彈性以降低可能之衝擊。

### B. 鞏固市場維持競爭力

- 部分受疫情影響程度輕微但應變能力較弱之企業，可趁此時調整既有之商業模式以因應競爭環境的變化，並加強布局核心業務以因應未來「新常態」下之挑戰。

### C. 企業轉型延續未來發展

- 此次受疫情衝擊劇烈之企業，可透過重新調整公司之事業組合或於相鄰市場取得新收入來源，以達成企業轉型、延續發展之目的。

### D. 改變市場機制

- 部分受疫情影響輕微但應變能力強之企業，可趁此時透過併購搶奪先機，進而成為市場機制之主導者。

## 企業與私募股權基金合作機會

- 私募股權基金可協助投資企業提升運營效能，也可透過其資源與供應商及其他生意夥伴加強合作，組成策略聯盟或成立合資公司，以增進投資企業之營運效率及彈性。甚至可以思考與一樣受影響的同業聯手度過疫情期間。

- 私募股權基金可協助近期併購之投資企業整合以提升合併綜效，或與具互補性之合作夥伴擴大合作，調整投資公司體質以因應越趨競爭之市場變化。
- 在未來「新常態」之挑戰下，私募股權基金可先行部署，尋求合適併購機會以鞏固既有投資公司之核心市場。

- 私募股權基金可藉機收購績效不佳或財務困難之公司，擴大市場份額之同時也藉此取得未來轉型之核心技術能力。
- 私募股權基金可重新審視其投資組合，透過併購以加強產業之垂直整合，或尋求策略型併購以填補事業組合之缺口。

- 私募股權基金可透過交易完成策略目標之方式，取得市場話語權並重新定義未來的「新秩序」，同時維持其市場領導之優勢。

資料來源：Deloitte <M&A and COVID-19 – Charting New Horizons>

# 案例分享

## A. 剩餘價值

### 「新常態」下企業併購策略

COVID-19於2020年上半蔓延全球，過去興盛的國際旅遊產業與服務在今年陷入前所未見的停擺，全球旅遊業及旅館業首當其衝受到影響，其中萬豪國際以及Booking.com等公司股價分別下跌53%和17%，無法即時調整體質之企業，須透過尋求資金募集之管道以降低可能之衝擊。

例如：知名線上旅遊平台Airbnb也深受疫情影響，財務狀況並不樂觀。在幾乎沒有營收進帳的情況下，Airbnb在三月已經支出約3.5億美元來補償屋主，以及提供全額退費給客戶Airbnb已停止人才招聘以及行銷活動來避免非必要的花費，Airbnb將從私募股權基金Silver Lake和Sixth Street Partners取得外部資金以降低財務壓力，預計將此資金用於吸引長期租客以及更多屋主加入其平台。

### 企業與私募股權基金合作機會

Airbnb於2020年4月6日公布與私募股權基金公司Silver Lake和Sixth Street Partners合作，兩家公司將投資10億美元，幫助Airbnb度過疫情難關。此次投資的債務及股權，將幫助Airbnb現金量達到40億美元。

即使旅遊業受到顯著影響，但亦有私募股權基金公司看好旅遊業市場的長期發展，Silver Lake表示當前環境嚴重影響旅遊業，但人們對於旅遊的長期需求不會消失，將透過本身資源協助投資企業提升營運效能，一起度過疫情帶來的負面影響。

## B. 鞏固市場維持競爭力

### 「新常態」下企業併購策略

由於疫情的影響，大部分公司需要遠程上班，以至於不能更快速的提供服務給客戶，而有一些涉及相關應用的金融科技公司受疫情影響程度輕微，趁此時調整既有之商業模式以因應競爭環境的變化，加強布局核心業務以因應未來「新常態」下之挑戰。

例如：專注在企業管理系統、金融服務和支付交易處理的私募股權基金FTV Capital宣布和Docupace合作。Docupace是一家專注於財富管理服務和投資流程自動化的金融科技公司，FTV Capital注資協助Docupace擴大經紀人、財務分析師以及投資顧問的相關產品與服務，提供更多的彈性以及更好的反應能力。

### 企業與私募股權基金合作機會

FTV Capital於今年四月份公布將與Docupace合作，FTV Capital投入37億美元以成為Docupace主要股東，Docupace將利用這筆資金提供更完善的自動化雲端服務以進一步深化市場。

FTV Capital此前相關的投資包含Apex Fund Services、Aspire Financial Services及Cardconnect，近期透過協助投資公司整合以提升其營運績效，未來還可透過與具互補性之既有投資公司擴大合作，以鞏固既有投資公司之核心市場。

## 案例分享 (續)

### C. 企業轉型延續未來發展

#### 「新常態」下企業併購策略

日本最大製藥公司武田製藥 (Takeda) 社長近期表示將重新調整公司之事業組合，有意處分並非公司的核心業務的子公司武田消費者保健公司 (Takeda Consumer Healthcare, TCHC)，武田藥品計畫將資源集中於腸胃疾病、罕見疾病、血漿衍生療法、腫瘤學和神經科學等五大領域，進行新藥開發，以達成企業轉型、延續發展之目的。

根據英國市場調查公司歐睿國際 (Euromonitor International) 調查，武田消費者保健公司 (TCHC) 在日本大眾藥品市場占有率排名第6，雖然日本大眾藥品市場規模連續 5 年成長，但因人口減少等因素，加上COVID-19導致訪日觀光客大幅減少，預期大眾藥品市場將更加低迷。

#### 企業與私募股權基金合作機會

武田製藥於2020年8月25日宣布，以23億美元將TCHC賣給黑石集團，TCHC產品包括合利他命和感冒藥 BENZA 系列等大眾藥以及健康食品等。武田製藥計畫將此資金用於研發新藥品，並減少公司於2019年時以590億美元收購愛爾蘭生物製藥公司 Shire Plc所創造的債務。

黑石集團則趁此經濟環境不佳之際，收購有財務壓力之標的公司，透過併購以完善集團內事業組合。黑石集團目前在日本東京有投資大樓、飯店等不動產。於2018年正式展開日本的企業投資業務，2019年也砸下 1,000 億日圓買下日本的中堅製藥公司 Ayumi Pharmaceutical。

黑石集團計畫與目前的 TCHC 管理層一起發展非處方藥業務，並繼續僱用其員工。隨著資源和資金的灌入，未來 TCHC 品牌知名度和價值有機會增長，並計畫五年後於東京進行IPO。

### D. 改變市場機制

#### 「新常態」下企業併購策略

部分受疫情影響輕微但應變能力強之軟體企業，可趁此時透過交易完成策略目標，進一步強化市場地位。

例如:Ultimate Software是全球領先的人力資本管理和員工體驗雲解決方案提供商，擁有超過5,100萬人的雲端記錄，其產品UltiPro提供人力資源、薪酬、人才、時間和勞動管理，以及人力資源服務交付解決方案。

Ultimate Software於2019年同意由Hellman & Friedman Capital Partners (H&F) 領導的投資集團以約110億美元的價格收購，其他重要投資者包括：黑石集團、GIC和加拿大養老金計畫投資委員會 (CPP Investments) 等，交易完成後Ultimate Software將會私有化。

#### 企業與私募股權基金合作機會

私募股權基金可透過緊密合作之方式，重新定義未來的「新秩序」，同時維持其市場領導之優勢。

Kronos和Ultimate Software於2020年宣布合作組建世界上最大的雲計算公司之一，通過合併兩家產業領導者，將創建具創新性的人力資本管理 (HCM) 和勞動力管理公司，以領先的雲計算解決方案幫助各行業組織更有效地管理其員工，合併後的新公司將擴大規模，在快速增長的人力資本管理 (HCM) 軟體市場中占據更有利的地位。

Kronos和UltimateSoftware的控股股東Hellman & Friedman LLC (H&F) 將成為合併後新公司的控股股東。Hellman & Friedman (H&F) 是一家全球私募股權投資公司，其獨特的投資方式專注於高質量增長企業的大規模股權投資。

資料來源：公開資訊、德勤財顧整理

# 私募股權基金對於 國內新能源事業發展的持續投入

# 私募股權基金對於國內新能源事業發展的持續投入

## 台灣新能源事業發展現況

### 機會：

- 1. 可預見的市場需求：**在前述全球綠能轉型下，台灣企業必須跟進以穩固收入和市場競爭力。此外，2025年20%再生能源發電的政策目標及尚在討論的用電大戶條款，皆為台灣風電業者奠定未來的市場需求。
- 2. 法規的開放：**《再生能源發展條例》修正，開放綠電直供及轉供，再生能源變成交易商品，綠電業者可以直接售電給民間企業，獲取更高的利潤。

### 挑戰：

- 1. 發電量不足：**台灣綠電市場初期將「供不應求」，因民間綠能電廠興建速度趕不上企業需求。為彌補供給缺口，台電在政府指示下將興建綠能電廠以提供8.4億度綠電。但長期而言，勢必得加快建設民間綠能電廠來提升供給。
- 2. 躉購制度價格高：**目前台灣仍有躉購制度補貼綠電，例如太陽能為4元/度。對於綠能業者而言，躉購價格使得直接售電給民間企業的誘因不大。補貼制度必須計畫性退場，驅使業者逐步降低成本，塑造活絡的綠電交易市場。
- 3. 銀行融資困難：**過去由台電收購綠電，業者收入穩定，在開放業者直接售電及補助逐步退場後，綠電業者收入和金流波動可能較以往大，進而影響銀行對綠電業者的信用評等與風險，增加融資的困難而影響後續電廠的興建。

### 未來趨勢：

目前新能源產業朝向四大主題發展：太陽光電、風力能源、氫能與燃料電池及智慧儲能，其中風力能源和太陽光電大幅成長。在全球綠能轉型以及政府積極投入發展再生能源下，新能源將吸引更多國際資金的投入。台電公司也將持續強健電網及靈活調度，確保能提高再生能源的穩定性及可靠性。

## 私募股權基金活躍於國內風電產業

### 麥格理資本

2020年3月9日宣布與德國安能集團（EnBW AG）日本捷熱能源（JERA）合作開發海鼎離岸風電計畫，預計於2025年後併網。交易完成後捷熱將持有海鼎風電43.75%股權，麥格理和安能則分別持有31.25%和25%。

麥格理資本表示未來五年將持續關注台灣政策走向來決定投資標的，天然氣、地熱和儲能皆為可能的投資項目。

天然氣方面，台灣政府制定2025年50%天然氣的能源目標，透過麥格理資本的國際連結，可強化台澳關係並引進澳洲生產的天然氣；地熱方面，台灣具備豐沛的資源，有機會開發成為新的能源類型；儲能方面，因能源轉型需搭配儲能系統，然而此類技術掌握在日、韓企業手中，麥格理資本希望可將相關投資經驗帶入台灣，尋找投資與合作機會。

### 沃旭能源

2020年7月23日宣布與財團法人金屬工業研究發展中心啟動「離岸風電供應商輔導基金」計畫，由沃旭出資6,000萬元，主要兩項目標如下：

1. 培育離岸風電專業人才：接受企業申請，協助其員工接受高階焊接訓練以及全球風能組織（GWO）離岸風電基本安全訓練。
2. 強化台灣本土離岸風電技術：通過審核之廠商最高可獲得500萬元補助，協助供應商突破技術門檻，強化台灣離岸風電供應鏈。

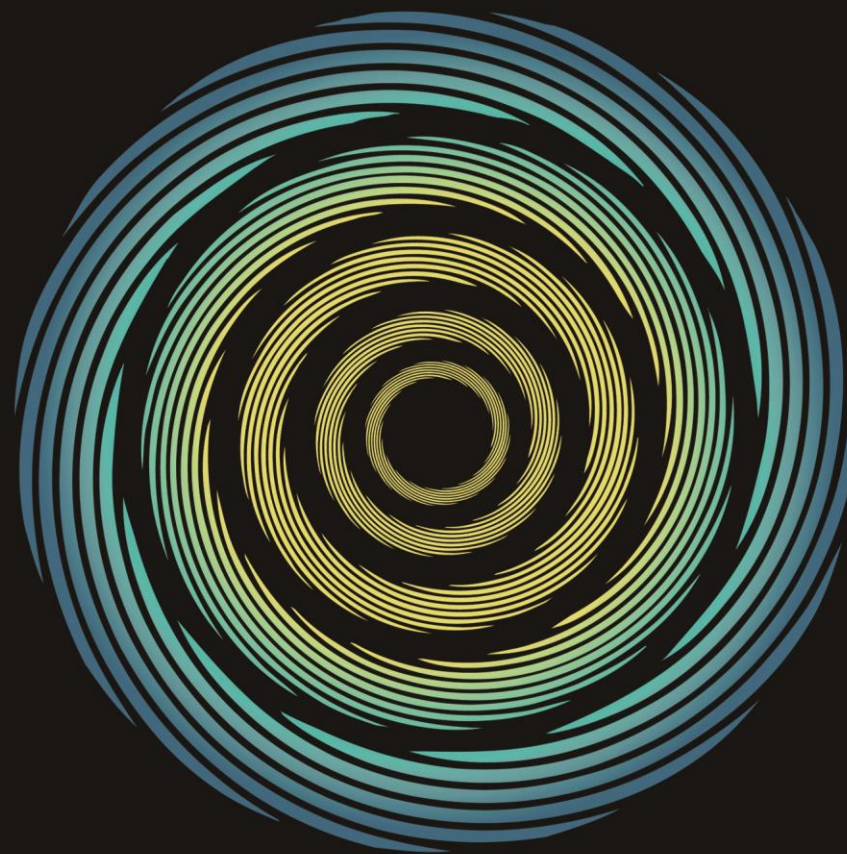
### 哥本哈根基礎建設基金（以下簡稱CIP）

CIP投資的彰芳西島離岸風場計畫，於2020年3月5日取得新台幣約900億的專案融資，共計25家國內外金融機構參與，為單一融資案本土金融機構參貸最高金額。資金到位後，將正式下單給供應商，合作本土廠商超過80家，訂單金額超過500億台幣，為向本土供應商採購案最高金額。

此外，CIP透過台、歐合作的運作模式，聯手台廠與國際業者成立合資公司，例如水下基礎供應商世紀銻特（世紀集團與丹麥Bladt Industries）、海事工程的台船環海（台灣造船公司與比利時DEME Offshore）。

資料來源：公開資訊、德勤財顧整理

# 總結與展望



## 總結及展望

2019年台灣私募股權基金投資活動趨緩，但2020年到目前為止的重要私募股權基金交易案件，例如東博資本的昂寶私有化及奕力科技收購，再度顯示儘管受到COVID-19疫情影響，私募股權基金交易仍是資本市場的主要活動之一。

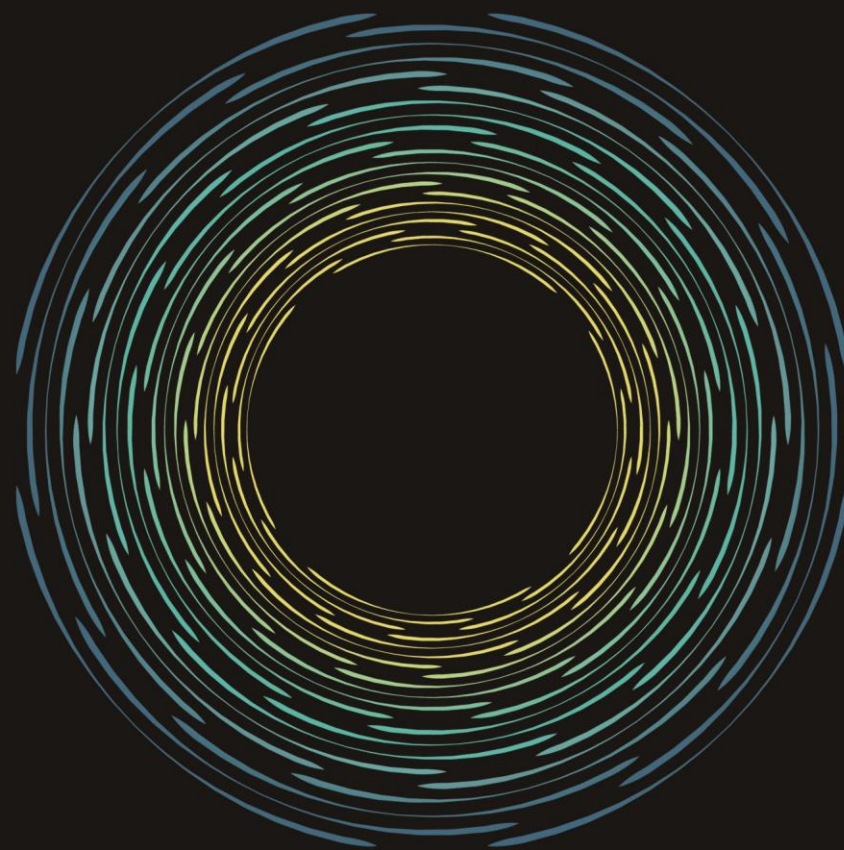
為促進產業發展及轉型，政府也全力支持相關併購投資活動，並希望私募股權基金可以成為一個引導市場資金進入實業的有效管道。其中金管會開放投信業及證券商從事私募股權基金相關業務、境外資金匯回透過私募股權基金進行投資之稅賦優惠、保險業自律規範開放投資國內私募股權基金等，都顯示政府鼓勵私募股權基金投資及參與實業轉型發展的方向。然而，國內私募股權基金的監管議題仍有待討論確認，尤其是主管機關不明，使得保險業等投資人無法順利對接。甚幸國發會主委龔明鑫也在今年8月底的論壇中表示，如果有需要，國發會願意擔任私募股權基金的主管機關，我們也期待在近期能看到一些明確的政策目標被制訂完成。

而從企業角度觀察，受到COVID-19的影響，面對疫情後的「新常態」，德勤全球提出「新常態」下的企業併購策略架構。我們也整理相關策略與私募股權基金的可能合作模式，提供國內企業參考。期待能促進更多企業與私募股權基金的合作機會，將危機化為轉機，在疫情後的「新常態」找到企業永續發展的方向。

在私募股權基金對台灣的投資更趨成熟多元之際，我們期待各界人士，包含主管機關、企業界、利益團體，也能更正向的看待私募股權基金的運作。期許在各界努力下，完成更多具有指標性意義的私募股權基金投資合作案件，進而帶入更多優質的國內外私募股權基金及國際級的專業人才，讓私募股權基金能夠健全蓬勃的發展，並協助台灣企業在疫情後的「新常態」下進行必要的轉型發展，共創雙贏的局面。



## 附錄一 | 資料來源





## 資料來源

---

訪談成員	- 針對本報告內容，勤業眾信聯合會計師事務所/德勤財務顧問股份有限公司訪談包含台灣主管機關、私募股權基金與企業界有力人士，惟鑑於相關從業人員保密性之要求，暫不公開訪談成員
資料庫	- Bloomberg - SPEEDA - Thomson One - Mergermarket - 公開資訊觀測站
專業調研報告	- Deloitte <M&A and COVID19 – Charting New Horizons> - Deloitte <家族傳承運用私募股權基金架構之選擇> - Preqin <Preqin Market in Focus: Private Equity & Venture Capital in Southeast Asia> - Bain & Company <Global Private Equity Report 2020> - Bain & Company <Asia-Pacific Private Equity Report 2020> - Bain & Company <ADVANCING TOWARDS ASEAN DIGITAL INTEGRATION> - McKinsey & Company <McKinsey Global Private Markets Review 2020> - McKinsey & Company <The path to the next normal> - Private Equity International <PEI Fundraising Report 2019> - Private Equity International <Japan Special 2020> - Mergermarket <Global & Regional M&A Report 2019> - 台灣金融研訓院 <2020金融趨勢關鍵議題 多元資金投入離岸風電產業發展策略> - 國家發展委員會 <後COVID-19臺灣經濟發展對策> - 美台商會協會 <An Assessment and Analysis of Taiwan’s Private Equity Environment> - 行政院國家發展基金管理會2019年報
公開媒體資訊	- Blackstone <未來商業地產板塊哪家強?黑石集團為信念最高的投資板塊下注187億美元> · 2019/06 - Blackstone <Blackstone makes \$18.7 billion investment in warehouses> · 2019/06 - Private Equity Wire <Private Equity Funds adopt creative strategies for deploying capital amid macroeconomic uncertainty> · 2019/10 - CNBC <SAP is acquiring survey software maker Qualtrics for \$8 billion> · 2018/11 - Josh Bersin <Why Did SAP Pay \$8 Billion To Acquire Qualtrics?> · 2019/02 - CVS投中數據 <新《外商投資法》正式實施，私募股權市場環境向好發展> · 2020/01

---

## 資料來源

---

### 研究論文

- 陳美樺，私募股權基金監管法制研究，2019年

---

### 公開媒體資訊

- Fortune India <PE investments hit 10-year high in 2019> · 2020/01
- Infrastructure Investor <Brookfield lines up largest-ever India deal with \$1.9bn purchase of gas pipeline> · 2019/03
- Financial Times <Moment of truth for Japan's relationship with private equity> · 2019/06
- The Law Reviews <The Private Equity Review – Edition 9> · 2020/05
- The Korea Times <SME founders nourish Korean private equity> · 2020/03
- Private Equity International <Korean Private Equity: A Beginner's Guide> · 2019/06
- 數位時代 <台灣離岸風電領頭羊上緯，為何賣掉子公司退出風電開發市場?> · 2019/4
- 科技新報 <上緯新能源釋股 95%，經濟部原則同意> · 2019/08
- 信傳媒 <KKR併榮化「私有化」下市 李謀偉：再上市機率很高> · 2019/01
- 工商時報 <KKR國際投資機構 完成收購李長榮化工> · 2019/01
- 今周刊 <福盈科、開發資本出演「創意併購記」> · 2019/12
- iThome <臺灣資安新創奧義智慧獲淡馬錫旗下基金565萬美元B輪投資> 2019/08
- Block Tempo <台灣數位產權新創 Bitmark 完成 300 萬美元 A 輪融資，投資人包括宏達電、阿里巴巴> · 2019/09
- 數位時代 <全球規模最大！台積電買920MW離岸風場綠電，找上丹麥風電龍頭簽約20年> · 2020/07
- 數位時代 <台積電搶進、售電業崛起！台灣大瘋綠電新商機> · 2020/07
- 經濟日報 <離岸風電邁步 沃旭將創1.3萬個工作機會> · 2020/07
- 數位時代 <900億風電專案資金到位！CIP憑什麼刷新台灣史上最大本土參貸金額?> · 2020/03
- The Lens News 關鍵評論 <丹麥開發商加碼「台灣製造」，亞洲第一的「機艙組裝廠」台灣將出現第2座> · 2019/11

## 財務顧問服務



范有偉 Peter Fan  
總經理  
peterfan@deloitte.com.tw



潘家涓 Maggie Pan  
執行副總經理  
mpan@deloitte.com.tw



Deloitte企業併購顧問服務團隊  
Mergermarket評選之2020上半年全球  
併購交易中**排名第一**的領先財務顧問



除了全球排名，在以下地區，Deloitte  
皆為交易案件數**排名第一**的財務顧問：歐洲、  
英國、亞洲、東南亞、澳洲、台灣

### 2020上半年全球併購交易排行榜

財務顧問	全球交易案件數
德勤 ( Deloitte )	187
高盛 ( Goldman Sachs )	103
摩根大通 ( JP Morgan )	103
摩根士丹利 ( Morgan Stanley )	95
羅斯柴爾德 ( Rothschild & Co )	88
美銀美林 ( Bank of America )	85
華利安諾基 ( Houlihan Lokey )	80
艾維克 ( Evercore )	66
花旗 ( Citi )	62



Deloitte 泛指Deloitte Touche Tohmatsu Limited ( 簡稱“DTTL” )，以及其一家或多家會員所及其相關實體。DTTL全球每一個會員所及其相關實體均為具有獨立法律地位之個別法律實體，DTTL並不向客戶提供服務。請參閱 [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) 了解更多。

Deloitte 亞太 ( Deloitte AP ) 是一家私人擔保有限公司，也是DTTL的一家會員所。Deloitte 亞太及其相關實體的成員，皆為具有獨立法律地位之個別法律實體，提供來自100多個城市的服務，包括：奧克蘭、曼谷、北京、河內、香港、雅加達、吉隆坡、馬尼拉、墨爾本、大阪、首爾、上海、新加坡、雪梨、台北和東京。

本出版物係依一般性資訊編寫而成，僅供讀者參考之用。Deloitte及其會員所與關聯機構 ( 統稱 “Deloitte聯盟” ) 不因本出版物而被視為對任何人提供專業意見或服務。在做成任何決定或採取任何有可能影響企業財務或企業本身的行動前，請先諮詢專業顧問。對信賴本出版物而導致損失之任何人，Deloitte聯盟之任一個體均不對其損失負任何責任。