

【中国私募股权投资家联盟丛书】

点石成金

——PE 开创金融投资新时代

盛希泰 著

DIANSHICHENGJIN

——PE kaichuang jinrong touzi xinshidai

PE 中国私募股权投资家联盟
SINOLPGP.COM

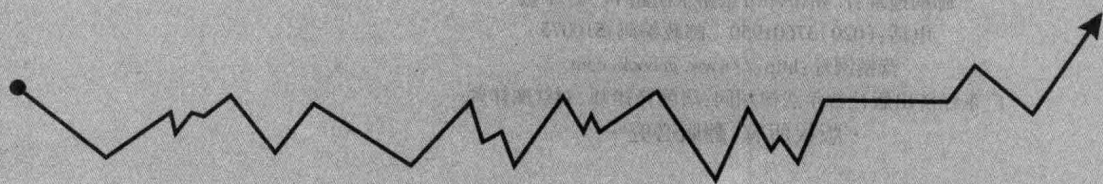
广东省出版集团
广东经济出版社

【中国私募股权投资家联盟丛书】

点石成金

——PE 开创金融投资新时代

盛希泰 著



广东省出版集团
广东经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

点石成金:PE 开创金融投资新时代 / 盛希泰著. —广州: 广东经济出版社, 2008. 5

ISBN 978 - 7 - 80728 - 902 - 9

I. 点… II. 盛… III. ①企业—融资—研究②基金—投资—研究 IV. F275. 1 F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 072599 号

出版	广东经济出版社(广州市环市东路水荫路 11 号 11 ~ 12 楼)
发行	广东新华发行集团
经销	广东省农垦总局印刷厂(广州市棠东村横岭三横路 7 号大院)
印刷	787 毫米 × 1092 毫米 1/16
开本	12.5 2 插页
印张	200 000
字数	2008 年 8 月第 1 版
版次	2008 年 8 月第 1 次
印次	1 ~ 6 000 册
印数	ISBN 978 - 7 - 80728 - 902 - 9
书号	38.00 元
定价	

如发现印装质量问题,影响阅读,请与承印厂联系调换。

发行部地址:广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼

电话:(020)38306055 38306107 邮编:510075

邮购地址:广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼

电话:(020)37601950 邮政编码:510075

营销网址:<http://www.gebook.com>

广东经济出版社常年法律顾问:屠朝锋律师、刘红丽律师

· 版权所有 翻版必究 ·

中国私募股权投资家联盟系列丛书编委会名单

(按照姓氏音序排列)

编委会名誉主任委员:

成思危 (前全国人大副委员长)

主任委员:

柳传志 (联想控股总裁)

副主任委员:

冀国强 (全国社保基金实业投资部总经理)

刘乐飞 (中国人寿投资部总经理)

范 珣 (国家开发银行投资业务局局长)

李万寿 (中国私募股权投资家联盟创始发起人、深圳创新投资集团总裁)

田溯宁 (天津直接股权投资基金协会会长、宽带产业基金董事长)

方风雷 (北京直接股权投资基金协会会长、厚朴投资董事长)

许 勤 (深圳市常务副市长、国家发展改革委高技术产业司司长)

编委委员:

安青松 (中国证监会上市公司监管部副主任)

陈 里 (北京中关村创业投资发展中心总经理)

成 卓 (中基集团董事长)

邓 峰 (北极光创投创始合伙人)

丁 健 (金沙江创投基金董事总经理)

冯 仑 (万通集团董事局主席)

傅振邦 (长江电力股份有限公司 财务总监)

谷 澍 (中国工商银行财务会计部总经理)

何 荣 (广东粤科集团总裁)

何志毅 (北大商业评论执行主编)

霍震宇 (霍英东集团执行董事)

吉优股 (北京名家荟萃投资顾问公司总裁)

贾天兵 (中国银行党务工作部部长)

金晓斌（中国证券业协会副主席）
赖小民（中国银监会办公厅主任）
李建勇（广发证券总裁）
李晋修（白山市市长）
刘健钧（国家发改委财政金融司金融处副处长）
孟庆轩（斯坦福大学高级研究员、中国投资咨询公司首席经济学家）
缪跃建（中比产业基金董事长）
祁 斌（中国证监会研究室主任）
盛希泰（联合证券总裁）
王保安（财政部综合司司长）
王建国（天津创投协会秘书长）
王立民（中国再保险集团副总裁）
王 嫻（中国证监会市场部交易处处长）
吴杰庄（香港创新科技协会主席）
吴 庆（国务院发展研究中心金融所银行研究室副主任）
吴尚志（鼎辉创始人）
熊 焰（北京产权交易所总裁兼北京直接股权投资基金协会秘书长）
阎 焱（北京软银赛富投资顾问有限公司主管合伙人）
杨 淦（北京市文化创意产业促进中心主任）
杨旭才（天津创业投资有限公司董事长）
曾北川（中国华闻投资控股有限公司总裁）
张 帆（红杉创始合伙人）
赵令欢（弘毅投资创始合伙人）
郑昌幸（赛富合伙人、北大私募股权校友会会长）
周春生（长江商学院教授）
周道许（中国保监会研究室主任）
周林林（上海复兴化工投资有限公司总裁）

执行主编：

李 婧（中国私募股权投资家联盟创始发起人兼总协调人）

编 辑：

历 咏 傅 媛 李 伟 孙承琰 张 良



总 序

据报道，全世界的 FDI 中，80% 以上都是通过并购来完成的。2007 年，全球并购交易总额达到 1.5 万亿美元，几乎相当于我国的外汇储备。在并购中，主要的生力军就是私募股权基金。

对于并购和境外的私募股权基金（以下简称“PE”）的进入，国内人士中还存在不少疑虑，最突出的就是有关产业安全 and 经济安全的争论。对此，我的观点是：首先，并购是国际大趋势。我们要改革开放，要引进外资，就不可能不允许并购，不可能拒绝境外的 PE。其次，我们要注意国家经济安全，但也不应过分夸大。在确保金融和国家重要支柱产业安全的前提下，我们应该对并购、对 PE 有一个正确的理解。境外 PE 到我国来投资，他是资本的代表人而不是国家的代表人，其主要目的是追求利润。所以，从提高企业价值这一点来说，PE 与其所并购企业的愿望是一致的。

由此可见，应对外资并购，需要把握好“度”，不应一律“拒人于千里之外”，但更重要的是发展本土私募股权基金。现在我国流动性过剩，银行存贷差有 13 万亿，外汇储备有 12.6 万亿，还有居民手头无法统计的闲钱。本土私募股权基金要担当重任，把这部分充裕资金组织起来，能够真正在国内甚至到国外去并购一些企业。尤其在并购国内企业方面，本土 PE 有外资无可比拟的优势，因为我们对自己的国情更熟悉，对企业的情况更了解，和地方政府的关系更密切。这样一来，我们不仅可以“请进来”，还能够“走出去”，更好地促进我国经济的发展。

中国本土 PE 起步其实并不晚。从 1987 年北京海淀高科技技术中心成立，到 1998 年民建中央在全国政协会议上提出“进一步促进我国风险投资事业发展”的提案，再到 2008 年“中国私募股权投资家联盟（SINOLPGP）”的筹建，中



国 PE 已经走过了 20 年的历程。

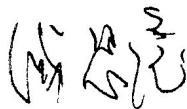
记得 1999 年全国人大常委会在制定《投资基金法》时，就试图将私募股权基金中的风险投资基金和产业投资基金一并纳入。但是由于当时的条件不成熟，特别是很多人对私募股权基金中的那个“私”字感到担心，所以最后出台的仅仅是《证券投资基金法》。

近十年来，政策和市场的环境在不断优化，法律法规也在陆续完善，一批又一批年轻的大企业在相继崛起。我深信，在政府、产业界和学术界的共同努力下，中国本土的私募股权基金必将蓬勃发展。

3 年前，我国的有识之士深切感到中国私募股权基金必须有大发展，于是组织了一个闭门的 50 人论坛，参加者既有政府官员也有专家学者，由我担任论坛的名誉主席。3 年来，这一论坛研讨了很多有关 PE 的问题，逐渐形成了发展我国 PE 的共识。

现在由业界、学界、政界联合筹备成立的中国私募股权投资家联盟，可以看作是时代的召唤。希望能以学术作为纽带，通过交流、研究、培训等方式，促进本土 PE 的健康发展。

为了普及 PE 的专业知识，探讨我国 PE 的发展道路，联盟决定推出“私募股权基金系列丛书”，第一辑总计 10 本，请国内外 PE 方面的专家执笔。我深愿通过这套丛书的出版，能够在百家争鸣、自由探讨的基础上，使我国的 PE 不断提高水平、更好地参与国际竞争。



2008 年 6 月 8 日于北京

自序

一半是魔鬼，一半是天使

“我们并不创造，但是我们却拥有”，这句华尔街的名言用来形容如今风头正劲的私募股权基金再也确切不过了。

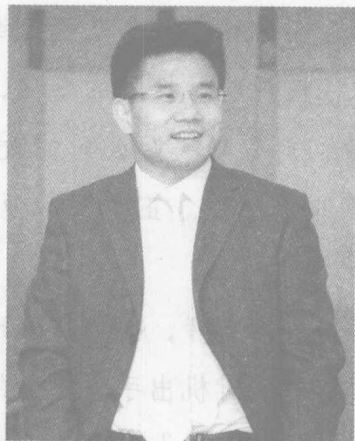
私募股权基金（Private Equity Fund），以其主要投资于未公开发行的私人企业权益而得名。典型的 PE 与我们比较熟悉的风险投资基金、对冲基金有一些交叉与模糊的地带。实际上，私募股权基金有相当部分是扩大了的风险投资基金，在超越了投资早期和成长期的创业投资基金之后，形式主要表现为投资企业扩展期的直接投资、与管理层收购有关的投资、投资过渡期企业的过桥融资以及上市前融资（PRE-IPO）等。但是私募股权基金精华和商业智慧的集中体现者仍然是指通过收购，控制公司的经营管理权，改善公司的治理与运营，实现公司的价值创造与提升，并最终全身而退获取巨大财务增值的基金，这部分基金是真正意义上的 PE 王者。

根据不完全统计，截至 2007 年，国际性 PE 已接近 5000 个，交易活动占到全球并购交易总量的四分之一。过去一年，虽然全球金融市场受到美国次级抵押贷款危机重创，但是由私募股权基金主导推动的并购交易并没有停滞：仅 2007 年前 8 个月，PE 并购交易总额已经达到了创纪录的 7078 亿美元，这一数字比 2006 年 4000 亿美元的交易额整整高出 77%，相比十年前则增长了近 35 倍。黑石旗下的资本合伙 V（BCP V）在 2007 年 9 月完成了全球融资，基金规模达到 217 亿美元，一举刷新 PE 行业有史以来单支基金融资规模的最高纪录，给因美国次级债风波而暂现低迷景象的 PE 行业注入一针“强心剂”。单笔超

过 100 亿美元的私募股权交易虽然因为外部因素牵连而没能超过 2006 年高峰时期的数字，但是 KKR、凯雷、黑石、阿波罗等知名公司仍不甘寂寞，其身影在很多未来可能实现的超大规模投资并购交涉中频频闪现。用一句话来概括 PE 的现状，那就是它在全球经济中的影响力如日中天。私募股权基金不但为国际金融领域贡献了重要的投资渠道，更已经成为国外富裕阶层进入证券、股权投资领域的主要途径。

在中国国内，外资私募股权基金早就展开了他们积极的猎食行动。新桥收购深圳发展银行、高盛收购双汇集团、凯雷强力收购徐工集团等都曾在相关行业激起强烈的地震，人们开始担心外资收购对民族产业发展的巨大冲击。另一方面，蒙牛、分众传媒、无锡尚德等中国企业在 PE 引导下实现了产业扩张向资本扩张的过渡，整个过程中，PE 不仅为企业提供了发展资金，更输送了人才、管理理念和先进的治理结构。

2007 年是中国 PE 史上的重要一年。《中华人民共和国合伙企业法》的修订和实施为本土 PE 发展奠定了坚实的法律基础。2007 年 9 月之后，国内共有 12 支本土 PE 成立，占新 PE 数量的 18.8%，比 2006 年增长了 100%；12 支本土 PE 募集 37.3 亿美元，比 2006 年的 15.17 亿美元增长了 145.9%，法律环境的完善成为本土私募股权基金大发展的助推器。中国主权财富基金也在同年悄然出海。中国投资有限责任公司在成立不到半年内，先后出资 80 亿美元，分别认购黑石和摩根士丹利股权。这两笔投资对中国乃至全球资本市场都具有里程碑意义，不仅表达了中国政府对私募股权基金这一资本群体巨大活动能力的高度认可，同时也说明中国已经不完全满足于单方面开放接受外资对民族产业收购与主导的命运，而是开始谋求以西方的游戏规则积极参与到当前私募股权投资发展的世界潮流中去，以求分享行业腾飞的巨大机遇。在这次的变迁中，私募股权基金被选中充当主角，成为时代的宠儿。



巨额的财富从来都伴随着巨大的诽谤，私募股权基金的滚滚财源自然引起人们的广泛争议。与单纯的风险投资比较，私募股权基金在赢利模式上显然居于商业道德上的不利地位。在人们心中，风险投资资金幻化做“天使”，翩翩而来，从无至有，与企业共同成长，在承担了巨大风险的同时也获取了超额的回报，一切顺乎自然；而私募股权基金，通过强力的方式收购公司股权、控制公司的运营，以迎合市场短期利益诉求的方式变革着公司与产业自然的成长里程。尤其是在那些被收购梦魇困扰的经理人眼中，私募股权基金一味加大公司的财务杠杆，用大规模分红与出售资产以满足收购贷款利息支付的需要，以大规模裁员破坏公司和所在社区的良好氛围，而后更以种种手法变现。几年过去后，私募股权基金掠夺了财富，而留给公司的往往是一片狼藉。“斑斑劣迹”在私募股权基金的鼻祖 KKR 并购 RJR 的案例中充分得到了体现。所以，批评者认为，私募股权基金的巨额利润来源于牺牲原有股东、债权人、员工的长期利益。不久前，美国私募股权基金龙星基金收购韩国第五大银行外汇银行 51% 的股权获得了超过 40 亿美元的利润，调查者发现龙星在收购价格上有贿赂当地主管官员的不法行为，在利润应交所得税安排上也有非法避税的嫌疑，这更增强了私募股权基金批评者的呼声。

但是，私募股权投资者从来都是冷酷而机敏的商人。在他们的眼里，不称职的职业经理人是令人不能容忍的，低下的公司运营效率与资产回报从来都是他们出手的主要理由。作为物化资本人格化的代表，私募股权基金的经理人将

资本主义精神的解释上升到一个全新的层次。无疑，经过私募股权基金打造后的公司在治理结构、业务安排、业绩回报等方面往往出现脱胎换骨的变化，所以私募股权基金可以宣称他们的巨大利润来自于他们对管理失败公司的敏感，对不称职的经理人的惩罚以及对公司价值与股东回报的关注。正是因为他们，经济的微观基础才表现得更为活跃，更为坚固。

存在即合理。私募股权基金从来都不是公司的长线拥有者，他们在改造公司之后总是希望利用产业周期与资本市场周期波动的有利时机出手，多数的公司仍将回归该产业的领导者，所以私募股权基金并不会在本质上影响产业的发展方向。但是毫无疑问的是，他们的存在丰富了公司控制权市场的交易行为，他们所倡导的“积极股东主义”对经理人构成了现实与潜在的威慑，迫使后者以更勤勉的方式经营公司，这些无疑是 PE 对宏观经济与资源配置效率的贡献，他们也理应获得合理的回报。

而今，作为一种风气，一种潮流，资本市场业者言必称黑石、新桥，口必说凯雷、KKR；高盛、大摩之类传统的投行势力似乎要退居次席。不过，在这些资本怪兽以前所未有的势头侵蚀着产业资本的边界，攫取着民族产业创造的巨大财富之际，仅仅受制于内心的震撼、满足于口头的艳羡显然不是负责任的从业人员所应该秉承的态度，我们需要以更为紧迫的心情去审视他们前生从何而来，今世如何有效运作，未来又有着怎样的发展趋势。唯其如此，我们才能在与这些资本巨头的直面竞争中多一丝从容，积累一些底蕴。



因此，作为一项历史使命，一次严谨的组织行为分析，本书广泛收集、整

理了黑石、凯雷、KKR、3i 集团等八家典型的国际私募股权基金的相关资料，仔细梳理了他们的前世今生，归纳了他们各自的行事风格，剖析了他们诸多投资案例的成败得失，以求以更为系统、更为人格化的笔触为有志于了解这一领域的人士展现一个个活生生的 PE 形象。

审视 PE 的成长经历，我们还不难发现一个有趣的现象，诸多海外 PE 的合伙人都是成长于投资银行，如 KKR、黑石，甚至如华平就是脱胎于投资银行，而高盛、摩根士丹利等典型的投资银行也大力拓展自己的 PE 业务。投资银行这一从来的资本掮客，正逐渐走向资本的前台，相信这也会是国内投资银行的必由之路，如中信证券、中金证券已经率先成立了合资的 PE，国内多家证券公司也向监管当局提出了从事直接投资的申请。我们衷心的希望在当前的牛市中发展壮大起来的中国本土证券公司，能够充分利用自己与国内企业天然的千丝万缕的联系，借鉴国际经验，立足本土资源，为国内产业资本谨守一片发展的沃土。



2008 年 7 月 8 日

目 录

总序	成思危
自序 一半是魔鬼，一半是天使	盛希泰

第一章 私募股权基金简析

一、何谓私募股权基金	3
二、私募股权基金投资模式	5
三、私募股权基金投资特征	13

第二章 私募股权基金发展二十年

一、私募股权基金二十年发展简史	19
二、时代变迁造就 PE 辉煌	23
三、新兴市场成为 PE 群雄追逐的热土	25
四、私募股权基金发展趋势与面临的挑战	28

第三章 海外私募股权基金概览

一、总统俱乐部 CARLYLE GROUP	35
二、赚钱机器 Blackstone Group	51
三、无冕之王 Kohlberg Kravis Roberts & Co.	63
四、老当益壮 Warburg Pincus	74
五、华尔街秃鹫 Oaktree Capital Management	83
六、英伦绅士 3i 集团	88
七、开拓先锋 TEXAS PACIFIC GROUP	97
八、PE 新秀 Apollo Management	103

九、蔚为壮观的 PE 大家族——其他私募股权基金介绍	111
----------------------------------	-----

第四章 海外私募股权基金在中国

一、可遇不可求的“黄金年代”已经来临	123
二、海外 PE 的中国足迹	125
三、海外 PE 投资中国的方式及案例	128
四、成长的烦恼——外资 PE 光彩背后的“风雨兼程”	141

第五章 中国本土 PE 驶上快车道

一、中国发展 PE 已经具备良好基础	149
二、中国本土 PE 的探索之路	153
三、PE 对中国企业成长意义巨大	168
四、PE 开创中国投资造富新时代	170

中国私募股权投资家联盟简介	172
参考文献	174

第一章 私募股权基金简析

一、何谓私募股权基金

作为一个概念,“私募股权基金”对中国的投资者来说是既新鲜,又熟悉。很多人“望文生义”,将“私募股权基金 (Private Equity Fund)”直呼为“私募基金”。其实,这真是“鱼目混珠”了。

私募股权基金和我们通常理解的“私募基金”根本是两回事。前者的确是有别于公募证券投资基金的一种形式,但它绝对不是那种由个人或非正规机构“发起”,以买卖上市公司股票为业,游离于金融监管之外的委托理财。与不够规范的“私募基金”相比,私募股权基金不仅在筹集方式、组织形式、运作模式上有其独特性,更和它的投资方向有关——私募股权基金当然是主要投资于私人股权,也就是非上市公司股权,这与所谓的“私募基金”正好完全相反!

自2000年以来,出于给国内众多的民间委托理财机构正名的需求,很多人借着语义迁转,将那些机构称为“私募基金”。为了追求所谓“私募基金”的阳光化、合法化,大家索性“将错就错”。而私募股权基金大举进入中国,正值对“Private Equity Fund”一词误读高潮之际,尴尬可谓不大不小。

为了正本清源,我们仔细查阅各种文献资料。对于私募股权基金,比较具有权威性的定义主要有以下几种:

1. 美国联邦银行业监管条例定义私募股权基金是一种“业务方向限于投资金融或非金融公司的股权、资产或者其他所有者权益,并且将在未来将之出售或以其他方式处置的资本”。作为必要条件之一,该资本的“最长持续期限不超过十五年,且不直接经营任何商业或工业业务”。

2. 国际货币基金组织 (IMF) 认为私募股权基金是“通过非公开方式、向少数特定的投资者募集的基金,其主要构成形式是对冲基金 (Hedge Fund)、创业投资基金 (Venture Capital), 以及天使资本 (Angle Investment) 等,是为谋取最大回报的投资者而设计的合伙制私募发行的投资工具”。这个定义中涉及的概念比较多,需要解释一下:

- (1) 这里提到的“对冲基金”与公募基金中的“共同基金” (Mutual Fund) 不同。后者因为是公募发行,所以必须公开投资组合并接受公开监管;而对冲基金因为其合伙私人投资性质,不受政府管制。当然,这并不意味着对冲基金不受任何法律法规监督。一般而言,对冲基金外部有债权人 (贷款银行) 的监督,内部有合伙