

普华  
经管

# 看透 资本游戏

袁熙◎著

WHAT'S BEHIND  
THE CAPITAL

高盛、凯雷、黑石、软银 如何成为首富制造机，实现超音速的赚钱效率？

蒙牛、太子奶、永乐 的悲情结局，究竟由谁导演？

马云的实力和吴长江的筹码，如何让私募大佬们无奈低头？

私募股权投资基金，究竟是送钱的天使还是嗜血的魔鬼？

为你深刻解读私募资本游戏的规则和代价

人民邮电出版社  
POSTS & TELECOM PRESS

# 看透 资本游戏

袁熙◎著

人民邮电出版社  
北京

## 图书在版编目 (CIP) 数据

看透资本游戏 / 袁熙著. —北京: 人民邮电出版社, 2013. 1  
ISBN 978-7-115-30312-7

I. ①看… II. ①袁… III. ①资本投资—通俗读物  
IV. ①F830.59-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 296778 号

## 内 容 提 要

本书通过高盛、凯雷、黑石等私募股权投资基金在国内的资本运作案例, 详细讲解了私募股权投资过程中大量不为人所知的细节, 为国内企业家在引入私募股权投资过程中理性决策、保持控制力, 提供了诸多建议和指导。

本书适合与私募股权投资基金相关的企业人士、关注企业融资问题的咨询师和学者阅读, 同时也适合其他对私募股权投资感兴趣的读者阅读。

## 看透资本游戏

- 
- ◆ 著 袁 熙  
责任编辑 王飞龙
  - ◆ 人民邮电出版社出版发行 北京市崇文区夕照寺街 14 号  
邮编 100061 电子邮件 315@ptpress.com.cn  
网址 <http://www.ptpress.com.cn>  
北京隆昌伟业印刷有限公司印刷
  - ◆ 开本: 787×1092 1/16  
印张: 14 2013 年 1 月第 1 版  
字数: 240 千字 2013 年 1 月北京第 1 次印刷
- ISBN 978-7-115-30312-7
- 

定 价: 35.00 元

读者服务热线: (010) 67129879 印装质量热线: (010) 67129223

反盗版热线: (010) 67171154

广告经营许可证: 京崇工商广字第 0021 号

## 前言

时光翻转之快令人似乎已经淡忘了历史，私募股权投资（简称 PE）市场从低迷到勃兴如过山车一般，似在眨眼之间。全球金融危机中的私募股权投资基金，正在东西方上演完全不同版本的故事，一边是华尔街依旧布满低迷之雾，一边是作为新兴市场的中国不断吸引着投资者高涨的热情和关注。

在国内，无论是全球私募股权投资行业的巨头还是本土私募股权投资基金的“草根”，几乎每时每刻都在谈判、都在审核项目、都在打听政策，从事私募股权投资的人仿佛永远“在路上”。

在一些人眼中，这个行业可谓 21 世纪市场经济的一个奇迹，其在我国市场的发展更像是一部精心剪辑的“电影”。在这里，有投资成功抑或失败的数千家公司，有志忑又兴奋的私募股权投资家；有“仗剑行天涯”的私募巨头，也有“术业有专攻”的草根小公司；有的属于风险投资和成长资本，有的专门关注二级市场和大型收购。各家私募股权投资基金的规模差别很大，从几百万美元的风险投资基金，到诸如黑石（Blackstone）、凯雷（Carlyle）、KKR（Kohlberg Kravis Roberts）和得克萨斯太平洋集团（Texas Pacific Group，简称 TPG）等规模超过 100 亿美元的行业巨头。大家各自按照自己的模式生存。

中国的资本舞台从来不寂寞，我们在私募股权投资基金巨头主导的资本大戏中，看到了牛根生的眼泪、朱新礼的无奈、俞敏洪的烦恼、李途纯的悲剧，企业家并非个个开心；同时，我们也看到了马云的实力和吴长江的筹码，企业家们也可以拥抱私募股权投资基金，掌握自己的命运。

本书所要做的就是，告诉正在和私募股权投资基金合作、已经完成和私募股权投资基金合作，或者打算和私募股权投资基金合作，以及对私募股权投资基金感兴趣的所有人：运作私募股权投资基金的都是什么样的人，他们遵循着怎样的游戏

规则；眼花缭乱的资本运作背后，私募股权投资基金带给企业的真正价值是什么；私募大佬们的嗜血本性，需要企业付出怎样的代价来参与和应对这场资本的游戏。

希望本书能够使你从更多的角度来审视私募股权投资基金，面对资本的诱惑，作出理性的选择。

## 第一章 谁是我们需要的私募股权投资基金

私募股权投资的集团军——高盛 / 2

各有各的精彩——凯雷 / 12

疯狂的中资 / 22

私募股权投资基金的真面目 / 28

## 第二章 你选择，还是私募股权投资基金选择

项目筛选有玄机 / 44

以案说理 1——天时，选择要有前瞻性 / 46

以案说理 2——地利，交易要有目的性 / 64

以案说理 3——人和，最划算的投资 / 80

中国需要私募股权投资 / 83

## 第三章 私募股权投资基金如何运作被投资的企业

让私募股权投资基金为你做的 6 件事 / 88

私募股权投资基金的运作谋略 / 108

私募股权投资是个技术活 / 120

## **第四章 私募股权投资基金的财务重塑**

分立优质资产 / 128

退出倒逼结构 / 130

私募股权投资基金的人事“砍刀” / 137

## **第五章 魔鬼交易——如何玩对赌**

太子奶的眼泪在飞——理智签订对赌条款 / 142

蒙牛对赌摩根士丹利——存亡之战 / 151

海王星辰和雷士照明——对赌是一种财务手段 / 163

永乐“不快乐”——看清对赌的几个关键点 / 170

面对对赌，你应该做好的几件事 / 176

## **第六章 留住属于自己的财富**

靠什么和私募股权投资基金说不 / 180

不要被私募的退出战略挟持 / 201

冷对“退出”，皆大欢喜 / 211

**结语 / 215**

**参考文献 / 217**

# PE

## 第一章

### 谁是我们需要的私募股权投资基金



## 私募股权投资的集团军——高盛

### 有言在先

如果上帝知道世上有多少人，那么私募股权投资基金就知道这些人有多少钱。尽管现在私募股权投资基金的市场看似艰难，但对于投资周期在5~7年的资产组合来说，一两年的风雨飘摇算不得什么，甚至还是一个千载难逢的好机会。

### 你真的了解这些机构吗

你知道高盛吗？

这个问题不是“无厘头”。

事实上，和国人“看似”熟知的高盛相比，真正的高盛你不认识，它已经不是一家单纯的投资银行了，在高盛，最风光的已经不是那些投资银行家，而是一群私募股权的投资专家。

看看它是谁？

从1992年到2011年的20年间，高盛在中国投资70多个项目，获利超百倍。

从2001年到2011年的10年间，高盛在全球盈利100亿美元，每年10亿美元。

“人不可能两次踏进同一条河流”，高盛却是一个例外。

它做了什么？

1994年，投资中国平安，持股13年，斩获颇丰；2005年，寒冬中毅然出手，投资中国工商银行，9个月后，工商银行公开上市，成为当时全球最大的首次公开募股交易，工商银行上市当季，高盛在这笔投资的账上出现9.49亿美元的利润，在接下来四年中共获得了35亿美元的收益；2006年，收购双汇集团，实现完全控制；2007年，投资西部矿业，获得“世界第一高回报”；2010年，投资海普瑞，上市后创造A股市场第一高价，瞬间再造中国首富。

它是最美好的？

2008年，太子奶被曝资金链断裂；随后，太子奶陷入了严重的债务危机，对于曾经的太子奶来说，从此再不提起过去，痛苦或幸福，生不带来，死不带去。人们说，太子奶和这群“赌徒”比，太天真了。

它是最肮脏的？

企业家们并非个个都投靠外资，但企业家们肯定个个都想赚钱，而且希望赚来的钱是自己的钱。所以企业家们对它又爱又恨，若即若离，关系暧昧。无所谓预不预测，命运就掌握在它的手里。它可以轻易地揉碎你，只要它愿意的话。该用什么样的词语来描绘它？可能是绚丽、浮华，抑或是冷漠、虚荣；也可能是智慧、财富、荣耀、仰慕，抑或是阴谋、毁灭、屈辱、鄙视。

它是谁？

它就是高盛（Goldman Sachs）。

准确地说，是高盛的直接投资部门，也就是高盛的私募股权投资（PE）团队，一支训练有素、嗅觉灵敏、吸金敛财的“特种部队”。

它不过是在中国的众多私募股权投资巨头们的一个缩影而已。



### 私募股权投资基金档案

#### 高盛是谁

高盛集团有限公司是世界领先的投资银行、证券和投资管理公司。为企业、金融机构、政府、高净值个人等各领域的众多客户提供一系列金融服务。公司成立于1869年，总部设在纽约，在世界主要的金融中心均设有分支机构。

资料来源：高盛官网（[www.goldmansachs.com](http://www.goldmansachs.com)）

## 赚钱“超音速”

好了，告别冗长但必需的背景介绍，让我们走进高盛的直接投资幕后，看看中国平安、阿里巴巴、工商银行、西部矿业、双汇集团、海王星辰、吉利汽车、中国网通、中芯国际、美的集团、泰康保险、雷士照明、百度集团、无锡尚德、海普瑞、

皇明太阳能……如果一个记忆就是一个点，那么关于高盛的私募股权投资记忆可以排成一串超长的省略号。

高盛于1992年开始涉足中国内地，截至2010年，高盛在中国一共投了71个项目，其中11个是制造业，9个是食品饮料行业，其他的包括户外媒体和环保节能等。这些项目都与中国经济发展的大方向保持一致。在这些项目中，高盛优秀的宏观把握能力被发挥得淋漓尽致，及早地把握住了中国制造业崛起、消费升级以及腹地经济跃进的大趋势。高盛历来为人所艳羡与指摘的正是他们的集团作战模式——“直投、融资、上市、交易”，一个都不少。

只是你一旦登上了高盛的战车就没有任何回头路了。

这样的集团作战可以维持多久呢？

人们总是忘不了海普瑞曾以148元的A股最高发行价创下了A股超募倍数的新高，使得股东之一的高盛在三年时间里以6000万元投资换取了近90倍的账面收益。

总是高盛！当别人还在抢生意时，高盛早就未雨绸缪地把生意做到了“婴儿阶段”。高盛的项目遍地开花，与私募股权投资业在中国的发展相对应，高盛私募股权投资的运作手法也有所不同，尽管在国际金融危机前后高盛在华的私募股权投资投资是巨大的成功伴随着巨大的争议。早期高盛投资平安保险比较稳健，从中能够看出其私募股权投资投资的规范化模式。1994年，高盛投资平安，为平安引进了审计师和精算师，并建立了详细的储备政策。高盛让平安财务部门掌握了国际会计准则，学会了如何制定资本预算并作出预测。高盛还帮助平安引进了20名外国管理人才，同时对本地员工开展海外培训。在高盛参股期间，平安的保费收入获得巨幅增长。同时，高盛从持股到卖出平安保险前后长达13年之久。

2006年，高盛收购双汇集团。当遭遇要约收购30%底线的难题时，高盛携手鼎晖中国成长基金、香港罗特克斯有限公司等联合中标，最终稀释了相关政策规定，从而拿下了中国最大肉类加工企业的控制权。

2009年11月，高盛转让持有双汇股权的半数，获得1.5亿美元。此外，3年来高盛从双汇分得的红利数以亿计，总的投资回报率达到240%。

2007年7月，高盛投资西部矿业。西部矿业上市后股价最高达68.50元/股。高盛以9615万元人民币的投资，上市后套现70亿元。而两年后西部矿业业绩只有0.02元/股。高盛集团一次次突破各种障碍和底线，以种种手法获得了高额利润，也

因此饱受中国投资者的非议。

2007年9月，高盛投资海普瑞。2010年5月，海普瑞上市创造A股市场第一高价。高盛以不到3年的时间，平均1.57元/股的成本，获得90多倍的账目浮盈。

高盛越深入投资中国，它所遇到的挑战也越大。

2006年底，英联、摩根士丹利和高盛联合向湖南太子奶集团投资7300万美元，其中高盛投资1500万美元。2008年，太子奶被曝资金链断裂，随后陷入了严重的债务危机，高盛等三家投资者无奈在2008年退出。

2007年，高盛也曾两次折戟A股上市公司股权收购：入股美的电器和福耀玻璃接连被证监会否决。但是，高盛总是能拿到最好的项目，赚到最多的钱。

想想看，一个上市项目，投入大、周期长、风险高、议论多，多数情况下保荐人和承销商都是由一家券商机构担当。除了保荐收入外，承销商的承销费用多为承销金额的一定比例，通常是1.5%到3%之间。

而高盛仅仅对西部矿业的部分股权套现收入就已经远远超过了上市费用。

鸡肋般的承销费用，直接投资赚得盆满钵盈，谁还在乎那个无法控制的A股IPO呢？

在过去的20多年中，私募股权投资在中国获得超额资本回报率的神话频见，国际大行如高盛入股双汇与西藏矿业、摩根士丹利入股蒙牛等，国内如鼎晖、红杉等成功个案。各类资本在中国集合，志在发掘崛起中的中国机会。



### 私募股权投资基金档案

#### 私募股权投资基金能获取较高收益的原因

私募股权投资基金之所以能获取较高的收益，原因主要有两点。

首先，私募股权投资基金不仅仅提供狭义的货币形态资本，其同时也提供企业家才能（Entrepreneurial Talent）这个生产要素。在不考虑其企业家才能的情况下，单纯地用货币形态资本作除数，得出的收益率就会较高。私募股权投资基金最大的一个特点就是介入公司的管理，而不仅仅是帮助被投资人获得发展所需的货币资本。私募股权投资基金在介入后，会利用自身管理学、金融学、营销学

(续)

等多层次的专业知识帮助被投资企业稳健有序地发展，而这部分管理技能是很多处于初创期和成长期企业的管理层所不具备的。这种类型企业的管理层，多数属于技术方面的“高手”和“专家”，但是对企业管理基本上是一无所知的。企业如长期被这种类型的管理层所控制，不仅不能对企业的发展起到促进作用，反而会起到阻碍作用。在中国，这种例子举不胜举，像五笔字型的发明人王永民、金山的雷军、豪杰的梁肇星等，无不是在技术、市场占据绝对优势的情况下，丧失了行业的领先地位。潘大认为，上述情况的发生，就是缺乏私募股权投资基金对其“修理”的原因。一个正面例子就是盛大娱乐（Shanda Entertainment，NASDAQ: SNDA），盛大娱乐经过私募股权投资基金的“修理”，不仅在纳斯达克上了市，而且公司治理也今非昔比。

其次，私募股权投资基金能获取较高收益的第二个原因就是成功地将资本与企业家才能这两项生产要素有机结合起来，产生了 $1 + 1 > 2$ 的效果。20世纪初期，资本与劳动力这两项生产要素的紧密结合是促进当时生产力飞跃的一个重要原因，典型的案例包括效率工资（福特汽车首创）、员工持股计划等。在21世纪初，资本与企业家才能这两项生产要素的有机结合再次创造了巨大的生产力，其中一个重要体现就是私募股权投资基金的兴起。

资料来源：诺亚财富

数据也证明了一切，2011年，全球通货膨胀压力进一步加大，新一轮欧债危机导致全球金融市场动荡加剧。然而，中国经济依然保持平稳增长，中国的私募股权融资领域在2011年依然维持了较高的增长。根据清科研究中心的数据，2011年共有235只可投资于中国大陆的私募股权投资基金完成募集，为2010年的2.87倍，披露募集金额的221只基金共计募集388.58亿美元，同比上涨40.7%。

中国的私募融资领域正在高速增长。而中国的私募股权投资市场发展至今只用了不到十年的时间，这可以说是一个令世人瞩目的进程。对于民营企业而言，私募股权投资市场的快速发展和扩张甚至远比股票市场的建立和逐步完善重要。除了资金规模创下新高以外，投资活动也持续升温。据统计，2011年中国私募股权投资

市场披露金额的 643 起案例共计投资 275.97 亿美元，案例数量和金额同比分别增长 91.5% 和 165.9%，单笔投资规模也比 2010 年有所提高。

对于私募股权投资基金来说，在中国没有“淡季”。

## 贪婪也有价格

不过，一旦企业不符合高盛的发展要求或是“偏离”了轨道，命运就不同了。

这方面，太子奶可是最典型的案例。

2006 年底，太子奶从高盛、摩根士丹利、英联募资 7300 万美元，让业界刮目相看。这又是一个“蒙牛式”的悲剧，但李途纯没有牛根生幸运，因为他遇到的是高盛。1996 年，太子奶创始人李途纯在湖南株洲创立太子牛奶厂。2007 年，高盛、英联、摩根士丹利三家向当时如日中天的太子奶投入 7300 万美元，取得 100% 控制太子奶的离岸合资公司——中国太子奶食品公司 31.4% 的股权。同时高盛也让李途纯签下“对赌协议”。2007 年是太子奶业绩最为辉煌的一年，销售额超过 16 亿元。

可最终，太子奶未能如期上市。

2008 年初始，太子奶的命运便发生了转折，由于发生提前还贷、内部泄密等事件，银行不肯续贷，太子奶陷入资金链断裂危机。随后，政府介入太子奶的维稳和拯救，创始人锒铛入狱，公司转售他人，企业一蹶不振。

只是回头看，人们多少有些同情李途纯，因为他被“高盛”们“绑架”了。高盛有什么权力一定要把企业埋在坟坑里？难道高盛是上帝派来的“刺客”？高盛的私募股权投资是做什么的？在经历漫长的十多年时间之后，重新回过头来审视曾经的过往，过去与现在，同样的一个人，倒映在两个不同时间、不同空间、被中央的界线彻底隔绝开来的地带。

我们能认出那另一个高盛吗？



### 私募股权投资基金档案

#### 高盛的队伍

高盛的这支部队有八个分队，众所周知，高盛是投资银行、证券和投资管理公司，高盛在多个领域提供私募股权投资产品。

(续)

高盛资本合伙人——高盛在企业股权投资领域走在全球前列。2012年初截止认购的高盛资本合伙人基金第六期是高盛发行的第六只全球多元化投资基金。

房地产另类投资组——房地产另类投资组主要负责管理与目标房地产相关的基金，并为高盛操作与房地产相关的战略投资项目。

高盛夹层合伙人——2006年，高盛创立了第四只夹层融资基金：高盛夹层合伙人基金2006，可用于投资的资本共达90亿美元。该基金是当今世界上最大的夹层融资基金。

科技直接投资组——高盛直接投资部的科技组对处在发展周期中各个不同成长阶段的创新科技公司进行投资。

基础设施投资组——基础设施投资组管理着高盛全球基础设施合伙人基金第一期。该基金是高盛直接投资基础设施以及与基础设施相关资产和公司的主要工具。

城市投资组——高盛城市投资组是高盛为少数族裔经营或拥有的公司，以及以城市社区为开发目标的房地产开发商提供长期资金的主要投资载体。

房地产直接投资组——房地产直接投资组管理着一系列在全球寻找投资机会的房地产基金以及其他利基产品。

高盛私募股权投资组——高盛私募股权投资组投资于私募股权投资基金，在直接投资领域进行联合投资，并向有限合伙人和普通合伙人提供流动资金和资本解决方案。

资料来源：根据相关资料整理

## 你舍得放弃吗

没错，当你踏上高盛的“船”之后，你首先感觉到的肯定是舒爽。一旦你成为了高盛的“公司”，高盛的投资银行家这时候会站在公司的角度开展咨询业务。高盛会不遗余力地向公司推荐或建议并购的适当候选人，就企业资本结构调整、股票回购以及其他形式的资本重组提出宝贵的建议。当然，一般只要是参与了高盛的直接

投资项目的公司，高盛还会帮它们开拓海外市场、寻找合资伙伴、招纳最优秀的管理人员。

一句话，“保姆式”的投资保障。



### 私募股权投资基金档案

#### 宏观经济低迷之下的私募股权行业

当全世界的宏观经济环境依旧低迷时，全球的私募股权行业却洋溢着一种乐观的情绪。尽管人们相当谨慎，但接受本调查的近 2/3 的普通合伙人（GP）却相信，在未来一年，投资活动将会有所上升。尽管发达市场无疑已经遭受重创，并且时刻提醒着当今全球经济的互通性和相互依赖性，但东方市场的崛起仍旧成为私募股权行业内外都关注的一个时尚话题。从全球看，经济低迷的主要影响是加剧了行业的动荡，并且导致高质量的交易流减少。私募股权投资机构认为无论在哪里都能让自己获得最佳赢利机会。对质量的追求会不可避免地导致竞争水平的上升，这也使优质资产的价格居高不下。企业资产负债表重要性的上升致使竞争加剧。

企业整体的振兴，包括较大企业的重组，意味着家族企业和私有企业以及公司剥离等私募股权交易流的传统渠道，仍将持续成为主要交易来源。然而，私募股权行业本身的竞争有助于优化二次收购交易的潜在环境，而这越来越成为发达和新生市场的特征。

在这种新格局下，所有的一切都表明关系网络越来越重要。在新兴市场，这一点表现为私募股权投资机构在当地设立业务机构并了解当地商业文化。而在成熟的市场，日益激烈的竞争使私募股权投资机构更强调自我创造、快速行动和发掘新商机的能力。

资料来源：引自京都天华会计事务所的《2011 全球私募股权投资报告》

对吉利汽车的投资就是很好的诠释。高盛给吉利做了一个 100 天计划，对它的海外销售、采购业务，在发展战略上如何在中国或海外市场完成布局，以及资金使用方面应该如何效益最大化，提出了很多建议。



被高盛投资的公司后期的股价也会随着“高盛溢价”而得到青睐，此时，最为外界诟病的一点就是对高盛所投资公司的市场“照顾”，如果这家公司已经上市了，那么对它的评价一般都会比较好，比如高盛高华运作的宁波银行。再看看海普瑞的发行，询价机构的最高报价竟然达到 250 元，其平均报价也达到 175 元左右。包括基金、券商、保险公司等在内的机构投资者纷纷给出高报价。结果，211 家机构 91 倍的超额认购，使得海普瑞发行价定在了 148 元。海普瑞也因此拿到了 50 多亿元超额募资金，几乎是拟募集资金总额的 6 倍。而实际情况是，被机构投资者一致看好的海普瑞，到头来并没有被市场“看好”。

高盛热衷此道，私募股权投资基金乐此不疲。

## 模糊的界线

高盛如今已经是世界上最大的私募股权投资公司、融资供应商和交易服务商之一。

在过去几年，高盛已成为对冲基金和私募股权投资基金公司的领导者。私募股权投资基金和对冲基金之间的边界变得有些模糊，一些对冲基金也正活跃在全面收购领域。而一些私募股权投资基金公司，例如凯雷和黑石集团，不仅做私募股权投资基金，而且也做对冲基金、对冲基金的基金，以及房地产。

高盛同时为对冲基金和私募股权投资基金提供服务。

高盛于 1982 年开始做股权投资，并于 1986 年允许境外投资者参与该公司的私募股权投资。1998 年，高盛成立了商业银行业务部，从事股权投资和房地产投资活动。从 20 世纪 90 年代中期开始，私募资金池的发展十分迅速，从 1995 年的 200 亿美元增长到 2005 年的 3150 亿美元。高盛主要受益于从自己客户那里获得的资金流入。截至 2005 年，高盛公司已成立 10 只私募股权投资基金，资本总额超过 170 亿美元。80%（133 亿美元）的资金来自于客户，而 20%（37 亿美元）的资金是银行的自有资本（包括公司和房地产投资）。这些资金通过高盛资本合伙人系列基金投资于公司股票；通过高盛夹层合伙人系列基金投资于夹层投资机会。

1996 - 2005 年，高盛资本合伙人公司管理着该集团 60% 的私募股权投资基金，并在全球 480 家公司投资了 110 亿美元的股票。高盛夹层合伙人公司募集了超过 50 亿美元，并已在北美和欧洲投入了超过 25 亿美元的夹层及相关证券。这就是高盛公