

中信私募股权系列

PRIVATE EQUITY IN CHINA

中国式私募股权投资 ①

私募基金的创建与投资模式

刘兴业 任纪军◎编著



中信出版社·CHINACITICPRESS

PRIVATE EQUITY IN CHINA

中国式私募股权投资 ① 私募基金的创建与投资模式

刘兴业 任纪军◎编著



图书在版编目 (CIP) 数据

中国式私募股权投资 (1) / 刘兴业, 任纪军编著. —北京: 中信出版社, 2013. 3
ISBN 978-7-5086-3670-2

I. ①中… II. ①刘… ②任… III. ①投资基金-研究-中国 IV. ①F832.21
中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 263664 号

中国式私募股权投资 (1)

——私募基金的创建与投资模式

编 著: 刘兴业 任纪军

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 三河市西华印务有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 22 字 数: 485 千字

版 次: 2013 年 3 月第 1 版 印 次: 2013 年 3 月第 1 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-3670-2/F·2770

定 价: 58.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

序言一

20世纪90年代，随着中国改革开放的深入，外资私募股权基金（以下简称“PE”）开始进入中国市场，并逐渐成为外商在中国直接投资的主力之一，而人民币PE近年来也发展迅速。PE在中国市场的发展说明了中国经济发展对PE的巨大需求。一方面，30多年经济发展带来的财富效应使得国内出现了大量高资产净值的投资者，这些投资者风险承受能力较强，对投资收益要求也较高，银行理财、公募基金等传统的投资方式已难以满足需求。另一方面，国内企业整体赢利水平提高，有了较多的闲置资金，同时社保基金、保险公司等也结余大量资金需要投资，机构投资者需求也明显增加。

依托于劳动力、土地等生产要素的成本优势，中国制造业快速发展，已经形成较大规模。但随着全球经济增长乏力，各国保护主义抬头，国际贸易面临下行风险，传统的“出口导向型”发展模式面临困难，这就倒逼我们扩大内需，经济转型势在必行。在这一背景下，大量企业面临升级改造、整合，需要大量的资本投入，这也为PE提供了投资机会。同时，中国也越来越重视创新，支持人才创业，PE可以为中小企业提供资本，成为推动中小企业技术创新和提高发展能力的一种有效的金融安排。随着中小板、创业板和三板市场的相继推出，中国多层次的资本市场体系逐渐完善，这为PE资金的退出和价值实现提供了各种机会。

我们应当看到，PE在中国发展的意义不仅仅是提供了一种金融制度安排。PE的发展既有助于深化体制改革，又有着完善资本市场，促进企业改制和满足融资需求的意义。

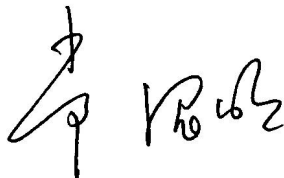
中国本土PE的形式已经为广大投资者熟悉，但在操作层面的经验仍显不足。这套丛书的视角很好，正好提供了参考。作者没有拘泥于大而全的理论探讨，而是提供了实务方面的知识，让从业人员从投资概念层面迅速进入实务操作层面，了解如何进行公司构建、如何掌握投资模式、如何进行公司管理。全书既有基础性介绍，又有案例解析，翔实的案例数据，大量的运作流程清单和表格，使读者能够了解解决实际问题的方法。我们请有实际经验的专家进行专业解读，有针对

性地指导实践，这是这套丛书的一大特点。

我相信，这套丛书有利于推动 PE 在中国健康、规范的发展，对广大投资者、金融专业工作者都将起到有益的借鉴作用。

是为序。

中国中信集团有限公司 董事长



2012 年 12 月 8 日

序言二

创新型中小微企业是中国企业未来进入世界五百强、中国五百强的生力军。中国目前的以国有商业银行为主体的金融体系，是难以支持中小微企业创新的，需要构建和发展支持创新的金融制度和市场，包括种子基金、天使基金，创业投资基金，私募股权基金，并且形成股权投资的梯队，解决企业从创业、成长、并购、重组到最后破产重整的各个阶段的问题。因此，发展私募股权基金是中国金融体系改革的战略选择。

近几年来，中国的私募股权基金得到了长足的发展，但这个引进的投资方式，明显水土不服，造成很多不规范的运作，甚至形成 PE 泡沫，影响了 PE 的健康发展。迄今为止，中国已经出版了不少私募股权投资的著作，基本上都是学者撰写的，存在着相同的问题，一是主要用美国的理论和经验说事，二是对中国本土化私募股权投资的操作缺乏深度的阐释，难以对读者产生真正的影响力。

刘兴业、任纪军撰写的《中国式私募股权投资》，按照私募股权基金从创建、投资到基金企业各个阶段，对各个操作细节详细论述，体现了专业理论的深度和实践的厚度。本书是一本具有真知灼见的研究中国式私募股权投资的专著，也是一本难得的操作指南。我认为能够推动中国私募股权投资业的健康发展。

投机、哄抢、恶炒不是私募股权基金应有的投资模式。作为最有效融合了资本与人的新兴投资模式，私募股权基金是由专业投资家操作，最大价值是不仅提供企业急缺的投融资，同时提供其他增值服务。只有能够提供增值服务的中国式私募股权投资模式，才是中国私募股权基金的战略方向。正如作者在书中所述，未来属于那些能够解决中国式问题的私募股权基金。

熊焰

北京产权交易集团党委书记、董事长
北京股权投资基金协会副会长兼秘书长

2012 年 11 月

前 言

私募股权投资近几年来在中国得到迅猛发展。目前中国私募股权投资业已经走过了引进国外投资理论和投资模式，模仿国外操作的初级阶段，逐步跨入本土化创新的阶段。生机勃勃的中国式私募股权基金的发展方兴未艾。本书紧跟和反映中国本土化实践，力图成为探索私募股权投资的中国本土化理论与实务操作的一块铺路石。既有本土化理论的高度，又有本土化实践的深度。

本书不是普及性的入门教科书，而是在求解中国私募股权基金实战前沿的核心问题。本书不是编撰国外理论和案例的学术著作，而是在探索中国私募股权基金挑战国际资本巨头的实战方法。希望本书对本土化理论的创新和对本土化实践的探索，能够推动中国私募股权投资业的发展与成熟，引领私募股权投资理论进入本土化发展新阶段。

本书把可操作性放在首位，把独创性的理论、领先性的战略、精细的操盘、成功的实例和实用的管理办法溶于一体，提高了可操作性和可读性。特别是本书把与私募股权投资基金相关的核心规章制度作为附录，实际操作性强。

我在北京大学、复旦大学、中央财经大学的私募股权基金总裁进修班进行私募股权投资模式的授课，通过授课我发现，现在的企业界人士更注重实际项目操作，案例高于一切，理论是微不足道的。这是有局限性的，不要以为案例能解决一切。成功的案例是他人成功的足迹，但是自己要成功靠模仿是很难的。最难的是战略性创新、颠覆性创新之路，走前人没有走过的路，才能构筑绝对竞争优势，才有未来。而要进行战略性创新、颠覆性创新，就要借助投资模式的思维。资本市场已进入一个思想制胜的时代。在这个智力资本统驭金融资本的资本市场上，私募股权基金的领先性是由创建这只基金的主导思想来决定的。从某种意义上说，思考的内容和思考的质量决定着最终的业绩表现，也是私募股权基金取得业绩的核心因素。正如比尔·盖茨所言：你的企业思维，决定你的输赢。这也将是中国式私股股权投资不断创新发展的基石。

刘兴业 任纪军
2012年8月于北京

目录

中国式私募股权投资（1）

序言一	常振明 / IX
序言二	熊焰 / XI
前言	XIII
第一章 中国私募股权资本市场的特殊国情	1
第一节 国际通行的私募股权投资模式需要结合中国国情	1
第二节 中国缺乏长期资本	7
第三节 短期投机的投资模式缺乏可持续性	9
第四节 私募股权资本打造经济强国	11
第二章 私募股权投资的本质：积极的投资管理	20
第一节 低效率的私募股权市场不适于分散化投资	20
第二节 私募股权的积极投资管理	22
第三章 私募股权投资模式	30
第一节 利用投资模式构建基金战略	30
第二节 集中化战略	43
第三节 核心化战略	44

第四章	本土化的私募股权投资模式	52
第一节	以弘毅为例：典型的本土化的私募股权投资模式	52
第二节	以本土化投资模式形成中国基金的核心竞争力	62
第五章	基金的策划与筹备	68
第一节	初始基金结构设计	68
第二节	投资管理中心（有限合伙）的设立	74
第三节	基金发起设想	85
第四节	筹备组的设立和预算	97
第五节	资金来源及开办费预算	98
第六章	基金企业注册地选择	102
第一节	概况	102
第二节	注册登记	103
第三节	注册资本要求	105
第四节	税收财政政策	107
第五节	投资本地项目奖励	120
第六节	人才引进措施	120
第七节	综合配套鼓励措施	126
第八节	外商投资股权投资基金相关政策	130
第七章	基金的资金募集	134
第一节	基金概念设计	134
第二节	潜在基金有限合伙人选择和尽职调查	165

第八章 基金的组建	171
第一节 组建基金管理有限公司	171
第二节 组建基金管理中心（有限合伙）	177
第三节 组建基金 [投资中心（有限合伙）]	189
第四节 银行开户	228
附录1 投资管理规章制度	231
附录2 投资企业管理指引	275
附录3 国家有关基金企业的规定	298
参考文献	331

第一章

中国私募股权资本市场的特殊国情

中国的资本需求带有中国的特色，而发展私募股权资本市场是推动中国崛起的战略方向。

第一节 国际通行的私募股权投资模式 需要结合中国国情

私募股权基金被划分为杠杆收购（LBO）和创业投资（VC）两大类。但是，做杠杆收购的私募股权基金和投资于高科技的创业投资在中国的运用必须结合中国的国情。

中国几乎不存在真正意义上的杠杆收购

中国目前不具备杠杆收购的金融环境。中国的企业债券市场刚刚起步，尚没有一个次级债券（垃圾债券）市场来支撑杠杆收购。由于中国人民银行的《贷款通则》中明确禁止银行贷款用做股权投资，这一商业银行贷款的限制性规定使得杠杆收购的操作难以实施。因此，杠杆收购所需的大多数技术和工具在中国并不具备，这就决定了中国几乎不存在真正意义上的杠杆收购。少数成功的杠杆收购案例都是利用买卖双方注册在境外的公司，买卖境外股权而对境内的经营实体实施杠杆收购。

中国真正的高科技企业比较少

美国硅谷的企业大多是真正的高科技企业，是从大学、研究机构的实验室里

创新的高科技成果中转化而来。

在中国,特别是在制造业,许多技术部门的新产品、新技术与高科技毫无关系。例如,做太阳能电池板比制鞋还要简单。计算机、手机、彩电等产品的高端生产技术都是进口的,中国企业只生产低端的零部件并组装。^① 真正的名副其实的高科技企业比较少,各类私募股权资本追逐很少的高科技项目。

在互联网界,企业更多的是依靠商业模式而不是技术,相互间极易模仿。在赢家通吃的网络经济中,网站的成功是小概率事件,大多数网站将会以失败告终,使私募股权资本血本无归。

在技术创新中,低端技术解决方案和低端技术新产品在许多时候比高端技术解决方案和高端技术新产品更有市场、成本更低。例如无线通信中的小灵通、汽车制造中的农用车、家用电器中的学习机等。

案例1

中国首例杠杆收购:太平洋投资集团收购好孩子集团

中国最大的儿童用品制造商:好孩子

好孩子(GOODBABY)创立于1989年,是中国最大的专业儿童用品设计、制造和销售集团,具有年生产300万辆各类童车的能力。集团旗下十多家生产企业全部与世界一流制造公司进行了合资、合作,其装备、技术、生产管理和质量控制体系均进入了国际先进行列。企业以“关怀儿童,服务家庭”为宗旨,每年投资超百万美元,用于开发研制新产品,截至2006年,好孩子已拥有中国专利280项,国际专利13项。好孩子通过在国内拥有的由25家销售中心、4000家销售点组成的销售网络,获得了万千消费者的青睐,成为中国儿童用品市场最畅销的产品。2001~2005年,好孩子的年增长率达到20%~30%,国际与国内市场的销售比例为7:3。作为国内最知名的童车及儿童用品生产企业,好孩子集团已经成功占领了消费市场。其产品进入全球4亿家庭,在中国也占领着童车市场70%以上的份额,产品远销美国、东南亚、南美、中东、俄罗斯等30多个国家和地区。好孩子的销售额有将近80%来自海外市场,部分产品在海外市场占有率近50%,它在美国的童车市场占有率也已达到了30%以上。来自全球各地大量而稳定的现金流,使得该企业不断受到投资者关注。

^① 谢国忠,“中国需要何种私募股权投资基金”,《财经》网络版,2007年7月24日。

在太平洋投资集团（Pacific Alliance Group，以下简称 PAG）接手前，好孩子集团的控制人是 2000 年 7 月注册于开曼群岛的吉奥比国际公司。股东主要有 4 家，分别是香港上市公司第一上海，持有好孩子 49.5% 股权；美国国际集团（AIG）旗下的中国零售基金，持股 13.2%；软银中国，持股 7.9%；PUD 公司（好孩子集团管理层在英属维尔京群岛注册的投资控股公司），持股 29.4%。

PAG 收购好孩子集团，是外资私人股权投资基金杠杆收购国内企业的第一例，也是好孩子集团截至 2006 年进行的第四次“引入外资”，前三次分别是引进外资股东、进军美国市场和欧洲市场。

1994 年，好孩子集团创始人宋郑还以 33% 的股权第一次引入金融资本，中国置业投入 450 万美元；1995 年，宋郑还再次用 33% 的股权换回第一上海 670 万美元投资。之后不久，第一上海从中国置业手里以 1 000 万美元完成了 33% 的股权置换交易。也就是说，第一上海以 66% 的绝对控股权成为好孩子集团的第一大股东。2000 年，为发展电子商务，宋郑还再次引进战略投资者，日本软银集团（SB）和美国国际集团（AIG）旗下两家投资公司同时分别注入 900 万美元，各自取得了 7.9% 和 13.2% 的股份。2006 年 1 月底，PAG 以 1.225 亿美元的总价值成功购得第一上海、SB 和 AIG 持有的好孩子股份，成为第五家亮相于这家中国最大童车生产企业的海外基金。数次成功的海外融资，成就了好孩子集团在童车市场的绝对主导地位。

名头不响但实力雄厚的收购方：PAG

PAG 于 2002 年创立，资产总值超过 40 亿美元。集团的投资者包括来自欧美以及亚洲首屈一指的金融机构及高净值投资者，太平洋产业基金（PAEP）是 PAG 的私募股权部门。近年来，通过私募股权交易，太平洋产业基金共投资 34 家中国企业，总投资额超过 10 亿美元。

瑞寰资本控股公司（ARC Capital Holdings Limited，以下简称“瑞寰资本”）是 PAEP 的投资管理团队。PAEP 被人关注，起始于 2006 年其对好孩子集团的杠杆收购。不仅因为其抱走的“好孩子”是国内最大、世界领先的儿童用品品牌，也因为这是当时中国的第一笔杠杆收购。

在 PAEP 内部，除了直接做投资的团队外，还有一个庞大的管理团队，该团队由熟知这个行业运作的专家组成。这些专家有大公司工作经验，会移植、改良大公司的文化，有从零做起的能力和勇气，还有足够的能力融入新的团队。

太平洋产业基金的策略是投资成长性显著的企业，投资领域为消费品和零售行业，主要针对中国大陆市场中较少受周期性影响的零售和消费品企业。同时，

也投资了海南机场集团这样本身增速不会太快，但拥有优质固定资产、发展相对稳定、极具行业并购扩张前景的企业。

收购过程

当好孩子集团进入 PAG 视野的时候，花旗银行和好孩子方面的谈判已经相当深入了，PAG 连夜赶往德国和好孩子方面商定了收购事宜。与国际知名的老牌投资公司相比，名不见经传的 PAG 这次出手极其犀利，此次收购前后耗时不到 4 个月，2006 年 1 月底完成了支付对价与股权交割的全部动作。

(1) 收购谈判，新旧投资者高效率达成协议。由于收购中新旧投资者以及好孩子管理层等三方利益盘根错节（实际在此次收购中，好孩子管理层既是买家，又是卖家，因此与新旧投资者的利益不一致），谈判所涉及的关系非常复杂。但从谈判的结果来看，2005 年 10 月 PAG 接触好孩子，12 月 13 日就签署了股权转让协议，从开始谈判到最后达成协议所耗费的时间差不多为两个月。根据协议，第一上海投资有限公司会同其他几家机构投资者，将其在好孩子集团中持有的全部股权转让给由 PAG 控制的持股公司。

(2) 资金运作，PAG 精心设计漂亮杠杆。PAG 经过精心的测算和设计，通过资产证券化及间接融资等手段，设计了一个颇为漂亮的杠杆。在确定收购意向后，PAG 先通过好孩子管理层组成的集团筹集收购价 10% 的资金，然后以好孩子的资产为抵押，向银行借入过渡性贷款，相当于整个收购价 50% 的资金，并向 PAG 的股东们推销约为收购价 40% 的债券。PAG 借助外资银行贷款完成了此次杠杆收购交易，交易所需部分资金来自台北富邦商业银行的贷款，贷款金额 5 500 万美元。

PAG 此次交易杠杆设计的核心风险在于，好孩子的经营现金流能否至少覆盖融资利息，以及现金流入的持续期能否满足融资的期限结构。

对目标企业估价和对目标企业现金流控制是杠杆收购的关键。按照市盈率计算，好孩子当时的市场价值在 20 亿元人民币以上，折算成 PAG 68% 的持股比例，这部分股权的市场价值不低于 1.7 亿美元。PAG 支付的 1.225 亿美元收购款中，只有区区 1 200 万美元左右，其余款项以好孩子的业务现金流和企业控制权价值为抵押，向金融机构借贷，其目标为博取 400%（ $400\% \approx (17\ 000 - 12\ 250) / 1\ 200$ ）的高额投资回报率。

(3) 介入结果，好孩子如愿转换东家。2006 年 1 月，PAG 斥资 1.225 亿美元，从第一上海、软银和美国国际集团手中接手了好孩子集团 67.4% 的股权，成为好孩子集团的控股股东。与此同时，企业管理层也接手 82.78 万股，持股比例增至

32.6%（实际上增持了3%）。双方购买价格差异较大：管理层以比PAG便宜约40%的价格购得好孩子股份，PAG购买价格为每股4.49美元，而管理层为每股2.66美元，这主要归功于易凯资本有限公司。该公司是好孩子集团的财务顾问，全程参与了此次收购。其间，易凯主要做了两件事：协助好孩子管理层做好财务预测，为管理层股东争取更多的利益。

在获得好孩子集团控股权之后，PAG将通过对公司的经营以及最终包装上市，获得投资回报和退出通道。

国有企业管理层收购方式此路不通

中国的管理层收购基金分为公开的管理层收购信托基金和地下的私募管理者收购（MBO）基金。管理层收购的信托基金虽然规避了双重纳税问题和公司对外投资不得超过公司净资产50%的规定，但是管理层收购的信托基金容易成为恶意低价购买国有股和暗箱操作的平台。例如，“伊利事件”，以伊利董事长郑俊怀为首的管理层，利用伊利乳业的资金委托购买国债为由，以公司大股东金信信托为托儿，为管理层收购自己的公司——伊利乳业，省公安厅将管理层的核心5人逮捕，并最终被法院以挪用公款罪判刑。结果，大型国有企业的管理层收购被国资委叫停，金信信托也被银监会勒令停业。所以，现行的国有企业管理层收购方式是此路不通。

案例2

国有资产流失的MBO：伊利事件

2004年是“伊利股份”的多事之年，最大的竞争对手“蒙牛乳业”在香港成功上市，一次募集14亿港元，给伊利一个重创；“独董”风波使得伊利燃起内讧；董事长郑俊怀涉嫌挪用巨额公款进行MBO的丑闻，使得伊利高管彻底易主。

基本状况

伊利起家于呼和浩特市回民奶厂，起家时的注册资本只有40万元，性质是国有企业，拥有国有股3200万股。20年来，在郑俊怀率领的团队拼搏下，回民奶厂变成了上市公司。改制之后的伊利股份与蒙牛乳业号称来自内蒙古大草原的“乳业双雄”，其雄心勃勃，有意成为中国乳品行业的龙头老大。伊利股份2003年的销售额达到63亿元。

MBO 演变过程

2001年,伊利公司对中高层管理人员实行期权激励,为了便于持股,伊利公司用激励资金注册了启元投资有限公司,出资2540万元,企业法人是郑俊怀,杨桂琴出资34万元。2002年,呼和浩特市国有资产管理局持有的伊利国家股全部被划拨到市财政局名下,并于当年将其中的500万股(占总股本的3.41%)有偿转让给启元公司,至2003年末,其股份持有增至4.38%,成为伊利股份的第二大股东。而启元则是由伊利20多位高管组成的投资公司,其中郑俊怀的股份最多。

华世商贸于1999年年底成立,注册资本50万元,张显著和李永平分别出资20万、30万元。2002年11月增加注册资本415万元,由郑海燕、马庆、李凤兰三人共同缴足,他们三人分别是郑俊怀之女、杨桂琴的丈夫、李永平之母。郑海燕以占49.47%的比例为华世商贸第一大股东。

2002年10月,伊利董事长郑俊怀在董事会上提出购买国债的想法。11月开始,近3亿元资金陆续打到闽发证券。截至2004年9月7日,已售出所持全部国债,收回资金2.2亿元,累计亏损775万元。

2003年3月,呼和浩特市财政局拟将所持伊利股份2802.87万国有股转让给金信信托,占总股本的14.33%。转让价格定为每股10元,而其时伊利的每股净资产为9.54元,半年每股业绩已经达到0.58元,该转让被市场指责为低价转让。7月,股权转让获得批准完成过户,金信信托成为第一大股东,受让的股权性质由国有股变为法人股。

由于在时间和金额上,伊利股份的国债投资与金信信托的国有股收购几乎吻合,市场怀疑国债资金很可能被腾挪出来,作为实施MBO的资金。

随之,博时基金价值成长持有3.30%的股份。博时在伊利前10大股东中的位置不断靠前,2002年底为第五名,到2004年9月底,博时价值成长已经成为第一大流通股股东。公开信息显示金信信托恰恰是博时基金的第一大股东。

情势演变

2003年6月,俞伯伟等3名独立董事要求对公司国债买卖等做专题审计,8月3日,临时股东大会罢免俞伯伟独立董事职务,公司独立董事王斌提出辞职。2004年12月20日,伊利股份“紧急停牌”。12月17日,董事长郑俊怀、副董事长杨桂琴、董事郭顺喜、财务负责人兼董事会秘书张显著及证券代表李永平5人因涉嫌挪用公款,违法进行MBO被刑事拘留。事后,检察院就伊利事件不断深入调查,诸多事实逐渐浮出水面。2005年4月7日,伊利股份发布公告称金信信托已于4月6日与呼和浩特投资有限责任公司签订《股权转让协议》。金信信托将

其持有的公司社会法人股 5 605.74 万股（占总股本 14.33%）协议转让给呼和浩特投资公司，每股转让价格为 5.352 元，转让总价款为 3 亿元。本次转让实际上是对前期股权转让的撤销。呼和浩特投资公司正是该市国资委设立的国有独资公司。

伊利 MBO 最后以国资委收回金信信托所持股权画上句号。

第二节 中国缺乏长期资本

中国特色的资本需求

中国刚刚步入中等收入国家，在工业化、城镇化方面都有较大发展空间，内需市场可拓展的空间仍然很大，因此，中国的传统产业也有很大的增长空间，这就是私募股权投资的回报比创业投资高、投资风险小的原因之一。中国的传统行业如建材、服装、食品、医药等领域，发展速度很快。在这种大的环境下，未来仍将有很多行业及其龙头企业值得私募股权资本去整合。^① 因此，应该把产业结构转型与高科技相结合，而不是片面追求高新技术产业而忽略传统产业的创新发展，整合传统产业能够创造巨大的财富。

中国的国有企业正在改制、改组、改造。国有企业产值目前仍在国内生产总值（GDP）中占据半壁江山。因此，中国并购市场中大规模并购行为很多将涉及国有产权，而且中国的并购市场主要是由实业公司尤其是大型国有企业为主导，这就形成了中国特色的并购市场。如何有效地实施国有企业的改制、改组、改造，是中国经济的重大课题。

中国企业不论是国有企业还是民营企业，企业的治理结构和管理都是短板。在全面市场竞争的生存环境下，本土企业需要不断补上管理的短板，在治理结构、内部管理、技术开发、市场营销等各个方面进行全面提升，而这种系统管理能力的形成需要外部的推动和帮助。私募股权投资基金“弘毅投资”把改制方式归纳为四个重点：一是解决股权问题，让核心经理层适当持股；二是管理体制，也就是决策机制和激励机制的问题；三是资本接轨问题，帮助企业建立足够的管控体系和信誉体系，使其能够与市场化的资本体系挂钩——无论银行信贷还是私募资

^① 柳传志，“弘毅投资国企以控股为前提”，《北京商报》，2007年8月20日。