

投融资

Investment and Financing Series

# Private Equity 私募

## 投资实务与案例

SIMU GUOQUAN TOUZI SHIWU YU ANLI

第二版

# 股权

潘启龙 著



经济科学出版社  
Economic Science Press

# 私募股权投资实务与案例

(第二版)

潘启龙 著

经济科学出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权投资实务与案例 / 潘启龙著. — 第二版. — 北京:  
经济科学出版社, 2011. 1

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0252 - 9

I. ①私… II. ①潘… III. ①企业 - 融资 - 基本知识  
②基金 - 投资 - 基本知识 IV. ①F275. 1 ②F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 252506 号

责任编辑: 周国强

责任校对: 王苗苗

技术编辑: 邱 天

## 私募股权投资实务与案例

(第二版)

潘启龙 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

金融编辑中心电话: 88191350 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京三木印刷有限公司印装

690 × 990 16 开 16 印张 280000 字

2011 年 1 月第 2 版 2011 年 1 月第 2 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0252 - 9 定价: 46.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

## 再版序言

感谢广大的读者朋友们，是你们的深情厚爱，使得《私募股权投资实务与案例》一书得以再版。

全球金融危机爆发两年多以来，我国私募股权投资经历了两个阶段的变化。一是2008~2009年年初股权投资万马齐喑、悄无声息的阶段，对金融危机的忧虑使得私募股权投资裹足不前；二是2009年二季度后峰回路转、渐入佳境的阶段，在4万亿经济刺激计划和10万亿信贷资金的资本供给推动下，以及在2009年10月创业板推出的资本退出通道引领下，私募股权投资重新迈上了快车道，并且呈现出万木争荣、百花竞放的态势。对于身处其中、关注行业发展的我来说，这实在是一件鼓舞人心的事情，值得举杯庆贺。

金融危机下，中国的证券市场发展迅速，继创业板推出以后，又相继推出了融资融券和股指期货，当前又提出了开辟国际版的设想。作为私募股权投资的首选退出场所，我国证券市场的成熟为股权投资的蓬勃发展创造了十分有利的条件，私募股权投资的兴起、成长和繁荣成为历史的必然。

在2009年初出版《私募股权投资实务与案例》第一版时，正值隆冬时节，金融危机的寒风似乎也会将本书湮没在漫天的冰雪之中。但我没有想到，本书一面世就受到了读者的热烈响应，几个月内即销售告罄，以至于我竟然来不及将它们送给那些长期关心我、支持我的领导、同事、同学和朋友们。

这当然首先要归功于私募股权投资行业的迅猛发展，越来越多的

人开始关注这个新兴的行业；其次可能要归功于本书的内容结构，深入浅出地阐述了私募股权投资的操作流程和经典案例，使得读者在较短的篇幅内对私募股权投资有一个全面深刻的解读，因此本次修订仍然秉承了第一版的架构思路，重点修改了创业板推出对私募股权投资的影响以及部分案例的调整变化等内容；再次则要归功于为我写序的郭冬乐老先生以及经济科学出版社的周国强责编和其他工作人员，他们的建议和各种努力使得本书得以优秀地呈现。

更重要的是，众多读者朋友对本书的喜爱，你们的关注和支持，给了我莫大的力量，谢谢你们。愿《私募股权投资实务与案例》第二版能够带给读者朋友们对私募股权投资更深的理解和把握！

潘启龙

2010年12月10日于中国人民大学

# 序 言

几年前，私募股权投资（private equity investment）还是一个鲜为人知的领域。如今，“私募股权投资”和“私募股权基金”（private equity fund）已经成为经济、管理人士耳熟能详的词汇，私募股权投资行业也得到迅速的发展。

私募股权投资的活跃符合我国加快市场经济建设、稳步发展金融市场的规律。当市场经济发展到较为成熟的阶段时，资本市场会呈现繁荣的局面，资本以其逐利的本性，加速流向投资效益好、回报周期短、投资风险小的行业、企业和项目。股票市场如此，债券市场如此，金融衍生品市场也如此。私募股权投资作为金融市场发展较为成熟的产物，既能推动资本向优势区域、优势行业、优势项目的快速流动，又能促进投资者取得快速、高额的投资回报，故此在全球经济高度融合、国际资本快速流动、我国经济高速发展的背景下在中国蓬勃发展。

私募股权投资作为我国金融市场的前沿领域，已经逐渐揭开了神秘的面纱。我国的私募股权投资最早可以追溯到 1995 年——我国政府通过了《设立境外中国产业基金管理办法》，鼓励国外风险投资来华投资，这个时候，我国的私募股权投资主要是风险投资。从 2004 年开始，私募股权投资与风险投资逐步分立，风险投资日趋弱化，狭义的私募股权基金成为市场主流。从 2007 年 6 月起，我国本土的私募股权基金迎来了一个新的时代，随着《创业投资企业管理暂行办法》、《关于外国投资者并购境内企业的规定》、《合伙企业法》等一系列政策法规的出台和生效，催生了中国政府、企业和民间资本纷纷涌入私募股

股权投资领域，我国本土的私募股权投资行业进入高速发展的阶段。

在国际上，私募股权投资的历史可以追溯到 20 世纪 60 年代，在七八十年代美国有比较大的增长，90 年代末以来，私募股权投资越来越被大家熟知，并迅速向全球新兴经济体大量扩展。国际私募股权基金在世界范围内寻找有潜力的投资目标，并帮助需要融资的未上市企业在全世界范围内寻求私募股权投资。总之，国际私募股权投资经过数十年的发展，已经成为仅次于银行贷款和 IPO<sup>①</sup> 的重要融资手段。

纵观国际国内私募股权投资的历史，我们会问，为什么私募股权投资会如此繁荣？抛开前面提到的资本逐利天性、全球经济高度融合、国际资本快速流动以及金融体系创新发展等诸般要素，我认为还有两个最本质的要素：一是它解决了中小企业融资的难题；二是它符合社会化分工的原则。

私募股权投资主要是对非上市企业进行权益性投资，将投资兑换为被投资对象的股权，然后通过实现被投资企业的价值提升，最终出售所持股份获利。因此，私募股权投资客观上需要与中小企业联姻。反过来看，中小企业最困惑的是什么？当然是快速成长过程中的资本供给问题。但是中小企业的原始积累较为有限、盈利能力尚需培育、市场信用比较薄弱，获得银行贷款和公开发行股票、债券难度较大，其破解融资困境存在着对私募股权投资基金的天然需求，并与私募股权投资同舟共济、互赢发展。从这个意义上说，私募股权基金为大量的中小企业提供了便利的融资通道，输入资本帮助具有发展潜力的企业快速成长，成为广大中小企业的发动机。

另外，我们知道，基金公司、普通企业、个人（包括教授、大学生乃至乞丐）都可以买卖股票以实现投资收益。但为什么企业资金、个人资本、一般性财务公司基本上不能达成与中小企业的合作，直接进行股权投资呢？这就是所说的另一个要素——社会化分工的问题。对中小企业的股权进行直接投资、并帮助企业实现上市退出、最终取得自己的投资收益是一个非常复杂、非常专业、风险很高的过程，不像买卖股票那样简便，必须是专业人员操作才可能成功。正因为如此，直接股权投资排斥了众多的个人和一般企业投资者，将使命交给了私

---

① 首次公开募股（编者注）。

募股权基金，而个人、一般企业投资者只能通过私募股权基金间接投资于企业股权。正是由于社会化分工的重要原因，使得私募股权基金、私募股权投资大行其道。

改革开放 30 年以来，我国经济发展一直保持较快、较好的势头，拥有大量的极具发展潜力的中小企业，为私募股权投资的发展培育了良好的基础。同时，随着国际资本的涌动和我国资本市场的逐步发展，我国具有大量的资本储备，能够满足进行私募股权投资的需要。可见，我国具备私募股权投资的主体和客体要素。

尽管 2008 年里由美国次贷危机引发的世界金融危机目前尚未消散，对我国的经济发展产生诸多不利影响，但是这场严重的国际金融危机，既有挑战也有机遇。在保增长的背景下，作为促进实体经济发展的私募股权投资，产业结构的升级、直接融资比例的提高以及多层次资本市场的建立等，都将为其提供广阔的发展空间和平台，同时政策法规以及监管方式的完善也将为其发展创造更好的条件。我们没有理由怀疑私募股权投资所蕴藏的巨大机遇和美好前景！

谨此作为潘启龙先生《私募股权投资实务与案例》一书之序言。希望此书能为读者朋友们了解和学习私募股权投资释疑解惑。也望作者再为私募股权投资事业的传播贡献新的力作。

中国社会科学院财贸经济研究所原副所长，研究员，博士生导师

中国市场学会副会长兼秘书长

中国商业经济学会副会长

**郭冬乐**

二〇〇九年二月

# 目 录

## 第一章 私募股权投资概要

第一节 什么是私募股权基金	1
一、私募基金和私募股权基金	1
二、私募股权投资的主体和盈利模式	5
三、私募股权基金的发展历史	10
案例 1 KKR 的成长故事	12
第二节 私募股权基金的特点和类型	19
一、私募股权基金的特点	19
二、私募股权基金的类型	21
三、私募股权投资与战略性投资、证券投资等的差异	25
案例 2 弘毅投资——联想旗下的 PE	28

## 第二章 私募股权基金的建立与管理

第一节 私募股权基金的组织形式	37
一、基金管理公司	37
二、有限合伙制私募股权基金	39
三、信托型私募股权基金	44
案例 3 鼎晖投资——本土 PE 领跑者	49

第二节 私募股权基金的建立	57
一、私募股权基金的募集	57
二、私募股权基金的运营团队	59
案例4 高盛收购双汇案	63

### 第三章 私募股权投资的模式和领域

第一节 私募股权投资的模式	69
一、增资扩股	69
二、股权转让	73
三、增资扩股和股权转让结合	77
案例5 百仕通入股蓝星案	78
第二节 私募股权投资的领域	81
一、TMT 行业	81
二、生物医药行业	82
三、日用消费品与商贸流通服务行业	86
四、能源化工新材料行业	88
五、其他行业	92
六、私募股权投资的地域	94
案例6 南孚电池三易其主	96

### 第四章 私募股权投资的操作流程

第一节 项目选择阶段	103
一、获取项目信息	103
二、初步研究筛选	105
三、行业与公司研究	108
案例7 弘毅投资收购中国玻璃	111
第二节 可行性核查阶段	117
一、尽职调查	117
二、形成投资建议书	125

三、投资委员会批准	127
案例 8 摩根士丹利投资蒙牛	128
<b>第三节 资本进入阶段</b>	<b>133</b>
一、正式谈判签约	133
二、股权变更登记	135
案例 9 凯雷徐工案始末	136

## 第五章 私募股权投资的风险控制和退出

<b>第一节 私募股权投资的风险控制</b>	<b>152</b>
一、一般的风险控制	152
二、单个投资项目的风险控制	154
案例 10 摩根士丹利入股永乐详解	159
<b>第二节 投资项目的管理</b>	<b>169</b>
一、投资项目管理的内容	169
二、投资项目管理的方式	173
案例 11 无锡尚德登陆纽交所案	174
<b>第三节 私募股权投资的退出</b>	<b>183</b>
一、公开上市	183
二、股权转让	190
三、回购	192
四、其他退出的方式	193
案例 12 PAG 杠杆收购好孩子	195

## 第六章 私募股权投资的展望

<b>第一节 国际私募股权投资的潮流和趋势</b>	<b>200</b>
一、国际私募股权投资的发展趋势	200
二、国际私募股权投资对中国的影响	204
案例 13 当当登陆纽交所札记	208

第二节 中国私募股权投资的发展现状和机会	218
一、中国私募股权投资的发展现状和趋势	218
二、中国私募股权投资的机会	220
三、本土私募股权投资存在的问题	222
四、进一步发展我国 PE 市场的几点思考	223
案例 14 太子奶的两次私募	227
参考文献	244

# 私募股权投资概要

## 第一节 什么是私募股权基金

### 一、私募基金和私募股权基金

#### (一) 基金的释义

##### 1. 基金的含义。

基金有广义和狭义之分，从广义上说，基金是机构投资者的统称，包括信托投资基金、单位信托基金、公积金、保险基金、退休基金，各种基金会的基金等。从会计角度分析，基金是一个狭义的概念，意指具有特定目的和用途的资金。比如虽然政府和事业单位的出资者不要求投资回报和投资收回，但要求按法律规定或出资者的意愿把资金用在指定的用途上，因此也形成了基金。

基金一词在我国有多种含义，当前最常用的含义是指由基金管理公司或其他发起人发起，通过向投资者发行受益凭证，将大众手中的零散资金集中起来，委托具有专业知识和投资经验的专家进行管理和运作，由信誉良好的金融机构充当所募集资金的信托人或托管人。这种基金是与股票相对应的一种大众化的信托投资工具，在市场上通常说的“基民”，指的就是投资这种基金的购买者。

简单地说，基金是一种集合理财的投资工具，严格意义上并不是法人实体，也不是任何的机构和组织，但是在日常的使用中人们还是习惯把基金当作一种机构来看待。一般而言，基金正是通过公募或私募以及政府注资等多种形式，将投

投资者所投资的资产集合成为一个资产池，通常初始的资产池主要是由现金资产构成，然后被委托的基金管理人可以将这些资产投资于其他货币、股票、债券、期货期权、大宗商品以及诸如房地产、金属等基金章程所规定的具体领域，通过对这些资产的操作实现投资者的目的。

## 2. 基金的分类。

按照投资领域的不同来分，共同基金、对冲基金和私募股权基金是基金中三种最主要的形式。根据组织形式的不同，可划分为契约型基金、公司型基金；根据设立方式的不同，可划分为封闭式基金、开放式基金或半开放式基金；根据投资对象划分，可划分为股票基金、货币市场基金、期权基金、房地产基金等。按照筹资方式来分，基金可以分为公募基金和私募基金。

在我国，公募基金是基金的主流，私募基金虽然存在已久，但是法律地位不明确，仍然是“犹抱琵琶半遮面”，在最近两年，法律法规有明显的松动迹象，私募才开始真正走进公众的视野。

## （二）私募基金

### 1. 私募基金的含义。

所谓私募基金（privately offered fund），是指通过非公开方式，面向少数机构投资者募集资金而设立的基金。由于私募基金的销售和赎回都是通过基金管理人与投资者私下协商来进行的，因此它又被称为向特定对象募集的基金。

私募是相对于公募而言的。公募（public offering）就是公开募集。公开的意思有二：第一是可以做广告，向所有认识和不认识的人募集；第二是募集的对象数量比较多，比如一般定义为200人以上。

私募（private placement）就是私下募集或私人配售。私下的意思如下：第一，不可以做广告。第二，只能向特定的对象募集。所谓特定的对象又有两个意思，一是指对方比较有钱，具有一定的风险控制能力，二是指对方是特定行业或者特定类别的机构或者个人。第三，私募的募集对象数量一般比较少，比如200人以下。

### 2. 私募基金的特征。

与封闭式基金、开放式基金等公募基金相比，私募基金具有十分鲜明的特征，也正是这些特点使其具有公募基金无法比拟的优势。

首先，私募基金通过非公开方式募集资金。在美国，共同基金和退休金基金等公募基金，一般通过公开媒体做广告来招徕客户，而按照有关规定，私募基金

则不得利用任何传播媒体做广告宣传，其参加者主要通过获得的所谓“投资可靠消息”，或者直接认识基金管理者的形式加入。

其次，在募集对象上，私募基金的对象只是少数特定的投资者，圈子虽小门槛却不低。比如在美国，对冲基金对参与者有非常严格的规定：若以个人名义参加，最近两年个人年收入至少在 20 万美元以上；若以家庭名义参加，家庭近两年的收入至少在 30 万美元以上；若以机构名义参加，其净资产至少在 100 万美元以上，而且对参与人数也有相应的限制。因此，私募基金具有较强的针对性募集目标，它更像为中产阶级投资者量身定做的投资服务产品。

再次，和公募基金严格的信息披露要求不同，私募基金这方面的要求低得多，加之政府监管也相应比较宽松，因此私募基金的投资更具隐蔽性，运作也更为灵活，相应获得高收益回报的机会也更大。

此外，私募基金一个显著的特点就是基金发起人、管理人一般需要以自有资金投入基金管理公司，基金运作的成功与否与他们的自身利益紧密相关。从国际目前通行的做法来看，基金管理者一般要持有基金 3% ~ 5% 的股份，一旦发生亏损，管理者拥有的股份将首先被用来支付给参与者，因此，私募基金的发起人、管理人与基金是一个唇齿相依、荣辱与共的利益共同体，这也从一定程度上较好地解决了公募基金与生俱来的经理人利益约束弱化、激励机制不够等弊端。

### 3. 私募基金的优点。

#### (1) 产品更有针对性。

由于私募基金是向少数特定对象募集的，因此其投资目标更具针对性，更有可能为客户度身定做投资服务产品，组合的风险收益特性能满足客户特殊的投资要求。

#### (2) 更容易风格化。

由于私募基金的进入门槛较高，主要面对的投资者更有理性，双方的关系类似于合伙关系，使得基金管理层较少受到开放式基金那样的随时赎回困扰。基金管理人只有像巴菲特那样充分发挥自身理念的优势，才能获取长期稳定的超额利润。

#### (3) 更高的收益率。

这是私募基金的生命力所在，也是超越共同基金之处。由于基金管理人更加尽职尽责，有更好的空间实践投资理念，并且基金里面有自己投入的资金，同时不必像公募基金那样定期披露详细的投资组合，投资收益率反而更高。

正因为有上述特点，私募基金在国际金融市场上占据了重要位置，同时也培

育出了像索罗斯、巴菲特这样的投资大师。

### （三）私募股权基金

#### 1. 私募股权基金和私募股权投资的含义。

根据投资对象的不同，私募可以分为两种类型。一种私募是指私募证券投资，即向特定的投资者私下筹募资金，然后认购证券的私募投资；另一种私募是指私募股权投资，即向特定的投资者私下筹集资金，然后认购公司股权（尤其是未上市公司股权）的私募投资。私募证券投资主要获取证券的市场收益，私募股权投资重在获取企业经营和股权溢价的收益。

私募股权基金（private equity）主要通过私募而不是向公众公开募集的形式获得资金，对非上市企业进行权益性投资，即将每一单位的投资额最终兑换为被投资对象的股权，然后通过各类方法使得被投资企业快速发展，实现股权的快速成倍增值，并在交易实施过程中考虑了将来的退出机制，即通过上市、并购或管理层回购等方式，最终出售所持股份获利。私募股权基金也称为私募股权资本、私人股权基金、私募股权投资基金等。

私募股权一词的英文缩写为 PE（private equity），指的是非上市公司的股权，也被用来指投资非上市公司的股权，并以策略投资者（strategic investor）的角色积极参与投资标的的经营与改造。现在大家在使用 PE 一词时，已经扩大了其原来的含义，多数用来指私募股权基金或者私募股权投资。

私募股权投资也有狭义和广义之分。狭义的私募股权投资主要指对已经形成一定规模并产生稳定现金流的发展及成熟企业的投资，即将私募股权投资的投资阶段限定在公司首次公开发行股票之前的发展成熟阶段。广义的私募股权投资涵盖企业首次公开发行股票之前各阶段的权益投资，包括对处于种子期、发展期或者成熟期的企业进行的投资。本书所研究的私募股权投资重点是狭义的私募股权投资，但是并不对私募股权投资作出明显的狭义和广义区分。

值得一提的是也有少部分私募股权基金投资已上市公司的股权，比如在一些已上市公司的定向增发中，也经常活跃着私募股权基金的身影。在本书中，如果不是特意指出投资于已上市公司，私募股权基金和投资一般指针对非上市公司的私募股权基金和投资。

因此，私募股权基金里面的“私募”含有两层含义：一是指基金的募集是私下募集或私人配售的，面向特定人群而非大众的；二是指基金的用途是用于投资非公开发行的企业股权，股权的交易是非公开的。

## 2. 私募股权基金的形式。

“私募股权基金”这一名称通常被理解为是从事私募股权投资的主体。一方面私募股权基金从不特定的机构投资者和富有的个人投资者手中筹集资金（当然，这不是绝对的，私募基金也有可能从公开市场上获得资金）；另一方面私募股权基金用筹得的资金为未上市公司提供股权融资。前提是私募股权基金必须以法律所认可的某种法律主体的形式从事活动、筹集资金和进行股权融资。

私募股权基金筹集资金的形式可能是成立一个公司，投资人通过认购公司的股份对私募股权投资基金进行投资；也可能是成立有限合伙企业，投资人通过入伙向私募股权基金投资；还可能是一种信托关系，私募股权基金接受投资者的资金信托，对外进行股权投资。

私募股权基金之所以能够获得机构投资者和富有的个人投资者的投资，主要是因为私募股权投资基金有一批具有丰富管理经验和行业经验的基金投资管理人，由他们决定股权投资的对象和其他相关事宜，他们的个人能力往往成为基金成败的关键。因此，私募股权投资基金拥有的不仅是巨额的资金，也必须拥有优秀的人才，它是资金和管理人才的集合体。

## 3. 私募股权基金与私募基金的区别。

私募股权基金（private equity fund）作为一种基金，本质是股权投资的资金汇集，其含义与证券基金相去甚远。私募股权基金一般是指专门成立的向具有高增长潜力的未上市企业进行股权或者准股权投资，甚至参与到被投资企业的经营管理活动的集合资本，这种资本在所投资企业步入成熟并上市以后通过股权转让实现资本增值。

我国证券市场中常说的“私募基金”的本质不是私募股权基金，而是类似于私募证券投资基金，它是私下向特定投资人募集资金进行的一种集合投资，是一种“地下基金”，处于我国法律监管的灰色地带。人们容易将这种基金与私募股权投资基金相混淆，实际上二者有本质的区别。

## 二、私募股权投资的主体和盈利模式

### （一）私募股权投资的主体

#### 1. 私募股权投资的主体关系。

私募股权投资的主体是指参与私募的投资者、私募股权基金、私募股权基金管理者、接受投资的企业以及在私募投资中提供专业服务的中介机构，如会计师