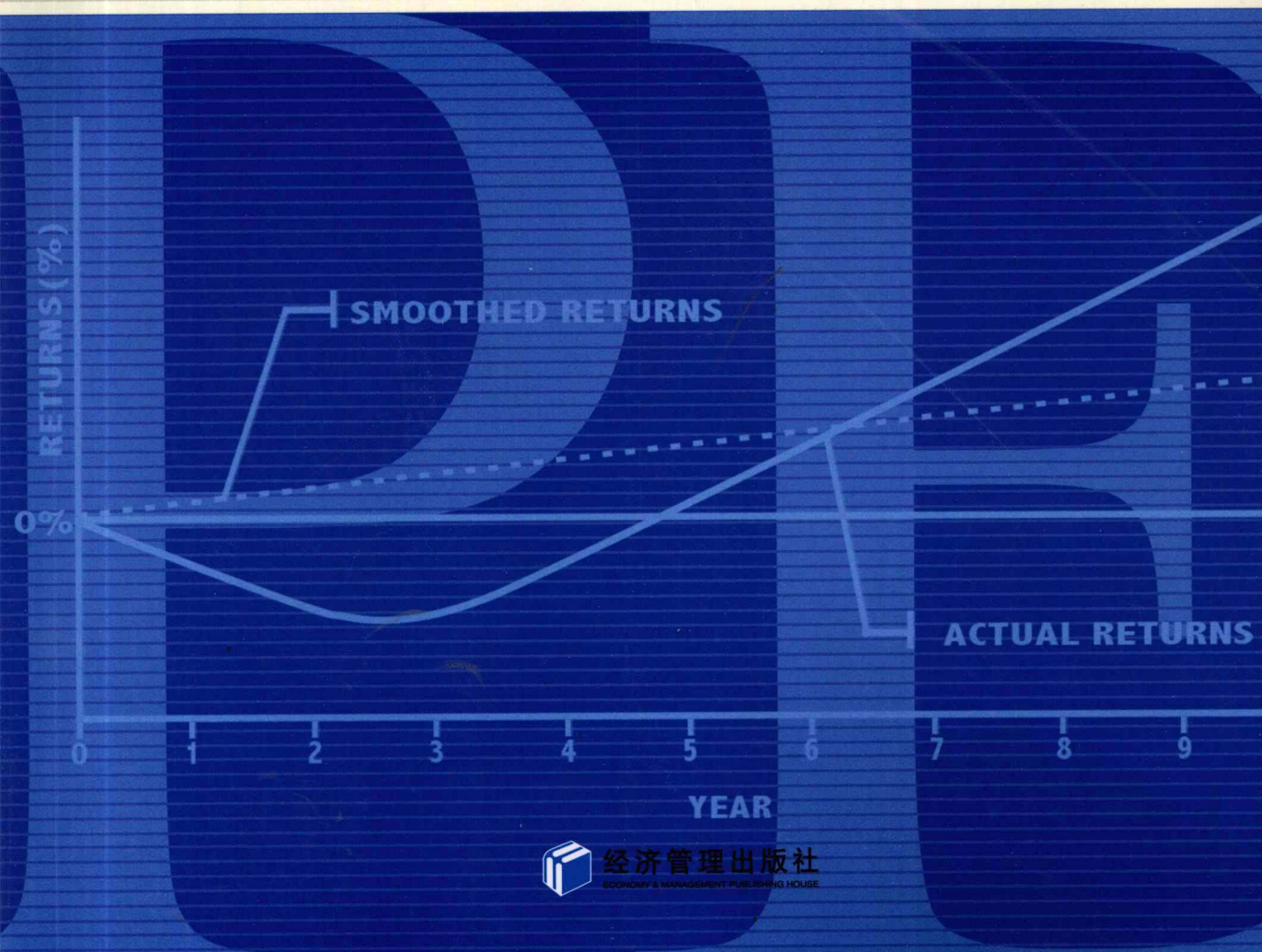


王燕辉 著

私人股权基金

Private Equity Fund



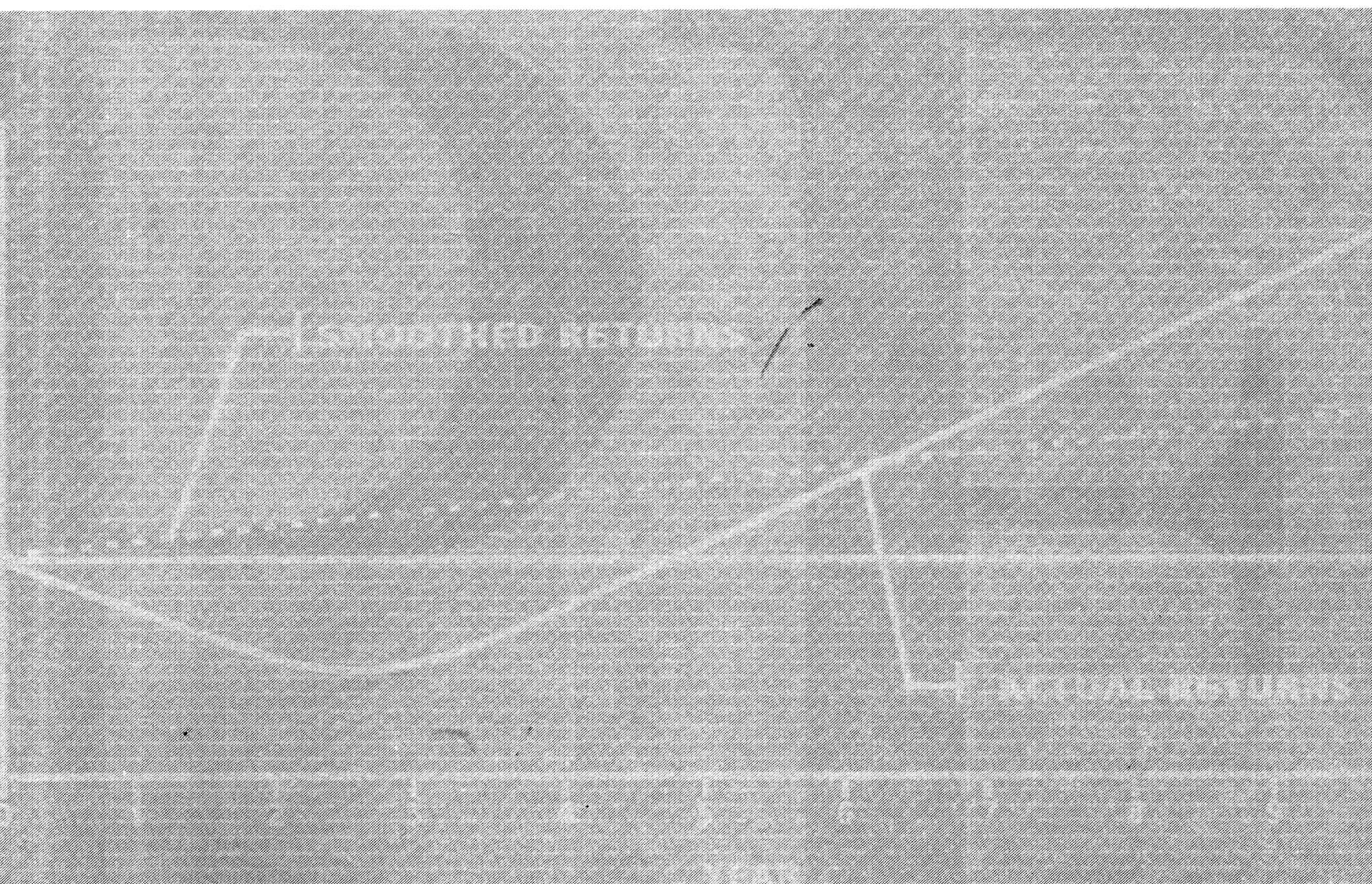
经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

王燕辉 著

私人股权基金

Private Equity Fund



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

私人股权基金/王燕辉著. —北京: 经济管理出版社, 2009.5

ISBN 978-7-5096-0617-9

I. 私… II. 王… III. 基金—投资—研究—中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 062286 号

出版发行: **经济管理出版社**

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京交通印务实业公司

经销: 新华书店

组稿编辑: 申桂萍

责任编辑: 申桂萍

技术编辑: 杨国强

责任校对: 陈颖 郭佳

787mm×1092mm/16

33 印张

684 千字

2009 年 5 月第 1 版

2009 年 5 月第 1 次印刷

定价: 68.00 元

书号: ISBN 978-7-5096-0617-9

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部
负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

序 言

第九届、第十届全国人大常委会副委员长 蒋正华

20 世纪 80 年代初，为了探索科技成果转化的有效机制，促进高科技产业的发展，我国开始引进风险投资的概念。1985 年 1 月，中共中央《关于科学技术体制改革的决定》提出：“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给予支持。”同年 9 月，国务院批准成立中国新技术创业投资公司，从此，风险投资机构开始在中国大量出现。20 多年来，在各方积极推动和参与下，我国风险投资事业已经取得重大进展，发展环境日益改善，产业规模不断扩大。风险投资促进了我国科技成果转化和高新技术产业的发展。

进入 21 世纪以后，随着中国加入世界贸易组织，金融改革开放不断向更高层次、更广领域和更深内涵推进，外国的收购基金逐步进入我国股权投资市场。由于当时我国对收购基金还不太熟悉，与外资收购和反垄断相关的法律也不健全，各方对国外收购基金在中国的收购行为及其影响认识不一，引起了争论。近几年，有关部门和地方政府不断从理论和实践方面积极探索产业投资基金、创业投资引导基金等各种股权投资形式，取得了一定效果，积累了一些经验，但也还存在不少问题和分歧。2008 年 10 月，国务院办公厅转发了国家发改委等部门制定的《关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见》就是探索成果的体现。

股权投资本身并不是新东西，但是，作为一个产业却是金融体系的一个新部门，对私人股权基金的研究也是金融学的前沿之一。严格地说，包括收购基金在内的私人股权基金只有大约二三十年的历史，在中国的历史更短。从其发展历史看，市场自发产生的私人股权基金首先是为了谋利，而不是直接为宏观经济政策服务。但是，作为一种日益重要的金融中介和一个逐步壮大的产业，它对一国经济和金融正产生越来越大的影响。在我国，风险投资可以推动科技创新，促进中小企业发展，培育高新技术产业，可以为多层次资本市场培育上市资源；收购基金可以参与国有企业改革，促进国有企业战略调整，可以帮助民营企业建立现代企业制度，解决家族式管理和控制权交接过程中出现的问题；收购基金作为一种外在压力，还可以促进上市公司完善治理结构，提高运营效率。当前，面对国际经济金融危机，促进股权投资业的发展，对于推动金融改革，使金融更好地服务实体经济；对于促进企业发展，缓解失业压力，保持社会稳定和谐；对于推动国民创业和企业创新，实

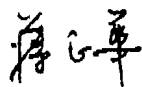
施国家创新战略；对于加快经济结构调整，推动经济增长方式转变，实现资源节约和环境友好的可持续科学发展观，都具有积极的作用。

越来越多的人开始认识到一个包括风险投资、收购投资和参股投资在内的健康的股权投资业对我国经济金融发展的重要意义。2006年，全国人大修改了《中华人民共和国合伙企业法》，增加了关于有限合伙的规定，于2007年6月1日起实施。2007年下半年以来，出现了一批有限合伙制的人民币基金。2008年12月，国务院办公厅发布了《关于当前金融促进经济发展的若干意见》，提出：“出台股权投资基金管理办法，完善工商登记、机构投资者投资、证券登记和税收等相关政策，促进股权投资基金行业规范、健康发展。按照中小企业促进法关于鼓励创业投资机构增加对中小企业投资的规定，落实和完善促进创业投资企业发展的税收优惠政策。”由国家发改委牵头，有关政府部门正在合作制定股权投资基金管理办法。

国内对私人股权基金的介绍和研究还刚刚起步。在这种背景下，王燕辉完成了他的专著《私人股权基金》的写作。这部专著从国外到国内，从理论到政策，从数据到一般规律，从著名投资机构到常用名词术语，系统而多角度地介绍了私人股权基金的基本知识和基础理论，描述了行业的基本状况和最新发展，全面总结了中国本土私人股权投资业的发展历程，概括了现阶段的主要特征，预测了未来的发展趋势，提出了具体的政策主张。阅读本书初稿，我有几个印象比较深。第一，内容全面。展现了私人股权基金基本知识及其行业发展的全貌。读完全书，既可以对私人股权基金行业有一个全景式的整体印象，又能对私人股权基金的特点和运作模式有一个基本的了解。第二，结构合理。作者建立了一个适当的架构，对收集的材料进行了适度的剪裁。第三，亮点很多。许多国外行业发展的基本状况及其研究的基本内容是第一次介绍到国内来，可以帮助读者加深对私人股权基金的认识。比如，私人股权基金的“业绩之谜”与“高收益错觉”，私人股权基金监管的目标、重点和方式，私人股权基金和共同基金、对冲基金的区别以及收购基金的盈利模式及其不同视角分析等。作者善于选择和分析，去粗取精，去伪存真，根据自己的认识对许多内容进行了总结和概括。第四，富于创新。比如，集中探讨了私人股权基金经济理论与政策的若干重要问题，总结了私人股权业发展的“五个阶段”，概括了现阶段的“八大特征”，提出了未来发展趋势的“十大猜想”，分析了私人股权基金在中国的“六大功能”，中国发展私人股权基金的“五大有利因素”和目前存在的“三大障碍”，提出了发展路径选择的原则取向和“十二条政策建议”。虽然我不一定完全同意书中的所有观点，但是确实新意很多，并且不乏真知灼见。

此外，本书较好地做到了基本事实和基础理论的结合，为读者留出了充分的思考空间。王燕辉同志曾是我指导的博士生，他具备扎实的经济金融和管理理论基础，又有多年的企业和银行工作经验，具有宽阔的国际视野，使其能够在本书的写作中胜任。他的研究和写作态度也很认真，反复修改文稿，多方考察求证，求真求精。全书文字流畅，可读性强。我为他能取得这样的成果感到由衷的高兴。

当然，本书和博士论文不同，不是一本纯学术著作。书中附录的案例虽然是经过挑选的，但有些还不完全符合管理教学案例的要求，个别的只是新闻报道。一些材料还有加工与提炼的余地，英文翻译也还有值得推敲的地方。对国内活跃机构的介绍也不如对国外著名机构的介绍内容丰满。但是，瑕不掩瑜，书中精彩的地方很多。相信本书对投资者、企业家、基金管理人、立法和行政监管部门人员以及高等院校师生都会有所启发，对推动我国股权投资事业的发展将起到积极作用。



2009年5月

序 二

股权投资基金（PE Fund）成为一个专门行业并具有一定规模的时间并不长。业内大多数从业者会同意，不论是专注于公司早期创业投资的风险投资基金（Venture Capital Fund），还是侧重于公司中期扩展及成熟后各种重组的增长或并购基金（Growth Capital or Buyout Funds），PE 的实践和发展始于 20 世纪 70 年代的美国。在短短的 30 多年里，作为资本市场中的一类集合投资渠道和工具，PE 从小到大，从美国到全球，都表现出了强大的生命力和影响力。2007 年，全球 PE 总融资额已首次超过全球各公开交易市场公司股权发行融资的总和。

中国的 PE 行业起步较晚。20 世纪 90 年代以风险创业投资的引入发展为主。2000 年后，增长和并购投资开始被中国市场认识并逐渐接受。2003 年，伴随着经济快速增长，全球大量资金以各种方式涌入中国，以 PE 为名融资和投资的各类投资机构大量出现。在市场里寻求资本的公司管理层和企业家们发现，公司融资从紧俏的买方市场快速地转换成热闹的卖方市场。注意到 PE 快速增长的影响力，政府部门及监管机构也积极地开始了引导和立法的尝试。

虽然 PE 变成了热门话题，各界对 PE 的理解却不尽相同，误解也比比皆是。部分从业的投资者和融资的企业家更把 PE 理解为以入资条件博弈和价格对赌为主的短期“资本运作”。2008 年开始的全球性的金融危机和随之而来的经济衰退使一些刚刚成立的 PE 基金受到重创，也让相关各界开始冷静反思 PE 的本质和未来的发展。

在这样一个大背景下，燕辉所著《私人股权基金》一书的出版发行十分及时。本书较全面地汇集了 PE 行业的常用名目和基本概念，作者也系统地描述了 PE 界的各种组织及运作方式，书中对 PE 的一些核心理念的深入解说和重要案例的分析应用尤其难得。对于有兴趣了解和参与股权投资及基金管理的读者来说，这是一本简要实用的“PE 百科全书”。

成功的 PE 应该是“带着资源的资本”，而成功的股权投资者也应该是企业价值的发现者和创造者。燕辉在书中以大量的篇幅从不同的角度反复说明这个核心理念，这对有志投身于中国股权投资行业的专业人员有重要的参考价值。

PE 向来都是培育新兴企业、扶植产业创新、助力行业重组的重要力量。PE 也是一门在实践中不断演进的专业。2008 年，由美国次级债引发的金融危机和经济危机势必改变未来世界的政治和经济格局。经过多年的高速发展，中国的经济也面

临着结构性调整和优化。这些变动和调整会给 PE，特别是给中国的 PE，带来难得的机会。了解世界 PE 行业过去的成败历史对我们更好地开创未来必不可少。

《私人股权基金》对从业多年的投资者和准备入行的专业人员来说，都是一本难得的好书。

弘毅总裁 赵令欢

2009 年 5 月 12 日

前言

—

金融海啸终结了 PE 历史上又一次空前的繁荣,^① PE 在炼狱中煎熬。

华尔街满目疮痍,第一波洪峰中劫后余生的金融机构不得不依赖政府注资,充实资本,去杠杆化。洪水漫进主街,实体经济遭受重创。企业盈利骤降,亏损剧增,财报一个比一个更惨不忍睹;减产、裁员、关闭工厂,一浪高过一浪。资产缩水,失业上升,信心低迷,消费者不得不勒紧裤带。实体经济预期恶化,需求萎缩;金融机构自保之力已然不足,更无放贷之功。

2008 年四季度,美国 GDP 增速骤然降至-6.2%,创下 1982 年以来最大降幅。英国 GDP 与上一季度相比负增长 1.5%,连续两个季度出现负增长,正式进入衰退。欧元区 15 国经济环比下降 1.5%,连续 3 个季度出现负增长。日本经济也连续 3 个季度出现下降,四季度降幅竟高达 12.7%,为 1974 年第二季度以来最大降幅。加拿大负增长 3.4%,澳大利亚负增长 0.5%。主要发达经济体均已陷入衰退。新兴经济体也无法置身事外,“金砖四国”经济增速明显放缓。GDP 不足 194 亿美元的冰岛负债超过 1383 亿美元,理论上,这个北欧小国已经破产。希腊骚乱、巴黎罢工、多国政府更替,经济金融危机离社会政治危机也仅一步之遥。

尽管各国央行不断向金融市场注入巨额资金,流动性似乎并没有顺畅地流向实体经济;各国政府纷纷推出巨额经济救援和刺激计划,效果却需假以时日。而能否在“治标”的同时“治本”,消除产生危机的结构性和制度性根源,则需要更大的智慧和勇气。

2009 年 1 月 20 日,全球亿万人的目光聚焦美国总统奥巴马盛况空前的就职典礼,但是,华尔街却讽刺性地以暴跌作收。1 月 28 日~2 月 1 日,世界经济论坛 2009 年年会在瑞士滑雪胜地达沃斯小镇举行,论坛的主题是“构建危机后的世界”。斯蒂格利茨说,年会一直以来都很正面,但随着面临的经济问题日益严峻,今年却较为悲观。

国际劳工组织估计,2009 年全球失业人数将达到 5000 万人。世界银行和国际

^① 收购基金的第一次繁荣是 20 世纪 80 年代,第二次繁荣是 2004~2007 年;风险投资的第一次繁荣是 50 年代末到 70 年代初,第二次繁荣是 70 年代末到 80 年代初,第三次繁荣是 90 年代后半期。

货币基金组织都预计，全球经济自第二次世界大战以来将首次出现收缩。现在还看不见隧道那头的亮光，不知道后面的路是V形、U形、W形还是L形。也许，一切才刚刚开始，最坏的时候还没有到来。

危机是对金融市场和实体经济的强制清理和集中调整，优胜劣汰，适者生存，“达尔文式”进化过程加速。基金募集和交易融资几近停顿，IPO市场关闭，场外退出低迷，企业经营恶化，投资损失增加。

谁将上天堂，谁会下地狱，是每一个PE内心深处最大的关切。

二

恍如隔世，昨天还是何等繁荣！

无论普通人是否觉察，PE早已走进美国人的日常生活。“清晨起来，你是不是先喝一杯当肯甜甜圈（Dunkin' Donuts）的咖啡，然后，在汉堡王（Burger King）吃午餐？在J. Crew、玩具反斗城（Toys “R” Us）和Neiman Marcus购物？从赫兹公司（Hertz）租用汽车，在Loews的某家电影院看电影，在哈拉斯（Harrah's）赌场试试手气，或者在Fairmont的某家酒店住宿？所有这些以及其他更不易为人察觉的产品和服务——很多家庭的燃油供暖、有线电视系统、帮助你女儿发短信的卫星，以及为米利姑姑换髋关节的医院——都是由私人股权投资基金控制的（或者是前不久才买下，随后又卖出）。而且传言愈来愈玄，连一度固若金汤的品牌如Gap、戴尔（Dell）、家得宝（Home Depot），甚至是IBM，都有可能在某一天被卷入私人股权的漩涡。‘整个公司所有权领域都出现了翻天覆地的变化，其激烈程度与当初共同基金初次现身时不相上下’。”^①

PE俨然已是华尔街新贵。2004年，英国著名财经杂志《经济学家》已经将PE巨头的掌门人称为“资本主义的新国王”。2007年2月，该杂志写道：“也许只有路易十四那样的君主才能与他们相比——在领地、权力和声望三方面都极其迅速地扩张。”2006年，黑石的施瓦茨曼以350亿美元名列《福布斯》400美国富豪榜第73位。2007年3月，《财富》杂志以封面故事介绍施瓦茨曼，称其为“华尔街新王”。泽普世则因为从德国人手中买回美国三大汽车制造商之一的克莱斯勒而成为美国人的英雄。

PE引无数英雄竞折腰，吸引了众多退休政要和社会名流。凯雷素有“总统俱乐部”之称；泽普世延请了前副总统奎尔和前财长斯诺；加拿大前总理马尔罗尼在黑石上市前加盟其董事会。近年来，著名企业家也纷纷投入PE怀抱。“私人股权基金的繁荣为艺高胆大的管理人员、在职的职业经理人和新鲜出炉的MBA造就了一个世界，在那里，投资人购买业绩不佳的公司，扭转颓势，然后再卖掉它或让其

^① Rik Kirkland:《致富王国：私人股权投资基金》，《财富》杂志中文版，2007年9月（上）。

重新上市。在这个世界，甚至刚入门的新手的薪酬都很高。”^①“商界元老——郭士纳（Lou Gerstner）、杰克·韦尔奇（Jack Welch）、拉里·博西迪（Larry Bossidy）、吉姆·基尔茨（Jim Kilts）、约翰·布朗（John Browne）等——纷纷加盟私人股权公司。”^②PE 也成为顶尖名校 MBA 的新梦想。为了金钱、自由和荣誉，最佳 MBA 纷纷投资私人股权业。“早在 20 世纪 80 年代，绝大多数商学院的毕业生都希望成为投资银行家。到了 90 年代，他们的理想则是进入与技术相关的风险资本公司或网络公司。而如今，最热门的去处却是私人股权公司。”^③

三

繁荣中的 PE，头顶并非只有闪耀的光环。早在 20 世纪 80 年代，PE 就与“公司袭击”、“敌意收购”和“垃圾债券”联系在一起，在公众心目中留下了并不美好的记忆。当时，还没有发明今天已经妇孺皆知的私人股权（Private Equity）一词，而是被统统称为杠杆收购（Buy-out）。^④“门口的野蛮人”是 KKR 也是其他收购基金背负的不雅骂名，PE 们于是纷纷举起“友好收购”的大旗。“总统俱乐部”的戏称影射凯雷“裙带资本主义”（Nepotistic Capitalism）或“近水楼台式资本主义”（Access Capitalism）的嫌疑。请看影片《华氏 9·11》：凯雷和布什家族的关系可非同一般，甚至本·拉登家族也是其重要投资人，还有那些秘密的武器交易。凯雷于是谋求华丽转身，以商界英雄取代退休政要，并加大军工等垄断行业以外和早期项目的投资力度。阿波罗等头顶的“秃鹫投资者”当然也不是堂皇的冠冕。黑石堪称 PE 王者，但其上市招股说明书犹抱琵琶半遮面，关键之处语焉不详，各方颇有微词；收益缴纳 15% 的资本增值税，而非 35% 的公司所得税，彼得森和施瓦茨曼的税负竟低于清洁女工，有议员提出议案，要求提高 PE 的税率；施瓦茨曼奢华的生日庆典也过于招摇。

全球化进程中，PE 更是遭遇各种障碍和抵制。在韩国，孤星（Lone Star）收购外换银行（Korea Exchange Bank）引发官司，孤星及其财务顾问花旗环球金融有限公司（Citigroup Global Markets Limited）在首尔的办公室遭检控机关搜查；新桥收购和转让韩一银行（Korea First Bank）的税收跨境安排也招致公众质疑和政府检讨。在中国，新桥收购深发展一波三折，买卖双方也几乎对簿公堂。凯雷收购徐工经历旷日持久的争议，无果而终。

凯雷联合创始人大卫·鲁宾斯坦说，PE 需要向世人解释，它是如何创造价值

①③ 艾米莉·桑顿（Emily Thornton）等：《投身私人股权》（Going Private），《商业周刊》（Business Week），2006 年 2 月 16 日。

② Rik Kirkland：《致富王国：私人股权投资基金》，《财富》杂志中文版，2007 年 9 月（上）。

④ 私人股权（Private Equity）一词大约在 20 世纪 80 年代末期才出现，有人认为是杠杆收购（Buy-out）业为摆脱 80 年代留下的负面形象而发明的词。

的。需要解释的，肯定不只是 PE 自身的盈利模式。PE 何以促进创新和创业，在就业税收方面有何贡献，PE 为什么常常高杠杆率融资收购？收购后在劳资关系、研发投入和绩效改善方面的表现如何？PE 的风险究竟有多大，对金融体系的意义如何？凡此种种，都需要让更多人了解和认同。PE 业需要向世人解释 PE 经济学。需要解释的还有行业与其他各利益相关者的关系、公平与正义、规范与透明、社区服务、“绿色化”（Going Green），甚至反恐、反洗钱等。所有这一切已经不单纯是企业公民应该遵守的法律或应该履行的义务，也不能再视为纯粹的经营成本，而是生存与竞争不可或缺的“软实力”。单个企业如是，整个行业亦然。

四

危机真正到来之前，变革不会自动发生。PE 在外界的疑惑和非议中欢宴，在业内对高价格、高债务的忧虑和恐惧中前行。经济和金融非理性繁荣，PE 也不可能举世皆醉我独醒。修女也疯狂。没有不敢出的价，没有不敢借的钱，没有不敢收购的目标。PE 素以神秘著称，但现在已经开始耐不住寂寞。

最应该忧虑和恐惧的，其实还不是 PE 自身。美联储连续 14 次降息，房价如脱缰的野马，一路狂奔。人人都怀抱一个美国梦，家家都想拥有一套住房。钱不够？没关系，商业银行和按揭公司将“次贷”送上门。零首付，头两年低息，两年后房价涨了，可以转按揭或转手赚一笔。你能经得起如此诱惑？接下来，投资银行上场了，“次贷按揭”被证券化，证券被衍生化，衍生证券被结构化，而可“化”的又何止是“次贷”？几乎任何东西都可以“化”，也差不多真的“化”了。每“化”一次就像数学中“幂”一次一样，规模成指数级膨胀。2006 年底，美国全部房屋按揭贷款中次级贷款占大约 15%，只有几千亿美元。但是，债务抵押债券（Collateralized Debt Obligation, CDO）和信用违约互换（Credit Default Swap, CDS）的规模却大两个数量级，至少各有几十万亿美元，而全球金融衍生产品的规模估计约 600 万亿美元，相当于全球 GDP 的 8~9 倍！再接下来，评级公司来了，给这些谁都不甚了解的东西评级；保险公司也来了，加上信用增级和保险；于是，这些不知怎么“化”出来的东西成了金融市场上的抢手货，从伦敦到东京，从冰岛到澳大利亚，卖到地球上的各个角落。场景和角色不断转换，先前作为卖方的商业银行和投资银行如今又摇身一变为买方。更多的机构投资者来了，其中，自然少不了对冲基金的身影，正是它们最先吹破了“次贷”泡沫。甚至个人投资者也透过私人银行或者径自卷了进来。而如此热闹的话剧竟然没有在金融机构的报表之内刊登演出预告（大部分是表外业务），并且好像也在监管部门的鼻子底下、视线之外连续上演（提供次贷的很多机构是不受联邦储备银行和联邦存款保险公司监管的公司，而金融衍生产品买卖大部分属场外交易，也不受证券或期货交易所监管）。此外，美国两大房屋按揭机构房利美和房地美都是准政府机构，隐含政府信用。有恃无恐，道

德风险自不待言。

次贷问题只是“美国病”的冰山一角和危机的直接导火索。危机的深层根源尚在探讨中，除了金融机构的贪婪与冒险，无节制的“双赤字”政府政策，过度消费寅吃卯粮的美国文化，不合理的世界经济分工体系，美元主导而发行几乎不受约束的世界货币体系，金融全球化而监管依然国家化，世界银行和国际货币基金改革迟缓，凡此等等，都脱不了干系。

也有谨慎和清醒者。有人怀疑，美国经济神话还能维持多久？有人警告，这是一个“镀金时代”，有人预言美元大崩溃，有人呼吁，拯救美国经济，但都淹没在疯狂和喧嚣之中。逐利是资本的本性，贪婪是华尔街的劣根，“贪婪不好听，却是好东西”是华尔街的信条。常识、理论和历史教训统统都被抛到脑后，击鼓传花，只要鼓点停下时，花不在自己手上。房价上涨的势头似乎永远不会停顿，参与游戏的人都赚得盆满钵满。股票市场高歌猛进，道指轻松越过4万大关，演绎着最后的疯狂。然而，危机的种子早已悄悄播下，逐步发芽、滋长、积聚破坏力。随着美联储掉转利率方向，房价逐渐见顶回落，“次贷危机”悄然而至，音乐节奏开始变缓。然而，还没有人知道问题会有多严重。2007年5月17日，经济学家出身的伯南克还信心满满地对国会说，次贷市场不会对整个金融体系和其他经济领域造成严重影响（2007年最后一期《商业周刊》毫不客气地将此列为当年“最失败的十大预言”之一）。房价继续下跌，“次贷危机”愈演愈烈，终于在2008年9月引发“金融海啸”，剧情发展到“明斯基时刻”，^①“音乐戛然而止”。正如那位始作俑者所言，危机的严重性“百年一遇”。惊涛骇浪撞击着华尔街，一座座金融神殿或轰然倒塌，或摇摇欲倾。曾经为无数金融机构带来滚滚财源的衍生产品，顷刻间变为“毒资产”（Toxic Assets）。雷曼兄弟破产，贝尔斯登和美林被收购，高盛和摩根斯坦利转型，美国独立投行时代宣告结束。美国国际集团、花旗银行和美国银行等纷纷惊现巨额亏损。自由市场经济的圣地变成缺血的心脏，不得不依靠输入政府资金的血液，拯救垂危的生命。

资本市场哀鸿遍野，残阳如血。PE盛宴杯盘狼藉，PE机构步履蹒跚。

五

作为PE的一支，风险投资VC（Venture Capital）大约在20多年前已经进入中国。2004年，新桥资本收购深圳发展银行，PE的另一支——收购基金（Buyout）

^① 后凯恩斯主义经济学家海曼·明斯基（Hyman P. Minsky）早在30年前就提出了金融不稳定假说，认为资本主义的金融系统天生具有不稳定性，但并没有引起正统经济学派太多的注意。直到20世纪90年代亚洲金融危机爆发，人们才开始越来越重视明斯基的学说，并归纳出了一个“明斯基时刻”。意思是说，在某个临界点上，投资者资产所产生的现金流不足以偿付债务，投机性资产的损失促使放贷者收回贷款，从而导致资产价值崩溃。

开始进入中国大众的视野。随后,大批海外 PE 纷至沓来,开始了淘金中国之旅。与此同时,各式本土 PE 也纷纷登场。忽如一夜春风来,千树万树梨花开。本土 PE “七雄争霸”,^①与海外 PE 同歌共舞,中国私人股权业好戏连台。一时间,主流媒体争相报道 PE 故事,政经人士纷纷热议 PE 话题。

PE 同样走进了普通中国人的生活。“当你每天起床喝上一杯蒙牛牛奶,等电梯时不经意看上几眼分众传媒的液晶电视,在办公室使用联想电脑工作,回到家玩一会儿久游网的游戏,利用携程订一张出行的机票,在太平洋保险购买一份旅游意外保险时,私人股本巨头们就在你身边。”^②

“到买方去”也成为亚太区高端财经人士职业转换的时尚选择。“越来越多的投资银行家不甘为人作嫁,进而选择成为私人股权投资基金管理人。”“时下,炙手可热的私人股权投资基金,正在成为众多投资银行家的下一个栖身之所。汇丰亚太区投资银行业务主管宦国苍、摩根大通大中华区营运委员会主席朱德森、摩根斯坦利投资银行部中国区主席竺稼,可谓其中的代表者。”^③还有曾任大通曼哈顿亚太区主席和香港财政司司长的梁锦松、前香港百富勤董事总经理和花旗投资银行亚太区主席的梁伯韬,也都是“到买方去”的重量级人物。

但是,在中国,PE 究竟为何物?PE 就是 VC 吗?PE 是天使还是魔鬼?“中国需要私人股权基金吗?”“中国需要何种私人股权基金”?本土 PE 的发展有何障碍,前景如何?政府在 PE 业发展过程中应该扮演什么角色?中国究竟应该选择怎样的 PE 业发展路径?有太多的问题等待回答,有太多的争论未见分晓。对外来 PE,有“国有资产贱卖”的指责和“民族产业安全”的担忧;对本土 PE,则有认知差异产生的监管思路的分歧与政策选择的迷茫。

为了中国 PE 的明天,需要正确认识 PE,并对许多疑问和争论给出明确答案。

任何开放经济体都不可能独善其身,在全球经济萧条中一枝独秀。何况中国已经是世界第四大经济体、第三大贸易国、高度依赖出口需求的世界工厂。危机的影响迅速由沿海扩散到内地,从出口加工行业向其他行业蔓延。2008 年 11 月,一直高速增长的外贸出口首次呈现负增长,四季度 GDP 增速迅速下滑至 6.8%,中国经济下行风险明显加剧,沿海加工出口企业惊现“倒闭潮”。牛年春节后,政府估计失业农民工高达 2000 万人,年内还将有 610 多万大学生走出校门,就业形势十分严峻。危机之前,股市已从 6124 点的巅峰一路狂跌到 1664 点的谷底,IPO 之门也和暴风眼中的华尔街一样被迫关闭,呼之欲出的创业板不得不又一次推迟。本土

① 指公司制创投、产业投资基金、政府引导基金、券商直投、有限合伙制人民币基金、国开行和社保基金投资的基金以及各类金融、实业企业和投资控股公司等。若加上对外进行私人股权投资的主权财富基金,则总共有八路 PE 大军。

② 《当最“贪婪”的资本遇到最“暴利”的市场》,《国际金融报》2006 年 11 月 30 日,转引自中证网 http://www.cs.com.cn/jg/07/200611/t20061130_1023657.htm。

③ 《到买方去》,《金融实务》,《财经》2006 年 7 月 24 日。

PE 本来羽翼未丰，更哪堪金融经济危机的冲击？曾几何时，高价追逐上市前期项目的机构如今暗自咀嚼着疯狂的苦果，在春寒料峭之中。

本土 PE 更需要回归基本，认识 PE 的特性。强身健体，才能抵御风寒。本土 PE 必须培育自己的核心竞争力。

六

危机与繁荣的交替犹如月之阴晴圆缺，海之潮涨潮落，深深根植于经济金融发展的内在规律和人类追求财富的本能冲动，根植于人类恐惧与贪婪的本性之中。历史的进程从来没有长久摆脱过危机的袭击和困扰。1637 年荷兰“郁金香狂热”，1720 年英国“南海泡沫”，1837 年美国货币恐慌，1907 年美国银行危机，1929 年美国股市“黑色星期四”及其后的世界经济大萧条，70 年代世界石油危机，80 年代美国银行危机、拉美债务危机，1987 年美国“黑色星期一”，90 年代北欧银行危机、日本股市银行经济危机，1994 年墨西哥金融危机，1997 年亚洲金融危机，2001 年网络泡沫破灭和 9·11 恐怖袭击后美国经济衰退，经济史学家可以根据不同的标准开出长短不同的清单。危机的诱因各有不同，影响大小有别。然而，无论危机的大小和性质如何，人类总能战胜危机，历史从来不曾停顿。危机相倚，危中藏机。人类文明在危机中涅槃，在繁荣中进步。

从梧桐树下的小板凳到时代广场巨大的 Nasdaq 显示屏，华尔街的含义早已不只是那条几百米长陈旧狭窄的小街。100 多年来，华尔街历尽沧海桑田，和主街一道经历繁荣与危机的交替。某种程度上，正是华尔街为北方赢得了南北战争的胜利，支撑了两次世界大战中美国的军事实力；也正是华尔街培育了石油大亨洛克菲勒、钢铁大王卡内基、金融帝王摩根，成就了美国的世界经济霸主地位；还是华尔街推动了美国新经济的成长，让曾经咄咄逼人的日本经历了失去的 10 年，并推倒了“柏林墙”，使苏东无力继续冷战，维持了美国唯一超级大国的地位。华尔街的历史就是一部资本强国与科技军事经济政治甚至文化强国相互依赖和相互支持的史诗，是推动或阻碍历史进步的各种重要力量和人类贪婪与恐惧本性的伟大博弈。是的，使无数投资人倾家荡产，使无数家庭终身储蓄和退休金大幅缩水，使那些“大得不能破产”的机构需要纳税人巨额资金拯救但却依然领取丰厚薪酬，享用私人商务飞机，装修豪华办公室和厕所的金融大亨确实令人愤慨。应该抛弃那种认为一个人的地位允许他破坏，他就应该获得高于市场水平的收入的“效率工资”理论。“离钱越近，收入就越高”不是合理的逻辑。但是，现代经济不能没有金融。马克思说，假如必须等待积累使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度，恐怕直到今天也还没有铁路。

PE 的历史不过二三十年。二三十年来，PE 随华尔街和主街一同兴衰交替，不断演变。唯一不变的是，PE 在经济繁荣和危机的交替中不断调整，不断成长，不

断壮大，并走向全球。次贷危机之后金融海啸之前，PE 业的调整已经开始，投资杠杆率有所降低，投资目标选择更加谨慎，估值逐渐回归理性，增值服务和价值创造能力更加受到重视，信息披露走向更加规范和透明，PE 巨头更加注重品牌，甚至出现纷纷谋求公开上市的趋势。现在还无法准确预言调整的方向、时间和力度，但是可以肯定，只要不是人类末日来临，只要经济金融还会回到历史进步的轨道，PE 就不会消失，繁荣还会到来。

眼下，PE 正经历着艰难时世。这是一个最坏的年代。所有的 PE 都受到金融危机的冲击和经济衰退的折磨，整个行业的规模可能出现一定萎缩，一些 PE 将堕入地狱。但也可能是一个最好的年代。企业需要 PE，价格回归理性，真正具有竞争力的 PE 将升向天堂，而通往天堂的路不再那样拥挤。新的 PE 种子也会在调整中孕育。我不相信罗杰斯“PE 时代已经过去”的断言。智者千虑，必有一失。曾经的投资骑士近年来经常马失前蹄，每每说错话。其实，早在金融危机爆发之前，就曾有人发出华尔街私人股权基金“盛宴”还能狂欢多久的疑问。但是，盛宴结束了，未来还会开场，只不过可能换了主宾和地点。我更相信鲁宾斯坦的预测，调整后，“PE 将迎来一个白金时代”。当然，调整需要新思维，KKR 创始人克莱维斯警告，这是一个“大考的时代”（Time of Testing），PE 面临管理投资组合、筹集资金、运用私人股权商业模式和确保各利益相关方理解支持四大考验，必须运用新的交易结构、不拒绝少数股权、考虑困顿债券和麦则恩投资，以及从零开始培育新的公司而不是只盯着成熟企业。“适应或出局”（Adapt or “Get Left Out”）。^①

金融危机已经并将继续改变华尔街，美国经济的强势地位受到削弱。但是，美国经济占全球 GDP 的 1/4，自我调整机制较完善。或迟或早，IT 技术、可再生清洁能源技术、环保技术、生物技术与生命科技、文化创意产业或其他领域的重大突破又会成为一缕晨曦，朝阳会重新照耀不远处帝国大厦金色的尖顶。在可以预见的未来，美国经济还不会崩溃，华尔街依然会是世界金融的首都。然而，世界舞台上大国力量的对比必将发生新的变化，新兴市场，特别是亚洲的力量可能将进一步增强。2009 年达沃斯世界经济论坛年会上，中国和俄罗斯领导人比过去更加受到世界关注，法国媒体称，“东风压倒西风”。

这次危机不是一般的周期性波动，而是结构性震荡。^②不是孤立的信用危机，而是网络化的信用危机。^③周期性波动通常能自动恢复均衡，结构性震荡则需要刮骨疗伤的勇气来修复。在金融市场网络化的条件下，防止少数环节的危机演变为市场系统危机，需要新的思维和适应网络化条件的新游戏规则，需要建立和完善新的逆周期监管机制。^④世界需要系统的变革，而不是简单地宣称自由经济已死或凯恩

① Kravis Warns Private-Equity Industry: Adapt or “Get Left Out” blogs.wsj.com/deals/2009/02/03.

② 秦晓：《金融危机新认识》，《财经》2009 年第 5 期。

③ 沈联涛：《谨防网络化危机》，《财经》2009 年第 3 期。

④ 周小川：《关于改变宏观和微观顺周期性的进一步探讨》，中国人民银行网站。

斯亡魂归来。

危机是变革的契机，变革是这个时代的主题。“除了变，一切都不能永恒。”变革把奥巴马送进了白宫，变革也将给中国带来新的机遇。

中国人重新站起来才 60 年，再次开始走向富裕才 30 年。在历史的长卷中，中华民族复兴的篇章才刚刚翻开，重建经济强国的征程才刚刚开始。金融危机看似外患，发展模式则自有内忧。某种意义上，美国的过度消费和中国以及亚洲其他国家的高储蓄和过度依赖出口是全球经济不平衡硬币的正反两面。内外夹击的困难需要更加科学的应对和更加及时的变革。应对越得当，受损会越小，变革越坚定，得益将越大。中国经济的根本问题是转变增长方式，改变城乡二元结构，消除内外失衡。在抑制经济过快下滑的同时必须扩大最终消费，优化经济结构，开放国内市场，提升服务产业，增强自主创新能力，实现资源节约和环境友好，并加快转变政府职能，提升经济社会法治化水平。唯其如此，才能化危为机，才会迎来下一个繁荣稳定的 30 年。中国社会工业化、城市化、信息化、市场化、国际化、民主化、法治化的进程尚未完成，中国经济发展的长期趋势没有改变。中国还将续写辉煌，实现经济大国向经济强国的跃进。

建设经济强国需要强大的资本市场，强大的资本市场需要强健的私人股权投资业。中国需要明确回答：中国需要 PE，中国不拒绝外来 PE，中国更需要本土 PE，中国需要市场化的 PE。

七

中国 PE 业发展要立足本土实际，也要借鉴国外经验。中国 PE 业需要本土化，也必然会走向国际化。

本书试图建立一个合理的结构，介绍 PE 的基本知识、欧美 PE 业基本状况和发展经验，并用以描述中国 PE 的发展历程、现状和趋势，提出若干政策建议。

全书共九篇二十七章，共约 40 万字（50 万中英文字符）。大体包括了作者视野中 PE 的基本内容。

第一篇私人股权基金概述，是私人股权基金知识中最基本的部分。

第二篇三种主要的私人股权基金。同为 PE，风险投资基金、收购基金和发展（扩张）型基金之间的差别有时大到难以做一般抽象和概括，以至不得不分而论之。

第三篇作为私人股权基金的投资对象，是私人股权融资企业和企业家关心的基本知识。

第四篇作为私人股权基金的投资者，是私人股权投资人或潜在投资人需要掌握的基本知识。

第五篇作为私人股权基金的管理人，是发起人和管理人应该具备的基本知识。

以上几篇的角度各不相同，既便于安排不同内容，也便于读者根据兴趣和需要