



私募投融资

·····恒阳财经丛书·····

私募 股权 资本

任纪军◎编著



中华工商联合出版社
CHINA INDUSTRY & COMMERCE ASSOCIATED PRESS



CHINA UNIVERSITY OF PETROLEUM PRESS

私募

股权
资本

中国石化出版社



CHINA UNIVERSITY OF PETROLEUM PRESS



私募投融资

●●●恒阳财经丛书●●●

私募 Private Equity CAPITAL 股权 资本



中华工商联合出版社
CHINA INDUSTRY & COMMERCE ASSOCIATED PRESS

责任编辑:高晓博

封面设计:翼之扬

图书在版编目(CIP)数据

私募股权资本/任纪军编著. —北京:中华工商联合出版社,2007.9

ISBN 978-7-80193-598-4

I. 私… II. 任… III. ①企业—融资—研究—中国②基金—投资—研究—中国 IV. F279.23 F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 099711 号

中华工商联合出版社出版、发行

北京东城区东直门外新中街 11 号

邮编:100027 电话:64153909

网址:www.chgsjcbbs.cn

北京卫顺印刷厂印刷

新华书店总经销

787 × 1092 毫米 1/16 印张:19 260 千字

2007 年 8 月第 1 版 2007 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-80193-598-4/F·242

定价:36.00 元

编者说明

私募股权基金即非上市公开交易股权投资基金，包括创业投资基金、收购基金、产业投资基金、重整基金等，是现代金融中最生机勃勃、高速发展的部分，是经济调整和升级的推动力量。我国要大力发展资本市场、推动经济持续发展，政府和经济工作者要创造条件做好私募股权投资和私募股权资本市场这一现代化金融工程，培养更多的现代化金融投资人才。本书是学习私募股权资本理论和从事私募股权基金人士最权威的知识读本和操作指南。

前 言

私募股权资本业是一个新兴的领域。起源于美国的私募股权资本业也就 100 来年的历史，但是它引领着美国资本市场的变革，推动了美国经济的重振。私募股权资本主要是创业风险资本，进入中国也就是一二十年的光景，已经成为推动我国高新技术产业发展的重要力量，其引领资本市场发展的作用也日益凸显。但是，我国私募股权资本市场的发育滞后，私募股权资本特别是非创业风险资本发展严重不足，除了体制上的制约，在认识上也存在着四大误区：混淆了私募股权资本与创业风险资本的区别、认为私募股权资本仅仅投资企业上市前的阶段、把创业风险投资基金和产业投资基金相混淆、认为私募股权投资是分散化的投资组合。因此，正本清源，转变在认识上的误区是正确发展的基础。更重要的是要大力推进私募股权资本市场的发育和改革，发展私募股权基金既包括创业风险投资基金还包括非创业风险投资基金。这是本书的核心理念。

本书的特色是利用编著把大师的真知和高人的灼见熔于一炉，奉献给读者一席私募股权资本知识的盛宴。读者不必在众多的专业图书中寻找大师和高人的著作，也不必耗费过多时间在大师和高人的著作中寻觅精彩的见解。本书按照菜单（本书目录），把大师和高人精粹的见地组成一道道的大菜，端到你面前，供你享用。当然，其中不乏作者精心烹制的本土化的风味小菜。读者一卷在手，就能够饕餮大餐。这是本书的目标，希望我的意愿能够成真。

虽然是编著，我还是按著作的要求在引文时注明索引出处。一是这些大师和高人不论是在理论研究还是在实战的经验和感悟上都在本人之上，这里就不必画蛇添足去改编了。二是也可让读

者看出这些大师和高人对本书的贡献，如果读者有更高的需求，可以直接去阅读原著。江山如此多娇，引无数英雄竞折腰。未来10年是中国私募股权资本的大发展时期。私募股权资本在未来10年的快速发展过程是我国企业所面临的一次大的商业机会。谁把握住这个机会，谁就可能成功地搭上这列快车成为私募股权投资业的巨头。而知识是投资者取得成功的第一要素。我希望本书为能够把握住中国私募股权资本大发展机遇的企业成功转型和发展，对我国私募股权资本业的发展与成熟，尽些绵薄之力。

与本书构成姊妹篇的是《私募股权基金》。本书主要阐述私募股权资本的共性内容，包括私募股权基金的策划组建、资本募集、基金管理、投资模式和盈利模式。《私募股权基金》主要阐述私募股权资本的个性内容，包括收购基金、创业风险投资基金、产业投资基金、重整基金、房地产基金。本人希望也能将《私募股权基金》早日奉献给读者。

任纪军

2007年4月于北京

目 录

前言	(1)
第一章 私募股权资本概述	(1)
第一节 私募股权融资和资本市场	(1)
1 私募股权融资	(1)
2 私募资本市场	(3)
3 多层次资本市场体系	(7)
第二节 私募股权基金的特点和类型	(10)
1 私募股权基金的含义	(10)
2 私募股权基金的特点	(20)
3 私募股权基金的类型	(29)
4 私募股权基金的业绩和风险	(34)
案例1 帕拉蒙资本公司收购蒂姆公司	(37)
第三节 私募股权资本的作用	(43)
1 推动产业结构升级	(43)
2 深化资本市场	(45)
3 完善公司治理结构	(50)
4 推动中小企业发展	(55)
5 推动高新技术发展	(57)
第二章 私募股权资本发展概况	(60)
第一节 美国私募股权资本发展概况	(60)
1 美国私募股权资本发展史	(60)
案例2 美国风险投资的发端:J. H. 惠特尼公司	(63)

2	美国私募股权资本发展的趋势	(66)
第二节	欧洲私募股权资本的发展概况	(70)
1	欧洲私募股权资本概况	(70)
2	欧洲私募股权资本运营过程	(76)
第三节	中国私募股权资本发展概括	(80)
1	四大主体推动中国私募股权资本发展	(80)
2	制约中国私募股权资本发展的障碍	(85)
3	未来10年是中国私募股权资本的大发展时期	(93)

第三章 私募股权基金的策划和组建

第一节	私募股权基金的策划	(95)
1	策划的意义、作用和基础	(95)
2	策划人与策划机构	(98)
3	私募股权基金的策划	(101)
案例3	成功的基金策划:ONSET创业风险投资公司	(105)

第二节	私募股权基金的组建	(121)
1	组建方法和管理模式的选择	(121)
2	私募股权基金的组建	(125)

第三节	专业文件的制作	(129)
1	专业文件的重要性及对基金组建的意义	(129)
2	专业文件的制作要点	(130)

第四章 私募股权基金的资本募集

第一节	私募股权基金筹集资本的来源	(139)
1	发达国家私募股权基金筹集资本的来源	(139)
2	中国私募股权基金筹集资本的来源	(142)

第二节	私募股权基金的资本募集	(149)
1	私募股权基金资本募集的操作	(149)
2	私募股权基金的募集策略	(154)

案例4	一个顶级机构投资者的视角:耶鲁大学捐献基金	(157)
-----	-----------------------------	-------

第五章 私募股权基金的管理	(166)
第一节 私募股权基金的管理	(166)
1 基金的组织形式	(166)
2 有限合伙制管理	(171)
3 基金管理公司管理	(175)
4 有限责任公司管理	(180)
5 股东管理	(182)
6 综合管理	(184)
第二节 私募股权基金的资源整合	(186)
1 资源整合的含义和方法	(186)
2 资源整合的商务程序和相关文件	(188)
第三节 私募股权基金的管理团队	(191)
1 管理团队类型	(191)
2 管理团队的组建	(197)
第六章 私募股权基金的投资模式	(205)
第一节 积极管理的投资模式	(205)
1 投资组合的误区	(205)
2 积极的投资管理	(208)
3 集中化战略	(211)
4 核心化战略	(216)
第二节 投资模式的建立和创新	(220)
1 投资模式的建立	(220)
2 投资模式的创新	(225)
案例 5 投资模式的创新:Francisco 合伙企业	(232)
第三节 投资管理模式	(250)
1 投资管理模式	(250)
2 财务管理模式	(252)

第七章 私募股权基金的盈利模式	(257)
第一节 盈利模式	(257)
1 盈利模式的建立	(257)
2 盈利模式的误区和风险	(261)
第二节 私募股权投资的退出	(263)
1 退出的意义	(263)
2 退出的方式	(266)
案例 6 利用杠杆收购退出:Investitori Associati 公司	(274)
后记	(288)

第一章

私募股权资本概述

第一节 私募股权融资和资本市场

1 私募股权融资

1.1 私募融资的含义

私募融资 (private placement), 是指发行证券的公司 (发行人) 以豁免向证券监管部门进行证券发行申报和证券注册登记的方式, 向社会投资者发行一定量的证券, 以募集一定量资金的融资方式。

私募融资在美国也是普遍采用的一种融资方式。根据美国《1933年证券法》的规定, 任何企业在市场上公开发行业务融资, 必须在公开发售前向证券监管部门进行登记注册。未经登记注册发行证券即构成欺诈, 将被处以刑罚。然而, 上述强制性登记注册的要求, 存在若干例外或豁免 (exemptions), 其中一个重要的豁免, 即私募融资。因其“私募”的性质, 尽管针对的是社会上的投资者, 但并不被视为公开发行。因此, 并不需要根据美国《1933年证券法》的要求, 向证券监管部门 (联邦证券交易委员会, SEC) 履行强制性的证券登记注册手续, 只需要在发行后履行备案手续即可。通过私募, 发行人可募集多达 100 万 ~ 500 万美元的资金, 从而能迅速满足企业特别是中小企业当前的资金需要, 为企业最终在证券交易所进行公募融资打下良好的基础。对私募股权融资而言, 豁免登记注册的最大好处, 就是只要公司和中介各方一致同意, 就可以马上开始进行发行和证券销售工作, 从而省略了招股书的准备、呈报和联邦证券管理委员会 (SEC) 核准的时间, 减轻了小企业向 SEC 注册登记的负担和费用; 同时, 也省略了法律、审计和注册登记费用。

私募融资包括私募股权融资和私募债权融资。Private Equity Investment/Capital 在中国常常被翻译成私募股权投资或私募股权资本, 私人权益投资或私人权益资本。私人权益资本没有突出私募的含义, 但包括了股

权融资和债权融资。私募股权资本遗漏了私募债权，但明确了私募的含义。好在由于私募融资的高风险特点，私募股权融资往往采用优先股等工具，私募债权融资常常采用可转换债券、次级债务、夹层融资等方式，来规避投资风险和提高收益；另外，私募股权投资可以通过收购债权的方式获得企业的股权甚至控制权。因此，私募股权融资和私募债权融资之间的界限并不明显。需要说明的是，本书延用了私募股权的名称，但是其中包括了私募债权。

1.2 私募股权融资方式的优劣^①

私募股权融资不同于以一般投资大众为销售对象的公开发行，私募股权融资直接将证券售予个别投资人或机构投资者等特定人，尤其是退休基金和保险公司，因此可以豁免向证券主管部门注册的手续及繁琐的承销作业。然而，私募股权融资并非毫无缺点，其优缺点主要有以下几点。

1.2.1 私募股权融资方式的优点

私募股权融资方式的优点主要有以下几点：

■ 节省注册相关成本

由于私募股权融资方式可以豁免向证券主管部门的注册登记，因此可以节省注册等作业所耗费的时间成本和会计师、律师签证等相关成本。

■ 节省公开发行的承销费用

私募股权融资是直接洽商特定对象销售证券，故可省去公开发行的承销费及相关的发行成本。一般而言，私募股权融资的发行费用只有公开募集的1/3。

■ 掌握时效

私募股权融资具有注册豁免权，得以避免发行程序冗长而错失发行时机，在资金的取得上较能掌握时效，使私募成为许多规模不大或财务结构不佳的企业的主要融资方式。

■ 融资弹性较高

私募股权融资的筹资方式由发行公司与特定投资者直接洽商，融资发行条款往往需要适应双方不同的需求，而使协议内容更具融资弹性。

^① [台] 谢剑平：《现代投资银行》，中国人民大学出版社，2004，第116、117页。

■ 发行风险较低

私募股权融资的发行公司往往先取得特定机构投资者的认购承诺后，才决定是否发行。这种筹资方式类似公开发行的包销作业，使发行公司能掌握资金的来源，降低其发行风险。

■ 提供较少的公开资讯

私募股权融资无须向投资者公开公司许多内部信息，可以避免发行公司的部分内部机密被竞争对手知悉。

1.2.2 私募股权融资方式的缺点

私募股权融资方式的缺点主要有以下几点：

■ 流动性较差

私募证券具有流动性差的特性，结果导致投资者买进私募证券后经常持有数年之久，提高了投资风险。为弥补投资者不易变现的损失，发行公司必须提供较优惠的利率，从而相对提高了发行公司的资金成本。流动性溢酬的高低则取决于个别企业的状况，在美国平均约为 50 个基本点（basis point）。

■ 仍须通过投资银行中介

大多数初次进行私募股权融资的发行公司，难以从特定的法人机构募集到所需资金，因此仍须依靠投资银行的协助。

■ 增添额外的研究及查证工作

虽然私募股权融资可省去大笔的注册及承销费用，但由于持有私募证券的风险相对较大，且发行公司不能提供充分的公开资讯，使特定投资者必须对发行公司进行详细的研究及查证工作，而此类费用必将在未来协商发行条件时转嫁给发行公司，发行公司所承担的利率未必较低。

■ 失去与投资银行的合作关系

如果发行公司长时间都不经投资银行的中介来筹资，而直接向特定对象募集资金，容易丧失与投资银行良好的合作关系，将来若需要投资银行的帮助，双方关系只能重新开始。

2 私募资本市场

2.1 私募股权投资的特点和挑战

私募资本市场被经济学家定义为一个“缺乏效率”的市场，主要是因

为私募资本市场存在着不确定性、信息不对称、资产的无形特征、非流动性等特征。

2.1.1 不确定性

不确定性是衡量一个企业或者项目的潜在收益的排列状况。潜在收益越分散，不确定性就越大。初创企业和重整企业面临着巨大的不确定性。这些不确定性包括研究开发新项目和新产品能否成功、企业重整能否成功等。竞争对手的反应也是不确定的。很大的不确定性意味着投资者和企业家无法准确地预测企业将来的经营状况。

不确定性会影响投资者的投资意愿、贷款者延长贷款的意愿和企业管理者们的决策。如果企业管理者反对冒险，这将很难诱导投资者做出正确的投资决策。相反，如果企业管理者过于乐观，那么投资者就会尽力减少投资活动。不确定性还会影响投资的时间安排，例如投资者是应该在投资初期将资金一次全部投入还是应该随着时间推移分阶段投入。

2.1.2 信息不对称

私募资本市场的信息是有限的。由于没有证券监管部门的规定要求披露这类私募证券的信息，这种免除责任对于珍视隐私的私募股权投资者来说具有重要的意义。另一方面，私募资本市场无论是对购买者而言，还是对发行者和销售者而言都是缺乏效率和不便的。如果投资者选择投资公开交易的股票，可以从许多渠道获得大量的企业信息。而私募市场信息是有限的。

信息不对称可能导致逆向选择和道德风险问题。企业家每天从事企业运营，所以企业家对企业前景的了解要远远多于投资者、贷款人和战略合作人。如果企业中信息不对称的情况很严重，那么投资者将很难区分有能力的企业家和无能的企业家。缺乏辨别、淘汰不合格的企业家和项目的能力，使投资者无法做出有效率和正确的决策。企业家可能会利用信息不对称，而导致逆向选择问题。例如企业家可能会采取一些投资者无法察觉的损害股东利益的行为。例如采取一种风险更大的投资策略，或者不像投资者期望的那样努力工作，企业家还可能用投资者的钱去投资一些为自己树立名声的项目。因此，信息不对称可能导致的逆向选择和道德风险这两类问题在私募股权投资中尤为严重。

2.1.3 资产的无形特征

许多企业的资产具有无形特征。企业拥有有形资产，例如机器、建筑物、土地或者存货等，就能够比较容易地获得融资，或者能够获得有利的融资条件。因为企业价值主要依赖于有形资产，而且想携带企业的有价值资源潜逃是很难的。而如果企业的大多数资产都是无形的，例如商业秘密等，想从传统渠道进行外部融资就会面临较大的挑战。

市场波动所产生的不确定性影响以无形资产为主的企业的融资。市场条件在决定企业融资的难度方面也扮演着非常重要的角色。无论是资本市场还是产品市场都会产生实际的波动。来自公开市场上资本的供给和资本的价格，可能由于监管公告的披露或者投资者对未来盈利前景的预期变化而发生剧烈的波动，产品市场由于与竞争对手激烈竞争情况的变化或者顾客特性的变化也面临着巨大波动。这种市场波动所产生的很大的不确定性，造成拥有无形资产为主的企业很难从传统渠道获得资金。^①

2.1.4 流动性差

私募股权投资的流动性差、变现能力低。私募股权投资者决定销售其私募股权投资受到必须持有股票的期限和条件、规则的限制，或者如果投资者过早地抛售其股票，他就要承受高额的税收负担，因此不得不为资本增值或资本所得支付超额税金。而且，私募股权投资者找到另外一个投资者，并且要使他独特的投资评判标准和自己的相一致，是一件很困难的事情，可能耗时很长而且成本高昂。

2.2 资本市场的缺陷

资本市场的运作有着自身的缺陷，这些缺陷可能是由于中介机构本身的经营原则造成的，也可能是由于政府有关部门的监管造成的。

追求安全性、流动性的银行不可能对风险较大的企业融资。银行是企业资金的重要来源。银行的经营原则是安全性、流动性和收益率。这种经营原则使银行对于企业的融资业务表现得比较保守。创业企业的失败率过高，企业重整的不确定性较大，银行的经营者们对其融资的要求望而却步。由于银行在金融体系中占有重要地位，各国都对银行采取了较为严格的管制措施，使得银行不大可能对技术风险、经营风险比较大的企业或项

^① [美] 乔希·勒纳、费尔达·哈迪蒙：《风险投资和私人权益资本案例》，经济科学出版社，2003，第166~168页。

目进行融资。

高门槛的公开资本市场不适合创业企业、困难企业的融资特点。为了防治资本市场上普遍存在的信息不对称以及有关中介机构的高财务杠杆率有可能引发资本市场的动荡等，政府对公开资本市场实施了严格的管制，为企业在资本市场的融资设置了较高的门槛，如净有形资产、净收入、公众持股量、经营年限和公开披露信息等。政府管制的副作用是使高门槛的公开资本市场不适应创业企业、困难企业的特点，无法解决这类企业的融资需求。

中介机构追求规模经济也造成了创业企业、中小企业的融资困难。创业企业、中小企业的具体情况千差万别，中介机构处理这些业务的复杂程度和成本不比对成熟的大型企业低；而创业企业、中小企业的融资额小，中介机构收取的利息或中介费用少。规模经济阻碍了中介机构为创业企业、中小企业提供融资服务。

资本市场对于解决私募股权投资的问题的失效，造成现代创业企业的金融约束。新的技术革命的产生，特别是计算机、DNA 和晶体管技术的重大突破，为新的产业群出现奠定了坚实的基础。以人力资本为核心的新型企业的出现，使得传统的金融体系在促进产业结构调整方面显得力不从心。这种资本市场对于解决私募股权投资的问题和特点的失效，造成了现代创业企业的金融约束和融资缺口，致使一些最有可能盈利、最激动人心的公司无法从这些融资渠道获得资金。

2.3 私募股权资本的产生

新兴的创业企业和境况不佳需要重整的大型企业，都伴随着不确定性、信息不对称和巨大的风险，导致投资者不太愿意或者根本不愿意向创业的或者需重整的企业投资。为创业企业和需重整的企业提供融资是一项高风险的投资业务。

私募股权基金（投资机构）作为专业化的投融资中介应运而生，私募股权基金通过建立一系列行之有效的制度、机制、工具和策略有效地解决了私募股权投资的问题和挑战，消除了企业融资的障碍。这些行之有效的制度、机制、工具和策略主要包括：

- 投资前对企业进行深入的考察和对投资项目的筛选；
- 投资中使用可转换证券、分段投资、选择杠杆融资和管理层收购