



PRIVATE EQUITY, DOES CHINA NEED IT?

中国,需要 私募股权投资基金吗?

中国收购兼并研究中心
东方高圣投资顾问公司 / 编著

《中国并购评论》系列丛书第14册 私募股权投资基金专辑



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

《中国并购评论》系列丛书第14册 私募股权投资基金专辑

PRIVATE EQUITY, DOES CHINA NEED IT?

中国,需要 私募股权投资基金吗?

中国收购兼并研究中心
东方高圣投资顾问公司 / 编著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

内容简介:在全球范围内,私募基金已经成为了企业并购交易的主要力量,而中国也正在迎来一个金融资本的整合时代。2006年,中国发生了凯雷收购徐工和高盛收购双汇两起标志性私募收购案例。在国际私募股权投资基金巨头攻城略地的同时,本土私募股权投资基金亦开始崛起。本书解析了私募股权投资的发展历程、投资风格、交易结构和退出策略,分析了国际私募基金如何融入中国商业文化、如何进行本地化运作、如何灵活运用本土政治和经济潜规则等问题,并通过与国际私募基金的对比,揭示了本土私募基金的真实现状。同时,本书亦详尽收录了中国2006年30份私募档案。

图书在版编目(CIP)数据

中国,需要私募股权投资基金吗? /中国收购兼并研究中心,东方高圣投资顾问公司编著. —北京:经济管理出版社,2007.4

ISBN 978-7-80207-915-1

I. 中… II. ①中…②东… 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050891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:北京银祥印刷厂

经销:新华书店

责任编辑:亚夫

技术编辑:杨玲

责任校对:超凡

720mm×1040mm/16

17.5印张

225千字

2007年4月第1版

2007年4月第1次印刷

印数:1—4000册

定价:38.00元

书号:ISBN 978-7-80207-915-1/F·789

· 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

《中国并购评论》 特约顾问与编委

总顾问：茅于軾

顾 问：巴曙松 宋逢明 陈小悦 陈学荣 钟 伟

总 编：陈明键

编委会：陈明键 林仁兴 田荣红 张红雨 张 涛

主 编：田荣红

副主编：冀书鹏 张 炜

China M&A Review Special Advisors and Editorial Board

General Advisor: Yushi Mao

Advisors: Shusong Ba Fengming Song
Xiaoyue Chen Xuerong Chen
Wei Zhong

Chief Editor: James Chen

Editorial Board: James Chen Renxing Lin
Ronghong Tian Hongyu Zhang
Tao Zhang

Executive Chief Editor: Ronghong Tian

Vice Editor: Shupeng Ji Wei Zhang

目录

卷首语

中国:收购基金的“新东方冒险乐园” 张 涛(1)

前沿评论

我们需要跨国基金吗?

——国家战略的第三次抉择 陈明键(6)

专题聚焦

创业精神之演变:私募股权概述 戴义/李川/石捷新(12)

对话美国风险投资大佬:中国风险投资新方向 张 涛(38)

专家观点

真实的私募基金 巴曙松(43)

案例实务

用筷子吃并购西餐

——徐工 VS 双汇 冀书鹏(70)

并购档案

2006 年中国私募投资档案 张 炜(89)

Table of Contents

Introductory Remarks

China: "New Wild East" of Buyout Opportunities

..... *Tao Zhang* (121)

Front-line Commentary

We Really Need PE?

——a Third Time of State Strategy Decision *James Chen* (127)

Special Focus

The Evolution of Entrepreneurialism: an Introduction to Private
Equity *David Patrick Eich / Chuan Li / Jesse Sheley* (133)

Dialogue with Venture Capital Opinion Leaders

..... *Tao Zhang* (169)

Specilist Opinions

China's True Private Placement Fund *Shusong Ba* (175)

Sample Cases

Using Chopsticks to Eat a Western Meal

——Xugong vs Shineway *Shupeng Ji* (218)

M & A Files

China's Private Placement Files in 2006 *Wei Zhang* (244)

中国：收购基金的 “新东方冒险乐园”

美国 ACBridge 投资咨询公司创始人、
董事总经理 张涛



作者简介

张涛先生是 ACBridge 投资咨询公司的创始人兼董事总经理，ACBridge 是一家专门针对在大中华区寻找投资机会的海外私募股权、风险投资和天使投资机构以及跨国公司的并购部门提供咨询和顾问服务的公司，公司主要分布于美国华盛顿特区和中国北京。在创立 ACBridge 之前，他曾经服务过数家电信和科技领域的美国财富 500 强和标准普尔 500 强公司，先后在亚太区和美国总部担任大中华区市场部总经理、亚太区总裁助理以及全球战略高级顾问等职务，期间在全球战略、并购、战略风险投资以及跨国业务拓展方面积累了丰富的经验。在赴美留学之前，他还在新华通讯社先后担任编辑和驻布鲁塞尔负责北约和欧盟报道的记者之职。他在美国 Wake Forest 大学的管理研究生院获得了工商管理硕士学位，并在哈佛商学院完成了私募股权和风险投资的高管培训。

毋庸置疑，中国在近年来已成为私募基金最为看好的市场之一。随着中国私有化进程的加快，政府对国有创新的鼓励以及有利于风险投资基金的法律法规的出炉，这一点在风险投资领域体现得尤为明显。当然，在众多的风险投资机构纷纷涌入中国加入淘金热的同时，诸如盛大和百度这样回报率令投资商垂涎的机会

PRIVATE EQUITY, DOES CHINA NEED IT?

中国, 需要私募股权投资基金吗?

也就愈发变得可遇而不可求, 风险投资家们也开始纷纷发出钱太多但是好项目太少的载道怨声。

就中国而言, 机构投资的诀窍永远是需要尽可能地向前看, 而不是将注意力放在现在或者以前。因此, 本文讨论的重点是私募基金的另一个重要组成部分: 国外收购基金在中国的商机及其面临的挑战。正如总部位于美国华盛顿特区的新兴市场私募基金协会所描述的那样: 对于在中国尚未生根发芽的海外私募基金而言, 这个市场无疑是充满诱惑和挑战的“新东方冒险乐园”。

对于海外的私募机构而言, 中国的收购市场充满了挑战甚至危险, 这些挑战包括了纷繁复杂的政府审批程序、银行借款收购中国公司方面的阻碍、开展尽职调查的重重困难, 以及外方收购中国公司的股权限制等问题。从某种意义上说, 这也是为什么私募基金 2006 年在中国的投资总额为 77 亿美元, 和 2005 年相比减少了 13% (数据来源: AVCJ Research)。另外, 普华永道的一份报告显示, 在 2006 年, 中国并购行业的故事更多地发生在中国公司之间, 数据所公布的买卖双方都是中国公司的交易总数增加了 67%。

面对投资中国的巨大的不确定性和种种挑战, 国外收购基金们也许会问: 这是不是一场刚刚开始就要结束的风花雪月? 对此, 我们希望能够再次说明的是, 海外投资者应该风物长宜放眼量, 同时充分意识到目前所面对的这些困难都是有形的难题, 而这些问题正因为具体所以不会是持续性的难题。换句话说, 随着时间的推移和大环境的改变, 这些问题都会不复存在, 或者变得更加容易处理。从这个角度出发, 国外投资者最需要铭记于心的一点是: 只要你相信中国政府关于私募基金对于中国经济长远发展的良性作用有足够信心的话, 你就需要开始行动起来, 从而不会贻误在中国发展的大好机会。我们坚信, 事实胜于雄辩, 和目前众多国外投资机构所面临的充满阻碍的交易环境相比, 中国对于私有化的有力承诺绝对是私募天平上一枚更重的砝码。

话说到这里, 问题也许就该换个角度了: 如果国外收购基金

不需要杞人忧天于这些具体的难题的话，他们需要重点考虑的问题又是什么呢？我们的答案是，从长远的角度出发，这些机构需要把更多的注意力和精力放在解决那些所谓趋于无形的挑战，诸如本地商业文化、运作模式和人才策略等问题，如何处理这些问题将会是区分未来成功者和平庸者的重要途径。

本地商业文化

在本地的商业圈子里目前流行一个所谓“忽悠”的说法。尽管在不同的语境下这个词可以有不同的解释，但是它在商界的基本意思就是“说服甚至诱惑某人去做一些最终没有真正的商业利益或不了了之的事情”。在对新兴市场私募基金协会谈到吸引了众多媒体眼球的收购徐工的交易时，凯雷基金的共同创始人及总裁 David Rubenstein 先生不无感慨地说，他“从来没有为了一笔交易出席过这么多的成交宴”。虽然我们绝对不怀疑政府在这个案例上决定引进国外私募基金的美好初衷，但是我们同时也相信，凯雷在处理当地众多纷繁复杂的社会和政治关系的过程中，很可能在某时和某个环节被“忽悠”过那么几回。我们同意 Rubenstein 先生对于投资者“需要在中国有耐心”的忠告，但是我们也衷心地建议，国外投资机构需要将其对中国商业文化的理解更上一层楼，通过表面追寻问题的根源，也只有这样才不会在交易的过程中被那些用“文化”当幌子但实际上只考虑自身利益的中间环节所“忽悠”。

本地运作模式

出于对本地商业文化复杂性的考虑，同时针对目前很多潜在

PRIVATE EQUITY, DOES CHINA NEED IT?

中国, 需要私募股权投资基金吗?

的收购商机趋于省级分布的事实, 国外投资机构需要根据中国的具体情况设计和实施切实可行的运作模式, 而这种运作模式应该能够将海外的资本和管理经验以及对当地文化的理解和相应的运作能力完美地结合起来。目前, 很多私募机构还是把北京和上海视为空中飞人们寻觅和完成交易的首选之地, 但很明显, 从收购的角度说这种地理意识已经和中国的现实不完全吻合。这些投资机构需要针对收购公司的总部所在地、投资规模的大小, 以及需要和什么样的人具体打交道等方面更现实地地理顺期望值。可以想见和理解的是, 出于对私有化的承诺和保护国家战略重点行业 and 企业的愿望, 政府在国营企业引入外资方面只能是采取逐步开放的手段。也正因为如此, 国外的投资机构需要清醒地意识到: 目前中国的收购机会更多地趋于省级分布; 在投资规模上按照西方的标准来说大多只是中小型规模; 某些诸如电信之类的限制性行业外方尚不能绝对性控股 (投资百分比不得超过 50%)。在众多国外收购基金面临如此学习曲线的同时, 诸如鼎晖投资和弘毅投资等本土 PE^① 机构毫无悬念地在利用这个时间差迅速成长壮大和攻城拔寨。最近颇有一些在中国已经积攒了不少经验的风险投资机构开始在本地结成战略合作伙伴关系, 尚在 6 万尺高空俯视中国市场的收购基金们也许可以从这些“前辈”身上偷学个一拳两脚。

本地人才策略

行内人都知道, PE 的买卖基本上都是靠人撑着, 这在中国无疑也不例外。尤其在探讨过以上国外收购基金所需要注意的两点的基础上, 具体起用什么样的人将是这些机构通往中国成功之路的关键因素。遗憾的是, 在这一点上没有任何捷径可走, 发掘

① PE (Privat Equity): 私募股权投资基金。

和招募到合适的人才也是艺术性大于科学性。虽然候选人需要具有诸如语言沟通才能、行业知识和交易能力等基本条件，但是，与政府官员和公司管理人员打交道时的能力和默契这些软性的条件对于在中国市场环境下成交和成交后的后续工作会更为重要，而同时拥有这些素质的人才往往是可遇不可求的。这也是为什么国外收购基金在为其中国业务选择人才的时候，大都有这样的意识或者说概念。只是在具体实施人才招聘的时候，大多数 PE 机构的解决方案却往往趋于简单化，比如直接看简历雇用有中国大陆或者中国背景、同时获得了西方名校 MBA 学位的申请人。虽然我们认为这其中不乏合适的人才，但是基于我们服务过的一些 PE 机构的经验或者教训，这种解决方案显然不是万能的。总而言之，任何期望在中国获得长期成功的国外收购基金机构必须认真地审视自己的人才策略，并且将其作为中国战略的重要组成部分来严肃对待。

为了能够有效地对待这些无形的挑战，我们建议国外的 PE 机构在进入中国的早期就及时地采用有经验的行业咨询公司，这样的咨询机构既能了解当地的文化和商业习惯，又能和国外的投资机构进行有效的沟通。从这个角度出发，高质量的中介和咨询机构不但能够帮助国外的投资机构完善其在中国的战略和运作，而且随着投资机构在中国的业务增长，他们也有潜力成为投资机构在本地的战略合作伙伴。

需要重申的是，中国是机会和挑战并存的“新东方冒险乐园”。在这个市场上，顶级和师出无名的 PE 机构在很大程度上位于同一起跑线上。尽管存在着种种困难，只要这些投资机构寻找到了攻克当地市场的秘方，同时尽量减少被“忽悠”的次数，成功只是早晚问题。

我们需要跨国基金吗?

——国家战略的第三次抉择

东方高圣投资顾问公司董事长 陈明键



作者简介

陈明键先生, 东方高圣投资顾问有限公司创始人、董事长, 《中国并购评论》总编, 中国并购菁英俱乐部主席, 中国收购兼并研究中心常务副理事长。

目前, 我们正面对着国家经济战略的第三次抉择。

在过去的几十年里, 我国在经济上曾经两度面临这样的国家战略抉择: 29年前, 在阶级斗争与经济建设这一对路线矛盾中, 中共十一届三中全会确立了“经济建设”的中心地位; 15年前, 在计划经济与市场经济的道路选择上, 小平同志“南方谈话”及其后召开的中共十四大确立了“市场经济”的道路。

现在, 我们再度面临这样的抉择: 发生在江苏北部的凯雷并购徐工事件, 引发了一场民族化还是国际化的激烈争论。这场争论从装备制造业的徐工, 已经蔓延到食品加工业的双汇火腿肠和日用品的苏泊尔压力锅。这场争论不仅仅局限于国内, 甚至走出了国门, 引起了世界反响。相对于一起商业收购本身, 境外媒体关注的更多的是中国政府的态度。正反观点兼而有之。《金融时报》称: 对中国在这方面表现出来的“民族主义和贸易保护倾向”表示关注; “中国政府是在给外国投资设置官僚障碍”; “对外资的

民族主义抵触情绪，将危及中国更广泛的改革进程”。也有媒体认为：“这表明了一种转变。以前，中国迫切需要外资；如今，中国对自己的能力更有信心了，对外资的引进更加有选择。”未来5~15年是我国建设小康社会关键时期，面对趋于复杂的外部国际环境，面对国际资本市场，是坚持民族化还是国际化，我们必须做出正确抉择。

大型国企改革的复杂选择

第三次选择之所以比前两次关起门来的选择更为复杂，在于全球开放系统中选择的复杂性。近29年来，我国改革开放，积极参加经济全球化进程，我国的和平发展已经并将继续对国际格局产生越来越重大的影响，在外部市场资源依赖程度不断提高的背景下，我国的国企改革和经济结构调整与国际资本市场越来越密不可分。

首先，徐工事件反映了国企面对全球竞争时自身改革的迫切需求。与改革开放之初相比，我国目前95%的国企已经消失了，只有5%的大型国企保存了下来。根据中共十六届五中全会混合所有制的国策，大型国企改革必然要引入战略投资者，以壮大资本实力，实现产权多元化，从而重建制度保障。考察目前我国的民营资本，可以发现，在短时间内，民营资本还无力承担大型国企改革的使命。因此，没有合格跨国基金的参与，中国国企混合所有制改革国策就无法落地。

其次，徐工事件反映了产业结构转型时期国内长期资本的缺乏。目前，中国工业化正由高速成长期向成熟期过渡，这必然导致产业由分散转向集中，同时导致对长期耐性资本需求数量级的提升。中国有数万亿的居民储蓄，但这些资金绝大部分是厌恶风险的；中国有数千亿的股市、房市资金，但这些资金属于短期套利资本。因此，我们可以说中国不缺资金，但缺长期耐性资本。

PRIVATE EQUITY, DOES CHINA NEED IT?

中国, 需要私募股权投资基金吗?

此外, 中国资本市场欠发达的局面不能短期改变, 高储蓄不能在短期内转化为高投资, 这也是制约中国工商企业跨越资本瓶颈的一个重要原因。关于耐性资本对于提升产业集中度的决定作用, 我们有过经验: 5000 万美元投资让牛根生成为乳业的后起之秀, 国际基金将蒙牛送进了乳业三强; 我们也有过教训: 正是因为依托的是短期借贷而不是长期资本, 德隆、格林柯尔、华源、三九这些产业整合先驱成为了先烈。

最后, 徐工事件将影响我国对国际金融资本的国际竞争力。众所周知, 境外直接投资对中国经济的持续高速增长的拉动作用巨大。但当前, 我国作为全球第二大外资流入国的地位受到了以印度、俄罗斯和巴西甚至越南为代表的新兴外资流入地的挑战。尤其是印度, 其国家发展战略与中国高度重叠。印度凭借高效率的金融市场、发达的信息技术产业、正在崛起的工业化能力, 以及国民英语素质, 在短短几年内, 成为仅次于中国的发展中力量。吸引国际资本的竞争对手们在开足马力前行: 越南制造开始紧追中国制造, 印度已经向全球投资者推出了 100 个开发区。中印两个十亿级人口的大国经济的崛起, 势必引发全球范围内自然资源和金融资源的激烈争夺, 也将成为中国第三次国家战略抉择的一个重要参考变量。即使是发达国家, 都在大力改善投资环境吸收外国投资, 尚未完成工业化的我国更没有理由排斥外资。29 年来, 我们给予三资企业超国民待遇, 实际上是我们在国际资本市场建立信誉的巨大成本。如果我们此时对待国外资本转向偏激政策, 29 年的苦心经营则有可能付诸东流。

29 年前, 国企曾经输在体制的起跑线, 29 年后的今天, 国企是否会又输在资本的起跑线? 无锡尚德的故事很好地说明了这个道理。无锡尚德在跨国基金介入之后, 在两个月时间内完成了私募与海外上市计划, 而由于外汇管理体制原因, 国有资本被迫在无锡尚德上市之前以 18 倍的获利离场, 而将 400 倍的国际上市超额利润拱手让人。无锡尚德故事中的一进一退, 显露出国有资本

与民营资本在体制起跑线上的差距。国企海外上市，有国资委、发改委、商务部层层审批的不确定性，没有两年无法完成。民营企业却可以在半年内完成从引进跨国基金到海外上市的全过程。

建设全球长期资本中心

面对前两次国家战略抉择，小平同志妙计安天下，中国迎来了28年的高速发展。小平同志的妙计，往简单处理解就是：“不管白猫黑猫，能逮着耗子就是好猫。”

同样的，要想搞好国企改革与产业整合，就得给“类徐工”的优势企业持续提供足够的耐性资本。那么第三次国家战略抉择要解决的难题其实就是：怎样让整合者都能“一只钢枪手中握”？套用小平同志的思路就是：“不管洋枪土枪，能打到兔子就是好枪。”

首先要引进“洋枪”——坚定引进长期资本的战略方针。我国吸收外资不是过度，而是不够。虽然，我国已经连续10年居世界外商直接投资前列，累计FDI超过5000亿美元，但是FDI占全社会固定资产投资的比重2003年为8%，低于世界平均水平（12.2%）和发展中国家平均水平（10.5%）。境外产业资本和收购基金虽然为追逐利润而来，但在客观上也成为了中国产业整合的重要的资本来源。用境外资本武装民族工业，正是美国在一战前后超越英国成为全球“一哥”的奥妙所在。花旗银行的大股东是阿拉伯王子，但花旗还是美国公司；麦当劳无论被哪个国际基金控股，依然是美国精神控制美国人管理的美国公司。当年，以“阴谋论”揣测外资基金参股蒙牛的说法也一度甚嚣尘上，但后来的事实证明，外资基金只为逐利而来，他们关心的是怎样获取超额回报，怎样分享中国经济高速成长的收益，至于谁经营蒙牛，蒙牛事关国计民生几何等等问题，不在他们眼中。

其次要赶造“土枪”——推动本土产业基金及私募基金的相

PRIVATE EQUITY, DOES CHINA NEED IT?

中国,需要私募股权投资基金吗?

关立法,催生一批本土基金。本土基金,需要出现一个持有大量现金的富有而“懒惰”的阶层。现今各种富豪榜的上榜人物不属于这个阶层,那些勤劳的富豪们差不多都是耐性资本不足的受困者;这个阶层也不同于中产阶层,我国的中产阶层的闲散资金不足以支撑内地大规模的产业整合与企业重组。这个阶层的组成者应该是从房市、股票和并购中获得大量资金的套现者,而目前国内这样的人还不多见。在这个阶层缺席的前提下,本土基金力量的崛起不妨借鉴联想控股的弘毅投资的经验,这家成功整合了中国玻璃的基金是联想控股与外资基金的合作产物。弘毅投资为本土基金力量的崛起提供了一条新路。

“土枪”要包括常规武器,还要拥有“原子弹”。国际经济竞争已经由产品竞争时代转向资本竞争时代。在资本竞争时代,股权私募基金扮演着核武器的角色。我们有1万亿外汇储备,就像当年招回无数个钱学森来研发“两弹一星”那样,完全可以延揽海内外资产管理的人才,用市场化方式组建本土的基金管理队伍,将部分自由国家外汇储备转化为产业整合资本。新加坡政府投资公司(GIC)就是好榜样。GIC的资本来源主要是新加坡国家外汇储备,目前其所管理的资金规模已超过1000亿美元。GIC用市场化的方式聘用大量国际金融机构中的新加坡本土人才,同时GIC还投资于其他基金。在GIC的投资名单中,既有黑石集团(Blackstone Group)、凯雷集团(The Carlyle Group)这样的欧美巨擘,也包括新桥、鼎晖(CDH)这样的在亚洲新兴市场十分活跃的基金,GIC也因此被称为“基金的基金”。我们的土枪可以从步枪造到两弹一星,我们的1万亿美元外汇储备,也应该有中国的GIC,有自己的核武器。

再次要建好自己的“军工厂”——完善本土证券市场,为有志于产业整合的上市公司打开长期资本绿色通道。证券市场是融资平台,这本是为整合者提供“枪支”的最好“军工厂”,然而国内没有一个成功的产业整合者诞生于深沪两个证券市场上的1400

多家上市公司。大量优质企业舍近取远选择海外上市，其后果近似于外资基金收购内地企业。我们的“军工厂”还远远不够完善，还有许多地方需要改进。改进的当务之急，是在国内资本市场三点一面改革的基础上，加速证券发行方式的改革，变审批制为批股制，让市场的资源配置功能把“枪支”分配给最好的猎手，从而使证券市场真正成为国有资本、民营资本以及境外资本共同转化为产业整合资本的平台。

再说徐工事件引发的姓“中”、姓“外”的争论。争论的焦点源于担心徐工们被“洋人”控制，其实，大型工商企业发展趋势是股权越来越分散，谁控股并不重要，重要的是谁能控制。而控制的方法有很多种，通过交易结构和金融工具的创新设计，保持民族企业的自主生存和发展能力，也并非不可想象，徐工的“毒丸计划”就是最好说明。总的来说，面对中国成长的盛宴，既要让国际基金赚到钱，又要让国际基金遵守中餐的规则，想吃“饺子”，就得学会用“筷子”。

分不清“洋人”和“洋枪”，一律排斥或一味退让都是不可接受的。远在唐代，对“洋人”量才而用，对“洋枪”取我所需，大唐盛世记录着对外开放的一本大账。今天亦然。中国正在强大，但中国目前依然还是发展中国家，资本依然是发展中国家最为稀缺的资源，我们需要吸引更多的全球长期资本来到中国。如果有一天，欧美富豪和非洲酋长都知道应把财富投到中国，都能从中国赚到钱，全球财富向中国集中，中国成为全球长期资本中心，那时的中国才能既积极又稳妥地民族复兴——这才是我国第三次国家战略抉择的终极目标。