

任纪军◆著

中国式 私募股权基金

PE FUND CHINESE
STYLE

- 中国式私募股权基金——中国企业创新和升级的智慧资本。
- 中国式私募股权基金——大规模打造上市公司，提升中国产业乃至中国经济的推动力。
- 本土化私募股权投资模式——挑战跨国私募股权资本巨头的利器。



中国经济出版社
www.economyph.com

献给：艰难前行、敢于探索的中国私募股权投资家们

中国式私募股权基金

任纪军 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

中国式私募股权基金/任纪军著. - 北京: 中国经济出版社,
2008. 4

ISBN 978 - 7 - 5017 - 7119 - 6

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 022935 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑: 夏 鸿 (电话: 010 - 68332308)

责任印制: 张江虹

封面设计: 北京中子画艺术设计有限公司

经 销: 各地新华书店

承 印: 三河市佳星印装有限公司

开 本: 170mm × 240mm

印张: 16.75 字数: 246 千字

版 次: 2008 年 4 月第 1 版

印次: 2008 年 4 月第 1 次印刷

印 数: 6000 册

书 号: ISBN 978 - 7 - 5017 - 7119 - 6/F · 5708

定价: 33.00 元

版权所有 盗版必究

举报电话: 68359418 68319282

国家版权局反盗版举报中心电话: 12390

服务热线: 68344225 68341878



序 言

私募股权资本业是一个新兴的领域。产生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。中国的私募股权资本,最初是在 20 世纪 90 年代以创业风险资本(VC)为形式出现的,已经成为推动我国高新技术产业发展的重要力量。近几年来私募股权资本(PE)后来居上,其引领资本市场发展和提升经济竞争力的作用日益凸现。但是,我国私募股权资本尚处在萌芽期,是资本市场的“短板”,私募股权资本特别是非创业风险资本发展严重不足,在体制上存在着障碍,在政策上存在着制约,在认识上存在着误区。因此,排除上述障碍,大力推进私募股权基金的发展,完善私募股权资本市场的发育和改革,是本书的核心理念。

抖一时机灵,乘一时运气,易;修一世之功,领一世之先,难。在全球私募股权资本泡沫泛起之时,中国短视的私募股权基金,在拟上市企业的投资中出现了“哄抢股权、哄抬股价”的现象,使拟上市企业的投资价格有的高达 20 倍市盈率。与浮躁的急功近利相对照,一些有战略远见的本土私募股权基金锐意进取、勇于创新,按照中国国情在积极探索中国式的私募股权投资模式。这些中国私募股权投资家造就了中国行业冠军的丰功伟业,使之成为打造中国经济真正的脊梁、提升中国经济竞争力的推手。也在与国际顶级的私募股权基金的竞争中,初步奠定了中国式私募股权基金的竞争地位。

江山如此多娇,引无数英雄竞折腰。未来十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。遍读国家图书馆的有关图书,深感私募股权投资的中国实践需要推进和总结,私募股权投资的理论需要提高和完善。生机勃勃的中国经济呼唤中国式的私募股权基金,呼唤本土化的私募股权资本理论。我希





望本书对能够把握住中国私募股权资本大发展机遇的企业的经营操作和成功转型,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《私募式股权资本》。本书主要阐述私募股权资本的个性内容,包括中国本土化的私募股权基金、收购基金、产业投资基金、重整基金、房地产基金。《私募式股权资本》主要阐述私募股权资本的共性内容,包括私募股权基金的基本理论、发展概况、策划组建、资本募集、基金管理、投资模式和盈利模式。《私募式股权资本》已由中华工商联合出版社出版,希望读者喜欢。

任纪军

2008年3月于北京



中国式 Contents

私募股权基金

第一章 私募股权基金的中国本土化	1
第一节 中国本土化的私募股权投资模式	3
一、私募股权资本成为国际资本市场的新宠	3
二、中国缺乏针对中国国情的私募股权基金	6
三、本土化的私募股权投资模式渐成雏形	10
案例 1.1 借私募股权投资迅速成长为行业领袖:蒙牛	13
案例 1.2 本土化私募股权基金:弘毅投资	21
第二节 大力推动中国私募股权资本发展	30
一、把私募股权资本发展成为主流融资渠道	30
二、制度创新:破除私募股权资本发展的障碍	38
第二章 收购基金	49
第一节 收购基金	51
一、收购基金的含义和策略	51
案例 2.1 21 世纪的转型:凯雷集团	51
二、对赌协议	60
案例 2.2 对赌协议:摩根士丹利与永乐	62
第二节 杠杆收购	66
一、杠杆收购的原理	66
案例 2.3 中国首例杠杆收购:PAG 收购好孩子集团	70
二、目标公司的选择	73
第三节 管理层收购	77
一、管理层收购	77



案例 2.4 KKR 的管理层收购: RJR Nabisco 公司	81
二、中国的管理层收购基金	89
案例 2.5 MBO 信托的错位: 伊利事件	91
案例 2.6 成就中国首富施正荣的管理者收购	97
第三章 产业投资基金	107
第一节 产业投资基金	109
一、产业投资基金的含义和产生的基础	109
二、产业投资基金的类型	112
案例 3.1 淄博乡镇企业投资基金	115
第二节 产业整合投资	127
一、产业演进规律和产业整合投资	127
二、产业整合投资	132
案例 3.2 产业整合: 联想收购 IBM 的 PC 业务	145
第四章 房地产投资基金	149
第一节 房地产投资基金	151
一、房地产投资基金的含义和特点	151
二、房地产投资基金的类型	153
三、中国的房地产投资基金	158
案例 4.1 香港新世界中国投资基金	162
第二节 房地产投资基金的投资经营策略	164
一、房地产投资基金的集中化策略	164
案例 4.2 美国最大的办公房地产投资信托: EPO	172
二、房地产投资基金的经营策略	179
三、房地产投资基金的投资策略	188
第三节 我国房地产企业经营模式的战略转型	192
一、我国房地产企业经营模式的局限	192
二、我国房地产业面临升级和转型的关头	194
三、房地产企业经营模式战略转型的途径	197
四、我国企业转型房地产投资基金的策略	199





第五章 重整基金	203
第一节 重整基金	205
一、重整基金的含义和特点	205
二、企业经营失败的种类和原因	210
三、重整基金的目的和作用	213
第二节 秃鹫投资者	215
一、秃鹫投资者	215
二、秃鹫投资者在重整中是否增加价值	218
案例 5.1 华尔街上空的秃鹫	220
第三节 重整基金的投资策略	227
一、企业重整模式和创造价值的策略	227
二、重整基金的投资策略	230
三、投资危困企业的风险	235
参考文献	249
结 语	257



第一章

私募股权基金的中国本土化

Si Mu Gu Quan Ji Jin De Zhong Guo Ben Tu Hua





第一节 中国本土化的私募股权投资模式

一、私募股权资本成为国际资本市场的新宠

企业家很少有钱来实现他们的创新构想;因而必须依赖外部融资。与此同时,那些控制资本的机构投资者,例如养老基金、保险基金和大学捐赠基金等,不可能有时间和专业经验直接对创业公司和重组公司进行投资。而这些创业公司和重组公司的企业家又无法从传统融资渠道(比如银行和公开发行的股票)获取资金,使得一些最有可能盈利、最激动人心的企业无法获得资金。但是创业企业能够很快地成长,满足市场新的需求,购并和重组公司的管理者可以通过改善运营和收购竞争对手来创造价值。因此,私募股权基金应运而生。

1. 私募股权基金的含义

私募股权基金的含义。

私募股权基金(Private Equity Fund,简称PE),又翻译为私人权益基金。私募股权基金有广义和狭义两种概念,广义的私募股权基金通常被划分为两大类:创业风险投资和杠杆收购(LBO)。创业风险投资和杠杆收购两者的区别主要在于股权投资的规模、被投资公司的技术性 or 企业成熟程度以及债务在交易中的数量和作用。与创业风险投资和杠杆收购分类相类似,私募股权投资还被界定为创业类私募股权投资(venture private equity investment)和非创业类私募股权投资(non-venture private equity investment),两者合称为私募股权投资(private equity investment)。狭义的私募股权基金是指杠杆收购或者非创业类私募股权投资。在IT业泡沫的2000年,美国的杠杆并购占60%,目前上升为75%。

创业风险投资和杠杆收购。

创业风险投资是指对未来具有高成长潜力的中小公司进行的早期股





权投资,包括:

- 物色、孵化、播种或早期投资;
- 初创时期、产品原型时期或扩展阶段的投资;
- 利用类似股票特征的债券进行夹层或结构化融资;
- 处于成熟阶段的公司进行上市前投资。

杠杆收购是指在更成熟的企业中 100% 控股投资或拥有相当大的控股权,可包括管理层收购(MBO)、将处于财务或经营困境中的具有稳定业务的公司进行转型和重整。私募股权投资家通过自身的知识、经验、交际、管理人员挑选技巧以及稳健的参与,试图通过以下途径获取增值:

- 发现有利可图的机会;
- 财务重组或企业重整;
- 在战略和策略上影响被投资公司的结构、经营状况、生存发展和盈利能力;
- 在时机和价格适当的时候从所投资企业中退出。^①

私募证券基金和私募股权基金不能混同于私募基金。

私募股权投资是通过企业的私募融资方式投资于股权,即私募股权基金的投资对象是企业的私募股权。私募股权基金的资金来源可以是私募的,也可以是公募的,例如 2007 年上市的黑石公司就是以公募形式投资于私募股权的基金。私募证券基金是指证券投资基金的资金来源是私募的,但是投资于证券市场公开上市的证券。

私募股权基金和私募证券基金虽然都使用私募一词,但是二者的概念根本不同,一个是指资金来源是私募的,一个是指投资对象是私募的。此外,私募股权基金和私募证券基金在理论上和实践中都是互不包容、互不交叉的,在特点上和操作方式、经营理念上是两种完全不同类型的基金,在国外也是由不同的研究机构来研究。因此,中国土造的私募基金不是科学的分类概念,应直接使用私募股权基金和私募证券基金的概念。

2. 私募股权资本成为国际资本市场的新宠

私募股权基金成为收益率最佳的基金组织形式。安永最近开展的一

^① [美]戴维·M. 达斯特,《资产配置的艺术》,上海人民出版社,2005,第 197 页。





项研究发现,私募股权投资公司通常都在收购后三年半以内把公司价值增加一倍。花旗银行集团的另一份报告显示,10年来,私募股权投资公司已经在欧洲的交易中收获14%以上的年收益,而富时全股指数的相应数字则仅为8%。私募股权基金成为增长最快、收益率最佳的基金组织形式。

私募股权基金已经成为美国的主流企业。凯雷集团联合创始人兼董事总经理鲁宾斯坦说:“过去,CEO和董事会把我们视为旁门左道,但现在已把我们看作是全球资本的润滑剂。”英国《金融时报》基于麦肯锡公司的研究推出的非上市公司150强排名,非上市企业排名前30名的公司中,有6家是收购基金,他们过去几年通过巨额现金流增长和收购上市公司获得飞速发展。在美国,KKR集团、凯雷集团等私募投资公司如今已经取代家族企业,成为最大的私有企业。美国的黑石集团1985年创立时只有4名员工和40万美元投资资金,2005年黑石集团进行了5000亿美元的并购活动,作为投资对象的企业共有员工37.5万人,年销售额约830亿美元。

2004年以来私募股权基金成为资本市场的新宠。2004年资本市场最显著的趋势是富人们重燃对私募股权基金的兴趣。分析师对于2004年下半年以来资金流向私募股权基金,做出如下解读:一是不动产在富人资产配置中的比例大幅下降,主要是由于这两年不动产价格已达高峰,富人们普遍选在高位获利了结,以便将资金转移至其他市场。二是相对于不稳定的股市而言,富人们对私募股权基金可能带来的报酬更有信心。这股风潮一直延续到现在,私募股权资本的金额超越2000年网络泡沫之前所创的历史纪录,成为有钱人的理财新宠。私募股权基金成为增长最快的基金组织形式。2006年,私募股权基金筹集了4590亿美元资金。而1991年,整个行业的筹资总额仅为100亿美元。2007年4月国际货币基金组织发表报告指出,5年来私募股权投资基金并购的企业增加了9倍。联合国贸发会议在《2007年世界投资报告》中说,私募股权基金2006年参与了889项并购交易,约占全球总数的18%,其价值创记录地达到1580亿美元。





二、中国缺乏针对中国国情的私募股权基金

1. 中国私募股权资本的短期化

中国的私募股权资本集中在上市前阶段投资。

中国的私募股权资本的交易活动主要集中在上市前(Pre-IPO)阶段的操作,从事晚期融资和上市前过桥融资,而不是长期的投资。不论是哪种类型的基金包括创投基金和收购基金,多把投资拟上市企业作为主要投资方向,投资的企业阶段非常偏后。甚至在拟上市企业的项目市场上,出现了“哄抢股权、哄抬股价”的现象,使拟上市企业的投资价格有的高达20倍市盈率。形成了中国私募股权基金的长期资本短缺、在上市前阶段资本严重过剩的不平衡状况。

信托和过桥基金等其他投资机构是短期的财务投资。

信托计划是财务投资,追求的是一种短期的利润。信托公司作为金融机构,其主要业务提供的是较短期的金融服务。信托市场的定位是短期的资金周转,仅仅为企业提供贷款,并不融入企业的长期经营之中。另外,国内重新注册的信托公司仅仅52家,融资额甚至难以满足资本密集型的一个产业。就以信托公司最感兴趣的房地产投资为例,现有的信托公司连满足房地产业的融资需求都不够,更何况众多的行业和企业,面对信托融资只能是望梅止渴。

以过桥贷款为主的其他机构,包括其他的投资公司、过桥基金、担保公司等,基本是选择短期的过桥贷款为其商业模式,来获得快速套利并控制风险。

短期化:背离私募股权基金的价值本质。

第一,哄抢拟上市公司股权背离私募股权基金的价值。中国的私募股权基金虽然迅速崛起,但已凸现出短视的急功近利。不可否认,投资一、二年能够上市的企业,在短期内能够获得良好的经济收益和品牌效应,但如果私募股权基金都把资金投入到了上市前阶段,就会偏离了私募股权投资的价值本质。私募股权投资是通过自身的资金和增值服务,把不符合条件的企业培育成为上市公司,从而获得较大收益并且创造社会价值。国际著名的私募股权基金公司KKR坚持:收购的结束只是价值增加过程的开始。成功的资产投资不仅是发现投资机会和实施收购,更重要





的是培育这些投资,使其增值。因此,立足长期收益,坚持价值增值服务,才是中国私募股权基金的兴盛之道。

第二,无法培育基金的核心竞争力。如果企业本身已经符合上市条件,私募股权基金哄抢拟上市公司股权的投机炒作,即使赚到了钱,并不能构建和培育私募股权基金的核心竞争力。如果一家基金在中国私募股权基金业的初创期,仅仅是依靠短期投机获利或者依赖于和其他私募股权投资基金联合投资来完成交易,则会被资金充足的其他投资公司从好的投资项目中排挤出去。当私募股权基金业走向成熟和竞争激烈时,这家基金就会因为缺乏竞争优势而业绩下降,无法组建新的基金,基金公司不可能持续发展。或者基金投资的企业未能如期上市,由于基金缺乏增值服务的能力去提升企业价值使其成功上市,在新一轮的融资中导致自己的投资贬值,甚至企业丧失了融资的价值,这些失败业绩将使基金公司走向衰败。2000年中国的创业板投机风潮,曾经让许多创投基金一败涂地,这个教训今天仍应引以为戒。现在很多全球知名的基金管理公司都在中国大陆市场中淘金,这些违背市场规律的公司未来将在中国名声扫地,并为此付出沉重代价。因此,按照中国国情和市场需求,构建以增值服务的核心竞争力,是基金公司基业长青的关键所在。

短期投资行为影响经济的稳定。

私募股权资本对发展中的经济也有其不利的倾向。联合国贸发会议在《2007年世界投资报告》中说,私募股权与“绿地投资”不同,绿地投资是指从无到有的新项目投资,其大部分资金用来购买固定资产、原材料,雇用工人,直接的结果是增加了投资接受国的生产能力。但是私募股权基金往往是寻找有潜力但经营不善的公司,故意压价收购,再拉高价格,牟取暴利。有的甚至并购后会解散公司,直接出售厂房和土地。私募股权基金低价购买一家公司后,通常的经营期不会超过5年,其短期行为给被并购企业和当地金融市场带来不少负面影响。与进行并购活动的上市公司相比,私募股权基金的投资时间通常较短,因为他们倾向于寻找快速获利机会。私募股权基金虽然是全球投资者中一支日益壮大的力量,但是如果发展中国家过于依赖私募股权资本的话,这种短期投资行为可能影响一些发展中国家的稳定。因此,私募股权资本对发展中经济也有其





不利的倾向,需要国家政策的因势利导。

2. 中国缺乏针对中国国情的私募股权基金

中国的资本需求。

中国的传统产业需要大力的推动和整合。中国是世界的制造工厂,拥有庞大的传统制造业。中国刚刚步入中等收入国家的国情要求满足大众在工业化、城市化过程中不断升级换代的日常需求产品及其相关配套的中间产品。中国的消费市场还远远没有被发掘出来,目前只是部分的开拓,内需市场拓展的空间非常巨大,这将成为中国经济的一个亮点。因此,中国的传统产业有很大的增长空间,这就是私募股权投资的回报比创业投资还高、投资风险还小的原因。中国的传统行业比如建材、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,应该把夕阳产业整合起来,与高科技相结合,而不是片面追求高科技,不能为了高新技术产业而抛弃传统产业,抛弃传统产业是一种巨大的浪费,而整合传统产业能够创造巨大的财富。

中国的国有企业需要改制、改组、改造。中国经济是从计划经济转型过来的,中国的国有企业目前仍在 GDP 中占据半壁江山。因此,中国的并购市场中发生的大规模并购行为都涉及到国有产权,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所主导,这就形成了中国特色的并购市场。在转型过程中,特别是在许多以并购国有企业为主要扩张模式的民营企业纷纷落马、政府叫停大型国有企业管理层收购的时候,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,治理结构和管理都是短板。在全面市场竞争的新生存环境下,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。中国的本土私募股权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

^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。





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，能够与市场化的资本体系挂钩——无论银行信贷还是私募资本，最终走向公众资本市场；四是国际拓展，帮助企业走向国际市场。

中国的产业重组正在成为主流。中国作为从计划经济转型过来的发展中国家，产业的企业结构先天就存在着分散化的缺陷，在向市场经济转型的过程中又长期陷入过度竞争的泥沼，结果生产分散化，企业规模过小，大企业的市场占有率低。产业的集中度低致使产业的整体竞争力弱化。在产业过度投资、重复建设、过度竞争的状况下，企业继续融资实施低水平重复投资，只能是死路一条。而不做重复投资、重复建设，避开过度竞争，实施产业整合，是中国企业做大做强选择。因此，中国迫切需要资本推动的、战略引导的产业整合。从中国经济的发展阶段来看，20世纪80年代中国经济处于短缺时期，20世纪90年代到21世纪初是中国经济处在粗放式、低技术、劳动密集型、以出口为主导的产业扩张时期，目前是中国经济处在经济发展模式转变和产业整体升级的转折点上，再加上全球化的大背景，中国将进入产业大重组、企业大重构时代。

中国缺乏针对中国国情的长期耐性资本。

中国缺乏长期耐性资本。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；中国的私募股权资本大多是投资上市前阶段，过于急功近利。因此，可以说中国不缺资金，但缺长期耐性资本。由于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，致使中国产业结构转型时期国内长期资本缺乏，这是制约中国企业跨越资本瓶颈的一个重要原因。其惨痛教训是：正是因为依凭的是短期借贷而不是长期资本，德隆、格林柯尔、华源、三九这些产业整合的先驱成了先烈。^①中国缺乏针对

^① 陈明键：“我们需要跨国基金吗？”，引自中国收购兼并研究中心，《中国需要私募股权投资基金吗？》，经济管理出版社，2007，第7、8页。

