

【讲清楚企业向PE融资那点事儿】

THE LOGIC OF CAPITAL

资本的逻辑

一看就懂的融资实用指南

黄嵩·著

北京大学经济学院金融学教授、博士生导师
中国股权投资基金协会副会长

何小锋作序推荐



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

THE LOGIC OF CAPITAL

资本的逻辑

一看就懂的融资实用指南

黄嵩·著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

资本的逻辑：一看就懂的融资实用指南 / 黄嵩著. —北京：北京大学出版社，2012.8

ISBN 978-7-301-20573-0

I. 资… II. 黄… III. 融资—研究 IV. F830.45

中国版本图书馆CIP数据核字（2012）第077121号

书 名：资本的逻辑——一看就懂的融资实用指南

著作责任者：黄 嵩 著

责 任 编 辑：宋智广 卢风保

标 准 书 号：ISBN 978-7-301-20573-0/F · 3160

出 版 发 行：北京大学出版社

地 址：北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址：<http://www.pup.cn>

电 话：邮购部 62752015 发行部 62750672

编辑部 62376499 出版部 62754962

电 子 邮 箱：sdghbooks@163.com

印 刷 者：北京雁林吉兆印刷有限责任公司

经 销 者：新华书店

787 毫米 × 1092 毫米 16 开本 14 印张 181 千字

2012 年 8 月第 1 版第 1 次印刷

定 价：39.80 元

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有，侵权必究

举报电话：010-62752024 电子邮箱：fd@pup.pku.edu.cn

推荐序

P r e f a c e

中小企业融资难，是目前中国的一个突出现象。中国的中小企业，创造了 70% 的 GDP，提供了 80% 的就业，但是占据的融资比例却不到 30%。中小企业面临银行贷款难、上市更难、发债难上加难的困境。

与此同时，作为银行、股票、债券等传统融资渠道以外的一股新生力量，股权投资基金（PE）日益成为中国中小企业融资的一个重要渠道。过去几年的数据表明，中国企业向 PE 融资的金额已经超过企业公开发行股票上市（IPO）的规模。中国已经成为全球最具吸引力和发展潜力的 PE 市场。

因此，如何成功向 PE 融资，已经成为一个企业家，特别是中小企业家必备的能力。

黄嵩博士的《资本的逻辑——一看就懂的融资实用指南》一书，可谓恰逢其时，这是一本教企业家如何成功向 PE 融资的优秀著作。

此书有三个主要特点：通俗易懂，案例鲜活，可操作性强。作者结合自己多年的研究成果和实战经验，用清晰明快的语言对近年来企业向 PE 融资的案例进行了专业翔实的介绍，系统总结了成功的经验和失败的原因，没有华丽的辞藻修饰，没有冗繁的理论堆砌，而是通过最深入直接的方式揭开了 PE 的神秘面纱，透视了 PE 的内在逻辑和游戏规则，兼具极强的可读性和可操作性，是一本不可多得的实用读本。

黄嵩是北京大学经济学院培养的金融学博士，在研究生期间便颇有建树，其主笔的北大版《投资银行学》声名久远。近十年来，黄嵩博士作为我领衔的北京大学 PE 研究团队的核心成员，一直专注于 PE 方面的

研究与实践，发表了大量的学术论文、报刊文章和著作，并一直未脱离市场实践，操作了多个实战项目。

黄嵩博士在中国 PE 的理论界和实务界，已成为有一定影响力的新生代。也希望他能够继续在研究和实践中继续修悟金融的道理，取得更大成就。

听闻他完成了这本著作并邀请我为之作序，我欣然应允，祝愿这本著作可以为更多的企业家带来有价值的思路启发和实操指导。

何小锋

北京大学经济学院金融学教授、博士生导师

北京大学金融与产业发展研究中心主任

中国股权投资基金协会副会长

北京股权投资基金协会副会长

资本不懂企业，还是企业不懂资本

2011年1月，当当网CEO李国庆在微博上指责投资银行压低当当网股票发行价格，“明知次日开盘当当市值会有20亿美元，还仅仅定价16美元，估值仅11亿美元”，并随后与自称摩根士丹利（俗称“大摩”）员工的“大摩女”在网络上展开骂战。

2011年6月，马云被曝将支付宝股权转移至自己名下公司之后，与软银和雅虎的矛盾公开暴露，并遭遇舆论“违背契约精神”的质疑。马云在评价自己所作的这一决定时表示：“当董事会、大股东不同意时，作为CEO必须考虑到国家法律、用户和阿里巴巴的2.2万名员工。尽管这个决定不完美，但它是正确的。”

2011年8月，俏江南董事长张兰在接受媒体采访时表示：“引进鼎辉投资是俏江南最大的失误，毫无意义。民营企业交学费呗。鼎晖什么也没给我们带来，那么少的钱稀释了那么大股份。早就想清退这笔投资，但鼎辉要求翻倍回报，双方没有谈拢。”

2011年10月，盛大集团董事长陈天桥向盛大集团董事会提出，回购陈氏家族持有以外的全部股票，通过私有化的方式，从美国纳斯达克退市。

.....

2011年真可谓是企业与资本〔本书所称的资本，是指股权投资基金（private equity, PE），是当今全世界（包括中国）金融体系中发展最快的金融机构，被称为金融皇冠上的明珠〕之间矛盾频现的一年。



但是，企业和资本显然不是天敌，否则，企业也不会去找资本——企业的发展离不开资本的支持。企业和资本之间出现矛盾，有利益的冲突在里面，但我想，更重要的原因是企业与资本互相的不理解、不认可。

资本来到这个世上，其本质一直就没变过。资本的本质就是逐利的，它永远会竭尽所能并且不知疲倦地向利润最高的企业流动。同时，资本在不断流动的过程中，也成了企业发展的最大动力。

当谷歌（Google）成为“网络搜索”的同义词、市值突破 800 亿美元时，布兰和佩奇这两个当初的穷小子，除了要为在宿舍神聊时的“一念之差”感谢上帝之外，更要感谢两家股权投资基金——红杉资本（Sequoia Capital）和凯鹏华盈（Kleiner Perkins）雪中送炭般注入的 2500 万美元资金。

没有资本的投资，谷歌也许至今还是个小把戏，不可能成为全球最受欢迎的互联网搜索引擎，也不可能变成全球最具价值的网络公司和风景独具的文化现象。这就是资本的神奇！

当然，类似的故事在中国也层出不穷，阿里巴巴、分众传媒、携程、乡村基、新东方、中国动向，等等。我将在本书中为你详细讲解这些借助资本实现企业裂变式发展的成功案例。

在这样一个全球化时代，一个资本无国界游荡的时代，你的企业只要足够优秀，就一定能得到资本的青睐，促成企业与资本的联姻。

我们已经步入一个资本时代，企业的发展不可避免地要与资本打交道。因此，每个企业家都应该懂资本。只有懂资本，你才能找到懂自己企业的资本，才能借助资本实现企业的快速发展。

资本是有其自身逻辑的，你只有了解了资本的逻辑，才能真正懂得资本。

这本书，就是专门为你解读“资本的逻辑”，告诉你，应该如何进行私募股权融资，从而实现企业的快速发展。

目 录

Contents

推荐序

前 言 是资本不懂企业，还是企业不懂资本

第一章 资本是企业发展的强大动力

任何时代，企业的开创及发展都需要资本，但当前时代的一个重要变化是，企业从依靠资本的积累，演变为向社会募集资本。无论是创业企业、中型企业还是大型企业，向社会募集资本进行融资，已经越来越普遍。这是一个伟大的转变。

第一节 中国企业的融资难题 / 003

- 一、企业的融资方式有哪些 / 003
- 二、企业融资难的体现 / 004
- 三、企业融资难的原因 / 006
- 四、如何解决融资难题 / 007

第二节 中国动向借助资本实现裂变式发展 / 008

- 一、陈义红激情创业 / 009
- 二、购买 Kappa 品牌 / 011
- 三、资本的支持魔力 / 012
- 四、企业与资本的双赢 / 012

第三节 认识 PE / 013

- 一、PE 的类型 / 013



二、PE 的运作流程 / 015

三、PE 的投资标准 / 016

• 案例 红杉资本的投资标准 / 020

四、企业估值由什么决定 / 021

五、对赌协议意味着什么 / 023

六、PE 投资的增值作用 / 024

第二章 资本如何看待行业与市场

只投资自己熟悉的行业和市场，是中国优秀 PE 的主流做法。PE 要想在市场竞争中立于不败之地，一定要构建核心竞争力，形成专业的投资能力和独特的投资风格。从长远来看，只有在选定行业后，在充分了解行业与市场的基础上进行投资，才有助于 PE 构建核心竞争力。

第一节 资本只投资熟悉的行业 / 029

一、IDG 资本的投资领域 / 030

二、软银中国的投资特点 / 030

三、中信产业基金的关注点 / 031

四、鼎晖投资都投了谁 / 031

第二节 中国 PE 投资的行业与市场特点 / 037

一、2011 年中国 PE 投资的行业分布 / 037

二、主要投资行业分析 / 039

三、PE 所投企业的市场特点 / 040

第三章 资本如何看企业的商业模式

管理大师彼得·德鲁克很早就认为：“当今企业之间的竞争，不是产品之间的竞争，而是商业模式之间的竞争。”稍留意你便会发现，商业模式这个字眼频频出现于各大媒体、论坛，已成为学界、资本界的焦点概念。企业家也日益意识到，商业模式是资本甄别企业优劣的关键点，也是企业获得成功的基石。

第一节 商业模式的“1+3” / 045

- 一、定位要清晰独到 / 046
- 二、赢利模式要适合 / 047
- 三、关键资源要控制 / 048
- 四、关键流程要匹配 / 048
- 案例 分众传媒的全新商业模式 / 049

第二节 商业模式创新 / 052

- 一、ITAT：定位不准确，铁三角散伙 / 052
- 二、PPG：执行不力，从巅峰走向失败 / 056
- 三、凡客诚品：相同的道路，不一样的结局 / 058

第三节 资本评判商业模式的视角 / 061

- 一、慈铭体检：服务差异化与标准化 / 062
- 二、奥特佳：专注技术化优势 / 066
- 三、如家酒店：发现商机并控制成本 / 068

第四章 资本如何看企业的管理团队

“风险投资之父”多里奥特曾经说过：“我更倾向于一个一流的团队有一个二流的项目，而不是一个二流的团队有一流的项目。”管理团队是资本判断是否投资一个企业的关键，甚至很多投资者认为，投企业就是投人。如果一个企业的管理团队不行，企业的其他方面再好，PE也不会投资。

第一节 企业股东 / 073

- 一、土豆网：婚变错失上市良机 / 075
- 二、赶集网：不得不重视的婚姻 / 078
- 三、真功夫：股权结构与图圖之灾 / 080
- 四、海底捞：股权均等却完满收场 / 084
- 五、新东方：过好三关实现三级跳 / 085

第二节 核心企业家 / 090



一、优秀企业家的素质 / 090

二、乡村基老板的素质 / 091

第三节 经营团队 / 096

一、携程备受资本青睐 / 097

二、四君子互补是成功关键 / 097

第五章 资本如何评估企业的价值

投融资交易的价格，是资本和企业双方都非常关注的核心问题：资本作为投资方，是企业股权的买方，当然希望交易价格越低越好；企业作为融资方，是企业股权的卖方，当然希望交易价格越高越好。那么，投融资的交易价格由什么决定？

第一节 价值与价格 / 103

一、价值与价格的关系及其影响因素 / 103

二、企业价值与股权价值的关系 / 104

※ 案例 当当网：骂战起于估值与定价争议 / 105

第二节 资本常用的估值方法 / 107

一、收益现值法 / 110

二、市场比较法 / 117

第六章 资本与企业的投资协议有什么条款

PE 通常通过投资协议中的特定条款，改变其弱势地位，以保障其自身的利益。在实际操作当中，投资协议已经成了 PE 行业的一种格式合同，其中的条款有其特定的名称、含义和内容。而企业家在拿到 PE 提供的格式化投资协议后，往往对其中的很多条款看不懂，看不透，从而导致一是不敢签，二是签了以后发生争执。

第一节 对赌协议 / 129

一、要不要签对赌协议 / 129

※ 案例 蒙牛乳业：对赌激励双赢 / 130

※ 案例 永乐电器：对赌导致被并购 / 131

◎ 案例 太子奶：对赌冒进，破产入狱 / 133

二、怎么签对赌协议 / 136

第二节 回购条款 / 137

一、雨润食品顺利避开回购 / 138

二、俏江南的回购之痛 / 138

第三节 交易架构条款 / 141

一、交易架构的类型 / 141

二、支付宝契约门引发协议控制架构合法性之争 / 149

第四节 其他常见的投资条款 / 155

一、委派董事条款 / 155

二、一票否决权条款 / 155

三、防稀释条款 / 157

第七章 除了资金，资本还能给企业带来什么

PE 与其他投资者的一个很大不同是，它不是单纯的资金投资者，并不是简单地向企业提供资金以后等待回报。PE 在提供资金的同时，往往会根据自身优势为企业提供增值服务，从而为企业创造价值。

第一节 增值服务 / 161

一、增值服务的主要内容 / 161

二、弘毅投资的增值服务 / 163

三、IDG 资本的增值服务 / 164

四、软银中国的增值服务 / 165

五、中信产业基金的增值服务 / 166

第二节 增值服务对企业的作用 / 167

一、会稽山：“对症下药”的增值服务 / 167

二、大族激光：实操性增值服务 / 170



三、达芙妮：全方位增值服务 / 172

四、博生医疗：转型升级的增值服务 / 174

第三节 亚信科技的融资经历 / 176

一、种子期的天使投资 / 177

二、半途而废的企业投资 / 178

三、PE 投资 / 179

四、PE 的增值服务 / 182

五、Intel 的战略投资 / 183

六、纳斯达克上市 / 184

第八章 资本怎么退出投资

PE 是“以退为进、为卖而买”的金融投资者，因此 PE 在投资之前就要考虑投资的退出，如果找不到退出渠道，就不会投资。

第一节 上市退出 / 189

一、国内 A 股上市 / 189

• 案例 同洲电子：上市中小板，PE 成功退出 / 189

二、境外上市退出 / 190

• 案例 盛大：以私有化方式主动退市 / 194

• 案例 康鹏化学：通过“PPP 模式”实现私有化退市 / 197

第二节 并购退出 / 199

一、英孚思为：PE 投资回报翻番 / 200

二、重庆商社集团：PE 以股份换股票 / 201

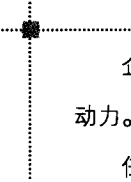
三、分众与聚众：PE 全身而退 / 204

后记

PE

●●●● 第一章

资本是企业发展的强大动力



企业要发展，就离不开资本的支持，资本是企业发展的强大动力。

任何时代，企业的开创及发展都需要资本，但当前时代的一个重要变化是，企业从依靠资本的积累，演变为向社会募集资本。无论是创业企业、中型企业，还是大型企业，向社会募集资本进行融资，已经越来越普遍。这是一个伟大的转变。

马克思很早就深刻地洞悉到这一点，他在论述资本对企业乃至经济发展的作用时说：“假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度，那么恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是，集中通过股份公司转瞬间就把这件事完成了。”

第一节 中国企业的融资难题

企业要发展，就要向社会募集资本，也就是我们平时所说的融资。但是在当前，中国的企业却存在着融资难的问题，影响了中国企业乃至整个中国经济的发展。中国企业的融资难题，主要是指中小企业和民营企业融资难的问题。

一、企业融资的方式有哪些

企业的融资是通过金融活动实现的。企业融资主要有两大类型：债务融资和股权融资。债务融资通俗来讲就是借钱，承诺定期支付利息并偿还本金。常见的债务融资方式有银行贷款和发行债券。股权融资是指出让企业的股权，获取股本性质的投资。最常见的股权融资方式就是上市。

著名经济学家熊彼得认为，具有良好功能的金融中介通过辨别并提供资金给那些最有可能成功实施创新产品和生产过程的企业家，从而加速技术创新，促进企业的发展壮大。

中国企业的融资难题，意味着我们的金融体系还远远没达到熊彼得所说的程度。