

李娟 张然◎编著

# 解密私募

## ——中国私募的 赢利模式和策略

在企业发展的征途中,是什么悄悄握住了企业的命脉?  
在市场经济的浪潮中,又是什么在翻手为云覆手为雨?



- 一种笼络资金的手段 ◀
- 一棵企业眼中的摇钱树 ◀
- 一种玩转金钱的方式 ◀
- 一个市场经济催生出的新生儿 ◀
- 它以金钱为王牌 ◀
- 以暴利为诱饵 ◀
- 引诱着人们欲罢不能 ◀
- 金钱铸就了它财大气粗的身段,为它染上了一身霸劣之气 ◀
- 看清私募的面目,认清私募的本性 ◀
- 让这强大的利器为我们所用 ◀



电子工业出版社  
PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY  
<http://www.phei.com.cn>

# 解密私募

——中国私募的赢利模式和策略

李娟 张然◎编著

电子工业出版社

Publishing House of Electronics Industry

北京·BEIJING

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。

#### 图书在版编目（CIP）数据

解密私募：中国私募的赢利模式和策略/李娟，张然编著. —北京：电子工业出版社，2012.8

ISBN 978-7-121-17304-2

I. ①解… II. ①李… ②张… III. ①基金—投资—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字（2012）第121358号

策划编辑：韩 龙

责任编辑：周宏敏 文字编辑：施易含

印 刷：三河市鑫金马印装有限公司  
装 订：

出版发行：电子工业出版社

北京市海淀区万寿路 173 信箱 邮编 100036

开 本：720×1000 1/16 印张：16.5 字数：268 千字

印 次：2012 年 8 月第 1 次印刷

定 价：38.00 元

凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题，请向购买书店调换。若书店售缺，请与本社发行部联系，联系及邮购电话：(010) 88254888。

质量投诉请发邮件至zltz@phei.com.cn，盗版侵权举报请发邮件至dbqq@phei.com.cn。

服务热线：(010) 88258888。

# 前 言

对于世界几百年的经济发展历史来讲，私募基金是一个新生的力量。1976年的一天，美国的华尔街像以往任何一个普通的日子一样热闹而嘈杂。只是在这一天，华尔街著名的贝尔斯登投资银行旗下的三名投资银行家合伙成立了KKR投资公司，这家公司产生了一种新的投资模式，它主要从事的是并购业务。很多个普通的日子过去以后，这个公司的投资模式走向了全世界，缔造出私募股权投资基金的庞大帝国。

全球经济的稳定发展为私募基金的成长提供了温床，在合适的经济条件下私募基金的数量和规模以每年20%的速度大幅增长，发展到如今阶段，全球已存在数千家的私募股权投资公司，基金的总额超过了十万亿美元。在我国，私募基金虽说只经历了短短二十年的发展历程，但基金总额也达到了一万亿元人民币，已经成为证券市场中不可忽视、不可小看的力量。私募基金在我国的不断发展和成长，促使我们国家建立了公开化的、以各种方式出现的私募基金，同时也出现了以委托理财等各种不明朗的方式出现的私募基金，甚至有一些人扛着私募的大旗，暗地里却在进行非法集资的“假私募”。

为了保障投资者的合法利益，也为了给私募基金的顺利发展营造一个良好的环境，2006年8月27日，我国在全国人民大会上通过了《合伙企业法》，使得公司制组织的私募基金合法地存在，它的发展在我国没有了法律障碍。

私募在我国是受到严格限制的，因为它很容易发展成“非法集资”。判定合法私募和非法集资的标准就是：集资行为是否面向一般大众，在这个过程中资金的所有权是否发生了转移。如果募集对象的数量超过了50人，并且资金转移到了

个人账户，则会被认定为非法集资。非法集资属于严重的经济犯罪行为，当事人要承担很严重的刑事责任，甚至会招致死刑。在私募基金的发展过程中，因为非法集资而付出了生命的案例在国内外都有先例。

在国外，私募股权投资基金经过了三十多年的发展，已经成为除了银行贷款和公开募股之外最重要的一种融资手段。国外的私募股权投资基金规模十分庞大，投资涉及社会发展的各个领域，资金也拥有各种各样的来源方式，参与基金的机构复杂多样。在西方国家，私募股权投资占到了国内生产总值的4% ~ 5%，私募基金对于国家的影响和发展力可想而知。迄今为止，全球拥有的私募股权基金投资公司已经达到数千家，黑石集团、KKR、凯雷投资集团、贝恩投资公司、高盛集团、美林投资银行等机构都是这其中的佼佼者。它们掌握着庞大的金钱力量，是国家经济发展的一根重要命脉。

2006年，全球私募股权基金在资本市场上募集到的资金总额达到了2150亿美元，私募股权投资基金的投资额则达到了7380亿美元，其中单笔交易数额在100亿美元以上的股权交易数量多达9个，这个数据与2005年相比增长了一倍。这也正说明了私募股权基金已经成为世界经济发展中极为重要的一个角色，它所拥有的市场视野是无与伦比的，它所拥有的产业运作经验能够帮助市场经济的成熟和稳步发展。

在私募参与到我国的经济发展的时候，无论是企业家、投资者，还是经济学家，都必须对私募有一个深入的了解，才能够迎接好每一次挑战，百战不殆。本书从私募最基本的常识说起，即使您是一个对私募毫无了解的人，也可以读懂这本书并从中获益；如果您是投资者或企业家，那么您更应该选择手中这本书，它将会带您走进一个精彩绝伦的私募世界！

# 序

2008年华尔街金融风暴，在美国的次贷危机不断扩散和恶化的时候，我国相对稳定的市场吸引了国外很多私募投资基金的眼光。“私募”顿时成为炙手可热的一个词汇，不断引发新的市场投资热潮，为企业创造着投资传奇。

当国际私募基金的脚步跨进中国国门的时候，一些企业便开始热烈地追捧它们。因为资金的稀缺会限制企业的发展，几乎所有的企业都以能够获得私募基金的投资为荣，似乎有了私募基金的青睐，企业就能发展得更加顺利。随着经济的发展和中国市场的成熟，私募基金也在不停地成长，它有了自己的规模和规则，企业家们也在这个过程中变得理性，不再盲目追求金钱的最大化。

最初企业家在受到私募基金的青睐时会觉得狂喜甚至有些受宠若惊，此时却意识到资金的短缺不是限制企业发展的因素，更重要的是企业本身所具有发展空间和好的发展项目。冷静下来的人们无论是对于资本市场还是私募基金的看法都有了不同程度的了解和认识，对于企业的发展也有了更加成熟的看法。本书在揭开私募的神秘面纱的同时，可以为企业家提供选择私募基金的参考，作为进行私募投资的指南，从而做出明智的选择，推动企业的经济发展。

国际私募基金无处不在，中国也成为国际私募基金中最为活跃的一分子。数据显示：2005年，外国企业在我国达成的私募股权投资交易数量在120笔以上，交易总金额超过了33亿美元；2006年，外国企业在我国的交易数量增长到了141笔，交易总额更是达到了69亿美元。

随着我国经济发展速度的加快，国际私募股权基金在我国投资的规模越来越大，涉及范围也越来越广，行业跨度也达到了前所未有的高度，房地产业、金融

业、制造业、IT行业、医药卫生、电信、服装业等诸多行业都被私募股权基金席卷而过。随着我国私募股权基金法律环境的完善，经济环境的不断发展、社会环境的良好条件和人力资源的充分，一定会有更多的国际私募股权基金进入我国，推动我国经济迎来新的发展高峰。

面对着国际私募基金的汹涌来势，我国经济的发展和企业的需求都需要有更大的上升空间，但从我国目前市场经济的发展水平来看，显然远远不能满足企业的各种需求。要改变这种状况，我们必须研究私募股权基金，将其合理地纳入到我国的资本市场中来，让其作用能够得到最大范围的发挥。这就要求我们对于私募基金要有充分的认识和深入的研究，从而在引入国际资本的过程中更好地发展我国的经济。对于一个企业家来讲，了解这些是非常有必要的，本书在此也可以作为一本教材，相信您阅读了之后，会对私募有更加深入的了解，在投资理财方面也会有更深刻的体会。

# 目录

## Contents

### 1

#### 第一章 从硅谷走向华尔街——认识私募股权基金

1. 另类金融模式的出现 / 2
2. 华尔街喧嚣背后的私募股权投资 / 4
3. ARD和DEC的财富神话 / 7
4. 从硅谷教练到华尔街收购之王 / 9
5. 熟练的杠杆收购手段 / 11
6. 败走麦城遭打击：财富神话不再 / 14
7. 宇宙之王归来：后金融危机时代的私募股权基金 / 17
8. 私募股权投资：农耕还是狩猎 / 19

### 23

#### 第二章 横行掠夺者还是勇敢开拓者——私募在中国市场

1. 国外大基金在中国的“试水”及发展 / 24
2. 我国诞生本土大型基金 / 27
3. 日渐成熟的组织形式 / 29
4. 新合伙企业法带来机遇 / 32
5. 创业板市场带来的财富效应 / 34
6. 从全民炒房到全民PE / 37
7. 现在的私募股权基金还能玩吗 / 40



43

### 第三章 私募股权基金的理想模式——有限合伙制

1. 有限合伙制：美国私募股权基金的主流组织模式 / 44
2. 有限合伙制的起源及发展 / 46
3. 有限合伙人和普通合伙人的权利和义务 / 49
4. 有限合伙人的构成 / 53
5. 我国有限合伙制度存在的不足 / 55
6. 我国有限合伙制度完善的建议 / 58
7. 附录：私募股权基金有限合伙协议（范本） / 61

77

### 第四章 橄榄枝诱惑和迷魂药勾引——企业引入私募融资

1. 何利可图：企业创业时的私募融资 / 78
2. 大手拉小手：企业上市后的私募融资 / 81
3. 火眼金睛：谨防融资诈骗 / 84
4. 深思熟虑：挑选适合的私募基金 87
5. 你来了，我走了：创业者的艰难选择 / 89
6. 门口的野蛮人：你愿意接纳他吗 / 93
7. 商业计划书：哪些是私募投资所关注的 / 95
8. 名正言顺的第三者：中介机构的适当介入 / 99

103

### 第五章 竹篮打水和满载而归——私募的投资技巧

1. 大佬们的精挑细选：选择投资对象 / 104
2. 艰难的取舍：商业模式还是管理团队 / 107
3. 投资中的大风险：信息不对称 / 110
4. 细节中的魔鬼：周密的尽职调查 / 112
5. 花样繁多的幕后：投资中的估值技巧 / 115

6. 功夫老练在台前：玩转手中的投资工具 / 118
7. 天堂还是地狱：对赌协议 / 121
8. Pre-IPO项目：私募股权基金的中国盛宴 / 124

## 127

## 第六章 阔佬们的玩命游戏——私募投资的风险规避

1. 机遇与风险并存：没有稳赚不赔的生意 / 128
2. 私募的“风险”投资本性：风险无处不在 / 130
3. 系统的制度设计：把风险降到最低 / 133
4. 详细的财务审查：谨防财务骗术 / 135
5. 计划完美才能决胜千里：完善交易策略 / 138
6. 和聪明人做事：选择正确的合作伙伴 / 140
7. 有效的监督：不能让马儿脱缰 / 143
8. 适度监管：行业健康发展的保障 / 146

## 149

## 第七章 你们无法阻挡我的魅力——私募创造的价值

1. 给企业带来的不仅仅是钱 / 150
2. 危难中的帮扶：挽救财务困难的企业 / 153
3. 听我的没错：私募重整企业的策略 / 155
4. 珠联璧合：私募股权基金在战略收购中的作用 / 158
5. 资本市场的“奇异”之花 / 161
6. 清除缠绕的藤蔓：私募可以优化企业结构 / 164
7. 我可是无所不能的：对行业进行整合投资 / 167
8. 从技术到商业：创业投资是如何塑造硅谷的 / 170

## 173

## 第八章 惊险的一跳——私募的目标只有公开上市

1. 孩子养大要放手：投资的目的是退出 / 174

2. 条条大路通罗马：私募股权基金的退出方式 / 176
3. 创业板市场：私募股权基金退出的黄金水道 / 179
4. OTC市场：不可或缺的退出渠道 / 183
5. 境外上市：中国私募的另类选择 / 187
6. 做人不能太贪心：适时出售股权 / 191
7. 放眼全球：全球范围的收益情况 / 193

197

## 第九章 传奇是这样缔造的——私募的神话故事

1. 软银和pplive的甜蜜往事 / 198
2. 深圳创新投与潍柴动力：机遇险些失之交臂 / 201
3. 私募投资蒙牛：完美的结局 / 204
4. 凯雷的风光：投资携程旅行网 / 207
5. 3i公司：草原上又发现一颗新星 / 210
6. 软银在盛大网络的完美退出 / 212
7. 华平对汇源的始乱终弃：看不到回报就要适时退出 / 215
8. 不是所有人都在笑：PPG服装网络直销公司的倒下 / 219

223

## 第十章 创造的不只是神话——私募在中国的前行之路

1. 爱你没商量：充分认识PE在我国经济发展中的战略意义 / 224
2. 春暖花开：有利于私募成长的现实环境 / 228
3. 终于写就的神话：中国本土强势的私募公司 / 231
4. 遍地荆棘：私募在中国发展中遇到的障碍 / 236
5. 当前PE的冷思考：对策 / 242
6. 对私募股权基金监管 / 246
7. 政府在推进私募股权基金发展中的作用 / 248

### 参考书目 / 252



第一章

# 从硅谷走向华尔街 ——认识私募股权基金

私募是当今国际金融市场上最为活跃的资金集团之一。它蒙着暴利和神秘的面纱，掌握着无穷的金融力量，在市场中时时兴风作浪，展示着自己牵一发而动全身的经济力量，炫耀着它无可替代的地位。无论是在金融危机风口浪尖，还是在各大小企业的追名逐利中，私募所具有的市场号召力和凝聚力，都让我们切实感受到了它所蕴涵的巨大的财富能量。

## 1. 另类金融模式的出现

每个国家和民族都在苦苦追寻强国富民的道路，但敢问路在何方？理性的思考，无论是从历史的维度还是逻辑的推理，拥有强大的资本市场都是实现富国强民的重要途径。人类经济发展史昭示，世界性大国的建立与其资本市场的发展程度呈正相关。但资本在任何一个国家都是稀缺的资源，尤其是中小企业发展过程中更面临着这一困境。私募股权基金（PE），作为整个资本市场的重要组成部分，它隐藏在喧嚣的证券市场背后，蒙着神秘的面纱，世人对其了解不多，但私募股权基金却已呼风唤雨，成为影响资本市场的一支重要力量。

### 认识私募股权基金

私募股权基金是“另类金融”家族的一枝奇葩。所谓另类金融，是指在股票、债券及期货等公开交易平台之外的投资方式。私募股权基金是指通过私募形式对非上市企业进行权益性投资的基金。广义的私募股权投资涵盖企业首次

公开发行前各阶段的权益投资，即对处于种子期、初创期、扩展期、成熟期和Pre-IPO各个时期企业所进行的投资，相关资本按照投资阶段可划分为创业资本（Venture Capital）、发展资本（Development Capital）、并购基金（Buyout/Buyin Fund）、夹层资本（Mezzanine Capital）、重振资本（Turnaround），Pre-IPO资本（如Bridge Finance）等。狭义的私募股权投资主要指对已经形成一定规模的，并产生稳定现金流的成熟企业的私募股权投资部分，是指创业投资后期的私募股权投资部分，如图1-1所示。并购基金是专注于对目标企业进行并购的基金，其投资手法是，通过收购目标企业股权，获得对目标企业的控制权，然后对其进行一定的重组改造，持有一定时期后再出售。夹层资本（Mezzanine Capital）是收益和风险介于企业债务资本和股权资本之间的资本形态，本质上是长期无担保的债权类风险资本。当企业进行破产清算时，一般债权人首先得到清偿，其次是夹层资本提供者，最后是公司的股东。因此，对于投资者来说，夹层资本的风险介于债权和股权之间。在中国，私募股权投资多指狭义的概念。

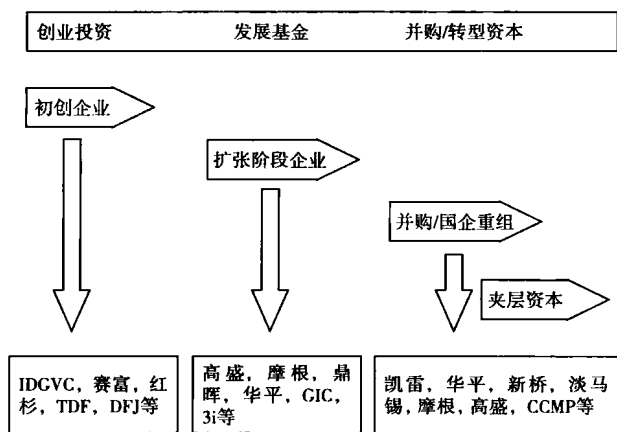


图1-1 私募股权基金的构成

私募是相对于公募而言的。公募融资是指通过证券市场向不特定公众投资者募集资金的行为，投资者的权益凭证是股票或者债券，在证券市场上公开进行交易，公众化程度比较高，大家都比较熟悉。私募融资是融资方与特定投资者通过一对一协议的方式完成的资金募集行为，不通过证券市场，受到的监管较少，投资方式灵活多样。

## 私募股权基金的类型

在私募股权投资家族中，又可以大致分为三种类型：私募股权基金，是以专业化管理的基金形式开展的私募股权投资，其资金一般来源于机构投资者或富裕个人投资者，由股权投资专家募集资金成立基金，向非上市企业进行股权投资，再通过各种方法使投资对象增值，最后择机退出，管理过程可以概括为“融、投、管、退”；另一类是附属于大公司的私募股权投资机构，其资金主要来自于母公司，是母公司集团战略的组成部分；还有一类是最不为人所知的私募股权投资行为，即天使投资，是由富裕个人直接对非上市企业的股权投资。本书所讨论的主要是第一类私募股权投资活动。

## 2. 华尔街喧嚣背后的私募股权投资

### 私募的财富神话从华尔街开始

华尔街是纽约市曼哈顿区南部一条大街的名字，长不超过1600多米，宽仅11米。这条街上的联邦厅曾是美国第一届国会所在地，首任总统华盛顿就是在这里宣誓就职的。但是，华尔街作为政治中心只是短暂的一瞬，而作为金融中心却一直辉煌夺目。华尔街集中了纽约证券交易所、美国证券交易所、多家投资银行、信托公司、联邦储备银行、各公用事业和保险公司的总部及美国洛克菲勒财团、摩根财团等，是美国乃至世界的金融、证券交易中心，是一个高浓缩的金融“巨子”，全纽约50多万金融业员工，华尔街就占了10多万人。

在华尔街这条窄小而拥挤的街道上，每天都上演着金融市场上的激烈博弈，华尔街的一举一动牵动着全世界金融市场的神经。华尔街以其魔幻般的巨大威力，对世界经济产生着巨大的影响。在这里，不知有多少人一夜暴富跨入金融巨

子的行列，也不知有多少知名企业家一夜之间从这里破产身亡。这是天堂与地狱的交汇处，也是魔鬼与天使的聚集地。

华尔街是美国证券市场的代名词，是金融垄断资本的代名词。提到华尔街，人们自然会联想到它的热闹与喧嚣，它的斗争与诱惑以及人性的贪婪与恐惧。尽管我们通过华尔街知道了私募股权基金的神奇，通过华尔街看到了私募股权基金的财富神话，通过华尔街领略到了私募股权基金的威力，但华尔街并不是私募股权基金的主战场，我们从华尔街看到的只是私募股权基金的成果，真正的私募股权基金故事发生在华尔街的背后。

## 私募股权基金的起源：技术商业化

美国是世界私募股权基金的发源地，也是世界私募股权基金的领头羊。美国的私募股权基金最早可以追溯到1946年美国研究与发展公司（ARD）的建立，ARD的设立开创了私募股权投资的专业化管理时代。此后，随着1958年美国中小企业投资公司计划的实施，专注于企业早期发展阶段的私募股权投资活动进入一个高潮时期。但是，随着20世纪70年代美国证券市场进入一个较长的低迷时期，私募股权投资也进入了低谷。在70年代末80年代初，随着美国一系列刺激政策的实施，私募股权投资开始复苏，并呈现出一些新的特点。投资阶段后移，投资规模扩大，专注于企业并购交易的私募股权基金逐渐成为主流，杠杆并购的大规模出现更使私募股权基金声名鹊起。

## 私募股权基金的兴盛：并购基金的崛起

最早的杠杆并购交易应该是麦克莱恩工业公司1955年对泛大西洋轮船公司和沃特曼轮船公司的并购，在这项交易中，麦克莱恩公司借贷了4200万美元，并发行了700万美元的优先股，交易完成后用沃特曼轮船公司的现金和其他资产迅速偿还了3000万美元的债务，并立即支付了2500万美元的红利。而真正使杠杆并购交易走入人们视野的是KKR。早在20世纪50年代末，KKR的两位创始人



就在贝尔斯登从事收购业务。收购目标大多是一些小型的私人家族企业，这些企业在面临控制权交接时既达不到公开上市所要求的规模，又不愿出售给竞争对手，因此卖给财务收购者不失为一种有吸引力的选择。20世纪六七十年代，KKR的三位创始人在贝尔斯登进行了一系列杠杆收购业务。其中包括1964年收购Orkin Exterminating Company，1965年收购Stern Metals，1971年收购Incom、Cobblers Industries和1973年收购Boren Clay。然而，这种并购的投资方式与投资银行传统的投资顾问业务相比，投资周期长，投资风险高，收购三人组并不为贝尔斯登的高层器重。1976年，三人离开贝尔斯登自立门户，开创了KKR公司。

美国20世纪80年代的高杠杆并购时代也迎来了私募股权基金业的繁荣。今天的私募股权基金巨头，许多都诞生于80年代。这其中最著名的例子是1988年底，KKR收购雷诺兹-纳贝斯克公司，收购价高达250亿美元，但KKR本身动用的资金仅为20亿美元，其余的资金都是通过垃圾债券和商业银行的过桥贷款筹得的。这一阶段，杠杆融资比率非常高，平均达到90%。美国80年代杠杆收购的繁荣还得益于垃圾债券的发明，在整个80年代，美国各公司发行垃圾债券达1700多亿美元。所谓垃圾债券，是指那些信用评级较低的企业发行的风险较高的次级债券，一般都支付较高的票面利率。80年代末90年代初，美国垃圾债券市场崩溃，被称做“垃圾债券之王”的德崇证券公司被处以6亿5000万美元的巨额罚款，并于1990年2月13日申请破产保护。由于次级债、垃圾债市场关闭，收购交易的杠杆比率降低到75%左右，并购基金更加注重合法性与声誉，倾向于长期投资，专注于为企业的管理团队和股东提供建设性的方案以帮助企业发展。