

私募股权投资操作实务

Practice of Private Equity Investment

崔凯 编著

上海遠東出版社

前 言

在宏观经济调控的背景下,如果说有一个领域不会受到影响,而且会大大获益,那么这个领域就是新股扩容。近年来,众多内资基金投资公司雨后春笋般涌现出来,觊觎已久的国际金融资本也不甘寂寞,大举进驻中国。于是,在这些金融大鳄的驱动下,我们看到携程、蒙牛等一批企业演绎出快速成长的奇迹,成为资本市场的新宠。毫无疑问,股权投资的时代到来了。尽管这个市场尚不成熟,尽管可能还会有春寒料峭,但中国经济的持续快速增长已经为股权投资市场的培育奠定了坚实的基础。

私募股权投资本身是一个理论和实践相结合的职业。通过案头工作,投资经理可以进行行业经济研究,分析企业的财务状况,但是投资中更多的是业务和战略方面的实务工作,存在着很多理论研究中想像不到的问题。中国并不缺少雄韬伟略的战略家,真正稀缺的是脚踏实地的执行者。近几年来有关私募股权投资理论方面的著述很多,但操作实务方面的书籍却很少。基于上述状况及本人数年的从业实践积累,作者写成此书,内容上力求切合实际,有可操作性。

全书共分六章。第一章重点介绍了股权投资的基本理论、投资模式及策略;第二至五章按序介绍了项目投资、管理、退出的整个股权投资流程,对其中的具体问题进行了分析并提出了一些具可操作性的建议;第六章主要从投资业务管理

的角度,列示了常用的协议、报告及制度范本。为便于读者理解,全书穿插了几十个案例并进行了分析。

股权投资横跨产业与资本两个领域,本书中的任何一个章节都可以独立成书,限于篇幅和时间,这里仅选取一些投资实践中有代表性的问题加以探讨,力求通俗实用,旨在帮助投资经理更有效率地开展投资工作。相信它对有理论基础但缺少实践经验的业内人士会很有裨益。对于致力于企业扩张,需要实施兼并重组的企业经营者,本书也是一本实用型参考书。同时本书也适合投资类专业方向的研究生、MBA 以及高年级本科生阅读。

本书中的很多内容不仅是作者自己而且也是众多同事数年来共同探索股权投资模式的心得,在编写过程中,作者吸纳了很多业内人士的著述和观点。这里我要对这些我熟悉或不熟悉的同仁表示衷心的感谢!

私募股权投资操作中有很多问题是见智见仁的,限于作者知识结构和从业经验的局限性,书中一些观点也有不成熟之处。诚如在尽职调查过程中,最重要的工作不是展望项目的美好前景,而是听取不同意见,分析可能存在的问题,在这里作者也衷心希望能够有机会与业内同仁交流体会,聆听批评意见。我的 E-mail: cuikai@etang.com。

日益高涨的银行储蓄已突破 11 万亿元,在彰显出民间资金的雄厚的同时,也昭示着投资渠道的匮乏,更预示着投资经理人职业道路的机遇和挑战。愿与各位朋友共勉,并衷心祝愿大家一路好运!

崔 凯

2004 年 2 月于上海

目 录

CONTENTS

第一章 私募股权投资概述	1
一、基本理论	1
二、投资模式	21
三、投资策略	47
第二章 项目投资实务	64
一、如何找到好的项目	64
二、如何进行项目初审	68
三、如何进行尽职调查	74
四、如何进行现场考察	81
五、如何对目标企业价值进行定性评估	85
六、如何阅读财务报表	88
七、投资过程中有哪些避税技巧	91
八、律师如何进行尽职调查	96

九、企业改制有哪些流程	103
第三章 项目管理实务	116
一、企业发展过程中有哪些常见问题	116
二、如何监控参股企业	120
三、如何协调与参股企业经营者的关系	121
四、如何审定企业经营计划	126
五、如何选派财务总监	128
六、如何为参股企业提供增值服务	132
第四章 项目退出实务	135
一、建立退出战略	135
二、公开上市(IPO)	141
三、拟上市公司如何选择中介机构	161
四、股权转让	179
五、破产清算	186
第五章 案例分析:A公司股权投资项目	191
一、项目概况	191
二、前期项目分析	194
三、大事纪要	196
四、总结	197
第六章 制度、表格与协议范例	201
一、商业计划书格式	201
二、保密协议(范本)	203
三、投资框架协议(范例)	203

四、产业战略规划提纲格式	209
五、行业研究报告提纲格式	210
六、项目调研提纲(范本)	210
七、项目投资管理规定(范例)	213
八、项目投资操作细则(范例)	220
九、项目小组管理规定(范例)	225
十、激励计划(范例)	228
附表一:项目初审表(范本)	230
附表二:专家咨询表(范本)	231
附表三:项目投资审批表(范本)	232
附表四:项目公司经营状况信息表(范本)	233
附录	234
1. 《企业国有产权转让暂行办法》(国资委、财政部) ..	234
2. 《关于企业股权投资业务若干所得税问题的 通知》(国家税务总局)	239
3. 《2001 年企业会计准则——投资》(财政部)	241
主要参考书目	245
后记	247

第一章 私募股权投资概述

有报导称李嘉诚一生搞生产经营的财富不及其子李泽楷通过兼并、上市、收购等资本运作在一夜之间所赚取的财富。纵观当今世界的首富,不再是搞生产经营的“钢铁大王”、“汽车大王”等,而是通过资本运营投资产业的企业家。纵观市场经济发展的历史,我们不难发现,当产业资本发展到一定阶段时,由于对资本需求的不断扩大,就会不断向金融资本渗透;而金融资本发展到一定阶段时,也必须寻找产业资本支持,以此作为金融产业发展的物质基础。于是,产业资本与金融资本的融合就像“冬虫夏草”一样分不开。进入 21 世纪后,越来越多的企业家把关注的目光,投放在如何将自己的产业资本最有效地与金融资本结合起来;与此同时,也有越来越多的金融家把目光投向产业界,寻找与产业结合的最佳点。于是,众多定位于寻求产业资本与金融资本结合点的私募股权投资公司应运而生。一个成功的股权投资公司若能选择几个高速成长的项目,通过资本市场实现退出,股东的投资必有丰厚的回报。

一、基本理论

(一)基本概念

在探讨私募股权投资操作实务之前,我们首先要明确几

个基本概念。

1. 股权投资和私募股权投资

股权投资是指企业购买其他企业的股票或以货币资金、无形资产和其他实物资产直接投资于其他企业。股权投资的最终目的是为了获得较大的经济利益,这种经济利益可以通过股权分红获取,也可以通过其他方式取得。但是,如果被投资单位经营状况不佳,或者进行破产清算时,投资企业作为股东,也需要承担相应的投资损失。

股权投资的本质内涵在于它是一种针对企业的专家管理型资本。就实质而言,股权投资是股权投资公司为项目企业融资并进行管理的活动;股权投资资金是实施专业化管理的投资资金;股权投资资本以股权形式介入、对各种资源进行综合性的全方位配置,投资公司既需要拥有资金优势,又要具有人事管理、市场开发与财务管理方面的经验。因此,股权投资不仅仅是一种投资行为,更是一种智能型、专家型的金融管理行为。

私募股权投资是对非上市公司进行的股权投资,主要包括发展资本、夹层资本、基本建设、管理层收购或杠杆收购、重组和合伙制投资基金等。它具有以下特点:

(1) 非上市公司的股权投资,因流动性差被视为长期投资,所以投资者会要求高于公开市场的回报;

(2) 没有现成的市场供非上市公司的股权出让方与购买方直接达成交易。而持币待投的投资者和需要投资的企业必须依靠个人关系、行业协会或中介机构来寻找对方;

(3) 资金来源广泛,如富有的个人、风险基金、杠杆收购基金、战略投资者、养老基金、保险公司等;

(4) 投资回报方式主要有三种:公开发行上市、售出或购并、公司资本结构重组。

对融资企业来说,首先,私募股权融资不仅有投资期长、增加资本金等好处,还可能给企业带来管理、技术、市场和其他需要的资源。如果投资者是大型产业集团或著名金融机构,他们的名望和资源在企业未来上市时还有利于提高股价、改善二级市场的表现。其次,相对于波动大、难以预测的公开市场而言,私募股权投资资本市场是更稳定的融资来源。再次,在引进私募股权投资的过程中,可以对竞争者保密,因为此类信息披露对象仅限于目标投资者而不必像上市公司那样公之于众,这是非常重要的。

2. 私募股权投资基金的种类

在中国投资的私募股权投资基金有四种:

- (1) 专门的独立投资基金,拥有多元化的资金来源;
- (2) 大型的多元化金融机构下设的投资基金;

这两种基金具有信托性质,它们的投资者包括养老金、大学和机构、富有的个人、保险公司等。有趣的是,美国投资者偏好第一种独立投资基金,认为该基金的投资决策更独立,而第二种基金可能受母公司的干扰;而欧洲投资者更喜欢第二种基金,认为这类基金因母公司的信誉和资本而更安全。

(3) 关于中外合资产业投资基金的法规出台后,一些新成立的私募股权投资基金;

(4) 大型企业的投资基金,这种基金的投资服务于其集团的发展战略和投资组合,资金一般来源于集团内部。

资金来源的不同会影响投资基金的结构和管理风格,这

是因为不同的资金要求不同的投资目的和战略,对风险的承受能力也不同。

3. 私募股权投资对目标企业的要求

由于私募股权投资期限长、流动性低,投资者为了控制风险通常对目标企业提出以下要求:

(1) 优质的管理的要求

这对不参与企业管理的金融投资者来说尤其重要。投资者关心盈利的“增长”,因此它一般要求企业至少有2—3年的经营记录、有巨大的潜在市场和潜在的成长性,并有令人信服的发展战略/计划。高增长才有高回报,因此投资者对企业的发展计划特别关心。

(2) 行业和企业规模(如销售额)的要求

投资者对行业和规模的侧重各有不同。金融投资者会从投资组合分散风险的角度来考察一项投资对其投资组合的意义,多数私募股权投资者不会投资房地产等高风险的行业和他们不了解的行业。

(3) 估值和预期投资回报的要求

由于不像在公开市场那么容易退出,私募股权投资者对预期投资回报的要求比较高,至少高于投资于其同行业上市公司的回报率,而且期望对中国这一新兴市场的投资有“中国风险溢价”。要求25%—30%的投资回报率是很常见的。最好具有3—5年后上市的可能性,这是主要的退出机制。

(4) 法律方面的要求

了解企业是否涉及纠纷或诉讼、土地和房产的产权是否完整、商标专利权的使用期限等问题。很多融资企业是新兴企业,经常存在一些法律问题,投融资双方在项目考察过程中

会逐步清理并解决这些问题。

4. 战略投资者和金融投资者

战略投资和金融投资都有着不同的客观运作规律。作为资本运作,它们有某些共同的运作规律,但是在不同的领域,它们又有各自的独特的规律。

(1) 战略投资者

战略投资者一般是投资于本企业相同或相关行业的企业。如果融资企业希望在降低财务风险的同时,获得投资者在公司管理或技术上的支持,这样的企业通常会成为战略投资者的选择。战略投资者能提高融资企业的资信度和行业地位,同时可以在技术、产品、上下游业务或其他方面给予融资企业帮助,以提高其盈利水平和盈利增长能力。而且,企业未来有进一步的资金需求时,战略投资者有能力提供资金。

战略投资者通常比金融投资者的投资期限更长,因为战略投资者进行的任何股权投资必须符合其整体发展战略,是出于对生产、成本、市场等方面的综合考虑而作出的,而不仅仅着眼于短期的财务回报。例如,众多跨国公司近年在中国进行的产业投资是因为他们看中了中国的市场、研究资源和廉价劳动力成本。因此,战略投资者对公司的控制和在董事会比例上的要求会更多,会较多地介入管理,这可能增加合作双方在管理和企业文化上磨合的难度。

战略投资者要注意的一个风险是融资企业可能发展成为潜在竞争者。如果一家跨国公司在中国参股数家企业,又出于总部的整体考虑来安排产品和市场或自建独资企业,就可能与融资企业的长期发展战略或目标相左。此外,战略投资

者应争取在投资条款中设置公司出售时的“优先购买权”(即投资方有权按同等条件优先购买原股东拟转让的股权)和其他条款来保护其投资利益。因此,投资方和融资方需要互相了解对方的真实意图,并运用谈判技巧来争取长期发展的有利条件。

(2) 金融投资者

金融投资者是指私募股权投资基金。基金未必不是行业专家,而且有些投资基金有行业倾向和丰富的行业经验与资源。金融投资者与战略投资者有以下三个方面的要求是不同的:

- (1) 公司的控制权;
- (2) 投资回报的重要性(相对于市场份额等其他长期战略的考虑);
- (3) 退出的要求(时间长短、方式)。

多数金融投资者仅仅出资,除了在董事会层面上参与企业的重大战略决策外,一般不参与企业的日常管理和经营,也不太可能成为潜在的竞争者。一旦投资,金融投资者对自己的投资就很难控制,因此挑选出管理好、成长性高和拥有值得信赖的管理团队的投资对象就十分关键。很多投资基金要求自己选派合资公司的财务总监,以保障自己对企业真实财务状况的了解。

金融投资者关注投资的中期(通常3—5年)回报,以上市为主要退出机制。惟有如此,他们管理的资金才有流动性。所以在选择投资对象时,他们就会考察企业3—5年后的业绩能否达到上市要求,其股权结构适合在哪个市场上市,而他们在金融方面的经验和网络也有利于公司未来的上市。

在国外,金融投资者大多以优先股(或可转债)入股,通过

事先约定的固定分红来保障最低的投资回报,并且在企业清算时有优先于普通股的分配权(中国的《公司法》尚未明确优先股的地位,投资者无法以优先股入资)。另外,国外私募股权融资的常见条款还包括卖出选择权和转股条款等。卖出选择权要求融资企业如果未能在约定的时间上市,必须以约定价格回购引资形成的那部分股权,否则投资者有权出售公司,这将迫使经营者为上市而努力。转股条款是指投资者可以在上市时将优先股按一定比率转换成普通股,同享上市成果。

5. 股权投资和债权投资的区别

债权投资也叫债券投资,债权投资是企业购买的各种一年期以上的债券,包括其他企业的债券、金融债券和国债等。

债权投资不是为了获取被投资企业的所有者权益,只是为了获取投资的债权。债权投资者自投资之日起即成为债务企业的债权人,并按约定的利率收取利息,到期收回本金。股权投资的目的是为持有被投资企业的股份,成为被投资企业的股东,依所持股份额享有股东的权利并承担相应的义务,一般情况下不能随意抽回投资。股权投资相对于债权投资而言,投资风险较大。

随着银行及国有资产管理公司债务剥离工作的推进,中国债权市场也有一定的投资机会。现阶段商业银行需要在很短时间内为不良资产找到最适合的买主,并随着不良贷款所有权的转移,迅速改进自身的资产负债水平,增强流动性。这就为投资公司发展低成本股权投资提供了切入的机会。投资公司可以充分发挥自身熟悉行业及其发展趋势的特点,采取各种银行无法施展的手段来处置不良资产、整合产业资源,并从中发现增加回报的机会。通过挖掘,投资公司能够发现一

些债务负担沉重但确有成长潜力的国有企业,承接债权,并择机转为股权;再通过改变企业内部经营机制,帮助企业建立现代企业制度,使企业成为市场机制下的经营主体;继而加大技术创新和管理创新的力度,实现企业经营状况的根本好转,从而达到股权增值的目的。

6. 长期投资和短期投资的区别

(1) 投资期限不同

短期投资往往是指投资期限短于一年或短于超过一年的一个营业周期的投资,它可以随时收回或随时变现。长期投资的期限一般是指要长于一年或长于超过一年的一个营业周期,在此期间,企业并不想收回或无法收回其投出的资金。

(2) 投资方式不同

短期投资的方式主要包括购入随时能够变现的股票和债券。长期投资不仅包括购买投资公司的股票和债券,而且包括以现金、材料等流动资产、固定资产及其他资产对其他企业进行的直接投资,并按投资额占被投资企业股权的比例分享利润。

(3) 投资目的不同

短期投资的目的在于充分利用暂时多余的资金,用其购入能随时变为货币资金的股票和债券,以在短期内获取比市场利率更高的收益。长期投资的目的则在于经营和理财方面的需要,看好参股企业中长期的成长性所能够带来的股权增值收益。

7. 参股与控股

(1) 参股

参股是企业将部分资本作为股本向另一家企业入股的

一种经济行为。参股作为产权资本经营的一种方式,具有以下特点:①参股者将资产的一部分投资入股另一企业,因此获得股权,即这部分资产的所有权,而参股者将这部分资产的使用权和处置权等让渡给那家企业,由其得到使用权和支配权。参股者从让渡资产使用权中得到的报酬,即为股权享有的未来的股息和红利。②参股并不取消或改变本企业的法人地位,参股的比例达不到一定的比例时,也不会改变他人企业的法人地位。③参股者往往将其资产投入有成长潜力、经营好、效益高的企业,由这家企业统一使用,实现资产一体化,从而有助于资本集中、生产规模扩大、营运效率提高。④参股有助于企业闲置的、利用效率低的存量资本流动。

(2) 控股

控股是企业收购另一家企业的大部分股权,从而达到控制该企业或使之成为本企业名下的子公司的经济行为。控股作为一种产权资本经营方式,其特点是:①控股是一种收购财产所有权的活动,收购并不一定要收购所有股权,只需要达到控制该企业所需的股权,所以,控股是部分财产所有权的转让。②企业收购部分股权达到控制对方企业的目的后,便对其资产拥有使用权和处置权,该企业就可以按照自己的经营目的、方针和方式来支配对方企业的所有财产。控股能够对部分资产所有权的购买,换回全部资产的使用权、处置权,使控股方能够对资产集中统一使用,改变资产的存量结构。③由于控股,控股方有可能将被控股企业变为控股公司的子公司或下属企业,成为控股方的二级法人。此时,由于被控股企业原有的法人资格已经取消,而赋予了新的法人资格,控股就成为兼并的一种。如果控股方愿意保留原有被控股企业的

法人资格,这时的产权转让则不能称为兼并。

(二) 投资运作流程

1. 投资程序

投资公司内部都有一套投资程序。这个程序可能由于企业的组织结构设计以及股东会、董事会、经营层的权力分配不同而有所差异,但是基本框架还是一致的,见图 1.1。

(1) 项目受理

目标企业一般会递交《商业计划书》,有时候投资经理也会协助撰写。通过阅读《商业计划书》,投资经理会对项目情况有一个初步的了解。

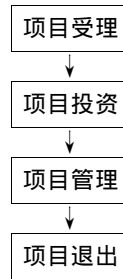


图 1.1 投资程序

(2) 项目投资

项目投资包括尽职调查、估值定价、董事会席位、否决权和其他公司治理问题、退出策略、确定合同条款清单并提交投资委员会审批等步骤。由于投资方和融资方的出发点和利益不同、税收考虑不同,双方经常在估值和合同条款清单的谈判中产生分歧,因为解决这些分歧的技术要求高,所以不仅需要谈判技巧,还需要会计师和律师的协助。其基本流程见图 1.2。实施投资后,目标企业即成为投资公司的参股企业,投资经理一般称其为“项目公司”。

(3) 项目管理

统计显示,只有 20% 的私募股权投资项目能带给投资者丰厚的回报,其余的要么亏损、要么持平。所以投资者一般不会一次性注入所有投资,而是采取里程碑式的分期投入方式,

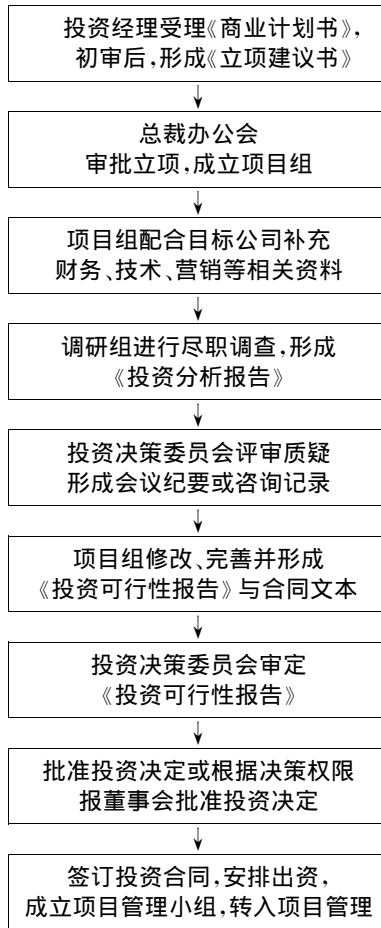


图 1.2 项目投资流程

每次投资以企业达到事先设定的目标为前提。实施积极有效的监管是降低投资风险的必要手段，但这需要人力和财力的投入，会增加投资者的成本。因此，不同的基金会制定与自身要求相一致的不同的监管制度，包括采取有效的报告制度和监控制度、参与重大决策、进行战略指导等。投资者还会利用