

股权投资基金运作——PE 价值创造的流程*

■ 读书笔记

* 方莲 @乾方金融
 分析师, 投资银行中心
 Tel: (+86) 150-6078-2961

叶有明先生现任美国一家股权投资基金管理公司中国总裁。叶先生于 1995 年初加入该美国私募股权公司总部, 先后任国际部主任、集团副总裁, 并于 2003 年兼任公司(中国)总裁。叶先生负责集团在亚太地区, 特别是在中国的投资业务。

叶先生是带领美国 PE 在中国从事投资/收购最早的专业人士之一。自 1995 年以来, 在叶先生的主导下, 先后在上海投资建立中外合作光缆保护管生产工厂、在华东某省投资建立外商独资反光片生产企业和高精度连接件企业、在上海收购了外商独资有线电视部件生产企业、在华东某省收购了私营电机生产企业、2006 年上半年收购了东部某省煤矿综采机械制造企业。

1 股权投资是价值创造的过程¹

¹ P.2

(预期)盈利是任何投资行为发动的直接目的, 也是投资行为得以存续的理性前提。不论采用何种运作模式, 也不论对哪类项目具有特殊的偏好, 股权投资基金的盈利能力均来自于其与合作伙伴的密切协作以及在合作基础上的价值创造过程。²

² 股权投资通过价值投资来实现价值投资

正是基于「价值创造」的核心理念, 全球股权投资基金行业才能在过去的数十年中从无到有、从小到大, 迅速发展成为与传统商业银行、证券市场可以「比肩齐坐」的重要金融力量。

1.1 价值创造的核心投资理念是由 PE 自身的特殊性决定的

股权投资基金与传统商业银行及证券市场基金的区别

股权投资基金投资于目标公司的股权而不是债权, 这是其与商业银行的本质区别。

股权投资的长期性是由于下列因素决定的:³

³ 收购的成功只是价值增加过程的开始, 而不是结束。

- 股权投资难以随时变现, 原因在于资产的流动性差, 这不同于证券市场上股票、债券的买卖;
- 股权投资交易费用高, 其项目筛选、尽职调查、合同谈判等都需要花费大量的人力与费用, 律师、会计师等专业人员费用也十分昂贵;
- 股权投资交易期限长, 从前期调研到商务谈判, 从作出决策到执行交易, 通常需要半年以上时间, 某些案例的交易时间甚至超过两年以上。

股权投资基金追求「共赢」

股权投资基金在为投资者赢得回报的同时, 客观上促进了被投资企业与所在行业的健康发展。PE 的任何以「损人」达到「利己」目的的投

资行为,都无法持续也难以被包括养老基金在内的机构投资者们所接受。因而,「共赢」是 PE 的唯一理性选择,而实现「共赢」的唯一方式就是「价值创造」。

2 PE 介绍

2.1 PE 的概念

股权投资基金(Private Equity Fund, PE Fund)是指以非公众公司的股权为主要投资对象的基金。业内习惯以 PE 来指代股权投资基金。⁴

通常,PE 通过首次公开发行上市(IPO)或者出售(Trade Sale)的方式退出所投资的企业。

2.2 PE 的类型

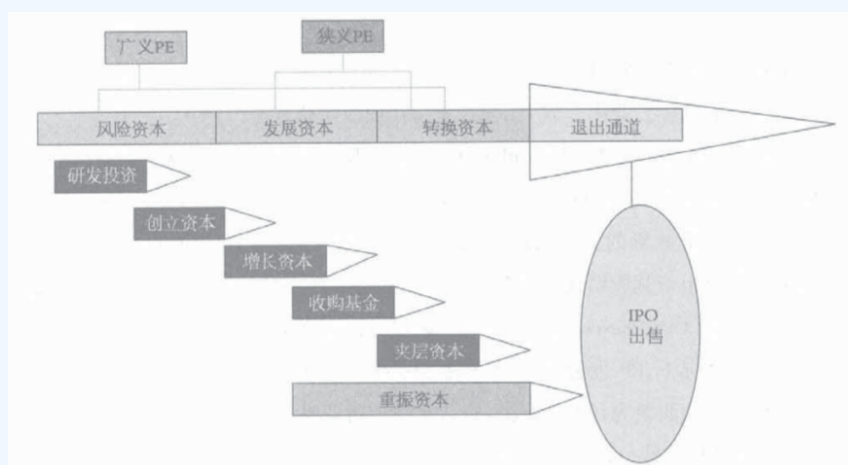


图 1: PE 的主要类型

根据拟投资企业所处的发展阶段的不同,PE 分为如下五种类型:

- 风险资本或创业资本(Venture Capital, VC):投资于创意阶段、研发阶段(天使投资)、原型阶段和/或产业化早期阶段的基金。例如,早期投资于阿里巴巴的日本风投机构**软银中国**。
- 增长资本(Growth Capital):投资于产业化成功后的企业扩张阶段,通过采购设备、培训员工帮助企业迅速扩张。例如,**英联投资**、**TPG**。
- 并购基金(Buy-out Fund):以控股(Majority)方式投资处于稳定成长期的企业,这些企业通常可以提供连续 3 年以上的、反映持续盈利能力或潜力的财务报表。并购基金通过企业内部重组和行业整合来帮助被收购企业确立市场地位。例如,**KKR**、**The Jordan Company**。
- 夹层资本(Mezzanine Capital)或过桥资本(Bridge Capital):通常以债权形式投资于稳定成长期而上市前的企业。例如,**Midwest Mezzanine Funds**。⁵
- 其他类型:例如,专注于为陷入财务危机的企业提供财务拯救的基金(Turnaround Fund, 重振资本),如**Sun Capital**。

⁴ 国内对 PE 的另一种通行的翻译是「私募基金」,并从字面理解将 PE 解释为「以非公开方式向特定的投资者募集资金」。这种解释所带来的混淆是,无法将 PE 与活跃的证券市场基金(如股票投资基金)严格区分开。证券市场基金是以流动性较高的金融工具(股票、债券)与衍生金融工具(金融期货、期权等)为买卖对象的基金。

PE 向被投资的企业提供资本金,是一种直接投资,其投资活动直接改变被投资企业的资产负债表、影响或决定被投资企业的生产经营活动。PE 提供的资本金支持被投资企业开发新产品与新技术、增加流动资金、进行行业内的并购重组,以及降低过高的负债率。这与证券市场基金以在二级市场买卖股票为主的投资活动明显不同。

⁵ Pre-IPO, 企业上市前融资

并购基金在国际 PE 行业中占据着统治地位,每年流入 PE 的资金总额中超过半数是为并购基金募集的。因此,业内通常以 PE 专指并购基金,而以 VC 专指创业投资基金。