股权投资基金运作

读书笔记

国际商学院 2015 级金融硕士

吴铭 15021006

【20150302】今天是 2016 年度第一次交读书报告，第一次拿到书单时，感觉本次的书单非常契合我们专硕的就业特点。PE 股权投资基金这本书也让我想起来去年导师见面会上中投公司的导师给我们讲中国投资有限责任公司——这一中国最大的主权财富基金，本书主要是围绕狭义的股权投资基金，即通过并购控股具有发展潜力的公司从而获取公司高成长情况下的溢价升值。导师曾经将这种狭义的股权投资基金比喻为金融企业上的皇冠明珠。书中讲了很多关于 PE 股权投资基金的经典并购案例，其中最引人瞩目的当为 KKR 收购 RJR 纳贝斯克公司这一经典杠杆收购案例，作者以其精彩的语言和缜密的叙述结构向我们讲述了垃圾债券大王米尔肯以及 KKR 公司如何力挫其竞争对手而完成这一上世纪 90 年代最为精彩绝伦的案例。记得之前自己看过《门口的野蛮人》这部电影，讲述的就是华尔街如何设计巧妙的并购框架从而达成这一几百亿美元的收购案例，自己也是被电影中精彩绝伦的故事剧情所深深吸引。对于自己来说，金融机构的实践也让自己对于 PE 行业有着一定的理解，对于金融机构，一般在市场上充当着资金中介的角色，而 PE 股权投资正是将自身利用自己的中介信息优势，获取公司一定控股权后，以其高超的资本运作技巧和成熟的企业运营管理经验将那些具有成长潜力的公司拓展更为广阔的市场，从而带来价值提升，因此赚取的不仅仅是“手续费”，更多的是“资本溢价”。恰逢今天看见我国最大的主权财富基金——中国投资有限责任公司的招聘，自己对这一具有广阔发展前景的行业也产生了些许憧憬，正如导师所说，21 世纪初期是房地产的黄金时代，而未来的时代或许就是股权的时代，随着中国中产阶级的崛起，未来更多的资金将会涌入股权，从而迎来股权的黄金时代。

【20150306】今天看的是 PE 投资流程，而投资流程中最重要的就是尽职调查，而自己最近恰好在实践中也是从事着尽职调查，结合书本上的理论知识，谈谈自己对于尽职调查中的理解。很显然尽职调查是 PE 投资过程中的重要阶段，可以理解为是信息对称的必要过程。可以这么说，整个股票发行过程，都是一个

公司价值发现的过程，每天都有一些新的信息或问题暴露出来，而中介机构比如会计师事务所和律所就以其专业知识去解决这些财务和法律。尽职调查可以分为财务方面、法律方面和业务方面，当时我负责的是法律方面的尽职调查，通过梳理公司的历史变革后，发现公司的存在股份代持现象以及关联方利益输送问题，而这些法律实质障碍就得依靠律所去解决。书中也提到尽职调查有两个作用：第一个就是通过详实的去挖掘公司更多的投资亮点从而更为精确地去评估公司的价值，另一个方面通过财务和法律方面的梳理去对公司的投资与否决策上作出判断。在中国强监管的政策环境中，如果公司一些隐藏的法律障碍比如股权不明晰在公司发展后期包括 PE 退出的过程中存在着实质性的法律障碍。今天看的主要是围绕 PE 投资实务，深深地感觉到了这本书写的非常的详实以及细致，给我们不仅带来了理论上的提升，同时也让我对 PE 行业有了更为直接的认识。

【20150309】今天看到的是 PE 在项目尽调之后就要对项目进行进一步的估值并构建完备的交易结构。正好我们本周在企业价值评估上所做的 pre 内容也是围绕着企业估值来的。从经济学角度来看的话，任何企业或项目的价值体现在在未来项目本身能带来的净现金流量。然而，现实的世界或经济环境很难使得现金流量以一个精确无比的折现率折现至现在，因此在并购实务中，投行人员往往习惯用最简单的估值方法——相对价值估值法，即以同行业上市可比公司的市盈率和市净率来进行对企业估值。上一章节所讲到的尽职调查很明显在整个 PE 的项目流程中起着非常重要的基础和信息对称作用，通过对公司业务模式，商业竞争优势以及财务指标等详细披露之后，在以同行业的相对价值进行对项目价值评估。

中国的交易结构设计其实相对于欧美来说已经大为简化，在整个交易结构设计中，有一个非常有意思的条款即是“估值调整”，而诞生于欧美市场的条款在中国本土化后有了个很接地气的名字“对赌协议”，对赌协议实际上是一个公司股权购买方和出售方关于未来公司业绩现金流量的一个期权设计，依据标的公司未来扣非净利润的大小来进行决定出售方是否获得股权奖励或者是购买方进行股权赔偿。而在现行 PE 的项目投资中，对赌协议所见不鲜，而业内最为知名的便是专耕于新三板市场的天星资本，天星资本在参与定增的新三板企业中基本上

都签署了业绩对赌协议。股权私募在项目估值中往往还会委托第三方机构如资产评估机构对项目中的固定资产或其他有形资产进行一个无偏估值。通过对这几个章节的阅读，自身对于 PE 在估值实务中有了更深的了解。

【20150313】今天差不多算是看完这本书了，今天书中最后讲到的着重是交易结构，而交易结构中讲到了 VIE 结构。说实话，自己之前也是很早听说过这个结构，但每次都没能很认真的研究过这个结构，今天看书中以新浪为例和支付宝为例讲的很透彻，恰逢目前蚂蚁金服正沸沸扬扬的被传闻将要上首批战新板，而在美股的中概股上现在又有很多公司正忙于拆去 VIE 结构回归 A 股。固然 vie 结构可以通过协议控制国内公司利润分配从而绕过中国相关行业监管障碍，但是正如书中所提到的，目前这种 VIE 结构并没有得到中国证券监管当局的明文承认，但也没有出台相应的法律明确禁止，因此 VIE 结构目前还是存在一定的法律风险，像 VIE 结构这种交易结构给我们股权私募投资带来了一个比较好的退出渠道。

【20160316】实际上已经将《PE 股权投资基金运作》这本书读完了，因为时间仓促，可能有的部分没能细细咀嚼。今天也围绕着这本书的主题谈谈自己对于私募股权的认识。在我理解，私募股权并购基金是金融加实业的集合体，自国内经济改革开放以来，由于个体经济的放开和国家开放政策的推行，实体经济或实业已经造就了诸多财富神话，而众多殷实的中国中产阶级也在经营实业中所获颇丰，这种现象在江浙沪等实业经济很发达的地方很常见。而随着中国高净值客户的快速增多，许多传统行业也着力于在金融行业未雨绸缪，今天无意中查了一下东北地区的神秘的中植资本，其控股人以实业起家，借助其精妙的股权结构和层层金融框架打造处低调但根系庞杂的金融帝国——“中植系”，这也与一直以来为人精明的实业家纷纷转为金融家这一现象相契合。即使中国的经济增速在减缓，但由于先前所累积的巨大基量使得目前中国这片市场上存在这足够多的优质且快速成长企业，一家小银行可能造就很多千万富翁级别的自然人股东，一家小的游戏产业公司可能带动众多中产阶级跨入高净值人群，这样的情况每天都在发生。而股权投资其核心在于汇集足够的资本能够获取一定比例的股权，其实也与

自己第一篇读书报告中所提到的，未来是股权的黄金时代，因为股权实际上是与实业所联系的，而这也意味着我对中国的经济有信心，起码对中国的某些行业的增长以及中国未来仍然存在众多创业机会和造富机会充满信心。

【20160320】今天又重新看了这本书的某些章节，相比第一次看，这次看的可能更加的细致一些。前几天微信上转的一篇文章主要讲的是尽职调查的一些要点，自己也深有体会。实际上金融行业对于尽职调查十分重视，不论是投行、PE、或券商研究部门，投行尽职调查的目的在于去尽可能的发现企业的财务瑕疵和法律障碍，从而使之改正而使券商自身达到免责，相比之下，并购基金进行尽职调查主要是为了挖掘出企业潜藏的价值以及增长潜力，更加侧重于企业现有和可能带来的价值。券商投行和股权私募的对比让我想起来一级市场和二级市场的金融领域划分。在传统的一级市场上，我们可能将券商投行和股权私募都划分为一级市场，读完这本股权私募圣经，其实自己更愿意将股权私募和券商研究部划分为一类，股权私募致力于通过扎实的研究分析和切实的调研访谈挖掘出具有投资价值的未上市公司，并实现买入持有策略，而券商研究部的策略对象则是围绕着已上市公司；

邹磊　15021002

【20160302】刚一拿到这本书，心里想这该不会是一本教科书吧（出版社是复旦大学）。书的前面几章是那种教科书式的关于 PE 的简单介绍，但比教科书生动了许多，也让我对高大上的 PE 有个大体的认识。在美国的 PE 发展史上，PE 除了门口的野蛮人这一角色外，也扮演了助推器的作用，比如说美国，微软、苹果、

谷歌、脸书等明星公司的成长背后，都有 PE 的影子，他们带去的不仅仅是资金，还带去了管理方法、市场推广、公共关系。而我国的 PE 现在更注重 PRE-IPO 项目，在这种情况下，那些不怎么好的的 PE 机构亦能够甚至更有可能融到 LP 的投资。因为传统意义上，LP 决定是否投资一只 PE 基金最关键的判断依据是 PE 机构，也就是 GP 的能力，特别是投资判断能力、增值服务能力、灵活退出能力，但在 PRE-IPO 模式下，这一切不再重要。因为只要企业在短期内能上市就万事大吉，要是有大型券商入场那就更好，那么这就把对企业是否值得投资的判断换成了对企业能否上市的判断。同时，PRE-IPO 模式不需要增值服务能力，无需带去新技术、新的管理方法，坐等企业上市获得投资收益即可。但为什么 PE 到中国来就变味了呢？（不禁联想到上课时候老师所说的 p2p 现象，国外一个国家大约有几个 P2P 公司，但在中国却有几千家，仿佛什么金融机构到中国来都换了模样）抛开政治因素的权贵资本不谈外，这与我国 PE 的投资者结构有很大关系，成熟国家的 LP 主要是养老金、金融机构、大学基金会等机构投资者，但中国的 LP 主要是高净值个人，其中绝大部分是民营企业家，很多民营企业家对自己能力非常自信且普遍持有短平快的心态， PRE-IPO 模式下的不规范做法正好迎合了他们的投资需求。

【20160306】找到投资人的难度有多大？关于这一点新闻媒体上有很多报道:“四大名助”孟非 300 万助力自闭症治疗马场主、“创业英雄汇”的谁谁谁又拿到陈光标的几百万，看起来好像很容易。如果创业者经常留意这些新闻，就会被网上铺天盖地的投资新闻弄得乐观异常，觉得就那些项目都可以找到几百万几千万的投资的话，如果给我逮住一个投资人，我绝对可以说服他投我个几百万什么的。但是当看完整个商业计划书这一段以后，光是商业计划书就得对企业和市场的方方面面了解透彻，更不要说在投递 BP 后被投资人扔到垃圾桶背后的心酸，而且这只是万里长征的开始。但如果我们沉下心来面对自己，其实找钱路上的艰辛是可以认知到的：就像自己赚几万块都很难，投资人的几百万几千万也一样不是大马路上捡来的，他们拥有这些钱的过程一样很艰辛，投资人绝对不会浪费自己的一毛钱，他们是要从你身上赚钱。从这一点来说，创业者前途可能是光明的,但

道路一定是曲折的。

【20160309】这一章花了很大篇幅讲了 PE 的尽职调查，在实习的时候因为债承也去企业做了两次尽调。与书上的案例一对比，实际做的大概一致。书上列举的一大堆尽调清单，总结起来就是要确认两个问题：第一是否“华而不实”，这方面主要指公司资产方面的核查，主要由会计师完成，看资产质量资产构成等财务资料是否属实。第二方面是看是否“身家清白”，投资跟结婚类似，总是要找个身家清白的人过日子，否则麻烦多多，企业过往如果存在问题，投资人也会受牵连。但除了书上的那些规范步骤外，实际上的尽调也有很多有趣的地方。比如说我的师傅尽调时都喜欢在企业车间摸来摸去，看是不是车间有很多灰；进到企业停车，他会顺便看一下车棚里有多少车了，有时候顺便数一下自行车摩托车的数量了，因为这个可以侧面反映下企业有多少员工；最后，师傅一语惊人：尽调最高境界是酒桌上尽调，真正的风险点往往是老板不愿揭示的，有的喝嗨了就说了。

【20160313】投资人估值目的是以现金入股成为新的股东，也就是说，对现有公司值多少钱，现有股东和投资人达成一致后，投资人出现金进公司账户，并获得一定比例的股份。粗看起来这就是花钱买股份，但在 PE 中用买并不合适。因为简单的，对于一桩现金买卖，在交易当时双方是有比较强的利益冲突的。很简单，如果只是一个买卖关系，比如我们去买一个房子或者一个车，两方可以说基本没有一致的利益，而几乎是一个零和的博弈。在这个场景下交易双方就容易对立起来。但实际上投资人入股，虽然也是有一些利益冲突，但本质上，尤其是在初创阶段，估值并不是一个很重要的问题。无论是对投资人还是对创业团队，公司做不起来，多少比例的股份都没有意义，所以说到底投资人是基于对创业团队的认可，一方出钱一方出人出力一起创业。两方其实是在一边的。而如果创业者在谈判的时候心里有了“卖公司”的基调，实际上是不利于和投资人进行合作的。当然肯定会有成功进行后续多轮融资的创业公司再回头看，会可惜早先以低估值融资，和后面几轮比“亏”了。但说白了这是典型的事后诸葛亮。创业公司的最大特点就是高成长性和前途不确定性，所谓此一时彼一时。对公司而言，只要拿到

了发展所需要的钱，出让的股比在自己能接受的范围内，在初创阶段具体估值多一点少一点不是很重要的事情。尤其不要有自己在“卖公司”的想法。当然到了后面几轮，公司前景更明朗，议价能力更强，而且因为多轮融资后出让的股比已经不小，创始人股比被稀释多了要考虑控制权的问题，那么到时候的估值议价，又是另一回事儿了。

【20160316】虽然对赌协议本意是希望起到激励创业团队的作用，但也有可能伤害对方。打个比方，投资就像是一次婚姻，我们都希望婚姻的双方感情一直很好下去，维系婚姻的是双方的感情，而不是男方能赚多少家用，女方能不能生育。虽然男方的收入女方的生育能力会影响今后的婚姻状况，并且可能导致离婚，但是在领结婚证之前就把这些条件都写出来作为结婚的条件，会严重影响婚姻双方的感情，也会导致很多短视、非理性以及欺骗的行为。如果这个比喻不恰当，那么投资方和被投资方的地位并不是对等的，投资方掌握的主动权更多，那么对赌行为对于被投资方的风险性就更大，伤害也更大。这又导致了投资双方关系的变质，已经偏离了原本创业团队希望的“激励”作用。对于早期 VC 来说，投资一个公司要和他一起走过 3 年到 5 年甚至更长时间，还有 B 轮 C 轮等多次融资，投资不是一个短期行为，需要创业团队都有更长远的视野，更多的耐心，需要投资方有更大的魄力，更强的前瞻性。用自己的专业性去替代对赌是更健康有效的方式。

【20160320】PE 是一个完全以结果为导向的行业，任何交易的结果最终都会得到检验，PE 在要求被投资企业有清晰的战略跟方向，作为这个行业中的企业本身，同样需要有清晰的战略，随着中国 PE 由多向精的变化，专业化可能是未来的一个方向。举个例子，一个对医院内部建设一知半解（比如事故后如何处理官司，而这些事件将极大影响到医院收益，从而很可能严重导致投资人收益损失）没有经历惊心动魄处理的投资者，他最多扮演很小的跟投角色，根本谈不上主投或并购。故而大而全的 PE 应该会在不短的时期内发生一次不小的调整，许多 PE 机构的生意会建立在自身有优势（行业知识和社会资源）的行业中，未来 PE 的

核心价值不光是引入资金，被投资者更希望从投资人那里得到行业发展有价值的建议，比如大市场环境、行业营销策略、甚至生产研发的一些核心技术引进，对企业的服务价值发挥到更极致。

赵博

【20160302】书中的前言说得很好："股权投资基金已经不再是一个陌生的事物。人们对股权投资基金的认识，从一无所知，到视之为洪水猛兽甚至将其'妖魔化'，再到群起仿效、趋之若鹜，可谓经历了戏剧性的转变。"那么在这场巨变之中，身为金融新人的我们，肯定是要掺和掺和了。简而言之，PE 基金的运作流程可以分为四个环节：募资、投资、管理和退出。今天想单独挑出管理来谈谈感想，事实上，业界对于 PE 的管理褒贬不一。有的认为 PE 的管理是立足于公司的长远利益，突出的是企业的价值，所以管理应该更有效、更长远；但是有的则认为 PE 的管理是为了快速的退出获利，因此一切迎合退出渠道的管理方法都是其追求的重点。事实上，不管 PE 基金是助推手还是搅屎棍，都不妨碍我们站在学习的角度去看待它，因为它的本质是用价值去创造价值，用价值去管理价值，这便是一个金融人的基本思维。

【20160306】我有个习惯，就是一本书一旦开了头，就很难停下来，不一口气读完就会不舒服，尤其是这么一本干货十足的书，今天就结合自己的一点点经历来谈谈 PE 的退出环节吧。常见的 PE 退出策略有出售、第二次收购、IPO 和清算，排除清算这一种极端的情况，其他三种倒还是蛮常见的。书中给了美国 PE 在

2001-2010 年间的退出方式，出售是 PE 采用较多的方式。那么出售是什么呢，其实它就是指并购，即 PE 投资的公司被其他公司并购，PE 借此出售股份变现，或者通过换股的方式获得收购方的股份。这就不禁引我思考，即资本市场和实体经济的关系。单纯来讲，出售只是 PE 的一种退出方式，它的源头是资本市场并且最终回归了资本市场，那么 PE 对于被投资的公司，或者说对于实体企业的意义在哪里呢？细细想来，这其中的意义便是实现优质实体企业与资本市场的完美对接。无论从最初的项目筛选和价值管理，还是到最后的种种退出策略，这一切的一切都是资本以其“快速”的特点助推实体企业/经济，使优质的实体企业存活、发展和壮大。我想这也是为什么说，资本以其无坚不摧的力量在支撑着整个现代社会。

【20160309】前段时间去南京出差，到标的公司做尽调，虽然没有涉猎很深，但是也算是对尽调的思路和具体流程有了一个感性的认识。今天就结合书中的“尽职调查”一章，谈几点感受。在尽调开始之前，作为独立财务顾问的中介机构一般会拟一份尽调清单，清单包含的具体细则可能不同，但是大体的思路是一致的，比如书中所写的财务尽调、税务尽调等等。清单上列出的内容都是中介机构希望了解的，并以此作为评估标的公司价值的依据。但很可惜，实际操作过程中往往并不如人意。标的公司往往难以百分之一百地按照中介机构的要求提供尽调材料，有不想的原因，也有不能的原因。虽然中介机构在估值、审计和法律方面是专家，但是往往对标的公司所属的行业并不熟悉，这就会出现标的公司愚弄中介机构的现象。那么如何有效地完成尽调，得到更加合理的企业价值呢？我想这便是对于金融从业人员的一种更高要求：不仅要成为自己行业内的专家，更要在多个领域、行业有所建树；不仅要了解金融、了解资本市场，更要深入了解商业、了解实体经济。路漫漫其修远兮，吾将上下而求索。

【201603013】最近在读估值部分，不得不说估值是一个技术活，专业的估值方法是需要深入学习和研究的。但是话说回来，所有的估值方法也并不是仅仅存在书本中的公式和模型，实践操作中的估值是十分灵活的，需要具体情况具体分

析。通常的估值方法有收益法、资产基础法和市场法，如何去选择和运用要根据不同的标的公司来定。比如一家轻资产、收益稳定且市场上同类企业较多的标的，收益法和市场法都是不错的选择，那么具体以哪种方法作为最后的评估结果便是仁者见仁智者见智了。除此之外，在估值的过程中不可避免会出现很多问题，比如资料收集不全、标的公司蓄意造假等等，前者可以通过提升金融从业人员的专业素养来尽力避免，那么后者呢？我曾经听说在福建的一起并购案例中，标的公司的老板为了伪造利润竟然自己开了一间假银行，这是何等的魄力啊！当然，这仅仅只是一个玩笑，但是不可否认的是金融理论与金融事务之间确实横亘了一条很大的鸿沟，想要逾越它可是需要花费不少的时间的。

【201603016】书读得差不多了，今天想谈谈 PE 尽调和并购重组尽调的一些不同之处。举个例子说明的话，我想可以这么说，在并购重组过程中，包括投行在内的所有中介结构，他们与标的公司和上市公司是一条战线的，大家一起努力对付证监会，在合理合法的范围内促使项目通过。这也就是说，尽调的时候可能会有“感情分”在里面。但是 PE 在投资过程中，尽调是为了更好地了解标的公司的质地，并不存在谁和谁是同一条战线，也不存在“感情分”。在这个时候，发现弊端和发现价值是同样重要的。因此，我们不难看出，投资的根本在于了解，而了解的过程却可能因为业务的不同、目的的不同而发生变化。一是“掩”，一是“露”，这一掩一露中便是一门学问。

【201603020】读完这本书之后，其实我想得更多的是就业选择的问题。就目前的国情和就业现状而言，财经相关专业的大学生在毕业之后会优先考虑银行、券商，私募并不是第一选择。我想原因可能有这么几方面：第一，就目前发展程度而言，私募比不过银行和券商，无论是待遇还是认可度，私募都留不住人才。第二，从行业内部来看，大型的私募毕竟是少数，小型私募比比皆是，这就可能导致员工未来的发展受限。事实上，只有当整个金融发展水平提升了，私募行业才能真正得到发展，无论从规模、认可度上，还是从人才的培养和发展方面。但是对于我们而言，了解是第一位的，只有当自身具备了相关的经历和资本之后，才

可以用实际行动去饯行金融理念，那个时候私募作为一种有效的对接资本市场的方式才能发挥巨大的作用。

谢龙

【20160302】《股权投资基金运作》——事实上，很长一段时间里，私募股权基金与私募在我眼里并无分别。实际上，从募资方式来看，私募股权基金被归为私募确实没有问题，只是惯常理解之下，我们一提到私募，脑海里首先浮现的便是发行基金产品募资，再投资于股票期货，于二级市场里叱咤风云的基金经理们诸如王亚伟、王茹远、徐翔等人。是以，在那一段时间里，我对于私募的兴趣缺缺，原因是当前在二级市场里沉浮的私募基金实在是多如牛毛，数以万计的私募大军里，又总是良莠不齐。

第一次了解到 PE 是在一次不经意的新闻浏览里看到沈南鹏的名字，当时的我惊诧于这家叫做红杉资本的公司的投资名单里居然包括那么多耳熟能详的名字，我想任何对于金融稍有敏感者都会精神一振。细探之下，一级市场股权投资的渐渐在我眼里显露真容，让我对这个充满挑战性与刺激性的行业兴趣愈发浓厚。不同于二级市场投资，PE 总是略显低调，算得上是闷声发大财的典范。与二级市场中充斥着的明星研究员、明星基金经理不同，一级市场投资中广为人熟知的名字屈指可数，但每一个名字的分量，都要比一般的明星基金经理或者明星研究员重的多。尤其是重实务者，虚名所能带来的东西更是要少一些。

PE 从某种意义上来说，可以看作是整体较为务虚的金融行业里较为务实的分支，不同于二级市场的零和游戏，PE 获利的前提往往是投资标的价值的提升，而标的价值的提升，一般也就意味着实业有所进展，对于社会的作用亦应该是正向的。这是件很有意义的事情，在自己有所收获的同时，也对社会做出一些贡献，于我看来，这是符合商业精神的，互利共赢，同时带来正的外部性，这比单纯的索取或是给予都好的多。

PE 行业的生活也是刺激的，你需要了解一个个新的标的，进而知悉许多以前未曾涉足的行业，由此来判断投资标的是否值得投资，这对于人的积累而言无疑是非常有用的，对于年轻人而言，不断接受新的事物，开拓眼界无疑对职业生涯是件不错的事情；而对于年长者来说，以投资作为职业生涯末期的归宿，求新求变，生活总会多一些新鲜感，不至于太过乏味。

当然，PE 的运作并非那么简单，投资流程也会显得有些琐碎，真正投身其中也许时间久了会觉得有些乏味有些疲累，但是这世上又有什么事情是可以一直顺遂的呢？

【2016 年 3 月 6 日】《股权投资基金运作》——去年有机会与前辈沟通，关于如何选择一个好的标的，前辈所言，核心不外乎两点："竞争与成长。"投资真的这么简单么？看似简单，实则如开水白菜，清汤挂面，大抵都需要抽丝剥茧，将精髓剥离出来，再由这一点点看似简单清淡的精髓，品出无穷余味。

如果将宇宙道德之类玄乎的道理排开不论，纯以商业角度衡量，竞争和成长确实道出了价值投资的核心所在。不管是二级市场还是一级市场，只要你是一个价值投资者，那必然不由自主地会以这两点作为标杆来衡量每一个标的。这点，即便是我这样一个仅涉及投资皮毛的小菜鸟也有所体会。

一个好项目，之所以能够吸引到 PE 蜂拥投资，最重要的也是在于这一点。投资关注的是未来而非过去。

现今的市场，项目多如牛毛，PE 也多如牛毛，但是成功的项目不多，成功的 PE 也少，究其原因，很大部分是在于好项目太少，僧多粥少的情况下，没水喝的和尚迟早要渴死。明白竞争与成长的道理的 PE 我想并不在少数，但是这里面有两个问题：首先，大多数项目也在对自己进行包装，而 PE 的甄别能力也并非是强到无以复加，尽管有尽调的存在，但是在不少时候，PE 并没有能够将资

金投资到好的项目里去。而有些 PE 由于收益率上的强制性要求，又常被迫在没有好项目的情况下，不得不将资金投入到并不是那么优质的标的中去。其次，获取好的项目并非是有钱就能办到的，在一个资金非常充裕的市场里，资金端的优势并不显著，获得好项目里，有太多人为因素，也许基金中有几个人脉资源非常充足的人物，就能拉来许多好的项目，但是这里问题又来了，脱离了这些人，PE 本身又能产生多大的价值呢？这恐怕要打上一个大大的问号。

近几年，PE 如野草一般生长起来，又有一大片如野草一般死去，大浪淘沙里有多少繁荣与死亡，恐怕很难有人说的清。但我始终觉得，依靠个人英雄主义的时代毕竟不是长久之计，英雄也有衰老也落寞，也会有弱点，即便如阿喀琉斯，也有那双脚踵。KKR，凯雷，华平之流之所以屹立十数年乃至数十年而不倒，除开初期领导人杰出的才能之外，更重要的在于建立了完善的治理制度并严格的遵守契约精神。中国市场并不缺能人，但是契约精神却是一直以来就缺乏的东西，这对于商业而言，是非常致命的一件事情。

此外，关于 PE 投资，这其中还有着许许多多的问题，譬如募集来的资金使用缺乏监管，譬如投后事项没有持续尽责，譬如 PE 在二级市场与大股东、庄家、卖方分析师等人合谋套取散户口袋里的钱，这些问题在当下的市场中并不鲜见。风头过去，人才会开始冷静，当前的 PE 市场依旧火热，但理性迟早还是会回归到这个领域，“竞争和成长”势必会赢得更多人的认同。

【20160309】《股权投资基金运作》——PE 投资的流程看似并不复杂，与投行业务、尤其是并购重组业务的相似性也很大。今天这篇报告我想主要说说 PE 投资与投行并购重组业务的异同点，当然，这只是我个人的理解，难免会有些纰漏和不尽然的地方。

首先看项目获取，PE 项目的来源比较多样，来源方包括投行、律所、会计师事务所以及许多其它方面，这一点投行其实也是类似的。承揽是金融中介以及

投资行当里非常重要的一端，好的项目并不会主动找上门，而是需要承揽人员在不断与人沟通交流的过程当中去挖掘获取。总体而言，项目获取上，PE 与投行差异并不大，但是对待项目的态度来看，还是有着比较根本的区别，PE 看的是可不可投，而投行看的是可不可做，一个是投资，一个是中介。

再看尽职调查，PE 一般是有着前期尽调的过程的，而从投行虽然也需要尽调，但一般做的不叫前期尽调。尽职调查的目的都是在于了解标的，与标的企业管理层建立比较好的关系，促成项目的推进，但是投行做尽调最重要的目的是在于规避风险、防止不合规，而 PE 在达到相同的目的的同时，还需要判断标的是不是有投资价值。因此，相比投行，PE 的尽调单往往会长很多，毕竟投下去的可是自己和客户的资金，一损俱损，而不像投行，假如发现事不可为，大可以抽身而退，机会成本并不高。

尽调之后，就是估值，在这一点上看，PE 和投行估值的方法基本都是相同的，当然对于不同的行业、不同的公司，方法上一定会做出调整。由于投行一般是作为收购方财务顾问存在，因此站在买方的角度上，这和 PE 的位置是一致的：作为买方，收购标的的价格总是会希望越低越好，这就像我们自己去买东西，会想要讨价还价，能省点钱就是一点。

做好了估值，接下来就是整个交易中最重要的环节：交易结构设计。实际上，我们一般采用的交易结构就算再复杂，看起来也不会复杂到哪去，但是要说它简单，又是万万不能的。为什么呢？在我看来，这其中最主要的原因在于，交易本身是人和人之间的活动，由于各人的利益出发点不同、思维及观念差异，想要让利益关联方坐下来达成一个相对统一的意见是非常困难的一件事情。“世上最复杂的东西莫过人心。”涉及利益巨大的时候，要让彼此让步最终走到一起自然并非易事。这时候，站在不同的位置，想法自然不一样，投行也许会想要给雇主争取更多的利益，但是想的更多的是促成这笔交易；而作为买方，自然是希望以更低更实惠的价格将收购的标的拿到手。这里面的故事很多，凡是涉及到人性成分

多一些的地方，总会尤其精彩，大家耳熟能详的 KKR 并购 RJR 的故事便是非常经典的一个案例。

交易达成之后，对于 PE 来说便是使标的增值，进而寻机退出，而对于投行来说，故事便到此告一段落了。

【20160313】《股权投资运作》——今天是这本书最后一次交读后感，然而最后的几十页里包含的信息量却是非常之大的。想要一一尽述，无疑是很难的一件事情。

关于文中所述内容，我对两点体会相对深一些，因此我也主要打算围绕着这两点来谈一谈。

第一是关于融资模式，当前非常常见的融资模式就是采用杠杆收购，这一点不仅仅是在 PE 体系里常被用到，实际上类似并购业务当中，这也是常见的方法。举个典型的例子，去年轰动一时的“万宝之争”，宝能系之所以有那么多资金来大举收购万科股权，其主要原因就在于宝能大笔使用了杠杆资金。而同样作为险资的安邦，去年屡屡举牌 A 股上市公司，其凭借的除了充裕的保费之外，也是运用了大量的杠杆资金。资金从何而来？大部分应来自于银行或者影子银行。杠杆收购有个好处，收购方自身所需出资不多甚至极少，而使用收购标的未来的现金流来偿还借贷。但是这样就有一个问题了，假如收购之后经营不善，标的现金流无法偿还借贷，那会发生怎样的情况呢？毫无疑问，这个风险转嫁给了银行以及影子银行。风险一旦兑现，往往就造成了损失，甚至会转换成危机，而银行系统一旦出现危机，那么整个金融体系就难免会出现连锁反应。另外，谈到险资举牌，其使用的资金自然也有很大一部分是来自于保费。保费是什么？那是投保者用来对冲自身自己可能遇到的风险的资金，而这样的资金一旦出现较大的亏损，最终真正承担风险的无疑还是投保者。险资举牌固然是看准当前 A 股公司普遍市值被低估，但是股票市场抑或是 PE 市场是存在着较大风险的，没有谁能够保证他所

投资的标的就是稳赚不赔，所以这里不可避免的要产生道德风险问题。说来说去，最终风险还是可能要被转嫁到普通投资者的身上。

关于这个问题，我曾经请教过学界的一位老前辈，以他老人家的观点，解决这种问题的根本并不在于法规的限制，更多的还是在于培养契约精神。当时并不是非常理解这个说法，但是现在想来，如果我们的企业是以契约精神来经营，那么从管理层的道德角度来说，至少不至于过于行险，也不容易出现太多逾矩的状况。当然，法规的完善是必要的，比如说险资参与高风险投资的比例应该是怎样，一旦违犯法规应该如何施行惩罚措施，这些都值得好好做做文章。

第二点是关于 PE 的退出制度，国外的退出手段目前较为丰富，并不仅限于 IPO，还包括二次收购、股权出售转让、并购、清算。而中国市场的手段就比较单一了，IPO 可以说是最主要的退出手段。这种状况就会带来一个问题：如果一个标的无法保证其一定能够在一定时期内做到上市，那么 PE 也许就不会将资金投入到该标的，这样带来的直接结果就是大家都奔着高收益率、快速变现、成长性极高的行业去了，与此同时，又有大量行业的企业无法得到投资，整个市场难免显得有些急功近利。就比如说我最近接触到一家企业，它主要经营的是通信塔业务，原本谈好了一家投资方，但是试生产过程中另一家做石墨烯生产应用开发的企业也找上了金主，其美好的发展前景自然而然地打动了投资方，然而资金是有限的，于是乎做通信塔的这家企业就不可避免的遭到了舍弃。要改变这种状况，至少丰富退出手段，应该是非常重要的一环。

【20160316】

PE 的流程很复杂吗？在我看来并不。

PE 的逻辑很复杂吗？完全不是这样。

近期又亲身参与了一个项目融资，这次的流程相对简单一些，因为前期已经积累了充分的尽调材料并且公司本身资质也很好，所以要做的事情基本上只剩下将项目推出去，吸引有足够实力的投资者参与到项目中来。吸引投资者很难吗？说难难，说不难也不难。事实上，好的项目完全不缺投资者，但是对于投资者的筛选也是需要有所讲究的。就如周一牛哥在课堂上所言一般，两个人给你投资，一个是徐小平投一千万，一个是煤老板投五千万，尽管看起来煤老板投的多一些，但是徐小平的一千万却会起到示范效应，为项目拉来更高的关注度，带来更多的投资。当然，这是天使轮。项目越是靠近 IPO，投资人往往越是低调，在我看来，颇有些小圈子的感觉。这时候仍旧是需要寻求靠谱的投资者的，你得保证投资者在为公司带来资金的同时，也给公司的发展提供正向至少是非负的效应，而不是拖后腿，而如今投资者千千万万，除了有些我们难以拒绝的投资者之外，剩下的也是需要筛选甄别的。

有时候我会思考什么才是真正的投行业务，承揽承销承做，我们在看待它们的时候常常是将其割裂开来看，这样的看法应该是有问题的。事实上，三者密不可分，其目的还是应回归到金融的本质：将资源的富余方与稀缺方匹配起来。所有工作，实质上都是围绕着这一点展开的，如果偏离了这个轨道，那这项业务想来是很难做好的。

只是，立身不同，视线难免会有些遮挡，以致无法看清事物的全貌。投资看似高大上，其实过程是琐碎繁杂的，从事琐碎繁杂的东西时间稍久一些，脑子就容易发懵。譬如说你可能得花大量的时间做尽调，整理底稿，申报，这些事情并非无意义，一方面，它可以让我们拿到一手的详实的资料；一方面，也降低了自身可能遭受的风险。或者说是做 PPT，写商业计划书、融资推介书，这样的事情其实目的更明确：吸引投资者。

现今这个时代，谁都会有点风险意识，哪怕是熟的不能再熟的朋友，也未必

就能百分之百放心，所以关系固然是一面，关系可以带来项目和资金的意向，但是并不能决定项目最终是否落实，也无法决定资金是否到位，起到定音鼓作用的

终究是你对这个项目的态度到底如何，是否花了足够多的功夫钻研。
在这一点上，其实任何事情都是类似的。要将一件看似简单的事情做好，总是要付出不简单的努力，大凡看似美好而简单的东西，实际上都是简约而不简单。

【20160321】《股权投资基金运作》——最后一篇关于本书的读后感，我想主要说说自己对于提升公司价值的一点感受。之前我们谈论了许多关于资本运作的东西，但是除了投机性的获利与价值投资，作为一家 PE，更多的是要参与到公司的治理中去，切实的提升公司的价值，让自己与投资标的一起成长，是为双赢，并带来正的外部性。

成长期的企业，如果管理团队本身就是个富有执行力、高效有远见的团队，那么 PE 介入之后，对于公司治理就不需要过多的干涉，无为而治，提出自己的意见即可。但是对于一些成熟期的公司，PE 如何去提升它的价值呢？
答案其实很多人都知道，无非是了解公司、制定发展战略，更换管理层、员工持股、引入战投之类。但是这里面所涉及的问题之复杂，又远非简单的几句话就能说的清楚。就好比说我最近遇到的一个关于传统国企员工持股激励的案例，在这里我想和大家分享一下。

这个案例发生在去年，案例的主角是哈药集团，该集团于去年年初，将旗下三精制药和哈药股份进行重组，把制药相关业务和销售相关业务分别整合到哈药股份和三精制药两个上市公司平台，并将三精制药改名为人民同泰。随即，在该年 7 月 21 日，哈药股份宣布实施股权激励计划。
这个股权激励计划非常有意思：公司拟向 985 名员工授予 7660 万股限制性股票，

约占目前总股本 3.99%，首次授予限制性股票 6900 万股，预留 760 万股，占总股本 0.0396%，授予价格 6.67 元/股，当日市值 12.29 元，折价 46%，锁定期两年。

预留股票价格为以下较高者：

（1）价基准日前 1 个交易日公司标的股票收盘价的 50%；

（2）定价基准日前 30 个交易日公司标的股票平均收盘价的 50%；

（3）定价基准日前 20 个交易日公司标的股票加权平均价的 50%；

（4）公司标的股票的单位面值，即 1 元/股。

哈药股份的股权激励计划采取的是半价授予，包含了授予资格条款以及限售解除条款，这两个条款都非常严苛（授予资格条款和限售解除条款参见哈药股份员工持股计划书）。

初看到这样的条款，并没有仔细思考其中的深意，但是经过前辈解惑以及一系列探讨，才明白这并非是随意做出来的结果。

股权激励的根本目的自然是鼓励员工更好的为公司服务，将公司利益与员工利益绑定在一起，从而提升公司运营效率，创造更大价值。这是毋庸置疑的。但是为什么哈药股份要采取这样的条款呢？

半价授予，确实是非常大的优惠，因此对于这样的条款就必须采取限制，限制有二，限售以及授予资格。

首先限售解除条款相当于是提供了一个对赌协议，如果业绩不能达到预期，限售无法解除，员工也就没办法享受股权激励带来的好处，这就激励员工好好干活争取达到业绩。

其次，限售条款提出的苛刻条件也是表明了管理层对于效率大幅提升是有信心的，这对于员工而言也可看做是个激励。

授予资格条款应该是有三重目的：

首先，如此大幅度的折价如果不加上授予资格的限制是没办法通过上层管理机关

的审批的。

其次，严格的授予资格审批配合限售解除条款也是为了防止国有资产流失。第三，优厚的授予价格配合严格的以业绩为考量标准的授予资格条款对于员工本身也是一个激励。

该股权激励计划还有预留股份，这算是给后来者一些希望，让旁人看到这家企业是有前途的，如果自己参与并投入也有希望分享这份收益。
还有一点，该计划是在哈药与三精整合完毕之后推出，之所以选择这样的时点，也是有着在排除同业竞争，企业目标一致之后再推出该计划从而使计划效果最大化的考量。

一次看似简单的股权激励，实则背后需要考虑的因素相当之复杂，对于哈药股份这次股权激励是否能够成功，我不敢下断言，毕竟其承诺利润增长倍数太高，对于一家传统产业公司而言，近乎奇迹。现今的 PE 热衷于投资新兴产业诸如 TMT、新能源领域，而往往对传统产业采取回避态度，一是在于新兴领域投资回报率要高一些；二也是在于传统产业公司不管是上市还是非上市，其公司治理上存在的问题往往会多一些，改革起来尤为困难，一些国企更是其中的典型。成本高、阻力大、前景未明，面对这样的景况，选择别的投资方向无可厚非，但是我始终认为投资如果过度脱离实体，终究是无根之水，譬如最近流行的 Papi 酱，已经被估值十个亿，获得好几家机构，包括真格基金在内的 1200 万元投资，但她真是一个好标的吗？我看未必，这个 IP 具有多大价值，实不应该仅从点击量来看。而传统产业真就那么不堪一投么？自不尽然。

关于哈药股份，我发自内心希望其在未来的几年中达成其股权激励的限售接触条件。

丁称 15021027

第一次知道 PE，其实是在和同学谈及职业生涯规划这个话题的时候，不记得当时他都说了些什么，只留下了 PE 很牛的印象。再后来陆陆续续的也对 PE 有所耳闻，现在能接触到这样一本相对全面，有案例有理论又有操作细则的入门教材，实为幸运。其实股权投资由来已久，但是私募股权投资则是近 30 年来才获得高速发展的新兴事物。所谓私募股权投资，是指向具有高成长性的非上市企业进行股权投资，并提供相应的管理和其他增值服务，以期通过 IPO 或者其他方式退出，实现资本增值的资本运作的过程。盈利是任何投资行为的直接驱动因素，亦是投资行为存续的理性前提。对于 PE 而言，兴趣不在于拥有分红和经营被投资企业，而在于最后从企业退出并实现投资收益。对于不是控制欲太强的企业，这种为企业“量身定做”式的投资，完全可以实现双赢——企业价值获得满意增长，PE 分享合作伙伴成功硕果。

在繁琐的投资流程中，收购过程是时间最紧，工作压力最大，然而对成功收购贡献最大的步骤。而收购谈判的核心问题一是确定交易标的物，二则是收购价格与交易架构。说到底私募交易的核心还是企业的估值，企业的估值定下来以后，融资额与投资者的占股比例可以根据估值进行推算。企业估值谈判在私募交易谈判中具有里程碑的作用，这个门槛跨过去了，只要基金不是太狠，比如要求回赎权或者对赌，交易总可以做成。我想着也是牛哥为什么要让我们在学习企业价值评估课的同时阅读这本书了。

值得一提的是这本书的几篇序言其实都在强调股权投资是价值创造的过程，要回归价值创造的投资理念。“在经济崛起的大环境中，重要的是你在唱什么，而不是你懂什么”，而当盛宴不在、喧嚣落定的时候懂得价值创造才是王道。反观中国股权投资基金行业的快速发展，当不断听闻有同学去刚成立的私募实习，

校友群中有人询问申请私募牌照相关事宜时，不禁有些担心快速发展背后有多少不理性因素又埋下了多少隐患。

第四章与其说是介绍项目的来源，不如说更多的是在告诉我们如何去制作一份“有效”的商业计划书。一份成功的商业计划书，应当是信息充足、有侧重、有针对性、切实可行的。既要展现宏伟的蓝图，亦要让投资方看到你是注重细节，一言以蔽之，要让 PE 看到他们想看的信息，要让他们对这个项目有信心。一个有投资价值的项目不能只是富有激情的创业者或者企业家的“想当然”的美好意愿，而当是经验丰富的业内人士深思熟虑的成果。“潜在的”市场可能是巨大的，未来可以是美好的，然而“潜在”到“现实”的转化是需要条件的，为什么认为这个潜在的市场应由你在这个时候去开拓，是不得不思考的问题。商业计划书的编写，是说服投资者投资的过程，亦是看清现状规划好未来，回答上述问题的说服自己的过程。

一份好的商业计划书当然是获得融资的重要助力，然而实现融资的过程依旧是任重而道远。一般而言，经济景气时，基金会追逐企业，特别是在 TMT、新能源、环保等领域，只要企业有私募意愿且素质不是太差，基金往往闻风而动。但是在企业私募愿望空前强烈的经济下行阶段，谈判难度骤然增加，这时候财务顾问、投行券商、律师的推介就起到很关键的作用。在中国，绝大多数私募交易谈判的发起来自于私募股权投资基金投资经理朋友的推介以及中介机构的推销。事实上，我国私募交易谈判的成功率并不高，究其原因，可能为：第一，企业家对企业感情深厚，内在估值判断过分高出市场公允价格。对于对企业充满感情的企业家而言，不是一个满意的价格是不会愿意让别人分享企业的股权。但基金的投资遵循严格的价值规律，特别是经过金融风暴的洗礼以后，对于企业的估值更为谨慎。第二，行业有政策风险、业务依赖于具体几个人脉、技术太高深或者商业模式太复杂。不太理解，搞不清楚的项目远离当然是比较好的选择，因此基金倾向于选择从市场竞争中杀出来的简单生意，即使行业土一点、传统一点。第三，企业融资的时机不对，企业过于缺钱的样子吓到了基金。即使私募是要和小伙伴

共享成长硕果的，但一样也是锦上添花而非雪中送炭的活动。

投资其实就是在充满不确定性的情境下做决策，要获得持续成功极具挑战性，即使是层层筛选认真考量后投的项目也有可能会有失手的时候。私募资金管理者极尽脑汁所做的其实便是与不确定性做斗争，因此，调研可谓是投资的基本功了。尽管调研并不一定接近真相，但不调研可能距离真相更远。忽略不尽如人意的准确性、时效性，独立地对行业和目标公司进行研究对于避开明显的陷阱还是很有帮助的。投资是既要吃猪肉，也要多看猪跑，比拼的是心智、经验和风险控制。应该说调研是贯穿在整个投资活动进程中的，只是不同阶段的侧重点会有所不同。前期调查主要目标是判断项目的质量，是否具有可行性，以及对符合其投资标准的项目做后续投资所需的信息资料储备。通过前期调查，PE 对目标公司所在行业的发展趋势以及企业的商业模式、优劣势等情况有了自己的分析和判断，并据此权衡目标公司的潜在收益与风险，决定项目的取舍。看到书中的案例剖析结合实习时所见所闻，越发觉得投资不仅是一门学问，更像一门艺术，可能对很多东西我们会有判断，但是又有很多事情很难讲清。具体到一个项目的判断，这个判断标准是没办法用严格的量化，尤其是在每个基金都有一些自己不同的角度，侧重的领域也不同这个前提下。所以，投资是艺术，权衡见真功。

能进行到尽职调查这一步，说明 PE 对你的“故事”产生了兴趣。顾名思义，“尽职调查”就是 PE 要尽自己的责任，对你和你的业务进行周全的真实性调查，确保其中没有水分、没有漏洞、没有定时炸弹。通常 PE 会委托第三方专业机构（如会计师事务所、律师事务所等）进行尽职调查，并在这些专业机构进场前向目标公司企业主或管理层递交一份财务与税务尽职调查文件清单。尽职调查的过程是一个打开“黑匣子”的过程，打开的可能是惊喜，但也可能是遗憾。要做到所谓的“知己知彼”，绝非易事。尽调的过程是一个价值发现和风险发现的过程，对于 PE 而言这个阶段更看重的是风险发现。而对于企业而言，他们有着隐藏风险、夸大价值的动机。事实上，尽职调查的速度 PE 是控制不了的，快慢都掌握在企业家或者管理者手中的，他们配不配合是获取很多重要材料的关键。因此，

尽调是一个充满挑战的过程，需要熟练的业务技巧，更需要耐心有效的沟通交流。当然，要想发现问题恐怕还是要从细节入手。

除了常规的财务、税务尽职调查和法律尽职调查，根据投资的具体目标和企业的情况，还需要进行其他的一些调查。如平台性投资通常需要实施商业尽职调查，存在环保问题的企业要做环境尽职调查，自称核心竞争力是其拥有的核心技术知识产权时需要进行技术尽职调查等等。尽职调查做得不够有忽略一些重要风险的可能，然尽职调查也并不是做的越多越好，毕竟这需要投入人力、时间和财力。任何的决策都是权衡投入产出的过程，做尽职调查也一样。

“精确地估值”是个伪命题，企业如何估值，某种意义上来说，是私募交易谈判双方博弈的结果，尽管有一些客观标准，但本质上还是一种主观判断。技术角度看，企业的估值可以基于资产（历史成本法和重置成本法）、基于市场（市盈率）或者基于盈利（DCF）。然而在实际应用中，对于已经盈利的企业，参考同业已上市公司的市盈率然后打个折扣，是主流的估值方式。但市盈率法有时候对企业并不公平，因为企业出于税收筹划的需要，不愿意在账面上释放利润，有意通过各种财务手段（比如做高费用）降低企业的应纳税所得。这种情况下，企业的估值就要采取其他的修正方法，比如使用 EBITDA。

收购谈判的核心问题除了收购价格还有交易架构。降低交易成本与风险，实现交易双方利益最大化是交易结构设计的主要原则和目的，然而交易双方的利益并不总是一致的，甚至很多时候是对立的，达成交易结构的共识是谈判协商中最费时然而也最重要的阶段。在当前中国私募股权投资市场，要完成一笔交易，尤其是大型的项目，需要面临诸多的行政审批和利益协调。如果企业最初在选择私募交易架构时选择不当或者后来中途变卦，把架构推倒重来的代价是惨重的，因此交易结构设计可谓是关乎投资成败的重要一环。架构选择上，纯内资架构无论在政府审批上，还是在交易便捷上都具备无可比拟的优势；中外合资架构是无行业限制目前跨境私募中最为可行的一种架构，它即可国内上市、又可境外上市。

交易方式上，资产交易 PE 可以获得优质经营性资产但存在行业准入问题而卖方需重复缴纳所得税；股权交易卖方避免了重复缴纳所得税但买方要承担原企业潜在债务税务等风险。选择什么样的金融工具，需不需要对赌协议，分几阶段投资，设置什么样的选择性条款、保护性条款，设计什么样的退出渠道等等都需要谈判协商好。由衷的觉得，做好股权投资需要专业技术，更需要强大的谈判沟通艺术，确非易事。

私募基金的运作分为“募、投、管、退”四个环节，虽然本书花了大量的篇幅在投资的环节，但事实上管理和退出的环节一样非常的重要。一个好的项目其实是不缺投资人的，那些能够给被投企业提供有效增值服务的机构将更有机会成为胜者。国内的 PE 目前给人的印象仍然停留在把成熟的企业推向资本市场，重投资而轻管理，单靠一二级市场差价赚的盆满钵满，但这样的盈利模式显然是难以为继的。但做好投后管理并不是一件很容易的事情，甚至对人才的要求一点不输于投资决策，从书中列举的各种投后整合的实例中便可发现权衡各方利益、有效提高效率之难。PE 可能需要设立专职的投后管理专业团队或选择管理智库咨询机构作为战略合作伙伴。像本世纪初，全球最大的私人股权投资基金之一的凯雷投资集团就引入了一批传统行业背景的职业经理人来对所投企业在管理上精耕细作，实现价值增值创造；KKR 自己的行业分析团队、运营咨询团队以及高级顾问会对提高企业商业收入和业务提出规划建议。应该说，建立专业化的投后管理团队是 PE 发展到一定的阶段，拥有足够投资数量和专业化分工的客观需求。但对于现在中国的很多 PE 来说，引进有实业企业管理经验的人才价格不菲，所谓的投后管理严重掺水。

如果说前面的环节是赚钱的保证，那么退出环节是真正实现赚钱的灵魂环节。退出是要在恰当的时机退出投资企业以获取高额收益，常见的策略有出售、清算和 IPO。其中企业并购是稳健型 PE 愿意采取的策略，因为可以在股权增值很高的时候转让股权变现；股权回购则适合投资额较小的投资，PE 可以迅速而彻底的退出。IPO 虽是收益程度最高的方式，但 IPO 本身不是退出，PE 并不能在 IPO

后立即变现退出。

雷达

一直对股权投资很有兴趣。从概念上讲，通过投资经理的调查、分析和判断，找到具有未来稳步成长潜力的公司进行股权投资，通过帮助其成长最终在退出时实现十几倍甚至几十倍的收益，是多么辉煌有价值和有意思的事业。而 PE 基金就是专业从事这样事业的机构：在他们的成长史上虽然层被斥为门口的野蛮人，但是历经变迁成熟后的 PE 在帮助投资者实现价值增值的同时，也帮助了许多伟大企业的成长，促进了众多技术的进步，可谓居功至伟。例如书中列举的平台投资和后续投资的方式，通过庞大的资金优势解决企业发展过程中的痼疾，是催生伟大企业的利器。

国内的 PE 市场近年来可谓急速增长，各种私募基金层出不穷，已然是初具规模。由于我国 IPO 实现核准制，PE 投资企业退出渠道有限且困难，导致之前 PE 行业发展有所掣肘。新三板的推出以及其类注册制的机制，使得退出难度大大下降，因而有了上述的大跨越发展。然而新三板毕竟是新兴的市场，且流动性不足，PE 若想大发展仍需等待注册制的慢慢推进。对其前途我充满希望。

近几年来受到宏观经济下行因素的影响，亏损甚至濒临破产的企业之数量呈

现上升趋势，且已成为实体经济面临的难题。政府宏观调控时时在注意流动性和投资不足的问题，虽说没有大水漫灌，但货币宽松其实是不可避免的现实。货币过多，其内在的增值本性促使他们不断寻找好的投资项目。PE 经理们天天奔波在全国各地，辛劳异常。商议计划书作为沟通投资项目和投资人之间最重要的桥梁，其重要性逐渐为大家所认知。尤其是随着新三板的推进，各种美观大气上档次的商业计划书让人眼花缭乱。然而一个有待验证的问题是，投资人真的能从这炫彩的几十页 PPT 中对一个项目形成理智的判断吗。也许对于一个传统行业企业，了解其过去的业绩、行业的发展和未来的计划，确实能够对他形成一定的理性认识，可对于大量的高科技企业、互联网企业，恐怕则略显不足。一份好的商业计划书只是让投资者认识企业的第一步而已。

过去在工作的时候，最重要的任务就是判断一家银行庞大的信贷资产的资产质量，简单的说就是给银行贷款进行五级分类，进而计提相应的减值准备金。最开始的时候这项工作是很简单的，只要按照银监会的规定从严审慎判定。可是慢慢的从业时间从了，才渐渐明天贷款对于企业、尤其是中小企业来说，是多么攸关生死的一件事情。假定一个企业暂时出现了问题，如果此时将其贷款划分到不良贷款，那就相当于切断了他几乎所有的正规融资渠道，剩下给它的大概只有破产或者被整合了。所以从事银行信贷工作的人，都深深的明白融资对于一个企业的生死攸关的意义，在面对这样的事情的时候，既要谨慎防范自身的风险，也要明白过度谨慎可能将一个好企业无辜扼杀，其性质真的可以用“残忍”二字形容。对于股权融资而言，费时耗力、程序繁琐、前后几轮的尽职调查过程，既是保障资金安全性、收益性的必要环节，也是发现潜力企业、创造价值的过程，希望以后我们自己在这样的过程中能够把握谨慎性和支持企业成长的平衡点，做出成功金融人的风范。

复杂的金融交易往往伴随着复杂的交易结构和支付方式。从金融危机之后，华尔街作为金融领域的象征，因其设计的过于复杂的金融衍生工具和其本身对于财富的极度贪婪，激起了全世界对于金融作用的质疑。到底金融在造福人类，还

是摧毁人类幸福的魔鬼这一命题长久的争论于各大媒体。从学术的角度分析，毋庸置疑金融的作用当然是巨大且是瑕不掩瑜的。剩下的问题就是，我们怎样最大化金融的效用，同时及时的防范金融内在风险的累积。或者说，金融的本质就是经营风险，通过承担合理的风险、以分散风险为手段来创造价值。在股权投资或是并购中，复杂的交易结构就是如此，通过构建本书中所述的红筹结构、中中外结构等，都是为了更好的创造价值。但是这些复杂的结构背后，隐藏着怎样的法律风险、税收风险等等，需要我们更好的研究金融和法律知识来理解和完善。金融并不是洪水猛兽，而是一批可以驯服的千里马。

成功的股权交易需要优秀的交易结构作为支撑，而优秀的交易结构需要专业的法律、财务、税务专家进行设计。在跨国的并购交易中，法律人士的作用尤为重要，通常需要精通两国以上的法律条款，从而设计出可行而高效的交易模式。例如 VIE 结构，就可以用来规避直接股权并购带来的监管问题。之前过国内大量的企业通过 VIE 实现了去美国上市的目的，提升了公司的形象；而在国内资本市场逐渐繁荣之后，又开始拆除 VIE 回到国内上市，而这一切都需要优秀的律所给予法律支持。这些复杂的交易，的的确确需要专业的知识作为支承。作为以后需要从事投行业务的金融硕士而言，虽然金融知识很重要，可是往往在实际的从业过程中，作为基础的财务知识、法律知识更需要我们及时掌握。因而说，就像前辈所说，金融硕士是需要非常全面知识的专业人才，是真正的复合型人才。我们目前的知识结构可能还无法达到市场业务、尤其是跨国市场业务的要求，通过扎实的学习提升自己才是本阶段最为重要的任务。

PE 的价值创造。PE 从之前门口的野蛮人到如今的举足轻重，除了其高收益率与财大气粗的外像外，其真实的为未上市创造价值的功能应该同样重要。比未得到融资之前，标的企业可能只是具有未来潜力的新星，只有得到著名 PE 的注资、管理和扩张后，该企业才真正大放异彩、凤凰涅槃，成为潜力充分释放后的行业领袖。这充分说明 PE 价值创造的重要与关键之处，那就是让有才者破茧成蝶而不是湮没无闻。而成熟的 PE 在价值创造的过程中，自然有一套成熟的机制，

而这一套机制就是第九章传递给我们的重点内容。通过初期的财务控制、机构再造，到后续的整合人力资源、运营支撑和流程再造，PE 通过自己庞大的企业管理经验企图在短时间内将标的企业打造成伟大公司。不论成功与否，这样的一个锻造过程是值得称道的。另外一块，是 PE 通过自己行业的资源和融资渠道，帮助标的企业获得行业地位、整合业内资源至成为行业领导者，这些东西如果不是背靠大树，一个普通的创业企业是很难达到的。

李宁宁 15021205

之前别人说到私募，说到 PE，我往往都是一知半解的，只闻其名，不知其实质，读本书的一些介绍，就是在为之前的模糊印象定型。之前我没想过做 PE，看到书里说，PE 从业人员素质要高，要有丰富的企业运营经验，要有出色的沟通能力，良好的身心素质，高超的谈判技巧……门槛也不算低。但是在中国，PE 泛滥，现在是一个泛 PE 的年代，人多、钱多、新公司多。如果对今天 A 股上市公司做一个调查，恐怕至少有三分之一的公司都在琢磨着进入 PE（或者早期一点的 VC）这个领域。如果问的是已经有多元化布局的上市公司，那么考虑该做 PE 的肯定超过一半。PE 似乎只要自己兜里有点启动资金就完全没有入市门槛。于是，一方面上市公司对此趋之若鹜；另一方面，很多所谓的“富二代”觉得自己父辈的产业太辛苦，远没有 KKR 性感，因此他们对接班没有多大兴趣却希望自己摇身一变成为新一代 PE 掌门人。看过的观点认为现在投资 PE 为时已晚。行业里的赚钱效应实际上下降得很厉害，募资难度也随之加大，一些人就盯上了上市公司手里的钱。我是深信时代造英雄主义者，虽然不能看出现在做 PE 能不能大赚，至少知道这个领域离成熟还有一段距离了。

看到项目中介在 PE 和融资方中的作用，觉得不管是投行还是咨询公司，服务型角色确定无疑，这些岗位需要的是细致入微，一针见血的人才，写得了商业

计划书，笼络得了 PE 的心。作为一个还在学校里闭门造车的学生，深深地觉得我写出来的东西一定充满学生气。实习时老总偶尔说几句大意为“一看就是实习生写的”这样的话，惰性上身时不想好好写，有的部分随手拼凑，接触得少，还以为能侥幸骗过谁，多次觉得自己做得已经很不容易了，大概只是深陷在自我欺骗中不能自拔。“很不容易”和“好”还差很多，勤能补拙不假，跨不过一个门槛，你的勤都没有人前施展的机会。要写成一篇清晰准确全面的商业计划书，踏实、有灵性必不可少，拿出别人想看的东西，拿出真正有价值的东西。项目中介不易，PE 也不易，为了找到好项目，不得不练就火眼金睛，维持和中介的关系，东奔西走；融资方也不易，毕竟伯乐难寻。在金融圈，有钱的没钱的玩钱的，到底谁才是大爷，没点儿阿 Q 精神可怎么混下去。

看过的商战小说，里面的职业经理人一定眼光独到狠辣，不管经过了怎样辗转的过程，最后都能投资大赚。看完前期调研，把现实跟狗血撕裂开来，印证的不过是一句老生常谈，也是书中对融资企业不可过度夸大公司的未来发展状况的一句论断——自然界没有飞跃。脚踏实地是成功人士的加持符。面对 PE 的调查，融资企业不可忽视现实，过高估计自身发展能力；面对纷纭的项目，PE 不能草率地一眼定乾坤。充分的前期工作是 PE 最终投资成功的关键。本书确实非常详尽，以后写合同，做企业调研时，照本宣科估计都够用了，行业未来发展趋势，产业链，产能等一应俱全，做到这些应该就能成为一个合格的员工，完成一份合格的前期调研了。

第一次听到尽职调查，误听成禁止调查，非常疑惑什么东西如此高深，听到名字根本不懂是要做什么。知道是尽职调查后唏嘘不已，这不就是我们经常做的吗？我们面临多种选择的时候，深入了解一下每种情况，分析利弊，才能做出自己比较满意的判断。了解的过程就是我们生活中的尽职调查。很多小伙伴实习的时候都希望能接触到尽调，相比于名字的简单明了，在金融圈做尽调实在是非常有挑战性的工作。能执行尽调工作的人员一定是具有能胜任的扎实的专业功底的。例如，财务尽调是整个环节中非常重要的一步，如果执行者不能看出企业财务报

告中的瑕疵，不能判断会计信息的质量，只能被动地受企业左右，成为为企业代言的傀儡，而违背替投资者审核的初衷。尽调涉及的方面非常详细，财务肯定是要涉足的，除此之外，税务，法律，商业，环境等均会被彻头彻尾地调查。唯有通过了尽职调查，投资者和企业之间的信息不对称才能弱化，投资者的风险才能得到控制。

我们课堂上估值，什么方法都用上一遍，广但是不细。我们要出来一个数字，不是真的要收购一个企业，因此考虑得很不全面。估值的方法很多，着眼于过去，现在和未来，都有相应的模型。我们做作业时经常用的主要是基于盈利能力的 DCF 和基于市场的市场比较法。在券商行研实习时，组内用的估值方法较单一，研报的撰写主要是讲出一个吸引人的故事，估值倒不是很重视，市盈率法就搞定了，即只用市场比较法这样的相对的估值方法。落到实务，估值为买方和卖方提供了一个底线，每一方都有自己的考量，估值不是绝对。在估值的过程中，要注意分析报表中的“问题项”，是否存在或有负债，是否有计提坏账准备不合适的应收账款等。作为我国企业价值评估的首选，DCF 法在应用时确实有很多的不确定项。预测在有一定的理由支撑的前提下，其余的部分能说不是拍脑袋的吗。基金管理人做出任何一项投资决策时，都不应忽略投资的退出方式和退出时间。甚至收购伊始，PE 基金就在考虑退出问题，在美国，出售是 PE 采用较多的方式，通过 IPO 方式退出仅占 15%左右，近 70%通过并购退出。反观中国，这一形式正在发生巨大的变化。2011 年我国 PE 通过 IPO 方式退出的比例接近 90%；2012 年这一下降至 70%；2013 年全年国内 IPO 暂停，PE 支持的中国企业要想采用 IPO 上市，只能选择在境外，上半年这种情况仅 17 家，而同期 PE 市场发生 100 起并购案例；2014 年迎来境内 IPO 市场开闸的曙光，积压一年多的待 IPO 企业迎来上市高潮，参与投资的股权投资机构也离通过 IPO 的方式退出更近一步。但是选择境外上市的企业还是比较活跃，京东商城、聚美优品等都是在此期间实现境外上市；2015 年国内 IPO 又暂停了 5 个月，在 IPO 开闸预期不明朗的背景下，新三板正成为私募机构退出最主要的渠道，占据了退出案例的半壁江山。今年两会，总理在答记者问时提到，不管市场发生怎样的波动，我们还是要坚定不移地发展

多层次的资本市场。不仅是完善多层次资本市场，完善企业并购相关配套及新三板市场转板机制等也是现在市场的重点工作。私募股权投资市场需要退出的资金远远不是目前已有资本市场可以消化的，“多层次”的构建任重道远。

王红燕 15021010

《股权投资基金运作》：股权投资基金的复杂运作不容易通过书本能被没有实践经验的人生动理解，但是，如果可以将其简单理解为一群专业人士执掌着无论是来自家族财富，高净值客户群体或是某个基金的资产进行长期投资的话，那么可以认为股权投资基金可以从一定程度上解决中国商业银行目前承担政策目标的目标多元化问题，政企不分导致的激励问题，以及管理链条冗长的经营低效率问题等，可以有效弥补中国现有银行的不足，完善中国现有金融体系的资金融通功能，股权投资基金在中国的进一步规范发展值得期待。

第一部分 PE 简史。早期的 PE 资本主要来自富裕个人或家族，而我国出于历史原因，少有类似的家族或个人能够提供巨量资本，当然，情况正在发生改变。现代 PE 运作中，对 PE 自身的资本要求有所降低，更多借助于来自商业银行、投资银行等的杠杆资金，但是由于我国金融机构识别风险，承担风险的能力还很有限，目前参与程度仍然有限。因此，资本对我国 PE 的发展形成了天然的约束。从 PE 运作的目标——项目方来讲，无论是从我国新兴行业的活跃程度，还是从当下 PE 通过 IPO 退出的难易程度来看，根据历史经验，都不是有利的时期。总而言之，仅就创业投资资本而言，眼前或许是 PE 发展中的低潮期。

尽职调查是 PE 投资中的核心部分一直。本书详细列出了 PE 在投资中经常调研的内容，但是，对于具体的公司，哪一项或者哪几项更能表明公司的核心竞争力和未来的企业价值等方面，可能仍然需要投资人的商业直觉去判断，这也许是我们国内的创业企业家们，他们并非专业的投资人，却也能在他们熟悉的领域做好投资的原因之一。书中列出的调研内容虽然条条罗列，难免乏味，却是投资人们在投资中不断的总结和发现，也是创新，然而这些心得可能只有通过自身实践

才能被我们真正领悟。

估值。正如本书中所说的，由于价值是未来产生的，因而是不可准确预测的。各种估值方法看似简单易行，但当真正用于估值的时候，容易被繁杂的数据淹没，以及什么样的增长率、折现率是适合目标企业的等等，最后变成了为了估值而估值。本书结合《价值评估》一书给除了一些估值中的核心变量——即企业的定价能力、成本竞争力、资本效率、行业壁垒、领导层，这些可以将估值者从繁杂的数据中解救出来，获得不至荒谬的价值评估结果。到此不难理解为何在现实中估值的人能够任性来一句“觉得 25 倍 PE 太高了，还是 20 倍吧！”。

交易结构。交易结构的设计过程不仅是交易双方的博弈过程，而且增加了第三方政府。不仅要准确计算什么样的对价是双方都可以接受的，还要考虑税收，行业准入等其它相关的法律规定，因而政府也成了博弈的第三方。尤其在我国法律制度还不成熟、不完善，各种审批繁冗复杂的环境下.如文中说说，一项交易需要大量的投入以及面临很大不确定性。然而问题的关键在于，如果对方愿意历经坎坷做一项交易，说明是有利可图的，那么在交易之前需要想清楚对己方是否真正有利可图以及风险可控。

项目管理与价值创造。书中所讲到的，交易完成后，PE 利用自身资源，为目标公司提供财务、战略支持，提高目标公司的核心竞争力，这样的画面很美好，如同齐心协力共建社会主义。然而理论上的业务整合，成本削减，以及协同效应并不容易快速变现。本部分从实践的角度讨论了交易完成后，新公司管理团队的整合问题，战略的实现和业务的整合，最终归结到团队的重构。以汤森并购路透为例，在并购之前双方有多项业务存在交叉。并购结束后，虽然整体看来新管理层的改革算得上大刀阔斧，但是就实际业务而言，重叠的业务依然长时间同时存在着，因为业务的削减可能涉及到员工的雇佣合同，裁员处理，客户不愿更换新产品等种种难题。PE 对投资项目的管理中虽然可能不存在业务交叉，但是人事架构和布局上仍然面临相似的难题。

综观本书，作者以实战的角度阐述了 PE 投资中的每一步骤，并为读者指出了核心考量因素，具有很好的实战指导意义。作为在校学生，很多地方难以深刻体会，因而这本书更值得我反复读。

徐景明

【20160302】《股权投资基金运作》本书前三章对 PE 概念，PE 发展史以及 PE 流程做了详细的介绍。文中提到了中国对于 PE 的需求，对于解决金融瓶颈问题，在目前中国信用体系缺失、征信体系不完善以及信用成本高昂效率低下的情况下，PE 将成为有助于部分解决中小企业融资难问题的一条途径。此外，在政府大力鼓励大众创业、万众创新的今天，PE 也将有助于企业的自主创新，PE 的全球资源以及过往的投资产品开发经验，都将有助于一个创新企业的发展，而直接的资本投入也可以满足这类企业对于资金的中长期需求。总体来说，PE 目前在中国大有可为。

【20160306】《股权投资基金运作》PE 需要在众多的项目中选取真正的金子，而如何从大量的项目中脱颖而出，获得 PE 的投资，首先需要的就是一份完美的商业计划书。一份详尽的商业计划书能够告诉 PE：企业过去做过什么、企业未来打算做什么以及企业希望 PE 帮助做什么。这份商业计划书，要明确企业自己想做什么希望 PE 帮助什么，对于自身的市场、产品、团队等等各方面要有一个充分详尽的介绍，在对过往财务信息的介绍基础上，同时提出自己的融资需求。当然，PE 投资为的是回报率，计划书中还应提供潜在回报率。总体来说，第四章为我们提供了详尽的商业计划书应包含的各方面内容。

【20160309】《股权投资基金运作》PE 投资主要是基于对企业未来成长性和盈利能力的判断，但同时掌握企业过往的经营情况仍然会对 PE 的判断产生重要的影

响。获得企业过往的财务报表必不可少，如何通过对过往财务报表的历史分析掌握与交易估价有关的数据则是重点。PE 在投资之前行业调研必不可少，PE 在尽调过程中需要保持独立的立场、谨慎的态度。但是在尽调过程中，往往会遇到很多困难，企业往往难以按照 PE 的要求提供全部的资料证明文件等，而 PE 以及中介机构由于缺乏对目标企业所处行业的充分了解，也未必会出具确实准确的尽调报告。如何在尽调中把握更加全面更加深入则是需要进一步学习的问题。

【20160313】《股权投资基金运作》尽调首先要用于为 PE 的投资决策提供依据，帮助 PE 了解目标公司的真实经营状况和盈利能力。通常情况下，PE 会委托第三方专业机构进行尽调，除去常规的财务、税务、法律及商业尽调，环境尽调也成为一个主要的部分。目前“先污染、后治理”的发展模式在中国受到越来越多的批评，取而代之的是“环境友好型”发展路径，所以在对目标公司尽调时，对可能存在环保问题的公司要进行详细的调查。比如对于有些公司，要对其是否违反国家环保规定、是否取得相关资格等进行仔细调查，而一些可能会造成高污染的企业也要进行预估。

【20160316】《股权投资基金运作》估值能够为卖方/买方提供报价底线。站在 PE 的角度来说，在前期尽调的过程中，获得估值所需要的有关信息，这些信息的连续性、真实性、完整性等对估值有着十分重要的作用。而在估值的实际运用中，我们也不能仅凭数据来对企业价值进行估算。更需要的是综合考虑企业所处行业、企业所处行业的过往及未来发展潜力，还需要对相似企业过往的并购价格进行参考，另外，企业的管理层也是应该纳入考虑的一个重要因素。

【20160320】《股权投资基金运作》对 PE 而言，收购交易结束意味着整合、运营管理的开始。从这时开始，财务控制、人力资源整合、改善整体质量体系等各个方面都需要 PE 参与。通过这样一系列的运营管理活动，实现被收购企业的价值增值。在整个过程中，人的作用十分显著，如何在财务控制中既实现控制又不流失客户，如何在人力资源的整合中完成整个企业的稳定公司员工情绪整合各方面

人才等从而保障企业生产经营的正常运作，并且在这个过程后，对企业有价值增值的作用，这些都需要 PE 来逐步完善。

何薇 15021003

大概在不到十年前，如果有人说要放弃工作去创业，很多人可能都会敬佩于他的勇气，因为这意味着要付出大量的财力、物力和精力。然而，短短不到十年的今天，创业似乎不再离我们那么遥远，至少你可能不需要砸锅卖铁破釜沉舟。而这一切很大程度上得益于 PE 基金在中国的发展。PE 基金的发展不仅为为中小企业融资难提供了一个解决方法，让创业者因缺少资金而被迫放弃优秀的项目的可能性大大降低；同时，PE 基金有着专业化的团队，可以为创业和拓展事业提供专业化服务，使得好的项目可以较为顺利平稳地进行，进而将公司做大做强。在“新常态”下，中国的 GDP 增速放缓，经济增长遭遇瓶颈，而 PE 基金的发展无疑为中国经济的发展提供了一个新的突破口。近几十年来中国经济的快速增长为社会积累了很多财富，许多人可能面临着“有钱却没处花”的处境；而另一方面，中小企业因为中国金融市场的相对不发达而面临着难于筹资的窘境。PE 基金在一定程度上可以将二者有机结合起来，促进了企业的发展壮大，进而为中国经济的增长提供动力。

要想获得 PE 基金的支持，制作一份优秀的商业计划书是必不可少的。本书中介绍了许多比较失败的商业计划书案例，它们中有的对于行业、公司的介绍惜字如金，有的话语又过于啰嗦；有的太专注于对于自己项目的介绍而没有考虑行业背景和竞争对手，有的没有自己的思考而把 PE 基金当做是咨询公司充斥着各种问题。。。。。。在我看来，一份好的商业计划书就如同一份优秀的个人简历。在追逐竞争一个岗位时，如何能在许多优秀的人中脱颖而出呢？首先要对自己有一个清晰的定位，自己在这些求职竞争者中处于什么位置、周围的人又是一个什么样的水平；然后要清晰的认识到自己的优势与不足，如何充分发挥自己的优势，又如何避免自己的不足；最后要为自己制定一个计划，自己将来要怎么做，如何

能胜任这个岗位，公司为什么聘请你而不是别人，你能为公司创造什么样的价值。商业计划书也是如此：开始时候介绍你的项目，为什么 PE 应该投你的项目而不是别人的；然后做出未来的管理规划并阐述自己的财务状况，自己拥有怎样的团队，最终总结。在资本市场，只有当你未来能够产生价值，才会有人给你投资，而商业计划书则是介绍自己并能吸引人眼球的第一步。

在 PE 决定投资一个项目前，需要进行现场调研和尽职调查。毕竟对于 PE 来说，投入这么一大笔钱意味着承担着相当大的风险，因此项目成交前详尽的调查对于 PE 来说至关重要。调查的目的一方面是为了看公司是否真的如商业计划书所说的那样好，另一方面也能看出来企业目前存在的问题以便以后可以采取什么办法改进。但是有时候卖方为了获得 PE 的投资，可能会在某些方面造假，使得调查对于 PE 来说越来越不是一件容易的事，需要极高的专业和深邃的眼光来洞察。可以看出来 PE 投资公司很多时候都面临着信息不对称的问题，为 PE 带来了极大的挑战。

本部分内容详细讲述了尽职调查部分的内容。在 PE 对一项商业计划感兴趣时，PE 团队会对这家公司做详尽的尽职调查，包括财务和税务尽职调查、法律尽职调查、商业尽职调查等等。目的只有一个，就是更加充分、全面、深入地了解这家公司，主要是为了看公司还有哪些隐藏或者潜在的问题，以便 PE 下一步做出正确的决定。这里主要关注点在于公司是否符合 PE 的投资标准、评估目标公司的价值、评估潜在的风险、预测企业发展前景以及合适的交易结构以及并购后的整合问题等等。可以说，尽职调查是 PE 决定投资前的关键性的一步，只有知己知彼才能百战不殆。

PE 投资一个重要的部分就是对于目标公司进行估值。传统的估值方法有很多，有基于资产的估值方法、基于市场的估值方法以及基于收益的估值方法。把这些理论的方法的应用在实际中，会发现在实际应用中，我们需要对这些书本上的方法做出一些调整，比如书中关于应收账款、或有负债等对于估值的影响所需要做

出的调整。而且，对于不同的行业的公司来说，有些相同或者类似的指数也可能会对估值产生较大的差异，这就需要我们不要拘泥于书本上的理论，而是需要具体问题具体分析，毕竟估值最重要的是对于目标公司给出一个公允价值。

关于交易结构（deal structure）的设计是 PE 投资的很重要的一部分。一个好的交易结构，应该在满足各方交易目的的前提下，适应东道国的法律法规环境，平衡好风险和收益的关系，并为将来的退出留有余地。除了税收和风险外，双方会在是资产交易还是股权交易中选择，资产交易可以屏蔽潜在的债务和税收风险，但同时不利的一面是要重复缴税；资产交易的优缺点对应了股权交易的缺点和优点。最终的选择取决于双方的权衡和博弈。双方同时还面临支付方式的选择、交易组织结构的选择等。交易结构的设计是一个复杂的过程，最核心的就是如何实现价值最大化。

李颖 15021001

初读这本书，首先震惊于正文考究的文字和详实的论述，马上翻了一下作者的简介和前言部分，果然是业界大咖凝聚数年经验的作品。慢慢看下来（干货太多只能慢慢读），越发觉得这部作品堪称股权投资领域的教科书或是工具书，将课堂上、课余中零零散散得到的知识串联、梳理了起来，辅以相应的分析或典型案例，让我们更加完整地领略到 PE 投资的运作流程。其中第三章特别具有代表性，将 PE 投资的流程像是备忘录/check list 一样逐步列示了出来，更展示了一个项目在被 PE 签约收购前需要被后者反反复复地考察、分析和判断后才能获得融资，而这一过程需要 PE 从业者掌握项目行业前景、公司财务状况、潜在风险、沟通谈判等方面的经验和能力；而另一方面，“门口野蛮人”的说法又将 PE 形容为不怀好意的敌意收购者，为竞标争取公司控制权不惜损人利己。而显然这两者都是 PE 投资的真实现象，诚然对于有融资需求的中小企业和创业公司来说，股权投资是他们获得所需资金的重要途径，而在国内法律政策不完善、退出机制不健全、资本结构相对单一的环境下，私募股权投资基金的运作和管理机

制仍需完善。

书中第四章用了很大的篇幅将如何撰写商业计划书这一问题以指南的方式展现了出来，也让我发现了自己存在的诸多误区。我曾以为商业计划书大概是企业的简要分析，通过光鲜亮丽的包装推销自身理念，换取投资者的资金支持其未来计划的“宣传册”。而认真读来发现远非于此：首先，商业计划书的“读者”远非只有投资者，供应商、客户等上下游相关机构也都是计划书的读者，甚至公司自身也应认真研读商业计划书，遵循并适时调整其内容。其次，光鲜亮丽的宣传册是太过狭隘的定义，实际商业计划书的用词可以不必太过夸张，相较于宣传，真实性更为重要。最后，商业计划书简要介绍企业及其融资项目的理解同样是片面的认知，诚然企业简介和项目介绍是不可缺少的部分，但通过阅读指南我们也可以从涉及财务、营销、竞争分析等方面的 14 个模块看出，商业计划书绝不是简要介绍这么简单，也不仅限于融资项目，而应是涵盖了企业“最终目标”的多角度、全方位的计划。

在阅读第四、五部分时，一直在思考一个问题：一个很好的理念是否就一定代表着 PE 投资的青睐？细细想来，在书中、现实生活中的很多事实都证明了答案是否定的。首先，PE 基金在投资时，往往会参考企业的商业计划书，根据过去的经营业绩和未来的发展路径，结合前期调研判断决定是否进行投资；而对于融资方而言，如果一切停留在理想状态而不付诸行动，缺少经营业绩来帮助他们可靠地估计未来的收益，PE 很可能会因为潜在的高风险放弃投资——即使这个概念有潜力、有吸引力。其次，正如书中所说，“PE 不是风险偏好者”，会偏向于可控风险的投资，在涉及背景、市场、竞争、风险分析的前期调研中同样能看出这一点：通过搭建各类框架将投资项目限定在一个成熟可控的行业或企业之中，以期待可预期的收益。最后，近日从业界朋友那里听说的趣闻也充分证明了只有理念、没有实践的项目不是 PE 的偏好：在被一家平台很新、概念超前的跨境电商公司吸引后，仔细了解、调研时才发现，这家公司连一笔跨境电商的业务都还没有开展，跨境电商业务仅仅是宏大的蓝图；而这在 PE 看来，所谓的蓝图

也不过是一纸空文罢了。

读到了尽职调查的部分，在看到预想中的财税、法律、商业等部分的调查内容及常见问题之外，意外地发现了还有关于环境的调查内容。所谓意外当然不是指环境因素不重要或不相关，而是未曾想到环境的重要性已提升成为了 PE 评价企业的重要因素之一。在我看来，环境的概念包含的不仅仅是对环境的保护或是对污染的控制，更多地代表着企业的社会责任感和长远发展的理念，这也是在我个人看来，环境会列示在尽职调查内容中的原因：一方面，企业的环保意识与其社会责任感息息相关，也间接与其声誉挂钩。投资于一家社会责任感强的公司，从宏观层面上说也是在支持公司发展，以为社会创造价值，从功利的角度看也可以提升 PE 自身的威望；另一方面，在国际范围内环境保护理念越加流行、国内环境保护相关法律将愈加严格的背景下，企业为实现长远发展必须要遵循甚至超前执行环境友好的标准规定，而非贪图眼前利益、以环境为代价进行发展。在这个层面上来说，PE 在进行尽职调查之时考虑环境因素是对未来严苛环境规章的“未雨绸缪”，也是侧面对企业长远发展的观察考虑。

第七、八章或许是这本书最为专业、最为核心的章节了。作为一本关于股权投资的“教材”，书中再一次带我们回顾了估值和交易结构的知识，也再一次印证了估值有其艺术性的成分：理论上完美的方法在实际应用上也总有其不可避免的人为假设和调整。一旦牵扯人为因素，严格按照方法得到的估值结果也只能作为参考。之前也曾听人说起过，估值是很多人通过各种估值方法对于公司价值估计出来的数字，而要做交易，则是要拿着这个数字与公司去讨价还价。只有通过多次谈判，逐渐从双方最理想价格预期开始，放弃一部分利益再换取对方的优惠条件，最终达成一致的定价才是企业价值真正的对标价格。而谈判的过程又远非你让一步我让一步那么简单，总是会有关系的因素、心理的因素和社会的因素在其中：与领导的关系、一念之差、是否在风口都是不确定的重大影响因素。因此在这个过程中，估值只是估计，真正的交易情况大概需要交易双方经历多次利益划分和商务谈判才能完成的吧。

通过阅读这本书，仿佛经历了一个 PE 项目的完整过程：从获取项目来源到而筛选项目、前期调研、尽职调查，再到项目估值、交易结构的设定、最后到书中末尾章节讲到的 PE 的退出。在整个链条中贯穿始终的是 PE 对项目的审慎把控及利益共享。PE 在最初筛选、审查项目之时，就对公司未来的战略规划、市场前景和获利能力进行了全面的了解和分析，并通过项目估值的权衡和交易结构的优化明确利益关系和投资细则，最终是通过 IPO，出售或是二次收购退出投资项目、收获增值利益。一系列的过程中，PE 获得了利益增值，项目获得了资金的注入之外，更获得了 PE 的前瞻指引，可谓共赢。

张宏志-15021004

【20160302】对于我这个初学者而言，这本书与其说是一本扩充知识的读物，更不如说是一本教材。纵观股权基金的发展历程，股权基金的运作虽然历经风雨，但是其运行机制在不断的成熟，优化。早期的收购一家公司作为投资平台，由投资平台再收购其他公司的运行模式下造成的敌意收购使得 PE 进入了第一个低潮，而 20 世纪 80 年代法规和税收的变化对杠杆收购开始繁荣，但随着高收益债券市场的奔溃，融资渠道的阻塞，杠杆收购的繁荣期在 80 年代末再次终结。90 年代 PE 再次出现在人们面前时，变得更为理性，人们意识到了对被收购公司管理层和股东示好会迎来双赢局面的重要性，并且吸取了之前的经验教训，PE 基金开始使用较低的杠杆比率，这些经验总结和态度改变使得 PE 基金取得了更进一步的发展。但新世纪开始时 PE 的上市潮并未尽如人意，并且 2007 的信贷风暴又一次波及杠杆融资和高收益债券市场，使得 PE 业内逐渐达到了共识，PE 基金管理机构需要变得更新自己管理人，PE 行业更需要擅长扭转被收购公司业绩以增加价值，而不再是纯粹的金融工程。事实上，如今的 PE 基金也正是这样做的。

【20160306】一本书的伟大就在于，读者刚刚从宏观的角度把握住了书的核心思

想就突然被带到了不得不以微观视角考量的境界，而且这种画风的突变却又衔接得如此自然，所以即使这部分内容如工具书一般，却仍有可参考价值。作者就是想用这部分的内容告诉读者，作为 PE 的从业者，你该做什么而不是怎么做，例如对于商业计划书该写什么这个问题给予了详细的回答，深入浅出，目的性极其明确。读到这里，可以把这本书定性为集理论，案例，操作细则于一体的 PE 入门书。

【20160309】这部分让我好处最深的就是从事股权投资的人就必须要有知己知彼的觉悟，PE 的价值创造过程正像一场大规模的作战，投资方和融资方将军对垒，前者必须要清清楚楚地知道自己的投资目的和对融资方产生的兴趣点，并且它还需掌握对方的优势劣势，历史现在和未来，不仅要调查对手本身，更要调查它的利益相关者——客户，供应商，已对其示过好的其他 PE 等等。这一过程不是诸葛武侯一般的团队是无法做好的，针对不同的对手需要了解不同的行业，没点上知天文下晓地理，经史子集诸子百家全通的本事在是 PE 界是混不下去的。在获取了所有有价值的信息后，PE 还需要制定作战计划——投资策略，这又是一轮耗费人力财力物力的工作，然而这些磨刀的工夫恰恰就是为了 PE 创造更多价值所做的铺垫，良好的投资项目需要每一步的尽心尽力，更需要主事者统筹全局。

【20160313】尽职调查是 PE 基金开始详细认真地开始一个项目的起点，当然这并未否定公司在前期调查工作的价值，只是前期调查中的大部分工作是用于初步认识目标公司，而尽调却是公司确定意向，对于公司是否进一步开展收购活动起到至关重要作用的环节。所以作者说“在尽调之前，目标公司对于 PE 而言是一只‘黑匣子’，没有人能预知打开‘黑匣子’会看到什么：有惊喜，但也有遗憾。对于 PE 而言，通过尽调发现潜在的、可能导致交易终止的事项和风险是相当重要的”。要想把“黑匣子”的内部结构探查清楚，PE 必须从不同的角度调查，既要掌握目标公司的基本情况，也要对其财务状况，税务状况，法律相关事宜，商业环境，竞争环境运营情况和管理层和技术情况等了然于胸。这是一个持续期较长且所涉事务冗杂繁多的工程，但是，对于 PE 来说好的尽调才是好的开始。

【20160316】翻过了尽调这一篇儿，开始讲技术性问题了。交易结构是 PE 收购目标公司的流程中处于核心地位的环节，前期的尽调为其做了大量的准备工作，而它又需要为 PE 的退出做好铺垫。交易结构的设计和实现对整个项目的运行影响巨大，所以这一环节涉及到的事物也较为复杂，无论是复杂的收购方式，支付方式，交易组织方式，风险分配与控制方式还是复杂的退出机制，都是 PE 在可承受复杂所带来的额外成本的前提下为最终发达双赢局面做出的理性决策。每一个机制的设计都要考虑风险，税收，法律环境等因素，涉及到跨国的并购项目更增大并购过程的复杂度，所以对于机制的设计者们提出了更好的要求，这也侧面反映出，如果想进入 PE 这一行需要具备的素质。

【20160320】PE 的投资项目管理和价值创造不仅仅体现在项目接近尾声的时期，从 PE 开始接触一个项目，投入精力进行前期调查，尽调，估值以及设计交易结构就已经在实现着项目的管理和价值的创造，只不过在收尾阶段，PE 的项目管理人员的作用体现的更为明显。企业是一个有机体，它的竞争力很大程度上来源于人力资源，为了稳定目标公司的士气，对于其人力调配必须做到平稳过渡，持续改进，只有很好地整合了人力资源，做好利益关系调整，才能让 PE 掌握通过合理的退出方式来进一步创造价值的可能。PE 收购交易的最后一个环节是退出，虽然这一环节实施的时点最晚，然而它却是 PE 收购项目开始就已列在项目组工作清单上的事情，退出需要平衡自身利益和被收购公司的利益，还需要有经验的决策者制定合适的退出方式，选择合适的时机。PE 在力争投资收益最大化的同时也实现了共赢，这就是资本优化的完美流程，期望随着制度的完善，市场的成熟，越来越多资源能得到更加有效、更加合理的配置。

邓嘉天 15021029

【20160302】

初读感觉此书兼具了教科书的知识性和工具书的实用性，开篇即向读者阐明了股权投资基金的概念，理清了股权投资基金与证券市场基金、PE 和 VC、PE 和其它资金提供者等容易混淆概念之间的区别，解释清晰而易懂；同时在架构上本书也将展示 PE 从项目初选、尽职调查、收购过程到退出机制的具体运作，对 PE 实务的开展非常具有可参考性。

而当前产能过剩问题突出，中央以“壮士断腕”勇气希望能运用市场化手段进行去产能，PE 在企业的并购重组，行业资源的整合中大有可为之处。同时政府所倡导“大众创业，万众创新”，或许也将孵化出不少可供股权投资的好创意和好项目。

【20160306】

由于我们实践导师目前也是在做股权投资，之前导师见面会的时候给我们布置的作业就是要提出一个完整的商业计划书。但在看到本章之后，发现我们之前所做的商业计划书的内容和形式尚有许多不足之处，当然在完成商业计划书的过程之中，老师也从 PE 投资人的角度，给我们提出了很多非常具有洞察力和实践性的意见和建议，与此书中的一些解释不谋而合，包括一个商业计划书的重点在于想法的创新性以及盈利模式的可行性……投资人会更多地关注投入和回报的多少，商业模式能否进行推广，以及 PE 投资人的退出机制等……同时创始人团队所拥有的核心资源以及产品和服务的独特竞争力也将会成为投资人重点考虑的问题之一，因为商业计划书必须要有一个突出的亮点存在，且亮点的数目不在多而在于精……市场调研将是前期准备工作的重点……而同时结合本书中的商业计划书内容，脉络清晰，内容详实，非常具有实用价值。

【20160309】

尽职调查是 PE 投资的重要参考，最初是作为证券发行人和承销商免责的理由而兴起的。1933 年美国证券法规定，如果证券发行人或者帮助发行证券的承销商能够证明自己已经对发行证券的公司进行了“审慎的”调查，并且将调查中所发现的问题对投资人或者股民做了披露，那么他们就不必为调查过程中没有发现的信息因此也就无法披露的信息承担责任。但尽职调查发展至今，这种审慎的调查更多是用于投资并购活动中，发现被投资企业中存在的交易风险。

如果将企业并购比作联姻，那么尽职调查就相当于婚前双方了解和熟悉彼此的过程。微观层面上，调查小组需要对公司本身进行调研，诸如企业有无财务风险、税务问题或者法律纠纷，类似于男女双方对彼此本身的了解；而宏观层面，对公司所在行业和市场的调研，例如企业所处的产业及产业链的位置、市场容量、行业平均利润率等，则相当于对彼此家庭的了解。调研的结果也与交往类似，或者成功，即双方满意，愿意继续发展；或者失败，即一厢情愿，合作终止。

【20160313】对于 PE 的认识，人们大多停留在 PE 投资人赚取的丰厚利润上，甚至视之为“门口的野蛮人”或是“恶意收购”，但事实上 PE 收购企业后的价值创造过程，即通过整合企业资源和改善公司管理等方面的作用亦不容忽视。在过去的数年中，中国股权投资基金行业发展迅速，也经历了次贷危机导致的资产泡沫破灭，而读完此书，我们会意识到，在这场资本市场的大潮中，不再追逐短期的快钱利润，回归理性的“价值创造”过程，实现 PE 与合作伙伴的共赢，才是成熟的 PE 投资理念，才能推动中国经济的持续健康发展。

【20160316】

PE 进行股权投资时，交易结构设计是企业收购交易的关键环节。与商品市场上物品的买卖以及金融市场中资金的拆借不同，企业的并购不能简单地就价格、数量或是利率、金额进行谈判和交易，相对于标准化的产品，企业是一个动态开放

的系统，在交易的可量化和准确性方面也只有一些经验性的方法。一个好的交易结构，需要平衡交易的风险和成本，同时也要平衡交易双方的权利、义务以及风险承担。而考虑到企业参与并购的目的不同，目标企业的状态各异，所处的行业和国家环境也有所差异，要在现有的法律环境下，找到实现并购交易的最佳途径或构建反并购的屏障，需要不断地对交易结构设计进行创新，现有的一些交易结构，如杠杆收购、毒丸计划等，也是之前的投行专业人员对交易结构设计的天才创新之举。

【20160320】

退出是 PE 收购交易的最后环节，也就是股权投资机构在其所投资的创业企业发展较为成熟之后，将其所持有的权益资本在资本市场上出售以收回投资并实现收益的过程。正如书上所说，“退出对被投资公司而言，不是末日，而是再一次开始”，因为循环投资本就是私募股权投资的特点，即“投资——管理——退出——再投资”的循环模式。最理想的退出机制就是被投资企业 IPO 上市，投资的股权获得最大收益；上市无望时，次优选择是将被投资企业整体出售给第三方，或将所持有股份出售给第三方投资者；而如果被投资企业不赚钱时，投资人退出受阻，此时的退出更多是一种止损的手段，或通过清算公司，或通过强制要求创始人团队回购投资人所持股票；其他机制还包括对赌协议等。

胡劭颜 15021028

【20160302】

在过去数十年中，PE 在全球金融市场中展现出了突出的影响力。股权投资基金通常以控股或非控股的方式投资于目标公司。PE 投资项目具有期限长、金额大、风险大的特点。另一方面，其潜在收益也很高，有可能达到几倍、甚至十几倍。

如作者所说，PE 的意义不仅在于金融领域，还在于实体层面上的企业升级、创新和发展。作为金融机构，PE 可以有效整合不同方面的资源，使目标企业获得额外的成长空间，以超出历史平均的速度实现企业价值的加速增长。这是企业单纯依靠实体业务所难以企及的高度。企业价值的加速增长过程就是股权投资的价值创造过程，可以说，股权投资将金融与实体真正有机的结合起来，意义重大。

目前为止，PE 在中国还属于新兴投资领域，PE 公司经验少，投资风格尚在形成中，人员变动大，不同投资主体的资产管理水平也参差不齐。如何有针对性地学习世界经验，推进 PE 在中国的发展，值得深入研究。

【20160306】

PE 不是机会的创造者，但成熟的 PE 善于发现并实现投资机会。尽职调查、融资投资这样的技术性工作有着标准化的程序和原则，并不能体现出不同机构之间的差距，使市场领导者脱颖而出的是他们获取投资机会的能力。某种程度上，善于捕捉机会的 PE 才是真正有竞争力的参与者。当然，PE 的业务绝不仅限于交易本身，收购之后的整合也至关重要。能够科学判断企业发展路径，合理调整公司治理结构，做到内外并重的 PE，往往能够取得突出的投资成绩。

在中国，发现和实现投资机会则是一个更值得品味的话题。一方面，调研工作往往受到客观环境的制约。在中国这样一个发展中大国，经济数据的准确性、充分性、及时性都难以满足行研的需要。同时，许多市场主体仍然对 PE 的商业活动有所顾虑，企业提供的商业计划书往往不能提供最有价值的信息。另一方面，市场监管对于 PE 在中国的投资活动也有一定的影响，一些潜在的投资机会因难以实现最大化的收益而未能成形。例如国有企业收购过程中，附属部门和业务的剥离就是不容忽视的一环。这一点无可厚非，却值得关注。

即便有着数十年的发展历程，PE 在金融系统中仍然是相对年轻的一个领域，在中国则尤为如此。在我国经济金融的大背景下，PE 和 VC 这类机构尚未能得到普遍的认同，市场容量也比较有限。但不可否认，PE 对于解决金融瓶颈、过度竞争问题，促进治理结构和经营策略的改善有着重要意义，市场主体和监管当局有理由予以重视。

【20160309】

对于寻求 PE 合作的企业而言，出色的经营状况仅仅是成功吸引到投资或收购的基础。不论公司的底子多么好，前景多么乐观，都必须以简练、有说服力的文字加以呈现，这就是商业计划书的意义所在。成功的计划书，不仅可以启动 PE 的融资程序，而且也有助于企业自身形成正确的企业发展方案，对双方都具有重要意义。

论及实践，项目书的起草者往往高度关注数据类信息，却忘记对全文进行有效而简略的总结。一年之计在于春，一文之计在于始。对于阅读者而言，执行概要是非常关键的，其含金量不容小觑。只有在有限的篇幅内提起投资基金的兴趣，才有望争取进一步的协商与合作。如果 PE 私募计划书能成功地阐释项目独特性，则企业有望在未来几年里实现财富的快速增长。除此之外，世界无时无刻不在发展，项目书也应当顺应这一现实。执笔之人必须因地制宜，在不同的局面下提供不同的计划书。看似完美的前例，未必是理想的参照物。

【20160313】

PE 与 VC 的一项重要区别在于，PE 往往是风险规避者，至少不偏好于风险。PE 更加青睐于成熟的行业和成熟的企业，从而降低不确定性。一个快速发展的新兴行业不一定能够获得可观的投资，而稳中有进的既有产业却可以时常吸引到资金。由此，行业研究对于投资基金来说具有突出的意义。相比起来，尽调的路径就清晰得多，虽然工作量巨大，但却有迹可循。

行研好做又不好做。某种意义上，行研跟估值一样，都是讲故事。我们可以了解到历史信息，但很难准确地预测未来。只不过行业的发展相比于企业的而言有着更强的稳定性，不会受到市场个体过多的干扰。研究者很难将全部因素纳入考虑，许多事情仍是遥远的未知。另一方面，科技对行业的影响力不容小觑，互联网的发展、页岩革命、电池技术进步对许多行业产生了深远的影响，并且这种影响是比较容易预测和判断的。从这个角度来看，行研确实有其内在的逻辑与合理性。

【20160316】

估值理论中的许多假设在实务中并不成立，精确估值是一个伪命题。在实践操作当中，估值从来就不是对合理价值的探求。相反，估值的本质是讲故事。财务预测、风险判断、成长分析，往往都基于团队的经验和直觉，虽然有一定的客观基础，但毫无疑问也掺入了相当可观的主观因素，最终反映在估值结果上。于是，亏损的互联网企业可以估出二三十亿的价值，而盈利状况良好的的服装厂却很难吸引到投资者的注意。

估值兼具技术性和艺术性。中后期的项目估值涉及建模、财务预测，更偏技术性。而估值的早期阶段更偏艺术性，双方的谈判艺术有着关键的影响，坐在一起吃顿饭就把估值聊得差不多了。总而言之，估值是价格层面的东西，而价格是一个相对概念。某种意义上，PE 并不怕买贵了或是买错了，只要能够讲好故事，在合适的时机以更高的价格卖出并非不可能。

【20160320】

项目管理是投资周期中的关键环节。由于经营环境在不断变化，公司的经营发展会受到各种因素影响，从而增加了项目投资的不确定性。项目管理关系到投资项目的发展与退出方案的实现，良好的项目管理将会从主动层面减少或消除潜在的投资风险，实现投资的保值增值，对于投资工作具有十分重要的意义。越来越多的投资者认为，项目管理的精耕细作将成为机构软实力的一种展现。

近年来，创业企业越来越多，随之而来的是优质项目显得越来越稀缺，不少中小规模 VC 或 PE 在选择项目时处于比较尴尬的境地。除资金规模增长与业务领域的拓宽外，投资基金开始日渐重视自身软实力的培养，投资后的企业管理已成为机构核心竞争力之一。PE 能够为企业提供专业服务与管理，来帮助企业实现可持续发展并有效增值，这恰恰是是其投资价值所在——无论是提高企业管理水平、实施稳健的财务策略，还是帮助企业开拓市场，最终不仅实现的是企业的利益，更会在股东和投资人利益上实现最大化。

PE 投资的最后一步是退出，这关系到双方主体。对私募股权投资家而言，

退出机制与其投资的收回以及投资收益的实现密切相关，投资收益的多少、投资回报率的高低都取决于能否顺利的退出以及以何种方式退出。长期以来，作为PE的主要退出路径，IPO始终扮演着重要角色。而在中国市场，IPO受政策的影响不容忽视，这就需要投资基金保持持续的关注。

黄悦 15021014

[20160302]

从开篇对PE的简介就打破了以往对PE的错误认知，原本不知道从PE自身的组织形式到工作内容都有这么多的文章可做。我最喜欢的一点是PE对于企业的经营的影响和对社会的贡献这一作用。不同于干巴巴的买卖股票，PE 更是一个深度参与者，凭借自身专业技能和掌握的资源，帮助企业实现快速增长。我对任何跟创造、从无到有有关的过程都很感兴趣，我认为这才是实实在在能把握住的东西，看得见摸得着。而要做到这一点，我想一个PE从业人员要会的得有很多，首先金融方面的专业知识是基础，对创业等的了解是基础，对公司经营的各种知识从供应链到管理学都得了解，也许还得配点人文哲学什么的帮助良好的思考的建立，很有挑战性，也很有意思。而我认为要构建这样的专业知识需要几年金融从业，再来几年咨询公司从业经验。今天恰巧看了一篇文章讲投行和咨询从业的解读，文中说到根据调查数据显示从金融跳到咨询多于从咨询到金融，这样看来，如果要想做良好的PE职工，大概先3年投行，3年咨询吧。

[20160306]

结合最近实习的所做的工作，对筛选项目和尽职调查颇有感触。

书中说到，PE 高度重视市场与行业研究，选择一个好行业甚于一个好团队。筛选新三板要投资的企业，行业也是放在第一位的，甚至有负面清单，某些行业的企业全部不考虑。我原本不能理解这样的做法，全盘否定的态度可能漏掉一些好企业，且如果在行业不景气的时候投资，也许能抄底，但是从另一方面想，考虑

到不同的投资所期望的回报期，行业不景气的前提下要想实现快速增长非常困难，而花在筛选它的时间成本或者更甚投资它的资金成本都很大，有此举也可以理解。而同时书中也说道，根据在中国的经验，超过 60%的项目无法通过行业考察，投资的学问，既有纲领性的指标，更有“因地制宜”、因投资目的而变化的经验之谈。

书中说，尽调的任务是“发现价值、发现问题”，我想，无论是一级市场还是二级市场，了解一个企业，这都是核心的指导思想。一级市场尽调的结果，在于向投资者客观地呈现一个企业的状况，而作为如实披露的责任和义务者，既要能发掘企业的闪光点，也要发现企业存在的问题，这一思想，贯穿整个尽调的过程，带着尽可能全面地呈现一个企业的思想去完成那些琐碎的文件，才能知道如何去做，才能做到前后一致。同样，在投资一个企业的时候，投资者的身份首先是对这个企业的认同，但是自觉地会发现它的问题，从而想去追问这个问题的原因是什么、会对我的投资造成何种影响。

[20160309]

最近读的部分有三个内容抓住了我的眼球。

1.在前期调研时，通过研读商业计划书，PE 希望获得的问题的答案中的问题之一是：希望 PE 基金帮助企业做什么？（回报如何？）在前两章里，作者也反复提到，寻求 PE 的企业家应该清楚找 PE 融资的具体目的是什么，拿到了钱要做什么，以及要 PE 进入后帮你什么？不同于其他渠道的融资，PE 可以在企业管理的各个方面利用自身经验为企业提供帮助，企业家也应有意识地时刻把 PE 的资源用起来、发挥到极致。这是一点独特之处。

2.作者提到过高的市盈率 PE 无法接受，其原因之一是 PE 退出时通过 IPO 需要更高的市盈率才能盈利。我联想到之前实习时听老板跟公司砍价，都是以多少倍

市盈率来砍价，再折算成股价，以及估算投资收益，也都假设多少倍市盈率时抛出，再折算成股价。在书上看到这一点前，我并没有对这个过程有更多的注意，老板说怎么做就怎么做，现在看来，为什么用市盈率、怎么用以及多大程度上相信市盈率是一件值得琢磨的事情。市盈率衡量是否准确有很多的讨论，但是对于我实习的部门所做的新三板的业务来说，其流动性和开放性决定了没有多少其他可用的指标，那是否还可以有更优化的方法，也许可以思考。

3.作者提到细分行业的平均利润率同所处的产业链有关，以及“微笑曲线”。对于利润率，我以前没有太多的认识，以为就是一个行业是否充分竞争与个体是否有独特优势而决定的，没有把它放在一个产业链来考虑过，这个全新的认识以后或许会在一些地方用上。

[20160313]

在尽职调查应关注的问题里，有诸如关联交易应关注企业可能通过关联交易达到逃税目的。最近有做到关联交易的内容，作者的举例给了我很大的启发。首先，尽职调查时不能对公司百分百信任，公司管理层可能会因为自己的利益隐瞒潜在的问题。对 PE 来说，企业有很大的动机这样做，因为可能因为某个问题导致能收到的钱打折扣，而对于上市或挂牌来说，我原本以为尽调机构与公司应该是站在同样的立场上，但实则利益与责任可能不一致，进而导致企业有意隐瞒。所以像关联交易这样的问题不能相信企业的一面之词，而应该实打实地去挨个核对。第二，我理解的寻找是否存在关联交易，就是找出所有的关联方，再找出所有可能出现关联交易的地方，一一核查是否跟关联方产生过往来。读完书中的举例，我发现这种想法实则是低级段位。或许，应该去思考，对于某一类型的企业，可能会存在怎样的为最大化自己的利益而做出的钻法律漏洞的举动，从这个角度入手，从大局去发现问题，也许能找到细节里发现不了的问题。

另：今天在地铁上看这本书，旁边的女士问，你是做投资的？你可以给我留个电话吗？身边朋友最近正想投资，可以咨询你一些问题吗？好神奇的一本书。

[20160316]

在估值部分，作者提到了只有当买方对交易标的的估值高于卖方的估值，交易才能达成。也就是同样的东西对于不同的人有着不同的价值。微观经济学开篇便讲效用，对于不同的禀赋的人，同样的东西能产生不同的效用。而此处价值的不同也是由于买卖双方的禀赋不同。对于买方而言，拥有更多的资源让标的产生更大的价值，在收购后产生协同效应或规模效应，从而导致估值更高。这是一件很有意思的事情，世界本没有将人绝对地将人划分三六九等，但是后天积累或许会让一些人更容易成功，这也是一些人奋斗的意义吧，获得更高价值的禀赋，学识或人脉等等。不过也印证了那句话，没有人能随随便便成功。

[20160320]

在完成交易后，PE 参与到公司的运行中。从财务人力到供应链，都需要运用人才资源为企业实现再造。很多企业在成长过程中靠野蛮生长到了一定的体量，要想实现长远的健康增长，必须在运营的各方面打好基础。在完成了 PE 的高增长需求后，PE 退出，企业的成长进入新阶段。选对了合作伙伴，在合适的环境和时机之下，价值创造的过程是一个飞跃，实现双赢。很多事情，如书中交易方式的选择中税收的问题，大抵是不是你死就是我亡，能实现双赢局面的不多。

梁伟超+15021005

看了本书前面对于 PE 基本概念的介绍，发现了自己之前认识中的种种误解和盲点，更加深刻的体会到 PE 作为股权投资组织，其制度安排的科学合理。社会是人与人间的关系，家庭、政党、公司、团体等等，各有各的制度安排，规范着组织中人与人的关系。商业组织中的关系似乎更加“功利”，其他任何关系在金钱和利益面前都显得苍白无力。而各种商业组织只有协调好各主体之间的利益，组织才能正常运作，达到目的。从这个角度看，PE 中 LP 和 GP 的设计最大限度的将两者的利益捆绑在一起，LP 可以放心将自己的资金付予他人，GP 可以尽职尽责获取收益。PE 中种种细致入微的协议安排保证了双方的利益安全，将利益

捆绑以达到投资目的，从这个角度看也许可以化繁就减加深理解。

自从“供给侧”成为流行词后，好像“杠杆”这个词也跟着火了起来。所谓“政府加杠杆，私人领域去杠杆”，政策在加杠杆和去杠杆之间摇摆平衡。经济转型时期实体经济去杠杆，可能出现大量的兼并破产；同时资金脱实向虚，金融领域有加杠杆的倾向。更好沟通金融和实体经济显得尤为重要，而 PE 正是其中关键的一环。LP 和 GP 的设计本身就是以 1 %撬动 9 9 %的高杠杆形态，并且 PE 投向为实体经济，可以聚集大量资金打通金融与实体。中国经济转型的今天，PE 大有可为。

同样是分析师，一级和二级的分析方法可能是迥然不同的。PE 分析师在找项目之前，日常会做大量的信息阅读、分析来发掘有潜力的方向，所谓的 O2O、大数据等等模式都不是拍脑袋决定的。在确定好方向或者商业模式的思路之后，deal sourcing 也会更加精确有效。这也是为什么很多互联网分析师会在微博上发布大量的内容，因为这也是他们保持行业敏感度，了解新进展的一个重要渠道。只不过区别在于外行是看热闹，看到的只是团购的各种混战八卦，而内行得从里面分析出商业模式等多种门道。此中需要的种种能力正是我们需要在日常学习中积累提高的。

书本中介绍的估值方法一般分为绝对估值法和相对估值法两类，绝对估值考虑的是未来的现金流，相对估值考虑可比公司。无论哪种估值都少不了对未来的预期，所以也就有人说估值表明的是“想象力”。哪种产品哪个公司，只要给人以足够的想像空间，市场就会给予其高估值。最近的“人机对战”让人工智能成为热议话题，二级市场人工智能概念股应声而上。无人驾驶、无人机等等类似概念不胜枚举。虽然这些概念的相关技术可能还不成熟，可能应用还不着边际，但这些概念给了人们想象的空间。甚至他们在未来的应用可能远超出人们的想象，就像电脑、智能手机在现在的应用，假如当时人们想象的到，可能当时的估值会更加客观。

股权投资基金在国外已不是什么新鲜事物，但在中国却仅有数年的历史。不过 PE 如中国其他事物一样，一旦给予一点点星星之火，便以燎原之势飞速发展。同时也如其他中国事物一样，飞速发展之下总会产生种种变体。联想起前不久新三板限制股权投资基金企业挂牌的消息，不明就里的可能会惯性地责备监管层，但稍微思索也可稍稍理解监管层的逻辑。去年新三板风风火火，融资总额甚至超过创业板，但年末算算帐，绝大部分融资都被少数几家 PE 公司吸走了。而这几家所谓的股权投资以其巨大融资在二级市场疯狂举牌，分分钟市值超中信。PE 的要义是实现对实体企业的输血，而这些从实体抽血的股权投资公司恐怕空有其名了。

书的最后介绍了 PE 退出环节，退出环节是 PE 价值实现的关键环节，正所谓“养的好不如卖得好”。PE 退出的方式有 IPO 退出、收购、赎回等，而 PE 具体应用的退出方式会随时空环境而不同。如在美国等成熟经济体，PE 主要以 M&A 为主。而在中国，PE 退出的主要方式有所转变，12 年左右主要以 IPO 为主，而近几年收购的方式占比逐渐提高，有成为主流的势头。而其中的原因是多样的，有宏观经济的因素，也有投资者观念的转变，投资者更加认可企业就应该“当儿子养，当猪卖”。而随着 VCPE 并购退出的野蛮生长，这种状态不知能否持续。毕竟在国外收购是对行业有深刻理解的资深人事才能做的，而单纯为了追求高溢价，毫不在乎协同的并购是不可能持久的。

马慧云

大型企业的的融资可以通过银行贷款或发行股票和债券实现，而中国的中小民营企业由于无法满足短期贷款的抵押品要求，很难从银行获得中长期贷款，也难以满足发行股票或债券的特定标准。PE（股权投资基金）的出现解决了中小企业融资难的问题，普通合伙人对公司及项目进行选择的过程也是市场发挥力量的过程，拥有发展前景和投资价值的公司融得资金，而前景黯淡的公司无法吸引投

资者，通过优胜劣汰实现资源的合理配置和高效利用。在标的公司的运营管理过程中，GP 的介入也可以为公司规划与运营提供专业指导与监督，从而有利于公司效益的提升。

投资备忘录是提交给投资委员会的对投资项目基本情况的介绍。内容包括了行业研究和公司调研过程中获取的项目相关信息以及对其进行的分析。其中的行业概览介绍了投资项目的大背景和未来发展空间，公司概况则介绍了被投资公司的基本情况。其中最重要的是投资亮点分析，从政策趋势，市场需求，出资方式，退出机制，可能潜在收益等方面对项目的投资亮点进行介绍，从宏观和微观方面多角度介绍了项目的获利机会。

项目来源的案例分析中通过一些反例指出了项目中介在商业计划书的编写中应遵循的原则。商业计划书应对企业及行业做出充分详实的介绍，同时要保证重点突出，不能杂乱无章。应当选择目标清晰，需求明确的公司进行介绍，并对其具体的发展规划，产品，销售渠道，供应商，竞争者等进行切实深入的分析，才能使商业计划书显得内容完善，充分展示项目的吸引力。

前期调研包括项目信息研读，行业调研，企业调研和前期评价几个部分。项目信息研读考察项目是否符合投资标准并了解企业的未来发展规划，为企业的整合和发展战略的制定进行必要的知识与信息储备。行业调研需要介绍包括项目来源，目标公司，融资计划在内的交易背景。同时应分析市场概况以分析公司发展的背景与前景。波特五力模型应用在竞争性分析中以阐明公司在行业中所处的地位及拥有的竞争力。对企业的调研则通过深入公司内部的具体考察了解公司的经营状况和发展资质。在以上调研成果的基础上对项目进行前期评价，确定项目是否可行并总结出项目的投资亮点与投资风险。

企业估值有三种基本角度。一是从历史角度，基于资产进行评估。可以根据经调整的资产和负债进行估值，或者将待估资产的重置全价减去贬值后的差额作为评估依据，但是主观因素较大。二是从现时角度，基于市场进行估值，即相对

估值法，利用同行业可比企业的市盈率，市净率来估计。三是从未来角度，基于收益估值。通过现金流折现来完成。然而对现金流和折现率预测的主观性则会影响估值的可信度。利用 EBITDA 进行估值则排除了复杂的财务杠杆和税收政策的影响，能够综合反映管理团队经营业绩与企业现金流贡献能力。

交易结构是指由买卖双方以合同条款形式确定的，协调与实现交易双方最终利益关系的一系列安排。其中收购方式根据收购标的不同可以分为资产交易与股权交易，以及对赌，可转换优先股，股东贷款等特殊投资安排。资产交易可获得优质经营性资产但是卖方面临二次缴税问题，而且新公司可能面临不能获得原公司已获得的经营资质的行业准入问题。支付可以通过现金支付，股权支付，付息本票，聘用协议等完成。离岸控股公司常常成为跨国收购的主体，不同收购方式下有不同的交易组织方式。杠杆收购是指 PE 的收购资金中既有自有资金也有债务融资的收购方式，能起到税盾作用，提高权益回报率，并激励管理层持续改善经营。利率是影响杠杆利用水平的最主要因素。

牛爱军

【20160302】《股权投资基金运作》：本书开篇介绍了 PE 的类型、组建形式、投资策略等，作为活跃于资本市场的重要分支，PE 对于产业整合、金融创新等做出了重要贡献。2013 年，证监会发布了《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》，随着资本市场改革的加速推进以及监管政策的逐步松绑，PE/VC 行业未来的多元化征程值得期待，个人以为，目前 PE 机构进化方向主要有两种形式。第一，中小型 PE 向 VC 转型，更专注于细分行业的投资，或者像互联网化方向转型；第二，大型 PE 向投行方向拓展，并发展公募基金、财富管理，

开拓与上市公司合作设立并购基金等新兴业务，代表机构有九鼎投资、中科招商、硅谷天堂等。

【20160306】《股权投资基金运作》：项目开发作为 PE 机构生存的本源，是众多机构竞相逐鹿的主战场，如今的中国市场 PE 遍地都是，在资本逐利的时代，能够长期坚持下来并为自身以及为所投企业实现成长的屈指可数。纵观中国 PE 发展史，能够做大做强并且实现较好的资源联动的 PE 无不形成了自己独特的投资风格、完善的业务体系，例如九鼎“既激进又稳健”的核心投资理念以及“区域（横向）+行业（纵向）+外部合作伙伴”的全方位、多层次自主项目开发网络体系。国际 PE 行业越来越趋向于寡头垄断，大量的 PE 资金被掌握在为数不多的几家大型投资机构受理。而其他的一些 PE 机构，由于业绩表现不稳定，难以获得基金投资人的信任，很难从市场里大量融资。同时，由于没有足够的实力，这些中小型 PE 机构也难以聘请顶尖的商界人物为自己服务，也就难以创造具有轰动效应的大手笔。正是这种强者愈强、弱者愈弱的马太效应，使得中小型 PE 机构日渐边缘化，PE 市场呈现出向少数寡头集中和垄断的发展趋势。而能够真正进行企业价值投资和投后管理的 PE 机构，只有为数不多的位于金字塔顶端的几家公司。

【20160309】《股权投资基金运作》：企业价值评估是市场积极和现代企业制度相结合的产物，在西方发达国家经过长期发展，已形成多种模式，并日趋成熟。随着我国市场积极体制的建立和完善，资本市场在我国经济中发挥日益重要的作用，同时中国经济与世界经济联系更加紧密，对外开放和国际经济合作进一步加强，这些经济活动对企业价值评估的需求也日益增多。在现实经济生活中，往往出现把企业作为一个整体进行转让、合并等情况，如企业兼并、购买、出售、重组联营、股份经营、合资合作经营、担保等等，都涉及到企业整体价值的评估问题。在这种情况下，要对整个企业的价值进行评估，以便确定合资或转卖的价格。然而企业的价值决不是简单地由各单项经公允评估后的资产价值和债务的代数和。因为人们买卖企业或兼并的目的是为了通过经营这个企业来获取收益，决定企业

价格大小的因素相当多，其中最基本的是企业利用自有的资产去获取利润能力的大小。所以企业价值评估并不是对企业各项资产的评估，而是一种对企业资产综合体的整体性、动态的价值评估。而企业资产则是指对企业某项资产或某几项资产的价值的评估，是一种局部的和静态的评估。

【20160313】《股权投资基金运作》：虽然企业购并通常被理解为企业的买卖，但在现实中，存在两种不同的情况，一种最终交割的是企业，一种最终交割的是企业资产，收购企业和购买资产不仅在法律上是两个不同的概念，在财务、税务，操作程序中亦有很大区别。

从法律角度看，所谓购买企业就是将企业或公司作为一个整体来购买。作为法人，企业或公司不仅拥有一定法人财产，同时也是多种契约的承担者，购买企业不仅是法人财产产权的转让，也是有关契约之权利、责任的转让。购买资产一般只包括企业的固定资产、工业产权、专有技术、经营许可、营销网点等。购买财产时，契约的转让要经过认真选择。若收购过程中，法律评价认为该企业在某些合同或契约中处于不利地位，可能会导致法律纠纷或涉及诉讼，买方就应该选择购买财产而不是购买企业。购买财产后重新注册一家公司即可有效规避与原公司相关的法律诉讼。从税务角度来看，购买企业与购买资产的主要差别在印花税和所得税上。若购买企业，原则上可享受原来的累计亏损，以之冲减利润，减少现期所得税支出。在我国，所购买企业若保留法人地位，则其累计亏损要用以后多年经营利润抵补，而不能用收购企业的利润抵补，因此，所得税方面的好处不能在现期实现。购买企业和购买资产的印花税在国外按不同税率执行，前者很低，一般为价格的 0.5%，后者则高达 5%～6%。在我国，两者均为万分之零点五。将来企业或资产的再出售需缴纳增值税，国内外两者之间区别不大。在我国，企业资产评估的增值部分在产权转让中形成的净收益或净损失计入应纳税所得额，征收所得税。此外，折旧计提基数的变化会影响税务，因为购买企业是按原企业账面净资产核定计提基数;而购买资产则按成交价格重新核定折旧基数。从总体上看，购买企业通常要涉及很多复杂的财务、税务及法律问题，需要投入较多的时间、费用。购买资产则相对简单。我同现阶段企业并购中，两种购买结构区别较小，许

多情况下，买方只看重卖方的部分资产，但却采用了收购企业的方式。

【20160316】《股权投资基金运作》：对于 PE 来说，交易完成恰恰是刚刚开始，投资收益取决于投后管理的质量与效益。投资规模与增值服务投入度息息相关。投资规模越大，投资风险就越大，投资机构就越需要精心构建增值服务体系，分配更多的资源。投资规模大的项目，PE 机构甚至有可能专门组建服务团队，进一步完善服务体系，严密监控风险企业的发展动态，加大力度提供更好的增值服务。专业化的投后管理团队的建立，是 PE 发展到一定阶段，拥有足够的投资个数，在专业化分工上的客观需要。规模化运作的基金中，在基金出资人关系管理、被投项目增值服务、项目退出路径选择与设计及相关中介机构协调等层面的事务越来越多，凭借个人力量已经难以周详兼顾，建立专职的投后管理团队进行专业化操作成为作为现实的需要。在国外，优秀的 PE 往往设有专业的运营团队为企业提供增值服务，有的大型投资机构还成立了专门的增值服务子公司。如 KKR，其能够为企业提供自己的运营咨询师、高级顾问以及投资专业人员，给予运营和管理建议，同时 KKR 拥有一支行业分析团队，这支团队与运营咨询团队以及高级顾问等对提高企业商业收入和业务等提出规划和建议。个人看法，未来的 PE 将会形成项目开发与投后管理两翼并重的发展局面，而真正的交易达成将作为投后管理的重要支撑。

【20160320】《股权投资基金运作》：通过阅读本书，使我对 PE 机构的整个投资逻辑与流程游了更清晰的认识。从宏观经济环境来看，随着经济转型期的到来，产业整合与并购重组成为必然趋势。这一大背景下，A 股市场的股东积极主义开始出现抬头之势。过去，经济处于高速发展的周期中，上市公司往往依靠自身主营业务增长，就可实现业绩稳步增长，主动收购标的以实现增长的积极性并不高。近几年来，随着中国经济增长势头逐步趋缓，单纯靠上市公司主业自我发展驱动市值增长的逻辑，已经不再被市场所推崇，上市公司的经营实践也是困难重重，因此，主动并购的积极性陡增，但优质的卖方资源却变得越来越稀缺。因此，效率成为并购的重中之重。PE 机构对行业的专注，使得其在投资项目的挑选、培

育和跟踪上要远远超过一般投行，上市公司选择与 PE 机构合作，可以大大提高并购效率。PE 通过与上市公司合作的模式可以获取以下三部分收益：一是为上市公司提供并购咨询服务的财务顾问费；二是并购标的若是 PE 机构所孵化，则可以从并购标的上获得退出收益；三是 PE 机构所持有的上市公司在产业领域推进并购整合后，往往能带来较高的股权增值。以硅谷天堂为例，2014 年以来，与硅谷天堂有合作上市公司，在公告日后 30 日平均涨幅 16%，最大涨幅不少已超过 30%。

邵兴宇+15021013

不知道是不是因为本科时候参与过过度投资方面的科研项目，一直以来对于过度投资问题比较“有感觉”。自 08 年以来，政府出于对冲外部冲击考量，大规模出台刺激政策，而这些宏观层面的刺激大多通过银行向微观企业层面传导，反映在企业层面上往往是自由现金流严重过剩下各大企业均存在较为严重的过度投资问题，长期投资低效率不断堆积最终形成了今日较为严重的产能过剩问题。而自本届政府上台以来就把“发展多层次的资本市场”作为化解过剩产能的重要突破口。实际上要解决过剩产能的问题，就必须建立起合理的企业退出机制同时又不能破坏市场经济的竞争环境。这个时候，依托股权私募基金而进行企业的兼并重组就是一个不错的选择。

兼并重组，其实就是产权交易。说到这一点，原本我国企业大多偏向于使用银行借贷融资，但在现今条件下私人企业加杠杆的过程实际上已经接近极限。股权融资的方式既能通过企业让渡一部分所有权而获得资金，同时又能保全企业自身存续发展，这大概就是企业层面的“软着陆”吧。

而新三板作为所谓“多层次资本市场”中的重要一环，无疑具有其重要作用。

新三板扩容两年来，我们看到新三板企业的基本情况真的是差距太大。
可能真的有一些好企业，这些企业都有着很多相同的地方，处于一个好的行业，有着几千万的净利润和未来可预期的高速发展。但是更多时候时候，新三板上是一些垂死挣扎的企业，可能已经难以撑过这一波经济的寒冬。

另一方面，私募的时间无疑是宝贵的。我记得我那点极其有限的私募实习里，有过一上午听四个项目的经历，其强度之大，最后大脑已然处于半死机状态。在这种情况下，除非真的出现让人眼前一亮的项目，不然真的难以引起私募的兴趣的。可是，真正优秀的企业又哪会依赖券商在中间费尽全力的推？PE 不是观音菩萨，他们更看重从投资中得到什么回报，要是在流动性这么差的新三板中投了个差的企业退不出来，可就倒霉了。从这个角度来说，新三板不是不能进入 PE 考虑范围，但是私募是一定会将这里面的风险计算得清清楚楚，最终也只会盯着那极小一小部分优质企业，而新三板的大多数仍然不会拿到 PE 的垂青。

在私募股权投资的实际操作中，尽调无疑举足轻重。在尽调当中，三张表都很重要，而且每个科目都是有作用的，每个科目都是企业业务的提现，所以企业造假，由于报表的科目关联性极强，造一笔假能照顾 3 个科目算得上牛人，造的多，总有一些科目就会露出马脚。一般的内控是从下到上，防止贪污、腐败、渎职，对整体报表层面把握没太大帮助。所以我们是首先是去分析该企业管理层和实际控制人的动机，也就是从上到下的推论。无论企业规模如何，都有可能会舞弊。一般是两个结果，增加利润或者减少利润，一般来说，作为公众或者投资人关心的企业，想要投资企业，绝大部分的动机都是增加利润，而说到增加利润，无非就那么几个手法，增加收入、减少成本，关联方利润输送和承担费用、会计处理上动手脚等。其中核算收入，需要看起销售网络是如何构成，如果是很复杂的销售网络，且涉及大量和零散的货币资金流，那就比较困难，因为公司不出名，很有可能会配合企业造假，甚至就是实际控制人开的企业，所以在树立关联方关系的时候极其重要。

如果是增加虚的收入，配合现金流，那么现金如何流出就是一个比较大的问题，比如说虚增收入 1 亿，那么要使得这个收入可靠。必须要有资金流水进到企业，一般是用过工程、资产走出去，因为其不会立即影响利润表，而且达到资金即流动起来，也不会影响利润表。

核算成本方面比较重要的就是成本结转，比如说卖了 A 产品，成本实际是 100，但是结转成本的时候只结转 50，这个可以从报表上的存货的期末余额判断，因为存货结转不完全，每年期末的存货会有不正常的增长。

关联方利润输送：同一控制下的非合并范围内的企业，底价卖原料，高价买产品，价格不公允，就是利润输送，这个要从行业毛利、销售均价这方面去初步判断，更隐蔽的是一些成本、费用直接由关联方承担，比如一部分工人工资关联方发放，一些费用，关联方承担，这方面也是很难发现，只有在尽职调查的时候，拿关联方的流水进行核查才能发现。

当投资方完成了对于目标企业的尽职调查之后，就到了双方商讨研究交易结构的阶段。在尽职调查中，投资方必然已经发现了目标公司存在的各种各样的问题。投资人将会基于目标公司的未来发展表、投资人的利益保护以及资本运作的考虑，提出目标公司的重组方案，在和目标公司及其原股东沟通之后达成共识。目标公司的重组包括业务、资产、负债、机构等等各种方面。由于重组本身具有极大复杂性，我们自然想到能否在重组之后再进行重组，但是在实际操作中，完成重组后在进行投资往往不可行。从这点上我们不难看出，投资合约签署前至少应形成投资合约各方认可的重组方案，并在投资合约中予以明确。

私募退出的方式主要包括以下几种：1. IPO 退出（也包括借壳上市）
最耳熟能详的一种方式，所投资的公司上市，持有的股份在限售期过了以后，就可以在二级市场上自由出售，实现退出。这种退出方式一般收益颇丰。2. 赎回投资公司时，有时候 PE 机构会和公司签订一个赎回条款，在某个时点，如果公司没有达到上市标准，或者经营业绩没有达到一定指标，公司有义务赎回投资人

的股份，按成本加 IRR 的形式。一般发生这种情况，公司的状况不是太好，回报也不会太高，但公司有钱履行赎回，多少还是让投资人保本了。3. 分红退出 这是一种特殊的退出方式，公司的现金流特别充裕，短期内的 ROI 非常高，可以每年进行大规模分红，但公司业务并不具备可持续性，一段时间分红结束，公司的价值其实几乎没有，投资人依靠持有期间的分红来实现退出。举例：单一 IP 的游戏公司。4. 破产清算 公司无力上市，无人 trade sale，无分红，也无法完成赎回时，投资人如果强制行驶赎回，公司就进入破产清算程序，通过卖资产形式来清偿股东。当然也可能卖完资产也达不到的，这时候也只能认赔离场。这是万不得已的情况，发生这种事基本也不求什么好的回报了，能拿钱走人就好。

在私募股权投资的退出当中，在一般情况下，只要 PE 有的选，一定会选择并购退出，因为：发起并购的一般是同行业的竞争对手，并购后会产生协同效应，例如提高原材料议价能力，减少品牌广告支出，减少雇员等。因此，并购发起方愿意支付一定的溢价。例如如果 PE 旗下的被收购公司的公允价值是 1000 块，协同效应是 100 块，并购发起方可能愿意付 50 块额外的钱给 PE 行业竞争对手更有能力向银行举债收购，所以潜在的收购价格会高 PE 可以获得 100%推出的机会（或者如果发起收购方是上市公司，则可能可以和发起收购方换股）当然，并购退出的机会不常有，因此上市推出还是一种较为普遍的方式。上市退出的不确定性在于：因为是上市，所以在行业、股市环境不同时的差别较大，如果正逢牛市，那么有可能上市获得的价格甚至比并购退出高。当然，绝大部分情况下上市是要有折让的，因为如果把价值定的很高（等于或高于公允价值），则一般该股票上市就会跌，这种情况下投资人不太愿意认购该股票，所以折让很经常上市后 PE 不能够全部退出。一般情况下只能在上市时退一部分老股，剩下的等锁股期过了才能卖，通常要半年以上，可是市场瞬息万变。半年以后遇上金融危机可是倒了大霉了。借壳上市以前较为常见，主要是因为正常上市的审批手续太严格，而借壳上市不需要披露太多，联大名鼎鼎的吉野家在香港上市时都是借壳的。当然，自从浑水和香橼开始攻击借壳上市的中国公司以后，大量的中国公司退市，而且 SEC 审核借壳上市更严，四大也不怎么接借壳上市的案子，所以以后应该会越来

越少。

王佐玉

【20160302】《股权投资基金运作》顾名思义，股权投资基金就是以非公众公司的股权为主要投资对象的基金。主要分为创投资本，增长资本，并购基金和夹层资本等等。在 PE 中 GP 承担无限责任，LP 承担有限责任。在刚刚过去的寒假，我恰好到一个 PE 公司实习。PE 最令人着迷的地方由两点。一是它能够为需要资金成长型的企业融资，在获得资金后伴随着企业逐渐成长。另外一点就是，如果我们投资的是 pre-IPO 项目，那么在该项目上是之后，资金成倍地上涨后退出项目。既能为企业注入血液，有能获得巨大的收益，真是令人着迷。

【20160306】《股权投资基金运作》对于一个小的 PE 公司来说，它的项目信息主要来源于外部渠道，比如说中介。这些项目中介往往都是以行业分类的。在这个寒假我去过一个关于 VR 项目的中介举行的活动，国内的很多做 VR 相关产品的企业都在这个平台上展示自己的产品，以获得资金。另外一个小的 PE 公司获得项目的渠道便是各省的商会。各大企业家及天使投资人汇集在这里分享好的经验及项目。一般而言，一个 PE 公司的规模不会很大，因此它所关注的项目往往根据团队偏好和大的经济发展趋势集中在几类上，比如说生物医药、文化娱乐等等。此外，对于项目处在那一个发展周期的偏好，也是团队选择项目的一个重点。一个积极寻找投资标的的 PE 可能一天会看很多项目，因此所有能够引起投资者注意的关键点都应在项目计划书中列明，而无关点则应省略。

【20160309】《股权投资基金运作 》在投资者选定目标后所要进行的便是前期调研和尽职调查。前期调研主要考察的是企业的未来发展计划、企业所处行业发展状况以及企业的具体经营情况。考察行业情况主要有以下几个方面交易背景，市

场概览竞争分析，投资概览等。波特五力模型常用于竞争分析之中。在考察企业情况的时候最重要的便是尽职调查包括财务尽调，法律尽调，商业尽调等。

【20160313】《股权投资基金运作》项目成交与否在于买卖双方对其的估值偏差。相对真实且必要的信息是估值的基础。企业估值主要有三种角度：基于资产的评估方法、基于市场的评估方法及基于盈利能力的评估方法。基于资产的评估方法主要有账面价值法和重置成本法。基于收益的估值方法主要是折现现金流量法，然而在我国利率市场化并没有成型，因此 DCF 法在应用上存在很大的局限性。

【20160316】《股权投资基金运作》：交易结构通常包括收购方式、支付方式、时间、交易组织方式、融资结构、风险分配与控制和退出机制等。好的交易结构通常应满足各方的交易目的，能够平衡各方的关系。在融资结构中往往采用 LBO 的方式，这样既能节省税收和提高权益回报率，又能激励管理层持续改善经营。一个针对 Pre-IPO 的 PE 企业在以债务方式募集资金时，能够融得多少资金和前几轮的募资企业有很大的关系。如果天使轮、A 轮、B 轮是名人主导或是像国开金融和德意志银行这样比较知名的企业时，那么在这一阶段 PE 企业就容易募得资金，并获得较大的杠杆，在退出时收益率也会很高。

【20160320】《股权投资基金运作》：在企业选定了投资项目并投资后，投后管理十分重要。投后管理在很大程度上决定了企业的投资回报率。投后管理包括财务控制、人力资源整合、运营支持和流程再造等等。一个好的企业必然有十分完善的财务管理系统。好的财务管理能够帮助企业发现自己的运营效率的问题出现在哪里。退出是股权私募投资的最后一个环节，企业投资的退出方式在签署投资协议时就已约定。至此，这本书已经读完了，感觉就像跟着作者完成了一个项目的投资运作，很受启发

徐菁 15021018

［20160302］

PE起源于家族企业的资产管理需求，第一家真正意义上的PE基金创立于第二次世界大战之后，是当时的政府出于鼓励私营部门投资二战战场返乡士兵们的企业而创立的，之后创投资本也曾为美国科技革命及硅谷的兴起产生深远影响，80年代杠杆收购基金的疯狂让PE得到了“门口的野蛮人”这样略带贬义的称呼，股权投资基金一时风头无两。纵观PE发展史，几次繁荣的浪潮都有政策与市场变动，投融资需求等多种因素推动。PE几度随着二级市场走强和政府放宽管制和税收政策等出现爆发式增长，资本仿佛蛰伏起来等待机会，观察各产业的动向并寻求薄弱之处，只待市场风向转变，企业麻痹大意，便以杠杆撬动大体量资本连骨带肉吞噬，同时也以自身之力为企业重塑增长点，或以其为平台并购整合产业内其他企业。PE热衷且致力于管“别人家的事”，用简单直接的行动讲述这样一个道理：企业做得好，总有人惦记。

［20160306］

本书第四章更接近于一本行业操作手册，细致到点的商业计划书有一点完美主义偏执狂的倾向。每个寻求融资的团队大概都有宏大的愿景，能对企业的五年计划十年计划侃侃而谈，但为了完成面面俱到的商业计划书，中介的角色便至关重要了。怎样能让商业计划书抓人眼球，让平庸的企业和团队散发金子般的光芒，怎样将一些华而不实的行业展望、管理者的经营漏洞等等蒙蔽过敏锐的投资经理们。卖方的终极哲学，在我理解，不是把好东西卖上价格，而是将原本平庸的项目进行华丽的包装，不是欺骗，也不能违法行业道德，只是做一些合情合理合法的加工，把亮点突出，把短板深埋。写商业计划书的技巧固然很多，但只要铭记一点，就是要把项目描绘的楚楚动人秀色可餐，永远站在皇帝选秀的视角上去包装产品，就会有更多可能脱颖而出。

［20160309］

《股权投资基金运作》PE拿到有吸引力的商业计划书将其列为可投资项目后便要进行自主调研。PE必须排除情感好恶因素的影响，并时刻保持冷静而独立的审视，只是基于良好的盈利预期可能会导致投资失败。PE基金青睐平均利润率较高的行业，再通过竞争分析对目标公司在市场中所面临的竞争格局进行分析，PE快速准确地把握对目标公司投资的潜在价值有赖于投资要点的挖掘，此外也不能忽视目标公司所面临的现实的或潜在的主要风险，避免承担过大的风险。PE的投资行为是顺势而为而不是逆流而上，那些展现了良好的成长前景或整合机遇的行业更容易获得PE的青睐。对企业进行实地考察可以帮助其尽可能发现企业在生产经营组织中存在的问题，并积极思考效率改善的空间与手段。

［20160313］

尽职调查是PE基于自身投资决策的审慎考虑，委托第三方专业机构进行的对目标企业的调研。一份高质量、准确评估风险的尽调报告可以大大提高投资的成功机率、降低和转移风险。在中国，尽职调查并不是一件轻而易举的工作，目标公司企业可能会隐藏负面信息拒不提供关键资料，不仅考验调查人员的洞察力与沟通能力，甚至还有忍耐力和毅力。通过尽职调查，PE可能得到预料之外的结果，可能是惊喜，也可能是遗憾，如果出现令人遗憾的结果，那么终止交易就是最好的选择了。对企业的尽职调查有财务、税务、法律、商业、环境等尽职调查，另外对管理层的尽职调查也非常有必要，PE是否信任目标公司的管理层在很大程度上决定了它的收购决策，管理层的职业操守和经营能力都是PE要考虑的，只有对合作伙伴了如指掌，才能对未来的合作更有底气。

［20160316］

交易的基本逻辑是，只有当买方对交易标的的估值高于卖方对交易标的的估值时才有可能进行交易。因此估值必定是主观的，没有绝对准确的，更没有完全科学的估值。PE的尽职调查就是为了更准确的了解交易标的的价值，但是交易双方信息不对称的存在让PE的收购长期延续高风险的状态，这种风险是难以量化的，只能依靠估值测算和基金团队的经验与直觉。对资产的价值评估看的是企业的历史

价值，基于市场价值看的是现在，对未来现金流的预测与折算则着眼于未来。做出收购决策后要进行交易结构的设计，对收购方式、支付方式与时间、交易组织方式等作出安排。交易标的选择资产还是股权会对双方的税收与财务带来差异较大的影响，强势的PE可能会忽略交易对手的利益，双方的交流、谈判、协商和让步是必不可少的。

徐菁［20160320］《股权投资基金运作》

组合方式也是比较常见的一种交易结构。它综合运用股权交易与资产交易来完成收购活动，以有效利用两种交易方式各自的优点并剔除缺点。PE的收购资金中一般既包括自有资金，也有债务融资，运用杠杆进行收购活动。杠杆收购中债务融资是其主要资金来源，因杠杆收购产生的债务一般是以目标公司对资产或股权为抵押，并以目标公司的经营现金流偿还的。资本市场资金充裕程度或资金价格是影响杠杆利用水平的最主要因素。但是在中国，为收购目的发行高收益债券是收到利率管制而不可行的。收购完成后对企业的整合也非常重要，初期的平稳过渡及后续的持续改进全面提升都有许多挑战，企业文化差异、利益关系调整等会动摇企业的根本，造成收购活动的失败。

杨小雅

经过前期的准备，PE 需要深入公司监督公司的日常运作，确认公司如计划书中所述信息的真实性，包括生产流程和员工精神面貌等等。听过一个人说，他们有一个很特别的考察一个商场类项目的方法，就是看看商场一楼的厕所有没有厕纸（当然很多商场一楼都不提供厕所），如果提供厕纸，证明该企业现金流还是很充足的。当然各个行业和各个 PE 团队都有着特别的考察方法，其中眼光是很重要的，一个公司，特别是刚刚起步的或是面临危机的公司，是否有着经济利益的可能，很多时候可能不是靠公式可以算出来的商机。一个成功的创业者，也许各不相同，但总或多或少有着相同的特质。软银集团董事长孙正义在短短 33 年就成立了一个信息技术帝国。在中国，他最为著名的投资就是对阿里巴巴公司的投

资，“6 分钟敲定 2000 万”，给当时还籍籍无名的阿里巴巴注入宝贵的资金，他说，马云有着和杨致远（雅虎创始人）一样的特质。对于互联网公司敏锐的嗅觉当然与他互联网出身的身份分不开。现在的 PE 不再是“门口的野蛮人”，更多的时候是种“强强联合”，投资者和管理层达成一致，为了更好的公司发展，这无疑是金融发展带给现代社会又一个进步，它让资源融合的门槛更低，科技的进步，生活的改善背后都来自于资金的有效贡献。

商业计划书，像是在经济中用一种专业的方式来展示一个企业的梦想。其目的在于参加路演或者获得融资等方面。为了获得投资者的信任与资金，企业的能力与实干的热情必须透过一份十足正式的文件来表现。内容主要包括公司的基本情况，项目概要，产品和服务，管理团队，盈利模式，行业现状和竞争对手等等。首先必须明白计划书的对象，朋友，分析师还是合伙人。对于受众人群的精准定位将对于商业计划书的侧重点及修整有很大帮助。想要演绎一个好的计划书，逻辑清晰，基调够吸引人是尤为重要的。找到自己的创新点，产品和市场找到了怎样的切入点，然后又是通过怎样模式和计划来实现切入，挖掘投资人的兴趣和需求，一切需求对于企业都是难得的机会。在做计划的时候，无论实际上是正确还是错位，都要努力地去把我一个未来的方向，感知市场的微妙变化，抓住行业的更迭调整，是保持企业生命力和持久竞争力的关键。而投资者最关注的盈利部分，必须清晰地将自己以前，现在，未来如何赚钱给说明白。

PE 在项目的选择上有主动和被动两个方向。主动领域的做法很多，比如通过行业研究而挖到的公司，首先先看准行业，再深入分析行业的内部，研究行业中的各个公司，自己找上门，或者找个熟人或中介去介绍，就好像是一个销售一样，不过这个时候你销售的是你手头的资金，当然还有一部分投资机会来自于你的圈子，通过圈子认识各行各业的人，通过这些人获取不同的商机，这也是许多人读 EMBA 的动机之一。被动的最重要来源是投行，与投行中的人保持联系，让他们手头有项目的时候会想到你。在中国这个人脉社会，很多事情都是要靠人脉来完成的，人脉并非是一条捷径，实际上，建立起有用的人脉需要长时间的发展和精

力的投入，无论你多聪明多有能力或者资金多足，展现自身的价值，赢得对方的认可和尊重，最终获得对方的信任，都不是能够轻易做到的。

在尽职调查前，首先要确定投资的目的和重点，弄清在本次投资中目标公司最重要的价值在哪里，再分析这种价值在企业中的实际载体。比如看重技术壁垒，就要重点列出专利，软件等无形资产的清单，专利和著作钱的证书复印件等等，专利是不是企业竞争力的核心，如果是，需要考察专利的剩余时间会不会对企业经营产生影响，在技术上是否易被取代或绕开，申请的其他专利有没有实现相互保护的专利壁垒等等。因为尽职调查的目的不仅仅是查实目标公司的现状，更重要的是通过获取的信息来分析未来可能的盈利的情况。尽职调查通常分为三个部分，第一法律，通常聘请专门的律师事务所，第二财务，一般也会聘请专门的会计事务所，与审计类似，最后业务，多有投资经理亲自完成，考察企业的历史，商业模式，收入结构，主要人员访谈，用户调查，未来预测等等。尽职调查的调查周期，消化资料，撰写报告的周期也是有限的，同样投资方阅读报告的精力也是有限的，从清单阶段就确定重点很重要，确保最重要的部分能反映在报告中。

估值是投资中最重要也是最核心的部分，兼具艺术性和技术性，是投资人和企业家之间的博弈，不是一个简单的数学或技术问题。对于早期项目比如天使轮投资，估值更加偏向艺术性，更重要的是经验和感觉，和管理层吃顿饭，创投双方谈判，与核心领导人进行交流，了解他的行业视野，公司定位，金钱观等等。这一部分有可能会有些人情分，带有一些主观的因素，得到的价格一般是双方可以接受范围的交集，对于一些新兴行业，比如互联网企业，也可以靠用户数来评估价格。其实是难度更大的。而中后期的项目则更注重技术性，虽然对技术性要求高，但风险更低，方法譬如建模，做财务预测，DCF 模型，相对比律法等等。在其中又有行业的区别，比如传统企业，通过市盈率，市净率，或按照之前的年份进行估计，互联网行业除了提到的活跃用户数，还要考察其的行业情况，增长的可能性等等。买贵了不一定买错了，只要能卖得贵不用砸在自己手中就行了。

杠杆收购的魅力在于，投资者只需动用少量的权益资本附加债务融资，就能撬动巨额的收益。当然前提是保证债务成本合理，以及收购目标企业稳定发展。比如拿贷款买房，100 万的房子，首付 20 万，按揭 80 万，假设五年后房价上升 30%，这期间还了 30 万的按揭，那么你卖出房子将获得 80 万的收益，收益率高达 32%，超过了房价的增长率，这就是一个小型的生活中杠杆的例子。但也可以看到，杠杆收购的成本在于以下几个方面：债务成本是否合理以及运营收益能否偿还债务——五年内还了 30 万；是否能在一定时间后高价卖出——130 万的卖价。现实情况下，收购企业一般是通过出售给其他收购者或者进行 IPO。理论上来说，这是一个多赢的局面，企业的老股东获得了现金，新股东用较低的价格买下了公司，而借钱的一方比如银行则有了一个相对安全的投资项目。因此，无论是在中国还是国外，杠杆收购都处于增长趋势。

陆语嫣-15021007

以前经常听别人说到 PE 或者 VC，曾经我也一度认为 PE 就是“以非公开方式向特定的投资者募集资金”，在看了这本书后，终于明确了 PE 与 VC 的定义以及二者的联系和区别。在看完的第一部分中，我印象最深的是 PE 的组织形式以及那一小节给的案例。当我们都知道 PE 大多采用有限合伙企业的法律架构以及企业的几种基本组织形式时，我们是否能想到例子中公司、有限责任合伙企业、有限合伙制企业层层相套的形式？当我们有了基础知识时，怎么把它们更好地有机结合起来应该是我们需要思考的问题。不同的知识融会贯通的程度以及不同的视角必然会带来不同的结果。金融作为服务业的一部分，我们需要为投资人着想，争取以较小的成本博得较大收益。因此，融会贯通、巧妙设计、为客户提供更好的方案也是优秀金融人士的基本要求吧。

从第二章 PE 简史中，我们看到了大大小小很多件经典 PE 案例，有成功的，有失败的，仿佛 PE 是“机会主义者”。然而，PE 拿着投资人的钱并不是随便投

资的，他们有自己的投资标准，但有时尽调获取信息不充分、整合计划实施不到位等原因也可能导致 PE 案例的失败。如何提高投资的成功率，首先，PE 需要从万千项目中初选出感兴趣的项目。PE 会用最少的时间和最低的花费来排除明显缺乏发展前景的项目，如 4.5 章节中作者给的几个例子就是在初选中会被淘汰的项目。通过对这些案例的分析，我们也可以学习借鉴作为投资人如何挑选项目以及作为融资人该如何写好一份“有的放矢”、亮点明确的商业计划书。

第五章的前期调研为我们讲述了调研需要注重的各个方面以及调研的重要性。这不禁让我想到了麦当劳在冰岛的失败。作为全世界最大的快餐连锁店之一的麦当劳在 1993 年准备进入冰岛市场的时候，因为尽调不到位，误以为作为必备原料的洋葱是随处可见的便宜货，开张后却发现冰岛的洋葱非常贵，一个洋葱的成本需要卖掉十几个汉堡才能抵扣。艰难的维持十六年之后，在金融危机的刺激下，麦当劳终于选择退出冰岛市场。如果麦当劳能够在开业前做好尽调，比如，派几名员工去冰岛当地了解一下当地麦当劳所需原材料的价格以及当地人口味等，也许就不至于落到开业亏损十多年后还是退出冰岛市场的地步。其实我觉得尽调也许并没有我们想象中那么神秘和繁琐，但是一定需要尽调人员在市场中敏锐的嗅觉和极强的观察力。

前期调研和尽职调查联系紧密，但看完这两章感觉更像是拟融资公司和 PE 的斗智斗勇。前期调研十分重要，它甚至决定是否还会有之后的尽职调查以及后续投资分析。前期调研 PE 需要很多关于公司的细节描述等，拟融资公司需要抓大放小，突出重点，将自己的优势和发展潜力都展示出来，吸引投资人进一步了解公司更多详情。同时，拟融资公司给出的一些假设、前景可能会有夸张成分，而这又需要投资人尽职调查，找出可能出现问题和漏洞，以及如果要投资，那么这些不合理的假设应如何修正。跟经验丰富的 HR 一样，专业的 PE 投资人能够先从诸多商业计划书中挑选出可能可行的方案，再通过前期调研缩小范围，最终通过尽职调查近一步确定项目的可投资性。往往，他们除了看项目本身，也会仔细观察项目的管理团队，毕竟即使是一个很好的项目，如果在管理不善的团队手中，也可能变得一文不值。

尽职调查和估值感觉是这本书的核心干货了，在学习跨国并购一门课中，我

们也学习过这两部分。估值无疑是重中之重，而尽调也十分重要。就像文中所说，尽调在实施过程中可能会遇到很多困难。有的公司会刻意隐瞒一些重大事实，而这些事实可能恰恰是尽调人员所需的重要线索。这时候就需要尽调人员和被调查公司人员斗智斗勇，尽可能多的找出可用信息。等到被调查公司能直接将尽调人员所需的资料拿出来的时候，市场应该也就少了很多信息不对称吧。

这本书越看到后半部分，越发觉得和上学期学过的跨国并购有很多相通之处。而最后一章更是做了更好的补充和收尾。像前期调研、尽职调查等是为了判断交易的可行性，而估值和交易结构是为了得出股权投资基金应投资多少在一个项目上以及该以何种形式投资。作为以非公众公司股权为主要投资对象的基金，PE 的盈利性不可避免的是考核基金表现的重要指标之一。而为了表现更好，在完成投资后，PE 还需对项目进行积极的管理以创造出更多的价值。这个时候更能体现 PE 与目标公司利益的一致性。然而，PE 是有一定的存续期的，在到期之前，PE 会抽出资金，成功退出。成功退出之时，就是 PE 项目完美落幕之刻。

张冰 15021022

【20160302】《股权投资基金运作》发自肺腑地觉得来到北外国商的金融专硕收获特别大，读书这个活动真的特别好，有时间截点和惩罚措施来推动着我高效率看书学习，从上学期的《非理性繁荣》中对金融市场和现象进一步加深了认识，这学期选的书目更加的好，特别喜欢这种实用性强的书。《股权投资基金运作》一书仅翻了前四分之一就觉得已然干货满满。本科阶段停留在金融入门类的基础知识，对 PE 仅仅知道相应的中文字面意思和一些碎片化的介绍，现如今能通过这本像教科书一样的书系统全面地学习股权投资基金，很是开心。如果从事这方面工作的话，一步步的操作流程指引相信会十分有帮助。60 年代-90 年代的美国上演着以增长、并购协同效应、业绩、蓝筹、新股、概念等为幌子的骗钱投机泡沫，股权投资基金在这些推动股市上涨的逻辑中发挥着重要的作用。因为国外的 KKR 案例有些不认同作者对股权投资基金过于褒奖的态度，但还是可以理解，就

像去年的股市，政府的初衷是好的，但在实施过程中被各路资金充分利用变了味。

【20160306】《股权投资基金运作》文中用了 73 页的篇幅来介绍商业计划书的撰写，每一部分内容都做了详实的介绍和列举了常见错误，创业者和计划融资的企业家可以以此为参照，避免走弯路。本科阶段参加创业项目也写过商业计划书，但是看后感觉当时自己犯了很多错误，也因为没有指南、思路不清而在这方面消耗了很多时间和精力。所以也很认同作者和乔治.S.巴顿将军的观点，做事失败的原因在于开始新业务之前不知道需要做哪些准备工作，欠缺相应的知识。所以，也越来越觉得读书的重要性，学习前人的经验和方法，辩证地应用，把普遍真理和具体实践相结合，来指导自己的实践。

【160309】《股权投资基金运作》后面详细地讲解了项目流程，包括前期的行业调研、企业调研、财务税务和法律的尽职，拿到一手准确翔实材料数据后进行估值，运用多种估值方法如账面价值法、重置成本法、DCF 法、倍数法等综合比较估值结果合理性，之后综合考虑税收、控制权等因素设计交易结构，然后管理整改创作价值，最后通过 IPO、出售、二次收购等退出。真是一本干货满满的书，好想上手尝试实践，可惜注会门槛卡住了，后面要好好学注会。

张冰【20160313】《股权投资基金运作》在交易组织方式中谈到了设立离岸控股公司来合法避税和安排退出方式，避免关联方交易的质疑或规避管制政策。然而像东方纸业等这样的中小企业存在财务造假和内控制度不规范的情况，一些公司在美国主板市场因财务造假遭到停牌，甚至集体诉讼。这使得目前许多在境外上市的中概股价值被严重低估。一些拟去美国上市的中国企业不得不纷纷取消红筹架构转向境内上市，而有些已在美国、新加坡上市的中国企业已开始考虑或启动私有化并筹划回中国或去其他资本市场重新上市。在谈到回到国内上市的原因时，“去红筹化”上市公司一般解释为境外上市环境恶化、股权分置改革实现全流通、客户和利益均在国内容易得到认可等。这都使得拆除 VIE 架构、中概股回归成为一种趋势和潮流。

【20160316】《股权投资基金运作》“缝隙中成长起来的植物或多或少都存在问题”，比如规模小、变化快（成长快、死的也快）、人员稳定性差、管理不规范，进行家族式管理从而不相信团队、不相信程序、不相信管理、不相信制度。所以要对投资的企业进行投后管理，通过组建加强董事会、强化管理团队和管理架构、确定战略方向、加强财务控制和法律架构来帮助企业组建；通过监控公司财报、定期参加董事会会议、帮助公司融资、帮助拓展业务、帮助寻找商业和技术伙伴来帮助企业扩张达到 IPO 标准，才能最终确保成功退出。

【160320】《股权投资基金运作》中国的行政审批效率与审批结果的可预见性、对资本项下管制等使 PE 基金在中国境内退出面临挑战，因此 PE 基金在中国的投资常会安排境外退出的形式。PE 基金在中国多采用资产收购、合约控制等，资产收购和合约控制可以将目标公司的潜在的运营风险与离岸控股公司有效地隔离。PE 常用的退出策略有出售给其他战略投资者、将股份转让给其他 PE 基金或机构投资者、首次公开发行、破产清算，其中 PE 采用较多的方式是出售，因为首次公开发行的成本不断提高、公司整合和业绩的需要。被收购公司必须努力使自己更有吸引力，如快速增长的业绩、广泛的分销渠道、强大的研发能力等。现实中比较理想的退出方式是以离岸控股公司股权的出售和首次公开发行。PE 转让离岸控股公司股权可以实现全部的、迅速的退出，并且便于通过税务筹划推迟或规避公司所得税。实践中，PE 多以离岸控股公司在境外首次公开发行方式退出。

伍琼

【20160302】《股权投资基金运作》：刚拿起这本书的时候以为这是一本严肃的“教材”，从股权投资的基础概念讲起，例如 PE 的概念，类型，组织形式和从

业人员要求。这些内容是入门的基础知识但是只是看文字缺乏形象的了解，好在从第五节开始结合案例讲解，附录中还提到了杠杆收购的经典案例 KKR 收购 RJR 公司。第二章讲 PE 简史，第三章开始更偏向实务操作的讲解，涉及一个 PE 项目的各个流程，比如尽职调查，其实在很多项目中都会有尽职调查，实际操作中除了需要了解尽调的内容和目的，更重要的是与人沟通和获取信息的能力，而这种能力的获得是需要一个坚实的基础知识作为基础的。研究生生活非常短暂，我们能留在学校里静下心来读书的时间并不多了，目前兼顾实习和上课的生活让人从内心珍惜起这段日子。这本书还有一个非常吸引人的亮点就是关键的文本都在附录中有样本，所以既有教科书的“严肃”又兼具实用性。

【20160306】《股权投资基金运作》：第四章讲的是 PE 项目的来源，但更主要的篇幅是讲卖方该如何提供一份商业计划书，并提供了几个不成功的案例。从项目的来源上说，PE 更加关注的是一个项目未来的发展和其团队的想法和执行能力，所以在撰写材料的时候更应该突出现在的财务数据和对未来发展的构思和对市场的判断。感觉如果正在接触 PE 项目，并且是卖方，翻到这一章的时候应该更加有实用性，能马上运用并进行操作。就好比，犯过错的人往往对一些经验的总结更加有感悟。

【20160309】《股权投资基金运作》：PE 基金投资是基于对企业未来成长性和盈利能力的判断。虽然过去和未来并不能完全等同，但是企业过去的经营状况和历史记录还是会对股权投资基金的判断产生非常重要的影响。企业对自己的定义其实是企业非常重要的发展目标，因为在竞争市场上参与者的庞大，同质化的产品有很多，一家企业必须有对自己精确的定位才能找到核心的竞争力。没有找对，仿效别人，或是根本没有关注对自己的定位都不会在股权市场上存活下去。在北京八达岭高速边上有一座废弃的游乐园，每次回家都会经过那里，已经荒废多年，据说当年选址失误，建到一半就搁置了，最近这座废弃的游乐园已经变成了购物中心-奥特莱斯，每到过节高速出口就会排起长队。把奥莱的进货渠道和品质放到一边不谈，郊区购物中心显然在一年四季都能吸引消费者，而北京周边

的游乐场太多，除非投资巨大有品牌效应，否则很难吸引到游客。

【20160313】《股权投资基金运作》：尽职调查并不仅仅应用在 PE 项目中，在并购中，债券发行过程中等等都会涉及到对交易对手的尽职调查。尽调的必要性在于信息对于交易的关键作用。掌握完整的信息会让自己处于定价的主动地位，只有获得了真实可靠的信息才能对目标公司给出合理的投资价格。虽然自己没有经历过尽调的过程，但是可以根据作者的叙述想到，如果一家公司在以往进口的申报价格中故意隐瞒了进口机械的价格，从而逃避了部分税款，那不仅会给企业的利润表带来非真实的改善，也会给 PE 带来未来可能要承担的税款补纳的风险。尽调的各个方面都极为关键，而更关键的是从事尽调的工作人员如何破除和交易对手公司员工间的隔阂，获取真实有效的信息，协助 PE 完成尽调。这样纸上谈兵的内容才能变成真正的生产力。

【20160316】《股权投资基金运作》：PE 的整体运作过程都是围绕人进行的，而在退出阶段对被收购企业员工的心理疏导也尤为重要，特别是部分管理人员很容易产生一定程度的失落感和挫败感，并可能对 PE 的整合工作产生敌意。比如在中国，最先创业的一代企业家和高管们对企业有难以割舍的情感，企业已经不仅仅是一个经济中的小的参与个体，而形成了他们自己付出的象征和凝结体。他们通常会感情用事，把收购别人企业的人认为是英雄，而被别人收购是丢掉了基业的丢人事。而事实上，无论是收购还是被收购都是经济活动的一部分，本身并没有光荣与不光荣之分。所以新的高层管理者必须具备耐心实时地施展领导艺术才能处理好人员的问题。

【20160320】《股权投资基金运作》：合上这本书最后一页的时候脑子里终于有一个 PE 项目运作较为完整的图景，仿佛自己也经历了其中的每一个步骤，体验了作为投资者和被投资者的多重角色。而 PE 项目的终点是退出所投资的项目，获得增值。PE 可以选择 IPO 方式，出售或是二次收购，每种方式都不是完美的，都需根据项目的具体情况来制定合适的方式，比如如果想让项目公司上市，那么

在后续的发展中，PE 公司有可能会获得丰厚的回报，但是从此公司的经营会更加的暴露在公众视野内。同时 IPO 也会消耗大量的人力物力，经历大量的准备工作才能完成。如果选择出售方式，资产可以得到很快的变现，但是在退出的时机选择上会比 IPO 少很多选择余地，并且就此也会丧失公司的控制权。完成一件事情总是面临很多选择，但是需要精细的考量才能选择最适合的方案。

《股权投资基金运作》读书笔记

卢桢妮　15021009

【20160302】江山代有人才出，各领风骚数百年。PE 大概是目前新崛起并具备广大发展前景的领域。近年来，随着“股权投资基金”概念及其成功案例更频繁地进入公众视野，越来越多人开始将目光从“价值实现”转向“价值创造”，即人们不仅关注 PE“赚了多少钱”的问题，同时更关注 PE“怎样赚钱”的问题。（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。巴菲特曾说，在涨潮中游泳，穿不穿泳衣并不重要，但当潮退了呢？当盛宴将终，喧嚣落定，PE 究竟应该秉持怎样的投资理念，PE 行业存在的核心价值是什么？短平快的投机终还是要回归到靠智慧、眼光、辛勤的传统价值投资中，而“共赢”是 PE 唯一的理性选择，实现这一目标的唯一方式就是“价值创造”。我看好中国的这个行业，也期待更多的价值被创造，惠及更多实业企业和价值投资者，从而突破现有瓶颈，迎来中国经济新一轮的增长点。

【20160306】在 PE 历史上最著名的案例是现今广为人传的“门口的野蛮人”。其讲述了发生在 20 世纪 80 年代末的美国 RJR 纳贝斯克公司和著名收购公司 KKR 之间的杠杆收购战 。在这场“恶意收购”后，有分析人士认为 KKR 用的杠杆收购手法不仅不需要现金，而不需要看见现金，甚至也没有人知道钱从哪里来，整

个过程根本就是个圈套。而 KKR 的高层以及相关华尔街人士，被认为表现出前所未有的贪婪和狡猾而被冠以野蛮人的称号。而这也反映了美国式经理资本主义已经走到了它的反面，展现出强烈的反效率色彩，委托-代理冲突日趋激烈，经理人追求薪酬和福利似与股东利益最大化相悖，这样一个状况下，科斯的产权治理理论也许是解题良方，只是真正实施起来，似乎仍然存在诸多屏障。

【20160309】既然公司良莠不齐，那么 PE 在一开始选择项目时便需要慧眼筛选并进行前期调研。一般在一开始面对上千个项目，每一个项目数百页的文案，需要在最短的时间择优剔劣，这确实不是一份易事，也对 PE 从业人员的工作经验和能力具有相当的要求接现实中，几乎每一项投资决策的做出都是基于良好的盈利预期，但投资失败的案例却俯拾皆是。PE 必须排除情感好恶因素的影响，并时刻保有冷静而独立的审视。前期主要是撰写行业研究报告，包括项目来源、目标公司介绍、融资或股权出让计划。接着对其所处行业的产业链、市场容量、行业平均利润率、周期性或季节性影响、市场驱动和限制因素和政策影响，以及其竞争力进行分析。如果决定继续跟进，就追踪目标公司，准备问题清单，通过拜访企业，参观生产线，与管理层会谈等形式最大限度接近目标公司的“真相”，并记得撰写“考察备忘录”。最后，成熟的 PE 一定有一套经过实践检验的投资标准，如行业偏好、最低投资金额，以及对市场容量、企业市场地位、成长预期、估价的要求等。

【20160313】关于尽职调查。尽职调查的作用不是用于公司内部的监督和管理，而是为PE投资决策提供依据，帮助PE了解目标公司的真实经营状况和盈利能力，既包括过去的、现在的和将来的，也包括现实的和潜在的。它面临的挑战也是多方面的，比如企业主为了夸大经营业绩会授意管理人提供虚假资料，或为隐瞒负面信息而拒不提供关键资料。美国资本市场发展逾百年，仍然有安然公司财务丑闻等层出不穷，而在中国财务、税务方面更是存在诸多风险，而中国会计准则与国际会计准则也存在差异，很多企业提供的财务报表由于缺乏完整性和可靠性，一般不能为衡量企业运营业绩或者收购定价提供充分可信的信息。此外，还有法律、商业、环境等其他尽职调查。我们国家环境保护事宜可能在以前“先污染、后治理”的老路上未能得到足够的重视，但所幸环境保护法日臻完善，执法日趋

严格，相关问题得到越来越多的重视和协调。

【20160316】价值反映了彼时彼境评价者愿意最多付出多少货币来获得交易标的，或者说，最少获取多少货币来转让交易标的。“估值既是技术，又是艺术。”获得与交易有关的必要信息是 PE 基金进行投资决策的基本前提条件。然而风险却是难以量化的。对风险的判断有时依赖 PE 基金团队的经验和直觉，这种判断最终体现在对目标企业的估值上。从这个角度看，大概是一门艺术吧，非得具备艺术家与生俱来的天赋，凭着对事物的直觉和认知，辅之以谨慎进行。技术层面，常见的估值方法有账面价值法、现金流折现法、EBITA 倍数法、市盈率法、两阶段股利增长模型、剩余利润模型等。记得一个实际市值 36 美元左右的公司，在用了各种估值模型估值后，价值区间从二十多美元到四十多美元不等，其中最接近市值的是两阶段模型。由于各种模型有其前期假设条件，而往往现实环境复杂多变得多，因此，估值的准确性总是可以让一群老伙伴们压一个赌局。但对于 PE 来说，在把握艺术和技术的基础上，遵循“购之于僻壤，售之于都会”的“奶牛理论”。

【20160320】在我国多层次资本市场的建设中，完善退出机制是一个重要部分。在 PE 与企业一同经历了婴儿期，江山已创，守业之际，也是 PE“功成身退”之时。完美的退出将为 PE 基金的收购画上成功的句号。目前常见的退出策略包括：出售、二次收购、首次公开发行、清算，其中出售是 PE 采用较多的方式。一般退出机制会在交易结构中安排妥当，出于合法避税、法律环境、规避管制等，通常会有离岸控股公司的结构设计，且多数时候会考虑两层离岸控股结构。实践中，PE 在中国投资项目以离岸控股公司在境外 IPO 方式最为可行，而 IPO 本身并不时退出，只有 PE 基金出售了其持有的上市公司的股票时才称为退出。从前辈对 PE 最初始的介绍和进入到其最终的退出，学生初步了解了 PE 的一个大致基本操作流程，诚然，其中的细节和工作量远比此书厚重，路漫漫其修远兮，我们需要学习和积淀的还很多，希望在日后的学习和实践中可以每天进步一小步。

梁潇 15021026

“在涨潮中游泳，穿不穿泳衣并不重要。”然而，在潮水早已退却的今天，中国面临着三期叠加的“新常态”、社会主义市场经济的转型期，如何投资成为了企业与个人的一项重大难题。

朋友们都耳闻我在修习金融，免不了开启关于投资的一类话匣，如何扯出高大上的理论评述则成为了我的一项重大难题。因此，该书之于我可谓如获至宝。

过去，涉业尚浅的我对于股权投资基金的了解甚少，所具有的模糊印象顶多算是一些误解与偏见，高达数百万的起投门槛更是令我这种小投资人望而却步。虽说有心涉猎却不知从何下手。好在该书从股权投资基金的概念、历史、运作等方面入手，全面、系统地进行了详述，其使用价值不言而喻。

开篇的序与前言就制造了一系列的头脑风暴：PE 投资的集中性、长期性完全不同于目前中国资本市场的投资策略，真正地实现价值创造，颠覆了我一贯的错误思维。在第二章中，PE 的基本概念到普及，其组织结构、运作方式符合资本市场发展的内在逻辑。就我国而言，PE 所带来的融资渠道拓展、良性竞争建立、治理结构完善、自主创新推动与专业化进步等作用对目前疲软的实体经济可能能够起到复苏与转型的引爆作用。第三章的投资流程介绍提出的一些观点也与我的经历经验相符合，例如，项目筛选的考察应当以行业为主、团队其次。这一理念也应用在股市的投资过程中：前段时间的虚拟现实、无人驾驶，到近期受政策鼓励的房地产以及“两会”惠及的新能源行业，不论其中的公司参差，只要选对了成长性强的行业，投资回报率往往能远高于平均水平。再比如书中提到的60%项目由于市场容量小、竞争过于激烈、准入限制等原因难以深入分析研究，无一不印证我在券商实习过程中行研编写时的辛酸。

股权投资基金作为市场的买方，其运作逻辑与金融行业各类型机构的运作方式相通，在接下来各章节的阅读里，我们应当更加注重于观察股权投资基金与其他类型机构的横向比较。

在关于 PE 项目来源的一章中，我们了解到了关于 PE 项目渠道一系列机构，即涵盖投资银行、咨询公司、财务顾问、律师事务所、会计事务所的各类中介机构，沟通组织形式则包括会议、论坛等方式。此外，最重要的当属项目卖方递交

给 PE 的“推荐信”——商业计划书了。

商业计划书着眼于以下上个问题：“企业的过去”“企业的未来”以及“PE 能为企业做什么”。作为项目卖方，商业计划书如同一个在人才市场找寻工作的求职者制作的简历。对于卖方来说，一份好的“简历”不仅需要涵盖对于三个问题的完备解释，还需要懂得自身的亮点和优势所在，从而使自己的项目显得独一无二。而作为买方的 PE 而言，“甄别”则成了工作的重心所在，买方的专业人士如同一个个“判官”，需要透过一份份闪亮的商业计划书，辨别项目的真伪，熟识项目的优劣。

我虽然仍然身处校园，但也曾有幸鉴别、淘选过许多商业计划书。在上学期的助教工作里，批阅大一新生们的期末作业是一项十分有趣的工作，孩子们制作的商业计划书虽然略显稚嫩，但饱含心血，其中不少作品可谓优异得出乎意料，让人颇感欣慰。在真实商业战场中的 PE 又是如何筛选这些商业计划书的呢？这也许需要我们投身于实践中

第七章的估值内容与第八章的交易结构内容构成了本书就 PE 运作过程而言最专业、最学术的部分。其中，“估值”实际上就是项目买卖双方发生交易行为的核心基础。诚然，如教师所言、教科书所述，理想化的项目价值当为项目各期发生的现金流配以合理的折现率折现后汇总，但绝没有任何模型能够完全地、精确地反应现实中的各项因素、满足各类条件。那么，成交价格究竟是如何形成的、它的形成逻辑又是什么呢？

书中提出项目买方的估价必不小于成交价格，而项目卖方的估价必不大于成交价格，交易行为才有可能完成。由此，我们注意到了自由交易确然形成了“剩余”、“福利”。同时，我们还注意到了不同的主体对于同一项目的估价是不尽然相同的。这正是由于交易条件、费用、交易结构、风险、机会成本等因素的存在，造成了估价上的差异。这两个要点对我产生了一定的启示：在尽职调查过程中，我们是否应该不拘泥于对项目本身的考察？如果对买卖双方所处的环境背景都有一定的了解，是不是能够找到一个更加具有优势的地位，从而使己方在协商谈判过程中更有利呢？

在玩纸牌、掷骰子等游戏过程中，我们如果具有对手的完备信息，那么则可

采用虚张声势（bluffing）等手段。而如果我和菜场阿姨熟识，也许今天我可以拿到菜场友情价。可见，一些所谓“软性”的因素，有可能对交易价格产生重大的影响。

全书的专业性随着章节的前进而逐渐加深。在第八章中，PE 为项目提供资金时的交易结构得到了详尽的阐述。所谓外行看热闹，内行看门道，在成为金融专业研究生之前，我往往仅是简单的关注和感叹一下项目时的融资金额，这也是大多数非专业人士的惯常表现。但真正的行家一定懂得交易结构的重要性，因为它规定了交易的利益分配、权利义务、风险承担等一系列需要权衡协调的内容，从而实现交易的真正完成。

从实证观察的不少案例都展示了交易结构的游戏性与美。所谓“游戏性”就在于买卖双方通过协商谈判等方式设计出了精巧的交易方式，好比在一场赌桌上制定规则并表演了一场精彩的博弈，甚至可称之为一种艺术。

PE 的最后一个环节是退出。我在实习面试中曾被问到：PE 的价值实现方式与天使、VC 的方式有何不同？当时作答欠佳，面试的主管则娓娓道来。PE 实现了公司股权从一级市场向二级市场的飞跃，是沟通两个市场的重要桥梁。

退出途径一般分三种：出售，将项目完成合并或被收购；第二次收购，即找到下家，将项目转售给其他 PE；IPO，向公众发行股票，这是最重要的退出手段。退出的完成，标志着 PE 真正实现了公司的价值创造，完成了双赢的过程。

庆幸的是，我在近期获得了 PE 的实习机会，希望在在接下来的实习过程中能够将书本理论转化为实践，并且吸收相关的经验。