

# FS

FINANCE SERIES

# 财经

2007年3月5日 随《财经》杂志赠送

## 金融实务

LBO 新纪元 3

陷阱，快跑 8

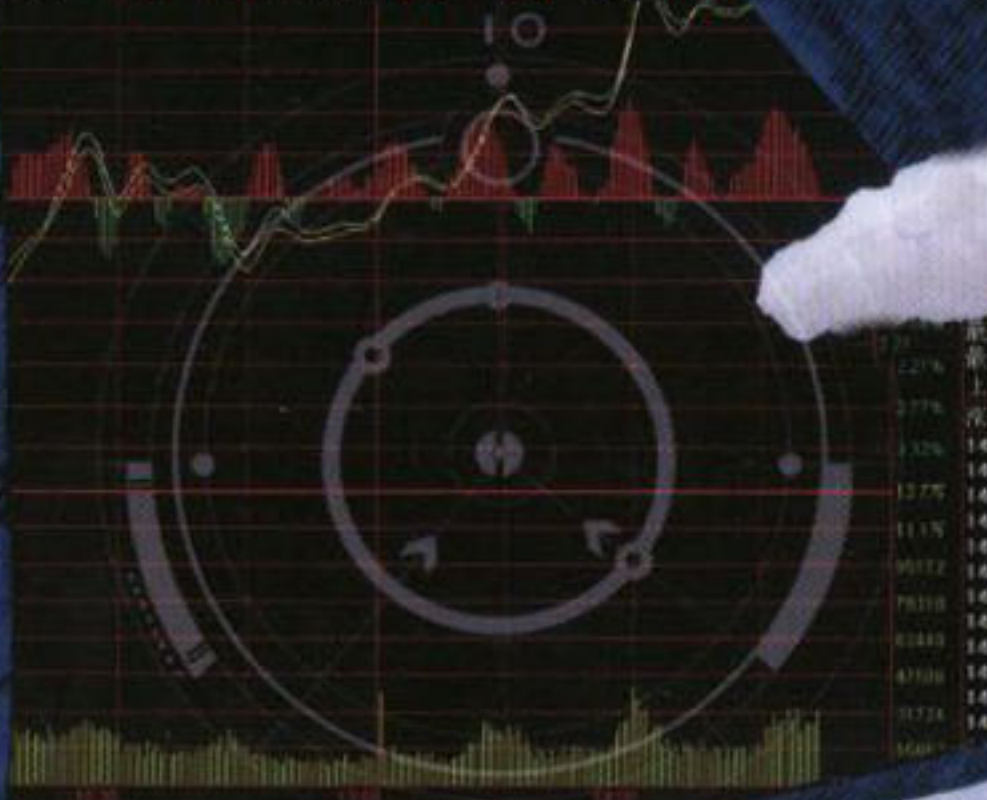
SPAC：纳斯达克另类通道 33

# 疯狂的基金

中国式操盘  
基金“流水线”  
QFII 看市

5.0	14.28	10.38	
0	14.28	10.38	
14.28	10.38	28	
14.28	10.40	178	
0.27	10.38	121	0
0.27	10.38	315	0
0.27	10.40	501	0
14.27	10.40	501	0
14.27	10.40	400	0
14.27	10.41	10	0
14.27	10.40	47	0
0.27	10.41	339	0
0.27	10.41	451	0
0.27	10.42	501	0
0	10.40	121	0
0	10.40	200	0
0	10.41	115	0
0	10.42	114	0
0	10.42	120	0
0	10.42	326	0

价格	数量	时间	价格
8.34	15	14.28	10.38
0	251	14.28	10.38
0	143	14.28	10.38
0	1000	14.28	10.40
0	205	14.28	10.40
0	205	14.27	10.38
0	403	14.27	10.38
0	169	14.27	10.40
0	303	14.27	10.40
0	87	14.27	10.40
0	0	14.27	10.41
0	0	14.27	10.40
0	0	14.27	10.41
0	0	14.27	10.41
0	0	14.27	10.41
0	0	14.27	10.41
0	0	14.28	10.42
0	0	14.28	10.40
0	0	14.28	10.40
0	0	14.28	10.41
0	0	14.28	10.41
0	0	14.28	10.42



下一期《财经·金融实务》将于  
2007年4月2日推出，敬请关注

# PE 新法则

□ 唐麦 Chul-Joon Park

长年以来，杠杆收购遵循着一个相似的轨迹：在经过数月对目标公司的真实价值进行彻底调查之后，买卖双方开始签署交易合同，并举行庆功宴。接下来呢？目标公司的管理层又回到原来的管理方式，新的业主们则静候市场上出售时机的成熟。

十多年来，这种业务模式简直像个“印钞机”，帮助投资者赚取远远超过市场平均水平的收益。

而今，这个模式只是一个“如意算盘”，已不是制胜法则。投资者的资金源源不断地涌入基金市，为了让这些资金运作起来，私人股权投资基金公司（即 Private Equity Fund，下称 PE）开始追逐巨额交易。也正因为如此多资金等待投资，迫使 PE 在一些巨额竞标中竞争激烈，收购价格节节攀升。看看金融媒体的头条就知道，几乎所有大型并购交易都牵涉多家 PE 的角逐。

2001 至 2005 年间，PE 的数量与规模如雨后春笋般不断增长。全球超过 425 家 PE 从有限的合伙人处搜集了近 3000 亿美元，使得几十亿美元的投资规模变得很平常。例如，2006 年 7 月，一个由 PE 组成的投资团出价 330 亿美元收购 HCA（一家连锁医院集团），使得 1989 年轰动全球的 KKR 对 RJR 纳贝斯科 314 亿美元的收购案变得黯然失色。

这些资本“巨无霸”们正将他们投资的公司进行组合，制造出一些世界级的集团公司，如赫兹、Celanese、Neiman-Marcus、Metro-Goldwyn-Mayer 和通用汽车金融服务公司，在过去两年内都有 PE 入股。

尽管形势大好，但能达到成功标准——投资回报超过期初投资三倍的案例，目前仅占所有交易的三分之一；信贷条件紧缩、贷款成本上升，使得回报率大打折扣，甚至有 40% 的交易没有收回其期初投资，PE 未来的前景变得让人担忧。

要在新的投资环境中取得成功，PE 必须采用全新攻略，改变原来“守株待兔”的方式，积极帮助被投资公司实现升值。新 PE 通过侦察、筹备、领导、衡量与获利这五步程序，来实现突破性运营改进。经验显示，在投资第一年就积极规划并推出运营改善计划的私人股权投资基金公司的现金回报，是行业平均水平的 2.5 倍。

## 制定投资主题

行动主义风格的投资家们一旦接手目标公司，便会与其管理层密切合作，将投资主题转化成切实

信贷条件紧缩，收购成本上升，甚至有 40% 的交易收不回期初投资；面对挑战剧增的投资环境，PE 们正在拿出颠覆旧杠杆收购模式的全新攻略

可行的执行方案。通过几个月的高强度工作，他们识别出最有吸引力的市场机遇、搜集数据与信息来检验其可行性，并制定战略目标与财务指标。

1997 年，贝恩投资和 Charlesbank 投资合伙企业带领一个投资团收购 Sealy 公司。此案例揭示了对目标公司彻底调查并持续分析多变的市场环境，有助于促进投资回报的增长。

Sealy 公司拥有价值 40 亿美元的席梦思床垫市场的 23% 的份额。如此强劲的市场地位，似乎可以保证投资方收回 8.3 亿美元的巨额投资。在公司出售前，Sealy 公司的管理层本来打算通过众多方案来增加营业收入，其中包括提高公司定价中等的床垫销量，剔除制造流程中的复杂环节，并降低运营资金。新的业主通过了管理层的提案，静观结果。但是由于不断变化的市场环境和日益激烈的竞

争，这一计划并未达到预期结果。

PE 开始采取行动。他们与公司管理层一起组建了一个团队，对公司的竞争地位进行了为期 100 天的检验。于是原有的战略被废弃，因为进一步的调查显示，变化的零售环境与竞争将使原有的战略无法支持公司持续发展。调查还揭示，从中档产品向高端产品转移，将提高公司利润率，并为其零售商与其他关联方提供最大利益。同时，除了要剔除生产流程中的复杂环节，还要对其核心产品进行重新设计。

新的方法制造了一个赢家。三年时间内，促进增长与削减成本并举，让 Sealy 公司的利润提高了近 50%。该公司于 2004 年被转让给 KKR 公司，股权回报率高达五倍多。

### 绘制行动蓝图

投资主题展示了获利可能性的广阔前景，但是还需要一幅清晰的运营蓝图来制订行动方案，行动次序与执行人。这一流程由管理层进行一项严格的、以事实为基础的评估开始，分析公司是如何盈利的，以及提升公司价值的最佳机遇在哪里；需要找出最有价值的短期方案和长期战略机遇，制订行动路标，设定时间框架与行动里程碑，并调动资源来执行行动方案。

居家用品公司 (Home Wares) 的经历显示，绘制公司蓝图包含很多不同方面。在 2002 年一个 PE 联盟收购居家用品公司的时候，该公司面临着持续增长的挑战，竞争对手在像 Target 和沃尔玛这样的大卖场的销售额超过了居家用品公司。

经过细致的调查分析，新股东们制定了行动要务，决定将精力和资源集中在三个领域：快速渗透大众市场渠道；从关键客户那里赢得更多订单；提高供应链效率。

例如，在未来五年内将亚洲生产的比例从目前的 10% 提高到 80%。同时，为满足沃尔玛严格的交货要求，解决供应链负担，制定一个短期外包战略，并招募有能力管理大众市场渠道的供应链经理。新人到位后，公司开始关注解决船运方面的不足之处和库存过剩。

为了从最佳的零售客户那里得到更多业务，居家用品公司还为它的最大的七个客户重新设计了客户规划流程，与大型零售折扣卖场重新谈了货架空间。因为研究表明正价零售商与大型折扣卖场之间的销售几乎没有重叠，公司决定专门为沃尔玛这样

的大型折扣卖场推出一个新的批发品牌。项目组还投资设计了新的包装来加强品牌形象。到 2004 年，公司通过大众市场渠道销售的产品金额比 2001 年增加了 20 多倍。

居家用品公司用了短短一年时间，将原先近六个月的订货周期缩短了 30 天左右，而订单式生产的比例翻了一番，达到 60% 的水平。2004 年该公司首次公开上市时，其市值已达到 PE 们最初出价的四倍多。

### 支持管理层

通常，传统的杠杆收购公司将被收购公司的管理层牢牢控制在自己的视线范围之内，并坚持派遣专家去实施变革。

与此形成鲜明对比的是，关注被投资公司升值的 PE 们通常采取顾问式管理风格。但是，他们也并非是袖手旁观等待管理层将事情做好。相反，他们迅速赢得被投资公司管理层的信任，并向其展示他们能够帮助被投资公司业务升值。

在业内领先的杠杆收购公司，比如黑石集团，为被投资公司提供大量资源与企业能力来帮助他们自己单独无法实现的规模经济。当黑石集团投资的公司数量、规模和复杂因素增加时，他们便决定聘用资深管理人员来专门帮助被投资公司改善运营效率。

2004 年，他们聘请了 James Quella 来任此重任。Quella 曾经是位商业银行家及资深战略顾问。

除了监控公司整体业绩与管理行为，Quella 还建立了一个采购公司，专门从事办公室设备、保险、能源和其它非核心业务所需物资的采购。黑石集团的投资组合公司 (被黑石集团收购的那些公司) 可以选择通过该采购公司进行上述物资的采购，从而节约这方面采购 40% 的管理费用；而且，由于该采购公司是独立于黑石集团的，即使黑石集团出售其在被收购公司的股权，这些公司仍然可以继续通过该采购公司节约采购管理费用。

黑石集团现在甚至想在这方面有进一步发展，通过创建服务共享中心、业务外包运作中心，以及销售效率、定价、人力资源、信息科技、精益生产、供应链管理等方面的知识共享中心，来加强被并购公司之间的协同效应。通过聘请经验丰富的已退休高管人员来管理投资组合公司之间的成本 / 管理协同项目，这些顶级的高管人员通常是那些被投资公司难以接触到的，而黑石集团在业内的关系网络

将此变为可能。

黑石集团预计，这一实践性的新方法，光是采购就能够帮投资组合公司节约1亿美元，帮助他们提升业绩，并提高黑石集团共同投资人的内部报酬率。

### 衡量关键环节

所有PE公司都毫不例外地监测现金流、运营资本和股权回报率这些财务指标。然而，经验丰富的行动家不会被大量数据所蒙蔽。相反，他们关注一些关键环节，比如运营“仪表盘”，这个“仪表盘”包括公司运营的全部关键指标，由公司高管指导程序部门对数据进行观测与合成，并在遗失关键数据时进行及时干涉。

对关键环节采用正确的衡量，是CVC亚太公司与CCMP投资亚洲公司帮助新加坡黄页公司扭亏为盈的战略基石。这两家公司于2003年6月带领一个投资集团，收购了新加坡电信下属的黄页公司。

新投资者入主新加坡黄页公司后的首要任务，在于在这家趋于保守的公司内部建立起紧迫感。尽管新加坡黄页的市场占有率高到87%，且无真正对其有威胁的竞争对手，但它的营业收入从1999年的1.04亿新元下滑到2003年的0.62亿新元，利润率也下降不少。

新进入者与新加坡黄页的管理层一起对广告业务做一次重大的检查，并制作了业务蓝图。该计划针对每12个重要客户（设为一组）制定具体的销售与利润增长目标，重新制定了客户开发流程，根据客户价值来设定营销的优先次序，提高每个销售代表服务的客户数量，并建立高激励机制的薪酬方案来奖励最佳销售代表们。

新的业绩衡量指标还定期报告新加坡黄页公司的扭亏为盈计划是否按预期顺利进行。他们开始将在每位客户身上的每美元销售投资产出的收入透明化。清晰的业绩衡量指标为其他潜在投资者提供了有力的信号，证明新的销售战略是正确的。

收购一年多以后，PE们将其在新加坡黄页的部分股权通过首次公开上市的方式出售，赚取了2.13亿新元的利润，这是他们期初投资的2.6倍，而他们手中剩余的股份还值5000万新元。

### 为出售而播种

新型PE们通过切实的行动来反击公众对他们

的成见，即认为他们只是为了榨干被投资公司的价值然后将他们出售。

相反，行动主义风格的投资者往往为下一批进入者培养新的收获机会。

作为业务流程的一部分，PE们为被投资公司寻找激发未来增长的途径。他们在投资研发、开发新产品线、高新科技、并购和进入新市场方面毫不犹豫——尽管很多投资可能在他们的股权被出售后才开始收获成效。

Capital Group Investors (CGI)，一家顶级的欧洲私人股权投资基金，自上个世纪90年代后期有多次杠杆收购交易的丰富经验，他们在预估回报方面颇有心得。

2001年后期，在CGI及其带领的联合投资团收购Trade Winds（一家亚洲的软包装消费品公司）的时候，他们心中已经有了撤资方案。

作为一家大型集团公司的一个部门，Trade Winds长期被埋没在其母公司从汽车零部件到运动产品的众多业务中，它的现金流情况不错，但是在被收购前它的利润率和市场份额都在下降。

投资者很快明白，要让Trade Winds已衰退的休闲时装与娱乐产品重放光彩，必须重建公司的营销能力。

公司管理层与私募基金投资方的管理人员共同制订了一个三阶段的战略方案：提升公司在基础产品的质量 and 价值方面的形象；通过改进交货、灵活性、分销与库存管理来更好地对零售商作出反应；有选择性地进行并购来增加营业收入。

到2004年春天，公司的收入与利润都在增长，并完成了两个中型公司的收购整合。

当时股权市场正处于高涨期，CGI们便决定将Trade Winds上市。在公司首次公开上市(IPO)中，投资者不仅仅关注公司已呈现的变革成果，同时还非常关注公司在重新配置供应链及建立新的分销渠道方面的长期持续的改进项目。

这些项目一旦完成，将帮助公司提升效率并能够为未来数年提供更多盈利空间。

最终，CGI有预见的持续改革计划，赢得了市场的认可和期许，也为自己谋得了巨额利润。在公司IPO时，CGI与它的投资合伙人获得了1.65亿美元，是期初现金投资的近五倍，内部报酬率达到107%。

唐麦，贝恩公司上海办事处合伙人；Chul-Joon Park，贝恩公司首尔办事处合伙人