

蒙牛公司香港上市资本运作研究^[1]

摘 要

2004 年的蒙牛乳业香港上市是近年来中国民营企业和西方风险投资机构合作与博弈的经典之作，除了红筹上市的必要步骤之外，整个过程中还使用了西方资本市场中常用的运作方式，不但当时为人津津乐道，它的余波至今仍是许多人追踪的方向和研究的内容。本文以蒙牛乳业选择在香港上市前后的资本运作行为为主线，从税收结构筹划、员工持股信托和对赌协议等三方面进行研究，分析这三种资本方式为蒙牛公司带来的经济效益。在避税地注册已经成为很多中国企业海外上市时首先需要考虑的重要议题，员工持股信托在国内虽然不多见，但是在美国已经成为逐渐代替员工持股的一种新型激励方式，最后的对赌协议为蒙牛上市的整个过程添上了一抹传奇的色彩，事实上这种外部激励方式早已在国外的私人股权投资基金运作中已经被频繁的使用了。本文评价了这些运作方式在中国资本市场中的可行性，旨在探寻蒙牛公司上市资本运作的经济意义，希望能够为国内企业海外上市提供有益的借鉴。

关键词：资本运作，税收结构筹划，员工持股信托，对赌协议

引言

中国的融资体系长期存在着结构性矛盾，直接融资偏低，资本市场发育不足，政策环节速度缓慢，往往不能满足伴随经济增长日益扩大的企业融资需要。为了谋求长远的发展，海外上市逐渐成为一些企业谋求进一步发展的重要战略决策。

1992 年底中国证监会的成立开启了中国企业海外上市的序幕，从最早的青岛啤酒在香港挂牌上市距今已有 15 年的历史。国内企业主要在香港、新加坡和美国三地上市，上市的方式主要有直接 IPO，买壳上市，造壳上市，可转换证券上市模式和存托凭证上市模式五种，以食品/能源/农业、制造业与通讯/IT，金融/房地产等大型公司为主。

与中国企业走出国门到海外上市几乎在同一时间是海外私人股权投资基金逐鹿中国市场。第一个进入中国市场的国际风险投资基金由 IDG(国际数据集团)于 1993 年创立，之后随着中国金融市场政策的一步步放松，不少国际知名的私募基金都陆续涌入，它们参与投资并最终在海外成功上市的中国企业的总市值超过千亿美元。“海外曲线 IPO”，首先是境内企业在海外设立离岸公司或购买壳公司，接着将境内资产或权益注入壳公司，最后再以壳公司名义在海外证券市场上市筹资。由于大陆在西方被称为“红色中国”，所以海外投资者便习惯将上述过程称为红筹上市。

海外曲线 IPO 还有很多好处。首先，它可以绕开国内严格的资本与外汇管制；其次，通过收购、注资、换股，境内企业股权为海外公司所控制，成为法律意义上的外商投资企业，可享受相应优惠待遇；第三，也是对于私人股权投资基金来说最有意义的一点——通过海外上市公司可实现所持股份的全流通，并可在离岸注册地简便地办理有关股权转让退出等资本运作，使得股权运作更为方便。同时，境外公司累积盈余可以无限制地保留。盛大、蒙牛、百度、携程网、分众传媒、新东方等一大批民营企业正是看中了红筹上市的诸多好处，纷纷选择了这条上市之路。

蒙牛公司具体的上市过程和结构变化

[1] 本案例选自《公司财务案例》一书

全国Mini-MBA职业经理双证班



精品课程 权威双证 全国招生 请速充电

你可能准备跳槽或者求职, 却为缺少行业经验和专业证书而被用人单位百般挑惕!

你可能目前衣食无忧, 但随着年龄的增长和社会竞争压力的增大, 因为得不到专业的全新培训而失去竞争的机会和面临被淘汰的危机。

美华教育携手中国经济管理大学面向全国举办迷你 MBA 职业经理双证书班, 毕业颁发双证书。

招生专业及其颁发证书

认证项目	颁发双证	学费
全国《职业经理》MBA 高等教育双证书班	高级职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《人力资源总监》MBA 双证书班	高级人力资源总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《生产经理》MBA 高等教育双证班	高级生产管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《品质经理》MBA 高等教育双证班	高级品质管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销经理》MBA 高等教育双证班	高级营销经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《物流经理》MBA 高等教育双证班	高级物流管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《项目经理》MBA 高等教育双证班	高级项目管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《市场总监》MBA 高等教育双证书班	高级市场总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《酒店经理》MBA 高等教育双证班	高级酒店管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《企业培训师》MBA 高等教育双证班	企业培训师高级资格认证毕业证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《财务总监》MBA 高等教育双证班	高级财务总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销策划师》MBA 双证书班	高级营销策划师高级资格认证证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《企业总经理》MBA 高等教育双证班	全国企业总经理高级资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《行政总监》MBA 高等教育双证班	高级行政总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《采购经理》MBA 高等教育双证班	高级采购管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《IE 工业工程管理》MBA 双证班	高级 IE 工业工程师职业资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《企业管理咨询师》MBA 双证班	高级企业管理咨询师资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元



【授课方式】 全国招生、函授学习、权威双证

我校采用国际通用3结合的先进教育方式授课：远程函授+视频光盘+网络学院在线辅导（集中面授）



【颁发证书】 学员毕业后可以获取权威双证书与全套学员学籍档案

- 1、毕业后可以获取相应专业钢印《高级职业经理资格证书》；
- 2、毕业后可以获取2年制的《MBA研究生课程高等教育研修结业证书》；



【证书说明】

- 1、证书加盖中国经济管理大学钢印和公章（学校官方网站电子注册查询、随证书带整套学籍档案）；
- 2、毕业获取的证书与面授学员完全一致，无“函授”字样，与面授学员享有同等待遇，证书是学员求职、提干、晋级的有效证明。



【学习期限】 3个月（允许有工作经验学员提前毕业，毕业获取证书后学校仍持续辅导2年）



【收费标准】 全部费用1280元（含教材光盘、认证辅导、注册证书、学籍注册等全部费用）

函授学习为你节省了大量的宝贵的学习时间以及昂贵的MBA导师的面授费用，是经理人首选的学习方式。



【招生对象】

- 1、对管理知识感兴趣，具有简单电脑操作能力（有2年以上相应工作经验者可以申请提前毕业）。
- 2、年龄在20—55岁之间的各界管理知识需求者均可报名学习。



【教程特点】

- 1、完全实战教材，注重企业实战管理方法与中国管理背景完美融合，关注学员实际执行能力的培养；
- 2、对学员采用1对1顾问式教学指导，确保学员顺利完成学业、胸有成竹的走向领导岗位；
- 3、互动学习：专家、顾问24小时接受在线教学辅导+每年度集中面授辅导



【考试说明】

1. 卷面考核：毕业试卷是一套完整的情景模拟试卷（与工作相关联的基础问卷）
2. 论文考核：毕业需要提交2000字的论文（学员不需要参加毕业论文答辩但论文中必修体现出5点独特的企业管理心得）
3. 综合心理测评等问卷。



【颁证单位】

中国经济管理大学经中华人民共和国香港特别行政区批准注册成立。目前中国经济管理大学课程涉及国际学位教育、国际职业教育等。学院教学方式灵活多样，注重人才的实际技能的培养，向学员传授先进的管理思想和实际工作技能，学院会永远遵循“科技兴国、严谨办学”的原则不断的向社会提供优秀的管理人才。



【承办单位】

美华管理人才学校是中国最早由教委批准成立的“工商管理MBA实战教育机构”之一，由资深MBA教育培训专家、教育协会常务理事徐传有教授担任学校理事长。迄今为止，已为社会培养各类“能力型”管理人才近10万余人，并为多家企业提供了整合策划和企业内训，连续13年被教委评选为《优秀成人教育学校》《甲级先进办学单位》。办学多年来，美华人独特的教学方法，先进的教学理念赢得了社会各界的高度赞誉和认可。



【咨询电话】13684609885 0451--88342620

【咨询教师】王海涛 郑毅

【学校网站】<http://www.mh.jy.net>

【咨询邮箱】xchy007@163.com



【报名须知】

- 1、报名登记表格下载后详细填写并发送邮件至 xchy007@163.com (入学时不需要提交相片，毕业提交试卷同时邮寄4张2寸相片和一张身份证复印件即可)
- 2、交费后请及时电话通知招生办确认，以便于收费当日学校为你办理教材邮寄等入学手续。



【证书样本】(全国招生 函授学习 权威双证 请速充电)

(高级职业经理资格证书样本)

(两年制研究生课程高等教育结业证书样本)



【学费缴纳方式】(请携带本人身份证到银行办理交费手续，部分银行需要查验办理者身份证)

方式一	学校地址	<p>邮寄地址：哈尔滨市道外区南马路 120 号职工大学 109 室</p> <p>邮政编码：150020 收件人：王海涛</p>
方式二	学校帐号 (企业账户)	<p>学校帐号：184080723702015 账号户名：哈尔滨市道外区美华管理人才学校</p> <p>开户银行：哈尔滨银行中大支行 支付系统行号：313261018018</p>
方式三	交通银行 (太平洋卡)	<p>帐号：40551220360141505 户名：王海涛</p> <p>开户行：交通银行哈尔滨分行信用卡中心</p>
方式四	邮政储蓄 (存折)	<p>帐号：602610301201201234 户名：王海涛</p> <p>开户行：哈尔滨道外储蓄中心</p>
方式五	中国工商银行 (存折)	<p>帐号：3500016701101298023 户名：王海涛</p> <p>开户行：哈尔滨市道外区靖宇支行</p>
方式六	建设银行帐户 (存折)	<p>中国人民建设银行帐户(存折)： 1141449980130106399</p> <p>用户名：王海涛</p>
方式七	农业银行帐户 (卡号)	<p>农业银行帐户(卡号)： 6228480170232416918 用户名：王海涛</p> <p>农行卡开户银行：中国农业银行黑龙江分行营业部道外支行景阳支行</p>
方式八	招商银行 (卡号)	<p>招商银行帐户(卡号)： 6225884517313071 用户名：王海涛</p> <p>招商银行卡开户银行：招商银行哈尔滨分行马迭尔支行</p>

可以选择任意一种方式缴纳学费，收到学费当天，学校就会用邮政特快的方式为你邮寄教材、考试问卷以及收费票据。

1998 年建立的蒙牛公司起初只是一个普通的民营企业，但是拥有远见卓识的领导团队，以牛根生为首的管理层很早便认识到要想在国内竞争激烈的乳制品行业创出一片天地，资金和先进的企业结构是至关重要的基础，因此也就有了以后的蒙牛与摩根斯坦利合作创造的上市神话。具体的上市过程和资本运作过程主要有以下几步：

1 初始股权结构

1999 年 8 月 18 日内蒙古蒙牛乳业股份有限公司（上市公司主营子公司）成立，股份主要由职员、业务联系人、国内独立投资公司认购，股权结构也十分简单（图 1：初始股权结构图）。

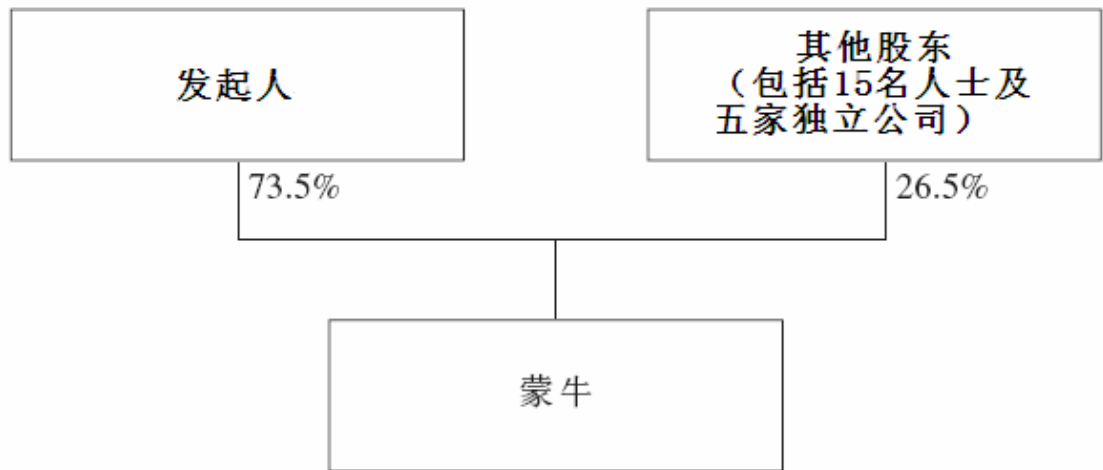


图 1 初始股权结构图

2 首轮投资前架构

为了成功的在海外上市，首先要有资金让它运转过来，然而原始的资本结构过于僵硬，对大量的资金注入以及资本运作活动都将产生桎梏作用，因此蒙牛在风险投资团队的指导下，自 2002 年起就开始逐步改变股权架构，以便为日后的上市创造一个灵活的股权基础。蒙牛在避税地注册了四个壳公司，注册在维京群岛的金牛、银牛公司，开曼群岛公司以及毛里求斯公司（图 2：海外壳公司结构图）。其中金牛和银牛公司股东主要是发起人、投资者、业务联络人和职员等，这样使得蒙牛管理层、雇员、其他投资者、业务联系人员的利益都被悉数注入到两家公司中，透过金牛和银牛两家公司对蒙牛乳业的间接持股，蒙牛管理层理所当然成为公司股东。开曼群岛公司和毛里求斯公司为两家典型的海外壳公司，作用主要在于构建二级产权平台，以方便股权的分割与转让，这样，蒙牛不但可以在对风险进行一定的分离，更重要的是可以在不同情况下根据自己需要灵活运用两个平台吸收外部资金。

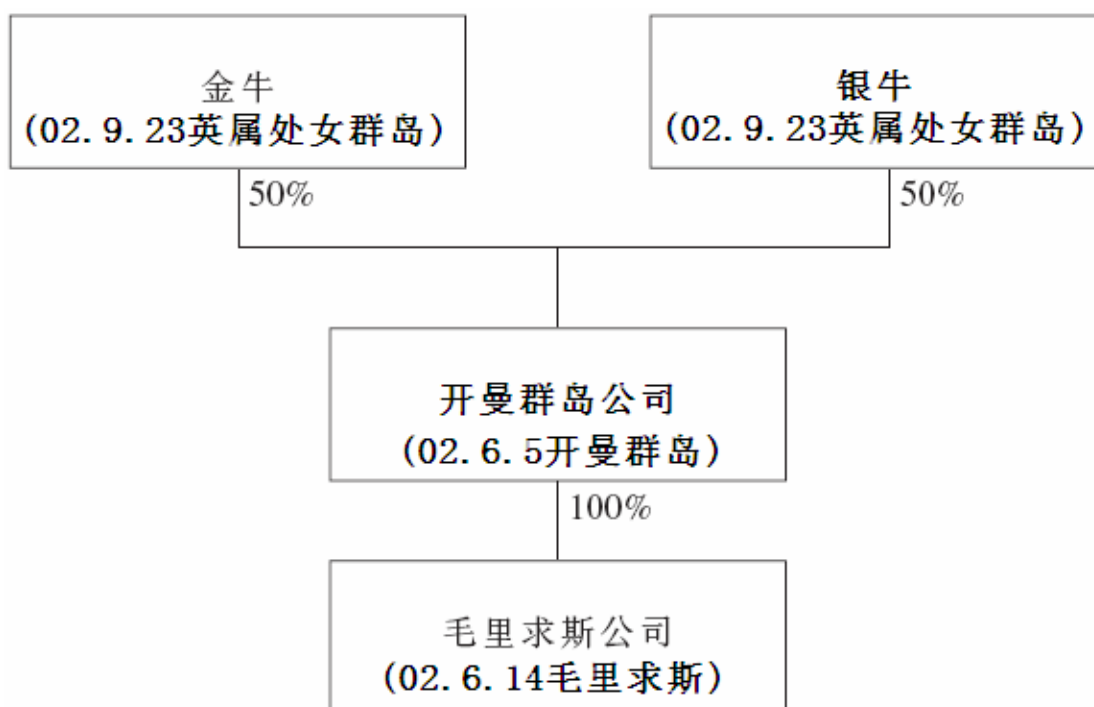


图2 海外壳公司结构图

3 首轮注资

2002年9月24日，开曼群岛公司进行股权拆细，将1000股每股面值0.001美元的股份划分为同等面值的5200股A类股份和99,999,994,800股B类股份，根据开曼公司法，A类一股有十票投票权，B类一股有一票投票权。次日，金牛与银牛以每股1美元的价格认购了开曼群岛公司1134股和2968股的A类股票，而MS Dairy、CDH和CIC三家海外战略投资者则用约为每股530.3美元的价格认购了32685股、10372股、5923股的B类股票，总注资约为25,973,712美元。至此，蒙牛完成了首轮增资，三家战略投资者MS Dairy、CDH、CIC被成功引进，而蒙牛管理层与外资系在开曼公司的投票权是51%：49%；股份数量比例是9.4%：90.6%。

紧接着开曼公司用三家金融机构的投资认购了毛里求斯公司98股股份，而后者又用该款项在一级市场和二级市场中购买蒙牛66.7%的注册股本，蒙牛第一轮引资与股权重组完成。

值得一提的是随着首轮投资的引入还有一份外资和蒙牛管理层的协议：如果蒙牛管理层没有实现维持蒙牛高速增长，开曼公司及其子公司毛里求斯公司账面上剩余的大笔投资现金将要由投资方完全控制，届时外资系将控制蒙牛股份60.4%（ $90.6\% \times 66.7\%$ ）的绝对控制权。如果蒙牛管理层实现蒙牛的高速增长，一年后，蒙牛系可以将A类股按1拆10的比例转换为B类股。这样，蒙牛管理层可以实现在开曼公司的投票权与股权比例一致。即蒙牛系真正的占开曼公司的51%的股权。2003年8月，蒙牛管理层提前完成任务，同年9月19日，金牛、银牛将所持有的开曼群岛公司1634股（500股开曼群岛公司最初成立时金牛所持股份+1134股管理层于首次增资前认购的股份）、3468股（同上500股+2968股）A类股票转换成B类股票，持有开曼公司51%股权和投票权。到此时，蒙牛系持有蒙牛股份的股权为67.32%（ $67.32\% = 51\% \times 66.7\% + (1 - 66.7\%)$ ），外资持有蒙牛股份为32.68%（ $32.68\% = 49\% \times 66.7\%$ ）（图3：首轮注资后股权结构图）。

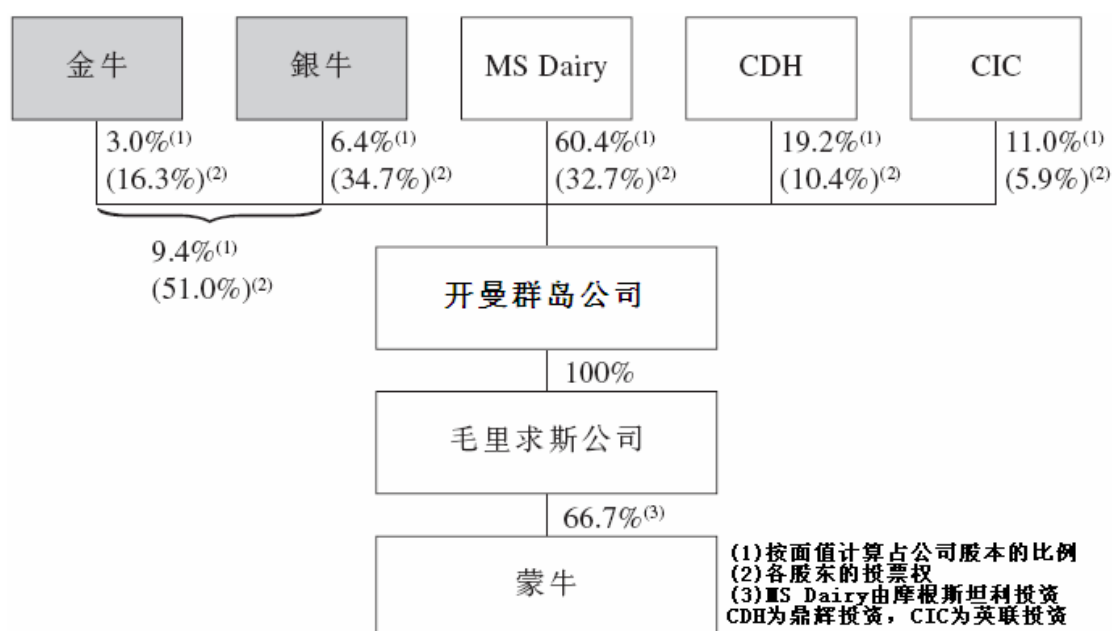


图3 首轮注资后股权结构图

4 二次注资

为了促使三家战略投资者的二次增资，2003年9月30日，开曼群岛公司重新划分股票类别，以900亿股普通股和100亿股可换股证券代替已发行的A类、B类股票。金牛、银牛、MS Dairy、CDH和CIC原持有的B类股票对应各自面值转换成普通股。2003年10月，三家战略投资者认购开曼群岛公司发行的可换股证券，再次注资3523万美元。9月18日，毛里求斯公司以每股2.1775元的价格购得蒙牛的80,010,000股股份。10月20日，毛里求斯公司在此以3.038元的价格购买了96,000,000股蒙牛股份，对于蒙牛乳业的持股比例上升至81.1%。至此，二次注资完成（图4：次轮注资后股权结构图）。

二次增资的最大特点显然是发行可换股证券，根据当时的协议，外资方在开曼群岛公司股份首次公开售股完成后第180天以后最多可转化30%的可换股证券，而IPO完成一年后则可转化剩余部分。此次增资方案没有在发行同期增加公司股本规模，并且同时暗藏了三大玄机：其一，暂时不摊薄管理层的持股比例，保证管理层的绝对控制与领导；其二，确保公司每股经营业绩稳定增长，做好上市前的财务准备；其三，可换股计划锁定了三家风险投资者的成本。首先这笔可转债是以蒙牛海外母公司——毛里求斯公司的全部股权为抵押的，如果股价不尽如人意那么此可转债将维持债券的模式，蒙牛有义务还本付息，这在最大程度上减少了三家机构的投资风险；其次本金为3523万美元的票据在蒙牛上市后可转为3.68亿股蒙牛股份，按2004年蒙牛的IPO价格3.925港元计算这部分股票价值达14.4亿港元。三家机构取得巨额收益的同时还获得增持蒙牛股权、巩固控制权的机会。此可换股证券还设有强制赎回及反摊薄条款，可以说是在最大程度上维护了投资者的利益，因此这种可换股证券更像是一种延期换股凭证，也从另一个角度反映了外资系和蒙牛管理层在博弈过程中的优势地位。

紧随二次注资后是新的对赌契约：自2003年起，未来三年，如果蒙牛复合年增长率低于50%，蒙牛管理层要向外资股东支付最多不超过7830万股蒙牛乳业股票——相当于蒙牛乳业已发行股本7.8%，或者等值现金；如果实现目标，则外资股东向蒙牛管理层支付同等股份。所谓盈利复合增长50%，即2004年至2006年每年的盈利平均增长50%。BNP百富勤的报告指出，蒙牛2003年的盈利为1.64亿元人民币，也就意味着管理层若想赢得7830

万股票，蒙牛 2006 年的盈利须达 5.5 亿元以上。此契约一出在当时引起轩然大波，众多评论都认为蒙牛此举为自己套上了“紧箍咒”，这是外方资本对中国企业的明显欺压，更多的人拭目以待，究竟蒙牛的资本狂奔能否创造奇迹。事实上 2004 年蒙牛公布的为 3.19 亿元，以 1900 万险胜当年的“配额”3 亿元，而此时摩根等外资股东却意外的提前终止了与管理层之间的对赌，代价是将其持有的本金额近 5000 万元的可转股票据转给蒙牛管理层控股的金牛公司，这接近机构投资者所持票据的 1/4。这些票据一旦行使，相当于 6260 万余股蒙牛乳业股票，如以当时每股平均 6 港元的市值计算，约合 3.75 亿港元。

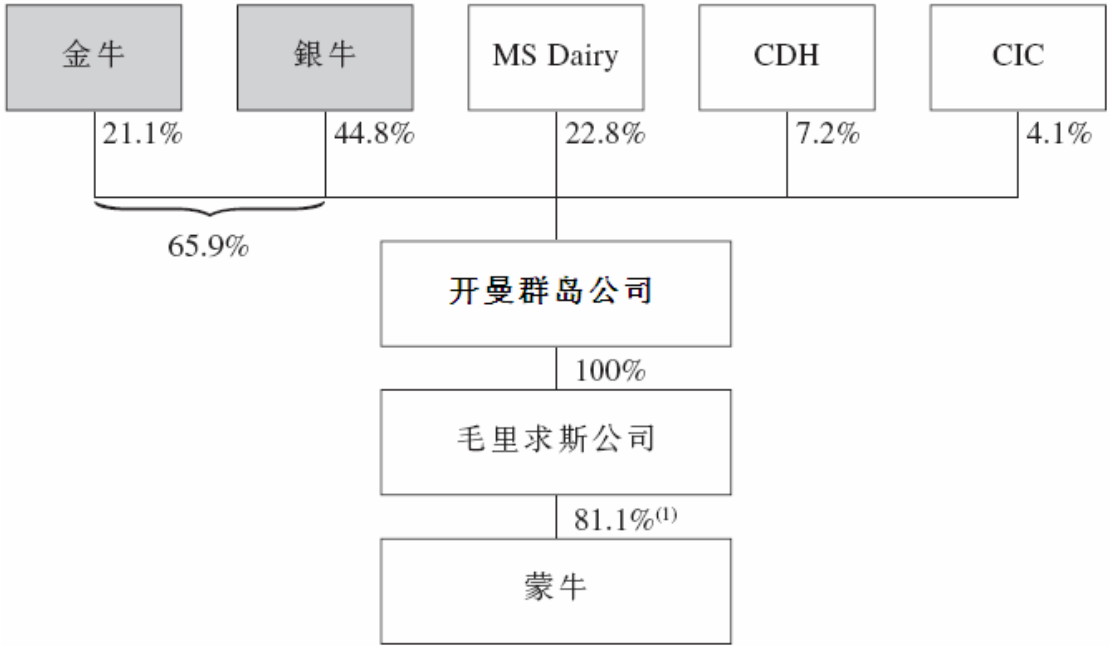


图 4 次轮注资后股权结构图

5 员工持股与信托

略

6 上市

略

7 风险投资机构设立的限制

蒙牛乳业传奇般 IPO 成功的融资背后，其实也隐藏着与跨国资本博弈的过程中孤注一掷的艰辛，李彤在《蒙牛融资全景解析》一文中对风险投资者加在蒙牛乳业之上的四种枷锁有过详细地分析：

第一重枷锁是对蒙牛管理层售股的限制。《上市规则》中对新上市公司控股股东设有 6 个月的禁售期，在禁售期满之后的 6 个月内也不允许其因减持而失去控股地位，然而三家投资机构对蒙牛管理层可能的售股行为做出了更为严厉的限制。在对金牛股东出售股票的限制中规定：售股比例永远不得高于三家机构的售股比例，且累计出售股份不得高于 6330 万股（2004 年 5 月 14 日金牛持有股份数的 30%）。这样至少金牛股东所持股票的 70% 就不能变现。对银牛股东售股限制略有松动：上市第一年内不得售股，第二年最多可出售 1 亿股，第

二年加第三年合共可售 2.68 亿股，上市满三年后银牛股东才可自由出售所持的股票。除了对整个管理层外，风险投资者还额外的对牛根生本人的行为做出了限制，即其五年内不会加盟蒙牛的竞争对手，及时企业表现不佳，由外资控制了蒙牛乳业，罢免了牛根生，他也不能跳槽或者再一次“因失业而创业”了。这些限制无疑是对管理层的鞭策，至此他们便只能与资本共进退，与公司业绩共存亡，可以说这些限制在一定程度上解决了公司的代理问题。

第二点是可换股票据的相关规定。第二轮投资是以认购可换股票据来完成的，按约定可在蒙牛上市 12 个月后转为约 3.684 亿股。如果蒙牛业绩继续保持增长势头，三家机构通过转换股票后将持有总股本的 34.9%，而管理层持有的股份从 54% 被稀释到 39.5%，管理层就失去了绝对控股地位，只以 4.6 个百分点保住了第一大股东地位。而三家机构通过债转股既分享蒙牛的成长，又加强了对它的控制。如果蒙牛业绩不理想三家机构可放弃转股，由上市公司赎回票据并支付利息。但是后者显而易见不如前者获利丰厚，这就是为何外资系又与蒙牛管理层签订了新的对赌协议，希望通过外部激励促使票据的成功转化。

第三点是重新估值，也就是上述的对赌协议。蒙牛 2004、2005、2006 三个年度的复合利润增长率如果超过 50%，金牛股东将按超额完成的情况获得投资机构奖励的股票。反之，金牛股东要割让股份给三家机构。奖惩股票最高数额为 7830 万股。如果管理层被罚 7830 股，他们总共所持的股份将由 5.4 亿降至 4.6 亿，所占比率相应地由 39.5% 下降到 33.8%。同时，三家投资机构合共所持的股票将由 4.77 亿上升到 5.55 亿，所占比率由 34.9% 上升到 40.6%。此消彼长，管理团队将失去对上市公司的控制权，而投资机构就有了罢免他们的主动权。如果管理团队能使利润每年增长 50%，2006 年度利润将达 6.75 亿。管理团队得到奖励的 7830 万股，双方的股权分别为 45.2% 和 29.2%，管理团队的控股地位得到巩固。三家机构虽然割让了所持股份的 16%，股价却可望飙升至 10 元以上，令投资机构所持股票的市值超过 40 亿，绝对比继续持有可换股票据获得的利息收入有利的多，况且风险投资者的目的在于快速变现，获得高额的投资回报，而非成为战略伙伴，分享公司成长中的财富增值，因此拥有控制权对它们的意义并不大。

最后一点是获取蒙牛股份的认购权。2004 年，三家国际投资机构取得了在十年内一次或分多批按每股净资产（摊薄前为 1.24 港元/股）购买上市公司股票的权利，虽然涉及的数额没有披露，但三家投资机构对蒙牛资产和股权的觊觎不得不防。

3.8 各方利益估算：略

蒙牛公司资本运作的解析

略

主要参考文献

- [1] “OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment Third Edition”. 经济合作与发展组织编写，2000 年，20-36 页
- [2] 南铁建. 国际避税地法律问题研究. 大连海事大学法学硕士论文， 2005-03
- [3] 刘洋. 公司治理结构与中国上市公司治理问题研究. 复旦大学世界经济系博士论文，2003-10
- [4] 胥洋. 论我国现阶段员工持股计划的实施. 湘潭大学管理学硕士论文，2006-05

- [5] 王吉舟. 摩根精湛财技狩猎蒙牛.
<http://www.wanglg.com/xinhu/alfx/AL11/AI1115.htm>
- [6] 李彤. 蒙牛融资全景解析 《中国商业评论》2005 年 1 期
- [7] 香港德恒专业服务（顾问）有限公司网页
<http://www.deheng.com.cn/hongkong/web/articles/20040316-2.htm>
- [8] 北京佐盛投资顾问有限公司网页
<http://www.joesun.com.cn>
- [9] 思远投资咨询（上海）有限公司网页
<http://www.cityscopeinvestments.cn/Default.aspx>
- [10] 张泽荣. 当代资本主义分配关系研究. 北京经济科学出版社
- [11] 陈雨露. 中国企业海外上市：动因、历史与整体评价
<http://blog.sfruc.edu.cn/chenyulu/articles/3560.aspx>
- [12] 洪煜. 在与摩根士丹利对赌中蒙牛被盈利牵往何方. 证券市场周刊, 2005-04-22
- [13] 吕爱兵,王晨宁. 愿赌不输--对赌协议实证分析及应用. 《首席财务官》, 2005-12-20
- [14] 周莹. 对赌协议是双向激励. 《新财富》, 2006-10-30
- [15] 百里溪的 BLOG. 对赌协议——转摘《南方周末》, 2006-08-23
<http://blog.sina.com.cn/u/4985cd91010005g7>
- [16] 黄明. 蒙牛何以选择摩根. 中国企业家, 2005-1-03
- [17] 郭琼. 资金供给充裕 私人股权基金投资中国难在何处. 《财经》, 2005-09-09