

工商管理优秀教材译丛

金融学系列

V

enture Capital, Private Equity,  
and the Financing of  
Entrepreneurship

# 风险投资、私募股权 与创业融资

[美]

乔希·勒纳 (Josh Lerner)  
安·利蒙 (Ann Leamon)  
费尔达·哈迪蒙 (Felda Hardymon)

著

路跃兵 刘晋泽 译



清华大学出版社

# 风险投资、私募股权 与创业融资

[美]

乔希·勒纳 (Josh Lerner)

安·利蒙 (Ann Leamon)

费尔达·哈迪蒙 (Felda Hardyman)

著

路跃兵 刘晋泽

译

Venture Capital, Private Equity

and the Financing of Entrepreneurship

清华大学出版社  
北京

Josh Lerner Ann Leamon Felda Hardymon

**Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship**

EISBN: 978-0-470-59143-7

Copyright © 2012 John Wiley & Sons, Inc.

Original language published by John Wiley & Sons, Inc. All rights reserved.

本书原版由 John Wiley & Sons, Inc. 出版。版权所有,盗印必究。

Tsinghua University Press is authorized by John Wiley & Sons, Inc. to publish and distribute exclusively this Simplified Chinese edition. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only (excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan). Unauthorized export of this edition is a violation of the Copyright Act. No part of this publication may be reproduced or distributed by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

本中文简体字翻译版由 John Wiley & Sons, Inc. 授权清华大学出版社独家出版发行。此版本仅限在中华人民共和国境内(不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区)销售。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可,不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

北京市版权局著作权合同登记号 图字: 01-2013-3719

本书封面贴有 Wiley 公司防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话: 010-62782989 13701121933

**图书在版编目(CIP)数据**

风险投资、私募股权与创业融资/(美)勒纳(Lerner, J.), (美)利蒙(Leamon, A.), (美)哈迪蒙(Hardymon, F.)著;路跃兵,刘晋泽译.--北京:清华大学出版社,2015

(工商管理优秀教材译丛.金融学系列)

书名原文: Venture capital, private equity, and the financing of entrepreneurship

ISBN 978-7-302-38957-6

I. ①风… II. ①勒… ②利… ③哈… ④路… ⑤刘… III. ①风险投资—高等学校—教材 ②股权投资—投资基金—高等学校—教材 ③企业融资—高等学校—教材 IV. ①F830.59 ②F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 005644 号

责任编辑:梁云慈

封面设计:常雪影

责任校对:宋玉莲

责任印制:宋林

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编:100084

社总机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, [c-service@tup.tsinghua.edu.cn](mailto:c-service@tup.tsinghua.edu.cn)

质量反馈:010-62772015, [zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn](mailto:zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn)

印 装 者:清华大学印刷厂

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm 印 张:27.75 插页:2 字 数:632千字

版 次:2015年8月第1版 印 次:2015年8月第1次印刷

定 价:68.00元

产品编号:049663-01

工商管理优秀教材译丛

金融学系列 —▶

献给 Oliver 和 Bella——活力双人组  
献给 Bluesy、Nell 和 Hank  
献给 John 和我的父母

# 中文版序言

中国经济目前无疑处在一个重大转型时期。过去近三十年来,中国经济在大部分时间都保持了两位数的增长率,依靠大量资本投入推动了基础设施建设、城镇化和工业化进程,以人口红利带来的廉价劳动力投入推动了较低层次的制造业和出口业务,通过市场换技术的战略引入了大量国外资本并消化吸收了大量国外技术。但由于以上发展模式消耗了中国太多能源、资源和环境容量,如果继续以上发展战略,中国经济在近期的高速增长必然不可持续。为此,中国经济转型、产业升级和企业竞争力提升成为未来中国发展的必修课。

未来中国经济转型和产业升级将侧重在以下三大方面展开。

首先,在发展的维度上,中国经济总体面临从高速进入中速增长的转型。增长速度的减缓,要求中国经济实现下列转型:由建立在廉价劳动力优势上,以要素投入为主导的简单外延式增长,向创新驱动方向转型;从大型传统企业在经济中占主导地位向中小型创新企业百花齐放转变从而推动经济升级;由过去增长建立在大量消耗能源和资源、大量排放和污染环境的基础上,向资源节约、环境友好、低排放和低能耗的方向转型;过去的增长多由出口和投资(尤其是政府和国有企业投资)拉动,消费和民营资本投资不足,今后则要加大消费和民营投资对 GDP 增长的拉动;过去粗放的高速增长造就了拥有大量过剩产能的产业,未来需要通过兼并重组实现产业整合,优化产业的组织结构;过去通过利用外资和出口,发展了大量中低端制造业,今后大量制造业需要升级,互联网+战略新兴产业和中国制造 2025 将成为引领中国产业升级的重要引擎;中国经济过去以工业尤其是重化工业和一般制造业为主,今后需要加大服务业,尤其是现代服务业的比重;过去的高速发展造成了城乡间和区域间的巨大差距,今后要大力推进城镇化,推进龙头经济城市和相关区域的平衡发展;金融和资本市场的发展由过去依赖以银行为代表的间接融资为主向以股权融资为代表的直接融资为主的方向转化。

其次,在改革的维度上,根据十八大三中全会的精神,要实现政府功能由管理型向服务型政府的转变,让市场在资源配置上起决定性作用;充分认识到民营经济的重要作用,大量发展民营经济;同时,积极推进国有企业的混合所有制改革。

再次,改革开放以来,中国的开放战略一直是利用国内低的劳动力成本和环境成本,



利用跨国公司和外国直接投资带来的技术和管理,两头在外,大进大出,从国外进口铁矿、煤炭、石油等资源 and 能源,在中国实施大规模的生产和制造,然后大量出口衣服、鞋帽、玩具等一般制造产品,形成大量的外汇储备。这种模式曾经发挥了重要的拉动经济和创造外汇的作用,但是受制于能源、资源和环境的压力,受制于劳动力成本的上升,同时和国际市场和主要贸易合作国形成巨大的贸易顺差,未来不可持续。中国的对外开放重点,将转向利用国内外汇和资本力量,在发达经济地区并购技术/品牌/渠道,利用中国巨大的国内市场、齐全的产业基础和一定的技术能力,对并购的技术做适应改进和再创新,在此基础上,输出资本和技术能力,开拓全球市场,实现中国企业和产业的全球布局。因此,中国金融资产实现全球配置,中国产业和企业实现全球布局是中国新的开放战略中的两大任务。这两步必须是协调一致,互相促进,而不应互相割裂。要做到这点,发展外向型私募股权投资便是必经之路。

尽管私募股权投资(PE,这里指广义的私募股权投资,包括风险投资 VC,成长型资本 Growth Capital,以及并购基金 Buyout Capital)在整个金融资产中所占比例不大,但由于 PE 对资本和资源的高效率配置,并且是积极的投资者,能够有力提升运营效率,其在以上转型升级中发挥着非常重要的作用。具体体现在宏观、中观和微观上的各个方面。

宏观层面,从经济发展视角看,PE 是虚拟经济和实体经济结合,金融和产业结合,智力和资本结合的最高形式,是金融服务实体经济最直接和最有效的方式;从制度视角看,PE 能帮助实现经营权和所有权的最优折衷,完善公司治理,同时强化对投资者、资金管理者和公司管理层的约束和激励。

在中观层面,从金融视角看,PE 是高级别和高收益的金融投资产品,是直接融资中最重要的模式,对提高直接融资比重有重要影响,同时有利于多层次资本市场体系的建立和完善,达到覆盖需求、提供服务、提高效率、优化配置进而促进实体经济增长的作用。从产业视角看,PE 能够推动产业结构调整,通过资源配置功能,对资金、人力资本和技术等重要资源进行优化配置,促进这些资源从落后生产部门向新兴产业部门流动,创业资本的出现及其在催生信息技术产业化中所扮演的角色充分体现了这一点;同时对传统产业和成熟企业进行存量资产盘活和经济结构调整。PE 也能够推动产业重组和升级,私募股权基金为确保其投资回报,有强的约束激励机制,促进优胜劣汰,提高产业运营效率,并改善企业资产质量;重整基金和收购基金可以把资产从失败者手中收购过来,交给成功者管理,从而提高效率、创造价值并推动产业重组和升级。

在微观层面,PE 通过以下两大机制实现对被投企业的改造和增值服务。首先是资本运作的增值,优化被投企业的资本结构,改善公司治理,同时实现对企业的并购重组。其次是产业运营增值,通过对被投企业进行战略梳理,机制调整,引入激励,管理规范和提升,实现企业的运营改善。具体到中国企业的竞争力提升,PE 可以发挥很重要的作用:通过汇聚国际国内资本和国际国内能力,帮助企业实现股权多元化(国际+国内,民营+

国有),借助国际先进理念和经验,构建有效的公司治理结构和实施市场化的管理和激励;通过系统化、规模化和专业化的海外并购,把全球领先的创新机制、队伍和技术/产品/商业模式/品牌/渠道,引入中国企业;借助资本市场,帮助企业实施国内外并购,补足短板,做大做强,取得市场领导地位;发挥国际化的优势,在帮助企业获取和利用国际资源/技术/品牌/渠道的同时,协助企业开拓国际市场,实施海外并购和战略联盟,实现企业在产业链上的全球优化布局。

上述 PE 的作用不仅在西方发达国家中体现得明显,同样适用于中国。由于中国处于发展、改革和开放等众多转型升级的交织之中,PE 面临着尤为明显的发展机遇,相比发达国家,机构投资者有理由在中国配置更多的私募股权投资。PE 在中国经济的发展、改革和开放的维度上,充满了机会,也必将通过驱动发展、改革和开放的三个轮子,使中国经济避免陷入“中等收入陷阱”,把中国经济带入新一轮的景气。在发展维度上,创新驱动发展及战略新兴产业中有大量的 VC 机会,城镇化和服务业发展中则存在大量成长型资本(Growth Capital,GC)的机会,存量传统产业并购整合需要大量并购基金,制造业的升级需要大量的并购和成长基金;在改革的维度上,民营中小企业的发展需要大量 VC 和 GC 的支持,混合所有制及国企的改制需要大量 GC 和并购基金;在开放的维度上,跨境并购基金在助力中国产业和企业在海外并购技术、品牌、渠道、资源和能源,开拓海外市场,实现全球产业链布局等方面大有作为。

中国的私募股权投资行业尽管发展时间并不长,但也进入了一个转型期。以前简单地通过 Pre-IPO 投资就可以获取一二级市场间的丰厚套利,而现在由于 IPO 的不确定性增加以及大量私募股权投资机构的涌现,倒逼整个行业在早期风险投资和后期并购投资上的投入逐年增多。而无论是向产业链的上游还是下游,投资的复杂性和风险性都会增加,即使是成长期的私募股权投资,也需要增强投后管理,提供更多增值服务。这就需要中国的私募股权投资机构着力于加强下列三个方面:第一是 PE 的专业化。未来 PE 需要更加差异化、专注和有选择性,专注于一定区域、行业、主题和阶段的投资,增值服务能力成为竞争的关键;第二是 PE 的市场化。PE 要在实现对自身进行市场化改造的同时,对被投资企业进行市场化改造,同时注重组织管理能力的提升,在治理、组织和激励三方面予以加强;第三是 PE 的国际化,PE 要具有国际化的视野、资源和能力,具有国际化的网络、交易和整合能力,这会最终反映在资本和项目的国际化上。

在 2015 年的两会上,李克强总理指出,“当前中国经济面临下行压力,要保持平稳增长,就要激发市场活力,实现大众创业,万众创新,让千千万万的市场细胞活跃起来”。

以上情况都表明,中国的私募股权投资面临新常态,如何适应新形势的需要,是每个私募股权投资从业人员和管理层都需要认真思考的问题。

乔希·勒纳(Josh Lerner)教授等作者编写的这本书正好探讨了以上关于私募股权投资的一些关键问题。该书讲述了私募股权投资的起源和历史及其特点,通过大量案例



对其运作机理进行了阐述。在宏观上,阐述了私募股权投资对整个社会的影响,在包括中国和美国在内的不同国家的发展情况,以及该行业的兴衰周期和背后原因。在微观上,则详细阐述了私募股权投资基金的生命周期:从私募股权基金募集资金开始,到对被投资企业进行投资、监督、提供增值服务,直到最后成功退出,并向基金投资者返还资金。路跃兵博士等通过辛勤的工作,将该书翻译呈现给国内同行,非常及时,也十分有意义。

尽管中美两国的经济发展环境和阶段有不少差异,但美国的私募股权投资行业相对成熟,对中国的私募股权投资行业有极为重要的借鉴意义。希望本书对中国致力于和有志于从事私募股权行业的读者朋友有所帮助。是为序。



中国投资有限责任公司副总经理  
兼中投海外直接投资有限责任公司

总经理 谢平

2015年8月

# 致 谢

把 Josh Lerner 教授的著作翻译并呈现给国内私募股权的同行,是一项艰巨的任务。本书翻译过程中,得到了众多同仁的支持。薛九洲、刘扬、赵博嘉、王丽红等先后参与了部分翻译和协调工作。清华大学出版社对本书的出版给予了大力支持,尤其是梁云慈编辑付出了辛勤工作及给我们不断鞭策。中国股权投资基金协会秘书长李伟群博士和清华大学中国企业成长与经济安全研究中心主任雷家骥教授全程给予了指导。在此一并致谢。

最后,也是最重要的,要感谢 Josh Lerner 先生给予我们的信任,是他和团队对 PE 行业的深入研究造就了本书,我们才有机会将中译本献给读者朋友们。

译者  
2015 年 7 月

# 前言

正如我们会在导论部分深入讨论到的，编写本书是因为认识到，在过去二十年中，私募股权——在本书中定义为风险投资和并购，但不包括对冲基金——整体上规模不断扩大，并成为全球经济中有影响力的部分。但目前市面上还很难发现有书籍对私募股权行业中的参与者、运作流程和激励机制进行清楚的阐述。

确实，有一些针对金融学术研究人员、投资管理人、创业家和行业传记的书籍，而且多数都非常不错。但看起来需要对私募股权进行全面的介绍。

我们往往对不了解的事物都心存畏惧，或者立法的方式使其价值被扭曲。私募股权确实创造了价值，不论是风险投资为新技术提供资金，还是并购公司让陷入困境的企业起死回生。尽管这些不是什么慈善事业——许多失败的投资已造成私人和社会的损失——但是了解私募股权行业的运作方式有助于理解出错的原因。

在此，我们希望以一种清晰详尽的方式介绍私募股权。本书会讲述私募股权这个神奇世界从开始到结束是如何运作的，如何创造价值，在哪里可能损失价值。随后我们会讨论其未来的各种可能发展方向。作为在私募股权学术研究领域的从业者，我们在此领域共有超过 60 年的经验，我们会解释私募股权是如何和为何这样运作的。我们希望读者会和我们一样喜欢本书。

## 致谢

一本书籍的完成凝结了许多人的心血，并非只有列出的三位作者。因此在此致谢部分，问题不在于决定包括谁，而是担心会遗漏掉谁。

我们的同事和学生通过问答的方式提供了有价值的帮助。许多私募股权机构、金融机构和企业的合伙人及管理人参与了本书中提及案例的编写。哈佛商学院贝克图书馆的 Chris Allen 在时间紧迫的情况下对我们大量的数据请求提供了支持，他总是很幽默和关注细节。Michael Diverio 为并购部分提供了大量思考题和技术支持，同时他还帮助整理图表。我们还要感谢那些为本书提供建设性意见和建议的诸多评论者们，他们让本书的质量上了一个台阶。Theresa Gaignard、Lauren Coughlin Unsworth 和 Maurie Sudock 在写作过程中管理了大量后勤细节，尤其是“Felda 在哪里，为什么他的章节还没有完成？”此外他们还持续地提供了行政支持。约翰威利出版社的 Lacey Vitetta、Emily McGee 和

Jennifer Manias 在本书制作方面提供了重要支持。

最后,Josh 要感谢 Wendy 多次出差,Ann 要感谢 John 和家人忍耐了一个没有娱乐的夏天,并感谢柏尚风险投资公司(Bessemer Venture Partners)在每周一例会上教给她的每一件事情,Felda 要感谢 Dena 在家庭和事业上对他的无私帮助和坚忍支持,并感谢他在柏尚的同事对他的支持。

# 目 录

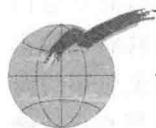
第一章 导论 .....	1
风险投资和杠杆收购是什么? .....	4
为什么需要私募股权投资? .....	5
私募股权投资的历史 .....	7
关于本书 .....	12
本书的主题是什么? .....	16
第二章 私募股权的周期——基金募集及选择 .....	19
不同种类的私募股权 .....	20
LP 是谁? .....	24
有限合伙制 .....	33
有限合伙协议(LPA) .....	35
利益一致化:费用和收益分成 .....	42
LP 和 GP 的关系:只可意会,不可言传 .....	50
募资周期:GP 和 LP 的相处之道 .....	53
尽职调查和进入 .....	54
私募股权募集资金的模式 .....	55
结论 .....	56
问题 .....	57
第三章 项目寻找和定价——看着容易做起来却难 .....	58
发现项目 .....	60
项目估值 .....	70
连续创业家和成功的项目 .....	84
决策 .....	87
网络和辛迪加 .....	88
赢得项目 .....	92
后续工作 .....	93

总结 .....	94
问题 .....	95
<b>第四章 估值 .....</b>	<b>96</b>
基本概念：投资前和投资后估值 .....	97
可比企业法 .....	99
净现值方法 .....	102
调整现值法 .....	108
风险资本法 .....	112
期权分析法 .....	114
总结 .....	117
最后的一些思考 .....	121
<b>第五章 交易结构建立——私募股权证券及动机 .....</b>	<b>124</b>
基本的私募股权证券 .....	125
优先股及其变种 .....	128
条款 .....	145
了解主要条款清单 .....	154
风险投资和夹层债权证券 .....	155
构建收购 .....	157
结论 .....	161
问题 .....	161
<b>第六章 融资结束之后 .....</b>	<b>168</b>
董事会——公司治理之地 .....	170
董事会权力 .....	176
董事会的工作：创造价值 .....	181
风投的价值 .....	184
董事会对并购投资的战略 .....	188
企业治理方法 .....	193
项目管理：细节 .....	196
当意外发生时：重新订立合同 .....	197
结论 .....	200
问题 .....	201



<b>第七章 获得流动性——退出和分配</b> .....	203
退出的决策 .....	205
IPO 还是收购? .....	206
退出过程 .....	214
其他退出的方式 .....	230
分配的细节 .....	236
结论 .....	241
问题 .....	242
<b>第八章 风险投资和私募股权的全球化</b> .....	243
发达市场的私募股权行业 .....	248
欧洲私募股权的生命周期 .....	257
其他发达的私募股权市场 .....	258
新兴市场的私募股权行业 .....	262
新兴市场私募股权周期 .....	276
总结 .....	280
问题 .....	281
<b>第九章 风险与回报</b> .....	282
为什么私募股权的业绩难以衡量? .....	283
投资业绩通常如何估算? .....	284
这些评估方法存在的问题是什么? .....	287
私募股权和公开市场的比较 .....	293
考虑多元化 .....	299
最后的想法 .....	309
问题 .....	309
<b>第十章 私募股权对社会的影响——这个问题确实重要吗?</b> .....	311
风险资本的影响 .....	313
并购的影响 .....	319
政府公共干预的影响 .....	326
总结 .....	330
思考题 .....	331
<b>第十一章 员工、职位和企业文化——私募股权公司的管理</b> .....	332
私募股权职业——它们是什么,你如何谋求一职? .....	333
薪酬 .....	344

管理私募股权公司 .....	347
文化和战略 .....	352
特殊情况：企业风险投资和附属基金 .....	354
结语 .....	355
问题 .....	355
<b>第十二章 规模化和制度化 .....</b>	<b>357</b>
关于增长和规模化的关键事实：定量证据 .....	359
增长和规模化的关键事实：案例研究证据 .....	370
尽管有限合伙人有担心，但增长可能还是有帮助的 .....	374
结语 .....	377
问题 .....	378
<b>第十三章 繁荣与萧条 .....</b>	<b>379</b>
行业周期的本质 .....	381
周期背后是什么？ .....	392
有效管理周期 .....	397
总结 .....	401
问题 .....	402
<b>第十四章 结语 .....</b>	<b>403</b>
情景 .....	404
一些具体预测 .....	410
结语 .....	413
问题 .....	413
<b>术语表 .....</b>	<b>415</b>



从 20 世纪 80 年代到 21 世纪初,风险投资和私募股权如雨后春笋般涌现,发展迅速。通过合伙方式专业从事风险投资、杠杆收购、夹层投资、不良债务及相关投资的美元基金的规模从 1980 年的 50 亿美元增长到 2009 年底的 5800 多亿美元。

私募股权行业快速增长的原因是显而易见的。生产我们日常使用产品的许多公司——比如苹果、英特尔、谷歌和微软——原先都曾获得风险投资的支持。这些投资不仅从整体上推动着社会的进步和发展,也为个体创造了巨大价值,包括运作公司的企业家、投资于公司的个人和机构投资者,还有私募股权投资者自身。

一些成功投资的规模超出了想象。1999 年 6 月,克莱纳·珀金斯公司(Kleiner Perkins)投资了 1 250 万美元获得谷歌 10% 的股份(红杉资本在当时也做了类似的投资)。尽管在 2004 年谷歌上市后克莱纳向其投资者分配的股份的精确价值难以计算,但总值看起来至少超过 43 亿美元,也就是原始投资的 344 倍。<sup>①</sup> 而到了 2009 年 8 月,谷歌的市值已经达到 1 410 亿美元。

这类成功的投资也并非只局限于斯坦福博士研发出高科技的公司。Thomas H. Lee 公司在 1992 年 4 月花费大约 1.4 亿美元收购了 Snapple,一家冰茶生产商。8 个月后, Lee 将该公司运作上市。1994 年,在原始收购仅两年之后, Lee 就将 Snapple 以 17 亿美元的价格卖给了桂格燕麦公司(Quaker Oats)。在新的管理层运营下,公司业绩不佳,桂

<sup>①</sup> 关于这项交易的具体信息,参见汤森路透私募股权数据库,于 2010 年 6 月 10 日访问。关于 Kleiner 回报的代表性计算,参见 [http://billburnham.blogspot.com/2005/06/just\\_how\\_much\\_d.html](http://billburnham.blogspot.com/2005/06/just_how_much_d.html),于 2009 年 8 月 16 日访问。