

WILEY



乾泰私募译丛

文学国®主编

Private Equity

私募股权投资

基金类型、风险与收益以及监管

Fund Types, Risks and Returns, and Regulation

道格拉斯·卡明 (Douglas Cumming) 等 [著]

孙春民 杨娜 [译]

 中国金融出版社

乾泰私募译丛
文学国◎主编

私募股权投资——基金类型、 风险与收益以及监管

(Private Equity: Fund Types, Risks and Returns,
and Regulation)

道格拉斯·卡明 (Douglas Cumming) 等著
孙春民 杨娜 译

 中国金融出版社

责任编辑：石 坚
责任校对：刘 明
责任印制：程 颖

Title: Private Equity: Fund Types, Risks and Returns, and Regulation by Douglas Cumming, ISBN: 9780470499153

Copyright© 2012 by John Wiley & Sons, Inc. All rights reserved.

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

北京版权合同登记图字 01 - 2012 - 7822

《私募股权投资——基金类型、风险与收益以及监管》中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权投资——基金类型、风险与收益以及监管 (Simu Guquan Touzi——Jijin Leixing、Fengxian yu Shouyi yiji Jianguan) 道格拉斯·卡明 (Douglas Cumming) 等著; 孙春民, 杨娜译. —北京: 中国金融出版社, 2016. 5

(乾泰私募译丛)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7631 - 4

I. ①私… II. ①道…②孙…③杨… III. ①股权—投资基金—研究
IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 198761 号

出版 中国金融出版社
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 42. 75

字数 720 千

版次 2016 年 5 月第 1 版

印次 2016 年 5 月第 1 次印刷

定价 95. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7631 - 4/F. 7191

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

目 录

第 1 章 私募股权投资导论	1
引言	1
注释	5
参考文献	5
关于编者	6
第一部分 私募股权投资基金的结构和募资	9
第 2 章 私募股权投资中的机构投资——动机、策略和业绩	11
引言	11
机构投资：动机和行为	11
结构和策略	16
业绩	19
私募股权投资的收益度量	19
风险度量	23
小结	29
注释	29
参考文献	30
关于作者	33
第 3 章 IPO 以及 PE 公司的其他非传统募资方法	34
引言	34
私募股权行业的最新趋势	36
传统的募资方法	40
导致 PE 行业发展的因素	40
出了什么问题？	41
非传统的基金筹款方法	42
PE 公司 IPOs 的合理性和不合理性	42

那么这些公司为什么会上市呢？	43
PE 公司 IPOs：业绩以及对未来的启示	43
短期业绩	44
长期业绩以及其对未来 IPO 的影响	46
主权财富基金对 PE 投资的补充和替代	50
小结	54
注释	54
参考文献	56
关于作者	56
第 4 章 上市私募股权	58
引言	58
上市私募股权：定义及分类	59
术语和定义	60
投资方式	60
融资方式	61
上市私募股权的分类	61
对上市私募股权的进一步实证见解	65
小结	74
注释	75
参考文献	75
关于作者	75
致谢	76
第二部分 私募股权投资的结构	77
第 5 章 私募股权联合投资	79
引言	79
联合投资的动机	81
分担风险	81
降低风险	83
获得交易流	84
合作伙伴的选择	85
建立和管理企业联合组织	88
股权结构	89

投资协议	89
合同执行	90
对投资对象的监督	91
决策制定	92
联合投资和业绩	93
联合投资研究的未来	94
新兴的 PE 主题	95
注释	99
参考文献	100
关于作者	102
第 6 章 VC 与 PE 基金投资组合的结构	104
为什么风险资本家的投资组合结构很重要	104
最优努力水平	105
最优投资组合规模与利益分配规则	109
实证检验	111
数据来源	112
汇总统计	113
回归分析	115
小结	118
注释	119
参考文献	120
关于作者	121
致谢	123
第 7 章 PIPE 市场的崛起	124
引言	124
什么是 PIPE?	125
PIPE 发行的合同条款	129
反稀释保护	129
赎回权	130
投资者登记权	130
投资者董事会代表权	130
交易/对冲限制	131
公司强制转换权	131

投资者买入选择权、投资者优先购买权及公司卖出选择权	131
发行 PIPEs 的公司	133
公司选择 PIPE 的原因	133
PIPE 的成本	134
结束发行时的股票业绩与长期股价表现	134
PIPE 市场中的投资者	135
配售代理的作用	137
PIPE 市场与 SEC 监管中的问题	139
未来的 PIPE 市场	142
注释	143
参考文献	144
关于作者	144
第 8 章 小型公共实体的私募：加拿大的经验	145
引言	145
加拿大的投资环境	146
加拿大证券市场	146
加拿大私募监管	147
私募和发行人	150
数据	150
哪些公司发行私募？	150
产业集群	152
融资策略和发行人集群	153
经营业绩	155
发行前业绩	155
发行后业绩	157
私募的收益率	158
异常收益率的估计	158
公众投资者的发行前收益	159
公众投资者的发行后收益	162
对长期业绩差异的分析	163
讨论	164
折价率	165
以前的证据和解释	165

度量与典型事实	166
折价率与长期业绩	167
小结	168
注释	170
参考文献	171
关于作者	172
第9章 对冲基金的激进主义——向“上市后私募股权投资”	
融合的新趋势	173
引言	173
对冲基金与PE基金：市场数据及融合趋势	174
PE基金与对冲基金：竞争对手或盟友？	176
对冲基金的激进投资方法	178
目标公司的特点	181
对冲基金如何对抗现任管理层	183
持有股份、群狼战术、空洞投票权和隐藏所有权	185
卡尔·伊坎对抗时代华纳的案例研究	187
有关各方	188
激进主义者为什么介入？	193
事件随后的发展	195
事件研究分析	199
小结	205
注释	207
参考文献	216
参考网站	217
关于作者	218
第三部分 私募股权投资的财务收益和实际收益	219
第10章 私募股权投资基金业绩的预测——模拟法	221
引言	221
相关文献	224
风险资本业绩预测和风险管理的模拟方法	226
一般方法描述	226
数据描述	228

计量经济分析和建模	237
蒙特卡洛模拟	242
两只虚拟 VC 基金的模拟结果	246
虚拟 VC 基金的结构	246
模拟结果	247
小结	248
注释	250
参考文献	251
关于作者	252
第 11 章 中间市场收购中的价值创造——交易层面的分析	254
引言	254
研究背景与过往文献	256
样本和数据	258
变量	259
描述性统计	260
不同子样本的差异	264
回归结果	271
小结	274
附录 11. A: PE 公司信息摘要	276
注释	278
参考文献	284
关于作者	285
致谢	286
第 12 章 私募股权投资基金的风险和收益——对数据、方法和结果的概述	287
引言	287
数据	288
公开交易工具	288
周期估值数据	290
投资层面的数据	290
基金层面的数据	291
样本偏差	292
研究方法	298

公开交易工具	298
周期估值数据	299
投资和基金层面的数据	302
研究结果	303
公开交易工具	303
周期数据	304
投资层面的数据	304
基金层面的数据	305
其他讨论主题	309
业绩评估困难的例子	309
估计风险和异常收益的其他方法	313
小结	315
附录 12. A: 关于过期数据修正的讨论	315
注释	316
参考文献	317
关于作者	318
致谢	318
第 13 章 私募股权投资基金的选择——如何找到业绩排在最高	
四分位的优秀基金	320
引言	320
假设的形成	321
研究方法	322
度量方法及可操作性	323
历史业绩记录	323
交易流	323
普通合伙人的经验	324
焦点基金与之前基金的差别	324
哪些因素与未来业绩有关?	324
随机选择与水晶球: 度量私募股权基金选择效率的一个方法	325
PERACS 私募股权基金选择效率度量标准™	326
基于业绩的基金选择规则的选择效率	327
传统基准比较法的缺点	328
使用和解释正确的公开市场基准	330

在交易水平基准比较基础上的先进 PE 基准比较	332
尽职调查案例的定量分析：先进的 PE 基准比较	333
先进 PE 基准比较技术的基金选择效率	334
小结	336
注释	337
参考文献	337
关于作者	337
第 14 章 私募股权投资的实际影响——实证证据与研究议程	338
引言	338
PE 实际影响的证据	338
研究议程	344
参考文献	345
关于作者	347
致谢	347
第 15 章 私募股权投资交易对受雇人数、工资以及生产率的影响	348
私募股权交易领域	348
本章任务	348
容易漏掉的一些问题	349
受雇人数与生产率恒等式	351
受雇人数、工资和生产率方面的影响	352
美国实证研究	353
英国实证研究	360
小结	365
注释	366
参考文献	369
关于作者	370
第四部分 国际私募股权投资与监管	371
第 16 章 PE 行业的估值与（财务）信息披露——制度建立、激励机制和实证分析	373
引言	373
制度的建立	375
私人控股（投资组合）公司的估值和信息披露规则	375

PE 基金的估值与信息披露指引	377
简要评价上述估值指引	380
主要问题与利益冲突	381
鼓励自愿披露与强制披露	383
公司特质信息的披露	384
可能导致 PE 基金报告出现偏倚的因素	384
财务标准、信息披露和监管	386
风险资本支持的投资组合公司的信息披露与报告模式	387
PE 基金估值的报告偏差	388
小结	392
注释	394
参考文献	394
关于作者	396
致谢	397
第 17 章 PE 监管：比较分析	398
引言	398
PE 的增长	402
PE 业绩	403
PE 的供给方和需求方	405
处理代理问题：契约安排	409
投资者与基金管理人之间关系：有限合伙结构	410
投资者与基金管理人之间关系：限制性条款	414
基金与其投资组合公司之间关系	418
PE 基金的监管	421
自律监管	422
共同监管	425
监管对策	427
法律工具	430
加拿大、欧盟、德国、荷兰和英国的对冲基金与 PE 监管对策	431
小结	434
注释	434
参考文献	437
关于作者	438

第 18 章 国际私募股权投资流	439
引言	439
国际募资的简要概述	441
PE 基金在西欧、北美及澳大利亚的国际投资	443
全球最重要的投资国	444
全球最重要的投资目标国	447
国际私募股权投资市场的区域集群	451
国际性的联合收购	454
新兴市场中的私募股权投资	456
研究结论与方法	458
注释	461
参考文献	461
关于作者	463
致谢	464
第 19 章 新兴市场的私募股权投资	465
引言	465
国际比较	466
什么决定新兴市场的 PE 活动?	467
机构投资者间关于新兴市场配置标准重要性的调查	471
认识新兴市场的特定配置标准	476
投资者对不同新兴地区的偏好	478
小结	480
注释	481
参考文献	482
关于作者	484
第 20 章 欧洲的私募股权投资	485
引言	485
历史	486
PE 基金的结构	488
私募股权投资	490
私募股权投资的国际化	495
私募股权投资业绩	499
文献资料	499

业绩衡量标准	500
来自欧洲的证据	502
小结	506
注释	508
参考文献	509
关于作者	511
第 21 章 意大利的私募股权投资与杠杆收购——要不要禁止，这是个问题	512
引言	512
收购市场及其令人费解的发展趋势	514
LBO 计划与相关的批评	517
关键特征	517
杠杆收购的法律环境：过去、现在和未来的发展趋势	519
过去的争论	519
自相矛盾的判例法与最高法院禁令	519
投资者的反应以及随后的转折点	520
2004 年之前 LBOs 受到的监管限制：进一步的研究	522
欧洲的投资环境	524
2004 年改革：杠杆收购合法的条件和尚未解决的问题	525
财务援助案件的刑事诉讼新规	528
破产的后果	529
2004 年改革的经济影响	530
数据与方法	531
样本特征和代表性	532
对投资者行为的影响：描述性分析	536
小结	544
附录 21. A：过去意大利关于杠杆收购合法性的争论	546
进一步研究为什么 LBOs 在意大利似乎是非法的	546
第 2357 条：股份回购限制	547
第 2358 条：财务援助禁令	548
附录 21. B：英国财务援助法规	549
附录 21. C：调查详情	551
注释	554

参考文献	558
关于作者	562
第 22 章 德国的风险投资和私募股权投资	563
引言	563
德国 VC 行业的发展	565
VC 相对重要性的国际性比较	567
德国 VC 基金的资金来源	570
VC 投资	573
德国 VC 公司的专业化和所有权结构	580
德国 VC 公司的财务合同设计	580
德国 VC 公司的退出渠道和退出策略	583
VC 的上市退出渠道以及德国 VC 支持 IPO 的业绩	587
VC 的上市退出渠道	587
德国 VC 支持 IPOs 的业绩	589
关于德国 VC 支持 IPOs 的长期业绩和退出行为的实证证据	589
风险投资的其他相关问题	598
小结	602
参考文献	603
关于作者	607
第 23 章 丹麦的私募股权投资：资本结构和税收	608
引言	608
丹麦的收购历史	609
PE 收购对投资组合公司资本结构的影响	611
杠杆和收购	611
PE 基金的资本结构	613
一项实证调查	614
一些案例研究	617
投资的财务业绩	619
综述	619
PE 收购对纳税的影响	620
税收与收购	620
PE 收购的一个简单例子	621
数值实例：PE 收购对公司纳税的影响	623

PE 收购更广泛的税收后果	627
一个假设案例	628
更多复杂因素	630
综述	631
小结	632
注释	633
参考文献	633
关于作者	634
第 24 章 加拿大的风险投资和私募股权投资——逐步取消低效的 税收抵免	636
引言	636
2008 年 YORKBIOTECH 调查数据说明	640
多元回归证据	646
募资障碍	646
破产前时间	654
增值范围	656
小结	658
注释	659
参考文献	661
关于作者	662
后记	664

第 1 章

私募股权投资导论

道格拉斯·卡明 (DOUGLAS CUMMING)

加拿大约克大学舒立克商学院副教授兼安大略省首席科学家

引言

截至 2007 年第二季度，私募股权投资 (Private Equity, 简称 PE) 市场经历了一个黄金时代 (Shadab, 2009)。图 1-1 和图 1-2 分别在绝对和相对的基础上强调了截至这个时期流入 PE 基金的大量资本。其中，PE 市场崛起的标志已被归因于相对公开上市交易的公司来说优秀的管理模式 (Jensen 1989)，成为公开上市交易公司的监管成本 (查看更普遍的情况，如 Bushee 及 Leuz 2005)，截至 2007 年第二季度相对较低的债务融资价格 (Acharya 等 2007; Kaplan 2007)，对冲基金 (Acharya 等 2007; Shadab 2007) 和主权财富基金 (Fotak 等 2008; Bortolotti 等 2009) 的出现。

PE 自 2007 年中期以来的崩溃或许可以最直接地由信贷市场的崩溃和无法有效利用 PE 投资来解释。而且，还有 PE 基金管理中的规模不经济问题 (Kanniainen 及 Keuschnigg 2003, 2004; Cumming 2006; Bernile 等 2007; Cumming 及 Dai 2008; Cumming 及 Walz 2009; Lopez de Silances 及 Philippou 2009)。2009 年之前基金增长过大从而导致太多资金追逐太少的优质交易、尽职调查效率低以及基金管理人提供的增值太少。这次危机导致对 PE 基金 (Cumming 及 Johan 2009)、对冲基金 (Verret 2007; Cumming 及 Dai 2007, 2009) 和主权财富基金 (Epstein 及 Rose 2009) 进行监管的呼声越来越强烈。

在 20 世纪 80 年代和 90 年代，关于 PE 金融的学术著作还相当少。这类文献的缺少在很大程度上归因于缺乏系统的 PE 数据。然而，最近已经有越来越多的学者对这个主题感兴趣并且收集了在美国和其他国外背景下的系统的数用做实证研究。这个实证研究反过来又激励了 PE 金融的理论分析。至 2009 年，有非常多的学者已经为我们理解 PE 市场作出了极大的贡献。

本书通过描述研究现状来全面分析 PE，从而更好地了解 PE 市场的现