

WILEY

乾道私募译丛

文学国®主编

Private Equity

私募股权投资

历史、治理与运作 (第二版)

History, Governance, and Operations (Second Edition)

哈利·曾德罗夫斯基 等 [著]
(Harry Cendrowski)

孙春民 杨娜 等 [译]
乾道研究院

 中国金融出版社

乾道私募译丛

文学国◎主编

私募股权投资——历史、治理与运作

Private Equity——History, Governance and Operations

(第二版)

(Second Edition)

哈利·曾德罗夫斯基

(Harry Cendrowski) 等著

孙春民 杨 娜 等译



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

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

北京版权合同登记图字 01 - 2012 - 6729

《私募股权投资——历史、治理与运作》（第二版）中文简体字版享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：历史、治理与运作（Simu Guquan Touzi: Lishi、Zhili yu Yunzuo）第二版/（美）哈利·曾德罗夫斯基等著；孙春民、杨娜等译．—北京：中国金融出版社，2014. 1

（乾道私募译丛）

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7107 - 4

I. ①私… II. ①哈…②孙…③杨… III. ①企业融资—研究
IV. ①F275. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第 200187 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 北京松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 21.75

字数 360 千

版次 2014 年 1 月第 1 版

印次 2014 年 1 月第 1 次印刷

定价 68.00 元（精装）

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7107 - 4/F. 6667

如出现印装错误本社负责调换 联系电话（010）63263947

编委会成员（按姓氏笔画为序）

文学国 余 刚

张菀洺 孟宪威

周茂清 袁 元

序

私募股权投资（PE），在我国又被称为创业投资、风险投资，还有称其为产业投资的，由于此类投资方式在国际上也未形成一个统一适用的概念，所以它在被引进到我国之后，学界与不同时期政府有关部门发布的规范性文件所使用的概念也未达成一致。作为一种从国外借鉴来的金融投资工具，其在我国经历了一个逐渐被政府与民众接受的过程。近几年来，随着 PE 机构投资的企业上市之后获得了巨额投资收益，造就了我国资本市场上的一个又一个的财富神话。曾经一段时间，投资者通过 PE 方式入股拟上市企业，然后短时间内在国内外资本市场以 IPO 方式退出，成为活跃在我国资本市场的国内外 PE 机构竞相效仿的模式。随着我国经济总量的不断增长，高净值人群也越来越庞大，他们有着强烈的投资欲望。我国资本市场的欠发达，股票市场具有的高风险性，使得具有逐利本性的资本难以找到所欲求的投资获利渠道。PE 这种新的投资工具及其在海内外的投资表现，受到了大量投资者的追捧，“全民 PE”一时也成为新闻媒体的热门词汇。

无论是投资者还是政府监管部门，都需要在这股 PE 热潮中冷静思考。对于投资者来说，这种源于美国的投资方式，对其操作规则与操作方法你了解多少？如何规避投资的风险？对于政府监管者来说，如何营造 PE 投资的法律环境，在促进这种投资方式发展的同时，如何管控 PE 在融资与退出过程中可能发生的风险。毫无疑问，提升对 PE 的理性认识，不断地学习 PE 的相关知识，加深对 PE 的了解，对投资者与政府监管部门都十分必要与紧迫。学习成熟市场国家的经验与做法为我所用，无疑是一条捷径。当我将组织相关人员翻译一套国外私募股权投资基金著作的想法告诉我的学生们的时候，得到了他们热烈的响应与大力的支持，同时，也得到了中国金融出版社的大力支持。经过我们精心地挑选，并与这些著作的著作权人进行联络，获得了著作权人的授权。翻

译过程也是一个学习的过程，我相信，丛书的译者们在辛苦的翻译过程中，也会收益良多。

随着我国经济的可持续增长，我国成为世界经济总量第一大国只是时间问题。从世界经济史的经验来看，经济强国必然是金融强国。我国的金融改革还在进行过程中，随着时机的成熟与市场经济的不断完善，政府相关部门会推出新的改革措施。我国政府的金融市场化改革方向不会动摇。在国际社会得到普遍应用的金融投资工具，也必然会在我国得到投资者的认可，PE 在我国近几年的快速发展与优良的市场表现，也印证了这一点。我希望这套丛书的翻译出版，能够为广大读者与投资者提供一个学习与借鉴的平台，通过广泛吸纳成熟市场经济国家的经验，共同助推我国 PE 市场的健康发展。

文学国

2013 年 8 月 20 日

北京良乡大学城中国社科院研究生院

前言

写完这本书的第一版后不久，美国经济受到了灾难性经济危机的冲击，像这样的危机自胡佛政府以来从未见过。多种因素结合导致了股市的下跌、失业率的上升以及美国公众的普遍焦虑——他们也因此见识了曾经的标志性企业淡出历史。雷曼兄弟和贝尔斯登被解散。美林将自己卖给美国银行，其价格大约为一年前价值的一半。AIG 向联邦政府寻求数十亿美元的帮助以保持偿付能力。工业的标志——通用汽车和克莱斯勒申请破产。美国病很快演变成一种世界性的大流行病，严重削弱了经济，导致美国三年后仍在试图恢复元气。

当美国正在与经济大萧条作斗争时，私募股权投资（PE）领域也正面临着自己的战斗。包括收购和风险支持的企业在内的 PE 投资组合公司，因退出的环境变得更具挑战性而收益锐减。许多 PE 投资者面临流动性问题，并发现自己在另类投资方面投入过多，而其公共证券价值的下降快于非流动性资产。投资者随后转而降低 PE 投资，导致其筹资水平急剧降低。

在写这本书时，美国经济出现好转，尽管欧洲债务危机的忧虑继续令投资者摇摆不定。PE 公司的大环境仍然具有挑战性，而且在某些情况下，比这次经济危机之前赚得更少。除少数几个例外，像那些出现于 2006 年和 2007 年头条新闻的数十亿美元的交易已不复存在。借款不再那么随手可得，而且收购价格由于战略买家期望把他们资产负债表上估值 1 万亿美元的现金投入使用而升高。短期回报，希望能很快挽回其 2008 年至 2009 年亏损的投资者可能会失望。希望迅速弥补其在 2008 年至 2009 年损失的投资者可能会对近期收益情况失望。对于希望迅速挽回且弥补 2008 年至 2009 年亏损的投资者，该期间的短期回报会让投资者失望了。

为了比较上的目的和一致性，这本书的大部分章节都包含 2010 年 12 月 31 日前的年度数据图表。虽然 2011 年上半年对 PE 来说似乎前景乐观，但欧洲债务市场的波动阻止了 PE 在 2011 年下半年的反弹：与 2011 年第二季度相比，2011 年第三季度的交易量下降了大约 23%，而同一时期退出量

下降了 54%。虽然相比较上季度，交易量和退出量都下降了，但是评价仍然是积极的，不过，这也给 PE 公司交付收益带来很大压力。

历史上，PE 公司通过在超过五年或六年的持有期内，对投资组合公司进行杠杆操作以及利用自由现金流来支付并把债务转成股权来挣钱。在收购价格高且债务可用性降低的环境下，这种模式是不可持续的。我们认为，在当今环境中要产生高收益，PE 公司文化里根深蒂固的业务专长是必需的。虽然许多企业声称他们有一个业务重点，但是这个重点必须渗透到公司的文化里，并且应该反映在其合作伙伴的背景里。业务重点对 VC 公司而言也是必要的。风险支持的、能够通过精简业务流程使资本效率最大化的公司，将更有可能为其母基金和投资者产生较高的超常收益。尽管 PE 市场现在是具有挑战性的，但它仍然是美国和世界经济独一无二的动力引擎。

PE 包括收购和风险投资，帮助公司在其所涉及的领域内培养独创性、创新性以及创业精神。它还为老牌企业提供一个机制，将其重塑为更加现代化的实体。随着美国自经济危机中反弹，PE 及其众多形式，包括皮包基金，可以极大程度地帮助修复经济和国家精神：其他任何的组织形式都没有像 PE 组织一样被赋予一个将所有关系人的激励机制结合在一起的、相称的治理结构，这个结构可以帮助达成对社会和投资者来说都是最佳的结果。

对 PE 的阐述是本书论述的重点。更确切地说，其目的有三个方面：描述 PE 的历史；阐明如何区别 PE 投资组合公司和公众公司的治理结构的不同；并在最后解释可以如何改善 PE 投资组合公司的运营。沿着这些方向，本书为众多读者提供有价值的信息：对 PE 尚不了解的学生、PE 专业人员以及投资者都应该能在这本书中找到有价值的信息。虽然我们强烈建议，对 PE 尚不了解的读者应该先读前三章再去阅读其他章节，但是本书章节的设计是彼此独立的。

本书首先是第一部分——私募股权投资模式及历史信息，全面介绍了 PE 过程：对关键参与者、投资术语与历史趋势都有细致的描述。在阅读这些章节时，PE 新手将变得习惯于一些术语的使用，它们都是行业专业人员以及这个资产类别里发挥作用的参与者所使用的术语。

退出在 PE 投资中起着举足轻重的作用。在此单元中，我们还向读者介绍了首次公开募股（IPO）和出售给战略或金融买家，也称为兼并与收购（M&A）交易的退出机制以及退出机制和有关知识产权事项中的法律

问题。

从那里，本书过渡到第二部分——PE 的治理结构，讨论 PE 模式对投资组合公司的独特治理结构。本书也对适用的专业标准、内部控制模式以及当代的商务智能进行了讨论。尽管并非所有的模式都直接适用于 PE，但是这些模式却被视为基金及其投资组合公司可能采取的最佳实践。

本书最后是第三部分——了解经营，提供用于评估和改善投资组合公司运营情况的信息。第十五章介绍了分析组织的一个比喻说法，也就是将组织比做人类。为了让读者理解当今组织的复杂性，这个哲学框架提供了一个详细的方法。后续章节探讨了精益生产和运营评估的主题。它们的目的是为了协助 PE 专业人员了解如何进行运营评估以及如何改善投资组合公司的生产操作。

完成这本书后，我们希望读者会理解 PE 行业的复杂性并欣赏这个资产类别。

哈利·曾德罗夫斯基
伊利诺伊州芝加哥市
2012 年 1 月 10 日

目 录

第一部分 私募股权投资模式及历史信息	1
第一章 私募股权投资导论	3
引言	3
什么是私募股权投资	3
通用术语与简要概述	5
有限合伙人协议及普通合伙人激励机制	12
私募股权投资公司结构及所选法规	15
私募股权投资的类型	19
私募股权投资的筹资过程	22
近期的筹资趋势	24
普通合伙人的投资限制	26
小结	27
注释	28
第二章 历史趋势概述	29
引言	29
私募股权投资简史	29
世纪之交的私募股权投资	33
不同基金阶段的风险资本投资和收益	39
不同基金规模的风险投资和收购收益	43
二级市场基金	45
小结	48
注释	48
第三章 私募股权投资趋势	50
引言	50
趋势的转变	50

整体行业及筹资趋势	53
部分政策法规的变化及提案	59
战略买家的崛起	62
小结	64
注释	64
第四章 通过首次公开募股退出私募股权投资	68
首次公开募股	68
基础	68
上市过程的初始步骤	71
证券交易委员会及州立监管机构的职能	73
IPO 后承销商的责任	75
注册文件	76
历史趋势	77
小结	81
注释	81
第五章 IPO 中的法律问题	83
引言	83
首次公开募股	84
简介	84
潜在的优势	85
潜在的劣势	87
提前规划的时机	89
顾问的选择	89
证券法律顾问	89
会计师	89
承销商	90
企业内务管理事项	90
反收购条款	90
管理	91
首次公开募股的过程	91
主要当事方	93
主要文件	93
献售证券持有人的文件	95

注册过程	97
公司及其董事和高管人员可能面对的责任	99
联邦证券法律规定的责任	99
《萨班斯—奥克斯利法案》和《多德—弗兰克法案》	102
上市公司呈报义务	103
首次公开募股替代方案：反向收购	103
优势	104
劣势	104
小结	105
注释	105
第六章 通过兼并与收购 (M&A) 退出投资	106
引言	106
M&A 的基础知识	106
收购的种类	107
反向收购	108
收购过程及财务顾问的选择	109
分析潜在买家	110
出售流程	111
投标过程	112
达成协议	113
M&A 的历史趋势	114
小结	116
第七章 出售交易中的法律问题	117
引言	117
出售交易	118
出售交易之前	118
利用投资银行家	118
营销过程	119
尽职调查	119
谈判阶段	119
关键交易问题	119
估值和定价问题	119
出售 PE 基金拥有的企业的特殊问题	125

出售和收购结构	127
兼并	128
资产收购	128
股权收购	128
员工激励问题	128
现金留任红利	129
股票红利	129
资本结构调整	130
出售交易过程	130
意向书	130
收购的披露	131
时间和责任计划表	131
最终协议	131
必要的同意	132
小结	134
第八章 知识产权和私募股权投资	135
引言	135
知识产权与侵权补偿	135
专利权	136
商标权	137
著作权	139
商业秘密	140
收购前尽职调查	140
已建立的市场准入壁垒——评估投资价值	141
自由实施权——评估所拟议收购的风险	142
在管理中创造知识产权价值	143
利用专利权并将其转化为金钱	144
加强技术优势	145
促进品牌发展的努力	145
保护员工的知识资源	146
定位退出——反向尽职调查	147
尽量减少陈述与保证的风险	148
注释	149

第二部分 PE 的治理结构	151
第九章 PE 的治理模式	153
引言	153
公司治理的新模式	153
物理学的类比	156
公司治理与危机管理	158
上市公司和私募股权投资模式	160
私募股权投资治理模式的魅力	162
小结	164
注释	164
第十章 内部控制的价值	166
引言	166
COSO 简介和内部控制	167
COSO 的背景	167
内部控制的定义	168
内部控制的要素	169
控制环境	169
风险评估	171
企业风险管理	172
控制活动	173
信息与沟通	174
监控	174
内部控制的局限性	176
控制目标和控制要素	176
内部控制的有效性	178
内部控制与 PE 公司	178
内部控制对 PE 基金经营的价值	178
价值和控制环境	180
价值和风险	180
价值和控制活动	181
价值和信息与沟通	181
价值和监控	181

目标公司内部控制的價值	182
經營價值	182
財務報告價值	183
合規價值	184
小結	184
注釋	184
第十一章 內部控制評價	187
引言	187
PCAOB 審計準則第 5 號	189
階段 1：計劃審計	190
風險評估	191
確定審計範圍	191
欺詐風險	192
使用他人的工作成果	192
重要性	193
階段 2：使用自上而下的方法	193
識別實體層面的控制	193
控制環境	194
期末財務報告流程	194
識別重要賬戶和披露及相關認定	195
了解可能的錯報來源	196
選擇需要測試的控制	196
階段 3：控制測試	196
測試設計有效性	197
測試操作有效性	197
風險與所需獲取證據的關係	197
對期後年度審計的特殊考慮	198
階段 4：評價已識別的缺陷	198
階段 5：總結	199
形成一個意見	200
獲取管理層聲明	200
溝通特定事項	201
階段 6：出具內部控制報告	201

小结	202
注释	203
第十二章 财务报表欺诈与投资决策	204
引言	204
洗钱	204
欺诈的分类	206
什么是欺诈	207
欺诈的必备要素	208
财务报表鉴证	209
纳税申报	210
编制	210
核查	210
审计	211
建议	211
不要仅仅依赖财务报表	212
关注细节	212
跟进意料之外的或引人注意的事项	213
保持职业怀疑态度	214
解释应该是理性的、合理的和可验证的	214
关于企业实现目标的能力，财务报表说明了什么	215
欺诈和尽职调查程序	215
关键员工的背景调查	215
交易日记账的检验	216
检查文件的元数据	217
小结	217
注释	218
第十三章 专业准则	219
引言	219
联邦贸易委员会	219
联邦反托拉斯法	219
谢尔曼反托拉斯法（1890）	220
克莱顿反托拉斯法（1914）	220
联邦贸易委员会法（1914）	220

罗宾森—帕特曼法案 (1936)	221
塞勒—凯弗维尔反兼并法 (1950)	221
哈特—斯科特—罗迪诺反托拉斯改进法 (1976)	221
联邦消费者保护立法	222
证券交易委员会	224
证券法 (1933)	224
证券交易法 (1934)	225
公用事业控股公司法 (1935)	226
信托契约法 (1939)	226
投资公司法 (1940)	226
投资顾问法 (1940)	227
反海外腐败法 (1977)	228
萨班斯—奥克斯利法案 (2002)	228
上市公司会计监管委员会 (PCAOB)	229
审计独立性	229
公司治理	230
CEO/CFO 的保证	231
加强财务披露	231
民事和刑事处罚	232
“私募”股权公司上市	232
公共标准介绍	232
上市公司会计监管委员会 (PCAOB) 准则	233
PCAOB 审计准则第一号	233
PCAOB 审计准则第二号	234
PCAOB 审计准则第三号	234
PCAOB 审计准则第四号	234
PCAOB 审计准则第五号	234
这个准则更富有弹性	235
审计范围	235
审计重点	235
使用他人的工作成果	236
PCAOB 审计准则第六号	236
PCAOB 审计准则第七号	236