



私募股权投资：中西方的比较

罗格·利兹教授

约翰·霍普金斯大学国际关系学院
中国人民大学重阳金融研究院外籍高级研究员

2014年2月14日人大重阳讲座

中国人民大学重阳金融研究院独家提供



罗格利兹简介

- 罗格·利兹博士主要教授和研究的领域为国际金融市场、新兴市场私募股权投资和风险基金投资，以及金融行业发展。他领导的国际商务和公共政策中心侧重于应用研究并强调社会实践活动，涉及的议题范围涵盖：新兴市场民营投资、发展中国家民营企业 and 公共政策关系。罗格·利兹同时兼任新兴市场私募股权协会的董事会成员，他曾是该协会的创始主席。新兴市场私募股权协会是一家全球性的行业协会，专门研究发展中国家私募股权投资，拥有卓越的研究团队和丰厚的研究成果。
- 罗格·利兹博士还是宾夕法尼亚大学沃顿商学院和哥伦比亚大学商学院的MBA和EMBA的客座教授，主要教授新兴市场私募股权投资。在其职业生涯早期，罗格·利兹博士曾在哈佛大学肯尼迪政府学院教学两年，负责发展中国家私有化研究项目。
- 罗格·利兹博士于1999年加入约翰·霍普金斯大学国际关系学院，在此之前，他拥有在国际金融行业的从业经历长达25年，其担任的职务包括：纽约所罗门兄弟投资银行家、国际金融公司（世界银行）高级职员、毕马威会计师事务所公司全球私有化合伙人，以及纽约某一主要私募基金公司执行经理。他曾在巴西担任两年和平队志愿者，此后他曾在非洲、亚洲、拉丁美洲、西欧和前苏联等100多个发展中国家工作。1976年研究生毕业后，罗格·利兹第一次赴中国，开启了他频繁的中国之旅。
- 罗格·利兹博士著有《发展中国家的中小企业融资》，此外合著和发表了30多篇文章。他在世界很多大学发表演讲，经常作为嘉宾参加CNN、彭博社、CBS以及国家公共电台等广播和电视的评论节目。罗格·利兹博士是纽约外交关系委员会成员、曾担任多个董事职位。罗格·利兹在哥伦比亚大学获得学士学位，在约翰·霍普金斯大学国际关系学院获得硕士和博士学位。



讲座议程

4个讨论话题:

- 私募股权投资(PE)的特定属性决定其与其他私人企业融资技术有区别。
- 相较于西方国家的PE，中国及其他新兴市场国家的PE有根本性的区别：
 - 风险与机遇不同
 - 一级市场不同- 为中间市场企业提供“成长资本”
- 中国私营产业的增长障碍恰是PE投资者的机遇。
- PE行业的周期性无处不在——2012/2013年的大幅下跌表明这样的现实，中国也不例外。

中国人民大学重阳金融研究院独家提供



“私募股权投资101”

中国人民大学重阳金融研究院独家提供



PE 通用术语:包括广义的公司和融资技术



对私人企业来说，PE有哪些区别于所有其他融资工具的共同特征呢？

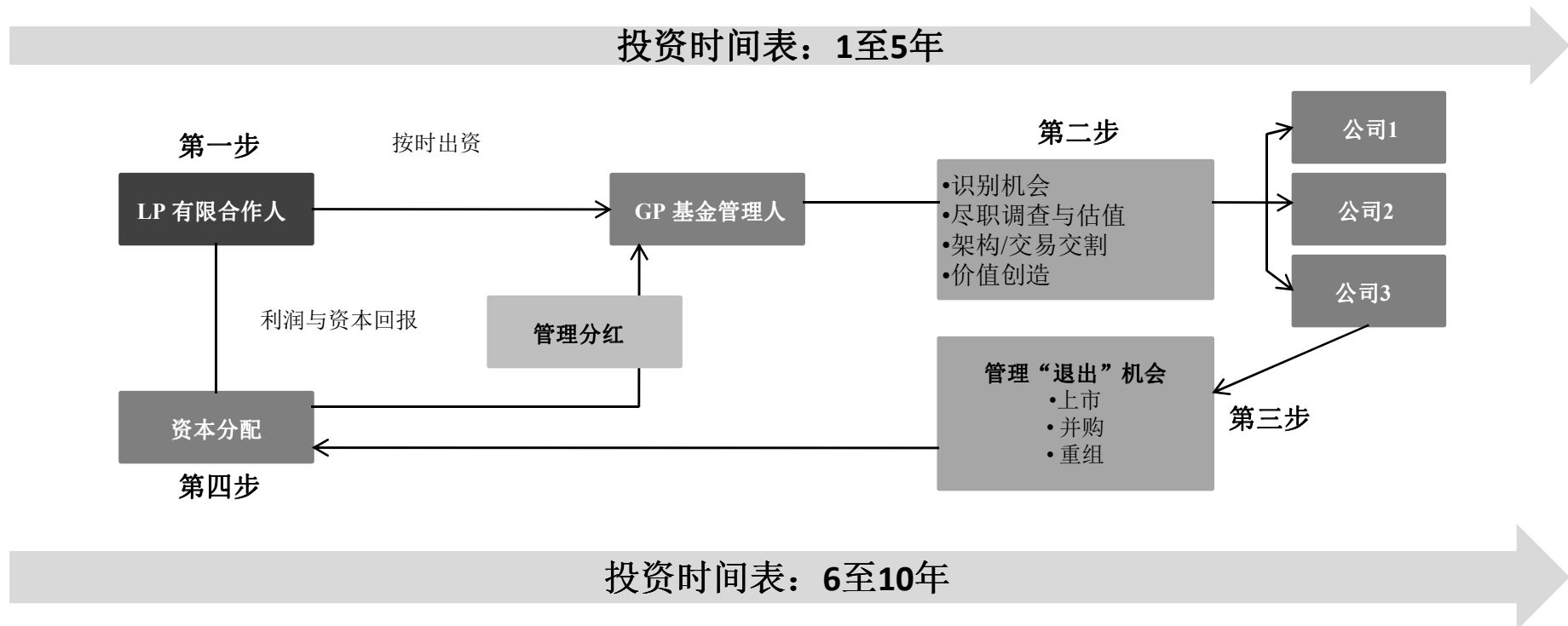


PE 共同特点

- 中长期缺乏流动性承诺（即“耐心资本”）
 - 流动性不足将提升风险 – 因而可以要求较高的报酬率，即风险溢价
- PE基金通常采用“封闭式”的法律形式，即有限合伙制。
 - GP（基金管理人）是具有金融和运营经验的精明投资者。
 - LPs（有限合伙人/出资人）是机构投资者（被动）。
- 流动性不足与主要股权持有者为进行严格的尽职调查创造了强烈动机，并专注于提升公司价值。
- “主动”而非“被动” – 投资后的成功取决于出资者与管理者的利益协调。
- 估值、法律条款和投资条件取决于谈判过程（上市公司除外）。
- 与其他投资方案相比，上述特点可以使PE获得丰厚投资收益回报的“退出机会”。
- 历史上PE产业反复出现繁荣与萧条周期。



PE投资的流程与时间表*



*每份交易的具体时间表有非常大的区别。

Source: Merrill Lynch, “What are Alternative Investments?”, 2010



PE基金主要投资于：

- 投资领域
 - 医疗保健
 - 清洁技术
 - 基础设施
- 公司规模/增长阶段
 - 风险投资 (早期)
 - 成长资本 (中小企业)
 - 收购（私有化、“公转私”）
 - 运营不良
- 地理
 - 国家
 - 区域
 - 全球
- 基金的基金
- 二级市场



PE 已演变成全球性产业

- **1950-60年代:** 开始于美国早期的小型风险投资公司，是为快速增长但仍不能使用传统的债券与股票市场的企业提供融资服务。
 - 主要集中在科技与生物技术行业
- **1979-**调整符合“谨慎人”原则（美国劳工部），触发井喷式增长
 - 公共决策很重要！
 - **1980年PE融资量比整个70年代的还多。**
- 到**2000年**，PE在欧美国家已不再是“次要资产类别”，而是被多元化的主流投资者广泛接受。
- 到**2008年**的美国（在金融危机前）：
 - 募集资金: \$3千亿；资金管理: \$7.7千亿
 - PE 机构/基金数量: >2800家; 从业人员数目: >17,000位
- **PE全球化日益增长**
 - Calpers加州公务员退休基金 (美国最大的养老基金) -1/3的 PE资金分配给非美国企业
 - 最大收购基金 (如黑石集团, 凯雷投资集团) 为全球化的投资基金，已在巴西、中国和其他国家建立本地货币基金

*各种来源;所有数字为近似值



西方的新闻头条聚焦巨额收购

- 少数超大基金的快速增长
 - **AUM收购（2011）：全球PE总额\$1万亿; ~2/3 =收购**
（3X 2005 年的总额）；高度集中在排名前十位的基金
 - 巨额交易/超大型基金、超大型杠杆
 - 10笔史上规模最大杠杆收购有9笔是发生在2006至2007年间, 平均交易额为\$300亿/笔
 - 杠杆化能够增大投资规模，达到基础资本额的3到4倍
 - 黑石集团募集了最大规模的基金~\$220亿 (2006年); 2012年春募集到\$160 亿的新基金 (危机后最大的)
 - 最大基金正在成为全球性的、多元化的资产管理公司
 - 卡莱尔：资产规模达到\$1.8千亿; 84支 不同的基金—PE、对冲、房地产、不良资产、Alpinvest（基金的基金）
 - 黑石集团
 - 公开上市 - 2010年KKR 的IPO金额为\$50亿; 2007年黑石集团为\$78亿; 2006年巴西GP 投资; 2011年阿波罗 ...



“西方式的收购”不符合中国及其他新兴市场的PE概况

- 交易规模：倾向规模巨大（数十亿美元）
- 股权：多数股权或者100%
- 上市公司
- 高杠杆效应：60-80%债务；债务价格便宜的情况下
- 交易竞争更激烈
 - 拍卖 & “俱乐部交易” 日益普遍
- 金融工程化/重组，而不是实际的价值创造
- 认为发达金融市场是理所当然的（如IPO退出、信贷市场）

虽然与中国有一些相似之处，但西方PE基金结构及收益配置意味着两种完全不同的资产类别



为什么**PE**在中国及其他新兴市场 市场上是根本不同的？

中国人民大学重阳金融研究院独家提供



不同的投资环境

与中国及其他新兴市场相比，西方PE的“生态”在本质上是不同的 - 可以减轻一些风险，但并非所有的风险。

- 私人企业政策与监管环境比较宽松
- 可信任的法律框架；冲突解决机制；相对“公平竞争”
- 公司治理、会计、财务公报都符合全球公认的标准
- 熟练的人力资本（如PE专业人士、公司管理者与技术人员）
- 完善的30 - 40年的PE跟踪记录（如交易流程、成功的资本退出、人力资本的累积）
- 发达的金融市场（债券与股票）

虽然投资环境逐渐改善，但在中国及其他新兴市场这些特点还不流行。



不同的交易概况

虽然有例外，典型的中国交易概况是：为中间市场企业提供“成长资本”

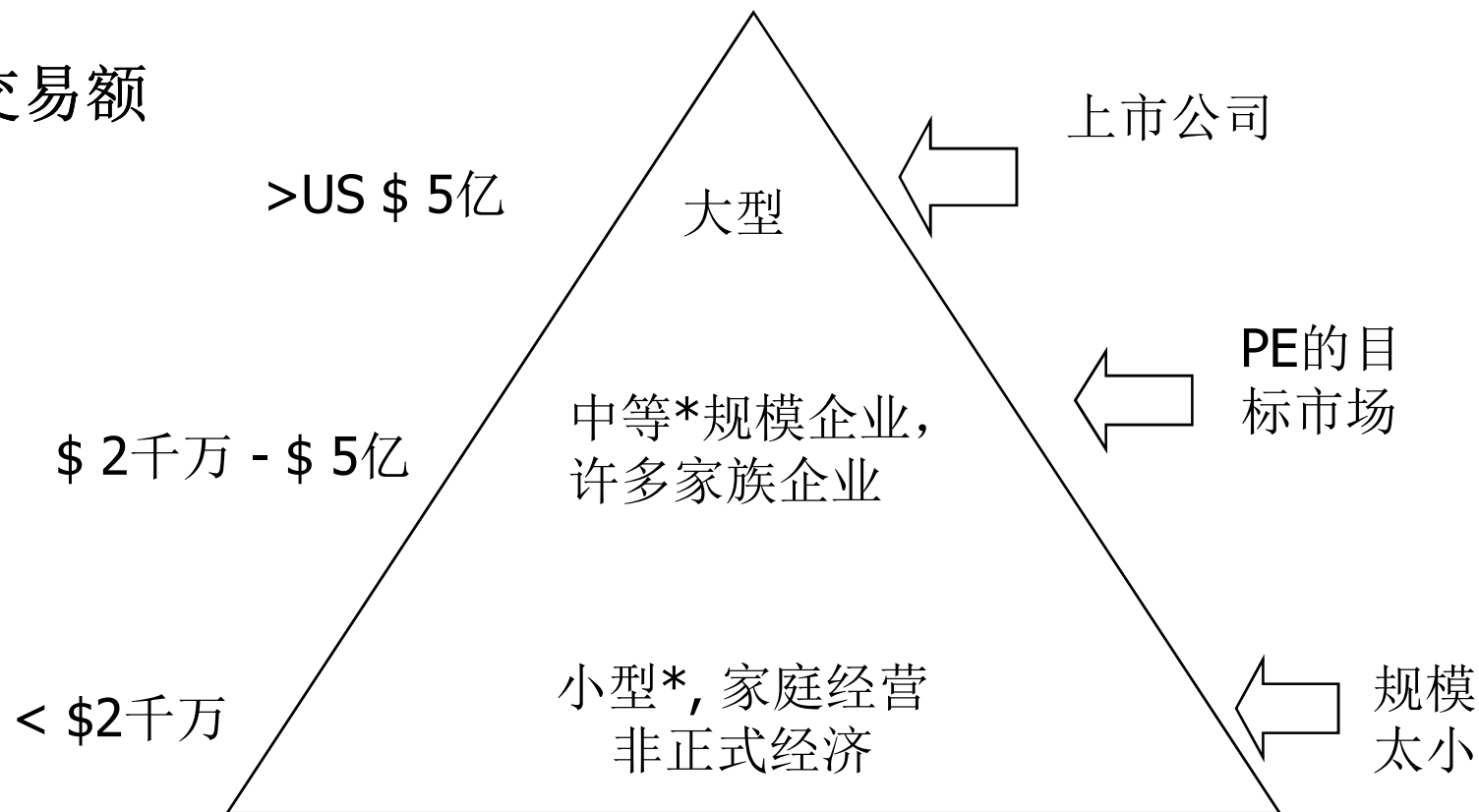
- 无行业限制（例如国内基础设施、医疗保健、基础制造）
- 交易规模小；
- （无？）杠杆作用
- 更注重创造长期价值；企业与行业效率低下从而创造投资机会
- 更强调在国内市场出售的公司
- 更多的少数股权持有者
- 基本上没有“公转私”
- 较少的**IPO**退出

在这种情况下，**PE**的目标市场（广义的）在哪里呢？



发展中国家私有企业：“缺席的中间市场”

年交易额



根据国家规模及经济发展水平，“中等”和“小型”的区别较大



两个极端之间的巨大PE市场 “成长资本”

“家庭和朋友”

- 中小规模
- 公司治理弱
- 高风险（有限的跟踪记录）
- 信息有限
- 透明度低
- 家庭经营/少数人持股



公开市场

- 规模大
- 股东多
- 跟踪记录完善
- 盈利的
- 可接受的会计准则
- 法律文件规范
- 专业管理



中国的PE市场范围广泛

公司阶段

- 家庭经营型企业寻求扩大和提高竞争力
- 经营持久的中型企业，处于**IPO**前阶段
- 同一行业内的独立企业合并（“整合并购”）
- 重组/经营不良公司的“重振”
- 私有化

行业

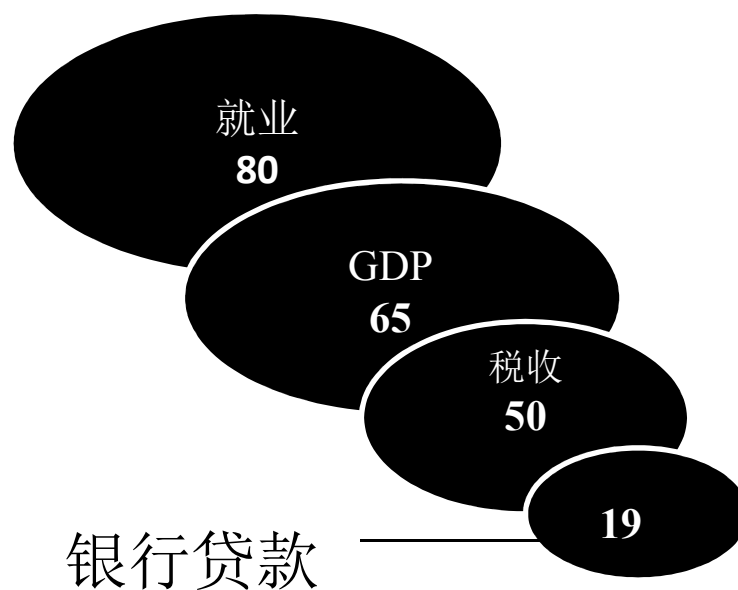
- “高增长”（不只是高科技）
- 行业效率低下（比如碎片化）产生全面机会
- 疲软、效率低下的金融产业是PE的主要机遇来源

为了增长和参与竞争，**PE** 有选择性地为私人企业提供了**2种稀缺资源**：
融资与专业知识



中国经济中的中小型企业

% 份额，最新估计



*金融时报, 2013.05.23

中国人民大学重阳金融研究院独家提供



填补融资缺口

- 大多数中国中小私营企业，无论属于哪个行业或是业绩如何，都无法获得中/长期的资本
- 但不是由于资本短缺
 - 中国是世界上储蓄率最高的国家之一（美国和欧洲低很多）
 - 最大的机构投资者的金融资产池很大（社保基金、其他养老保险）
- 国有银行主要向国有企业放贷的主导作用限制了私营企业的融资渠道
- 反应迟钝的国有金融企业创造了巨大潜力的PE需求，主要是来自私营企业的



PE 不仅仅是钱: 更重视价值创造

- 在中国及其他新兴市场，低效率是促进**PE**快速增长的主要驱动器
 - 公司: 公司治理、财务管理、市场营销都比较薄弱
 - 行业: 员工众多、经费不足的公司无法实现规模经营
 - 国家: 反竞争法规、劳工法限制、税收
- 成功的**PE**投资家认为，管理与产业的低效恰恰是投资机遇
- 为抓住价值创造的机会，**PE**投资者既要有足够的经营经验，又要能提供足够吸引的投资回报激励（与管理方利益一致）



不同的资产类别需要不同的技能

“有限合伙人（LPs）越来越多把资金投资到能够证明其运营价值并创造记录的PE基金上” (BCG)

- 投资所需要的技能非常不同于提升公司价值所需要的技能（在投资阶段后期）
 - 投资银行家- 完成交易、收取费用、找下笔交易；无操作经验
 - 债权人- 注重借款人创造足够现金流的能力，准时偿债
 - PE 投资者- 专注于投资后的价值创造
- 更重视国家风险评估
- 更具挑战性的尽职调查和估值（如：公司信息不披露、会计标准不符合、严重的信息不对称，公司治理弱）
- 更需要实时的全面本土参与
- “有强大的全面本土参与能力的基金优于没有本土参与能力的国际基金” (IFC finding)



PE 对价值创造的贡献*

“钱支付后，真正的工作才开始了”

例如：

- 金融工程-B/S重组
- 额外资金来源的识别与谈判
- 提出扩大业务的建议
- 进入新市场
- 招募新管理层人员和董事会成员
- 加强公司治理的实践
- 利用行业联系确定供应商、客户及市场
- 业务重组 - 提高毛利润、减少营业费用
- IPO 准备-加强公司治理、会计和信息披露制度
- 退出准备

* 收益增长、倍数扩张



私募股权投资的投资周期

中国人民大学重阳金融研究院独家提供



PE投资周期的阶段

PE投资者的心态在每一个投资阶段都不同于其他金融家，包括长期投资&流动性不足的股权

- 交易发起（收集、筛选）
- 详细的尽职调查（财务、运营、法律、环保）
- 财务建模与估值
- 制定交易条款
- 谈判并达成初步协议
- 法律文件
- 交易完成
- 投资后的价值创造/投资组合管理
- 资本退出的准备和实现

在每个周期阶段所面临的最大挑战是什么？



信息不对称

“逆向选择”（投资前）& “道德风险”（投资后）-在金融业无处不在，但在中国与其他新兴市场该情况明显更糟糕

- 缺乏可接受的公司治理标准
- 薄弱的会计&金融财务报告制度
- 逃税&其他或有负债
- 薄弱的金融监管-家庭和公司账户混合在一起
- 不可靠的法律保护/执行

PE是最佳缓解（但不消除！）信息风险的投资类别。

首要任务是加强公司治理。



为什么要公司治理呢?

虽然其意思比较模糊，但是：

- (i) 准确、及时、透明的经营&财务状况的信息流
- (ii) 管理问责；有“局外人”（比如独立董事）

非上市公司的公司治理 更重要，但也更加困难：

- 资金流动性不足问题更长久
- 信息披露的法律要求更少；有限的法律追索权
- 因而更容易遭遇“信息不对称”

麦肯锡研究：为投资良好的管理公司，投资者愿意支付**30%**的溢价

加州公务员退休基金-宣布不会投资任何不符合其公司治理标准的新兴市场



公司治理& PE

在中国与其他新兴市场，大多数中小企业不符合可接受的公司治理标准

- 如果PE基金聘用优秀的持有者/经理人的话，薄弱的公司治理并不见得是“交易杀手”

“交易完成之后，管理是决定一切的；当我们犯错，人力资源错误往往是最主要的原因。”（PE基金经理）

成功的关键因素: (i)管理层是否愿意改变过去的传统做法，(ii) PE投资者换位思考

-大部分公司从未募集第三方资本；不了解融资过程/投资者的信息要求

-非常怀疑“局外人”要求改变传统商业做法

- PE投资者面临的关键挑战：赢得管理层的信任



PE的投资标准:最佳候选人

“在我们审查的一百个申请当中，我们将进行十个尽职调查，最终只为一家公司提供私募股权投资。”（PE基金经理）

什么是最佳PE候选人？

- 经验丰富的管理团队，有成功的跟踪记录；诚实；愿意接受外部投资者
- 有吸引力的行业动态；发展趋势；有竞争的行情；碎片化=规模经营的机会
- 市场领导者：一定的竞争优势；明确的价值主张
- 实现可接受的公司治理的意愿；会计与审计标准，独立董事会
- 在提升价值战略与时间表管理问题上，与管理层利益一致
- 明确的退出机制，潜在的高收益回报



不良交易-常见的错误？

- 选择错误管理团队
 - 太诚实（例如 透明度，信息 披露）
 - 误判专业能力
- 高估是由于
 - 低估完成交易所需要的改变（投资前、投资后）
 - 对未来增长前景和财务持过分乐观的态度
- 对负面结果评估不确切
 - 对法律保障过度乐观
 - 低估国家&汇率风险
 - 高估资本退出的时机与价值

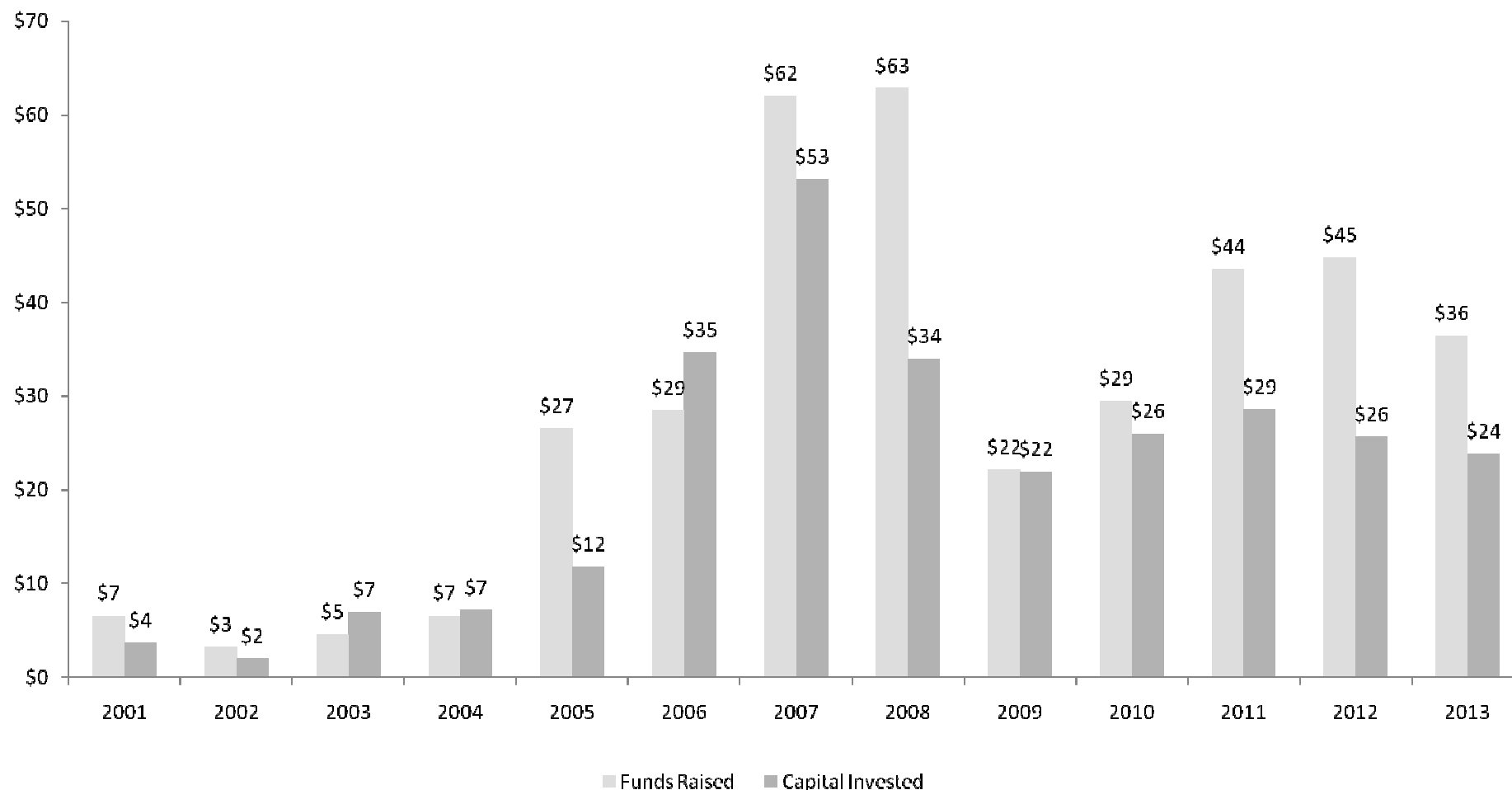


新兴市场的私募股权投资： 近期趋势&表现

中国人民大学重阳金融研究院独家提供



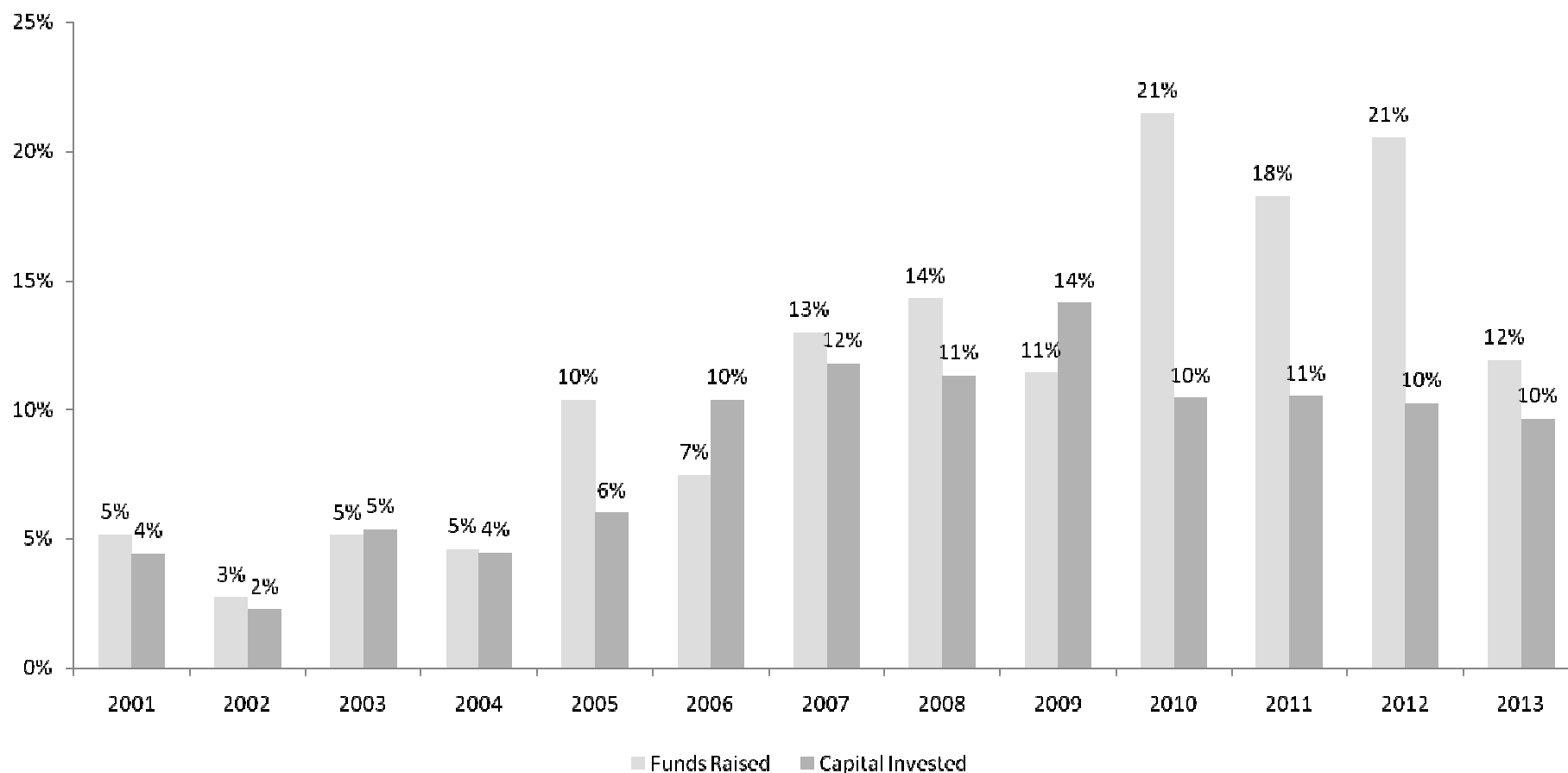
新兴市场PE 筹资 & 投资，2001年-2013年



中国人民大学重阳金融研究院独家提供



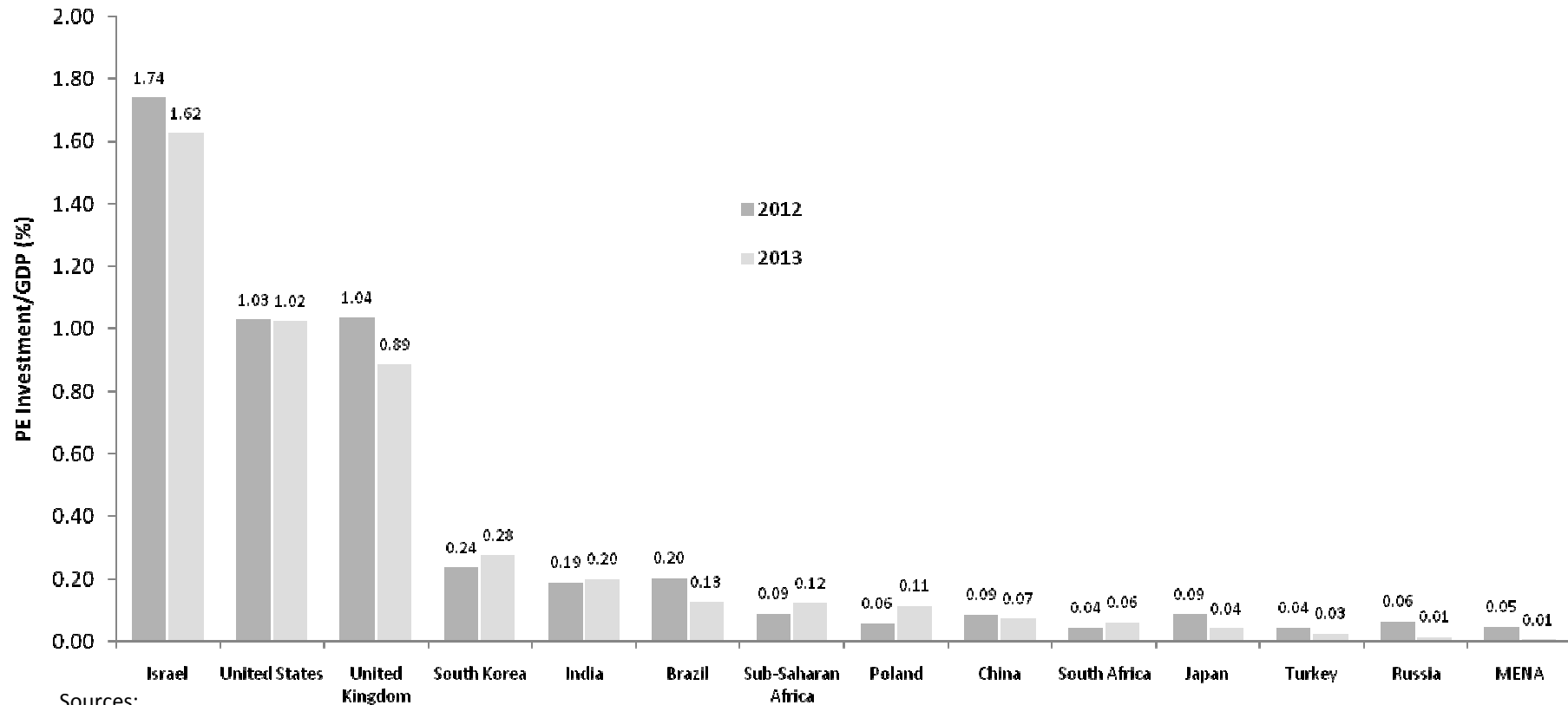
新兴市场PE 筹资& 投资额占全球总额的百分比



中国人民大学重阳金融研究院独家提供



2012年-2013年 全球私募股权基金渗透度



Sources:

- Emerging Markets – EMPEA's proprietary database
- United Kingdom – Centre for Management Buy-Out Research
- United States – PitchBook
- Israel – Israel Venture Capital Research Center
- Japan – Asia Private Equity Review
- All GDP data – International Monetary Fund

Methodology: Annual private equity investment divided by annual gross domestic product.

中国人民大学重阳金融研究院独家提供



按地区比较年收益率（截止2013年9月30日）

指数	1年	3年	5年	10年
新兴市场	9.51	8.07	9.47	11.84
亚洲	10.51	8.45	11.08	12.05
中欧&俄罗斯	17.70	13.37	6.18	16.52
拉丁美洲	-1.15	1.89	6.84	12.46
非洲	7.22	6.16	6.68	11.58
摩根士丹利资本国际新兴市场	1.33	0.00	7.56	13.16
美国风投	15.09	14.38	7.51	8.58
美国私募基金	17.19	15.66	10.95	14.21
西欧风投	17.11	13.17	4.94	5.59
西欧私募基金	16.09	12.31	6.38	16.77
史丹普500股价指数	19.34	16.27	10.02	7.57

Source: Cambridge Associates LLC Proprietary Index: pooled end-to-end returns, net of fees, expenses and carried interest.

The index is an end-to-end calculation based on data compiled from 497 global emerging markets private equity and venture capital funds (includes funds investing primarily in Africa, Asia/Pacific–Emerging, Europe–Emerging, Latin America & Caribbean and Middle East–Emerging) including fully liquidated partnerships, formed between 1986 and 2013. The Asia Emerging Markets Index consists of 281 funds, the Europe Emerging Markets Index consists of 56 funds, the Latin America & Caribbean Index consists of 49 funds and the Africa Index consists of 45 funds. Please note that the Global Emerging Markets Index contains 66 funds that do not fall into these specific regions stated above. A Middle East index is not calculated because of insufficient sample size.

© Cambridge Associates LLC. Data as of 30 September 2013.

中国人民大学重阳金融研究院独家提供

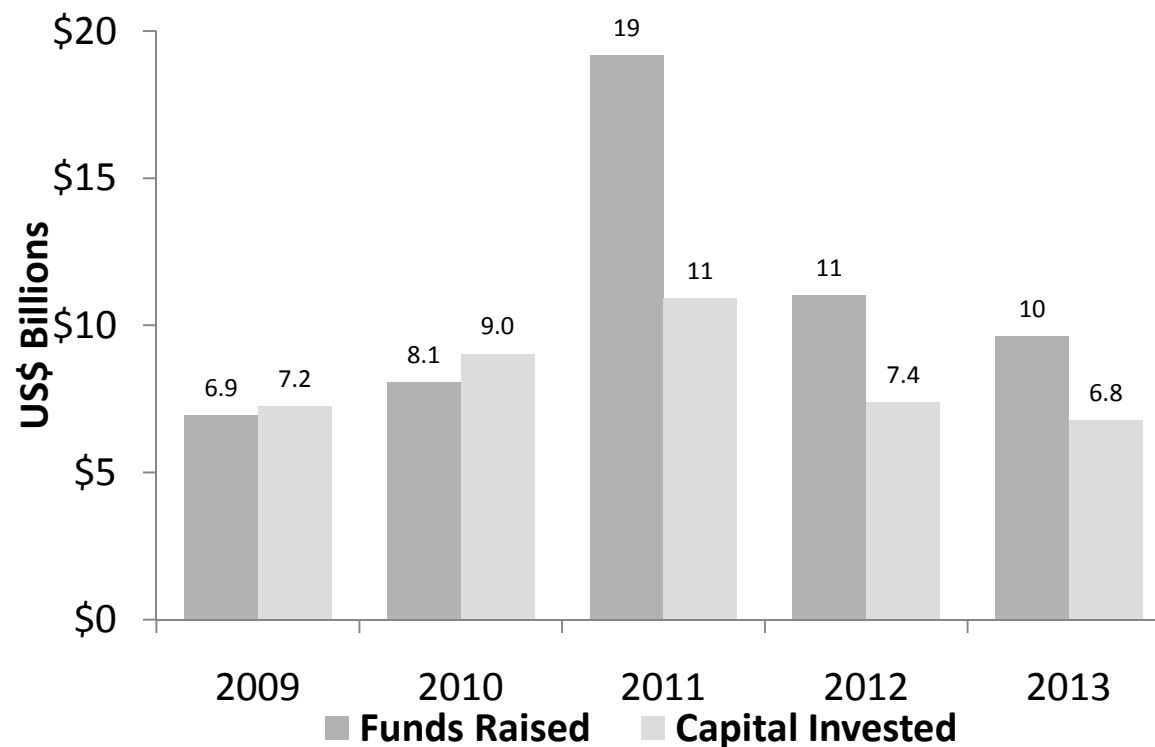


中国私募股权基金： 近期表现

中国人民大学重阳金融研究院独家提供



2009年-2013年 中国PE 筹资额& 投资额



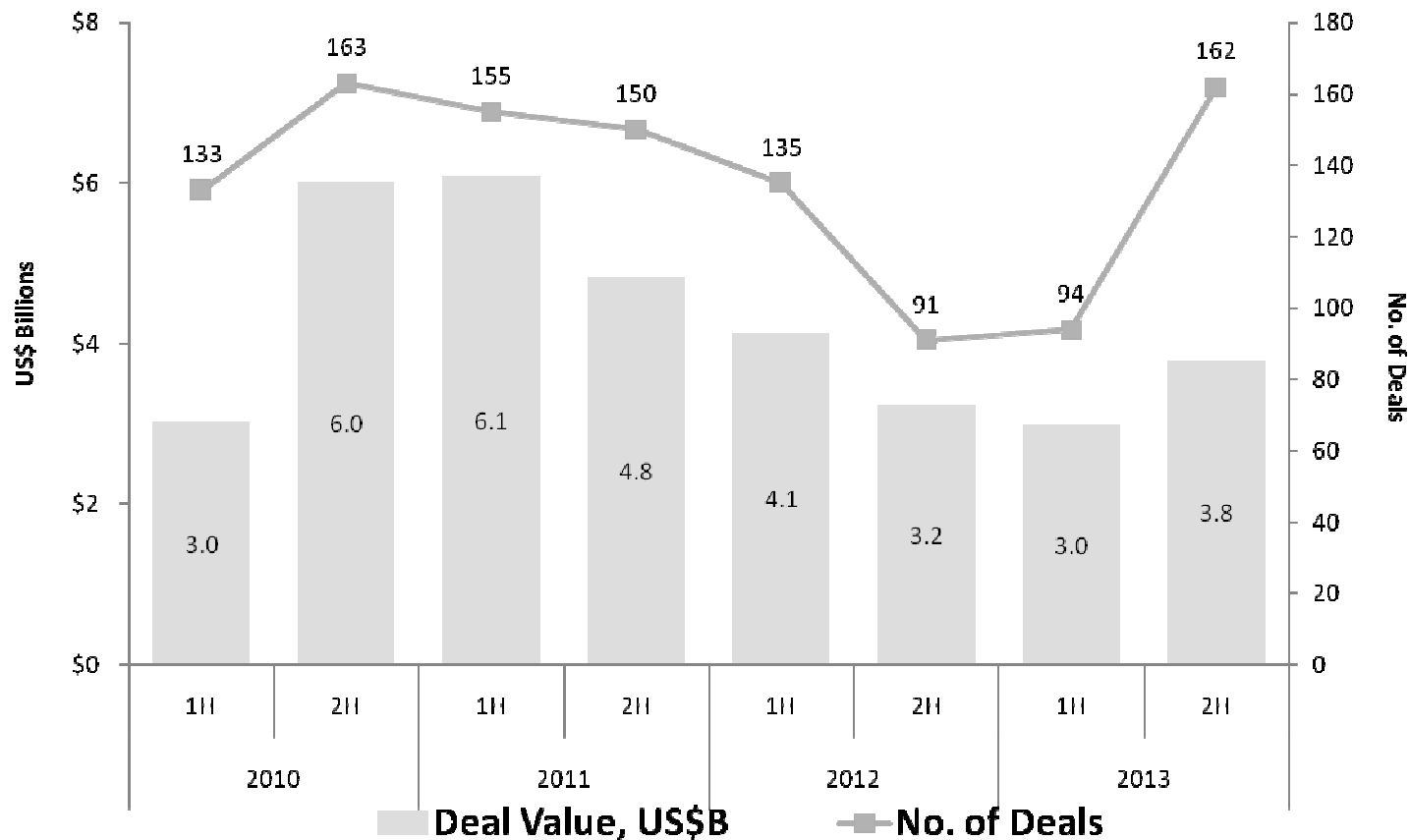
Source: Emerging Markets Private Equity Association. Data as of 31 December 2013. Published 17 February 2014.

中国人民大学重阳金融研究院独家提供



2010年-2013年中国 PE 投资量

2013年下半年交易量增加，共162笔交易



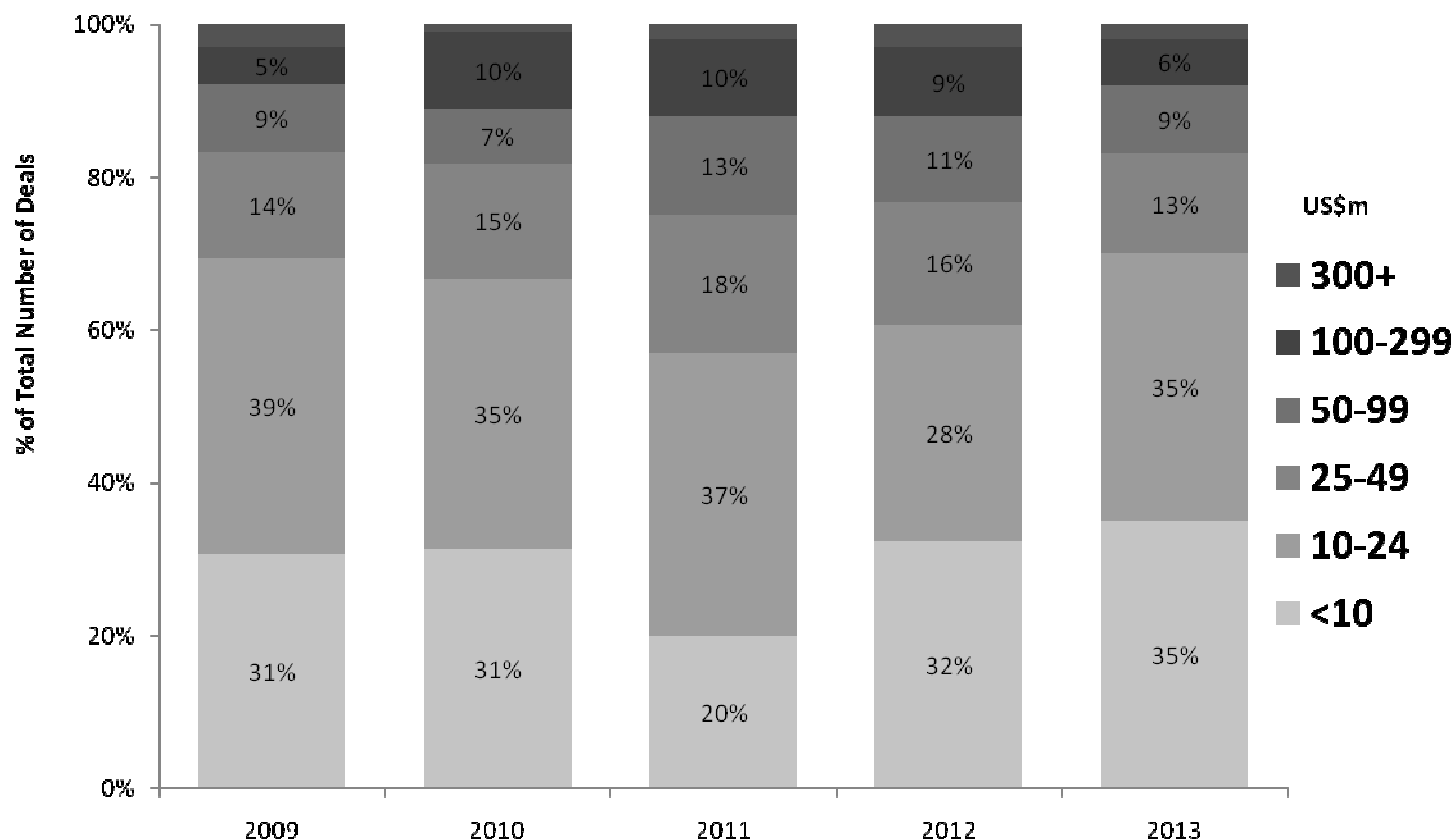
Source: Emerging Markets Private Equity Association. Data as of 31 December 2013. Published 17 February 2014.

中国人民大学重阳金融研究院独家提供



中国PE投资规模：2009年-2013年

(70%的交易低于\$2.5千万)



Source: Emerging Markets Private Equity Association. Data as of 31 December 2013. Published 17 February 2014.

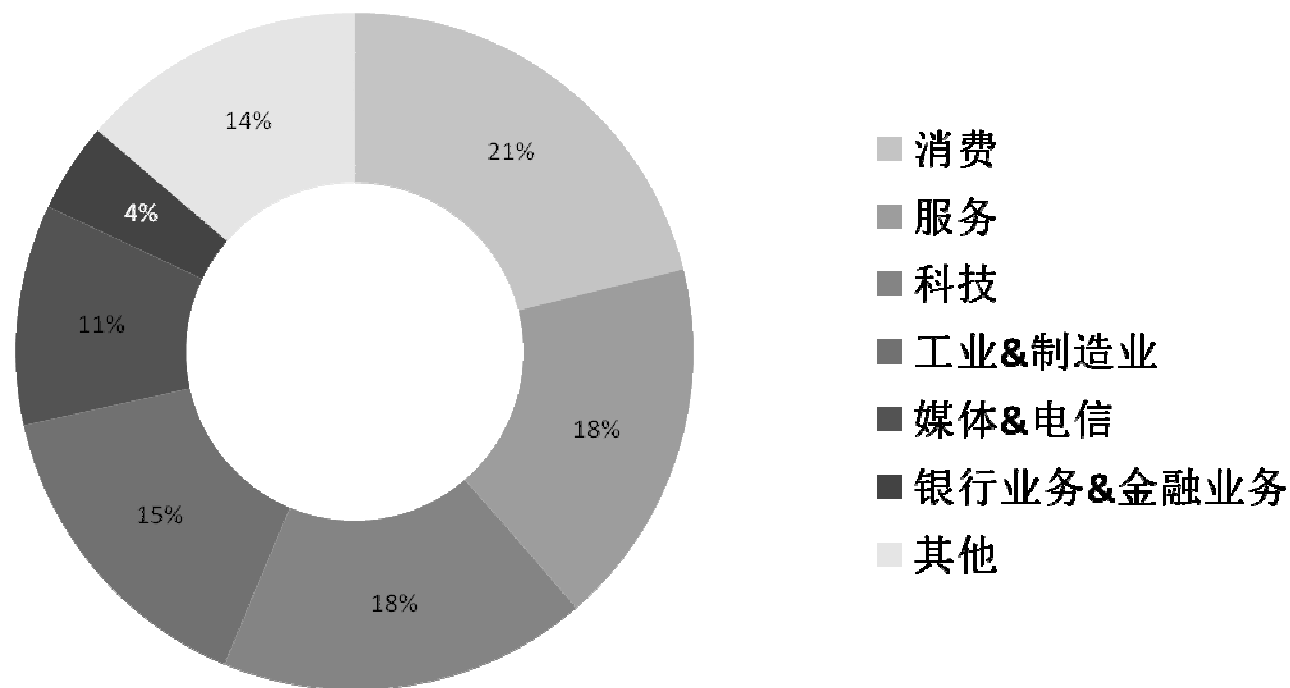
中国人民大学重阳金融研究院独家提供



中国PE行业分析: 2013

(占交易总量的百分比)

消费产业仍然是最受欢迎的



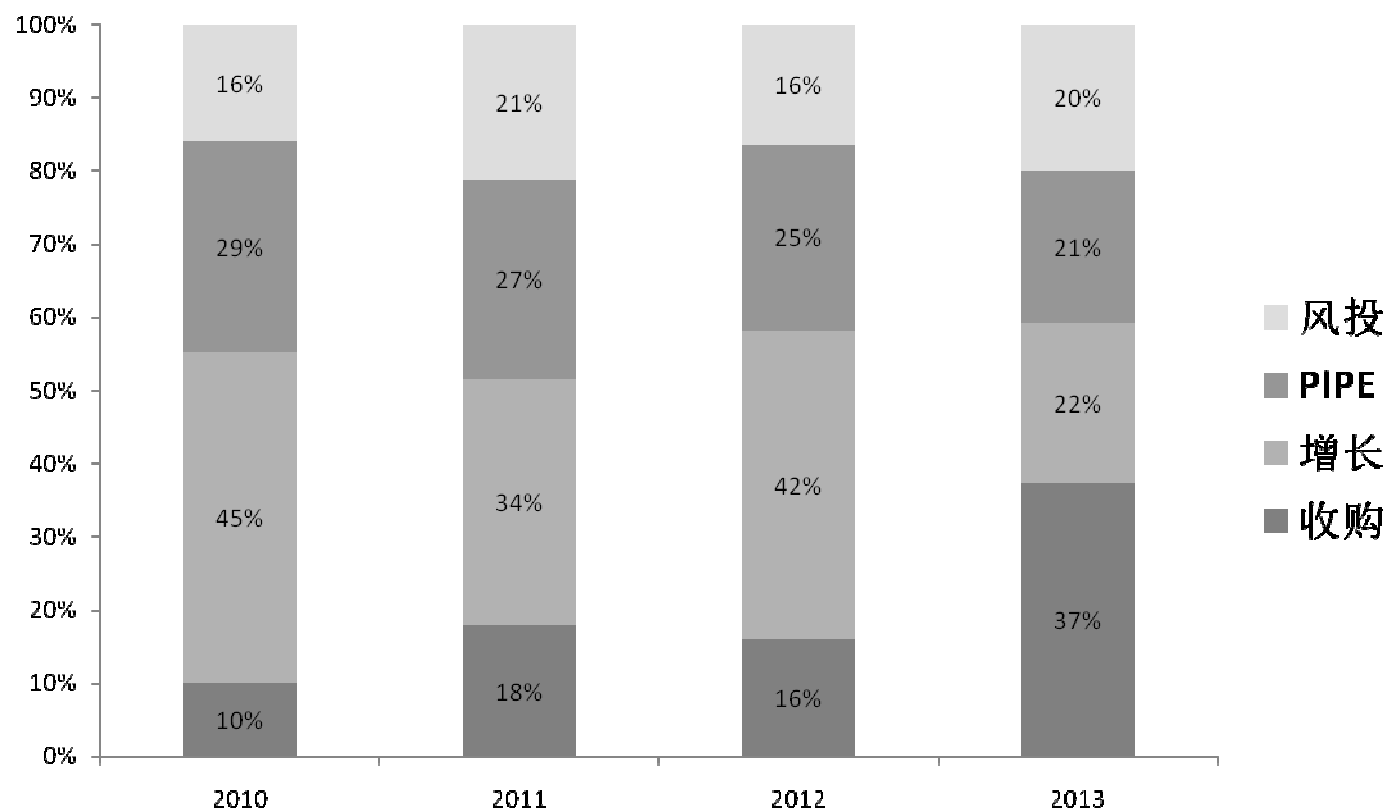
Source: Emerging Markets Private Equity Association. Data as of 31 December 2013. Published 17 February 2014.

中国人民大学重阳金融研究院独家提供



中国私募股权投资的阶段:2013 (占总投资总额的百分比)

2013年并购交易占总投资资本的37%

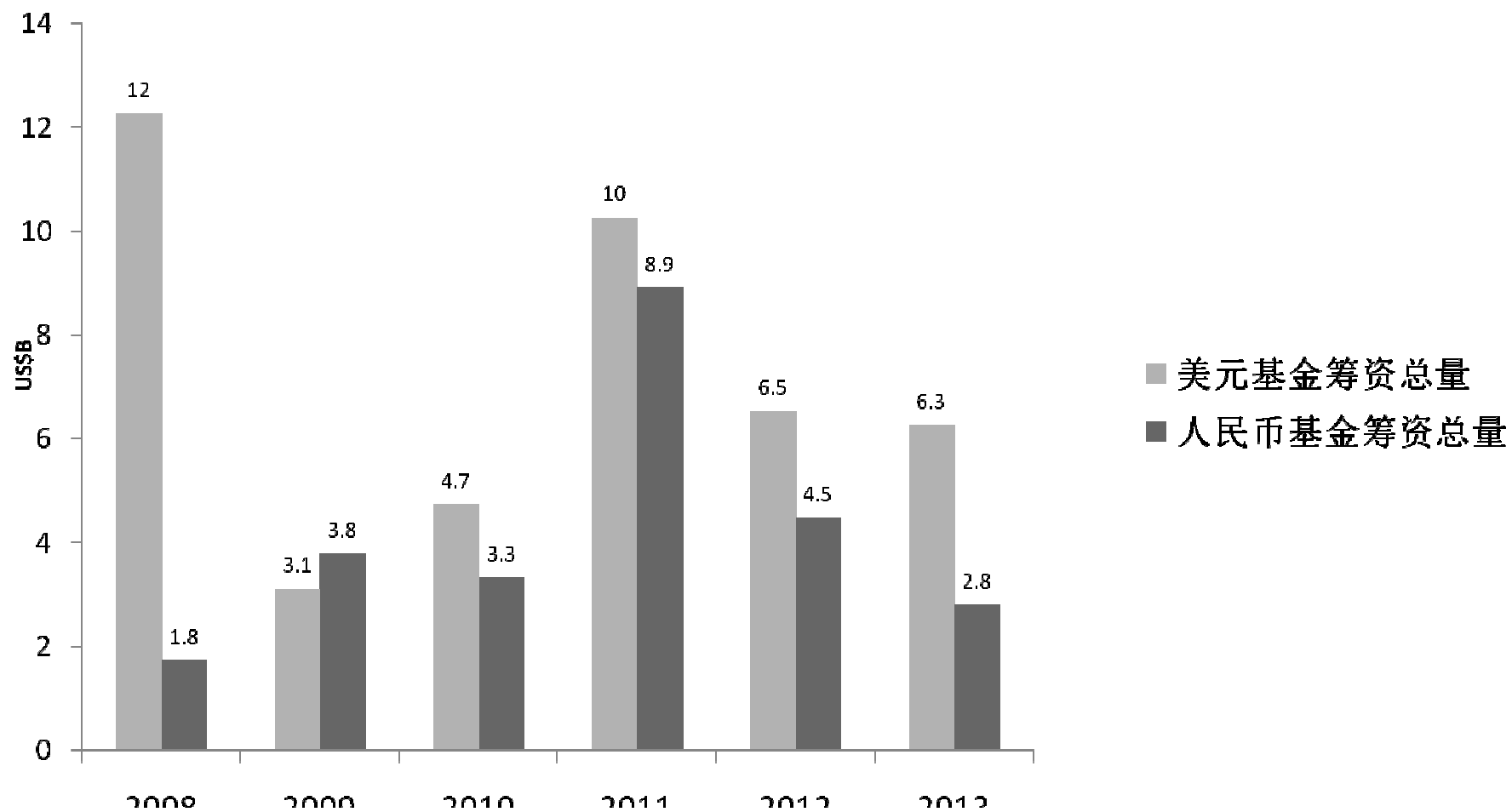


Source: Emerging Markets Private Equity Association. Data as of 31 December 2013. February 2014.

中国人民大学重阳金融研究院独家提供



中国：2008年-2013年 美元与人民币筹资总量



中国人民大学重阳金融研究院独家提供



2013年EMPEA -LP的调查： 中国与其他新兴市场在投资环境的 相对吸引力比较 - LP观点

	2013	2012	2011
撒哈拉以南非洲	1	5	7
东南亚*	2	4	2*
拉丁美洲（除巴西）	3	1	4
中国	4	3	2
土耳其	5	7	6
巴西	6	2	1
中/东欧	7	10	8
俄罗斯/独立国家联盟	8	8	10
印度	9	6	5
中东&北非地区	10	9	9

*Classified as "Other Emerging Asia" in 2011, 2012.



谢谢！

开始自由讨论.....

中国人民大学重阳金融研究院独家提供