

海外私人股权基金 在我国的运营模式

■ 吴 辉 李玉芬

二十世纪40年代中期,美国拉尔夫·弗兰德和乔治·多里特将军创办了美国研究与发展公司(ARD),用于扶持那些由于得不到长期资金的支持而难以长足发展的新成立企业,这就是最早的私人股权基金。二十世纪70年代后,以有限合伙企业形式设立的私人股权基金得以迅速发展,如今已成为一个管理资金超过7 000亿美元的庞大行业。

一般来说,私人股权基金是通过购买非上市的优质且具发展潜力的公司股权并帮助其持续拓展后,再将所持公司股权出售以获取利润。现代意义上的私人股权基金包括有限合伙人和普通合伙人两类。前者为法人投资者,后者通常是专业的基金管理人——经理人。通常情况下,私人股权基金由养老金、大学基金、银行、财团等有限合伙人提供资金,由普通合伙人负责资金的具体管理。私人股权基金是闭环运行的,一期基金存续期是3~8年,到期后收回成本,返还利润。扣除基金公司运营费用后的利润,80%归有限合伙人,20%归投资者。

近年来在我国市场活跃的海外私人股权基金主要有摩根士丹利、凯雷、鼎晖、华平、新桥投资等。这些基金频频在中国市场上发力,对快速消费品行业(如饮料类企业)、渠道类企业(如家电连锁企业)、改制国企(如哈药、徐工)、地产类企业中的“潜力股”集中火力投入重金。据业内人士粗略估计,2005年海外私人股权基金在我国的规模已达到300亿美元左右。

海外私人股权基金在我国运营模式的特点集中体现在四个方面:选择投资对象的标准、确定被投资企业估值方法的选择、对被投资企业的管理层激励方式以及获得预期收益后的退出机制。

1、选择投资对象的标准

虽然多家海外私人股权基金机构所投资的行业领域各不相同,但基本标准是有一致性的:第一,选择投资对象最基本的方向是非上市公司,投资后一般会对企业进行重组,改善其经营并增值后再出售或者上市,以此获利。第二,被投资公司规模足够大,在业内有一定的领先地位,或行业进入有壁垒,要么具备独特的技术。这种竞争优势有利于企业价

值的提升,可以为私人股权基金的盈利提供一个好的基础。第三,被投资企业的管理团队应该同投资企业在利益上保持尽可能高的一致性,并具有高水准的协力合作优势、洞察力和管理驱动力。以永乐电器为例,家电零售业是一个开放式竞争的行业,虽然永乐电器起步较晚,但其增长势头很强,2002~2004年的年销售额复合增长率为85.9%,永乐电器的掌舵人陈晓及其管理团队更是有着极大的诚意来和私人股权基金机构合作,认为这将是永乐家电迎接国际化竞争迈出的第一步。永乐电器的现状在私人股权基金眼中是个绝佳的投资机会,这使得永乐和摩根士丹利找到了双方的共同利益结合点,为最后的合作提供了重要前提。

2、对被投资对象的价值评估方法

私人股权基金在对我国被投资企业的价值评估中,除运用传统的重置法、类比法、折现法外,主要应用了动态价值评估方法。动态价值评估方法是指被投资企业的价值由被投资企业未来实际业绩来决定。就是说,投资企业购买被投资企业一定数量股份所应支付款项的多少或者一定数量款项所购买股份的数量,不是在购买初期一次决定,而是根据企业未来的业绩决定应支付款项的多少或所购股份数量。比如企业的业绩好,投资企业支付款项的数量多或者购买的股份少。在公司管理层持股的情况下,投资企业利用动态价值评估方法,实际上相当于和企业的管理层签署了一份对赌协议,从根本上把投资方和企业管层的利益捆绑在一起。

摩根士丹利入股永乐就采用了这一方法。双方签署的协议中规定:永乐在2007年扣除非核心业务(如房地产)利润后盈利如果高于7.5亿元,投资人向管理层割让4 697万股;利润介于6.75亿元和7.5亿元之间,不需进行估值调整;利润介于6亿元和6.75亿元之间,管理层向投资人割让4 697万股;利润低于6亿元,则管理层割让的股份达到9 395万股(上市后总股本的4.1%)。这份协议在永乐上市后启动。

另外,私人股权基金在评估内容上也很独特。国内评估机构在评估和做转让时,评估的仅仅是账面价值,最大限度会

考虑到企业的品牌价值。但私人股权基金却极为重视评估企业家的个人价值,企业家的个人价值大约要占整个价值评估中30%~40%。这是因为私人股权基金的投资周期相对较短,在这相对较短的投资周期中,投资的盈利性和被投资企业的价值就与被投资企业的管理层有很大的关系。

3、对被投资企业管理层的激励方式

私人股权基金特别在乎激励机制,他们进入目标公司后,会对激励机制做一些根本上的调整,主要通过合约的形式,授予管理者股权和股权期权,对管理层进行激励。这样的合作符合经济学的代理理论:当经理人员本身就是企业资源的所有者并拥有企业全部的剩余索取权时,经理人员会努力地为企业人、同时也为自己而工作,从而最大程度地减少代理成本。

投资者和企业管理层签订的对赌协议实际上就是一种激励机制。这种“对赌”并非此输彼赢的“零和游戏”,而是一种“双赢”或“同输”的合作关系,所以私人股权基金在投资后,仍会动用大量资源,为被收购企业提供从战略咨询到财务控制等各方面的“配套服务”。

但这种激励政策也会存在负面影响,对赌协议可能会成为企业经营策略的指挥棒,再者会计利润作为衡量目标,容易导致操纵会计报表行为。

4、私人股权基金的退出机制

私人股权基金在投资过程中以防范财务风险、投资收益最大化为目的,所以,投资方在能获得较高利益时,便会从被投资企业退出。有效的退出机制是私人股权基金发展的根本。

私人股权基金的退出路径基本有两种:

一是上市途径即资本套现。如果被投资企业是新兴市场的成熟企业,那么大多数私人股权基金是通过首次公开发行(IPO)方式退出。在被投资企业股价达到私人股权基金机构的要求时,私人股权基金机构便会在资本市场上套现,从而从被投资企业中退出。这种退出方式的交易成本小,盈利空间大。

我国企业的上市路径有3种:国内A股市场直接上市、海外资本市场直接上市和通过造壳或借壳的海外资本市场间接上市。目前而言,海外私人股权基金一般不会考虑直接在国内A股上市,因为国内监管机构在上市门槛、审批环节以及股权的流通性问题等方面都非常严格。在此情况之下,私人股权基金只能借对企业进行改制,通过成立海外离岸公司的形式控制境内的实体公司。这就是所谓的“海外曲线IPO”,俗称“红筹上市”。如,为了能够以红筹方式在海外上市,永乐也进行了一系列的境外重组。2006年4月25日摩根以3.225港元/股部分套

现7.2369亿港元后,仍持有永乐2.244亿股,但就套现部分计算就已经有200%的获利。

二是非上市途径即协议转让。如果私人股权基金投资的是新兴市场或是成熟市场的初创企业,或被投资企业因种种原因未能上市,则往往是完成盈利目标后将其卖给产业资本。原因是新兴市场或成熟市场的初创企业发展前景不确定,如果上市,有可能得不到投资者的认可,股价不能上扬,私人股权基金盈利风险将加大。而产业资产从自身的发展与战略考虑,往往愿意收购这些企业。在这种情况下,被投资企业往往被卖给了他的竞争对手。南孚电池就是一个例子。2002年,摩根士丹利基金取得南孚控股权。起初南孚引入外资的目的在于改善治理结构、引进管理经验并上市融资,但在合约规定的期限内因种种原因未能如愿上市。2003年,摩根士丹利将所持股份全部卖给了南孚的直接竞争者——美国吉列。

随着中国经济的发展和管理制度的变迁,在轰轰烈烈的“国退民进”潮流中,国有资本退出企业,为海外私人股权基金收购国企创造了制度条件和大量的潜在投资目标。对我国企业来说,私人股权基金能够满足其资金需求,也能间接地帮助拓展海外市场,为其收购欧美企业提供助力。同时,利用对赌协议可以给公司管理层以压力,迫使他们改善资本的使用效率和盈利水平,这在一定程度上解决了管理者效率低下和不负责任的行为,从而转变我国企业的商业模式和管理理念。

但海外私人股权基金并不是中国企业的救世主,中国企业要吸取经验教训,从以往的收购案例中学会在双方较量中维护自身利益。第一,防止民族企业被国际产业资本收购的可能性。如鉴于南孚电池最终被竞争对手美国吉列收购,徐工吸取了教训,在协议中说明将来凯雷退出时不得将所持股份转卖给徐工的竞争对手。第二,客观把握自身经营状况和所处的行业背景。对赌协议是一把双刃剑,它可以刺激企业作大做强,强调收入和利润指标,但这对企业本身来说可能是饮鸩止渴,因为基金可以在企业价值达到最高点时套现离场,但是却把风险留给了企业和后继的投资者。在摩根与永乐的对赌协议中,永乐对预期收益进行了过分乐观的估计,导致最后达不到目标,反而失去对企业的控制权。第三,避免海外私人股权基金干涉中国企业的运营战略。在这方面永乐电器给中国企业上了生动的一课。作为财务投资者的摩根士丹利在永乐电器香港上市后,利用自身投资取向和影响力促成国美与永乐的合并,永乐成为第一家受外资投行对赌协议及操作手法推动而被收购的中国公司。鉴于此,我国企业在与海外私人股权基金的合作中要了解对手情况,熟悉其中的游戏规则,不能仅仅把它限制在财务投资者的角色。

(作者单位:北京工商大学会计学院)

责任编辑 闫秀丽