



胡祖六为春华资本集团主席、清华大学中国经济研究中心主任兼教授、香港特别行政区策略发展委员会委员。

胡祖六

价值与偏见： 美国大选中的 PE 之争

整体而言，PE对于经济结构调整、企业重组、效率改善、价值创造、提高就业与投资回报等具有积极的作用，同时，也必须正视PE发展过程中所出现的杠杆率过高、巨型PE基金监管及绩效分成税率不公等问题。

美国总统大选酣战之际，一向颇为神秘高深的私募股权投资行业成了公众关注的焦点。原因很简单：共和党领先的候选人米特·罗姆尼曾是贝恩资本的CEO。罗姆尼具备成功的投资与商业背景，他的经验与专长正是重振美国经济所必需的领导人资质。但是共和党内的竞争对手却拿其PE经历大做文章，如攻击罗姆尼是“黑心”的资本家，他在领导贝恩资本时所做的一系列收购交易不仅是通过解雇工人压低成本来获得回报，而且其个人所获丰厚却只缴纳很少的税，云云。一时媒体议论纷纷，而对PE本就知之甚少的普通选民在政客们的相互攻讦中更加疑惑，自然难辨真假。

PE的历史与模式

专业化的PE产业是上世纪70年代在美国兴起的。当时美国经济正处于世界巅峰，但出现滞胀的苗头，许多上市公司臃肿低效，职业经理人官僚化，与股东利益日益脱节，对股东回报漠不关心，而日本开始崛起成为劲敌。美国学术界以哈佛商学院迈克尔·詹森教授(Michael

Jensen)及合作者为代表的几篇关于公司代理矛盾(Agency Theory)的论文引起了人们对于公司治理的普遍重视。一些眼光敏锐的金融家与律师在机构投资者的支持下，运用股权及债务融资收购那些经营不善、业绩平庸的上市公司，在美国掀起了一股公司重组再造(Corporate Restructuring & Re-engineering)的浪潮。



亨利·拉克维斯任CEO的KKR今天已成为全球性的PE投资机构。

这一浪潮在里根总统任期内到达高潮，并一直持续至今。KKR、贝恩资本、TPG、凯雷、黑石等一批专业PE公司就是在这样的背景下应运而生，今天已成

为全球性的投资机构。1970年美国PE投资项目仅12个，金额只有区区1300万美元。2007年PE项目达到了2474个，投资金额超过1000亿美元。2010年，尽管经济复苏缓慢，市场环境欠佳，美国PE投资金额也达到了1480亿美元。

PE公司的商业模式与投资策略并不复杂。它们从养老基金、保险公司、金融机构等机构募集资本，设立10-12年期限的有限合伙基金，投资具有良好中长期增长潜力但受到资本制约的企业，如针对财务表现欠佳的上市公司进行杠杆收购或私有化，通过改善企业经营绩效增加价值，从而获取优异的投资回报。

与其他机构投资者如共同基金、对冲基金等专司二级市场的证券交易业务不同，PE基金不仅投资期限较长，而且是非常积极活跃的股东，通常直接参与介入被投资企业的公司治理、竞争策略与经营管理，投入大量专业资源(包括物色聘任新的管理团队)改善企业的经营效率与盈利表现，帮助提升企业价值。PE基金的一个显著优势是把投资人(股东)与管理人的利益紧密结合起来，通过直接持股或期权计划为经营班子提供有效的考核与激励机制，从根本上解决了现代企业所有权与经营权相分离的核心矛盾。此外，PE控股企业的管理班子可以排除公开上市公司短期业绩压力的过度干扰，专心致志执行中长期的业务发展计划，包括为实现未来成长进行固定投资。

PE之功:

优化资源配置,创造投资价值

多项研究表明,PE基金在整体上发挥了重要的经济功能,对于优化资源配置、提升企业经营效率与竞争力、创造投资价值起到了积极的作用。2009年,PE持有的美国企业销售收入年增长10.8%,高于6.1%的全国平均增长率。安永公司2007年的一份研究报告显示,PE投资的美国企业在PE持有期间平均价值增加了83%。自2001年来,PE投资的公司上市后市值超过了1万亿美元。波士顿咨询公司的研究发现,在PE持有企业新增的EBITA(息税后利润)中,2/3来源于业务发展,其中现有业务的销售收入成长是推动盈利增加的主要因素。实证研究还发现,PE持有公司的生产率平均每年增长2%,高于美国企业平均增长率。

美国PE投资的主流模式是公司或资产的收购重组。此外,美国非常活跃的创投或风险投资本质上也是PE,只是更加着眼于提供企业早期发展所需的成长资本,而非投资与改造比较成熟但经营不善的企业。无论关注于企业生命周期的哪个阶段,PE基金增加了经济活力并推动了创新。除了扶持像谷歌、Facebook这样广为人知的高新成长企业外,PE所投资或控制的现有企业一般也很重视长期研发投资,按专利数量衡量成绩可观,在具有重要商业价值的技术、产品或业务模式的创新方面独具一格。

历史数据表明,PE作为一个资产类别取得了较优异的投资回报率。比如,PE 1年、3年和5年期的投资回报率比标准普尔500指数的回报率分别高11.4、7.3和19.4个百分点。1/4以上表现最佳的PE基金年度净回报率(扣除管理费和绩效分成)更是达到了39%。

投资咨询机构Preqin调查了美国、加拿大、英国和欧洲其他地区的152只



PE增加了经济活力并推动了创新,像Facebook这样的高新成长企业背后就有PE的支持。

公共养老基金后发现,截至2010年6月,这些养老基金在1年期和5年期区间投资PE的回报率超过了它们投资于定息债券、公开市场股票、对冲基金与房地产等资产类别的回报率。

养老基金通常是PE基金最重要的有限合伙人。养老基金,比如加州公务员退休基金、纽约州教师退休基金等公共养老基金,通用电气、波音等公司的职工养老基金,哈佛大学与耶鲁大学的基金会,洛克菲勒与比尔·盖茨等慈善组织基金等等,总计约占了全美最大100个PE基金投资的70%。因此,如果PE基金获得了优异投资表现,除一般合伙人(管理团队)得到绩效分成外,养老基金这样的主要有限合伙人受惠最大——数千万计的退休公务员、教师、消防队员、蓝领工人的“养命钱”将得到更可靠的保障,而著名私立研究型大学则有更多资源用以增加学术研究经费与贫困学生的助学金。

在美国共和党总统候选人提名的激烈选战中,罗姆尼在贝恩资本的记录成为对手肆意攻击的焦点。PE收购企业后,为了获得资本回报,一般都会大

规模裁员,在美国当前仍然面临较高失业率的大环境下,这样的指控一定会让罗姆尼在辩论台上难堪。但事实是,PE支持的企业是美国最大的雇主之一。在2010年,PE投资的美国公司有1200余家,雇用了800万名员工,占美国劳工总数的5%以上。有时候,PE公司为了扭转收购企业的困境,必须削减成本,采取裁员等痛苦举措。但往往只有这样,其他工人才能保住饭碗,企业才能谋生存图发展,而一旦走入健康成长轨道,又可以增加员工,创造新的就业机会。所以在一个有活力的经济中,企业瘦身裁员并不为奇,关键是创造新就业机会的能力。就像上世纪90年代中国国企改革中,中国政府果断实行了减员增效,许多国企工人下岗,但是中国经济变得更有效率,进入了高速成长的轨道,进而创造了一系列新的就业机会,不但让绝大多数原来从国企下岗的工人实现了再就业,而且吸收了数以亿计的农民工成为制造业和服务业的员工。

行业之惑

PE行业并非十全十美,无懈可击。

一方面,我们应当尊重事实,肯定PE对于经济结构调整、企业重组、效率改善、价值创造、就业与投资回报等方面所具有的重要的积极的作用,另一方面,也必须承认PE行业暴露出的一些值得关注、正视的缺陷和问题。

首先,在2002-2007年美国信用泡沫时期,PE行业也出现了“集体疯狂”,在企业收购交易中使用了过高的杠杆率。随着目标公司的规模增大,PE基金的债务/股权比率和债务/EBIT的比率不断上升,在一些个案中甚至达到了10

条款过于激进的PE基金收购融资贷款。这种过度使用杠杆与金融工程的PE交易不仅削弱了被收购公司的财务健康,而且在信用泡沫中推波助澜,加剧了金融体系的系统性风险。

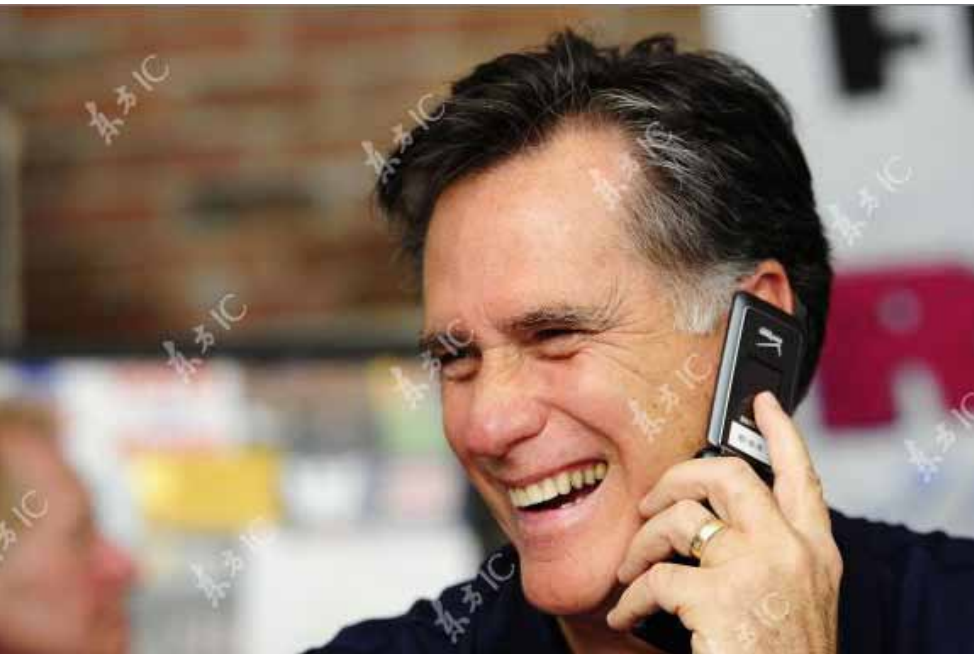
第二,随着所谓巨型PE基金(Mega Funds)的出现,以及PE控股公司募集发起地产基金、对冲基金、不良债务基金等不同资产类别的产品,它们已不再是传统意义上的专业化PE投资公司,而是综合性资产管理机构。这种演变,特别是那些已经公开上市的由PE发家的

不受监管的传统PE基金。

第三,在美国税法下,PE公司一般合伙人的“绩效分成”(carried interest)不是按一般所得(如工资收入)处理,而是按资本增值(capital gains)对待。一般性收入的最高边际税率可以达到35%以上,而资本增值的税率为15%。如此一来,巴菲特和罗姆尼这样的成功投资者事实上支付的所得税可能低于他们的秘书所交的税。这种情形,不仅让罗姆尼一个人,而且让整个PE行业感到困扰,但是造成该局面的首要责任在于美国国会。如果笔者是罗姆尼,可以承认他付的税与普通纳税人比是太低了,并向选民承诺一旦当选总统将推动国会进行税改,取消这样不合理的差别税负对待,但前提是压缩联邦政府开支,并降低所有边际税率,这样既可以在崇尚小政府与低税负的共和党内得分,又不给热衷于搞民粹主义的民主党现任总统奥巴马提供政治炮弹。

在美国总统选战中,罗姆尼竞争者对于他个人和PE行业的批评纯系出于短期政治动机,或无中生有,或歪曲事实,或夸大其词,在不明真相的公众中引起了许多混淆与误解。PE在市场经济中最重要的作用是推动企业重组,提高经营效率,创造股东价值。一些PE交易不可避免地失败,PE投资的企业可能破产,员工被迫失业。但是,这正是自由市场固有的“创造性破坏”过程,为经济带来不可或缺的长远活力,最终有利于就业和政府税收收入的增加。日本经济长达20余年的停滞衰退,其中一个重要原因就是缺乏活跃的PE并购,结构性改革缺位,导致了僵尸企业充斥,资源配置效率低下。显然,罗姆尼共和党内对手围绕他的PE背景大做文章,只不过是玩弄中国人似曾相识的“打着红旗反红旗”的政治伎俩而已。

对于本文内容您有任何评论或补充,请发邮件至xincaifu@xcf.cn。



图片来源:www.xincaifu.cn/

米特·罗姆尼在贝恩资本的经历,成了其竞争对手大肆攻击的焦点。

余倍。而全球金融危机爆发后信用干枯、经济衰退,债务过重的公司现金流压力过大,而且发债往往不是为了支持企业的正常业务发展,而是为了给PE基金派发股息,增加了企业破产与员工失业的风险。在金融危机最黑暗的时期,花旗、美洲银行、苏格兰皇家银行、雷曼兄弟等出现了严重的资产减记损失,大部分是住房按揭贷款证券的损失,但是也有可观的比例来自于所谓“杠杆融资”,即

公司,催生了两个问题:一是公司不再以追求价值创造及长期回报最大化为目标,而是以追求在管资产的规模最大化为目标,从而与有限合伙人的利益开始发生偏离;二是大规模的综合资产管理机构,不仅对私募股权市场,而且对信贷市场、公开股票市场、公开债券市场等均产生影响,其在金融体系中的“关联性”和“系统重要性”开始上升,因此在信息披露乃至监管上必须有别于