

欧洲知名商学院教授解读中国私募股权的认知与现实

文: Claudia Zeisberger

翻译: 赵浩宇, INSEAD MBA DEC'15



Claudia Zeisberger 是 INSEAD 商学院的决策学、创业学与家族企业学的高级客座教授并兼任全球私募基金投资研究小组 (GPEI) 的学术主任。

由于近期中国公募股权市场的不稳定, 人民币贬值以及国内生产总值 (GDP) 向下修正, 投资者对风险尤其警惕。这种担忧蔓延至私募股权市场, 导致全球包括中国本土的许多私募股权投资者形成这样的观点: 相较更为成熟的西方市场, 中国市场的投资收益更低且风险更高。

的确, 在过去三年里, 尽管全球私募股权市场的季度业绩有明显波动, 但中国私募股权市场的投资收益波动显著大于同期全球市场。2013 年下半年至 2015 年第一季度, 中国市场经济风险调整后的收益率高于全球市场, 而 2012 年第一季度至 2013 年上半年的大部分时间里, 中国市场则表现欠佳。

虽然中国私募股权的短期投资收益不稳定, 但从基金的整体生命周期来看, 中国私募股权的业绩表现更平稳且投资收益的波动更小——这与我们以往的认知不同。

INSEAD 商学院的 **Claudia Zeisberger** 教授指出, 中国的普通合伙人 (GP) 取得的季度和年度投资收益的波动性大于全球同行, 但一组中国私募股权基金获得的风险调整后收益却更好。

在最近发布的“**Private Equity Navigator**”（INSEAD 联合 eFront 旗下的 Pevara 每半年发布一次的全球私募股权行业分析报告）中指出，经研究发现 2005 年至 2012 年期间募集的中国私募股权基金业绩表现优于全球其他地区。实际上，在评估投资收益时，该研究样本中包括的 48 家机构中，中国基金在行业中均表现优异，平均内部收益率达到 12.5%，而全球该行业的平均内部收益率仅为 9.9%。同一时期，投资于北美洲、欧洲和亚洲的基金的平均内部收益率分别为 9.98%、10.2% 和 8.3%。

此外，评估投资收益的波动性时通常还会采用的一种简易方法是对比不同地区样本中业绩最佳和最差基金的投资收益区间。为了降低异常样本的干扰，在剔除了业绩排名高于 95% 以及低于 5% 的样本后，我们发现中国基金样本的业绩差距最小，其投资收益区间为 -2.56 至 28.2%。而欧洲基金的投资收益区间最大，包含了全部样本中表现最差的基金（收益率为 -14.4%）以及表现最佳的基金（收益率为 30%）。

考虑到全球私募股权投资者普遍认为中国私募股权市场提供的投资收益不稳定且风险高，上述有关投资收益区间的研究结果更具有特别意义。这种普遍的观点实际上与亚洲私募股权基金的整体表现相关，因为同一时期募集的亚洲（包括中国）私募股权基金平均内部收益率仅为 8.3% 且波动较大，但我们的研究结果表明中国私募股权基金具有更好的风险调整收益。

对于上述发现可以有不同的解释，从宏观经济的角度来说，在过去十年来的大部分时间里，中国 GDP 的年均增长率保持在 8% 至 10%，因此私募股权可以通过投资于伴随中国经济增长而具有成长性的大型公司和创业型公司从而获得数倍于市场均值的收益率。同时，中国较大的市场规模与尚未健全的市场机制也定期为投资者创造了各种套利机会，包括对市场中新趋势和新概念的早期察觉、执行整合收购（**Roll-ups**）和快速扩张的战略、充足的非中介项目来源（**deal flow**）、临上市（**Pre-IPO**）投资时采用多重套利策略等机会。

实际上，对比中国私募股权的投资收益和 **MSCI** 中国指数衡量的公募股权的投资收益可以发现，通过私募股权投资新兴市场优于通过公募股权投资的想法普遍正确。截止于 2014 年 12 月之前的八年中，**MSCI** 中国指数提供的收益率为 5.9%，而相比之下中国私募股权的修正后平均内部收益率（**MIRR**）达到了 11.4%（私募股权的 **MIRR** 包括了投资前的资本成本以及对再投资的合理假设，因此可以用于对比公募股权的收益率）。

如上所述，中国私募股权市场的年度收益波动大于全球私募股权市场，却明显小于中国的公募股权市场。

中国公募股权的年度收益率曾出现大幅波动，2007 年为 66.24%，2008 年为 -50.83%，2009 年为 62.63%。而同一时期中国私募股权的年度收益率明显波动更小，上述三年的 **MIRR** 分别为 12.91%、-11.25% 和 24.40%。但应当注意的是，私募股权对估值通常频率低、相对保守且滞后，而公募股权市场则反映了实时的收益。

我们的另外一个发现是中国市场的未实现收益占比远高于西方市场。这在一定程度上支持了前文所述的投资者持有的负面观点。在有利的市场条件下，欧洲和北美洲的私募股权投资退出近年来达到了创纪录的水平，但中国市场尚未发生如此大规模的退出。举例来说，2005年至2012年期间在北美募集的私募股权的资本总值回报倍数（TVPI）为1.41倍，同期在中国募集的私募股权的TVPI为1.57倍。然而，北美的私募股权已经实现了一半的价值，是投资资本的0.76倍，但中国的私募股权仅实现了30%的价值，是投资资本的0.46倍。

假设未实现收益的市价可以依据部分股权退出、后续股权投资（尤其是风险投资）、可比上市公司的估值等方式测算，那么近期中国公募股权市场的震荡则表明这些未实现收益存在着向下修正的风险。

总而言之，有限合伙人（LP）对普通合伙人（GP）的评价依然基于现金收益，这意味着中国基金近期的业绩表现仍不明朗。然而，对投资于中国机构性私募股权基金的长期投资者而言，这些数据证明了目前的投资策略仍然是正确的。

<http://www.topcapital.com.cn/pages/reportdata.asp?id=11882>