

选择怎样的基金作为合作伙伴？

私募真正的秘密武器，是其独特的、通过为被收购企业创造价值，进而增加股东回报的运营模式。这种运营模式的核心，本质是严谨的管理准则以及优秀的运营能力。

文/王景烨、滕勇、卜曦云

相 对一般企业而言，私募股权基金有着许多明显的优势，其中最为明确的可能就是其善于利用多种财务杠杆创新来增加投资回报率。但是资本运作方式创新并不能完全解释私募股权基金优于上市公司的资本回报率。私募真正的秘密武器，是其独特的、通过为被收购企业创造价值，进而增加股东回报的运营模式。这种运营模式的核心，本质是严谨的管理准则以及优秀的运营能力。

在外人看来，私募股权基金的管理准则，也许乍听过于理论化。但从某种意义上讲，我们不能否认这种管理方式其实就是企业管理最核心、最基本的原则。与上市企业不同，私募股权基金因为预先设定了退出目标，可以使其免于季度投资者会议以及其它披露要求的干扰，而且私募股权基金的管理层更能接受高层人事变更以及运营方式的变革。但在上市公司，管理层受诸多利益群体影响，想要把全部的精力放在创造股东价值上会困难重重。

基于这些认识，我们总结了优秀的私募股权基金普遍具备的几大

特质，一方面帮助企业更好选择合适的私募股权管理人来合作，另一方面也为其他私募股权提供参考：

专注且长期的投资主题

在筛选投资项目之前，优秀的私募股权基金会先关注长期趋势的变动与发展，从而选出相应投资主题。值得注意的是，针对长期趋势的投资，必须要经过严谨的研究分析和论证才可以执行的。因此，战略性的决策必须通过一套很规范有条理的分析系统，而且这种分析过程往往需要通过二度、三度审核。

唯有如此，才是商业世界做最优投资决定的方法。战略规划应基于长远分析，而非短期的趋势或者昙花一现的“热潮”，即使这些热潮和噱头会受到分析师或者评论员强势的渲染和支持。如果上市公司可以采用私募股权基金的这种准则进行投资，长期回报必定会有很大规模的提升。

强大的关系网

每一个管理人员都知道，任何成功的销售策略，不仅仅是依靠产

品本身或者服务的价值，与客户培养长期关系也很重要。私募股权基金重视和许多被投资的家族企业或者企业家建立关系，也是基于同样的原则。许多人脉在投资行为发生很早以前就已经建立，而且由此产生的信任经常可以促成私募股权基金的交易，带来一个比公开竞标更好的投资机会和价格。

上市公司的高管可以用同样的方法进行并购交易以及日常运营。比如企业发展中最重要的是客户和供应商，对于企业而言，应该考虑如何更早地洞察供应商的技术变革，如何更好地响应顾客偏好的变化。上市公司如果在内部和外部建立起良好的长期关系，同样可以为公司带来更好的回报。

客观、系统的调查与分析

私募股权基金做出的每一个投资决定，都是用客观、系统化的方式，对数据和现实情况进行严谨的分析后产生的。在并购的时候，需要用一种系统的方式回答这样的问题：“是否相对于别的买家，这个企业对我们来说更值钱？”如果答

案是否定的，那私募股权基金就会选择撤离而不会用过高的价格收购该资产。在企业制定战略的过程中，也可以运用该准则全面地收集客观信息，来减少不确定性，从而最好地平衡风险和回报，做出有利于企业长期发展的决策。

在上市公司的环境下，类似的分析流程也可用来支持主要的战略规划。但与私募股权基金相比，企业里许多分析使用的假设没有私募股权基金那么严谨，而且多数时候过于乐观。比如我们经常见到：一些收入的协同效应以及增长率可能估计过高；成本节省的夸大以及实现成本节省时间过短；重要成本项被忽略或者文化冲突甚至骨干员工离职等因素常常被忽略。当然，私募股权基金也有类似问题，但是私募股权基金会在投入资本之前通过大量客观分析，来保证决策的严谨性。

战略规划和目标

最佳的并购交易和最好的战略规划，都是从一个表述清晰的战略以及有实操性的计划开始的，并且两者缺一不可。没有一个可以执行的计划，再高深、严谨的分析都是空中楼阁。通常来说，私募股权基金持有的公司会通过以下行为来实现战略价值：

其一，高层人员制定并向企业所有层级人员传达清晰的战略目标；

其二，不是通过从上而下的“命令”方法达成员工共识，而是通过被市场验证的事实；

其三，制定短期的可以执行的战术性计划；其四，将阶段性成果量化来激励员工，制定问责制度。

这种以结果为导向的思路是成功的私募股权基金最特别的地方，同时是上市公司能够学习且应该做到的。

顶尖管理团队

任何私募股权基金管理者都会告诉你，其对一项投资的信心，是源于对管理团队的信任及对该企业的市场或者商业模式的认可。正确的时机、合适的领袖加上正确的岗位，是成功的私募股权基金创造价值的最大来源。反之，如果不能有效地替换业绩不佳的团队，结果可能很危险。做艰难的人事决定在理论上比较容易，但现实往往都会出现拖延，总体来看，这种决策的拖延基本源于以下几个因素：

首先，人性导向。多数人愿意给现任管理者一些机会。能成为高管的人都有一些成功的案例，即使他们的技能在未来可能会不适用。某些成功经理人的光环可能会蒙蔽我们洞察失责的CEO的能力，进而拖延我们做正确决定的时间。

其次，“希波克拉底誓言”。人们通常会质疑，新的团队一定比旧的好吗？这种思维更偏向于维持现状，原因是人们认为任何对现状的改变会导致更多潜在风险。

最后，过渡成本。对于一个新的团队而言，即使很有能力，也需要时间和精力适应新的环境，过渡成本的存在是肯定的，而另一个

方面新管理层所带来的优势可能是不确定的。很明显，私募股权基金的高管也不免偶尔失察，或者因为个人偏见而失算。但在私募股权的世界里，首位目标是股东价值最大化，故选择高能力团队的准则必须坚定实施。

建立绩效考核的文化

毋庸置疑，私募股权基金在制定绩效考核方面是世界领先的。接受投资的目标公司的高管主要报酬来源和私募股权基金一样：公司价值的上升。但私募持股的时间相对短（一般4-5年），高价退出一直鼓舞着管理团队把精力集中在提高业绩上。高管的工资不仅大量跟业绩挂钩，他们还经常拿出可观的个人资金一起跟投。

这种退出导向的机制很难在上市公司复制。不过上市公司的期权往往是最相似的机制，但期权的回报不止取决于管理团队自身的表现，也跟整体股票市场有很大关系。我们认为股票期权是一种重要的激励机制，不过企业也可以考虑其他和长期现金流有关的鼓励机制。

简而言之，以上的准则可以拓展运用在任何机构，包括大型或小型企业、本土或跨国企业、制造业或者服务业等。而私募股权基金与企业的核心差别往往是私募股权基金有更专注和可持续的执行力，因此往往能带来更高的股东收益。●

（本文选自《运筹帷幄，把握先机——中国企业携手私募股权基金对外投资指南》，由艾意凯咨询受上海市商务委员会委托编制。）