

# 在中国私募股权市场 创造阿尔法收益：专访 今翊资本创始人龚国权

依靠贝塔收益实现增长的时代已经终结，创造阿尔法收益将成为制胜中国市场的必备能力。

作者：Ivo Naumann和Wouter Baan



数十年的强劲经济增长，推动中国私募股权 (PE) 市场迅速扩张，规模已达世界第三，2019年的资产管理规模 (AUM) 超过 6,200 亿美元。

然而，即便是在1月份新冠疫情爆发之前，中国经济增速放缓和监管不确定性已经令该行业竞争加剧、利润率收紧、回报降低。

不过，在龚国权先生看来，这样的环境恰恰意味着推行控股型投资的时机已经成熟。龚国权先生是中国私募股权投资行业的顶级交易人，他曾联合创立了亚洲最大私募股权基金之一 MBK Partners，该公司目前的资产管理规模已超过200亿美元，之前他曾领导过凯雷投资集团在大中华区的业务。

2017年初，龚先生离开MBK Partners创建了今翊资本，专注大中华区的控股型投资。

龚先生此次受邀与麦肯锡驻上海的全球董事合伙人、大中华区私募股权咨询业务负责人Ivo Naumann以及麦肯锡驻香港的全球副董事合伙人Wouter Baan座谈，讲述了经济情势如何促使企业家放弃控制权、私募管理人如何在中国创造阿尔法收益以及为何吸引并留住顶尖人才是持续创造价值的关键。

**麦肯锡：**中国私募股权市场发展迅速，但在GDP中的占比仍相对较小。您认为市场将如何发展？

**龚国权：**中国PE市场增长迅速，而且将会保持此趋势。交易类型不断增加，囊括了从创始人继任到业务剥离、从跨国公司的市场进入和退出、到上市公司私有化等各个方面。除了上述晚期阶段的投资，还有非常活跃的风险投资。

在投资人方面，我们预计国际和本土投资人将继续寻求进入中国这个世界第二大经济体。在这个因素的推动下，并且随着企业不断成熟，中国PE市场规模占GDP的比重将逐渐赶上更发达的市场。

**麦肯锡：**中国GDP增速放缓将对PE和募资带来什么影响？

**龚国权：**经济增长放缓不会减慢中国PE市场的增长，但可能会对交易类型产生影响。具体来说，将会出现更多的控股型交易。过去，当市场高速增长时，仅仅参与市场就能创造很多价值。如今，随着经济活跃度减弱，增长可能不再是30%~40%，而是15%~20%。在合规、人工和环境成本不断上升的同时，市场竞争却依然在日益加剧。利润率在缩小，因此利润增长速度已不及从前。行业人士意识到，若要创造价值，必须在运营层面有所提升。此外，随着各行业的成熟，整合开始出现，公司在整合后更具竞争力。因此，企业家更愿意放弃控制权、寻找合作伙伴帮助其实现运营价值，这也是我们重视控股型投资的原因。

在募资方面，我们也将看到同样的趋势。有限合伙人 (LP) 逐渐将资本从增长型投资转向控股型投资，而不再单单押注整体市场的增长。研究表明，PE市场回报率高于公开市场，但管理人之间的差异也较大。未来对于普通合伙人 (GP) 的选择将变得愈加重要。

**麦肯锡：**您认为在未来3到5年，中国PE市场将有哪些机会？您是否在特定行业看到了机遇？

**龚国权：**中美贸易争端以及新冠疫情让一些长期趋势提早显现并加速发展。例如，中国国内消费将发挥主导作用，因为人们无法预计国际贸易在未来会发生什么，而且中国政府也希望促进消费以实现可持续增长。在如此不确定的市场中，拥有被投公司的控制权对创造价值而言尤为重要。我们着重于医疗保健、消费、商业和消费者服务以及教育等特定行业，以便发挥优势。我们的投资范围与过去5年相比没有太大变化，但已根据趋势的提速发展做出了适当调整。



## 龚国权

### 个人履历

#### 教育背景

哈佛大学工商管理硕士、达特茅斯学院文学学士

#### 职业成就

作为今翊资本的创始人和管理合伙人，为其一期基金筹集了5亿美元资金。

今翊资本是一家聚焦大中华地区的顶级投资基金，致力于通过对内需行业公司的控股型投资获得长期回报。

鸿海精密工业有限公司独立董事。

MBK Partners联合创始人，于2005年至2016年担任大中华区负责人，这期间该公司发展为亚洲最大的本土私募股权公司之一，在该地区的投资总额超过200亿美元。

曾担任凯雷投资集团董事总经理、凯雷亚洲合伙人投资委员会成员，主要负责大中华地区、东南亚和大洋洲的并购投资机会。

曾在麦肯锡公司担任项目经理，在大中华地区、东南亚和美国为金融服务、电信和消费产品行业的客户提供咨询服务。

**麦肯锡：**新冠疫情将给PE行业带来什么影响？2007年到2008年的金融危机期间，交易活动在跌至低谷后的大约6到8个月便迅速反弹。这一次是否会出现类似情形？

**龚国权：**说到新冠危机，很多人认为这将是08年、09年全球金融危机的重演，当时市场的流动性短缺导致公司估值下降，而事实证明，这对私募股权投资具有吸引力。

这次危机中的市场状况有些不同，PE公司一直非常忙碌。很多PE拥有充足的流动性并在积极寻找交易项目，因为他们认为新冠疫情会让一切变得更便宜。但很多资产拥有者，包括股东和创始人，已经意识到疫情危机正在消退。他们迫切希望退出，但同时又认为自己企业的价值并不比危机之前要低，在资本市场流动性如此充裕之际更是如此。买卖双方存在估值差异，因而目前很难判断所有这些PE活动能否转化为实际交易。

**麦肯锡：**PE基金应如何发展其价值主张及其投资、人才和管理方法？

**龚国权：**PE若要在未来实现增长，则必须建立起可持续的竞争优势。这意味着，PE公司需要给被投资公司带来增值。可以通过多种方法实现这一点。有些公司选择发展行业专业能力；有些公司拥有广泛的运营知识，可以为被投资公司增加运营价值；还有些公司则深耕特定地区。所有这些方法都是有效的，关键是要充分把握自身特色优势和DNA，了解什么方式最适合自己的。人才是另一项重要因素；公司能否吸引、留住和激励优秀人才并建立起适合人才茁壮成长的文化，这至关重要。

我们十分重视文化建设，因为一旦拥有了合适的人才，能够带来丰厚回报的策略与投资便会随之而来。

**麦肯锡：**创造阿尔法收益可能是未来成功的关键，您如何在中国市场做到这一点？在控股型交易管理方面，是否已有足够的经验和专业能力？在中国创造阿尔法收益的最大挑战是什么？

**龚国权：**PE若想在中国创造阿尔法收益，则需要有端到端的整套方案。中国PE市场较不发达并且更加分散，因此通过“找项目”能够创造出阿尔法。如果您有合适的商业关系并且知道应该去哪里找，便可以找到独有的交易项目。接下来是交易执行或交易结构设计，其中很重要的一点是确保与合作伙伴利益一致，此外，通过确定治理方式以及管理团队的未来结构而创造价值，这一点同样重要。之后则是制定合理的业务计划、创造优异回报并考虑改善运营、寻找潜在收购机会并调整战略。最后，在被投公司方面，则需要去积极创造价值并执行业务计划，而非仅仅对这些被投公司实时监控。

以上就是在中国环境中创造阿尔法收益的全套方法。找到合适的人才与合适的管理团队是关键，这也是在中国的最大挑战。90年代末我入行时很难做控股型投资，因为我们无法找到合适的管理层。当时，这类人才根本就不存在。如今，人才不断涌现，在我完成的PE交易中，有大约1/3都替换了CEO和多名管理层成员。这在今天要比过去可行得多。挑选团队成员是在中国最大的挑战，同时也是最大的机遇。

**麦肯锡：**运营团队对于中国私募市场的阿尔法收益创造是一个争议性话题。您对投后运营团队的组成以及干预被投公司的时机有何看法？

**龚国权：**对PE而言，价值创造是重中之重，拥有投后运营团队则是创造价值的方式之一。我们遵循两个主要原则。首先是应该始终将运营团队整合到总体交易执行之中。这意味着不要在完成投资之后才让运营团队进入，而是更早地进行整合，让其成为被投公司的一部分。例如，最好让运营团队参与治理谈判（协商股东协议），以便他们能够得到必要的支持，放手去做自己想做的事。

第二点是要确保给予运营团队适当的激励，让他们不会有做二等公民的感觉。在许多PE基金中，投资团队独占所有荣誉，而运营团队则负责处理被投公司的各种麻烦。这样的模式行不通。打造一支团结一致的团队，让运营团队也能够分享价值上升收益，这一点非常重要。

那些规模较小的公司，运营团队的人数不会太多。如果您人手有限，则应该选择职能专家而非行业专家，因为拥有职能专长的人能够跨多个行业发挥作用。例如，招募供应链专家或精通线上广告的人才；我们认为这是考虑运营人员时一个很好的出发点。

最后，要确保运营团队了解被投公司的需求，而且运营团队应该拥有资源，能够联系到其他专家来获取帮助。从这个意义上讲，这类似于聘请一名法律顾问，借由这名顾问来获取解决所有法律问题的帮助。

**麦肯锡：**我们注意到中国的募资越来越多地向少数基金集中。您如何看待这种情况？基金如何才能超越其过往业绩？

**龚国权：**如今，LP在努力加强与GP的关系，这很正常，因为这些关系在基金中越来越重要，并能带来跟投等权利。GP也更多开始关注LP所关注的因素，如环保、社会和公司治理要求。考虑到投资的覆盖面问题，这样做也方便管理。

从GP方面来说，过往业绩非常重要，不仅在于投资回报，也在于交易的分散程度以及GP的交易类型。分配机制、即如何向投资人返还资金至关重要。

提供公平的薪酬并激励团队保持稳定、与LP沟通基金面临的挑战并增进其信任度也同样重要。这些都是必要条件。最后，成功的募资还需要有一到两个让LP能够理解的独特卖点。对我们而言，这主要体现在我们对于中型市场控股型并购机会的关注，这可能是PE市场中拥挤度最低的领域，因为亚洲大多数控股型基金往往规

模更大，并且不以中型市场为重点。中国的大多数中型市场基金是成长型或风险投资型，因此这是我们的一大差异化要素。另外一点是我们交易项目寻源和创造价值的能力。每只基金都需要有其独特的吸引力，并满足成功募集资金所需的基本条件。

**麦肯锡：**不同的基金会采用不同的增长策略，一些基金发展多种资产类别，而另一些则更专注某一类别。您认为哪种方式所带来的机会最多？

**龚国权：**目前规模最大的公司是另类资产管理公司，它们最初从私募股权、私募债或不良资产起家。尽管背景截然不同，但如今其管理资产的构成非常相似。这些公司持有一些私募股权、一些信贷资产、也许还有一些其他类别的资产。它们分布在全球多个地区的不同位置，但殊途同归，都属于这种另类资产管理模式。另一方面，有一些更加专精的公司采用行业方法，聚焦消费者、技术、媒体或电信行业。两种方法都是有效的，而那些能够确定策略并贯彻执行的公司才能成功。还是那句话，成功取决于如何将您的优势特点与增长战略以及未来目标统一起来。您是想涉猎所有资产类别和地域、还是更希望成为专精型公司？对于PE公司而言，这完全是一个非常个体化的选择。做出选择并持之以恒才是成功之道。

**麦肯锡：**您认为今天的PE基金准备好应对未来的挑战了吗？

**龚国权：**PE在中国是一个新兴行业，许多基金仍由创始人管理，因此，最大的挑战之一是对继任计划的管理。上市公司都建立了领导人过渡体系。私募公司必须在进入行业和启动战略之前就明确这类过渡方法。PE公司需要确保能够留住内部人才。从这个角度看，PE是一个非常新的行业。我们的大多数公司都没有这方面的经验或专业知识。

**麦肯锡：**这会推动LP将资金投入拥有继任计划的基金中，而避开其他基金吗？您如何看待它对行业格局的影响？

**龚国权：**在选择GP时，制度因素将变得越来越重要。LP希望所熟悉的公司能够建立起相应制度，从而不会受到人力资源或高管变动的干扰。这也是PE公司必须考虑的问题。当我们与LP商谈经济安排的公平性以及如何分担责任时，LP知道他们不再只是对一两个人下注，他们下注的对象必须是一个能够实现长期自我存续的体系和机构。

## 关于作者

**Ivo Naumann**是麦肯锡全球董事合伙人，常驻上海；

**Wouter Baan**是麦肯锡全球副董事合伙人，常驻香港分公司。

© 2020 McKinsey & Company. 保留所有权利。