

2018年秋季刊

# 麦肯锡 中国银行业CEO季刊

全球洞见 中国实践

## 业绩斐然顶级投资机构的 成功之道

持续创新 穿越周期

精简版



McKinsey&Company



2018年秋季刊

# 麦肯锡 中国银行业CEO季刊

## 刊首语

高速扩张且持续创造强劲回报的中国私募股权市场引起了全球资本市场的瞩目。而随着资管新规落地，银行、保险、信托、基金公司等资产管理机构纷纷着手布局建立另类资产投资能力，一场全面转型的大幕正徐徐拉开。中国四大国有银行中，已有三家成立私募基金公司，还有两家成功拿下私募牌照。本土领先的私募公司应考虑建立机构化能力，树立卓越品牌，以便逐步成长为全球一流私募机构。地方性投资集团则应汲取国际领先投资公司的运营之道，建立包含另类资产在内的专业投资能力。同时，在宏观经济下行、违约增多的形势下，另类资产管理愈发受到关注。

私募股权投资对经济发展具有重大价值。麦肯锡的研究表明，私募股权投资是实体经济转型升级的重要推动力，特别是出现发展瓶颈时，那些获得私募公司投资的企业表现往往优于同类企业。原因是私募投资能够帮助传统企业在提高收入、提升效率和建设创新能力等三大维度上创造显著价值，能够帮助新兴技术企业在引进人才、规范专业管理能力及实现规模化发展等方面更上一层楼。中国作为全球第二大经济体，在人口结构演变、消费升级、技术创新、产业结构调整等大趋势下，私募股权投资机会将被持续看好，特别是在颠覆性技术、医疗健康、金融科技、消费零售、节能环保等热点领域。

夫源远者流长，根深者枝茂。本秋季刊梳理了全球私募市场投资 30 余年的行业发展脉络，结合麦肯锡在金融、投资、私募、组织、消费、环保、不动产等领域的全球经验，旨在探寻国际顶级投资机构的成功之道。我们从投资机构的发展路径、投资哲学和战略、投后增值管理、组织体系和人才战略等各个维度解读领先投资机构如何实现业绩斐然，进而达至基业长青。

本秋季刊分为 8 章共 57 篇文章。第一章回顾私募股权战略价值及展望行业趋势，看私募股权下一步落子何方。第二章从私募基金与机构投资者的角度出发，探究了业绩斐然投资机构的成功之道。第三章盘点投资热点趋势及策略，以研判新兴行业的投资机会。第四章以后各章围绕机构化能力建设的相关主题，揭示顶尖投资机构的价值源泉，包括投资公司的治理与决策流程、人才与文化、风险管控等，并对决定投资成败的投后管理与被投企业转型提升展开深入分析。此外，我们还选取了黑石、KKR、凯雷、阿波罗、淡马锡、伯克希尔哈撒韦等 18 家国际领先与特色型私募股权及另类资产投资公司，对投资理念、业务模式、成功经验逐一进行了案例分析。同时还收录了麦肯锡相关报告和调研成果，以及全球著名投资机构 CEO 的访谈实录。

未来十年，私募股权模式将从传统作坊式向机构化经营转型。中国私募股权投资的领先者纷纷开始试水国际顶尖私募的最佳实践。我们相信未来中国必将涌现出全球领先的私募股权机构。我们真诚希望这本秋季刊能够为中国私募股权投资领袖提供有价值的洞见，积跬步、至千里，带领投资机构实现从本土领先到全球卓越的远大抱负。



倪以理

全球资深董事合伙人  
麦肯锡中国区总裁



曲向军

全球资深董事合伙人  
麦肯锡中国区金融机构业务负责人

## 麦肯锡 中国银行业CEO季刊

总 编： 倪以理 曲向军

编辑委员会： 周宁人 黄 婧  
马 奔 徐晓琦  
田 露 吴伊虹  
林 琳

特别顾问： Nick Leung  
Joydeep Sengupta  
Jacob Dahl  
Vito Giudici

我们谨在此向全球银行、消费品、医疗、能源、组织业务、PE等部门的众多同事表示诚挚感谢。他们是：乐诚铎、蒲仁伟、韩峰、Ivo Naumann、Georges Desvaux、郑文才、石炜麟、郭凯元、陈波、周希、吴永现、揣姝茵、辛梦苇、程泉、吴凡、李毅恒、李叶骅、张晗、吴沉吟、荣锦、郭昊、陈晨、康锐冬、颜世旭、陈曦等近百位中英文文章作者。署名详见每篇文章。

### 关于麦肯锡中国区银行咨询业务

麦肯锡中国区银行咨询业务致力于服务本地区领先和具有成长潜力的商业银行及投资银行和资产管理机构，通过实施效益驱动的解决方案，帮助客户取得长期成功，并建立可持续的核心竞争力。

除了专注于协助客户设计整体转型、金融科技、布局和并购等战略，我们亦提供端到端的实施支持，以及帮助客户进行全面的组织能力升级和核心能力建设。

## 第一部分



# 完整版目录

## 私募股权投资战略价值及行业趋势展望

### 行业影响力

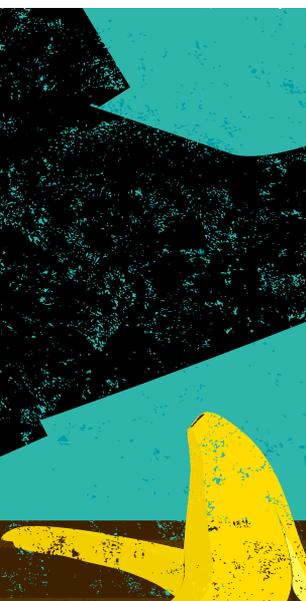
- 014 **传授真经：私募股权基金对上市公司的启示**  
 私募股权公司的成功战略，即使是那些打破上市公司运营模式的做法，对于多业务企业而言也都有借鉴意义。
- 022 **私募股权投资者如何助力企业重振**  
 私募股权公司在面临业务困顿时，表现仍明显优于上市公司，这要归功于他们积极参与被投公司的管理。

### 行业趋势

- 026 **全球私募市场趋势深度盘点**  
 本文对私募股权市场 2018 年的发展进行了回顾，并对未来做出了展望。
- 063 **麦肯锡合伙人谈投资者为何纷纷涌入私募市场**  
 随着投资者和资产管理公司离开日渐疲软的公开市场，私募市场迎来了蓬勃发展，并将重新定义何为投资“表现”。
- 077 **对话 Jim Coulter：把握另类资产投资行业动态**  
 著名投资人 Jim Coulter 分享了他对另类资产、投资行业变化趋势以及管理费用降低等一系列重大问题的洞见。
- 087 **Erik Hirsch 谈私募股权投资**  
 为何业绩跻身前 25% 已经远远不够，大型母基金首席投资官给出解释。
- 102 **超出预期的亚洲私募市场**  
 影响亚洲私募的因素有哪些？未来又将如何演变？
- 106 **全球私募市场五大展望**  
 私募市场行业规模继续扩大，但同时也带来了新的挑战；本文回顾了行业现状，并对未来做出五大展望。



## 第二部分



### 112 取经一线，成就不凡：私募股权圆桌访谈录

投资人若能更新技能组合，未来仍大有可为。四位顶尖私募投资人就私募股权的前景展开对话。

## 顶级投资机构的战略、投资哲学及发展路径

### 先进经验

#### 124 从国际顶尖 PE 发展经验看中国 PE 如何走向卓越

本文总结了北美私募市场的六大发展转变，提炼出国际顶尖 PE 公司八大先进经验，并指出了对中国 PE 发展的启示。

#### 137 附录：18 家国际顶尖另类资产管理公司案例

#### 174 中国私募股权市场 2017 年回顾与普通合伙人的八大能力建设建议

麦肯锡私募股权业务近期发布了报告，分享了对中国私募股权市场现状、普通合伙人的八力能力建设的洞见。

#### 190 募资寒冬将至，投资机构如何逢山开路遇水搭桥

国际领先 LP 与本土 LP 在筛选 GP 时通常看重哪些要素？如何在不断成熟、规范与开放的市场中提高募资专业化能力？

#### 202 善始令终：让私募基金的退出流程创造显著价值

聚焦私募股权公司退出机制的三个最佳选择，帮助投资者捕获更多价值。

### 私募基金案例分享

#### 211 深度剖析黑石何以成为全球顶级另类资管公司

准确把握市场环境，综合制定战略打法，黑石成功拓展多资产品类，成为全球规模最大的多元另类资产管理公司。



## 第三部分



### 225 解密“PE 投资之王”凯雷的核心竞争力

聚焦行业专业度与本土渗透率，通过四大支柱形成“Carlyle Edge”核心竞争力，专注于长期价值创造与提升。

### 237 专注不良资产，推崇“逆向投资”——阿波罗的决胜之路

阿波罗坚持“价值导向、逆向投资”，在不良资产领域建立起难以比肩的竞争力，并成功打造出规模可观的信贷资产管理业务，通过三位一体的整合平台实现持续的成功。

## 机构投资者

### 248 机构投资者如何实现从大到伟大的跨越

要实现战略重心的转换、从大到伟大，机构投资者需要在七大领域构建全新能力。

### 273 主权财富基金和养老基金：未来在于合作

麦肯锡合伙人对话新西兰超级基金 CEO Adrian Orr，讨论主题投资、创新以及坚持基本原则带来的回报。

### 283 主权基金的不同模式：淡马锡和 GIC

主权基金作为一类重要的机构投资者，有着不同的投资模式。本文通过对新加坡主权基金淡马锡和 GIC 的对比分析，解释了两种比较典型的模式。

### 303 私募股权 FOF 投资模式解析：Partners Group

私募股权 FOF 模式在中国具有极大的发展价值和潜力，领先母基金需要从五大维度建立能力。

## 投资热点趋势及策略

### 投资热点主题

### 318 颠覆性技术投资展望

麦肯锡总结了对经济会产生颠覆性影响的 12 项技术，并对这些技术领域的典型投资机构进行了介绍。



## 下册



### 369 美国体验类经济开始变现了

娱乐、社交、餐饮、旅行等体验类经济增速超过产品类消费支出增速，私募股权进入该领域的时机业已成熟。

### 379 融入可持续发展理念成为投资方向新常态

越来越多的机构投资者认为，环境、社会和治理对于推动价值创造至关重要。若想进行有效投资，必须考虑这些因素。

### 396 新兴资产类别：影响力投资

麦肯锡的试点调研显示，不论回报、投资期，还是资金来源，影响力投资都已成为具有吸引力的新兴资产类别。

## 投资热点行业

### 403 医疗健康投资风向与机会

中国健康医疗产业受民众需求、技术革新及医改深化的推动正在快速发展，本文集中探讨在医疗服务、医疗器械及生物医药领域的投资机会。

### 420 全球金融科技热点观察

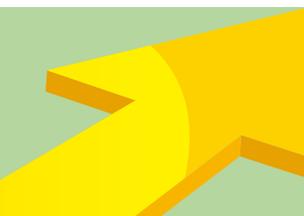
本文从资本视角考察全球金融科技，总结出七大投资热点趋势，对中国投资者布局全球金融科技提出四条建议。

### 443 消费品零售行业投资热点一览

麦肯锡对中国消费者的行为进行分析，并对消费品零售行业的趋势进行阐释，还就该行业的投资热点提出几条建议。

### 461 节能环保及新能源热点观察

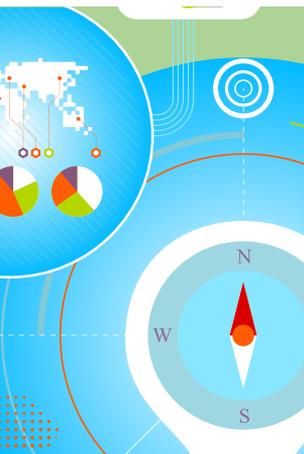
顺应全球能源转型趋势，把握新能源与节能环保投资机遇。投资者应如何看待新能源投资热点？哪些机遇值得关注？



## 第四部分



## 第五部分



### 498 私募股权基金将落子何方——以美国住宅建筑产品行业为例

为了持续创造价值，行业领导者不仅要推动价值链整合、提升运营表现，更要升级其价值创造的策略。

## 投资公司的治理与决策流程

### 组织与流程

#### 512 私募股权战略愿景如何顺利落地？

一流私募公司从战略愿景到投资、治理、运营、人才及资本化等环节均践行全面发展理念。

#### 519 领先私募基金的组织架构与管控模式解析

麦肯锡基于对领先私募机构的研究，总结出其在组织架构和管控模式方面的五大最佳实践。

#### 534 浅析私募股权投资全流程

麦肯锡通过解析私募股权投资流程中的六大关键环节，帮助私募机构理清投资流程，从而避免投资过程中的很多潜在问题。

## 投后管理

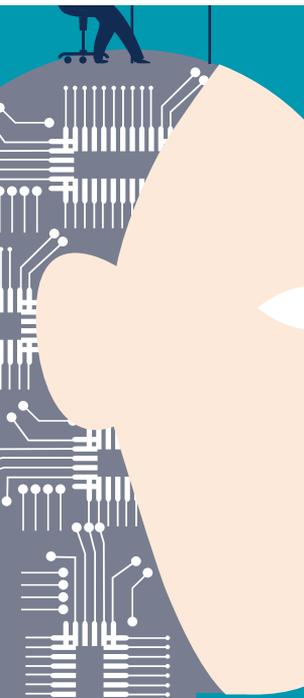
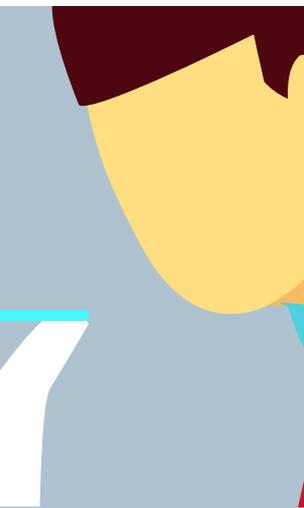
### 管理模式

#### 556 私募股权公司通过积极管理创造超群绩效

私募股权公司对所投公司采取积极的投后管理，通过五大步骤引导被投公司发展，为其带来超群绩效。

#### 562 中流击水 奋楫者进——投后管理在四大领域为企业创造价值

本文介绍了一套系统的投后管理方法论，涵盖交易整合、风险监控、赋能增值及资本运作四大板块。



## 第六部分



### 574 董事经验与投后价值创造

独立董事能为公司治理提供外部视角,但对私募公司的分析表明,独立董事也须具备相关的管理和专业技能。

### 运营提升抓手

#### 577 增长至上: 私募股权投资的运营奥秘

麦肯锡就私募股权机构如何通过运营管理提升被投企业价值进行了调研。

#### 581 卓越的产品开发助力提效增收

私募股权公司需要通过更多途径挖掘价值,麦肯锡介绍了通过提升产品开发的创意来提效增收的四种途径。

#### 588 数字化采购: 私募股权基金如何持续收获成效

麦肯锡总结了数字化工具能为私募股权基金各类被投企业带来的成效。

### 先进经验

#### 597 漫谈杠杆收购天王 KKR 的投后管理经验

全球杠杆收购界老牌领军企业设立专职投后管理团队,同所投公司管理层通力合作,与其并购模式相得益彰。

#### 612 私募股权基金如何建立快速适应能力: 专访 Don Gogel

一位私募股权投资企业资深 CEO 讲述他对私募股权市场未来发展的深度思考。

## 企业重振与转型 (RTS)

### 转型之道

#### 632 企业转型的成功之道

麦肯锡认为,要想实现成功转型,企业必须建立严格的执行体系,明确“做什么”,以及“怎么做”。



## 转型设计

### 641 如何进行大胆的转型

企业必须摒弃传统思维和行为模式，大胆推出全方位覆盖的转型新举措，显著提升业绩，确保组织健康，实现成功转型。

### 655 如何设定合理的转型目标

合理的转型目标是转型成功的基石，麦肯锡总结了设定转型目标时应遵循的四项原则。

### 658 转型办公室有何职责？

麦肯锡的经验表明，转型办公室对企业能否成功转型至关重要。

### 664 首席转型官的关键职责

如果首席转型官能力突出、经验丰富，转型成功的几率就会大大提升。

## 转型推进

### 668 如何保持良好的转型势头

“执行引擎”是确保顺利转型的关键，麦肯锡建议从五个方面入手构建“执行引擎”。

### 673 高风险转型：如何达成既定目标

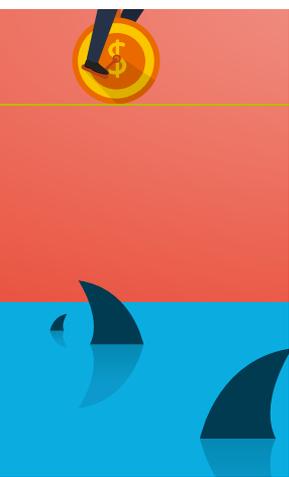
麦肯锡对紧急情况下开展的转型项目进行了评估，总结出达成高风险转型目标必须遵循的三大原则及实践要点。

## 最佳实践

### 690 RTS 行业最佳实践一瞥

麦肯锡通过分析某汽车制造商 RTS 转型的案例，描述了转型流程及工具在实践中的应用。

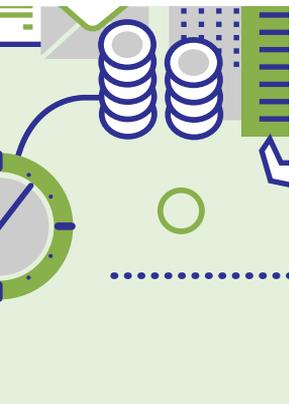
## 第七部分



## 人才与文化

- 702 **投资公司如何做好人才管理**  
麦肯锡基于核心人才体系的案例研究,对投资机构如何制定切实可行的人才战略提出了建议。
- 711 **顶级 PE 公司在文化上的思与行**  
本文探讨了世界顶级资产管理公司的文化,分析了其中共性与落地抓手,并对中国本土私募公司在文化建设和组织架构方面可以借鉴的经验进行了总结。
- 734 **BlackRock 人才管理的宝贵经验—访谈 Larry Fink**  
全球最大资产管理公司贝莱德首席执行官 Larry Fink 表示,确保“思维多元化”是做好人才管理的重中之重。
- 739 **人才管理是价值源泉—访谈 Sandy Ogg**  
前黑石公司运营合伙人 Sandy Ogg 讲述企业为何要将人才与价值挂钩,以及人力部门如何实施落地。
- 744 **个人才能与同行激励: Britt Harris 谈机构投资**  
一名投资者/管理者亲述“德州式投资方法”——强化与资产管理者关系,深度挖掘个人才能。

## 第八部分



## 风险管控

### 私募基金风险管控

- 762 **筚路蓝缕 以启山林—五大抓手助力私募基金管好投资风险**  
一流私募公司如何从投资边界、尽职调查、投资决策流程、投后管理和辅助决策五大方面实现端到端风险防范。



## 第九部分



### 机构投资者风险管控

774 后金融危机时代应反思风险管理五大领域

在后金融危机时代如何进行风险转型? 机构投资者应聚焦五大领域加强风险管理实践。

### 被投资企业风险管控

806 董事会新职能: 运用风险管理创造价值

必须强化董事会风险管理职能。

825 提升不确定时期的企业风险评估水平

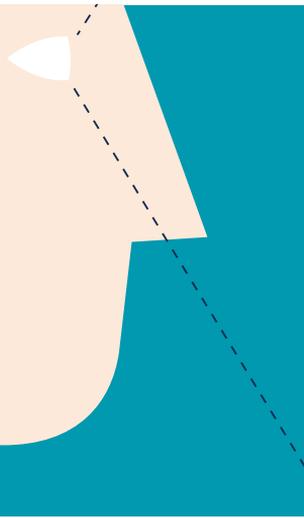
对新兴风险的预见性、敏感度和灵活性是企业非常宝贵的能力, 麦肯锡就企业如何提升风险评估能力提出六大洞见。

## 麦肯锡全球CEO高峰论坛与国际市场研究报告

840 私募股权投资专题会议及全球研究报告



## 精简版目录

- 
- 013 **全球私募市场趋势深度盘点**  
本文对私募股权市场 2018 年的发展进行了回顾, 并对未来做出了展望。
- 
- 050 **对话 Jim Coulter: 把握另类资产投资行业动态**  
著名投资人 Jim Coulter 分享了他对另类资产、投资行业变化趋势以及管理费用降低等一系列重大问题的洞见。
- 060 **取经一线, 成就不凡: 私募股权圆桌访谈录**  
投资人若能更新技能组合, 未来仍大有可为。四位顶尖私募投资人就私募股权的前景展开对话。
- 070 **从国际顶尖 PE 发展经验看中国 PE 如何走向卓越**  
本文总结了北美私募市场的六大发展转变, 提炼出国际顶尖 PE 公司八大先进经验, 并指出了对中国 PE 发展的启示。
- 083 **中国私募股权市场 2017 年回顾与普通合伙人的八大能力建设建议**  
麦肯锡私募股权业务近期发布了报告, 分享了对中国私募股权市场现状、普通合伙人的八力能力建设的洞见。
- 099 **募资寒冬将至, 投资机构如何逢山开路遇水搭桥**  
国际领先 LP 与本土 LP 在筛选 GP 时通常看重哪些要素? 如何在不断成熟、规范与开放的市场中提高募资专业化能力?
- 111 **中流击水 奋楫者进——投后管理在四大领域为企业创造价值**  
本文介绍了一套系统的投后管理方法论, 涵盖交易整合、风险监控、赋能增值及资本运作四大板块。
- 123 **企业转型的成功之道**  
麦肯锡认为, 要想实现成功转型, 企业必须建立严格的执行体系, 明确“做什么”, 以及“怎么做”。
- 132 **投资公司如何做好人才管理**  
麦肯锡基于核心人才体系的案例研究, 对投资机构如何制定切实可行的人才战略提出了建议。
- 137 **人才管理是价值源泉——访谈 Sandy Ogg**  
前黑石公司运营合伙人 Sandy Ogg 讲述企业为何要将人才与价值挂钩, 以及人力部门如何实施落地。
- 



# 全球私募市场趋势深度 盘点

本文首先回顾了2017年全球私募行业的资本流动情况；其次，分析了这些动态将会如何影响LP及GP之间的合作关系；最后，对在资本大规模涌入、私募市场强健发展的环境下如何取得成功，提出了建议。

Fredrik Dahlqvist, Aly Jeddy, Alex Panas, Vivek Pandit,  
Bryce Klempner 和 Matt Portner

2017年对于私募市场而言, 又是增长强势的一年<sup>1</sup>。即使在全球证券市场走高——标普500指数大涨20%, 其他主要指数也呈现增长态势的背景下, 投资者仍对私募市场饶有兴趣, 满怀信心。私募机构交易金额连续

八年增长, 去年在全球范围内达到了历史新高——近7500亿美元。

在这一波资本浪潮中, 美国巨额并购基金强势崛起。值得注意的是, 整个私募行业在2017年创下历史最大增幅, 而这几乎全部归功于美国并购巨额基金这一子资产类别的增长。

如今, 巨额基金已经变得越来越普遍, 这部分归功于投资者持续从大规模基金中获利。根据剑桥联合研究顾问公司(Cambridge Associates)的研究发现, 过去十几年中平均回报率最高的是最大型的基金。然而有趣的是, 2017年, 原本就已十分强势的巨额资金募资速度又呈现出进一步增长: 巨额并购基金的募资额同比增长均超过90%。相比之下, 中等规模的并购募资(即规模在5亿美元-10亿美元的基金)增长率仅仅只有7%, 尽管这已经是在多年稳健增长后所呈现的相对健康合理的增长速度。

投资者向私募市场配资的动机大多如出一辙, 基本都由于其产生高于市场平均水平的收益(alpha)的潜力和在大量资金投入情况下的稳定表现。极度需要高额回报的养老基金依旧是投资占比最高的有限合伙人(LP)。捐赠基金早已将私募市场作为投资重点, 并且热情不减。与

投资者向私募市场配资的动机大多如出一辙, 基本都由于其产生高于市场平均水平的收益(alpha)的潜力和在大量资金投入情况下的稳定表现。

此同时，主权财富基金也在寻求在私募市场中增加份额的机会，越来越多地利用共同投资及直接投资来增强其资本利用能力。近期，90%的LP表示，私募资产的最大类别——私募股权投资的表现将继续优于公开市场。尽管学术研究认为，这一差距平均来看已经在逐步缩小。

因此，资金仍在持续流入私募市场。我们的研究发现，在过去几年，行业中的巨头已经获得了越来越大的资本份额，并有意整合这一呈现碎片化的行业。然而在2017年，私募资产经理还是遭遇了一些挫折。尽管2017年的交易额仍与2016年的1.3万亿美元相当，但交易数量已经连续两年下降，跌幅达到了8%。这直接导致了交易的平均规模出现上扬——从2016年的1.26亿美元增长到了2017年的1.57亿美元，增幅高达25%。与此同时，私募资产经理也积累了更多的待投现金(dry powder)，预计目前总量已达到创纪录的1.8万亿美元。私募市场的资产管理规模——包括承诺注资、待投现金及资产升值，在2017年已经超过了5万亿美元，同比增长8%。

基金经理之所以不愿意主动出击或者很难找到突破点的主要原因就在于收购价格无法达到令人满意的程度。2017年，私募税息折旧及摊销前利润倍数(EBITDA)中值从2016年的9.2倍增长了10倍以上，



达十年新高。当数字不断飙升时,普通合伙人(GP)在投资决策上必须更为明智,做出更有战略的选择。

2017年的关键词是规模效应。LP及GP应对大规模挑战及机遇的方式将直接成为他们是否能够成功的决定性因素。所有LP及GP都必须在投资决策过程中自我约束。很快,GP就需要在两种资产管理模式中进行选择:是继续仰仗身后庞大的资产规模,广撒网,布局各个资产类别;还是精准定位,集中在个别资产进行小规模投资与管理?如果选择第一类,那么资本的确会持续流入,但是基金经理必须找到新的投资吸引点,因为私募等资产类别无法持续扩张;如果选择第二类,则基金经理需要立即做出一个战略决策:是继续扩张,还是保留原有战略?如果企业清楚知道两种模式的差别,并能够严格地去执行其战略,则无论哪一种选择都可能成功。

## 关于本文

此报告就2017年全球私募市场进行了回顾与总结。得益于行业领先数据,我们在对私募市场长期研究中获取了最新的全球发展趋势<sup>2</sup>。我们采访了世界上部分最具影响力的LP及GP,并听取了麦肯锡遍布全球的专家的意见,他们与资产所有者及资产经理密切合作,向我们提供了不少自身对行业的见解。

本文开头回顾了2017年的私募行业资本流动情况,包括资本募集、资产管理规模,及资本利用情况。我们紧接着深入分析了这些动态将会如何影响LP及GP之间的合作关系。最后,我们就如何在资本大规模流入、私募市场强健发展的时期持续获得成功提出了建议。

## 增长态势强健

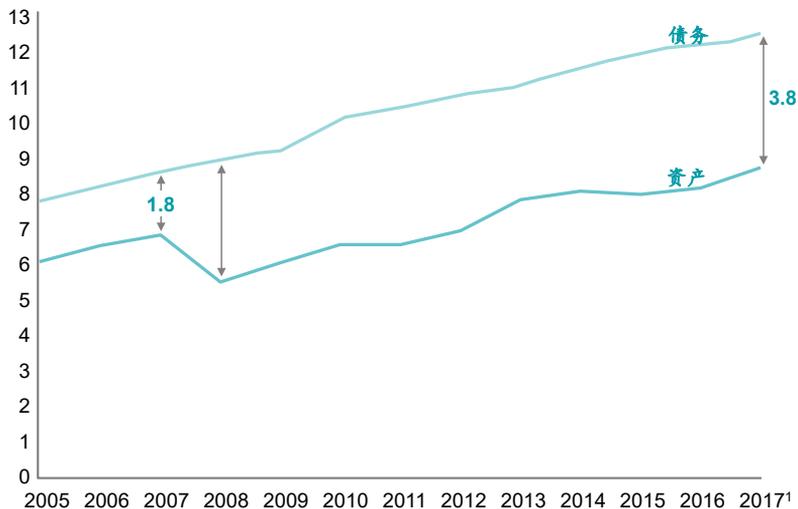
据我们研究预测，LP 将继续向私募市场进行配资，因此募资会继续保持快速增长状态，尤其是在私募股权、私募债务及地产等领域（尽管部分报告表示地产领域并不应该被包括在内）；管理资产规模（AUM）也将创下历史新高。不过最有趣的是，研究表明，私募行业将进入逐渐整合阶段。

## 差距逐渐扩大

世界各地的固定收益养老金都面临着巨大的负债缺口，资不抵债。以美国为例（见图 1），2008 年前，美国公共养老金的平均资金比率仅略低于 80%，只有 1.8 万亿美元的缺口。然而在全球金融危机爆发后，缺口急剧扩大，从 1.8 万亿美元增至 2017 年的 3.8 万亿，几乎翻了一倍。自

图1. 美国养老金的负债缺口自2008年以来几乎没有改变

美国养老金资产和负债，  
2005-2017，万亿美元



1 根据2017年第3季度数据

资料来源：美联储统计公报，2017年12月

那之后，尽管资产价值大幅增长——尤其是大多美国养老金愿意投资的股权类资产，但其资产赤字也始终保持在同一区间内。2008-2017年间，尽管标普 500 指数年均增长 13.4%，但这一缺口仍以每年 0.9% 的速度不断扩大，现在已达到 3.8 万亿美元。许多欧洲养老金也面临着类似的资金不足情况。但也正因为这一负债缺口的存在，投资者对进入私募市场依旧充满动力，希望如以往一样能够得到超额回报<sup>3</sup>。

负债缺口的扩大是多个因素共同导致的。首先，多数养老金都大规模参与了股权投资，并且大部分都在市场下行时，损失惨重。而且重创之后，也并未及时进行调整清仓。第二，美国养老金一直在逐步降低他们对于投资回报率的预期，直接导致负债现值升高。第三，许多养老金直到近年来才开始修改已经沿用了近 20 年的死亡统计表，但事实上，在 2000-2017 年间，人均预期寿命增加了约两年，退休年龄也相应延长，负债也随之增加。这些财务及精算估算中的差异使得负债缺口一直存在。换个角度来看，实际的缺口其实比过去账面上所显示的要更大，目前扩大的缺口其实只是更趋近于真实的数字。

其他 LP 也有理由继续投资私募市场。过去几年，由于能源市场的持续震荡，主权财富基金开始积极寻求长期且稳定的投资收益，因此，私募市场当仁不让成为首选。主权财富基金正在通过直接投资或与





GP 联合投资从而扩大其在私募市场的投资占比。另一方面，高校捐赠基金已经重仓在私募市场持资，对于许多捐赠基金来说，私募股权已经在其所有投资组合中占据了半壁江山。通常，这些 LP 将采用“小而美”的投资战略，并与自身战略相符的投资经理建立长期关系，以此持续拉动中间市场活动。话虽如此，相较于养老金和主权财富基金，他们更不容易改变自己的投资选择。

综上所述，LP 在实现投资回报方面面临着巨大的压力，而鉴于过往的杰出表现，他们不断将投资重点放在私募市场上。在近期的一项调查中，91% 的 LP 表示，多种私募资产能够实现高于公开市场的回报。这一看法也被许多投资顾问所认可，纷纷表示私募市场将继续大放异彩。但近年来，多名学者发现，私募股权杰出表现的中值有所降低，并据此对这一说法提出质疑<sup>4</sup>。

由于行业数据存在不完整，甚至缺失的问题，私募市场的表现依旧是一个热门话题。随着资产持续从混合基金池向独立管理账户迁出，原先公开汇报的数据也变得越来越不透明，这也导致可公开获得的数据质量随时间的推移而不断下降。但是无论如何，如果 LP 能够选择优秀的投资经理，那么其投资回报还是非常可观的。

## 募资：持续攀登巅峰

正如图 2 所示，对于多数资产类别和区域而言，募资结果仍旧十分乐观，只有少数例外值得关注。私募股权及私债实现了大幅增长（分别为 11% 和 10%），而其他小型资产类别则有所下跌：自然资源下跌了 5%，基础设施下跌了 4%。这是私募股权在 2015-2016 年上升 19% 后，第二次实现两位数增长。房地产也有所上涨，但正如我们在下文所述，该调查仅面向可获得数据最多的封闭式房地产基金<sup>5</sup>，这会导致对房地产领域投资了解不全面、甚至是出现误导的情况。简单回顾不同的资产类别，将能在这一宏观图景中揭示更为微妙的动态，包括帮助我们更好地理解私募债务为什么会显著增加。

## 私募：站在岔路口

图2. 全球私募市场募资增加了3.9%

		私募股权	封闭房地产基金 <sup>1</sup>	私募债务	自然资源	基础设施	私募市场
北美	总计，十亿美元	233	70	67	45	33	448
	2016-17，十亿美元	36.6	-8.4	-1.2	-12.4	+0.2	+14.9
	同比变化，%	18.6	-10.7	-1.8	-21.8	0.7	3.4
欧洲	总计，十亿美元	95	30	33	16	22	196
	2016-17，十亿美元	2	-0.8	+6.9	+9.0	+1.9	+19.0
	同比变化，%	2.1	-2.7	26.2	127.5	9.6	10.7
亚洲	总计，十亿美元	60	9	6	1	2	78
	2016-17，十亿美元	5.3	-2.3	+3.9	+0.4	-9.4	-2.2
	同比变化，%	9.6	-20.0	192.0	50.7	-86.1	-2.8
其他	总计，十亿美元	9	3	1	6	7	26
	2016-17，十亿美元	-4.7	-3.5	+0.4	-0.2	+4.6	-3.4
	同比变化，%	-35.5	-56.7	55.1	-3.6	239.9	-12.2
全球	总计，十亿美元	397	112	107	68	64	748
	2016-17，十亿美元	39.2	-15.1	+10	-3.3	-2.6	+28.2
	同比变化，%	11	-11.9	10.2	-4.6	-4.0	3.9

<sup>1</sup> 投资在房地产的封闭基金。包括核心型、核心增值型、困境、投机和增值房地产以及房地产债务基金。请注意，当考虑到开放式基金和独立管理的账户时，房地产作为一个整体资产类别有所增长

资料来源：Preqin

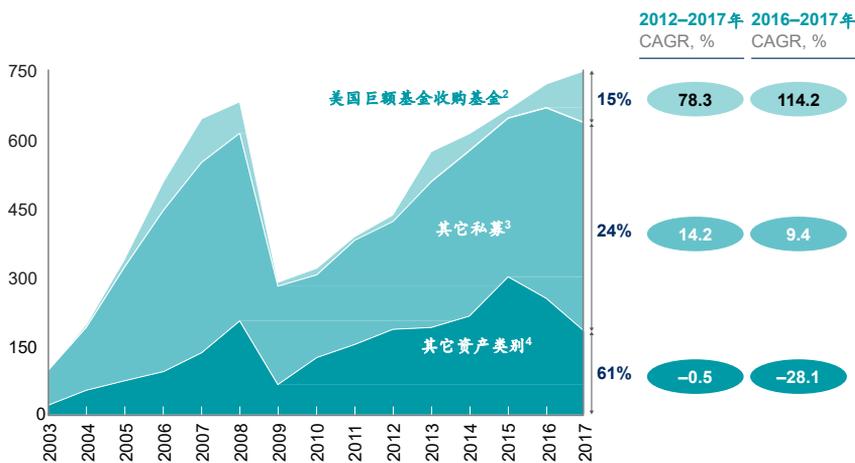
对资本募集而言，这是历史性的一年。然而，增长大多只集中在一个区域、子资产类别及基金规模，那就是美国的巨额并购基金（见图 3）。巨额基金在全部募资中的份额已从 2016 年的 7% 增至 2017 年的 15%，超越了 2007 年巅峰时段的 14%。

中型市场也在稳步增长。2017 年，规模在 5 亿至 10 亿美元之间的并购基金在全球募集了 318 亿美元，较 2016 年增长了 7%；规模不足 5 亿美元的基金募集了 291 亿美元，比上年增长了 3.5%。中型市场募资虽然强势，但也在全球巨额并购基金的表现面前黯然失色——巨额并购基金同比增长了 93%，从 901 亿美元增加至 1737 亿美元。

是什么推动了 50 亿美元以上的巨额基金的增长？人们一直认为，“大数法则”会使得巨额基金的回报出现上限：一方面，与同样被视为并购

**图3. 2017年，美国巨额并购基金占全部私募市场融资的15%，创历史新高**

2003–2017年,10亿美元



1. 私募市场是指私募股权、房地产私募基金（即封闭式基金）、私募债务封闭式基金、自然资源封闭式基金和基础设施封闭式基金。不包括二级市场和组合型基金，以避免对资本融资的重复统计

2. 在美国的超过50亿美元的并购基金

3. 包括风险投资、增长和其它私募基金（在公开上市股权的的平衡型、混合型和私人投资）

4. 包括封闭式房地产基金、私募债务、自然资源 and 基础设施

资料来源: Preqin; 麦肯锡分析

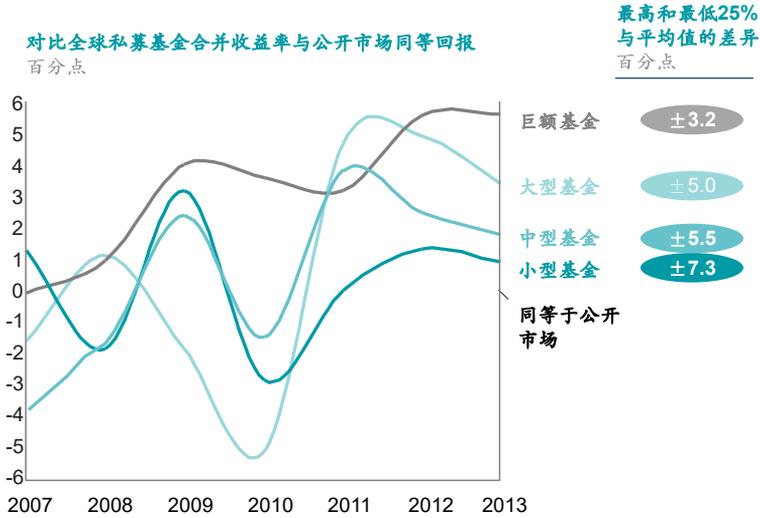
目标的小公司相比，此类基金聚焦的公司通常规模更大、运营更好、资本使用效率也更高，因此运营或财务改善的空间也比较小；但另一方面，巨额基金因其募集公司过往资本运营的良好声誉，长期以来都被诸多投资者视为安全的选择。同时，由于巨额基金通常是由那些规模最大的公司来募集，其长期积累的资源意味着资本能够得到充分利用，这正符合了许多投资者需要将数十亿资本尽快投入运转的需求。通常，募得巨额基金的公司往往并不是收益最高的，他们之所以能够得到资本市场的青睐，绝大部分原因得益于他们运作大量资本的能力。与此同时，一些 LP 正在逐步梳理其外部的资产管理网络——很多情况下会牵扯出几百个 GP 和几千家潜在资产组合公司，为 GP 巩固大客户带来了潜在的威胁。因此，签订超大额投资订单的机会比以往任何时候都要更具吸引力。

那么问题来了，这些巨额基金的利弊将如何平衡相抵？他们是否能够克服大数法则？就目前现状来看，资本纷纷涌入巨额基金，且平均回报极具优势。换言之，如果大数法则确实存在，那么其上限还远远没有到来。数字显示自 2008 年来，巨额基金的平均回报已经远超其他规模的基金——并且也远超公开市场中同等规模的基金（见图 4）。

巨额基金的优异表现给了 LP 很多信心，因此对于在此梯队中的部分



图4. 按照合并收益来看，全球巨额基金自2008年以来表现出色



资料来源: Cambridge Associates; Thomson One; 麦肯锡分析

机构而言，“为什么要投资给特定公司”逐渐演变成了为“为什么不投呢？”。然而，对许多经验丰富的投资者而言，无论是养老金，捐赠基金还是家族办公室，中型市场的表现始终都是行业标杆。其回报率的分布区间十分广泛，远远大于巨额基金，而其中表现最好的基金回报率甚至能够大大超过内部平均收益率。虽然中型市场涉及到更高的选择风险，但 LP 在未来仍将继续依赖自己信任的经理来获得高于市场平均的回报。

从更长远的角度来看，私募基金规模连年增加，其募资额的增速在 2017 年出现了极大提高。不足 5 亿美元的小型基金——占 2010 年募资总额的 36%——在 2017 年比重降至 20%，而超过 50 亿美元的巨额基金，则从 2010 年总额的 7% 增至 2017 年的 30%。为了满足 LP 日益增长的需求，那些最大的 GP 已将自身品牌及能力延伸至私募股权之外，开始在私募资产各类别中募集资金。由于这些 GP 在私募股权市场拥有成功的声誉及出色的表现，他们在其他私募市场资产类别

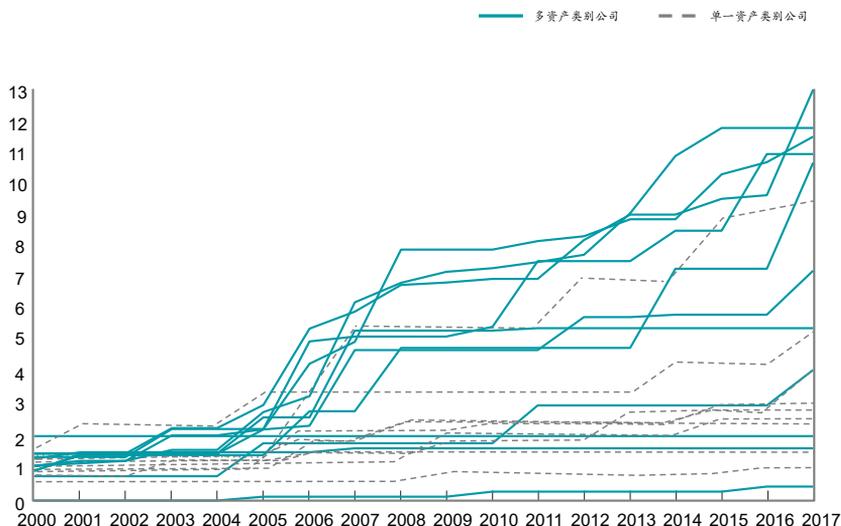
中募集资金时，也会大获成功。而这也会反过来帮助他们在私募股权中的募资，以此形成正向回馈。正如图 5 所示，转向多资产类别的私募股权机构，反而在私募股权中募集到的资金更多；他们建立了规模化的机制，从而实现资本的规模化。

欧洲在巨额基金崛起方面与美国不相上下，多家企业成功募集总计 400 亿美元的新资金。亚洲也不甘示弱，此前几乎鲜为人知的巨额基金现在已超过 2017 年募资总量 600 亿美元中的三分之一。亚洲的巨额基金也在转向私募股权并购，而非其他资产类别。

然而，尽管欧洲的巨额基金增势强劲，其募资总量增速却在放缓：2016-17 年间仅增长了 2%，远低于过去 5 年的 21%。英国脱欧及其带来的冲击是资产价格下降和募资速度放缓的主要原因。随着投资者信心在 2017 年下半年逐渐恢复，北美投资经理会将目光转回欧洲，填补之前留下的的资金缺口。

图5. 向其他资产类别拓展的私募公司出现了蓬勃发展

2000-2017年，200家公司中20家累计私募融资<sup>1</sup>，十亿美元



<sup>1</sup> 仅包括私募市场的融资，其中有两家公司已经倒闭  
资料来源 Preqin; 麦肯锡分析

## 私募债务：银行无法涉足之地

去年，投进私募债务的资金增加了10%，高达1000多亿美元（自2008年之后的新高）。绝大部分增长来自欧洲（26%）和亚洲（由于起点低，增长了200%）。

多种因素共同导致了这一现象。私债的走高预示着私募市场正式成为大众眼里除银行之外的另一个贷款来源。尤其是在印度和中国，当地银行深陷不良贷款的泥沼，因此放贷非常谨慎。同样，全球很多地区的公债（public debt）市场都不活跃。如今，由于获得银行贷款及高收益债券日益困难，私募债务投资人瞅准时机，抓紧介入市场以填补空白。2016年，有26%的私募债务资本用于直接借贷而不是从事不良资产投资或夹层融资，这一数字在一年内猛增了25%，于2017年达到51%。此外，许多LP发现，固定收益投资的回报正在逐步降低。在他们看来，私募债务的风险评级与其类似，却具有更高的收益潜力。也有人认为，私募债务是一种风险较低的私募股权投资方式——投资者可以获得公司资本架构中更有利的部分，同时又无须忍受极低的回报。另外，资产多元化也始终是投资者的一大考量。俗话说“鸡蛋不能放在同一个篮子里”，私募债务因此为投资者提供了分散风险的机会。

在欧洲，许多私募基金的管理者也对私募债务领域十分感兴趣，将其视为自身多元化发展的机遇。在他们看来，私募债务可以填补企业中小额融资方面的空白，还能为贷方带来健康稳定的回报，尽管回

私募债务是一种风险较低的私募股权投资方式——投资者可以获得公司资本架构中更有利的部分，同时又无须忍受极低的回报。

报会低于私募股权投资。因此，许多 LP 都纷纷要求其外部经理涉足私募债务领域。我们认为，这一趋势还将持续。

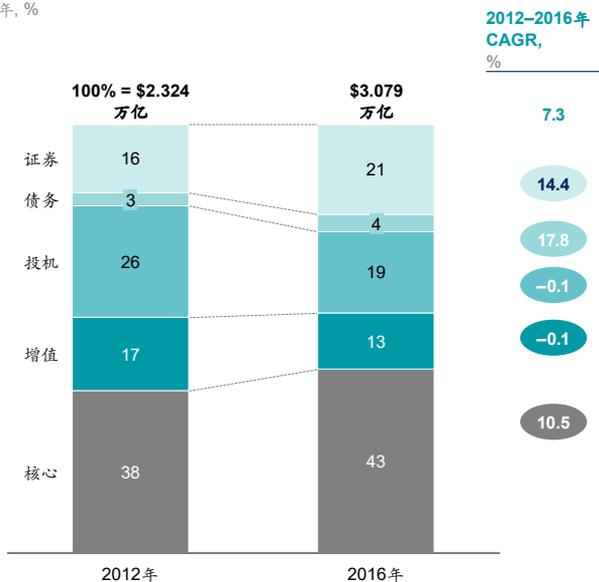
## 房地产：远比预期复杂

由于房地产投资持有期长，且回报超过固定收益类投资，很多 LP 认为投资房地产能够很好地满足他们的需求。随着资本涌入私募市场，房地产投资的增长十分迅速，但是封闭式基金的募资却在 2016-2017 年间出现了下滑。鉴于房地产在投资组合中的作用，越来越多的资本已从封闭式基金中转出，流入其他基金。

房地产投资近期的主要变化是投资风险整体下移。一直以来，投资者都期望通过房地产投资实现高于市场的收益，但现在越来越多的人都将其视为固定收入的来源，并相应调整了他们的地产投资组合。2012-2016 年间，核心房地产投资的年均增长率为 10%，远超前其他投资策略（见图 6），因此很多投资人都将重心转移至核心地产基金。在一

图6. 房地产基金资产逐渐转向风险更低的投资战略

按管理战略所划分房地产资产，  
2012-2016年，%



1 估算包括所管理的全球机构和零售证券

资料来源: eVestment; IPD 全球基金指数; IREI; NFI-ODCE; Preqin; Simfund

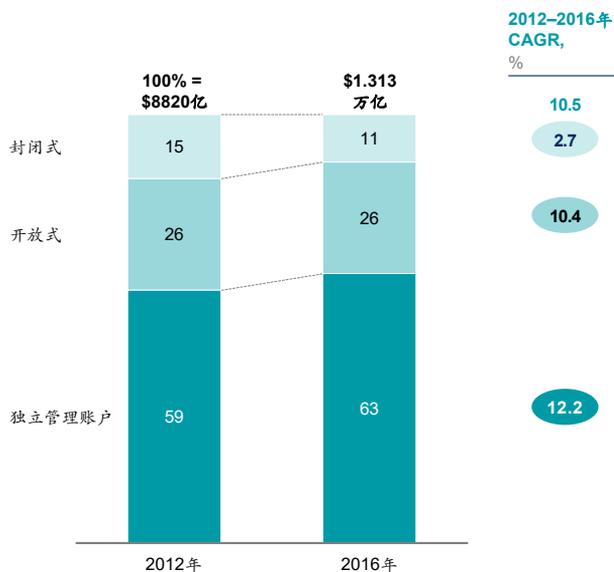
个渴求收益的资本世界中，若是房地产资产能够产生 5-7% 的年回报率，并且投资风险更低，这对投资者而言无疑是极具吸引力的选择。

第二个重要的原因是，投资者越发注重资金流动性及决断性。例如，在核心房地产投资领域，资产管理规模中高达 90% 的份额都由独立管理账户和开放式基金所持有（见图 7）。这些投资工具为 LP 提供了更多的流动性和更精确的选择，推动了核心房地产基金的增长，使其在传统地产策略中独占鳌头，迅速发展。债务基金及房地产信托投资信托基金（REITs）也实现了增长，虽然代价是传统封闭式基金的市场份额快速下降。

许多 GP 都在试图找到最好的方法以此应对 LP 不断变化的需求。那些能够提供低风险、高回报，并在非流动性资产类别中提供足够流动性的基金经理定能大获成功。随着时间的推移，我们可能会发现，未来在许多投资组合中，资金会转向低风险、核心型及核心增益型房地

图7. 封闭式基金的市场份额下降

按照管理结构划分的房地产核心资产，  
2012-2016年，%



资料来源: eVestment; IPD 全球基金指数; IREI; NFI-ODCE; Preqin; Simfund

产投资和基础设施，逐渐取代固定收益类产品。

虽然私募股权、私募债务及房地产是私募投资中最大的三个资产类别，但其他领域也有一些有趣的进展。在基础设施领域，2017年的募资有所减少，但这一数据却有误导性。自2016年以来，一些最大的GP已为传统的基础设施基金募集了创纪录的资金。据预计将于2018年关闭的基金数量判断，基础设施基金显然对投资者而言仍极具吸引力。

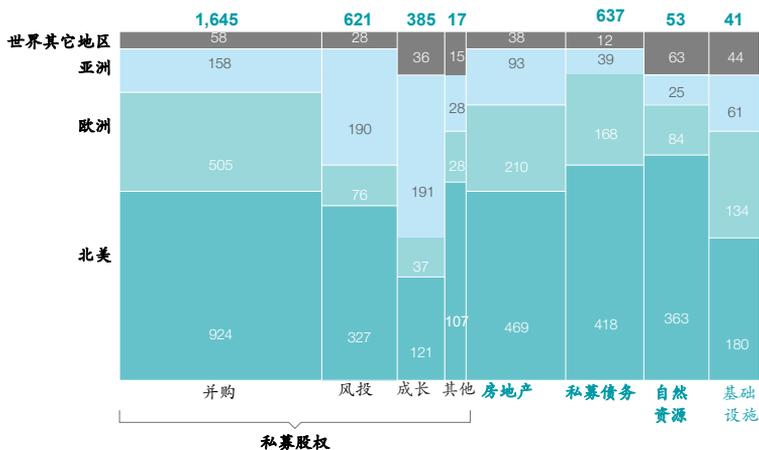
从投资地域角度来看，欧洲及北美一共募集了500亿美元，其中多数都瞄准了大型项目，旨在对现有资产进行更新及扩大。在当前低收益环境中，投资者将继续寻找基础设施机遇。现在最突出的问题并非需求而是供给；尽管许多新项目都在寻找投资者，但在全球范围内都很难找到政府和资本合作的项目以及公司私有化的机遇。

募资强势发展的同时，私募资产管理规模也创下新高。在私募市场中，资产管理规模仍是较为抽象的概念。私募公司的运营本身就不太透明，并且普通的影子资本(Shadow Capital)一般也不会对外披露，这其中就包括了LP对各个GP的投资额以及其直接投资份额；此外，行业内也不会对资本的使用及退出进行完整的追踪。在2017年，资产管理规模从一年前的4.7万亿美元上涨至5.2万亿，涨幅达12%，创历史新高(见图8)。由于在2008-2009年经济衰退期间基金的募



图8. 全球管理资产目前达到5.2万亿美元

私募市场资产，  
2017年，十亿美元



资料来源: Preqin; 麦肯锡分析

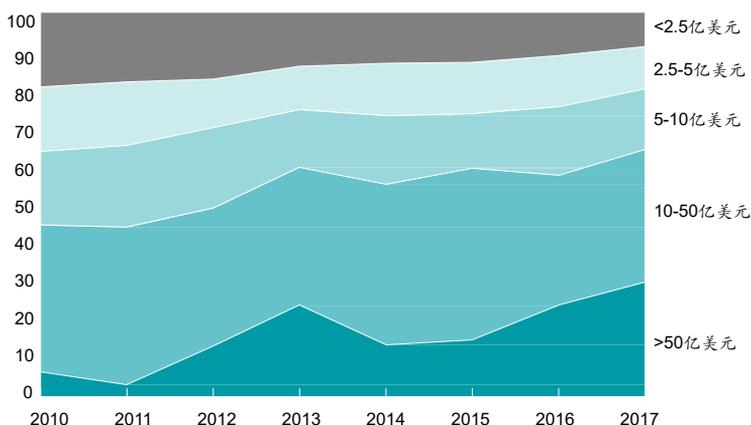
集份额较小，在多年的缓慢增长后，资产管理规模终于在 2015-2017 年实现加速增长。

### 全面整合

正如我们去年所述，初步证据表明，资本开始逐渐向那些巨额基金整合。整个行业的募资额中，巨额基金的占比日益攀升（见图 9）。按常理而言，企业也应面临相似的趋势——换言之，行业龙头会开始集中并掌控业内更多的资本。但截至去年，我们尚未发现足够的证据来证明这一点。我们推断虽然最大的企业毫无疑问地正在扩张，但募资的周期性意味着这些增长可能在很长一段时期内都不会显现，因为并非所有大企业每年都会募集新的基金。此外，该行业中还有成千上万个小企业，他们所吸纳的资本的变化可能会掩盖大型企业的发展。而我们也无法仅仅通过追踪资产管理经理的数量来寻找行业整合的证据，因为私募机构的数量每年也在不断增长。

图9. 全球募资向大型基金集中

全球私募市场<sup>1</sup>按照基金规模和年份的融资，  
占总当年融资额的 %



1. 私募基金、房地产私募基金（即封闭式基金）、私募债封闭式基金、自然资源封闭式基金和基础设施封闭式基金。不包括二级市场和组合型基金，避免对资本融资进行重复统计

资料来源: Preqin; 麦肯锡分析

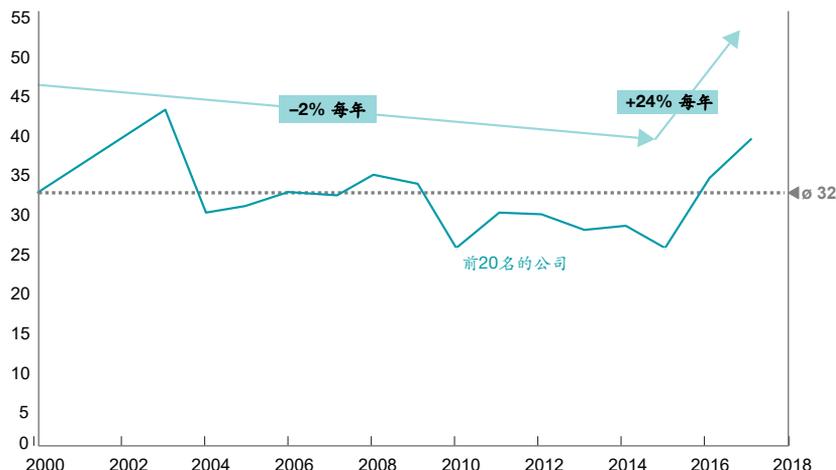
然而，最新数据显示，资金的整合不仅在私募股权中出现，在各私募资产类别中都是如此。图 10 显示，尽管排名前 20 的私募市场企业的募资份额多年来一直在逐步降低，但自 2015 年以来又开始呈显著上升趋势，与巨额基金的崛起正好相符。虽然两年的变化不足以被称之为某种趋势，但这可能预示着长期转型的开始。

虽然业内对于影子资金方面的数据有限，但我们仍可以得出结论：业内大型的机构同样也在吸纳大量资金。如果排名前 20 的企业在盲池（blind pool）中所占的比例比过去 15 年中任何时间都高，并且他们募集了绝大部分的影子资本（15 年前影子资本还尚未成型），那么，我们可以断定资本确实是从行业顶端进行整合。

让我们换个角度来看这个问题。在过去 5 年中，大多数顶尖的上市另类资产管理公司的资产管理规模（AUM）比整个私募市场扩张的更

图10. 自2015年起，全球私募资金向头部集中

所有资产类别中融资所占市场份额，私募市场排名前20的公司，%



资料来源：Preqin、麦肯锡分析

快。尽管该分析并不全面，但它从另一方向间接证明了私募市场基金开始汇集于少数人手中。

## 艰难之处

到目前为止，私募市场的表现还是可圈可点的。业内聚集的资本已创历史新高，但这么一大批资金应该如何处理？其实，一些资金过多带来的压力早在 2017 年就已初露端倪。随着交易倍数持续稳定地增长，LP 一直在对 GP 施压，要求他们尽快将待投现金进行运转。研究表明，虽然现在待投现金量或许并不如有些人想的那么严重——但如果投资活动一直像最近两年一样停滞不前，那么这必不是一个长久之计。

## 投资活动：愈发分化

2017 年的投资交易量视地区和投资领域而异。以私募股权为例，全球

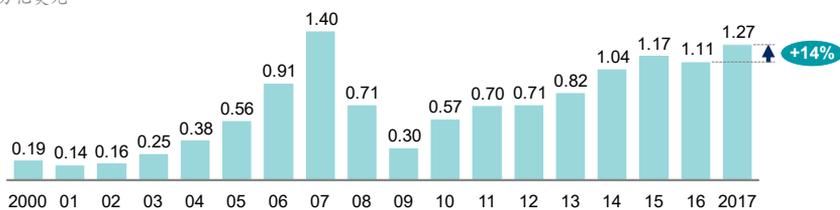
交易金额增加了14%，超过了1.2万亿美元（见图11）。亚洲是这一趋势的主要推手，交易额增加了96%，达到1100亿美元。对该区域成熟的私募股权行业而言，这一巨幅增长完全不意外，它反映出了中国、日本和韩国的数笔大型交易，其中多数都涉及B2B企业。欧洲也令人咋舌地达到了30%的增幅。而北美交易额几乎毫无变化，只增长了1%，升至6410亿美元，同样也集中在B2B行业。

然而与此同时，全球范围内的交易数量下降了8%，跌至8000笔。这已是私募股权交易数量连续第2年下跌。每一地区都受到了不同程度的影响。在美国，交易数量下跌了6%，延续了自2015年起的下跌趋势。欧洲跌幅则更为显著，达11%。亚洲交易量跌幅较轻仅为4%，但最大的下降出现在非洲及拉美，减少了14%后全年交易量只剩390笔。

就细分领域来看，能源交易跌幅最大，高达30%，充分显示出市场对

图11. 2017年私募交易金额平缓，但交易数量下降

全球私募交易金额，2000-2017年，  
万亿美元



全球私募交易数量，2000-17年，  
千



资料来源：PitchBook



于大宗商品价格的不确定以及美国能源开采量大幅增加的持续性。B2B 和 B2C 的交易数量与其 2016 年记录相差不远, 分别下跌 12% 和 14%。这是由于私募股权企业向那些直接收购小型企业的战略投资者让渡了部分份额。此外, 我们发现, 一些企业在 2017 年底进行了股票分拆上市, 用更少的交易拉动了更多的资本。医疗领域小幅下跌了约 5%。几笔在家庭护理和医疗服务领域的大额交易提高了总计成交额, 但是整体来看交易数量出现了下降。因为越来越多的企业意识到数字化转型能够让企业迈上一个新台阶, 导致信息技术行业交易数量急剧增长 10%。

交易数量的减少反映出了几个问题。首先, 受倍数推动, 交易规模有所扩大, 这就使每一笔交易对 GP 来说都变得更为重要。第二, 发现标的公司的难度增加, 一些 (尽管并非所有) GP 也变得更为谨慎, 仅追求那些他们认为能够真正实现诱人内部收益率 (IRR) 的交易。许多基金管理者仍能回想起上一次私募兴起时的教训: 过量的资金在短时间内以过高的估值投入到目标公司中。如今, 投资人正尝试在有效运作资本与保持估值的纪律性及投资流程的严谨性中找到平衡。而在欧洲等部分区域, 可能会有更多 PE 投资推动的 IPO 来取代发起人到发起人内部交易 (sponsor-to-sponsor sales)。

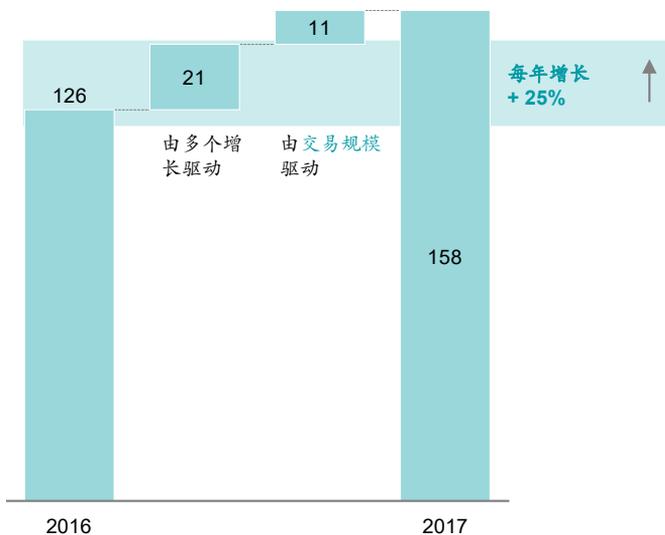
## 交易倍数: 持续高企

2017年随着交易额的增长和交易数量的减少,平均交易规模已经增长了25%。其中,约有三分之二来自于交易倍数的增长(见图12);剩下的三分之一可以被认为是有机增长,得益于收购了那些能够产生更高税息折旧及摊销前利润(EBITDA)的目标企业。

正如图13显示的,出于一系列原因,倍数在不断提高。第一就是公开市场的可比估值。尽管私募资产市场被视为公开市场之外的另一个多样化选择,但这两个市场并非毫无关联。虽然公开市场近期有一些震荡,但依旧是投资热门,直接将可比估值推到了新高。此外,私募并购只占整体并购的一小部分,而战略投资者对整体并购的影响十分明显。过去十年的低成本债务环境鼓励投资者敞开腰包,快速向外扩张。在此过程中,他们其实是直接在与私募竞争交易,从而进一步将

图12. 2017年全球平均交易规模增长了25%

全球私募平均交易规模, 2016-2017年,  
百万美元



资料来源: PitchBook; 麦肯锡分析

图13. 私募交易倍数持续上升

全球私募EBITDA倍数的中位数,  
2006-2017年

资料来源: PitchBook

投资倍数推高。另一个原因是,在私募市场内,破记录的募资额会导致更加激烈的竞争——投资者们有更多的钱用来争抢优秀的标的企业。以及最后一点,由于低息贷款很容易就能获得,杠杆水平也在不断攀升。

艰难的环境能够孕育坚定的意志。GP 的投资选择正在减少,只聚焦于那些能带来优异内部收益(IRR)的投资,但什么才能够被称为有吸引力的内部收益率还有待商榷,尽管更多的企业正在降低他们的门槛回报率(hurdle rates),我们与行业内资深人士进行了讨论,发现这些GP 往往都是具备相关专业的知识、寻找协同效应的能力,或对市场上上升的潜力充满信心的人。

## 可投资现金: 太多是多少?

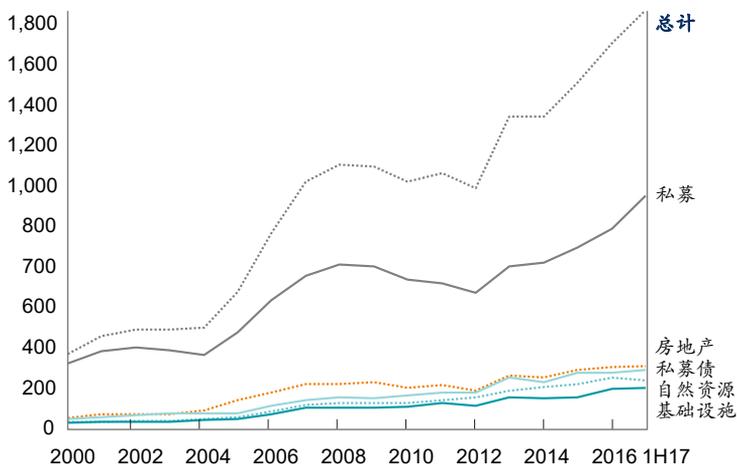
随着竞争愈加激烈以及好的投资机会愈发难求, GP 的可投资现金在 2017 年达到了历史新高, 达 1.8 万亿美元(见图 14), 同比增长 9%; 事实上, 现金存量自 2012 年以来就以平均每年 10% 的速度在增长。

目前行业是否聚集了太多资本? 或许没有, 至少现在还没有。如果我们将待投现金量与募资额和 AuM 等其他指标相比, 在过去几年中, 投资可用的资本储备相较行业规模而言变化极小。在过去 6 年中, 待投现金在年内募资的占比始终保持在 220-280% 之间; 在 AuM 中的占比始终保持在 30-34%, 基本没有变化。不同资产类别中也没有显著变化, 这意味着 GP 在各个领域都能发现合适的投资机遇。

此外, 根据我们在 2017 年的报告中引入的指标, 就 PE 现有的库存来看, 似乎待投现金对现有交易活动而言仍十分充足。如果我们现在以

图14. LP的待投现金量达到新高

承诺但未投资的资本, 2000-17年上半年<sup>1</sup>,  
十亿美元



1. 2017年全年数据并不完全

资料来源 Preqin

每往前数七年为一个单位，根据交易量来分割待投现金流量的话，我们会发现，在过去数年中，行业似乎以较为稳定的方式在循环利用资本（见图 15）。

然而，由于待投现金流量的持续增长及交易活动的不断减少，该指标在去年有所攀升。如果这一趋势在未来继续延续下去，就会带来极大的麻烦，可能会迫使许多 GP 进一步降低门槛回报率，或是在一些有违常规的情况下动用资本。此外，如果我们将这些待投现金流量上的杠杆考虑在内的话，我们会发现这些数字已经到达一个惊人的高度。虽然整个行业目前为止对于待投现金的管理还较为成功，但有可能在未来的某一天，寻找符合如此庞大资金规模的标的就会成为一个难题。

## 退出：何时离开？

如果要讨论投资的话，就不得不提到退出。随着倍数的升高，退出也

图15. 以交易量为分割，待投资金继续保持稳定

现有私募基金现金储备可投年数<sup>1</sup>，  
年数



1. 承诺但未投资的资本除以三年平均交易金额

资料来源: PitchBook; Preqin; 麦肯锡分析

变得相对轻松，因此 GP 开始把握好市场大环境逐渐开始退出。自 2011 年，GP 给 LP 的投资报酬 (carry) 远超过了出资请求 (capital called)；在 2017 年上半年，GP 返还给 LP 的资金要比他们要求的还多 1000 亿美元 (即多了 30% 的收益)。

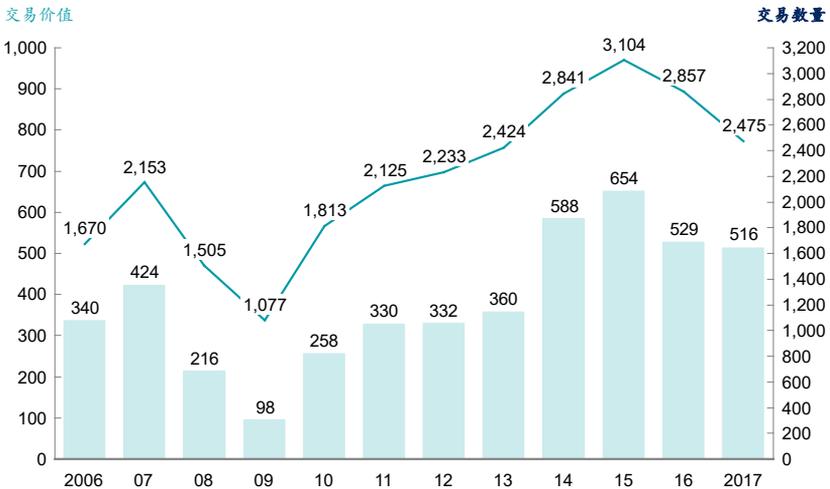
不过，2017 年退出的资金总量几乎没变，但全球私募股权的退出数量却又一次下降 (见图 16)——这与我们在收购中发现的动态相同。

与收购类似，平均退出值在 2017 年也达到新高。这给资产拥有者施加了压力，鼓动他们在低迷环境中出售资产实现快速变现。作为回应，北美 GP 正在模仿其欧洲同行，积极通过卖方尽职调查，更好地帮助买方去理解标的公司的价值及增长潜力，努力提高出售价格。

与我们交流过的一些 GP 表示希望缩短自己的资产持有时长，并快速

图16. 私募基金支持的退出价值大致平稳；全球退出数量下降

全球私募退出，  
十亿美元，退出数量



资料来源: PitchBook



退出。从整个行业的数据来看这一趋势还并未显露。或许是因为这一现象需要一段时间才能成为趋势，又或者是因为一些投资经理选择延长资产的持有时间，而不是像过去一样只持有 4-5 年，从而在行业内部形成了抵消。

更简单地来说，退出数量的减少或许只是经济周期的产物。经济危机期间几乎没有资本选择退出。为避免资产的实际损失和低内部收益率，基金管理人一般选择在市场复苏之后再行出售，导致投资组合出现膨胀，直至 2014-2015 年间才得以缓解。此后，2016-2017 年的交易数量才逐渐下滑至一个更加稳定的水准。

## 下一步行动

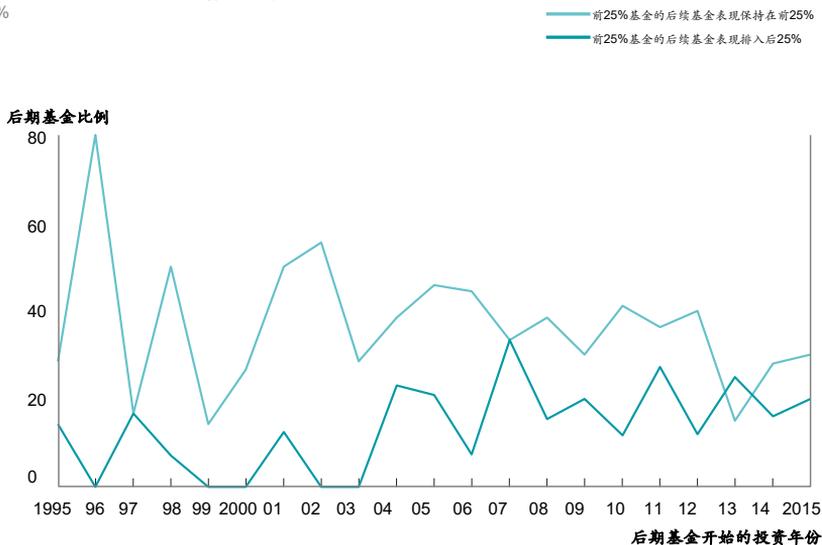
这一快速发展的行业未来将会如何？LP 和 GP 之间举足轻重的关系又会如何变化？就我们的经验和与双方的讨论来说，这一关系一般是健康的，但会随着资产的扩张而发生改变。GP 在投资流程中建立起的更多规则、架构和规模（我们称之为企业“组织脊梁”的一部分）将会在各方面为未来打好基础，这其中一项便是容纳大额资金流入的能力。

## 灵活调整

资金收益表现的可持续性自 20 世纪 90 年代以来就在不断弱化。尤其是最近 LP 开始对其外部经理进行审查，这一点已经成为重要的考量标准之一。此前，对于表现最好的 25% 的基金而言，其后继基金平均有 40% 的机率能够重复这一成功。新的数据显示（尽管尚不确定）近年来，这一数字已经下跌至 30%。此外，在同一时期内，后继基金掉至表现底部四分之一的可能性翻了两番（见图 17）。事实上，后续表现正在转向 25% 这一随机分布的标志性数字，但尚未到达该点。作为早期迹象，这些虽然不是板上钉钉的事实——但对双方而言都预示着挑战，尤其是对 LP 来说，他们需要更加谨慎地选择自己的资产管理经理。在巨额基金增长早期，LP 按照惯例会选择大型知名的基金，不过有趣的是，部分老练的 LP 相信，尽管机构无法继续保持过人的表现，但独立交易员依旧能够将成功延续下去。

图17. 后期基金的表现说明基金成功的持续性有所下降

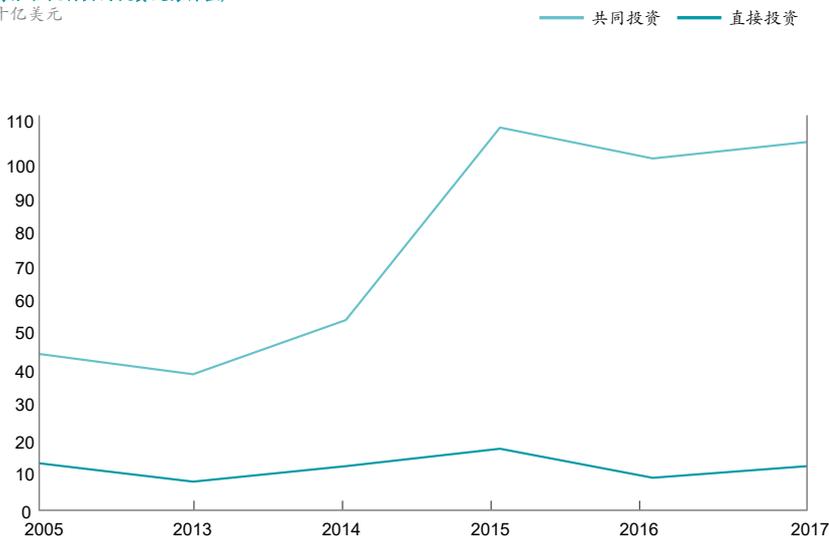
私募基金相对于前期基金的绩效表现，  
%



与此同时，LP 仍然对建立共同投资及直接投资十分感兴趣，并以此作为降低成本、分配资金的手段。在麦肯锡近期的 LP 调查中，超过 70% 的 LP 表示自己有意向培养这些能力<sup>6</sup>。然而，开展此类转型可能极具挑战性，并且成功与否取决于 LP 的治理模式、能力、规模及风险容忍度。数据显示，尽管 LP 增加了其共同投资行为，但真正成为直接投资人的寥寥无几。自 2012 年以来，共同投资交易的数额翻了一番（2017 年达到 1040 亿美元），但直接投资仍相对平缓，在 100 亿美元左右（见图 18）。近期调查也揭示了相似的结果：过去 5 年里，私募股权中开展共同投资的 LP 比例从 42% 增至 55%，而直接投资的 LP 比例几乎未变，只从 30% 增加到了 31%。LP 及 GP 都认为共同投资颇具挑战。对 LP 而言，共同投资不仅难以实现规模化，而且学术研究还表明其回报的方差非常大。因此，这些日新月异的交易很难获得投资委员会的批准。由此导致的缓慢决策令 GP 感到沮丧，并且，混合基金

图18. 全球共同投资显著增加

有限合伙制共同投资交易价值，  
十亿美元



1. 定义是，包括至少一名有限合伙人和一名普通合伙人的交易  
资料来源：PitchBook；麦肯锡分析



的资金投资也会相应地放缓。

那么 LP 及 GP 应如何解决规模化的挑战呢? 一种越来越受欢迎的方式是通过设立不断扩张的独立管理账户 (SMAs), 有时也称战略合作。由于其不透明的性质, 独立管理账户在私募市场中十分活跃, 其在资本管理规模中所占的份额逐步增加。

独立管理账户的规模扩大是一个值得注意的发展趋势。LP 想要寻求与 GP 间更广泛、更有深度、更具战略意义的合作, 然而可以信任的资金经理人越来越少。这些合作关系通常会有如下几个特征: 更多的资金配置、优惠的资产管理费用, 及越来越多能够反映整体合作关系, 而非个别交易或资产类别表现的条款。除此之外, 这些关系还具备其他一些特征: 长期 (或甚至“永久”的) 资本; 彼此之间更加透明, 协作也更加紧密, 尤其是在共同投资的情况下。

这些 LP 通常都是大型养老金或者主权财富基金。他们希望通过为员工提供培训、获取接触其他 GP 或区域专家的机会、更细致地分析市场观点、定期接触投资者及高管等手段提高自身能力, 从而达到资金使用的规模化及合理化。

对 GP 而言,相较于通过更低的价格去吸引大型投资,这些巨额投资更需要 GP 运筹帷幄。这种关系之所以吸引 GP 是因为它能够减少每过几年就需要向 LP 返还收益和重新分配资本所带来的高昂募资成本。能够长期稳定的管理一定数量的资本,对那些费用流不稳定的资管经理而言尤其有吸引力,而那些收入更稳定的经理人则倾向于估值更高的交易。如果投资收益产生的现金流能够重新回流到 GP 手中,那么对于 GP 来说无疑是锦上添花,这相当于为他们投资产品找到了可靠的“长期租户”,尤其是如果这些 LP 在同行内影响力较高,相当于为他们的产品打了免费的广告,大大提高了产品的适销性。

相对而言,大型战略合作还有许多上升的空间。自 2011 年起,就有多个机构投资者与私有经理建立了此类合作——有些已经公开了彼此的合作关系,有些则极力避免让公众知道。部分合作关系非常广泛,覆盖多种资产类别,并列出了创新性的管理收费条款及详细的能力培训计划,而其他的则仅仅是巨型独立管理账户。

此类合作的总体影响有两方面。首先,战略合作的崛起加速了行业转型,不再将混合基金作为外部管理的默认组织结构。盲池 (blind pool) 的时代还未完全结束,但现在越来越少的人将其作为管理资本的唯一方法——尤其是对于大型 LP 来说;第二,战略合作——及更普遍的十亿美元以上级独立管理账户——正在重新定义怎样才能成为“GP



最喜欢的投资人”。对许多 LP 而言,过去只要开出更大额度的支票,更快作出承诺就能从 GP 那里获得特殊待遇,而那天的日子早已一去不复返。事实上,过去的“特权阶级”最高只到黄金级,而现在已经上升到了白金和钻石级别。随着这些关



系快速增加并产生规模化效应(部分 LP 现在正在思考百亿美元级别的投资委托),这些效果问题最终会在业内产生涟漪反应。

### 强化组织, 支撑扩张

LP 及 GP 间的第二大趋势是加强建设组织架构。该转型需要创始人将过去已经成体系的操作模式推翻重新来过,推动其专业化的发展,从而建立一个现代且高效的机构。募资、资产管理规模及待投现金量都处于历史最高,就算 GP 及 LP 还未表现出不安,他们也已加强了相关的审议及考量。双方都在重新审视他们的工作模式,以确保过去在小型行业中成功的流程和方法,仍适用于当下这一规模不断扩大的时代。加强流程控制无法保证高回报,也不可能找到热点交易。但更好的流程和规则可以帮助减少那些并不能带来高额回报的投资,使投资者在最后一波私募股权热潮的黄金时期尽可能地实现净增值。

GP 正在试图通过一系列行动强化其组织架构,其中包括减少后勤部门、更好地整合分析、数字化和大数据工具,以及重新思考相关分析师的招聘方式。更值得一提的是,许多 GP 都在强化其风险管理机制,从而保护机构尽可能免受全球增长放缓、利率提升等宏观经济下行因素的影响。2017 年目前还没有出现什么危机——甚至距其到来还十分遥远——但最具前瞻性的企业永远着眼于数年之后,预测未知的

阻碍,减少随意投资的行为。

## 乘势而上

战略合作和组织脊梁是整个行业标志性的两大进步。但 GP 尤其应该先行一步,着眼投资流程中的每一个阶段——从挖掘机会、尽职调查、运营及最后退出——从而确保他们的交易能在这个规模化的时代紧跟潮流。

**新一代挖掘标的方法。**到目前为止,尝试利用分析工具来搜索潜在标的的行为仍然不多,但早期迹象十分鼓舞人心。由分析驱动的标的挖掘从业者告诉我们,这类方法在消费者科技等行业中十分有效,因为在这些行业中,可能用户的一个帖子就能帮助预测该产品对目标用户的吸引力如何。分析工具同样适用于梳理各行业公司的财务情况,从而定位那些在运营方面仍有上升空间的公司。总而言之,它们是在帮助提高,而非取代人为的流程。

但数据分析并不是 GP 挖掘标的的唯一方法。相比广撒网寻找机遇——最终只能找到少数满足他们投资理念的机会——GP 可以去寻找那些潜力尚可,能够满足自身投资需求的公司。这些 GP 通常擅长寻找那些可辨识各类动向(有时是宏观经济方面的动向),并通过投资组合构建,做好风险预测并针对风险下注。例如,某公司预测某条特定贸易路线上的货运会出现增长,那么,它便可考虑购买一部分想要出售该



线路载货量的航空公司的股份。

第三种优化搜寻的方式是，预测某商业体系中上下游经济及人口的变化。例如，新兴中产阶级何时会从购买基础型产品升级至昂贵的高端产品？

**决胜于尽职调查。**基于当前估值，GP 越来越意识到事前评估自身投后管理能力的重要性，尤其是在帮助标的企业提高财务状况这方面。运营尽职调查能够从外部有效评估公司在改善运营方面的潜力，这其中包括采购、销售支出、一般性支出及管理支出降低、定价及其他领域，从而帮助 GP 在投资时建立信心。一些 GP 甚至能够在不了解公司实际开支的前提下，提前预估节约成本的空间。显然，公司深厚的运营专长在此类评估中就能派得上用场，不仅如此，它还能提高公司对捕捉这些机遇的信心。投资者信心对预测公司未来在基本情况，上行及下行等各种情况下的发展影响极大——这个才是制胜关键。

传统的商业尽职调查同样也在通过新技术寻求提高效能的方法，尤其是在寻找目标客户领域。网页爬虫（抓取）工具不仅能够将产品的历史定价作为增长模型的一个重要参考因素，还能在社交媒体上展开品牌观感分析。对具备显著线上知名度的产品，此类工具还可评估数字营销的有效性，甚至能评估电商网站的客户转化率。最值得注意的是





是，这些分析均可从外部进行。

**严肃对待运营优化。**随着交易倍数达到历史新高，投资者有两种选择：支付当前价格并希冀退出时倍数上涨，或是在支付较低的有效倍数的同时签订能够保证企业增值的对赌协议。理论上，后者对许多 GP 而言都更具吸引力，但很难在实践中执行。部分基金经理虽然有能力去提高被投企业的财务状况，但多数仍在摸索成功的方法。他们不应因过去的失败而遭受打击——事实上，他们应该加倍努力，因为如果倍数保持在高位，创造运营价值就更有必要了。

他们可以先从自己的投资公司的内部价值着手。在很多情况下，GP 会延长对表现不佳的被投企业的持有，有时甚至远超他们最初预想的退出日期，就是希望将来能够时来运转。然而，若能齐心协力改变这些公司，尤其是利用数字优先转型等新方法，便能够快速成功，正如我们近期在多家快速消费品及零售行业公司中所见到的那样。

更重要，也更需要好好商讨的第二种方法，就是究竟是要建立内部运营小组还是寻求外部支援。当然，一些内部运营小组会带来极大的价值，尤其是那些在某些行业或特定资产类别中具有专长的企业内部小组。然而，当机构开始离开自己的专业领域，探索不太熟悉的行业或职能时，这些内部小组的专业技能价值就会减少。同样，当公司急速扩张

时情况也是如此，内部小组的价值也为专家的时间有限而受到限制。当公司尝试进行大规模的运营项目，如对之前遗留的系统进行调整、数字化转型或外包大型工作时，内部能力也会消耗殆尽。除此之外，基于固定成本和规模太小无法专攻的考虑，部分公司削减了内部运营团队的规模。一些领先企业可以通过借助外部力量来吸纳大量的运营专业知识，提高运营能力，这种方法远快一个内部组织自食其力习得所能。

**前路并非一帆风顺。**对 GP 而言，因为基金持有期到期而出售具备强大增值潜力的公司是非常恼人的。通常情况下，GP 坚信某些特定的投资会在常规持有期之外继续增长，但往往却应 LP 的要求或其他原因而被迫出售。在当今的环境中，继续遵守这些规则可能无法实现价值最大化。GP 可以对流程做出适当调整，以强调对某些投资继续保持控制可以带来的价值——如，计算出一个最优的“递交时期”，即投资从原有基金转向一个内部收益率和 GP 收费都较低的第二基金。我们预期对此类投资工具的需求将会越来越多，因为随着投资者逐渐了解，他们会意识到以往（已退出）的投资（尤其是电厂等基础设施）仍具备价值创造的潜力。还有一种方法就是，现在有些 GP 正在尝试部分退出，将大部分公司出售给 LP 的同时还持有有一定可观的股份。

退出周期将会一改从前，出现新的特征。全球收购持有周期平均为 5-6 年，并且，除严重的估值下跌情况外，这一数值不太会发生显著变化（自 2010 年后就一直较为平稳）。然而，两端的长尾可能显现。在一端，随着企业提早变现倍数增长（尤其在他们的预计倍数



将下跌时), 在高倍数时购入的投资退出周期可能会下跌至 2 年。在另一端, 投资于持有周期更长的资产(如基础设施、自然资源及房地产等实体资产)的普通投资人, 可能会将这些资产置于长青基金中, 来为那些了解拉长此类投资持有周期益处的 LP 创造最大的价值。



如一名智者所言, 投资收益与风险分散程度成正比。私募市场充满了机遇与快速增长带来的挑战。我们希望本文能为私募投资人提供参考, 帮助他们在当前良性的环境中乘势而上, 并在风云突变时为他们提供防护。■

---

<sup>1</sup> 我们将私募市场定义为投资于私募股权、房地产、私募债务、基础设施或自然资源及相关二级和母基金的封闭式基金。不包括对冲基金及公开交易或开放式基金。

<sup>2</sup> 本文引用的数据由麦肯锡及Cambridge Associates、Capital IQ、CEM、Coller Capital、Dealogic、PitchBook, 以及Preqin产生。

<sup>3</sup> “投资者为何涌入私募市场”(Why investors are flooding private markets), 2017年9月, mckinsey.com。

<sup>4</sup> 详见Robert S. Harris、Tim Jenkinson及Steven N. Kaplan, 《私募股权投资表现如何与上市股票相比?》(How Do Private Equity Investments Perform Compared to Public Equity?), 达顿商学院, 2597259号, 2015年4月, ssrn.com。

<sup>5</sup> 本文聚焦于封闭式基金或盲池。

<sup>6</sup> “又一年业绩卓越”(A routinely exceptional year for private equity), 2017年2月, mckinsey.com。

**Fredrik Dahlqvist**为麦肯锡全球资深董事合伙人, 常驻斯德哥尔摩分公司; **Aly Jeddy**为麦肯锡全球资深董事合伙人, 常驻纽约分公司; **Alex Panas**为麦肯锡全球资深董事合伙人, 常驻波士顿分公司; **Vivek Pandit**为麦肯锡全球资深董事合伙人, 常驻孟买分公司; **Bryce Klempner**为麦肯锡全球董事合伙人, 常驻纽约分公司; **Matt Portner**为麦肯锡全球董事合伙人, 常驻多伦多分公司。

编译:

**徐晓琦** (Xiaoqi Xu) 为麦肯锡项目经理, 常驻北京分公司;

**田露** (Rebecca Tian) 为麦肯锡咨询顾问, 常驻北京分公司。

麦肯锡公司2018年版权所有。

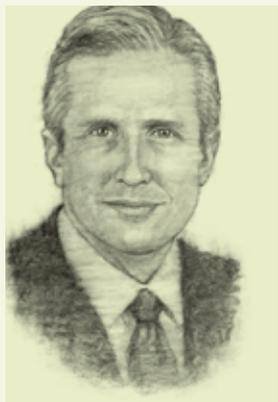


# 对话Jim Coulter: 把握 另类资产投资行业动态

全球顶尖私募股权投资企业TPG的联合创始人及首席执行官Jim Coulter分享了对另类资产管理行业未来发展趋势、私募公司多资产转型、管理费变化等一系列重要问题的洞见。

Aly Jeddy 和 Gary Pinkus

## Jim Coulter



德太投资 (TPG) 的  
联合创始人及CEO

### 基本资料

1959年12月1日出生于纽约布法罗  
已婚, 育有3名子女

### 教育背景

毕业于达特茅斯大学及斯坦福商学院

### 职业亮点

德太投资 (1992-至今) 联合创始合伙人及CEO

Keystone资产管理 (1986-1992)

### 履历亮点

- 多家公司及慈善机构董事会成员
- 达特茅斯大学董事会及斯坦福大学董事会成员
- 美国国家教育委员会共同主席。美国国家教育委员会致力于制定蓝图, 把科技作为催化剂, 推动美国教育转型提升

Jim Coulter 是全球顶尖私募股权投资企业德太投资 (TPG) 的联合创始人及 CEO。作为现代私募行业的核心人物之一和经验丰富的投资人, Coulter 见证了该行业的风云变幻、起起落落。2014 年 9 月, 麦肯锡两位全球资深董事合伙人 Aly Jeddy 和 Gary Pinkus 与 Coulter 展开了深入探讨。本文撷取了访谈的精华内容。

**麦肯锡:** 您认为另类资产管理行业在未来五到十年将如何演变? 可能会有哪些变数?

**Jim Coulter:** 我觉得业界可能仍未完全预见到行业的增速之快和复杂度之深。1992年德太投资刚成立的时候，大部分人都严重低估了这一行业的增长速度及扩张范围。时至今日，这种认知错误仍然比比皆是。数据证明，表内资产的回报率和夏普比率都表现出色，足以继续吸引资本进入。当前我们听到不少关于被动管理和主动管理的讨论，主动管理获得了部分投资人的支持，可能是因为他们参与基金管理能够获得丰厚报酬，包括风险和流动性溢价，所以这是他们目前唯一较为理性的选择。投资人现在可以说正在用金钱投票：持有或增持另类资产。

**麦肯锡:** 您是否留意到这一行业有新的投资人出现？

**Jim Coulter:** 几乎所有类型的新玩家我们都见过。一方面，私募股权和另类资产已经是全球主要资本所有者、主权财富基金和其他与政府相关的基金可接受的资产类别了。要知道在十几年前，除了新加坡，这种投资类别是不被接受的。另一方面，另类资产也引起了高净值甚至散户投资者的注意。虽然这一群体目前还只占市场的一小部分，不过如果此类投资路径持续开放，而且能保证目前的回报水平，那么这群新的投资者很可能会成为行业增长的主要贡献者。

**麦肯锡:** 我们常说私募股权是另类资产的一个重要类别，而并购基金更是如此。并购基金的增长是否存在天然限制？长期增长是否会在触及某个点后开始放缓？

**Jim Coulter:** 目前来看，至少在美国和欧洲，并购基金

私募股权和另类资产已经是全球主要资本所有者、主权财富基金和其他与政府相关的基金可接受的资产类别了。



长期是否会出现衰退尚不明确。我还是从两个方面来看这个问题。首先，私募股权的分配 / 资本要求比率已经接近 2，显示其资产管理规模增长逐渐趋缓，行业回报的资本高于投入。其次，私募股权新交易量与资产管理规模的比例下降，如果刨去二次交易，仅看此前私募股权并未持有的新购入资产，就会发现它们正位于历史低点。也正因如此，一些人才会认为过去 20 年的飞速增长已经趋于平稳了。

但在房地产市场，私有机构持有的资产远超上市机构持有，这可能会成为私募股权的典范。但对企业而言，却存在一种向公众持有转变的长期趋势。随着私募股权的增长，许多人都在考虑私募股权是否会比公开上市更好，因此也可能有越来越多的大企业选择股权私有和上市相结合。

即使是对像我们这样市场运作人士而言，一直以来，外界总是在预测该行业的未来增长将出现放缓，但事实上，资产管理增速始终表现惊人，。这一点也可反驳那些增长放缓的观点。

**麦肯锡：**德太投资和许多同行纷纷开始采用多资产战略。能否给我们介绍一下它的优劣势？

**Jim Coulter:** 向多资产转移的做法往往会被解读为普通合伙人主导着投资人。但我们一直觉得，是有限合伙人主导了市场，普通合伙人只是在为他们的客户服务。另类资产始于股权，当然也可以理解为是私募股权把另类资产工具引入了股市场。过去几年，另类资产工具在信贷市场的使用增长最快。此外，对冲基金作为不同公开市场中的主动管理者也实现了增长。如今，我们面临的是一个长期趋势，即为了寻求差异化回报（在有限合伙人的推动下），始于私募股权的主动、另类管理浪潮正在涌入对冲基金、债市、地产及其他相关资产类别。

在快速变化的市场中，有限合伙人倾向于采取“哑铃式”投资策略。

在快速变化的市场中，有限合伙人倾向于采取“哑铃式”投资策略。哑铃的一端是点状分布产品，如小型、中型市场的并购基金或亚洲国家基金。许多有限合伙人热衷于此类产品，但最终难以规模化，原因在于这些领域通常较新，有限合伙人须面对全新的管理团队。哑铃的另一端则是多资产解决方案，例如，国家养老金客户可经由同一个管理人投资多个产品。这些方法都能带来不错的回报。

**麦肯锡:** 我们可以把这些提供解决方案的公司理解为买入多种产品的单一入口。但也可以将它们看作解决特定问题、覆盖各类产品的定制化解决方案。

**Jim Coulter:** 没错。我发现知识产权行业中会出现点式产品和解决方案共存的现象。公司可以从众多小型咨询公司购买定制化建议产品，也可以从大型公司整批购买。为满足投资银行业务需求，企业可以与小型精品银行合作，或者通过一系列丰富的解决方案与大型银行合作。同样地，在常规资产管理业务中，投资人倾向于聚集在像贝莱德、

富达等能够提供定制解决方案的大平台周围。因此另类资产中以解决方案为基础的行业架构不断发展也就不足为奇了。然而，这一趋势近来的快速推进着实令人意外。

**麦肯锡:** 这就回到了您一开始提出的观点，另类资产的增速和复杂性均有了显著提高。

**Jim Coulter:** 还有多样性。黑石仍然被不少人当作是私募股权基金，但如果你仔细观察它的资产配置就会发现，它只有 25% 是私募股权。这种变化从 2005 年就开始了，其他大型资管机构也是如此。非私募股权的快速增长和产品类别的不断拓展表明了这个行业的发展趋势，以及有限合伙人的购买趋势。

**麦肯锡:** 多年前业界就已经预测，对冲基金和私募可能很快就会出现职责重叠的情况。您认为具备另类资产管理能力的传统资产管理人是否会对另类资产管理人（无论是否具备传统资管能力）形成强有力的挑战？

**Jim Coulter:** 如果当真如此，那行业也算是迎来了一场有趣的变革。我看过麦肯锡的研究，说在接下来的十几年里，大约 40% 以收费为盈利基础的资产管理业务将会是另类资产业务。优秀的传统资产管理人一定会产生建立或购买另类资产的需求。目前，我们还没有把传统资





产管理人视为我们一线业务的竞争者。我们与他们还未对任何资产竞标，除了在某些增长领域传统资产管理人会在 IPO 前作为过桥资本直接投资。但整体而言，传统资产管理人并不像一级市场的管理人这么活跃。一级市场管理者较为主动，要求管理较为大规模的资产，并会通过母基金、捆绑对冲基金产品，以及偶尔参与二级另类资产投资为投资者提供解决方案。在我看来，传统基金经理应该不大可能通过购买另类资产平台的形式进一步整合他们尚未触达的投资领域。

**麦肯锡：**那换个角度来看，传统资产管理者对另类资产公司而言有什么价值呢？

**Jim Coulter：**一些领先的另类资产平台收购传统资产管理公司也许是可行的。然而，文化方面的差异会是整合的困难。此类收购案往往意在提升客户关系和分销规模。

**麦肯锡：**目前另类资产的管理费用更高。您认为费用的变化趋势如何？随着更多资金的流入，您认为管理费用是否会持续下降，还是会在探底后保持低位运行？

**Jim Coulter：**当说到另类资产费用，我们常会听到“2 与 20”的说法。除了一些小型产品外，大型私募股权市场并不适用“2 与 20”，费

用结构已经发生了显著变化。这种改变可能不会再显示在整体定价中，但在大规模及首次交易折扣——或是我们今天所说的——在有限合伙人及普通合伙人分摊的交易费和共同投资中均有体现。大型企业每一个美元投资的费用整体来看一直在下降，我认为这个趋势还将维持一段时间。

另类资产管理人有两种选择：要么维持现有的基金规模，这样可以保持目前的定价水平，要么扩大基金规模，或者增加投资人，或者从现有投资人手中获得更多资本。这个逻辑与其他行业类似，规模增长价格降低，我并不觉得这是一件坏事。在我看来，几乎所有的金融产品最终都逃不过这样的趋势。规模的不断增长和成熟必然会导致价格下跌。

**麦肯锡:** 您提到了共同投资。一些有限合伙人正积极筹备直接投资项目，与您的工作内容几乎重合。您认为这只是昙花一现，还是长期趋势？

**Jim Coulter:** 有限合伙人，尤其是那些规模比较大的投资人，与普通合伙人之间的关系会日渐复杂。十年前，市场由设置有限合伙人或普通合伙人的基金公司主导，几乎所有的有限合伙人——不论规模或影响力大小——的价格都是一刀切。你肯定会觉得这是一种相当奇怪的现象。很少有行业会给投资 100 亿美元和投资 1000 万美元的投资者支付同样的费用，但另类资产十年前的付费结构就是这样。许多大型有限合伙型机构开始质疑，为什么无法凭借规模赢得更好的回报。其他人则开始考虑能否绕过普通合伙人直接接触市场，因

规模的不断增长  
和成熟必然会导致  
价格下跌。



为普通合伙人成本很高。

这一趋势产生了不同的做法。

第一，一些大型有限合伙型机构开始共同投资项目，认为此举能满足额外需求，是降低项目整体成本的办法。从传统上来说，当需要更多资金时，普通合伙人会相互合作，但现在，共同投资某种程度上打压了这种传统做法，最终挤走了受到普通合伙人欢迎的财团。

第二，一些大型有限合伙型机构意识到可以信任并授权内部员工做出明智的直接投资决策。总的来说，他们会选择与普通合伙人合作。共同投资架构能够降低成本，同时增加他们对特定投资的规模和影响力。

目前尚未见到大量的直接脱媒现象，只有少数直接交易是在未与普通合伙人合作的情况下进行的。但未来以上情况可能越来越常见。

**麦肯锡：**您觉是否认为这只是增加了市场的复杂程度，而不是力量平衡有所转移？

**Jim Coulter：**这个市场一定会与其他金融市场一样，变得越来越复杂。大型投资者会要求拥有架构选择权，这种诉求应当得到回应。这

有点类似航空行业, 最大规模的航空公司可以和制造商讨论如何设计下一代飞机, 而较小的航空公司只能购买造好的飞机。同样的, 大型投资者将继续参与设计另类资产行业架构, 而普通合伙人也会去响应他们的需求。

有趣的是, 大型投资者面临的一项风险是, 零售市场的开放将允许散户投资者进入另类资产市场, 继而削弱大型机构的部分市场势力。

**麦肯锡:** 近日, 加州公务员退休基金表示将撤出对冲基金。显然, 这个事件本身和对基金来说都很有趣, 但这是否预示了更深远的行业趋势改变?

**Jim Coulter:** 市场处于牛市时, 市盈率不断提高, 对公开市场来说, 消极管理较主动管理更具吸引力。在我的从业生涯中, 过去几年是市盈率增长最快的时期。或许有人会说, 这一阶段对冲基金投资者获得的整体回报与基金管理费用并不相称。但也有不少对冲基金业绩出色。不过被动管理是否能在周期的下一阶段表现更加出色? 其实只有在周期结束后, 我们才能真正判断退出对冲基金的决策是否正确。短期而言, 我们确实会看到对冲基金的费用压力。

---

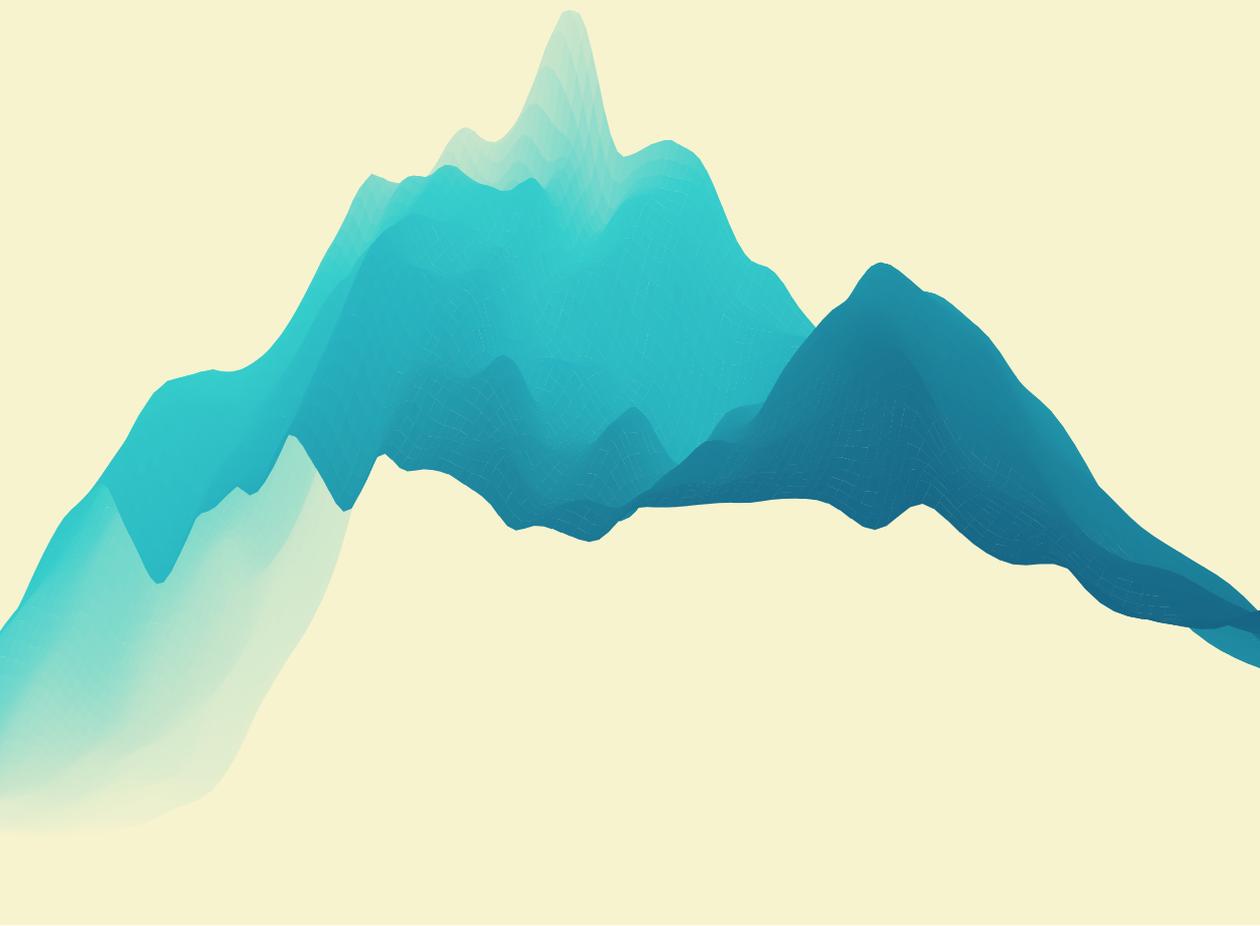
**Aly Jeddy**是麦肯锡全球资深董事合伙人, 常驻纽约分公司; **Gary Pinkus**为麦肯锡全球资深董事合伙人, 常驻旧金山分公司。

编译:

**徐晓琦** (Xiaoqi Xu) 为麦肯锡项目经理, 常驻北京分公司;

**田露** (Rebecca Tian) 为麦肯锡咨询顾问, 常驻北京分公司。

麦肯锡公司2018年版权所有。



# 取经一线，成就不凡：私 募股权圆桌访谈录

前麦肯锡全球董事合伙人罗颐就中国私募股权市场未来的发展方向与四位顶尖私募投资人展开对话。

本次圆桌会议由前麦肯锡全球董事合伙人罗颐 (Bruno Roy) 主持



**Jin-Goon Kim (金珍君)** 是德太投资 (TPG) 的合伙人。德太是全球领先的私募股权投资公司，旗下管理资本约550亿美元。他同时也担任北京李宁有限公司执行副主席及执行董事，以及广汇汽车服务股份公司董事会副主席。



**Suyi Kim (金秀啉)** 是加拿大养老基金投资公司亚太区总裁，常驻香港，负责管理价值1726亿美元的加拿大年金计划基金。



**邱中伟**是北京弘毅投资董事总经理。该公司成立于2003年，是中国本土私募股权行业的先锋者，旗下管理资产约68亿美元。



**竺稼**常驻香港，是贝恩资本董事总经理。贝恩资本是著名全球另类资产管理业者，旗下管理资产约700亿美元。他同时也担任亚新科工业技术公司和宇视科技有限公司的非执行董事。



自 2011 年起至今，中国经济迅速崛起之势渐缓，形势风云变幻，导致中国境内投资热情也有所冷却。私募股权路在何方？麦肯锡全球董事合伙人罗颐（Bruno Roy）近期于北京就此与四位顶尖私募投资人展开对话，他们分别是：私募股权基金德太投资公司合伙人金珍君（Jin-Goon Kim）、加拿大养老基金投资公司亚太区总裁金秀啉（Suyi Kim）、弘毅投资董事总经理邱中伟和贝恩资本亚洲有限公司董事总经理竺稼。以下为编辑后的访谈实录。

**《麦肯锡季刊》：**首先请各位谈一谈中国私募股权投资的现状。

**竺稼：**我脑海中浮现的第一个词是“转型”。21 世纪第一个十年里，投资环境利好，营收和利润持续上升，资本市场也相对宽松，许多私募股权公司取得优异回报，2007-2009 年间吸引了大量新的普通合伙人投入战局。但最近几年形势恶化，前瞻未来，2014 年之前恐难出现反弹，因为目前既没有宏观经济的顺风车可搭，又缺乏有利的退出选项。不过也不乏机会，只是要把握这些机会，需要改变旧的做法和技能组合。

**邱中伟：**过去光靠投资建筑材料、机器设备或出口导向型行业，就有机会获得高于平均的回报率。但今非昔比，推动中国经济增长的力量正发生变化，精准识别行业赢家已非易事。诸多现实问题正有待我们

去解决，例如基础工业还剩多少上升空间？城市化还能否继续绩效神话？投资重心是否已向消费品相关行业转移？

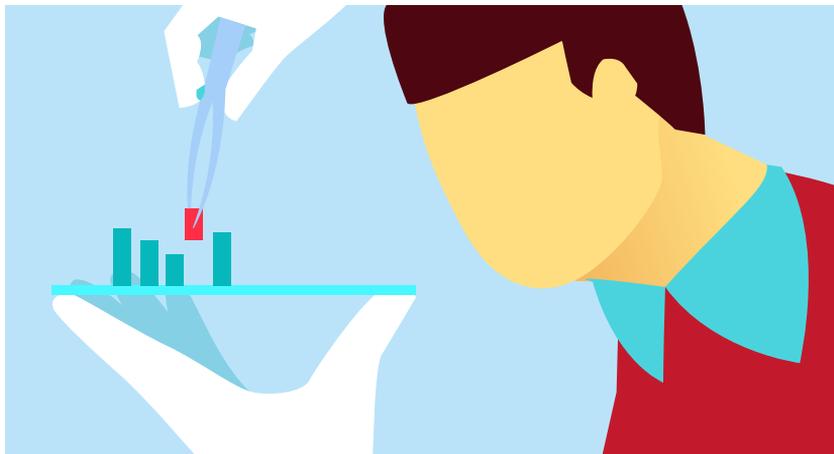
**金秀明：**在私募股权市场的发展上，中国落后美国约 20 年，落后欧洲约 10 年。但一如其他新兴市场，中国市场正在逐渐成熟。我们看到，随着整体增速放缓，更多的钱在追逐更少的投资机会。普通合伙人不能仅依赖整体经济增势和一进一出的乘数增长，还势必需要更加积极地增加价值，发展多样化退场选项。

**金珍君：**过去十年里，中国私募股权市场日新月异，变速堪比曾经美国或欧洲的两倍。五到十年前，最重要的是关系和钱——你若在 IPO 前投入，通常会有不错的回报。但之后随着新进者加入，公司不得不纷纷发展自身优势和特殊

普通合伙人不能仅依赖整体经济增势和一进一出的乘数增长，还势必需要更加积极地增加价值，发展多样化退场选项。

专长。到了第三阶段，也就是我们现在所处的阶段，形势变成私募股权公司助力企业家改善公司架构，增加业务价值。私募股权公司必须择优投资，但随着宏观经济和行业环境不断变化，未来能致胜的行业越来越少，且每一个行业能致胜的企业也将只占少数。像过去那样投入一个业务，无须积极管理，就能坐享二到三倍的回报，如今已是天方夜谭；投资者要想创造可观的回报，势必要想方设法在致胜的行业中培养有实力的领导人。但目前的问题是，许多普通合伙人尚未经历过完整的经济循环，无从汲取经验教训，因此未来免不了遭遇一番艰辛拼斗。

**《麦肯锡季刊》：**在中国，私募公司很少运作控股型交易。那么作为小股东，如何发挥影响力？



**金秀喲:** 中国模式确实迥异于西方模式。因此普通合伙人必须能对企业家、管理层和大股东产生影响力, 并且气场相合, 这一点很重要。面对后者的质疑, 私募股权投资人有必要展示私募股权基金的运作方式, 证明私募股权基金的企业价值。

**金珍君:** 我们是首批登陆中国市场的国际私募股权投资公司之一, 拥有自己的一套运作模式, 专注于投资我们能产生影响力或具备共同控股权的大型标志性公司。但即使作为参股小股东, 我们也可以为公司增加价值, 帮助建立业务, 并确保高效的公司治理。

**竺稼:** 我们不做被动投资, 要么完全控股, 要么具备重大影响。因此, 我们做的投资比其他公司要少。但我们的身份是投资方, 不是去取代理管理层的, 不仅如此, 我们甚至通常会特派投资组合经理, 去与公司的管理层合作, 共同制定战略, 并探讨具体举措。无论是控股性交易, 还是参股性交易, 无一例外。

**邱中伟:** 如果你做的是参股性交易, 但仍希望发挥重大影响, 那么前期对管理层展开尽职调查就至关重要。我们在做任何投资前都会进行背景调查, 尤其是针对私营公司的 CEO 们, 我曾与他们合作过的业内人士交谈, 了解他们的个人史, 尤其是过去 10-15 年里的作为和成

就。除非我们真的喜欢这位 CEO，否则一个行业看起来再有吸引力，我们也不会投资。与其选择一个前景美好、CEO 却不可信的行业，我们更愿意进入一个对 CEO 有信心、但相对平庸的行业。

**《麦肯锡季刊》：**中国需要具备哪些条件，才能复制像美国那样普及的杠杆收购交易？

**金秀明：**三十年来，许多公司的经营权都控制在第一代企业家手中，他们不想放弃控股权。随着经济结构日益成熟，我认为很快会看到，新一代企业家更愿意考虑全面收购交易。

**邱中伟：**许多公司支出大量资本和营运资金以促增长，导致资产负债表已然过度杠杆化。随着增长放缓，借贷减少，可能会有更多的现金流来支持收购交易。

**竺稼：**杠杆收购交易首先得有杠杆。境内基金以人民币计价，杠杆结构可能性几乎很小；而离岸基金的杠杆结构又难以做到省税。不过最近出现的分众传媒交易是一个例外，我们可以拭目以待，看看接下来如何进展。



**《麦肯锡季刊》：**您对哪些行业最感到兴奋？

**邱中伟：**考虑到日益富裕的老龄化群体，我们喜欢保险、金融等服务行业，但仍有一些监管问题亟需克服。一些公司过去只依靠低劳动力成本、低能源成本和低污染控制成本，我们肯定也会对此保持警惕，因为单纯依靠这些因素，公司成长难以为继。

**竺稼：**过去二三十年里，中国一直作为世界工厂而存在，如今这样的时代似乎已近尾声，世界工厂的标签正向斯里兰卡、越南等国转移。不过，在劳动力成本次要或技能极度重要的创新型行业中，中国的竞争力将更强。而在另外一些行业中，中国仍可发挥其劳动力成本优势。我们投资了一家具备大规模 IT 设计能力的公司，成本仍然远远低于欧美国家。

**金珍君：**中国的增长战略属于消费驱动型，因此我们的投资战略也会与之相匹配，关注零售行业，如消费者、医疗保健、技术、媒体和电信。我们还将继续投资金融服务和能源等领域，这些是我们的专长领域，在这些领域中我们创造了一些很成功的交易，如达芙妮国际、联想、深圳发展银行以及泰凌医药。

**《麦肯锡季刊》：**您认为企业走出去寻找境外收购目标时，私募公司





会参与其中吗？

**邱中伟：**对中国企业而言，这无疑是一个大变化，目前已有逾 70 家中国企业位列《财富》世界 500 强，尽管不可否认，大多数都是国有企业，无一家像联想和海尔那样完全市场化。在我看来，许多中国公司仍缺乏全球运营能力。一方面海外的市场和法律结构与国内非常不同，另一方面还有庞大的国内市场需要关注。中国企业进行境外收购时，私募公司当然可以发挥一定作用。

**金珍君：**德太投资开展了许多跨境业务，把美国公司带到中国，把中国公司带到世界其他地区。我们正在开展更多此类业务，我认为私募基金可以发挥很大作用，比如帮助补充人才储备，针对海外市场提供专业咨询。

**竺稼：**有些公司确实需要具备全球专业知识，另一些公司则更应该关注国内增长战略。毕竟，海外扩张是一个非常艰难的过程。我经常挑战中国的企业家，问他们为什么自认为能够顺利完成海外收购，为什么觉得自己会比现有股东更擅长业务经营。当他们解释说，目的在于购买对方的技术时，我会指出，其实无须收购目标公司，也无须花费大量资金，获得技术的方法就有很多，比如，订立一个技术许可协议。

**《麦肯锡季刊》：**有些行业的外资公司经常抱怨在中国，本土公司有诸多不公平的优势。从私募公司的角度来看，您认为这是真的么？

**金秀啉：**有些审批流程看起来确实有利于本土公司，而且有些敏感行业并不允许外资参股。即便如此，外资公司也有其自身优势，他们拥有泛亚洲或全球平台，一旦中国市场不看好，即可把资金配置到其他市场去。我相信，随着时间的推移，监管环境日趋成熟，货币实现自由交易，对外国投资者的限制也会随之放开。

**金珍君：**在某些管制行业，尤其是金融服务领域，本地私募机构确实有一定的特权。但未来真正重要的是，拥有强大的运营能力和具备良好本地关系并在本地业务环境中运营的本地团队，同时展现出引入全球资源和行业专业知识的能力。

**邱中伟：**随着传统的成长型资本交易消失，本行业日益转向积极持有，我认为反而是本土公司稍显落后，需要迎头赶上。外资公司在全球其他市场上积累了丰富的实践智慧，能在产品定价、品牌打造和精益运营等领域展现真正的运营专长和深厚的职能技能。本土公司若不打造相关能力，就很可能丧失竞争优势。

**《麦肯锡季刊》：**你们都在中国活跃了很长时间。当您回顾过去时，最大的教训是什么？往前看时，最大的担心又是什么？

**邱中伟：**最重要的教训是：投资首先是和人打交道，企业家的个人素质要比预计的

回报更重要。投资组合公司本身缺乏合格人才，是我们目前面临的最

投资首先是和人打交道，企业家的个人素质要比预计的回报更重要。

重要挑战之一。在接下来的几个月里，我们应该更加明确政策变化的方向，这可能会对我们的投资组合公司和未来几年的投资策略产生巨大影响。

**金珍君：**我们最重要的一个心得，就是要找到一个优秀的合伙人，能够对各行业做出精准判断，拥有良好关系和丰富资源，并对自身行业有深刻的见解。在七八年的投资期限内，你无须事事做对，也能塑造市场，实现业务转型。正因为此，我们甘愿付出极高的时间和精力成本，来了解潜在被投公司的领导团队背景。至于风险，我们要时刻记住，私营部门的发展非常短暂，不平衡，也不稳定；结构远非理想；行业内也缺乏足够的管理人才、运营能力和资源获取能力。

**竺稼：**我认为最重要的是：投资人要知道，自己是把钱投给了机构化的还是私人的企业。另外，如果你站在远处看中国，会认为它在过去 30 年涨势不断，发展态势得天独厚。其实并不尽然，中国的经济周期短而快，并且还存在转型风险，足以让我们夜不能寐。

---

罗颐 (Bruno Roy) 为前麦肯锡全球董事合伙人。

麦肯锡公司2018年版权所有。



# 从国际顶尖PE发展经验 看中国PE如何走向卓越

回望三十年，北美私募市场发展历经六大转变。本文选取了16家领先另类资产投资公司，提炼出八大成功经验，希望对中国私募股权公司（PE）成为全球卓越领袖有所帮助。

曲向军 周宁人 马奔 黄婧 徐晓琦 和田露

自1986年第一家中国本土私募股权投资公司诞生,至今已逾三十年,中国私募股权投资也取得了长足的进展。全球资产投资排名权威媒体《国际私募股权》杂志(Private Equity International, PEI)的数据显示,按照过去五年融资额的排名,中国有22家私募股权机构跻身全球前300名(见图1)。我们同时看到,不论从业务模式还是专业能力来看,中国PE公司仍与全球领先公司之间存在较大差距。本文提炼了国际顶尖PE企业的先进经验,并回顾了中国PE发展历程,希望博采众长,给本土从业者带来一些启示。

图1. 中国有22家私募股权机构跻身2017年PEI全球排名前300

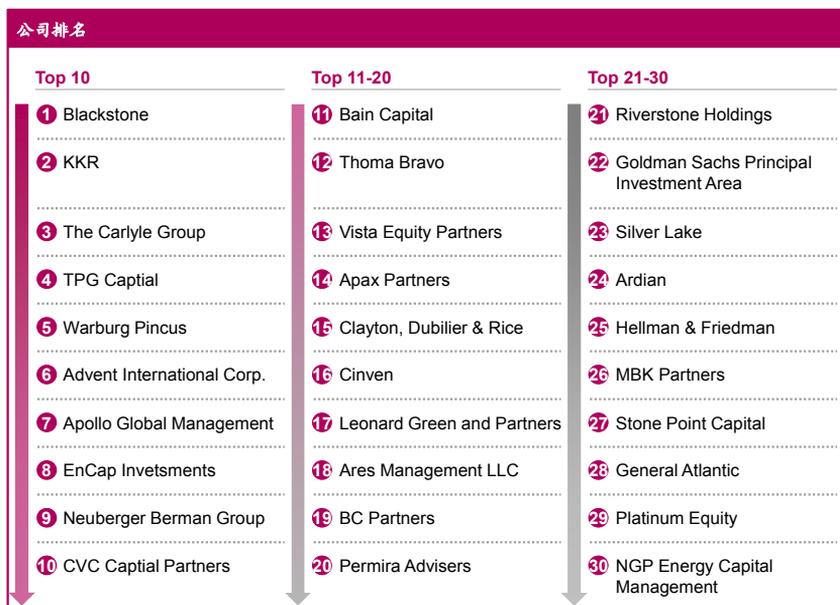


资料来源: PEI 2017

## 第一部分: 回望三十年, 国际顶尖 PE 的发展之路

在《国际私募股权》杂志排名中, 前30家PE有23家来自美国(见图2), 而前10家中美国也占了9席。可见, 深度剖析美国市场的发展趋

图2. 全球私募股权机构排名前30强



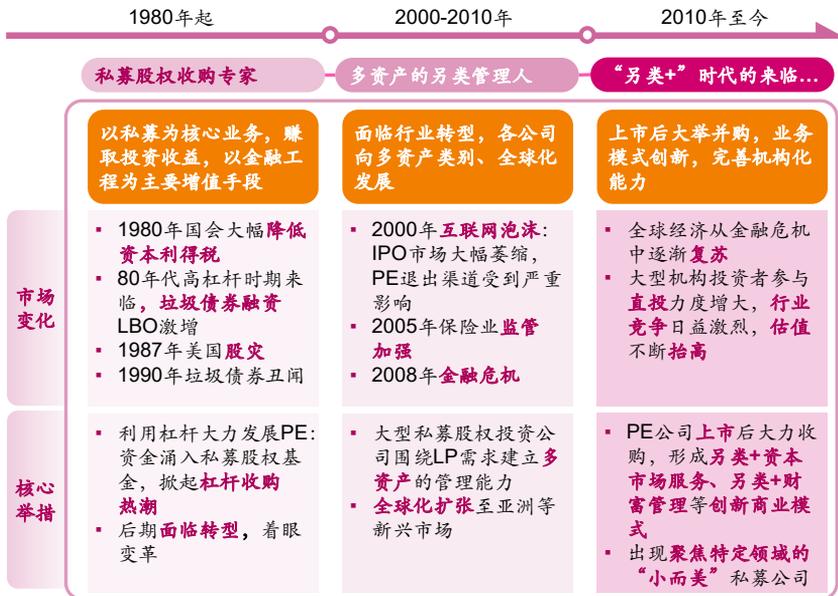
资料来源: PEI 2017

势,并总结其顶尖PE公司的经验,对中国PE行业的发展具有重大的借鉴意义。

北美地区PE的发展历程与其所处的宏观经济环境密不可分。自20世纪80年代起,北美PE先后经历了私募股权收购专家、多资产的另类管理人、和“另类+”三个阶段(见图3、4):

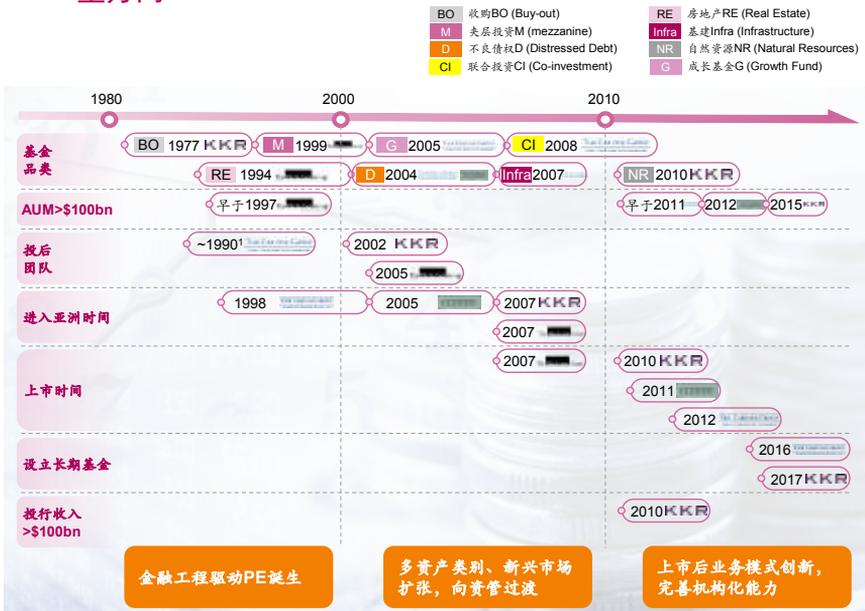
1. 1980-2000年: 由于高杠杆时期的来临,及资本利得税的下降,大量基金涌入私募市场,掀起杠杆收购热潮。金融工程等资本运作手段大显身手,私募行业也应运而生,并通过大幅杠杆操作得到了蓬勃发展。但到了20世纪90年代,垃圾债券承销商丑闻频发,违约率上升,收购热潮逐渐冷却;为了求生存谋发展,各家私募股权基金开始重新思考,改变投资策略,行业也步入了转型期。

图3. 北美私募股权市场发展经历了三大阶段



资料来源：文献检索；公司年报；专家访谈；小组分析

图4. 北美私募股权行业逐步出现多元化扩张、业务模式创新等转型方向



1 关于凯雷集团专家团队的首次报道时间  
资料来源：文献检索；公司年报；专家访谈；小组分析

2. 2000-2010年: 2000年的互联网泡沫导致IPO市场大幅萎缩, PE退出渠道受到严重影响。随后的2005年, 保险业监管加强, 为私募基金提供了更多的融资渠道。大型私募基金开始寻求多元化转型, 围绕核心机构客户做多资产, 向资产管理过渡, 并通过向亚洲等新兴市场进行全球化扩张, 希望推动增长。2008年金融危机的冲击, 迫使行业又一次转型, 此后行业结构日趋成熟, 投后管理的重要性亦日益显露出来。
3. 2010年至今: 随着市场经济的复苏, 机构投资者开始通过直接投资、共同投资等方式涉足GP领域, 私募基金的竞争日益白热化。大型私募公司纷纷上市, 通过业内大举并购, 实现规模增长, 同时

图5. 北美私募股权市场的六大关键转变



资料来源: 文献检索; 公司年报; 专家访谈; 小组分析



衍生出“另类+”的业务模式，如第三方投行业务带来的“另类+资本市场服务”及零售化扩展 LP 来源后，针对高净值个人客户推出的“另类+财富管理”。因此，资产管理收益节节攀升。此外，多家公司推出 15 年期及以上的长期基金。在整个私募市场上，一边是国际顶尖私募基金公司在不断地完善机构化能力，打造“一招鲜”；一边是专注特定细分领域的精品私募公司也在不断涌现，力主“小而美”，最后形成了“哑铃型”的分布结构。

总结这三个发展阶段，我们可以看到北美私募市场中发生的六大关键性转变（见图 5）：

**1. 投资原则从机会导向变为投研导向：**

私募股权公司从机会型投资转变为专业化投资和行业聚焦型投资，并积极创造投资机会，同时规范投资纪律与流程。

**2. 投资能力从单一到多元：**

国际领先私募股权公司黑石、凯雷和 KKR 先后从以 PE 为主的业务模式转变为多元化资产组合（1992 年，黑石设立房地产基金；1997 年，凯雷设立房地产基金；2004 年，KKR 打造信贷投资平台）。

### 3. LP 结构从集中到分散：

大力拓展高净值人士的分销渠道，将其作为重要的 LP 资金来源。

### 4. LP 投资年限从 5-7 年延长至 15 年以上：

近年来，越来越多的投资者变得更有耐心，决定将钱投资于长期基金。如 KKR 就从 2017 年起，增加了长期持有（15 年以上）且风险更低的核心股权投资。

### 5. PE 公司核心能力从金融工程转为投后管理：

随着市场的竞争加剧及行业格局的日渐成熟，私募公司在获取项目后，更注重通过投后管理来提升资产价值，这已经成为了投资价值兑现的关键环节。

### 6. 业务模式从聚焦私募向“另类+”延伸：

推动与另类资管业务高度关联的业务模式创新，比如推出另类资管+资本市场结构化融资服务等。



图6. 本文研究对象包括不同类型的共16家另类资产管理公司

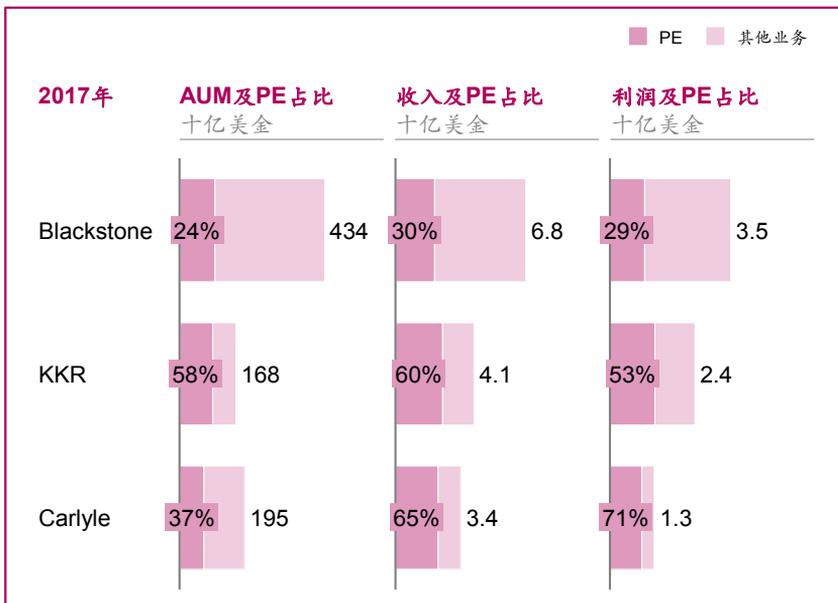
专业化的独立另类资产管理公司	多元化资管平台	精品型专业公司
	黑石 Blackstone	礼来亚洲基金 礼来亚洲基金
	KKR KKR	
	凯雷 THE CARDELL GROUP	L Catterton CATTERTON
	贝恩资本 BainCapital	银湖资本 SILVERLAKE
	TPG TPG	
	华平投资 WARBURG PINCUS 华平投资	River Stone RIVERSTONE
	阿波罗 APOLLO	Lonestar LoneStar Group
主权基金	淡马锡 TEMASEK	新加坡政府投资公司 GIC
多元化产业控股集团	Berkshire Hathaway BERKSHIRE HATHAWAY	

资料来源：文献检索；公司年报；专家访谈；小组分析

## 第二部分：国际顶尖 PE 公司成功经验

为总结国际顶尖 PE 发展历程，找到共性，本文选取了 PEI 排名前五的 PE 公司，以及其他具有鲜明特色的另类资产投资公司（见图 6）进行了分析。这些公司可以划分为三类：专业化的独立另类资产管理公司（包括专注于非公开市场和二级市场两类细分），以另类投资为代表的多元化产业控股集团（如 Berkshire Hathaway）及主权基金（如淡马锡和 GIC）。专业化的独立资产管理公司按照业务模式则可进一步划分为多元化另类资管平台和精品专业另类资管公司两类。其中前者的典型代表包括黑石、KKR、凯雷、TPG、华平、贝恩资本、阿波罗等。他们除了主打的私募股权投资之外，也有多元化的收入来源（图 7），同时其私募股权投资行业涉猎广泛（图 8）。后者包括礼来亚洲基金、L Catterton、银湖资本、River Stone 等。

图7. 对于航母级的多元化资管平台，PE业务仍是他们主要的收入和利润来源

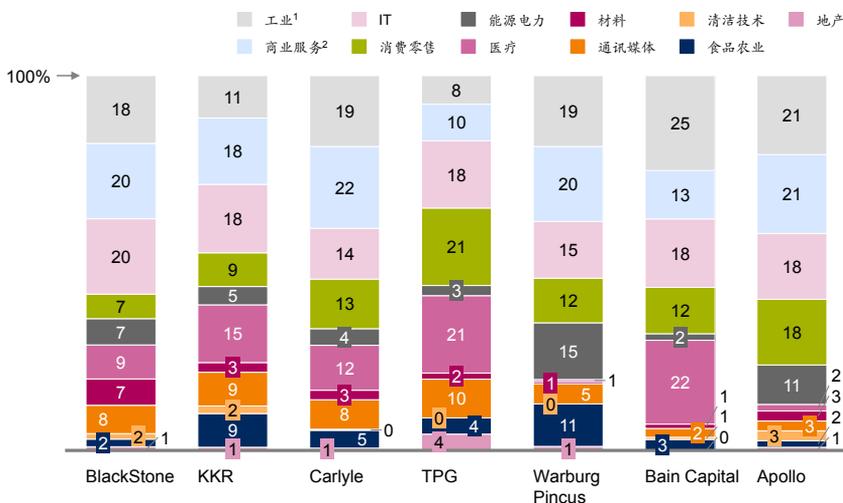


资料来源：公司年报；小组分析

图8. 国际顶尖资产管理公司私募业务集中投资于TMT、商业服务、消费零售、医疗和工业等关键行业

国际顶尖PE分行业投资项目占比 (2013-至今)

百分比



1 制造业、航空、航天、物流等工业行业 2 包括各类专业服务，如金融（会计、消费金融、银行、保险、投资银行等）、咨询、法务等

资料来源：PreQin数据库；小组分析

本文附录逐一介绍了每家公司的特色与关键成功要素。经过全面分析,我们发现,成功的领先 PE 公司往往具有以下八大特征:

1. 不懈追求绝对收益,为投资者创造持续的价值,坚持以投资业绩为核心。
2. 围绕 LP 需求,通过自建和并购建立多资产类别投资能力和“一站式”服务模式。
3. 深耕行业专业化,专注于专业领域;以自有项目挖掘为主,极少参与公开竞标。
4. 在某资产类别打造领先市场的王牌投资管理能力,建立品牌影响力。
5. 打造强大的募资实力,为社保与主权基金等基石投资人提供一站式服务。
6. 打造卓越的投后管理能力,通过专业化的投后管理团队和行业专家网络,通过投后增值提升投资业绩。



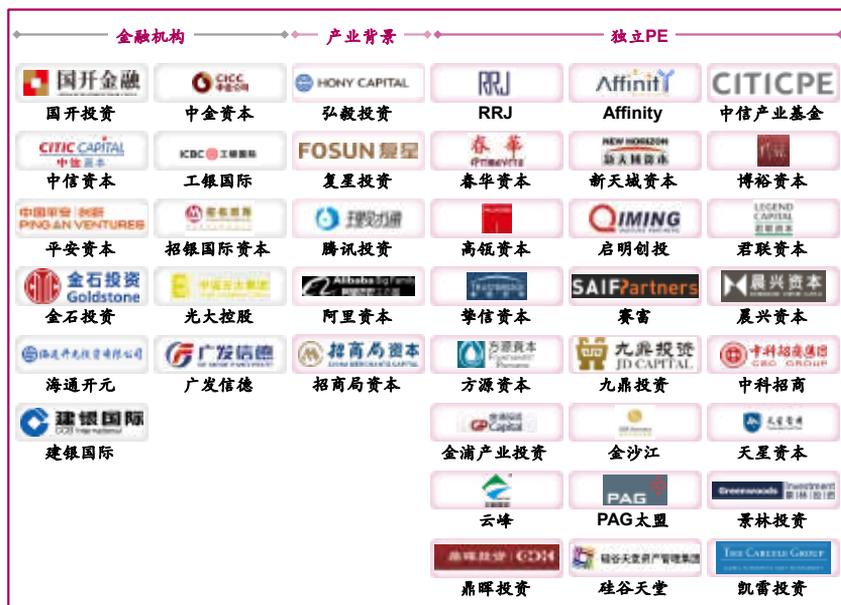
- 商业模式不断创新, 围绕私募股权主业, 向投行、结构化融资和财富管理延伸业务模式, 发现新增长点。
- 注重机构化能力建设: 完善治理、组织架构、人才管理、投资决策流程、风险管理与信息科技。

### 第三部分: 对中国 PE 行业发展的启示

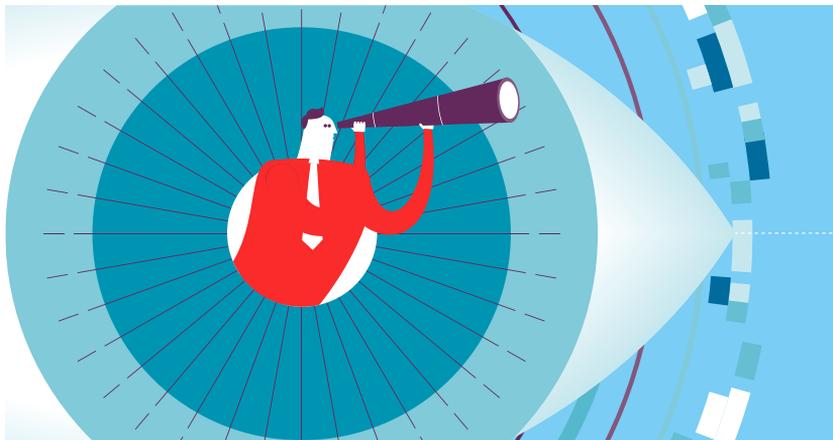
与美国市场相比, 中国私募股权投资市场在参与方构成、有限合伙人背景、及核心竞争力等三方面存在显著差异。

- 中国的私募股权直投市场已形成了全民参与的格局, 且参与方背景多元化。根据中国证券投资基金业协会最新的数据, 截至 2018 年 6 月底, 已登记私募股权和创业投资基金管理人共 14309 家。在领

图9. 中国私募股权机构排名前四十中有大量来自产业背景和金融机构



资料来源: 中国证券投资基金业协会



先的私募股权机构中,有很多来自产业背景或为金融机构。他们往往都使用自有资金或金融业务沉淀资金进行投资(见图9)。这类企业通常会设立直投部,并将股权投资作为一个盈利单元。而在美国,私募行业领先者大多为独立的PE公司。

2. 中国的有限合伙人构成相对分散,平均单个体量较小,投资期限较短。募资来源包括不同背景的富有家族与个人(占比40.7%)、企业投资者(占比15.3%)等广泛群体。而美国私募基金的出资主体是成熟的机构投资者,包括养老基金、主权财富基金、捐助基金、家族信托、保险公司、银行等。这些机构投资者不断进行长期连续的投资,有效促进了美国创新创业和企业的价值提升。可以说,以养老基金为代表的机构投资者是保证美国私募行业稳定发展的基石。与此相反,成熟的机构投资者在中国私募市场中占比尚低,使得GP难以获得稳定长期的大规模资金。
3. 目前,中国的私募企业仍主要通过资源整合创造价值。被投资企业寻找投资时,更看重普通合伙人的资源,包括深厚的政府关系、广泛的人脉关系、紧密的监管关系、独家的项目来源、特殊的背景经历等。尽管一批专业化的本土投资人正在脱颖而出,有产业背景的投

资人仍是中国私募股权直投市场的重要力量。对各类资源调配和整合的能力,是 PE 企业在中国大环境中能否成功的关键要素。而在美国市场中,项目判断力、投后管理水平等专业能力才是关键。

我们看到中国私募市场的未来的五大趋势。首先,在中国市场的制胜要素正从单一靠资源驱动,向资源和能力双轮驱动的机构化转型。第二,围绕 LP 需求,建立多资产类别的投资能力将成为领先私募基金的发展重点。第三,随着监管趋严、刚兑打破,私募股权在未来资产配置中的占比将稳步提升。第四,随着以“养老金三支柱”为代表的机构投资者逐步走向成熟并成为主流,能够打动并获取这一市场的私募股权基金,定能实现飞速发展。第五,投后管理与增值能力将替代金融工程,成为价值创造的核心。

中国私募股权公司的先行者已经开始行动起来,向国际顶尖基金学习。例如,高瓴资本通过长青基金的业务模式在中国取得巨大成功;中信产业基金在积极拓展多资产平台的建设、投后管理能力的提升、和项目孵化等业务模式的延伸。我们相信,在未来十年,中国必将涌现出全球领先的私募股权机构。





# 中国私募股权市场2017 年回顾与普通合伙人的 八大能力建设建议

结合麦肯锡对于国际领先私募股权机构的研究和对中国私募股权市场的判断, 麦肯锡私募股权业务部针对中国私募股权市场现状、普通合伙人的八大能力建设进行了分享。

叶远扬, Oliver Ramsbottom, Ivo Naumann, Bharath Aiyer Sacha , Debanwita Roy 和 Kiteny Chen

在中国经济持续扩张的背后，私募市场募资经历了大幅的增长。2016年，私募股权投资公司在新的基金中募集到了创纪录的1260亿美元，几乎是2012年450亿美元的三倍，2017年的募资有所回落，也达到了860亿美元之多。投资者把这些基金投入到了新的交易中：他们部署的资金量从2012年的120亿美元猛增至2017年的590亿美元。

直到现在，中国的私募股权投资者还遵循着新兴市场的玩法来创造回报：在高增长领域中找准投资目标，部署大量资本，然后坐等“宏观经济的上升浪潮推高所有船只”。

然而，随着宏观经济增长的放缓，普通合伙人不能再依赖于宏观趋势推动带来的回报。尤其是现在，有限合伙人在对宏观经济趋势更敏感的流动资产类别上有了更多的选择，并且越来越多地开始和普通合伙人进行联合投资。

此外，并购基金的增多也将迫使普通合伙人更加关注标的公司的转型计划，以创造预期的回报，让其有资格收取高额的管理费。然而，一些中国的普通合伙人缺乏此类运营经验。并且，许多投资者都是新手，还未经历过一个完整的投资周期，缺乏在长期低迷的情况下管理投资组合公司的经验。而在中国投资风向也正从一级市场转向二级市场，普通合伙人也通常从另一普通合伙人处接手资产。但从此类交易中获取收益更为困难，因为触手可及的果实已被摘取殆尽，这些“第二波投资者”必须付出更多的努力，跳得更高才能触碰到挂在高处的果实。

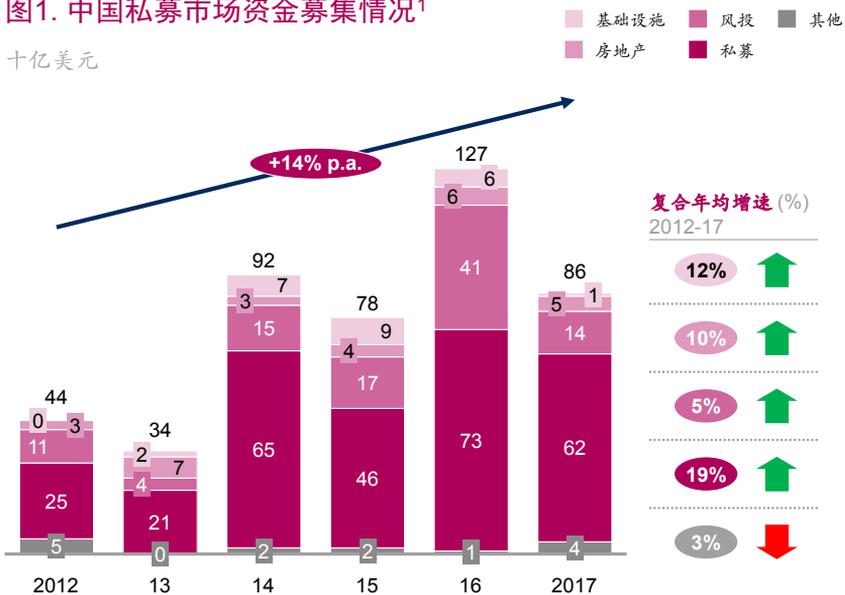
因此，普通合伙人为了能够交付投资者预期的回报，需要进一步加强其交易机会挖掘能力，扩大尽职调查范围，采取更具实操性的运营方法来从交易中获得价值，还要调整风险偏好以适应种类更多的潜在交易。

这些变化要求中国的普通合伙人彻底改变运营方式，只做表面功夫是不够的。中国波谲云诡的投资环境持续演进，并非所有普通合伙人能适应。一些将被迫接受低于平均水平的回报，而另一些将逐渐在时代的变化中被淘汰出局。

## 轻松赚取快钱回报

中国的私募市场已经成为全球投资者们竞相追逐的资产类别，原因有三：中国私募市场持续创造强劲回报；投资者在全球投资组合多元化方面的需求；以及具备一定规模的另类资产投资中鲜有相对风险而言收益如此之高的资产类别。因此，针对中国市场的基金募集到的资金实现了稳步增长，从2012年的450亿美元增至了2017年的860亿美元，在2016年的周期性峰值1260亿美元基础上有所下降（年均复合增长率为14%）（见图1）。

图1. 中国私募市场资金募集情况<sup>1</sup>



<sup>1</sup> 包括中国各家基金管理公司募集的所有全封闭/短期封闭基金以及其他以亚太地区为重心的基金公司募集资金的40%（中国为重点地区之一）

注：中国包括中国（大陆）、中国香港和中国台湾

私募包括并购基金、成长型基金、混合型基金、平衡型基金、二级市场基金、重振资本、共同投资基金；风投包括早期、初创、种子、扩张/后期基金；房地产包括非上市房地产、房地产共同投资、房地产二级市场基金；基础设施包括非上市基础设施、基础设施二级市场基金；其他包括减值债务、特殊情况、风险债、夹层基金

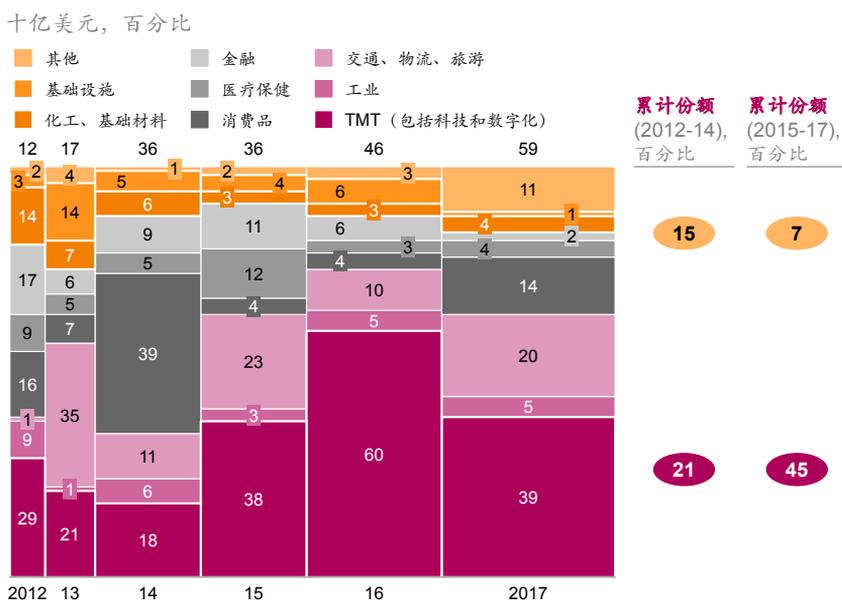
资料来源：Preqin

尽管投资者积聚了大量待投资金，但当前承诺了的资金来源仅能支持未来 2.1 年的投资，而这一数字在 2012 年为 3.7 年，反映出交易投资额的增长。

普通合伙人已经优化了其投资战略以产出 beta，投注于那些直接受益于中国宏观经济增长和国内消费增加的行业。在总的流入资金中，快速增长的行业（如技术和数字相关的行业）的占比也呈现上升趋势，从 2012-2014 年的 21% 增至了 2015-17 年的 45%。

相应地，采矿、能源和基础设施等增速较慢的资本密集型行业所占部署资金的份额则从 2012-14 年的 15% 下跌至了 2015-17 年的 7%（见图 2）。

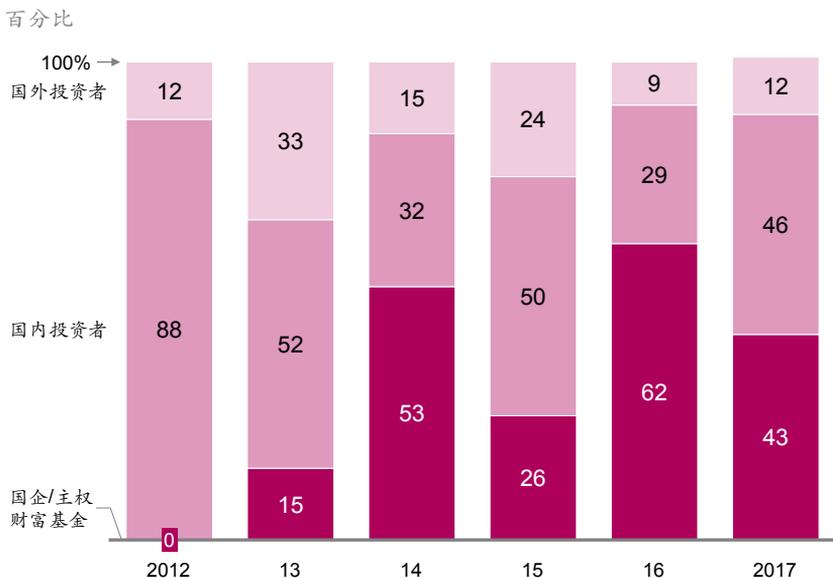
图2. 中国私募股权市场资金配置，按行业切分



注：中国包括中国（大陆）、中国香港和中国台湾。私募股权投资包括并购、扩张、夹层/PO前基金、重振资本  
资料来源：亚洲创业基金期刊

同期,大型国内投资者为了实现战略或政策目标,开始大量部署以美元和人民币计价的基金,进一步刺激了市场(见图3)——这些基金的使命是将资金直接投向由政府设立的优先发展项目领域,这些项目是政府宏观政策目标的一个部分,其中包括“一带一路”倡议中所描绘的愿景。

图3. 针对中国市场的募资额大于10亿美元的私募基金<sup>1</sup>,按投资者类型切分



<sup>1</sup>包括中国各家基金管理公司募集的所有全封闭/短期封闭基金以及其他以亚太地区为重心的基金公司募集资金的40%(中国为重点地区之一)

注:中国包括中国(大陆)、中国香港和中国台湾

私募包括并购基金、成长型基金、混合型基金、平衡型基金、二级市场基金、重振资本、共同投资基金

资料来源: Preqin

那么这一阶段的融资为何规模如此庞大呢?首先,中国过去10年年均6-7%的经济增长是最显而易见的根本原因。普通合伙人只需要投资于正确的行业,即科技和消费者等快速增长的板块,保持耐心,找准机会套利退出即可。

Cambridge Associates 对亚太地区(其中中国的权重约占46%,见图4)私募市场内部收益率的分析表明,扣除管理费、支出和附带权益后

图4. 亚太新兴市场私募及风投

混合投资期内部收益率(IRR)，扣除管理费、花销和附带权益后净额(%)

1年	3年	5年	10年	15年	20年	25年
20.25	13.07	15.77	11.76	14.04	12.14	11.79

资料来源：康桥汇世

的内部收益率始终高于 10% (回报周期从 1 年至 25 年不等)。这些回报主要来源于在新兴市场中普遍较高的 Beta 收益，目前足以让普通合伙人满足有限合伙人的回报预期，并支撑普通合伙人收取的高额费用(含管理费和附带权益)。

这些回报与公开市场产生的回报形成了鲜明的对比。尽管监管壁垒和股市波动为外资基金投资于中国公开市场造成了挑战，但中国公开市场的最大问题在于股东回报未能充分反映公司创造的价值或真实业

“中国的股票市场并未真正以基本面为基础，而私募股权尽管缺乏流动性，但风险调整后的收益要高出许多。”

—某大型有限合伙人

绩，这一点在中国 MSCI 指数的总收益中得到体现（见图 5）。这就让更多资金被分配到了流动性更低的私募市场，风险调整后收益更高，透明度更高，且波动性更低。普通合伙人要做的就是找到方法刺激收益。

**图5. 指数表现 – 总收益**

百分比（2018年4月30日）

	年化							
	1个月	3个月	1年	年初至今	3年	5年	10年	1992年12月21日起
<b>MSCI 中国</b>	-0.02	-9.50	35.51	1.80	5.17	11.33	4.68	2.00

资料来源：MSCI中国指数

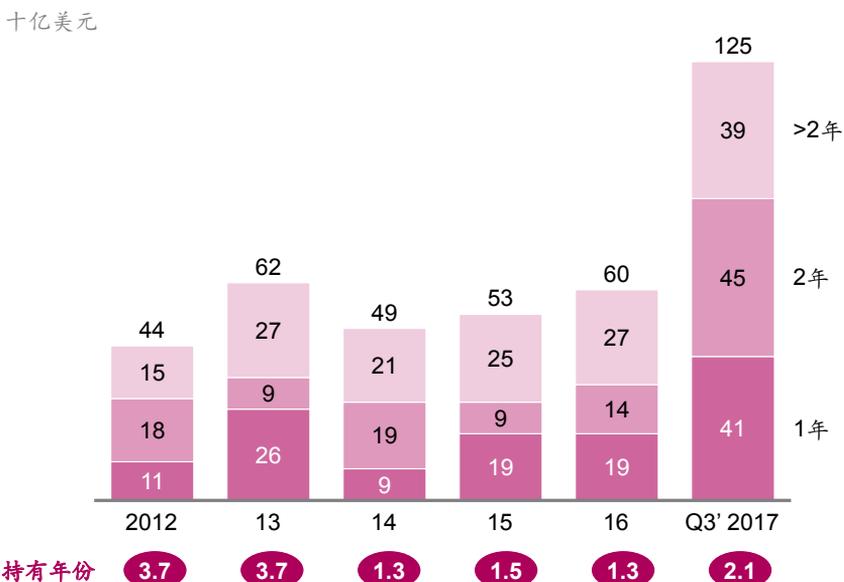
## 新的挑战

随着中国经济趋于成熟，我们预计投资环境将不断演化，变得更具挑战性。

### 现金储备和公开市场估值均达历史新高

在 2017 年第三季度，新的融资及过去融资中的待投资金达到了惊人的 1250 亿美元，其中近 70%（840 亿美元）为至少两年前募集的资金——这是有史以来的最高点，也是十年中最高的之一（见图 6）。

图6. 针对中国市场的私募股权基金 – 待投资金<sup>1</sup>



<sup>1</sup>包括中国各家基金管理公司募集的所有全封闭/短期封闭基金的待投资金以及40%以亚太地区为重心的其他基金公司募集资金的未投资金（中国为重点地区之一）  
注：中国包括中国（大陆）、中国香港和中国台湾私募包括并购基金、成长型基金、混合型基金、平衡型基金、二级市场基金、重振资本、共同投资基金  
资料来源：Preqin；亚洲创业基金期刊

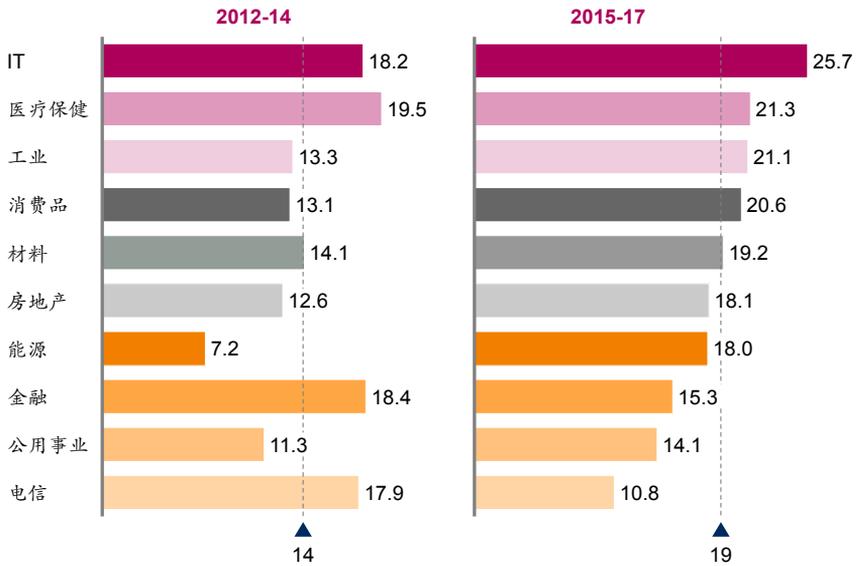
各行业在公开市场上的估值都在稳步增长——企业价值倍数 (EV/EBITDA) 从 2012-14 年的 14 倍增至了 2015-17 年的 19 倍 (见图 7)。这一增长对私募市场估值有着显著影响, 因为公开市场估值对权益定价具有指导作用。

不断累加的待投资金和公开市场估值的提升将导致私募市场交易所创造的回报出现下跌。



图7. 中国上市公司的企业价值倍数 ( EV/EBITDA ) 中位数

比率



注：基于披露2012-17年企业价值倍数数据的1375家中国公开上市公司  
资料来源：Capital IQ

## 不同行业间差异加大

一方面，中国经济增长从2007年的年均11.7%的高点降到了2017年的年均6.3%。除科技行业外，几乎所有行业在过去10年中都出现增长放缓或停滞的状况（见图8）。

在各行业内部，我们看到赢家和落后选手之间的差距已经拉开（见图9）。因此，投资者在选择所投资的行业和公司时眼光需要更加敏锐才行。



图8. 中国GDP增长率，按行业切分（2007-17年）

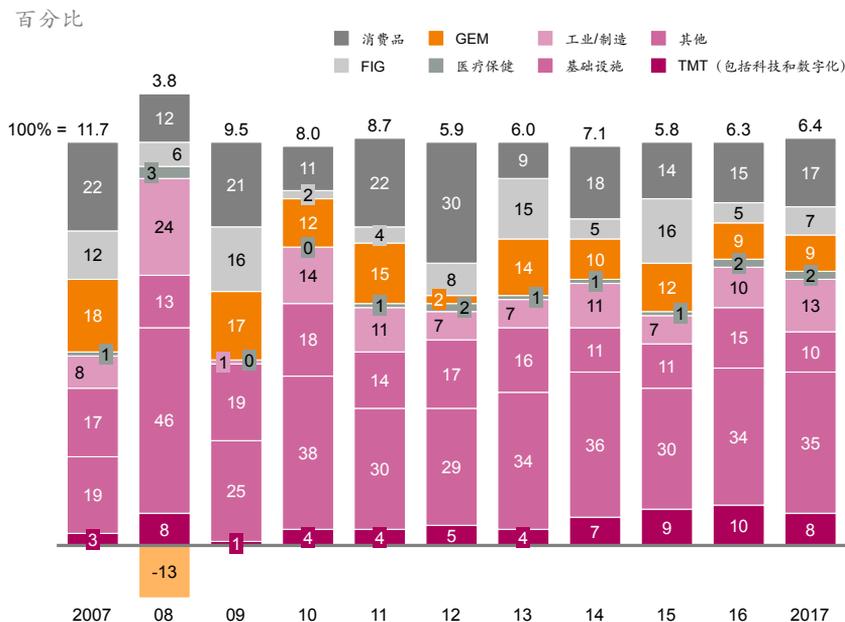


图9. 中国上市公司业绩，按行业切分

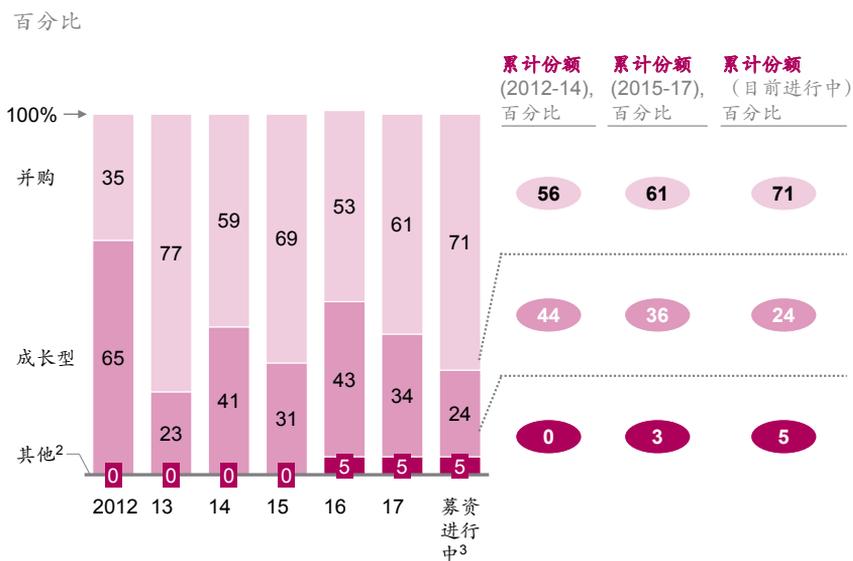


## 并购基金和 alpha 预期的兴起 (见图 10)

私募市场融资及这些基金最终的流向已经开始转向并购。如图 10 所示, 2015-17 年间所募集的超过 10 亿美元的基金中, 并购基金占 61%, 2018 年第一季度, 该比例为 81%。

这一趋势将带来两大影响: 第一, 普通合伙人和有限合伙人都意识到, 仅由 beta 驱动的增长将无法再满足收益预期; 第二, 目前大量资金追逐并购拍卖, 将推高交易估值。

图10. 针对中国市场的募资额大于10亿美元的私募股权基金<sup>1</sup>, 按基金类型切分



<sup>1</sup> 包括中国各家基金管理公司募集的所有全封闭/短期封闭基金以及其他以亚太地区为重心的基金公司募集资金的40% (中国为重点地区之一)

<sup>2</sup> 包括混合型、平衡型、二级市场、量化资本、共同投资基金

<sup>3</sup> 包括截至2018年5月达到目标基金规模的基金

注: 中国包括中国 (大陆)、中国香港和中国台湾不包括国企/主权财富基金的募资额

资料来源: Preqin

## 获取收益难度提升

交易机会挖掘能力的门槛会高出很多, 因为在行业内部的关系和对本地情况的了解对于搜寻到交易机会而言越来越重要。



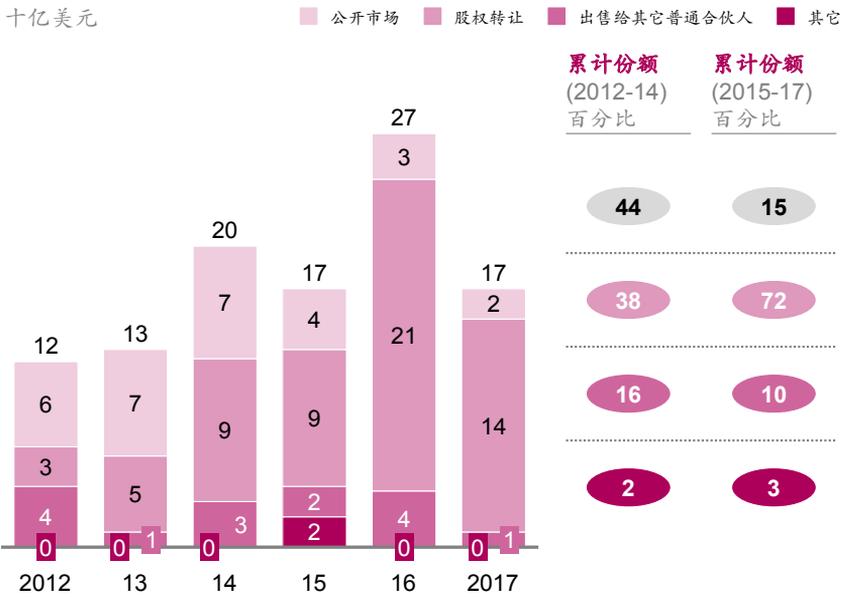
随着经济增速放缓,普通合伙人将无可避免地减少对 beta 所驱动增长的依赖,转而更多依赖于 alpha 驱动的增长,以获得期望回报。并购交易给予了普通合伙人创造更高水平回报所需的运营方面的控制权。

然而,部分中国的普通合伙人在这方面还没有经验,至少没有过持续通过并购交易来创造收益的经验。他们中多数还是新手,事实上,在 2017 年募集了并购基金或在 2018 年第一季度参与募集并购基金的普通合伙人中,有 39% 的人是首次接触这类交易。

与此相关的是中国普通合伙人的任职期相对较短:美国创业分析公司 Pitchbook 的数据表明,中国的基金平均年限只有 10 年。因此,多数基金只经历了经济周期的增长阶段,可能还未完全准备好迎接周期中不可避免的下跌。

让情况进一步复杂化的是私募股权投资的退出路径——从价值方面来看,2012-14 年中有 44% 的退出投资是通过公开市场交易,2015-17 年的这一数字为 15%。这一趋势意味着,一旦公开市场变得更加凶险,普通合伙人以恰当估值适时退出将会受到进一步限制(见图 11)。

图11. 中国私募股权基金 – 退出交易<sup>1</sup>



<sup>1</sup> 包括已被露退出路径的并购、扩张、夹层/IPO前、重振资本的退出交易  
资料来源：亚洲创业基金期刊

## 展望前路：GP 八大能力建设

因此，为了能够交付投资者预期中的回报，普通合伙人需要进一步提升其交易机会挖掘能力，扩大尽职调查范围，采取更实操的运营方法来从交易中获得价值，还要调整风险偏好适应类型更广泛的潜在交易。

我们整理出了中国普通合伙人在制定战略、组织和运营模式方面所需要进行的八大能力建设。

### 一 . 拓宽交易机会挖掘范围

尽管中国的普通合伙人仍继续高度依赖于投资银行主导的拍卖去寻找交易机会，但这一方法已经不够用了。交易团队需要在搜索范围和挖掘方法方面采取更多的策略。他们需要更加深入地了解行业、内在价值链及其价值创造来源。他们同样需要更加深入地理解行业生态系统

内各领域参与者之间的关系,包括创业者、私人公司经理人、国有企业经理人和政府监管机构等。

## 二 . 学会执行更加复杂的交易

为了从交易中获得更多价值,中国的普通合伙人需要在更加复杂的交易中去接受历练,例如,为了让运营困难的业务部门实现转型,可将其分拆上市并注明回购条款;通过上市公司私有化实现更大程度上的转型,同时避免公开披露细节的负担;通过行业整合来巩固市场份额并推动理性竞争;以及通过跨价值链的垂直整合来增加行业的价值份额。

## 三 . 建立运营顾问团队支持所投企业管理团队

该顾问团队不仅要为管理层提供建议和引导,还要与管理团队一道负责涉及具体行业的深度运营。因此,该运营团队不能仅限于聘请资深顾问,而是要形成一个新的模式,为所投公司构建运营操作方面的能力,这将要求该团队要集聚一批不同行业内的资深专家,覆盖整个投资组合内的所有公司。



#### 四 . 在百日计划外, 制定运营与投资的工作指南

运营团队和交易团队应制定手册, 用于在所投公司执行快速变革并落实复杂的战略行动。这样的指南能让普通合伙人在各投资领域的工作有的放矢。例如, 经过充分测试后, 减少间接支出的机制将会让交易团队更加从容, 让他们清楚具体可节约多少支出以及如何节约。如果指南详细说明了如何设立独立运营的公司并建立关键业务职能, 将让投资者对于所要承担的风险做到心中有数。

#### 五 . 运营团队应跨越被投企业的董事会直接监督日常运营

运营团队不仅需要与管理团队密切合作解决日常运营中的问题, 还应该直接监督具体的交付项目, 如运营资金合理化或外部花费削减等。运营团队需要为实现运营结果承担更多的责任, 这对于实现投资收益目标至关重要。这对于压缩从交易中获取价值的时间而言意义重大, 还能让投资委员会时刻不忘肩上担负的重大投资目标。

#### 六 . 创建跨运营及投资团队共同问责制

随着投资目标的实现越来越多取决于运营转型的成功与否, 运营和投资团队间的密切协同对于协调激励措施及分配责任而言十分重要。在投资目标高度依赖于运营转型时, 甚至可以建立一支联合团队, 负责评估交易、向投资委员会汇报进展并负责后续跟进和价值交付。

#### 七 . 在运营、投资团队和投资委员会配备“中国通”

中国的商业环境非常独特。有效运营需要对当地生态系统、关系网络和监管环境有着深刻的理解。在全球普通合伙人将日益与中国当地普通合伙人竞争的环境中, 仅运用全球范围内通用的运营模型将不再有效、不再适宜。

## 八. 通过创新挑战传统并拓展投资选择

想要创造高额回报需要普通合伙人去挑战主流传统, 采取创新方法。这可能包括扩张至传统上由风投企业占据的领域(与风投企业拓展至私募股权领域的做法相似), 还可以投资于全新的行业领域, 或者如近期一名中国普通合伙人拓展到宠物护理领域那样, 自创一个生态系统。



过去 10 年见证了**中国私募股权投资行业**在**强劲的宏观经济基础面**驱动下**强势崛起**。然而, 随着市场的变化, 投资环境也将发生改变。投资者需要付出更多努力以挖掘交易机会并创造他们需要的回报。在这个竞争日趋白热化的战场上, 那些拥有资源并下定决心彻底转变其战略、运营模式和投资方法的普通合伙人, 更有可能在竞争中出奇制胜。■

**叶远扬**为前麦肯锡全球资深董事合伙人; **Oliver Ramsbottom** 为麦肯锡全球董事合伙人, 常驻香港分公司; **Ivo Naumann**为麦肯锡全球董事合伙人, 常驻上海分公司; **Bharath Aiyer Sacha** 为全球副董事合伙人, 常驻香港分公司; **Debanwita Roy** 为麦肯锡私募股权团队资深行业分析师, 常驻孟买分公司; **Kiteny Chen** 为麦肯锡私募股权团队行业分析师, 常驻上海分公司。

编译:

**徐晓琦** (Xiaoqi Xu) 为麦肯锡项目经理, 常驻北京分公司;

**田露** (Rebecca Tian) 为麦肯锡咨询顾问, 常驻北京分公司。

麦肯锡公司2018年版权所有。



## 募资寒冬将至，投资机构 如何逢山开路遇水搭桥

随着中国资本市场的不断开放与成熟，本土基金的募资逐渐由狂热趋于审慎，投资者开始转向理性与保守。在机会、挑战与未知下，私募股权/风投应该更加注重募资，打造与升级专业化能力，与LP携手共赢。

曲向军 和 吴凡

从 2011 年 2018 年以来,中国另类资本投资市场不断成熟与规范,本土 PE/VC 的融资难度不断提升,资本市场也被舆论一轮又一轮推上了“寒冬将至”的关口。一方面,很多国外评级与指数机构都加大了新兴市场的指数占比,其中增长主要来源于中国普通合伙人(GP)投资比重;但另一方面,本土狂热募集的热潮也的确在慢慢退去。投资者们适应市场变化的能力在不断上升,同时也日趋变得审慎、理性与保守。

面对挑战与未知,私募和风投应该更加重视募资战略,打造专业化的募资能力,并以系统化的策略去打造和维护投资者关系,与有限合伙人(LP)携手共赢。

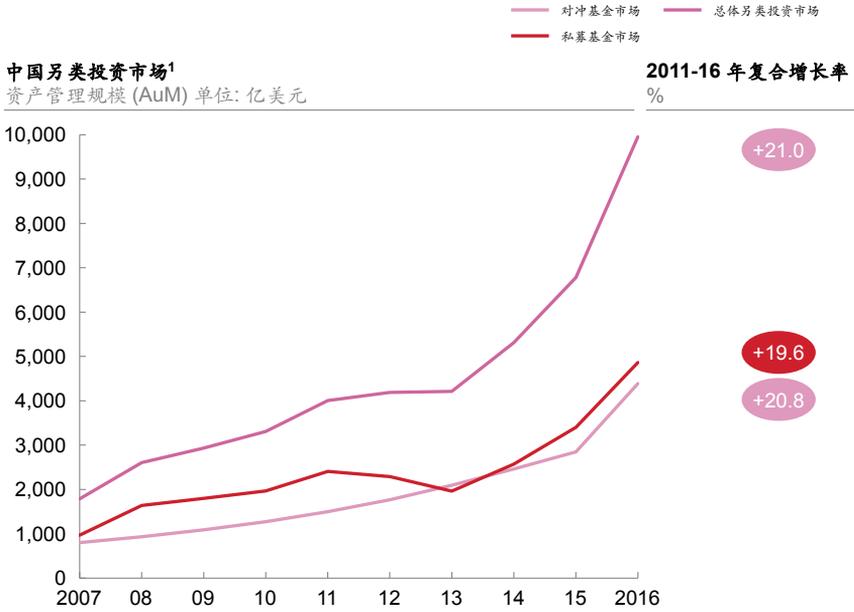
## 中国另类投资市场规模不断扩大

过去十年,中国另类投资市场规模在不断扩大。从市场不断成熟,到国家鼓励双创,到独角兽的崛起,再到监管层面一系列支持政策的出台,整个过程中投资机构的重要性与使命感都在不断提升。随着市场的不断开放,私募市场基金成立的数量与募集资产的规模在过去 10 年成线性增长,但从总体规模上来看,当前中国另类投资占 GDP 的比重仍然较低,长期发展仍有较大的空间。通过资本助力产业升级,以及新经济企业的成长任重而道远。

从最近的走势来看,监管更加规范、市场估值倍数不断增高、以及一二级市场出现倒挂现象,都是私募投资公司面临的挑战。2018 年上半年完成的募资规模与数量大幅下降,募资周期不断拉长,很多投资机构都在经历着“募资难”的阵痛。这是市场逐渐走向成熟的标志。成长的过程将伴随着阵痛,只有这样,另类投资市场才会逐步规范与完善。

(见图 1, 2)

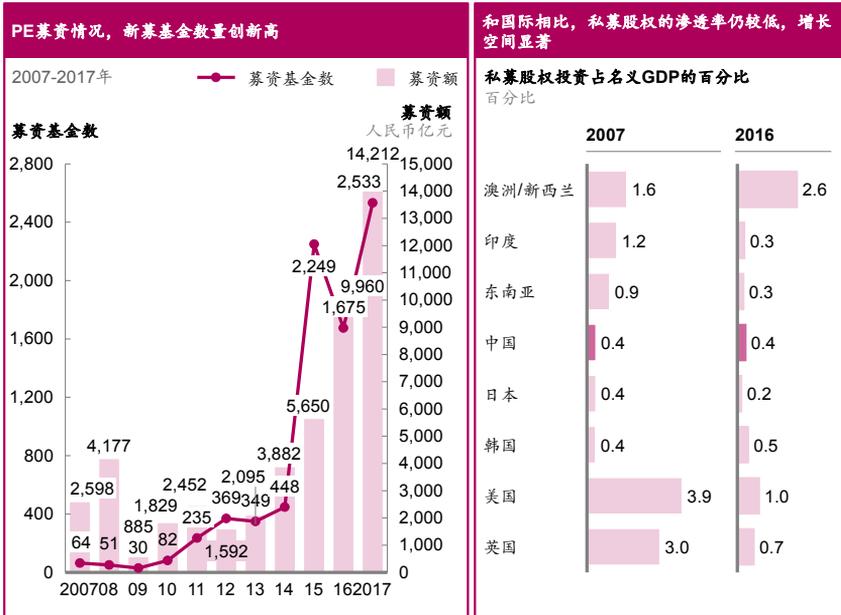
图1. 整体而言, 中国的另类投资市场规模在不断扩大



1 专门的地产基金在2016年AuM较小 (本图未显示), 但增速较快 (达55.9%)

资料来源: 麦肯锡Growth Cube数据

图2. 中国私募股权投资市场蓬勃发展, 募资额创新高, 但与发达国家相比渗透率仍较低, 未来几年仍有显著增长空间

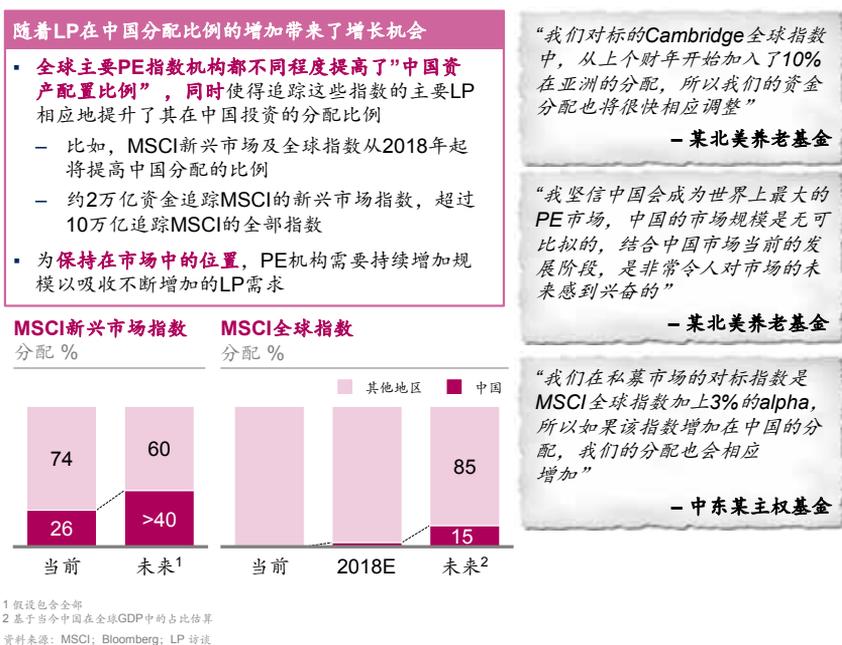


资料来源: AVCJ; World Bank; 清科研究中心; 麦肯锡分析

## 全球 LP 在中国的配比逐年升高

亚洲市场可谓是当下的投资热土，全球几大私募股权指数对中国的市场投资份额都在逐年提高。同时，国际较大的主权基金与养老基金都不同程度地提高了对亚洲市场和发展中国家的配置占比（以中国市场为主）。这也就意味着，未来会有更多境外长期资本涌入中国资本市场。（见图3）

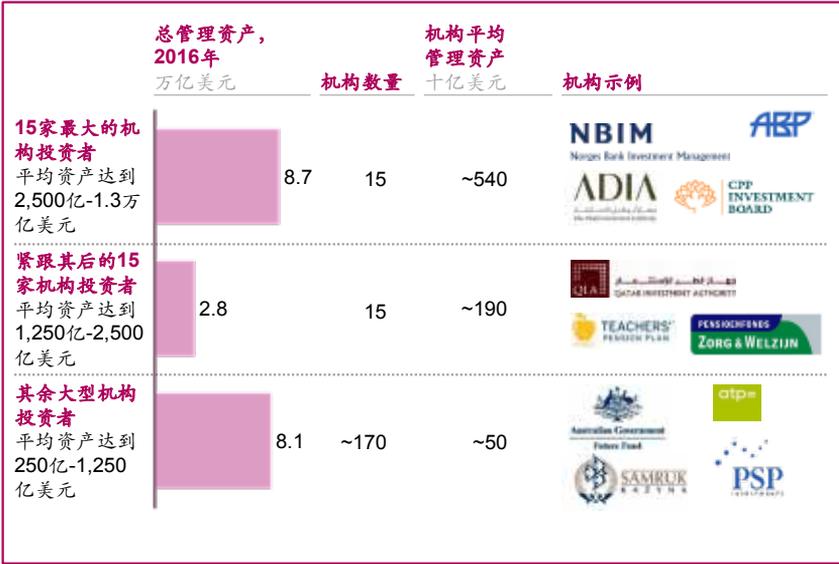
图3. 全球LP在中国的分配比例逐步提升，但偏向于拥有较为资深团队与已成一定规模效应的GP



## 全球领先 LP 的构成

从资金来源上看，外资 LP 可以被归为三大类：养老基金、国家主权财富基金、和基金会 / 捐赠基金。从投资类别上来讲，主要包括债券、股票和另类资产投资，其中另类资产投资的份额逐年增长，现已占据 20% 以上。现在，全球约有 200 余家主要的机构投资者，它们拥有 20 万亿美金的强大资产规模，其中，前 30 家投资机构占据了一半以上。（见图4）

图4. 最大的200家机构投资者，全球管理资产达到20万亿美元

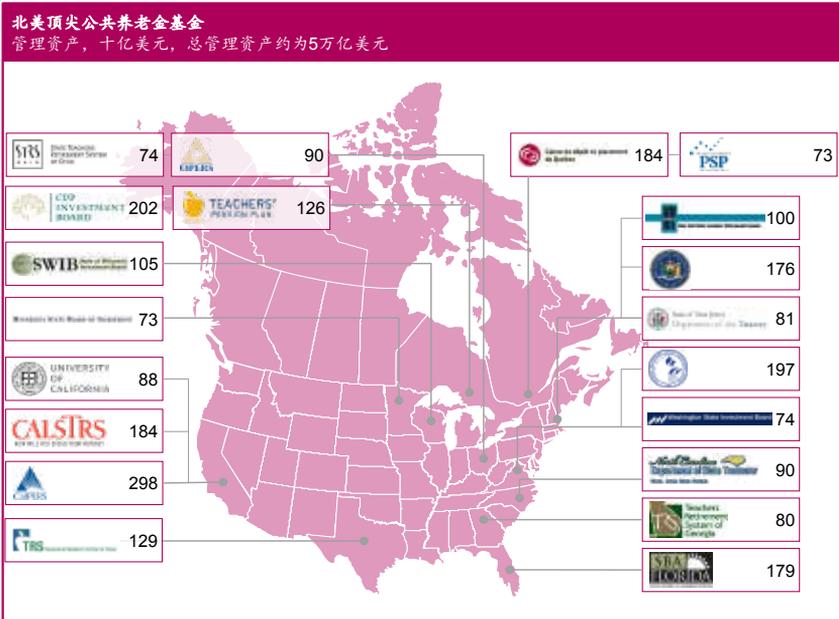


资料来源: Preqin投资者情报

公共养老基金则主要集中于美国与加拿大。北美排名前20位的养老金基金占公共养老金总管理资产的半壁江山。(见图5)

公共养老基金

图5. 北美排名前20位的养老金基金约占总管理资产的半壁江山



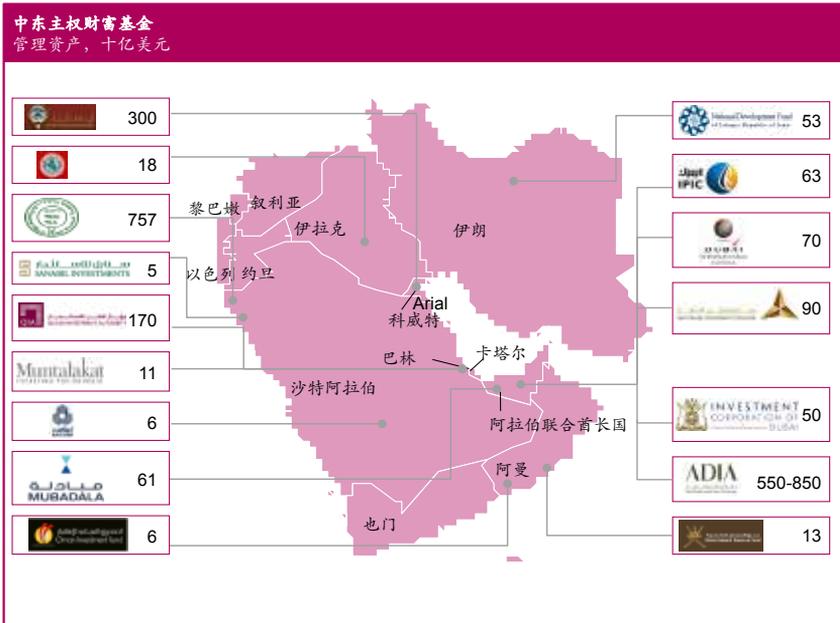
1 美国和加拿大公共养老基金

资料来源: Preqin; 2014年

在主权基金上，石油资源丰富的中东国家则占据了主权基金三分之一以上的市场。（见图6）

主权财富基金

图6. 中东占主权财富基金总投资额的三分之一以上

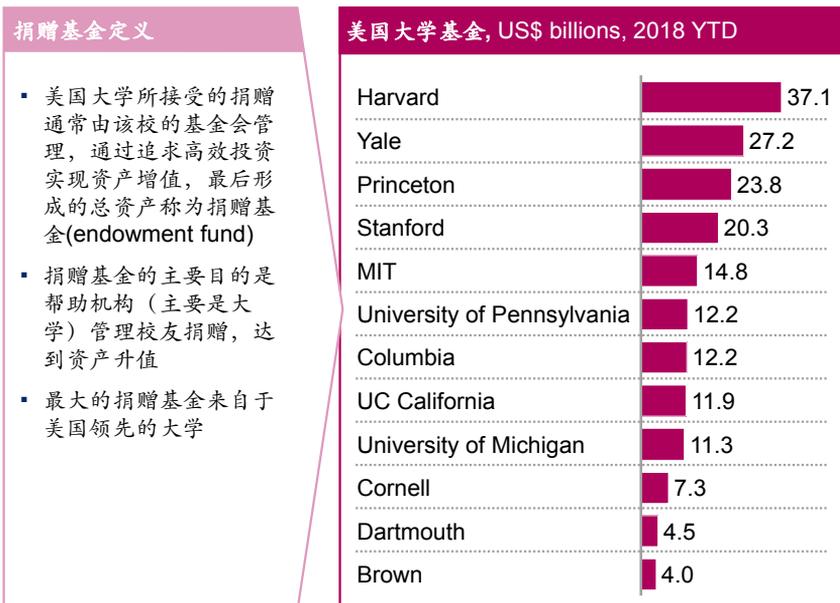


资料来源: Preqin; 主权财富基金研究所; 麦肯锡分析

最主要的捐赠基金来源于美国顶尖的大学(以私立常春藤学校为主)。捐赠基金投资是大学管理校友捐赠的方式。（见图7）

捐赠基金

图7. 最主要的基金会来源于美国的大学



资料来源: Pitchbook; 麦肯锡分析



在选择本土 GP 时, 全球领先的 LP 通常会关注以下几大特质:

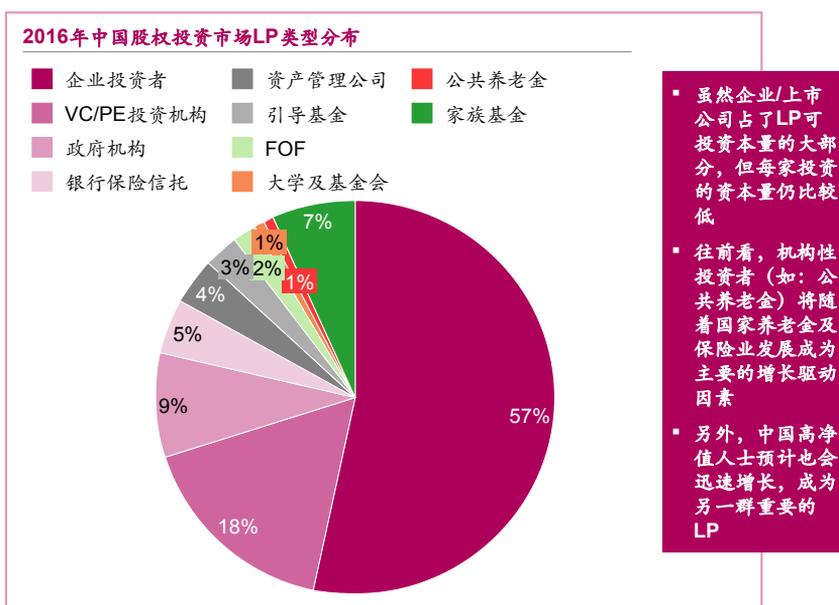
- **深耕中国市场, 足够接地气:** 国外投资人深知中国市场的复杂性, 基于在金融界的过往经验, 资产规模较大的境外 LP 十分重视本土团队的价值。LP 对拥有多元国际背景的团队存在担忧, 认为他们在交易机会的获取及项目储备上资源不够丰富。LP 普遍认为, 纯国际化的投资公司在本土的人脉不够深厚与广泛。在过往的访谈中, 有不少 LP 都表示, “土生土长的团队可以到所有省市寻找项目, 而不仅限于北京和上海。” 因此, 当 LP 逐渐加大对中国市场的投资时, 他们会倾向于找本土化的投资团队。
- **可以规模化的 GP 团队:** LP 在不断整合投资管理人, 他们更青睐于那些团队资历深厚的机构化公司, 让他们管理更多的资金。同时, 从机会型向机构化转变是一个很难的过程, 不少 GP 的投资人员认为投资回报率是募资的最重要引擎, “只要投得好, 就可以募到机构化的钱”; 而较为成熟的机构投资者更加看重投资稳定性。
- **看重透明性与一致性:** 即便一些经验十分丰富的境外 LP, 进入中国

的时间较为有限，都一定程度上缺乏本土化知识积累，对中国市场的了解也不太深入。因此，LP 希望能有更为主动和清晰的沟通体系，并且希望能从 GP 那里获得更多有关风险防范、关联交易、退出和绩效等方面的信息。

## 本土 LP 投资更加审慎与理性

近年来，政府引导基金、社保基金、国有企业等拥有雄厚资金实力的国资背景 LP 纷纷入局。随着越来越多不同类型的 LP 入场，行业发展呈现多元化趋势，本土投资者参与股权投资的积极性也在不断提高，尤其是国家背景的投资机构，已然进入了爆发期。同时，中国高净值人士这个群体预计也会迅速增长，成为另一群重要的投资来源。（见图 8）

图8. 中国股权市场LP类型分类



而对本土的 LP 来说, 随着市场的不断成熟和估值倍数的不断提高, 他们对投资也更加偏于审慎与理性, 重点也愈加放在 GP 的几大核心素质上:

第一, 深入的行业专注度: 本土 LP 较为重视在某些行业内深耕的专注型基金, 看重于他们对行业趋势的深入洞见和强大的关系网络。与此同时, 本土 LP 更加看重能够投出普遍被忽视、甚至不被看好的项目的投资团队, 亦或是能够获取稀缺交易份额、并有强大谈判能力的团队。

第二, 值得信赖的投资团队: 相较于外资 LP 而言, 国内 LP 更接近本土市场。因此, 他们对 GP 个人品牌的认可度要大于机构的认可度。这就意味着, 相比之下, 那些经历过多轮紧密合作, 并且一直并肩作战的团队, 要更容易获得资本的信赖。

第三, 收益率之外的其他增值服务: 很多国内的机构与高净值个人都将投资视为一种学习方式, 希望通过投资来向 GP 学习一些行业的研究经验和投资经验。同时, 国内不少 LP 也都喜欢通过共同投资 (co-investment) 来提升自己团队直接投资的能力。

## 对于 GP 募资的启示

第一, 在 LP 更加多元化和成熟的今天, GP 对 LP 的甄选就变得尤为重要。在选择高质量的 LP 时, GP 需要首先考虑其自身是否能够保证资金的来源。只有源头活水不断, 才能做到资本的循环, 从而打造良性生态圈。GP 一般要求对潜在 LP 的投资策略、风险偏好、合作方式等进行充分的了解, 以选择更加适合自身投资策略与风格文化的合作伙伴。

第二, 基金管理者需要以更开放的心态面对募资, 这就意味着需要将

管理层中最优秀的力量带入投资者关系的构建中,以专业的方式去沟通投资战略。

第三,全员参与,打造募资的机构化能力。在创立初期,GP通常是高管与LP联系的唯一渠道。在GP逐渐成熟与规模化的过程中,募资也应由单一渠道向多渠道转变。与此同时,对LP进行分级,针对战略意义、量级、合作历史等因素,对高管的时间进行差异化分配。以下图表以某国际知名资产管理公司为例,展现了其募集模式的转变。同时,通过分级管理不同类型的投资者,对高管的时间进行了差异化分配。(见图9,10)

第四,运用系统化的方法与机制来管理LP。GP应当尽快配备专业化的投资者关系团队。同时,要寻求系统性方法来积极接触并高效管理投资者关系,发展快速响应的能力,以回应LP的需求。

图9. 案例: 某资产管理公司成功进行了IR运作模式的变革

匿名客户案例

目标	从...	...到
充分利用 高管时间	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ CFO是面向投资者的“单一渠道”高管联络人</li> <li>▪ 其他高管鲜有参与</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 不同的高管参与,带来不同角度的观点(如,CEO,CFO,CSO)</li> <li>▪ 高管在投资者关系上的时间投入比例最高定为10%</li> </ul>
密切关注 外部市场 导向	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 依赖内部预测,不了解LP的市场期许及其对市场动向的理解</li> <li>▪ 在沟通中强调短期新闻,而非行业走势或公司的长期故事</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 建立思想伙伴关系,共同探讨行业大势和公司定位</li> <li>▪ 将市场观点带给业务(如,测试比对内外部预测和市场假设的不同)</li> <li>▪ 强调长期故事的讲述</li> </ul>
优先进行 有针对性 的一对一	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 投入过多精力做多对一的投资者联络</li> <li>▪ 投资者几乎没有什么私下机会来了解“投资主题”方面的问题</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 更有针对性地分配IR的时间,注重高质量的交往</li> <li>▪ 注重与关键LP的一对一交流,更多是以“倾听和学习”的模式沟通</li> </ul>

资料来源: 麦肯锡案例

图10. 案例分享：针对不同类型的投资者，高管时间将差异化分配

匿名客户案例

假设	时间投入	
	关键会议和准备	总时间 (天数/年)
<ul style="list-style-type: none"> <li>与关键LP (高管负责) 的45次一对一交流</li> <li>30次是与关键现有LP的交流</li> <li>15次是与关键潜在LP的交流</li> <li>在重要活动上的时间投入 (高管时间)</li> <li>财报会议占 ~3天</li> <li>纽约全球投资者日占 ~4天</li> <li>公司内部投资者日占不到1天</li> <li>欧洲/亚洲走访占 ~2-3天</li> </ul>	<b>CEO</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>~20个重点LP一对一交流</li> <li>4个财报会议 (包括准备)</li> <li>纽约全球投资者日</li> <li>公司内部投资者日</li> <li>1个行业大会</li> </ul>	~4天 ~12天 ~4天 <1天 ~1天 } ~22天
	<b>CFO</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>~15个重点LP一对一交流</li> <li>4个财报会议</li> <li>纽约全球投资者日</li> <li>公司内部投资者日</li> <li>1-2个行业大会</li> <li>欧洲IR走访之行 (每两年一次)</li> </ul>	~3天 ~12天 ~4天 ~1天 ~2天 ~1天 } ~23天
	<b>CSO</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>~15个重点LP一对一交流</li> <li>4个财报会议</li> <li>公司内部投资者日</li> <li>1-2个行业大会</li> </ul>	~3天 ~12天 <1天 ~2天 } ~18天
	<b>部门负责人</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>~5个重点LP一对一交流</li> <li>4个财报会议准备</li> <li>公司内部投资者日</li> <li>1个行业大会</li> <li>亚洲走访之行</li> </ul>	~1天 ~12天 ~1天 ~1天 ~3天 } ~18天

从原先的以CFO作为“单一渠道”联络人，转变荟集高管所长，共同与投资者交流沟通的模式。

资料来源: 麦肯锡案例

最后, 要有效地发展和利用好专户。专户是一种与关键 LP 建立更稳定关系的绝佳方式。在更多了解 LP 的核心诉求后, GP 可以通过专户的形式来满足他们的特定需要, 并且还能以此为条件来吸引最为优质的 LP。专户的建立也可以帮助 GP 对新领域进行探索, 并且可以据此来吸引 LP 通过专户的形式为其提供进入新资产类别的种子基金。专户的管理费通常较低, 有时甚至不收取管理费, 他们可以通过提高分配 carry (业绩报酬) 的最低回报要求, 来降低 GP 所抽取的费用, 这样一来就给予了 LP 更多的灵活性。

按照资金量大小、投资人员储备、成熟程度等标准, 专户大致可以分为早期专户与定制化专户两大类。对于早期专户而言, 他们进入投资领域的时间较少, 相对投资额也较少, 通常是通过降低管理费的形式投资 GP, 并附带直投与跟投 (co-investment) 等方式向他们学习。定制化专户则通常会寻找一些非常具体的投资组合。由于他们与 GP 的关

系较为深厚，因此这些 LP 往往在配置比例、投资时间、费用结构等方面都有自己的特定要求。(见图 11)

图11. 专户按照其成熟度可以大致分为两类：早期专户与定制化专户

描述	通常包括的专户条款	“在PE专户条款中，其管理费用通常较传统形式可以减半，同时通常是基于已投出的资金而非配置的资金额度支付” - 某国内GP
<p><b>早期专户LP</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>通常为资历较浅的LP，受限于人员、投资专业能力等</li> <li>包括部分企业、家族办公室、高净值人群</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>低管理费：</b>此类LP通常不会要求复杂的条款，一般会要求较低的管理费收取</li> <li><b>直投条款：</b>此类LP通常希望通过直投的机会来提升其整体回报，同时希望GP能够在行业研究、投资分析等环节给予一系列指导</li> </ul>	<p>“很多新的LP不希望参与直投，但坦白讲在实际操作中有些不显示，由于他们的能力不足，最终也放弃了绝大多数的直投机会” - 中东某主权基金</p>
<p><b>定制化专户LP</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>经验丰富的投资人</li> <li>通常包括大型养老金、主权基金、大学捐赠基金等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>高度定制化</b>（在低管理费的基础上）：要求配置比例、投资时间、费用结构等均定制化（如LP可以与GP商谈分配carry的最低回报等）</li> <li><b>直投条款：</b>成熟LP通常有足够的能与精力，对于直投机会可以进行快速评估与决策</li> </ul>	<p>“成熟的LP通常在寻找非常具体的投资组合。比如对房地产和基础设施而言，他们可能会说‘我们需要增值型的交易，而你们有做增值型交易所需要的能力。可能你们没有在融资，或者你们的融资结构不是我们想要的，但我们可以用专户的形式来解决’” - 某北美养老基金</p>

资料来源：专家访谈；案头研究；小组分析



资本市场的募资会愈发向两极发展。一方面，优秀的 GP 会吸引更多的 LP，但他们需要擦亮眼睛，识别出真正值得合作的人；而另一方面，没有形成其独特优势的 GP 则会面临更多募资上的挑战。对于他们而言，当务之急就是要结合自身的优势与投资战略，有效利用好专户，去寻找真正适合自己的 LP 投资人，以达到双赢的局面。■

**曲向军** (John Qu) 为麦肯锡全球资深董事合伙人，常驻香港分公司；  
**吴凡** (Morgan Wu) 为麦肯锡商业分析师，常驻上海分公司。



# 中流击水 奋楫者进 —— 投后管理在四大领域为企业 创造价值

投后管理是战略投资人建立差异化优势的核心领域之一。本文介绍了一套制度化、体系化的投后管理方法论，阐述投资机构应如何围绕交易整合、风险监控、赋能增值及资本运作四个维度，为企业创造价值。

曲向军 马奔 和 程泉

“募、投、管、退”四部曲中，投后管理时间跨度最长。自签署投资协议的那一刻起，起跑的发令枪就已经打响，直到项目完全退出，才算抵达终点。“投资只是开始，管理创造价值。”麦肯锡分析表明，投后管理是战略投资人建立差异化优势的核心领域之一。

投资人对投后管理的参与，由浅至深可逐层分为放任自流型、框架指导型、战略部署型及全面参与型。现实中选择何种形式，往往与被投企业的发展阶段、投资机构的自身能力、投资策略及整体持股比例有关。本文介绍了一套制度化、体系化的投后管理方法论，侧重于服务并购基金或其他控股型 PE 机构。

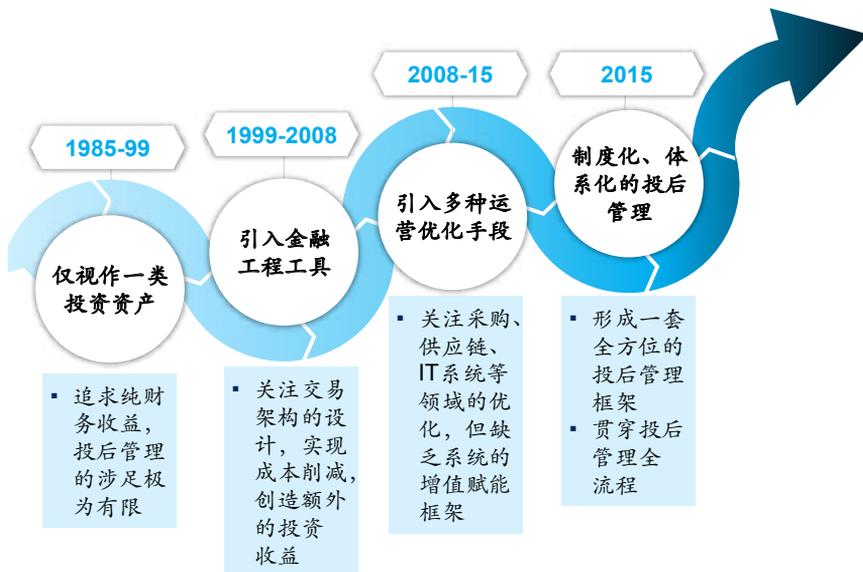
## 投后管理的发展历程

30 年来，PE 机构的投后管理的转变经历了四大阶段：

1. 初始期（1985-1999）：将投资项目视为一类投资资产——仅关注买入卖出时间，追求纯财务收益，鲜少涉足投后管理
2. 摸索期（1999-2008）：引入金融工程工具——关注交易架构设计，设立 SPV，采用税收优惠，实现成本削减，创造额外投资收益
3. 蓬勃期（2008-2015）：引入各种运营优化手段——投后管理多点开花，围绕运营产业链寻找增值机会，关注包括采购、供应链、IT 系统等多领域的提升优化，但仍缺乏系统的增值赋能框架
4. 成熟期（2015 至今）：制度化、体系化的投后管理——形成一套全方位的投后管理框架，覆盖交易整合、风险监控、赋能增值及资本运作四大领域，同时贯穿投后管理全流程

投后管理已成为战略投资人为企业创造附加价值最重要的赛道。（见图 1）

图1. 30年来，PE机构的投后管理历经四大阶段的转变，通过投后管理为企业创造价值乃是大势所趋



资料来源：麦肯锡分析

## 投后管理的四大领域

### 1. 交易整合

“欲事之无繁，则必劳于始而逸于终”，投后管理亦是如此。作为投后流程的开端，交易阶段及交易完成后的100天通常是整个投后管理的“黄金时期”，企业能否平稳有序地过渡，对于后续管理乃至投资退出计划都至关重要。

在交易整合中，“百日计划”是一个核心工具，也是整个投后管理的基石。通过分析全球领先投资机构的“百日计划”，麦肯锡总结了最佳实践包含的五个关键要素：

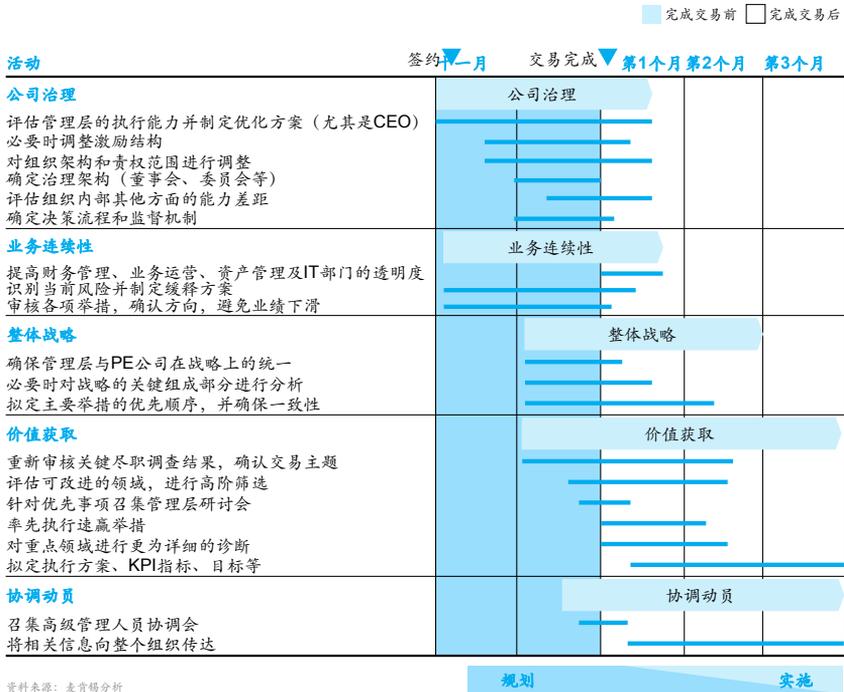
1. 公司治理(Governance)：完善被投资企业治理架构，梳理决策流程。董事会是公司治理机制的核心，通常，PE投资人会至少要求一

个董事席位，并明确决策流程及决策授权。同时，基金也应优化被投企业管理团队，设计高管激励结构，确保核心团队与股东利益保持一致。

2. **业务连续 (Business Continuity)**：保障被投企业的运营，保证股权交割阶段平稳过渡。其中，常见的工作计划包括：挽留关键人才，消除核心客户、供应商和其他潜在利益相关者的疑虑，梳理业务流程，并明确各核心职能的对接等。
3. **整体战略 (Strategy)**：与管理层就被投企业未来战略达成共识，并制定目标清晰、计划详尽的退出策略。战略的制定显示了被投企业的现状及发展目标，基金应明确目标客户、产品组合和渠道组合，确保资源投入与战略高度一致。
4. **价值获取 (Value-capture)**：帮助被投企业制定关键策略，促进其价值增长。明确实施计划，落实到具体事项、负责人、时间表，并匹配相应考核机制、检视机制、激励机制。优先推动短期速赢的举措，帮助被投企业树立转变信心。
5. **协调动员 (Alignment and Mobilization)**：被投企业员工可能因新股东的入驻产生情绪波动，因此，一个充满正能量、富有亲和力的“转变故事 (change story)”在这一阶段尤为重要。制定沟通和转型计划，下达至被投企业的各个部门，建立投资人与被投企业的信任关系。唯有上下齐心，全体动员，方能使整个组织有序转变，平稳过渡。

各项目的体量、阶段、监管要求各不相同，因此，交易过程所需的时长也差异较大。“百日计划”重点关注正式交割之后的100天，但如情况允许，在交易阶段就应该开展部分工作（如，公司治理架构的调整，重大管理层人事变动等）。（见图2）

图2. 示例：百日计划的关键举措时间轴



交易整合是一个庞杂的过程，体制机制的支撑保障必不可少。“百日计划”要想成功实施，需要一个由高层组成的指导委员会来统领全局，该委员会成员通常包含 CEO、COO、CFO、PE 机构代表。此外，也应专门设置项目管理办公室，负责整体推进工作。（见图 3）

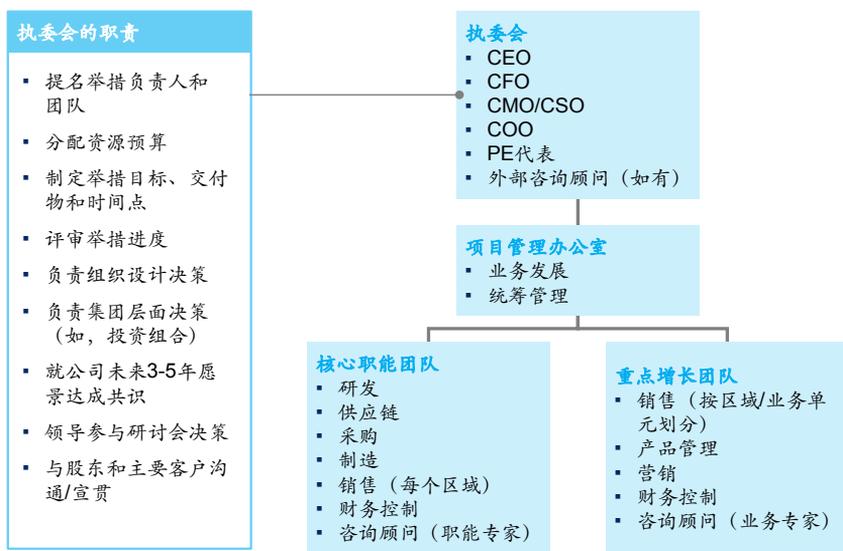
## 2. 风险监控

所有单个项目都需要风险监控。通过分析财务管理报表、召开月度经营分析会等手段，关注各被投资企业公司在治理、经营业绩、行业趋势等方面的动态，追踪被投企业的经营情况及组织健康水平。判断被投资企业是否与计划偏离，并以此为基础，标识“安全”、“预警”及“警报”各个程度，并有效调动管理资源，实行分级管理。

投资活动日趋全球化，投资机构也在日益扩张，如何全方位衡量整体组合风险，已成为全球领先投资机构的重要议题。某全球领先 PE 机

图3. 执委会在百日计划中肩负统领职责

乐韵



落地实施阶段，执委会也应持续肩负如上职责

资料来源：麦肯锡分析

构提供了一个良好的组合风险模板。它通过关注各被投企业在一系列风险维度上的集中度及相关度表现，为后续管理提供建议；甚至反哺投前，针对特定区域或行业，建议实施投资暂缓。

无论是项目层面还是组合层面的风险监控，常态化管理机制，固化企业报告体系，都是重中之重。通过定期检视，及时发现风险，制定相应缓释机制，不仅保障被投企业的健康运营，也能保障投资机构的稳健发展。（见图4）

### 3. 增值赋能

“增值赋能”是被投企业着重关注的环节，也是诸多战略投资人手中的王牌。凯雷对意大利高端服装品牌 MONCLER 的投资是投后增值的一个标杆案例。2008年，在凯雷收购 MONCLER 48% 的股权后，利用“凯雷一家”全球的资源及在行业中的经验积淀，将

图4. 在被投资公司层面定期评估并追踪具体风险，在组合层面统筹关注总体风险，发现漏洞 (示例)

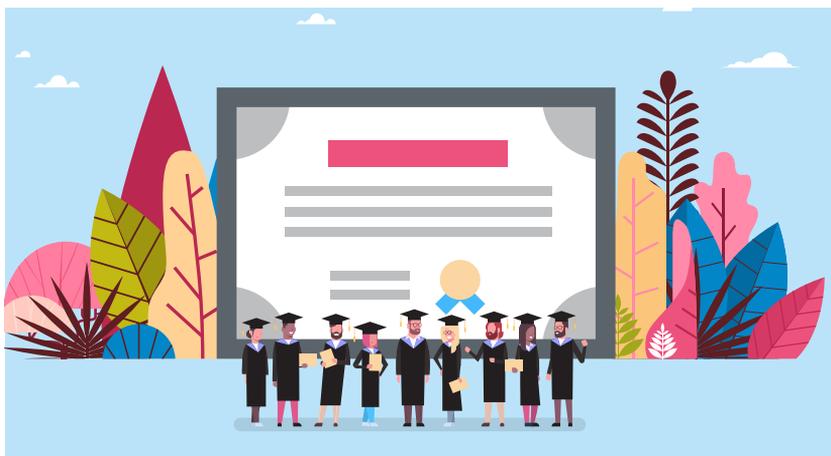


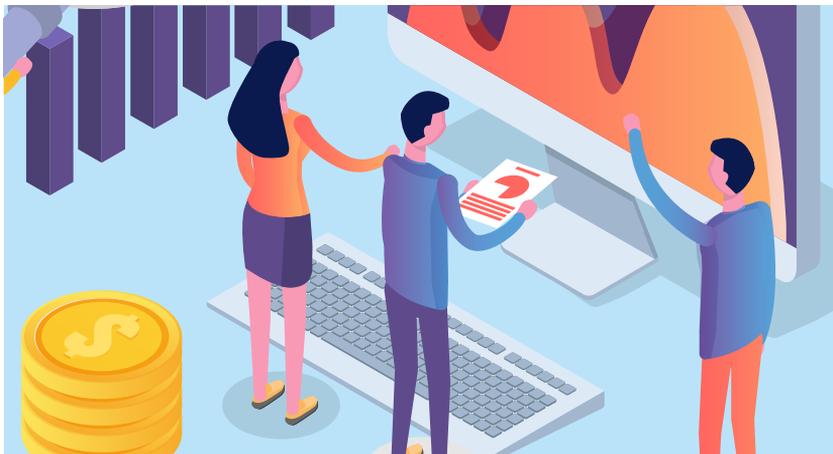
资料来源：麦肯锡分析

MONCLER 零售渠道由原先的 6 家零售店增加至 135 家, 实现了指数级扩张。它在亚洲, 尤其是在中国的布局, 为这一品牌的成长提供了强劲的动力支持。同时, 凯雷的入驻显著优化了 MONCLER 的财会流程, 标准化了其报表管理系统, 为公司的公开上市做好了准备。此外, 凯雷在挑选人才上也提供了帮助, 遴选了包括核心区域经理、HR 负责人、数字化负责人在内的高级管理人员, 提升了其领导团队实力。2008-2012 年间, MONCLER 的营业收入及 EBITDA 分别实现了 206% 及 311% 的高速增长; 凯雷的投后管理成功发掘了品牌的价值增长点, MONCLER 的企业估值也由 2008 年凯雷入股时的 4.08 亿欧元, 一跃提升至 2013 年末成功 IPO 时的 25.5 亿欧元; 至 2014 年 6 月凯雷完成退出时, 实现了投资收益增长 5.69 倍的卓越成就。

综合而言, PE 机构对被投企业的增值赋能, 涵盖了三大类别:

1. 管理增值: 通过优化公司治理架构、遴选优秀管理人、建设人才梯队、拓展战略视野等方式, 在管理层面为被投资企业创造价值。
2. 运营增值: 通过财务、法务、IT 等各职能条线对接, 帮助被投资企业优化运营水平, 提升整体实力。





3. 资源增值：通过投资人丰富的业界资源，帮助被投企业在产品、渠道、战略合作等多维度创造协同效应。

究竟从哪个角度切入，并无标准答案。每一个成功的投后管理案例背后，都有一套量身定制的综合方案。成功的关键，在于深度理解被投企业的需求，结合 PE 机构自身的专业经验，制定科学的增值赋能计划，并形成可量化的衡量标准，追踪价值增长。同时，在资源有限的情况下，依据重要性及紧急性，制定优先级，兼顾短期速赢与长期发展。

#### 4. 资本运作

资本运作堪称投资机构的看家本领。发挥投资人在这一领域的专业性，能够帮助被投企业对接资本市场，进行再融资、收购、上市、市值管理等运作，快速提升企业价值。

上文提及的凯雷案例，同样显示了资本领域的成功运作。利用凯雷在资本市场的关系网络，MONCLER 通过出售其非主营业务，整合儿童服装生产平台，进一步优化了公司产品线，明确了公司核心主业。

国内领先的 PE 机构中信产业基金也是这一领域的佼佼者。凭借独到

的行业洞见及药企私有化的成功经验,中信产业基金帮助三生制药进行资本运作,先后进行了三起重要并购,通过扩张公司的版图,不断提高公司的研发实力,助力其成为了中国最大的生物制药公司之一。2013年,三生制药从纳斯达克退市时,市值约达 20 亿人民币。2015年,在中信产业基金的帮助下,三生制药在香港联交所上市。上市当日,三生制药总市值达到了176.3亿元,相较于自纳斯达克退市时,估值增长了7倍,成为 2015 年全球生物医药领域最大的一次 IPO。

## 投后管理的体制保障

同投资阶段的投资决策委员会类似,投后管理阶段同样需要召集高层,组成公司审核委员会(Corporate Review Committee),作为体制机制的重要保障。公司审核委员会核心成员通常包括基金 GP 资深合伙人、运营合伙人、交易团队负责人。根据需要,外部咨询顾问也会参与其中,提供行业洞见。

公司审核委员会将定期召开会议,关注投后百日计划,追踪日常业绩,评估重大风险做出决策,并审核年度战略。委员会的具体议题包括:

- 审核投后百日计划,并监控百日之后的进展;
- 审核被投企业业绩表现,并与既定计划进行对照。当被投企业业绩亮起红灯时,作出决策,实施干预措施(如,解聘管理人员、追加投资、处置资产、董事会变动等);
- 按照需要,为被投企业分配额外基金资源;
- 每年重新审视公司战略,验证投资逻辑,明确重点举措,以求最大化估值;

■ 针对退出给予建议。

此外，最佳实践表明，建立专属投后管理团队，制度化投后管理监控及报告机制，能够有序推动投后管理工作的顺利进行。（见图 5）

图5. PE机构主要委员会概览

示例

	项目筛选委员会	投资决策委员会	公司审核委员会
主要议程	<ul style="list-style-type: none"> <li>审核潜在交易并决策是否开展深入调查</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>审核已通过筛选的交易，并批准外部尽职调查费用</li> <li>在交易完成前定期审阅交易文件，听取进展汇报</li> <li>审批初步报价和最终报价方案</li> <li>审批退出方案</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>审核百日计划并将百日之后进展与规划进行比较</li> <li>审核公司绩效，与计划进行比较（按季度）并重新审视公司战略（按年度）</li> <li>识别和/或批准主要干预措施</li> </ul>
其他事项	<ul style="list-style-type: none"> <li>非投资事项</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>审核/批准紧急的被投资企业相关决策</li> <li>筹资</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>审核/批准紧急的被投资企业相关决策</li> </ul>
会议频率	<ul style="list-style-type: none"> <li>每周</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>每月2-3次，或按需</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>月度/季度</li> </ul>
决策流程	<ul style="list-style-type: none"> <li>若有合伙人对某项目感兴趣，即可推进至下一阶段</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>高管层和合伙人达成共识</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>高管层和合伙人中采用多数投票法</li> </ul>

资料来源：麦肯锡分析



## 结束语

投资是一门科学。纵观国内外 PE 发展历程，如今的投后管理已进入了体系化、制度化的阶段。希望本文所梳理的方法论，能够帮助投资人全方位审视其投后管理的覆盖广度和深度。与此同时，投资更是一门艺术。在投资界的江湖中，并无一套制胜的万能打法。千帆竞发，中流击水，惟奋楫者方可占据一席之地。如何守正出奇，做出特色，通过投后管理为企业创造价值，是每家 PE 都应思考的战略课题。

---

**曲向军** (John Qu) 为麦肯锡全球资深董事合伙人，常驻香港分公司；

**马奔** (Ben Ma) 为麦肯锡全球副董事合伙人，常驻上海分公司；

**程泉** (Quan Cheng) 为麦肯锡资深实施顾问，常驻上海分公司。



# 企业转型的成功之道

研究表明, 复杂的大规模转型项目中, 70%都无法达到预期目标。麦肯锡结合多年经验, 讲述了如何建立一套包含人员、流程和工具的“绩效管理架构”, 以确保举措顺利实施, 并持续创造业绩。

Michael Bucy, Adrian Finlayson, Greg Kelly 和 Chris Moye

当前的商业环境云谲波诡，技术革新、监管变更、主动投资者带来的压力、新进入者等颠覆性力量无处不在，连那些所谓的“稳定”行业也无法幸免。很多消费品与零售企业都在寻求转型，有一些是迫于外部压力的无奈之举，有一些则是为了主动抢占先机。但不管出于何种原因，这些企业都在向组织内部引入全新的工作方式，期待着经营业绩持续取得突破。

但现实很残酷，绝大多数转型努力都以失败告终。研究表明，复杂的大规模转型项目中，70%都无法达到预期目标。常见的障碍包括员工的参与热情不高、管理层支持力度不够、缺乏跨职能协作或协作不充分、责任感低下等。此外，如果想让转型持续取得成效，必须彻底转变组织的心态和行为方式，但很少有企业领导者懂得怎样推动这种转变。

麦肯锡公司是公司重组与转型(RTS)业务领域的积极实践者，麾下的RTS业务单元专注于帮助全球各行各业的公司成功转型、扭亏为盈。我们发现，企业转型的难点不是“做什么”，而是“怎么做”。本文将着重讨论转型方法中经常为人忽视的一个方面：如何建立一套包含人员、流程和工具的“绩效管理架构”，以确保举措顺利实施，并持续创造业绩。

## 提升业绩的整体方法

对于深陷财务困境的企业而言，转型往往侧重于如何在短期内大幅削减成本。但很多以消费者为导向的企业目前运营稳定、业绩状况相对比较健康，所以转型对它们来说并非困兽之斗，而是突破的契机。这些企业希望充分挖掘发展潜力、积极应对外部挑战和机遇，例如学着在全新的渠道中取胜，或者开辟新的盈利方式。

我们的经验表明，无论是哪种情况，企业的成功转型都有一个前提：

领导团队必须乐于接受经营方式的彻底变革——此后他们才能认真对待一切可能创造价值的因素,包括总收入、净利润、资本支出和流动资金。这一点看似容易,实则艰难。常规转型方法的成效通常平平无奇,甚至不如人意。

我们认为,要想取得卓越的成效,必须全面推行严格的实施体系,要同时囊括“做什么”和“怎么做”(参见下图)。“做什么”是指通过三个阶段把具体的转型想法和举措变为现实,这三个阶段分别是:独立调查、规划、实施——这对于经验丰富的管理人员来说应该并不陌生。

然而,我们发现高管往往过于关注单个举措,而忽略了整个企业应当如何改变。很多企业的领导者已经意识到了这个问题,开始担心举措的实施风险和持续性——他们敏锐地察觉,除非企业能够彻底革新经营方式,否则再好的措施也只是昙花一现。那么,企业应当如何改变自

图1. 我们建议的转型方法包括两个部分：“做什么”和“怎么做”



身的经营方式? 我们把“怎么做”分为两个部分: 变革管理和绩效管理架构。变革管理对很多企业来说是一个很有挑战性的概念, 我们会在后续文章中深入探讨。本文主要聚焦于绩效管理架构, 它将帮助转型企业有效实现管理层的协调、沟通和合作。



## 迅速推进变革

绩效管理架构包括人员、流程和工具, 三者配合可确保举措成功落地, 并充分实现价值。绩效管理架构相当于转型项目的中枢神经, 决定着它的生死成败。

### 人员: 首席转型官负责的治理结构

为了监督工作流的执行情况、及时做出决策并确保转型工作顺利实施, 公司必须建立一套有效的治理结构——具体说来, 就是选择几位有威望的高管组成一个转型办公室, 并安排财务和人力资源部门的分析团队予以支持。此外, 还要设置一位首席转型官来领导转型办公室的工作, 并将他列为高管团队的一员。转型办公室应定期向首席执行官汇报工作进展, 详细说明需要进行决议的问题和决策。

有人可能会问, 企业有必要设置首席转型官一职吗? 转型工作难道不该由首席执行官领导吗? 在此我们给出一个明确的答案: 首席执行官

## 一次成功的转型

有一家全球知名的消费品公司，曾是业内的佼佼者，如今却走入了低谷，数个销售渠道的份额都在下滑。虽然行业环境仍然比较健康，但公司的财务状况却每况愈下，投资者逐渐对管理团队失去了信心。

公司对业绩状况以及发展前景进行了自上而下的评估，发现情况十分严峻。与同行相比，该公司的组织健康状况得分普遍偏低，员工积极性、创新能力、执行力等方面的得分更处于行业下游。

管理团队决心找到一条出路，召开了多次自下而上的规划会议，和业务条线负责人在会上制定了多项举措，重点关注三个成本杠杆（外部支出、供应链和管理费用）和三个收入杠杆（现场销售、营销和其他渠道）。具体举措包

括：重新设计供应链网络、实施新的定价指南、全面升级公司的电子商务网站、调整销售管理工作、改革销售人员的绩效奖金制度。

然后，公司雷厉风行地构建了一套绩效管理架构。本文将简要介绍其中的三个要素：由经验丰富的首席转型官领导的转型办公室、每周一次的例会，以及一套评估举措进展与成果的常用工具。

这番努力取得了可观的成效：成本大幅降低、公司在市场中重新获得了良好的发展趋势、关键业务部门也掌握了新的技能。可以说，这家公司已经为未来的增长和抗风险能力打下了坚实的基础。



的职责是管理公司的运营,另外还需要一位经验丰富的首席转型官专门领导公司的变革。

理想的首席转型官应拥有组织转型工作并指导公司完成转型的丰富经验。他应当有能力洞察转型机遇,同时又能客观地评估行业内的最佳业绩和公司目前的能力,并据此制定切实可行的计划,激励各个团队协调行动。

这是一个要求极高的职位。从上任第一天开始,首席转型官必须展现出自信、沉稳的风范,即使在困难关头也能激励整个组织充满干劲。但他不能是个态度强硬的独裁者,必须拥有细腻敏锐的观察力和判断力,懂得以合适的力度激励员工发挥潜力。他也要具备过人的才智,能够领导团队深入剖析公司目前的复杂症结。

首席转型官的权限应该是首席执行官的延伸,因此他应当有权处理一切转型相关事宜,有能力影响公司在人员、投资和运营方面的决策。首席转型官应在经理任免等重大人事决定中有一定话语权,这样才能组建合适的团队来推动转型。

很多公司一时找不到合适的人选担此重任,何况企业内部的人员很难保持客观的视角,因此首席转型官往往来自公司外部。公司的领导团

队或许会对此抱有疑虑，但外来者的优势在于拥有看待业务的全新视角，而且在决策时不会被公司内部的政治原因所束缚——这些优势正是首席转型官取得成功的关键。

### 流程：时刻关注交付的进展

在转型工作中，缓慢就等于低效。要想建立有效的绩效管理架构，企业必须每周召开一次转型例会。尽管绝大部分转型工作均由转型办公室负责，其成员每周碰头一次，用几个小时将所有工作流（通常有十几个）讨论一遍。但我们建议转型办公室每周要召开两小时会议，此外还要针对每个工作流分别召开 60-90 分钟的例会。虽然这个节奏很紧张，但它可以有效避免工作中的耽搁、拖延、消极怠工，便于明确职责，加快实施进度。

召开会议是明确责任的基本手段——尤其是首席转型官与业务条线负责人之间的问答式交流。这种交流并不轻松，也不是为了寻求共识。如果经理未能履行此前的承诺，首席转型官应主动提出质询。会议的氛围应当坦诚、透明，这样才能让企业认清自己的处境，从而识别问题并找出解决方案。保持透明度有助于让所有员工理解公司的决策流程和需要优先完成的工作。





每周例会同时也是一个论坛，供大家积极讨论如何在削减成本和产生收入之间做出权衡，必要时还可以进一步完善各项举措的具体规划。由于转型办公室可以深入洞察全部举措，因此可以评估和管理优先级彼此冲突的工作，并督促团队缩短跨部门决策的时间。此外，每周例会也是培养新人才和发掘得力干将的重要机制。假如消费品公司决定开发一种用于获取客户的移动 App，转型办公室就可以在例会上发掘态度积极、业绩出色、而且懂得 App 开发的员工。

每周例会是转型项目的重要基础，但不是唯一的基础。公司还应重视以下几项工作。日常业绩管理，这是为了在公司的日常决策和经营中树立“执行第一”的心态。每月开展一次价值分析，这是为了量化并获取利润提升。每年开展一次“重新变革”（这项工作应纳入预算周期），这是为了激发新创意，推动持续改进。

### 工具：强大的跟踪报告制度

绩效管理架构的第三个要素是用来监测业绩的工具和制度，包括企业健康评估、对标分析、价值获取模型、可视化管理、规划援助等等。先进的举措跟踪工具设置了负责人、部门、最新进展等多种分类

模式，便于用户直观掌握全部举措的进展情况。这些工具可帮助用户发现延误、观察趋势、监测成效，以及编制内容翔实、通俗易懂的报告。企业应该为转型项目的每个参与者提供这些工具。

我们发现，在那些最成功的转型案例当中，企业领导者往往掌握着一种先进的跟踪工具，他们据此得以跟踪举措的利润提升效果。但在多数案例中，企业高管推出举措之后就放手不管了，好像打算靠祈祷为公司带来进账。功能完备的跟踪工具可帮助负责人将举措的成效与损益表中的具体项目直接挂钩。一旦工作细化至此，管理团队就可以采取适当的行动，确保各项举措对经营业绩产生可量化的提升。

意志薄弱的人不适合领导转型工作。启动转型之前，企业领导者必须团结一致、全心投入，不仅要密切关注具体举措，也要思考企业经营方式的革新——而建立绩效管理架构正是决定转型成败的关键，是能否快速、显著、持久地改善企业经营状况的分水岭。

---

**Michael Bucy**是前麦肯锡全球董事合伙人；**Adrian Finlayson**是麦肯锡公司重组与转型（RTS）业务高级副总裁，常驻墨尔本分公司；**Greg Kelly**是麦肯锡全球资深董事合伙人、消费与零售咨询业务全球负责人，常驻亚特兰大分公司；**Chris Moye**是前麦肯锡公司重组与转型（RTS）业务高级副总裁。

编译：

**徐晓琦**（Xiaoqi Xu）为麦肯锡项目经理，常驻北京分公司；

**田露**（Rebecca Tian）为麦肯锡咨询顾问，常驻北京分公司。

麦肯锡公司2018年版权所有。



# 投资公司如何做好人才管理

基于麦肯锡核心人才体系, 本文对领先投资机构进行了案例研究, 总结了人才战略七大关键环节的最佳实践。

曲向军 周宁人 马奔 黄婧 徐晓琦 和田露

功以才成，业由才广。人才是机构投资者与私募股权基金的灵魂，没有大批优秀专业人才的加持，投资业绩也就无从谈起。几乎所有私募公司的 CEO 都深谙团队成员的能力、彼此之间的配合及团队稳定性对机构发展的重要性，因此也通常将自己视为首席人才招聘官，亲自坐镇把好员工招聘关。从另一个角度看，私募机构开出的优厚薪酬也足以证明其对人才的重视程度。2017 年，KKR 和黑石集团发给管理层和员工的工资及奖金提成占到企业总营运收入的 30% 左右。有别于其他行业与企业，机构投资者及私募股权基金要想吸引顶尖人才，除了极具竞争力的薪资待遇，还有赖于企业的特色文化、投资哲学及员工的职业发展前景等，而公司明星投资人的光环也通常具备超强的吸引力。

由于行业的特殊性，业内人员流动异常频繁，投资机构的人才管理工作难上加难，不能再简单地仅看业绩指标，而是要树立系统的人才理念，确立鲜明的管理文化，将人才管理提升到一个全新的高度。

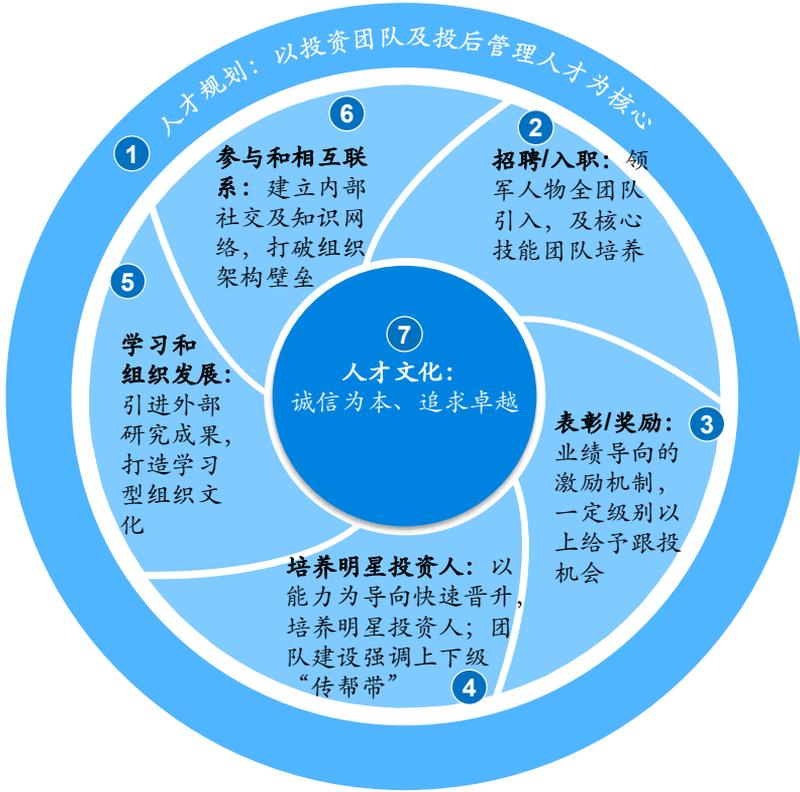
## 投资机构人才管理“七步法”

麦肯锡的人才管理模型包括七个关键环节：人才规划、招聘与入职、绩效考核与奖励、领导者培养、学习与组织机构发展、参与与联系以及人才文化。我们从以上七个维度对多家领先投资机构的人才战略进行了深入研究和分析，总结出了以下最佳实践（见图 1）：

### 1. 以投资及投后管理为核心，匹配优质人才：

投资机构业务主要围绕各类资产类别及其投后工作而展开，应遵循“人才至上”的理念，识别投资团队与投后团队的关键岗位，引进并匹配顶尖人才，为具体工作的顺利开展奠定坚实的人力基础。

图1. 领先投资机构在麦肯锡人才管理七大维度的最佳实践



## 2. 领军人物全团队引入，及核心技能导向的团队培养：

采用淘汰率极高的精英人才招聘模式。重点关注两类人才招聘：

01. 从市场上定向招募领军人物及其整个团队成员，直接搭建核心投资团队及能力；
02. 在补充团队初级力量的核心技能人才引进上，可采用难度极高的笔试和密集的面试，设置建模分析及撰写商业建议书等测试环节，从具备 3-5 年顶级投行或咨询工作经验、综合素质高的“通才型”候选人中进行遴选，筛选出顶级精英。例如，KKR 奉行“能者胜，庸者汰”的原则，从投资银行挖掘极其有限的顶级人才。

### 3. 设置业绩导向激励机制, 及一定级别以上的跟投机制:

领先投资机构往往都奉行“业绩导向”的激励机制, 通过设定超额收益分享 (Carry), 最大限度激发人才的表现潜力。同时, 对于达到一定级别的员工, 也向其开放跟投机会。高盛就致力于打造结果导向型激励文化, 进行差异化绩效评估, 给予表现出色者快速升职和巨额奖金等实质性激励。

### 4. 以能力为导向的快速晋升机制, 培养明星投资人:

“传帮带”打造卓越团队: 领先私募基金强调人才的能力, 而非资历, 通过能者快速晋升打造明星投资人才; 在内部团队建设上则强调上下级之间的“传帮带”制度, 通过传承并强化团队的优秀素质, 打造强劲可靠的人才梯队。EQT (殷拓集团) 内部就设置了“同伴传帮带”的制度, 以此帮助入职人员快速构建核心能力。

### 5. 积极引进外部研究成果, 打造学习型组织文化:

领先投资机构往往都崇尚不断学习、与时俱进; 通过与外部研究机构、政府机关等建立紧密的合作, 积极引进最新研究成果, 为团队认知快速注入新的信息; 定期举行投资会议就是打造学习型组织文化的常见操作。



## 6. 打破组织架构壁垒，鼓励跨部门协同交流：

领先投资机构非常看重在公司内部建立强大的社交及知识网络，旨在打破组织架构带来的障碍和壁垒，加强跨部门之间的交流与协同，强调“一个公司”文化。例如，在不同资产类别团队之间定期举行知识共享和学习活动，在部门之间进行项目、资源和人脉的转介等。

## 7. “诚信为本追求卓越”的文化价值观：

私募股权基金常常需要在纷繁复杂的市场中作出清醒的判断，这要求团队具备强大的独立思考以及敏锐的前瞻洞察能力；为了获得客户的长期信赖，投资机构在工作中还必须强调诚信，并时刻追求卓越，为客户提供最优质的服务。桥水基金一直以来都奉行“睿智、坦诚、平等”的企业文化，成为指引其在变幻无常的市场中屹立不倒的精神信条。



**曲向军** (John Qu) 为麦肯锡全球资深董事合伙人，常驻香港分公司；

**周宁人** (Nicole Zhou) 为麦肯锡全球董事合伙人，常驻上海分公司；

**马奔** (Ben Ma) 为麦肯锡全球副董事合伙人，常驻上海分公司；

**黄婧** (Elaine Huang) 为麦肯锡全球副董事合伙人，常驻北京分公司；

**徐晓琦** (Xiaoqi Xu) 为麦肯锡项目经理，常驻北京分公司；

**田露** (Rebecca Tian) 为麦肯锡咨询顾问，常驻北京分公司。



优秀人才要为企业带来竞争优势，就要在能发光发热、创造价值的岗位上工作。麦肯锡公司的Rik Kirkland采访了人力咨询公司CEO.works创始人，前黑石集团运营合伙人及联合利华前任首席人力资源官Sandy Ogg。在采访中，他谈到了如何通过人才管理提升运营效率、如何让工作与其创造的价值相匹配，以及如何应对大规模人事变动等问题。以下是编辑后的访谈实录。

### 访谈实录

过去，我们总在谈什么样的人才是人中龙凤，不过我们也只是说说而已，并未落于实践。但好像一夜之间，大家都开始抛弃“以人为本”，转而要“以才为本”。

能被称作“人才”的人，往往有过人之处，并能为企业创造优势。我总是把 Jim Collins 的著作《从优秀到卓越》(Good to Great)挂在嘴边，但一听到“人才”二字，我想到的不是从优秀到卓越的人，而是卓越到极致的人。企业需要这样的人来创造价值。

如果企业能迅速重新调配这些人才，那无论是1个人、10个人、100人、1000人还是更多，大型企业的敏捷性就能提高，从而实现规模化发展。

## 重新定义人力资源

目前人力界对自身的职能界定有了新的思考，有人提出“人力资源”这个职位名称可能要换换，我觉得不用换，因为这一职能管理的，就是人力资源的调配。

但如果要做的更好,我们就需要对人力资源进行重新构想和设计。

进入私募股权行业让我感到最震撼的,是私募公司对待价值和专注于创造价值的那种敏锐。

他们清楚在每项投资上都必须做到两件事:

其一,以合适的价格购买到合适的资产;

其二,用足够多的人才,在最短的时间内创造价值。

接下来,要找到合适的人才,以便高效率地创造相应的价值。因此私募公司的人力资源管理就更为重要,因为一旦人才管理滞后,就会对价值创造带来风险。而当你能够比别人更好地管理风险守住价值,你就能在竞争中取胜。

我还一直在关注人力团队所使用的语言。我发现,即使是在为首席人力资源官撰写前瞻性能力模型的人都在以远程“业务伙伴”的口吻说话。

我认为首席人力资源官应该从“业务伙伴”转变到“业务领袖”,学会像领袖一样说话。





我认为首席人力资源官应该从“业务伙伴”转变到“业务领袖”，学会像领袖一样说话。比如：“我们要领导变革。我们要进行合理的资源调配。我要优化企业组织架构。”他/她要做的，不再只是变革管理和人才管理等诸如此类的工作。

如此一来，人力资源的工作将更注重效率。我认为人力资源部门可以致力于减少工作中的拖沓，成为通过提升效率赢得竞争的价值创造部门。

## 通过人才管理创造规模化价值

人力资源的工作就是将价值创造转化为一系列工作。这里所说的工作并非穷尽公司所有的职能，而是梳理创造最大价值的核心职能。

在一个典型业务单元中，可能会涉及 1 万名员工和 30 个工作岗位。若将这些岗位按照价值大小排序。就会发现排名第一的岗位不是与当前的 EBITDA（税息折旧及摊销前利润）有关，就是与未来的 EBITDA 有关。最具价值的岗位而非最“重要”的岗位，也不是级层最高的岗位。那究竟什么才是最具价值的岗位呢？

要找到答案，就要先判断企业的价值在哪里，再识别真正创造价值的岗位。人力资源管理者应尽量避免被自称重要的岗位和人所迷惑，准确识别真正的价值创造岗位。

当我们逐个将所有岗位的价值创造进行了识别与判断，就能确定不同的岗位的价值排序。当识别出最具价值的岗位后，下一个问题便是，我们为这些岗位配置了足够的人才了吗？

接下来就是对这些最具价值的岗位进行人才盘点与人才配置。如果目前某些岗位上的人才能力不符合要求，应该把他们替换掉，并且是马上就换。不要等待，而是立刻、马上。不然人才与岗位一天的匹配不当，就有一天的价值会流失难以追回。

---

**Sandy Ogg** 是高管猎头公司 CEO.works的创始人，以及《行动：CEO获得价值的指导手册》（move: The CEO's Playbook for Capturing Value）（CEO.works, 2015年）一文的作者。**Rik Kirkland**是麦肯锡出版部的资深执行主编，常驻麦肯锡纽约分公司。

编译：

**徐晓琦** (Xiaoqi Xu) 为麦肯锡项目经理，常驻北京分公司；

**田露** (Rebecca Tian) 为麦肯锡咨询顾问，常驻北京分公司。

麦肯锡公司2018年版权所有。



## 关于麦肯锡中国区金融机构咨询业务

麦肯锡是一家全球管理咨询公司，为企业和公共机构提供有关战略、组织、运营和技术等领域的咨询及相关服务，我们的10,000多名咨询顾问分布于全球60多个国家的140多个城市之中。麦肯锡中国区由北京、香港、上海、深圳和台北分公司组成。

麦肯锡中国区金融机构咨询业务服务于中国区领先的银行、证券和信托公司、财富与资产管理公司、保险公司等金融机构，涉及转型与创新、互联网金融、全球化、战略、企业金融、销售与营销、运营、数字化与技术、风险与资本、领导力培养与文化转型等广泛领域。我们在本地区共有约100多位专注于金融领域的咨询顾问，均具有金融机构相关的深厚的专业经验。与此同时，我们依靠麦肯锡遍布全球的金融机构专业咨询顾问和调研及分析人员的庞大资源体系，汲取智慧并有力地支持我们为本地地区的客户提供服务。

## 关于作者



倪以理

全球资深董事合伙人  
香港分公司  
Joseph\_Luc\_Ngai@mckinsey.com



曲向军

全球资深董事合伙人  
香港分公司  
John\_Qu@mckinsey.com



周宁人

全球董事合伙人  
上海分公司  
Nicole\_Zhou@mckinsey.com



黄婧

全球副董事合伙人  
北京分公司  
Elaine\_Huang@mckinsey.com



马奔

全球副董事合伙人  
上海分公司  
Ben\_Ma@mckinsey.com



徐晓琦

项目经理  
北京分公司  
Xiaoqi\_Xu@mckinsey.com



田露

咨询顾问  
北京分公司  
Rebecca\_Tian@mckinsey.com

## 关于麦肯锡

麦肯锡成立于1926年，是全球领先的管理咨询公司。我们的使命是帮助客户解决其在战略、销售与市场、运营、组织、风险、人力资源、创新、技术和并购等各方面的难题，进而获得显著而持久的成效。在咨询服务领域、创新解决方案和研发能力等各个领域的覆盖之广博、专业之精深，堪称业界翘楚。麦肯锡的10,000多名咨询顾问和合伙人遍布于全球的60多个国家和120多个城市，同时还拥有全球超过1,800人的庞大研究团队，支持我们汲取全球智慧，更好地服务于本地客户。自1985年正式进入中国起，麦肯锡深耕中国市场，目前已在北京、上海、深圳、香港和台北开设了五家分公司，在华全球合伙人、咨询师和业务支持专家总共超过了700名。过去5年麦肯锡在中国区共完成数千个项目，协助中国领先的民营和国有企业以及在华跨国公司创造了巨大的价值。其中在客户体验领域，麦肯锡曾协助多家企业进行了客户体验优化转型与提升，为企业带来了切实、深远的影响。

### 上海

麦肯锡上海分公司  
上海市湖滨路168号  
企业天地3号楼21楼  
邮编：200021  
电话：(86-21) 6385-8888  
传真：(86-21) 6385-2000

### 香港

麦肯锡香港分公司  
香港中环花园道3号  
中国工商银行大厦40楼  
电话：(852) 2868-1188  
传真：(852) 2845-9985

### 深圳

麦肯锡深圳分公司  
深圳市福田区中心四路  
嘉里建设广场第三座13楼26室  
邮编：518000  
电话：(86-755) 3397 3300

### 北京

麦肯锡北京分公司  
北京市朝阳区光华路1号  
嘉里中心南楼19楼  
邮编：100020  
电话：(86-10) 6561-3366  
传真：(86-10) 8529-8038

### 台北

麦肯锡台北分公司  
台北市信义路五段七号47楼110  
电话：(886-2) 8758-6700  
传真：(886-2) 8758-7700



# McKinsey&Company

麦肯锡中国银行业CEO季刊  
2018年秋季刊  
版权所有© McKinsey & Company