

中国金融市场投资实务

刘 淳 主编

清华大学出版社
北 京

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

图书在版编目（CIP）数据

中国金融市场投资实务 / 刘淳主编. — 北京：清华大学出版社，2018
ISBN 978-7-302-50733-8

I. ①中… II. ①刘… III. ①金融市场—金融投资—研究—中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2018）第 172364 号

责任编辑：梁云慈

封面设计：汉风唐韵

版式设计：方加青

责任校对：王荣静

责任印制：沈 露

出版发行：清华大学出版社

网 址：<http://www.tup.com.cn>，<http://www.wqbook.com>

地 址：北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编：100084

社 总 机：010-62770175 邮 购：010-62786544

投稿与读者服务：010-62776969，c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈：010-62772015，zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者：三河市铭诚印务有限公司

经 销：全国新华书店

开 本：170mm×240mm 印 张：12.25 字 数：186 千字

版 次：2018 年 9 月第 1 版 印 次：2018 年 9 月第 1 次印刷

定 价：45.00 元

产品编号：078667-01

代序

（在“清华大学中国金融实务课堂1”开课仪式上的讲话）
张顺（电子1988） 清华校友投资协会秘书长、新天域资本合伙人

这里我需要介绍一下投资协会，以及我们对这门课的想法。

“清华校友投资协会”于2011年12月成立，是校友总会的一个行业平台。楼继伟学长是我们的会长，很多资深投资界校友是我们的理事和顾问。协会的活动非常活跃。

“The House”是协会的简称，除了首字母代表清华以外，也能衍生出很多其他意思。我们无论于校友、于母校、于社会，大都取多予少，所以参与这个协会来回报母校。

这门课程就是回报母校的一部分。由杨斌、郦金梁两位老师倡议，投资协会筹备小组做了无数准备。今年（注：2014年）有15位资深学长答应来讲课，相信都是基于回报母校的想法。

我们和讲课的校友讲，这门课的目标是介绍买方投资各分支的沿革、结构、案例，给同学们足够的素材可以思考是否想进入投资行业。如果确实想，那么要在知识、技能、社会资源等方面做哪些准备。换句话说，这是一门以“投资职业为导向的课程”。

“职业导向”最近遭到很多批评，我也仔细读了一两篇讲话。批评的学长们有他们的道理，但我们的想法是这样。首先，不是每个人都适合做研究

型工作。在座有些人其实更适合去做木匠或者投资。大学的主要目标是帮助学生去发现这个事实：你到底适合做什么，不适合做什么。我们希望这门课起到这个发现的作用。

其次，科学家、国家领袖等其实都是一个“职业”。而所有的职业/手艺要做好，都适用《卖油翁》里的一句话，“无他，但手熟尔”。所以要尽早地知道相关的职业要求。比如做科学家要学好数学，做国家领袖要读政治、历史、哲学以及到学生会练演讲、搭班子，越早越好。做木匠就需要认识各种木材，尽早习惯松油的味道。做投资就要学会用万得和 Bloomberg，以及每天看盘不会烦恼。我们这门课就是介绍做投资要练就哪些手艺。

最后，无论是科学家、国家领袖、工程师、投资人，甚至是木匠以及龙泉寺的法师，能尽早地发现自己的方向，不断地努力磨炼、发挥自己的所长，成为有用的人才，都是家国的建设者，是国家的栋梁。机构投资是经济发展的重要推手，应该有更多的人才加入。我们设想这是学校领导给我们这个任务的初心，帮助大家了解自己是不是适合做投资这个行业，如何做得更好。我们当然希望能和在座各位共同努力、完成这个任务。各位同学、校友、学校、社会都是受益者。

谢谢大家！

2014年9月

前 言

一、“清华大学中国金融实务课堂”系列课程开设背景

“君子之财，取之有道，用之有道。”金融机构是离“财”最近的地方，是“才”与“财”熔炼的地方，是善用“他人之财”，成就梦想、开疆拓土、撬动历史的地方。“金融是国民经济的血液”，那么，这些“血液”是如何产生的？如何流动的？如何存储的？又是如何转化为“营养”的？另一方面，又如何能防止“血栓”或者“癌变”呢？

金融在国家战略中的地位越来越高，而金融行业是一个人才高度集中，人才素质要求高，竞争激烈的行业。如果学生毕业后希望进入金融行业，应该为职业发展做好哪些准备？如果学生将来是一名创业者、职业经理人、政府公务员、学术科研人员或家族财富传承人，为何一定要利用好各类金融机构？

为了响应清华大学“专业更职业”的培养理念，清华大学经济管理学院金融硕士项目开设了与实务紧密结合的“清华大学中国金融实务课堂”系列课程，将金融行业的专业实操人员和监管人员引入课堂，面对面地向学生讲授实务知识并与学生进行交流。

二、“清华大学中国金融实务课堂”系列课程的内容

清华经管学院于2014年秋季首次与清华校友投资行业协会合作开设了“中国金融实务课堂1——中国机构化买方投资行业概述”。“课堂1”作为一门定位于投资职业导向的实务课程，致力于让同学们对中国买方投资机构及其市场监管环境有全景认识，课程对天使投资、风险投资、私募股权、二级市场、产业投资等金融行业买方投资过程和机构进行了全面的介绍和解读。“课堂1”核心课程组由经管学院刘淳教授及清华校友投资协会的张顺、曹龙和乔魏等几位校友共同组成。首期课程邀请了共计15位校友进行授课。“课堂1”作为系列课程的发端，目前已实现在北京、深圳两地同时开班教学。

2016年春季，清华经管学院继续开设了“中国金融实务课堂2——中国金融卖方机构与金融前沿”课程。“课堂2”内容全面涵盖各种金融机构，包括商业银行、投资银行、证券、信托、保险与再保险、私人银行、资产管理公司、交易所和资本市场以及国际金融组织等。针对每一类机构，课程详细介绍其主要业务模式、产品和服务、所处行业的变化与格局、发展前景、内部组织架构及相应职业机会。同时主讲教师着重探讨了新的金融模式和交易工具，以及它们对传统金融机构的影响。“课堂2”由经管学院刘淳教授、资深校友方方和经管学院沈涛教授组成的核心课程组负责，讲师由10位校友担任。

2016年秋季，清华经管学院与中国金融40人论坛以及人人贷合作开设了“中国金融实务课堂3——互联网金融”。“课堂3”通过在互联网的杰出从业者对行业的解读、案例分享以及与互联网金融机构的对接，使在校学子第一手了解互联网金融的运作模式和最新投资热点、理念等，为个人了解和投资互联网金融打下基础。

2017年春季开始，清华经管学院与中国保险资产管理业协会、人保资产管理公司合作开设了“中国金融实务课堂4——行业分析”课程，实现学生和基金公司、证券公司的对接，将基金公司和证券公司投研人员所需的行业知识和分析技能引入清华经管的实践课堂中，加深学生对基金行业和证券公

司的理解和熟悉。课程邀请了宏观经济学家、基金公司高管、基金行业明星基金经理、《新财富》证券分析师以课堂讲座、案例分析、参观调研和模拟投资等形式授课，帮助学生构建行业投资分析框架，掌握宏观分析、行业分析、财务分析的基础知识，并培养学生研究报告撰写、公司调研、构建组合策略的基本能力。课程核心课题组由清华经管学院的刘淳教授、庞家任教授，保险资管业协会刘传葵副秘书长和人保资管的田昆先生组成。

2018年春季，清华经管学院与清华校友房地产协会合作开设了“中国金融实务课堂5——房地产金融”。“课堂5”从金融的视角，为房地产行业相关领域的未来发展提供一个分析的框架，也力求为有意愿在房地产金融领域发展的学生提供未来职业发展规划的前景指导。本课程具体讲解了房地产行业三个市场（产品市场、要素市场和金融市场）的未来发展方向，以及住宅地产市场、商业地产市场和产业地产市场的发展历史和未来前瞻；讨论了房地产行业的各个价值链环节（要素获取、设计开发、建造建设、融资、资产运营和再造）的发展和变迁；并总结了房地产行业的结构性变化为从业者带来的新机遇与挑战。

三、本书的成因和致谢

“中国金融实务课堂1”到目前为止，已经成功开设了4次，并且同时在清华大学经管学院和清华大学深圳研究生院开设并行的两个课堂。清华校友进入创业、投资领域有独特的优势，多年来在以上各投资专业都有校友取得杰出成就。为了在社会中普及投资行业知识，为投资界培养后备人才，我们经过与各位课程讲师反复讨论，决定以他们的讲课内容为基础，将“中国金融实务课堂1”的精华集结成书，出版发行。

感谢清华大学陈旭书记、杨斌副校长，清华大学经管学院钱颖一院长、白重恩副院长、徐心副院长，清华校友投资协会楼继伟会长等学校和投资协会领导对金融实务课堂的支持。感谢清华校友投资协会张顺秘书长，协会秘书处邵志强、汪姜维、曹龙、乔魏和关雨桐等学长学姐对课程的支持和投入。



特别感谢在过去四年间，站在清华经管学院和清华深圳研究生院的讲台上，无私地向学生传授知识和经验的校友（按音序排列）：贲金锋、陈建桓、陈文正、邓寰乐、丁建英、董军、窦玉明、冯冠平、冯卫东、胡浪玢、胡晓明、雷霖、李竹、刘健钧、刘讯、陆肖马、路跃兵、欧阳谦、彭志坚、邱浩、唐薇、王刚、王礼春、王林、王顺龙、修军、羊东、杨忆风、赵景亮和朱力为。

感谢胡昕泓和徐沛原两位博士生对文稿的整理和校订。

编者

2018年5月

目 录

引言 蓬勃发展的中国股权投资市场

一、中国股权投资市场的规模	2
(一) 对行业规模和增长性的思考	2
(二) 对行业实际有效资金规模的思考	3
(三) 行业效率的降低与头部集中现象	4
二、中国股权投资市场的周期	5
(一) 中国股权投资市场的三个周期及其特征	5
(二) 完整基金周期经历者刚出现	7
三、中国股权投资市场的格局	7
(一) 行业多元化格局形成	7
(二) 头部机构资源集中	8
四、中国股权投资市场的特征	9
(一) 高风险、高收益	9
(二) 长期性及错配	11



第一讲 早期投资

一、私募股权投资的基本概念	14
(一)募：私募方式，形成独立资产	15
(二)管：专业人员，信托机制管理	15
(三)投：股权管理投资，企业成长全程	16
(四)退：股权退出，高于平均收益	17
二、中国资管行业和创业投资行业发展近况	17
三、创业投资机构的运作管理	19
(一)基金募集	19
(二)基金投资	20
(三)基金管理	20
(四)基金退出	21
四、创业者需要知道融资的一些基本知识	21
(一)立场有差异	21
(二)质疑有原因	21
(三)交易守规则	21
(四)比较再选择	22
五、总结	22



第二讲 成长期和并购投资

一、金融行业的产业结构	24
二、金融机构的职能	25
(一)金融机构的核心职能就是资产配置	25
(二)金融机构要提高资产配置能力才能更好地服务国家与社会	25
(三)产品服务的多样化趋势增强	26

三、产业投资的基本概念·····	27
(一) 产业投资与财务投资·····	27
(二) 产业投资的形式·····	29
四、产业投资实务·····	33
(一) 产业投资的模式·····	33
(二) 产业投资的评价标准——盈利能力·····	34
(三) 创新驱动与技术整合·····	38
五、职业道德和投资伦理·····	39
(一) 投资好坏的标准·····	39
(二) 对下一个风口的判断·····	41

第三讲 产业投资案例

一、产业投资综述·····	44
二、案例分析：万达私有化·····	45
(一) 万达为什么要私有化·····	45
(二) 私有化的风险·····	47
三、万达私有化路径及实施·····	48
(一) 私有化路径设计·····	48
(二) 私募·····	50
(三) 贷款·····	52
(四) 邀约·····	53
四、万达私有化关键细节分析·····	54

第四讲 资管行业的发展与趋势

一、资管行业概览·····	60
(一) 金融行业背景·····	60

(二) 金融行业的价值	60
(三) 资管行业的细分	61
(四) 资管行业的历史回顾	61
(五) 投资产品的历史沿革以及机遇	63
(六) 资管分布格局	65
二、资管行业的竞争	65
(一) 充分竞争的行业	66
(二) 行业在缓慢地集中	67
(三) 中国公募基金业历史	68
(四) 互联网的冲击	70
三、国内 A 股的二级市场投资	71
(一) 基本面投资	71
(二) 量化投资	73
(三) 中国经济未来的走势	74

第五讲 机构投资人

一、金融市场面临的问题	77
(一) 直接融资比重	77
(二) 货币供应与金融杠杆	78
(三) 金融市场的问题分析	80
二、金融市场和监管改革的方向和原则	81
(一) 党的十九大指明金融改革的方向	81
(二) 近期金融监管的主要变化	82
(三) 近期金融监管的主要措施	83
三、监管格局的变化将改变资产管理行业格局	84
(一) 资产管理行业现状	84
(二) 新监管环境下行业发展趋势	85
(三) 新趋势下资管等机构投资人的发展方向和资产配置策略	87



第六讲 债券投资

一、去杠杆环境下的债券投资	93
(一) 中国固定收益市场的特点	93
(二) 去杠杆背景与债券市场	94
二、中国境内固定收益市场概况	96
(一) 中国债券市场的发展历程	96
(二) 债券市场现状	103
(三) 债券市场投资者概况	106
三、固定收益市场研究分析框架	109
(一) 基本分析框架	109
(二) 中国利率的传统影响因素	117
(三) 监管防风险：金融去杠杆到实体防风险	123
四、债券投资案例分析	135
(一) 构建投资组合的意义	135
(二) 案例1 简单债券组合的构建——以纯政策性金融债组合为例	138
(三) 案例2 委托资产管理组合的构建	140
(四) 案例3 投资过程中的风险管理	148
附件：推荐的参考书	150



第七讲 艺术品投资

一、导语	152
二、概念	152
(一) 艺术品的价值与价值观	152
(二) 艺术品价值标准	153
(三) 艺术品行业的分类	154

三、市场	155
(一) 市场规模	155
(二) 市场结构	158
(三) 艺术品交易	159
四、投资	160
(一) 行业趋势与展望	160
(二) 艺术品财富管理市场结构	163
(三) 艺术品投资标准	164
(四) 艺术品行业的职业建议	165

第八讲 资产配置

一、资产配置的作用	168
二、大类资产的风险收益特征	170
(一) 股票	170
(二) 债券	173
(三) 房地产	174
(四) PE/VC	176
(五) 商品(实物资产)	176
三、资产配置的理念	177
(一) 股权偏好	178
(二) 价值导向	179
(三) 实质分散	179
(四) 逆向投资	180
四、资产配置的框架体系	180



引 言

蓬勃发展的中国 股权投资市场

曹龙，清华大学 2002 级法学院校友。现任诺承投资董事总经理，清华校友投资协会理事、副秘书长。曾在某外资投资集团任职，负责基础研究和直接投资。2011 年作为创始成员加入诺承投资，历任研究总监、董事总经理。

一、中国股权投资市场的规模

根据 AMAC（中国证券投资基金业协会）的数据，截至 2017 年 12 月底，中国证券投资基金业协会已登记私募基金管理人 22 446 家，同比增长 28.76%；已备案私募基金 66 418 只，同比增长 42.82%；管理基金规模 11.10 万亿元，同比增长 40.68%。私募基金管理人工总人数 23.83 万人，同比减少 3.37 万人，其中，已在从业人员系统注册员工人数为 19.40 万人。这个数据基本代表了官方口径的行业规模。对这个数据我们是应该认可的，同时对这个数据可以进一步地去分析和解构，得到一个更为清晰的行业规模描述。

（一）对行业规模和增长性的思考

从金融市场整体来看，在一行两会下的金融体系中，当前私募基金的总体规模已经超过了 10 万亿元水平，占到总体金融体系的 3%，资金规模在五年时间内增长了 11 倍。目前，私募基金行业总规模已经达到中国 A 股上市公司总市值（约 50 万亿元）的 20%。也就是说，中国一级市场已经达到二级市场 1/5 的规模。类比美国市场，2016 年年底美国股票总市值约为 38 万亿美元，而美国的私募基金行业总规模为 6.7 万亿美元，也为 20% 左右。也就是说，中国私募基金行业的规模指标，已经基本同比美国私募基金行业的水平。

如表 0.1 所示，从增长情况来看：

- 金融行业总量从 2012 年的 172 万亿元增长到 2017 年底的 361 万亿元，五年增长了 2.1 倍，复合增长率（CAGR）为 16%；
- 私募基金行业从 2012 年的 1 万多亿元增长到 2017 年 12 月的 11 万亿元，五年半时间增长了 11 倍，复合增长率（CAGR）为 62%。

表 0.1 中国金融业分类增长率

	银 行	信 托	保 险	证 券	私募基金	总 量
2012 年 / 万亿元	134	7	7	23	1	172
2017 年 / 万亿元	252	26	16	56	11	361

续表

	银 行	信 托	保 险	证 券	私募基金	总 量
增速（倍数）	1.9	3.7	2.3	2.4	11	2.1
增速（CAGR）	13%	30%	18%	19%	62%	16%

数据来源：银保监会、证监会、基金业协会网站，其中 2012 年私募基金行业数据来自诺承投资过往统计数据。

中国的私募基金行业在经历了一个规模高速增长的历史阶段后，如果行业增速开始下降，很多问题都将在后期暴露。这其中包括两个关键问题：（1）大部分机构仍然是以管理费作为主要收入和现金流支撑，规模增长停滞甚至下降，伴随前期基金到期以及已投项目退出，将可能导致这些机构的净现金流下降，对一部分机构的生存造成影响。（2）大量项目和投资机构是依赖于流动性充裕这一前提的，如果行业整体规模增长停滞或下降，可能造成项目的后轮融资难以为继，现有估值无法支撑或变现，将暴露出大量的风险。

（二）对行业实际有效资金规模的思考

由于 AMAC 已备案基金内存在通道类基金、基金嵌套重复计算、民间金融和非法集资等情况，以及在 AMAC 备案体系之外的外币基金、企业直接投资资金等未被纳入统计范围，我们需要考虑股权投资行业的“有效资金”规模。

基于我们对行业的观察和经验，经过还原的股权投资行业实际有效资金规模如下。

- 私募股权基金。已备案的股权投资基金规模为 7 万亿元。我们估计，在 7 万亿元的已备案资金当中，通道类资金、重复嵌套资金、民间金融和非法集资等各类非有效资金大约占到总规模的 50%，甚至更多，即在 AMAC 已备案资金中，实际的有效规模为 3 万多亿元。这个规模也基本符合累计计算各市场化投资机构的管理资产量的水平。
- 外币私募基金。根据我们的持续观察，在中国区域的外币私募基金（主要是美元私募基金）在管总资金规模在 1 500 亿~2 000 亿美元，等值于 1 万亿~1.5 万亿元人民币规模。外币私募基金的规模在历史上并未出现大幅波动，也体现出外币私募基金的整体成熟性。

- 金融机构和企业直接投资。这其中包括了金融机构的股权直接投资，以及 BATJ（百度、阿里、腾讯与京东）和上市公司的直接投资，我们预计总规模超过 2 万亿元。仅以保险资金为例，截至 2017 年 8 月，保险资金全行业作为 LP（有限合伙人）投资私募股权基金的规模为 5 031 亿元（基本纳入 AMAC 备案体系），而保险资金的股权直接投资规模为 13 374 亿元（基本未纳入 AMAC 备案体系）。

所以，中国股权投资行业的实际有效资金规模，是 3 万多亿元人民币私募股权基金 + 1.5 万亿外币私募基金 + 2 万多亿直接投资，是 7 万亿 ~ 8 万亿元人民币的实际规模。

由此，我们可以有两点认识：（1）AMAC 的备案体系实际覆盖的资金规模只有行业实际有效规模的一半左右。（2）并不是只有私募基金才做股权投资，行业的实际范围应该更广阔，我们应该对股权投资行业的资金属性、相应的收益风险偏好及投资策略有全面的认知。

（三）行业效率的降低与头部集中现象

我们发现在行业规模迅速增长之下，整体效率在大幅降低。但同时，头部机构的效率还在保持增长。行业的效率提升非常不均衡。

根据数据显示，在 5 年的时间内，行业资金规模增长了 10 倍多。相比之下，人员规模增长了 20 倍，项目投资数量增长了 3 倍。以项目投资数量为基准，整体资金效率下降了 70%，整体人员效率下降了 85%。

所以，整个行业的效率并没有随着大量的资金和更大量人员的涌入而提高，相反整体效率是在大幅下降的。究其原因，是实际投资项目并未出现大幅增长。

另一方面，行业平均效率降低并不代表优秀投资机构的效率在降低。我们观察到，在这段时间内，优秀投资机构在管理规模、人员、投资项目方面的规模指标和效率指标都在上升。之所以造成行业整体效率下降，是因为大量无效和低效的机构、人员、资金拥挤在市场上，造成了行业资源极度分布不均。

可以认为，是极少数的头部机构创造了行业的整体价值。并且，我们有理由相信，这些头部机构已经构建的投资组合以及和现有 LP 的合伙人关系，

将有助于继续积累新的有价值的资源，并获得一定的信息优势。

二、中国股权投资市场的周期

（一）中国股权投资市场的三个周期及其特征

从图 0.1 数据的直观表现来看，中国的股权投资市场基本经历了三个周期，以 2008 年和 2014 年为两个重要的分界线，在资金面、机构面、项目面呈现出不同的特征。

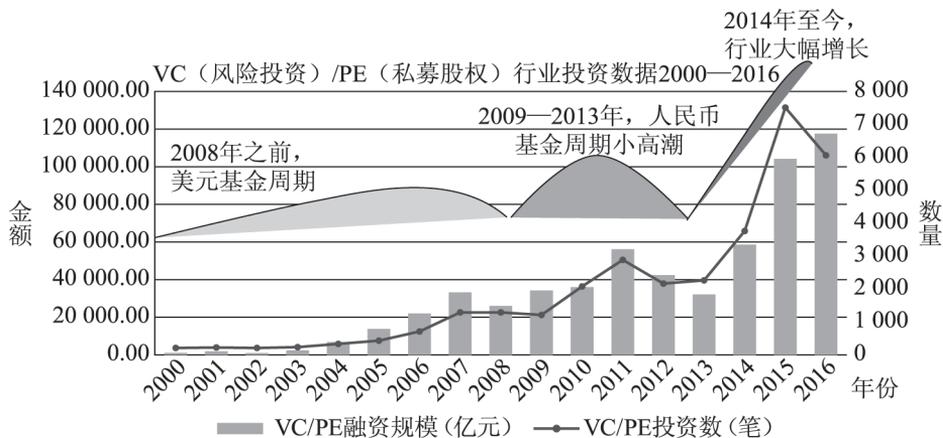


图 0.1 中国股权投资规模分行业统计

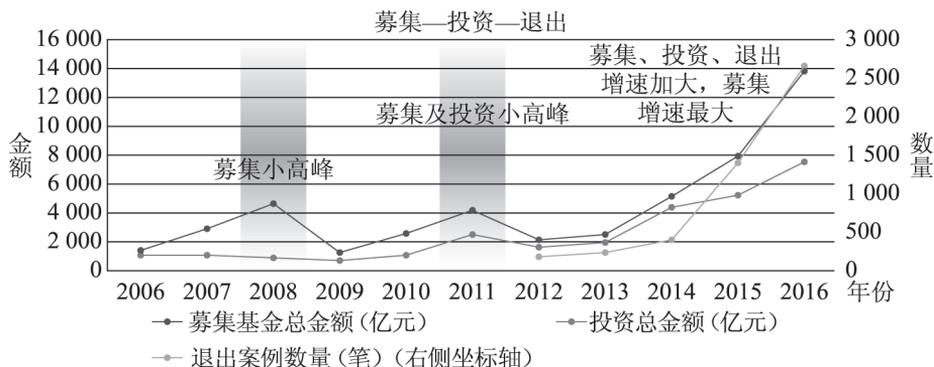


图 0.2 中国股权投资规模分阶段统计

数据来源：投中和清科数据库

第一个完整周期是 2008 年之前。其历史特征是，人民币投资较少，市场上以美元基金和美元机构为主，主流投资人基本供职于外资机构。市场成熟度和活跃程度都较低，但是有大量待整顿的标的，无论是介入存量资产（主要是国企改革）还是新出现的商业模式，市场空间都很大。中国 PE（私募股权）行业的第一批投资人，在这个周期里锻炼和成长起来。由于资金主要以美元为主，所以募集市场并不在中国，同时项目源也不存在过于激烈的竞争，核心在于人，以及对于项目机会的把握。

第二个相对完整的周期从 2008 年到 2014 年，这个周期的起点是创业板的开启和中国有限合伙制基金的推行。修订后的《合伙企业法》从 2007 年开始施行，而创业板是 2009 年开板的。创业板开板后，一批人民币 PE 机构通过“野蛮生长”阶段从众多机构中脱颖而出，也掀起了中国 PE 行业的第一个高潮。

从 2008 年开始，人民币基金的募集随着退出市场的发展进入一个高潮。这个阶段 Pre IPO（股票发行以前）的制度套利策略是非常明显的，大量机构和投资人在追逐和培育各种上市项目。这一阶段相对稀缺的资源是资金，比拼的是募资能力，能投到拟上市项目中，就能创造业绩。这个周期是“草莽”辈出的时代，很多外资品牌的机构在市场表现上反而不如新诞生的草根机构。这个时期，孕育出了中国的第一批财富管理机构，以及各类草根投资管理机构，教育了整个市场，让市场对 PE 的理解更为深刻。“全民 PE”是这个周期的代称。

2014 年是第三个周期的开始。由于 IPO（首次公开募股）的关闸，导致了前一个周期内的 Pre IPO 策略失效，整个市场陷入了低潮和整顿阶段。在此期间，各投资机构对 PE 产业链的价值切分理解得更为深刻，Pre IPO 的套利价值逐渐被削弱，行业向着更早阶段的 VC（风险投资）和天使投资，以及更晚阶段的并购转移。同时，还出现了专业的母基金、夹层基金、地产基金等特定策略的投资机构。

另一方面，如图 0.3 所示，从 2014 年起，国家机器开始介入 PE 行业，从中央一级到最基层的行政单位，各类政府基金、引导基金、国资平台、国有企业的股权资金投入开始进入放量的阶段。无论是“双创”还是“供给侧改革”，政策主导下的国家运动试图通过股权投资来实现巨大的经济刺激作

用。我们切身地感受到了，从2014年以来，巨量的国有资金开闸放水，使得这个行业的资金供给得到了巨大的支持，而这也形成了当前周期下最主要的特征，在国有资金推动下行业规模走向一个新的高点。



图 0.3 中国股权投资的阶段划分

（二）完整基金周期经历者刚出现

关于行业周期，还有一个要点。我们一般说 PE 基金走完一个周期，往往要从其募集开始，一直到其最终清算，才算一个完整的周期。当前中国的人民币基金，第一批 2007 年、2008 年成立的基金刚刚开始进入清算期，最终的投资业绩刚刚显现。根据我们所掌握的实际业绩表现来看，最终结果基本能高于公开市场指数。但是考虑到一部分项目需要通过清算和转让退出，业绩也未必特别乐观。

而目前市场上大量的人民币基金，尚处于运行期当中，对于其所宣称的账面业绩，应当保持非常谨慎的态度和理性的判断。只有以基金为单位，实现最终退出和清算的现金价值，才是投资人最终的实现价值。

三、中国股权投资市场的格局

（一）行业多元化格局形成

在 2008 年前后，股权投资市场的整体特征是“VC 向后，PE 向前”，

大家都在做成长期投资，也就是 Pre IPO。

如图 0.4 所示，2012—2014 年，在行业和阶段上各投资机构都在进行分化和转移，到现在来看基本完成。在行业上，出现了更多的行业专注型投资机构，如 TMT、互联网金融、医疗健康、大数据、智能制造、消费升级。在阶段上，机构从 Pre IPO 往前后转移，或者向 VC 甚至天使发展，或者向晚期的并购（buyout）转移。一句话来说，行业格局更为多元化和专业化了。

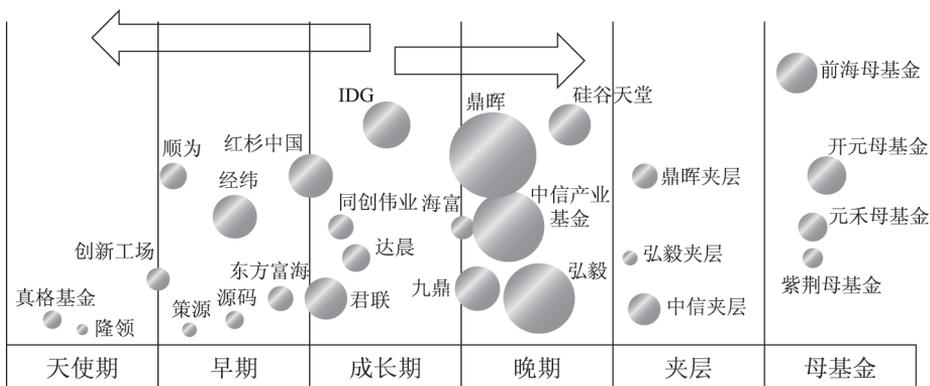


图 0.4 中国股权投资机构的划分

（二）头部机构资源集中

我们通过对行业已投资项目进行实质性筛选和回归分析，试图寻找到那些真正创造了实际价值的投资项目，以及这些项目背后的投资机构。

我们的结论是，2012—2017 年，全行业的投资项目从每年 2 000 个上升到了每年 10 000 个。其中，从当前历史阶段来看，具有真正价值和行业影响力的优质投资项目，数量在每年 100 个左右。而在这每年 100 个优质项目的背后，有 90% 的项目是 100 ~ 200 家投资机构在实质性地发掘机会、提供资源、创造价值。这 100 ~ 200 家我们称为“头部机构”。相对于整个行业目前已经出现的上万家机构来说，头部机构仅占行业机构总数的 1% ~ 2%。另外，我们发现，如果计算实际管理的有效资金量，头部机构的管理资金量占

到了有效资金量的一半以上。

因此总结来说，1%~2%的头部机构，覆盖了行业内90%的优质项目，管理了行业50%以上的有效资金，创造了行业真正的价值。

从最近几年的趋势来看，更多的新机构能够进入头部机构的序列中来。这其中有几个方面的因素：（1）随着创新创业大潮的高涨，更多的草根创业者和草根项目市场中成长起来，成为具有影响力的行业翘楚。而投资机会也更为公平和普遍化，更多的机构能够通过自身能力而非垄断性资源参与到这一过程当中。（2）近年来，很多的新机构得以成立，而其中不乏从知名机构中独立出来的成熟团队和明星投资人自立门户，市场中的优秀机构和团队更加丰富。（3）股权投资行业是充分市场化的，投资机构的品牌和行业地位是靠实际业绩说话，而随着行业历史演进、团队更迭，也不断有老的品牌机构在逐渐退出舞台，让位于新兴机构。（4）LP（有限合伙人）市场的发展和成熟，使得GP（普通合伙人）能够有机会找到一些真正对“合伙人关系”认同的基石投资人或者对资源整合协同有兴趣的战略投资人，从而使新基金能够顺利地成立和运作。

四、中国股权投资市场的特征

（一）高风险、高收益

股权投资行业的总体特征是高风险、高收益。

全球PE行业有通过统计来编制行业业绩标准的行业惯例。诺承投资根据所掌握的实际基金业绩，编制了内部的业绩标杆（PA benchmark）。如图0.5和表0.2所示，根据我们已经获得的400+PE基金的实际业绩统计情况来看，行业收益水平的中位数能够达到20%以上，而前1/4的PE基金能够创造30%以上的高收益。不过，正如前面所说，真正完成清算时，实际的业绩情况可能要比账面业绩大幅下调，但是结果仍然显示了PE基金的投资业绩要高出传统公开市场的投资类别。



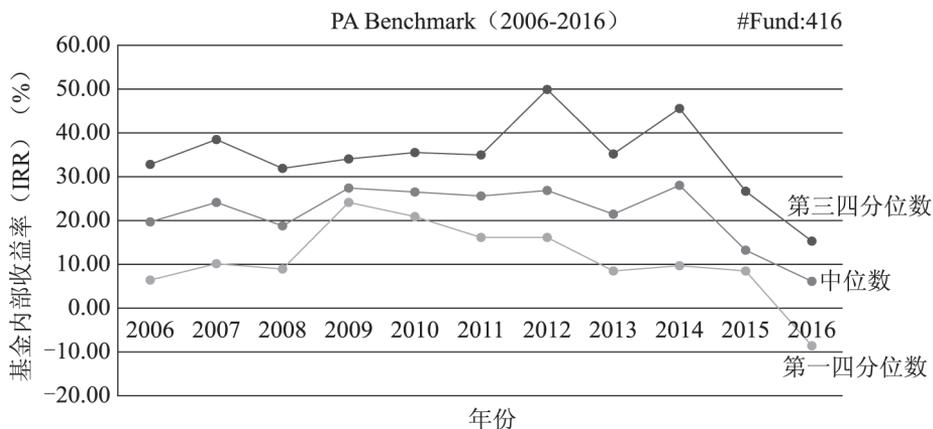


图 0.5 中国股权投资的收益

表 0.2 中国大类资产收益率对比 (2006—2016 年) 单位: %

年 份	债 券	股 票	大 宗 商 品	PE 基 金
2006	2.87	121.02	6.87	19.8
2007	3.21	161.55	9.26	24.3
2008	3.92	-65.95	-35.05	19.0
2009	3.68	96.71	60.68	27.6
2010	3.50	-12.51	12.04	26.45
2011	3.80	-25.01	-16.96	25.84
2012	3.74	7.55	4.22	26.61
2013	4.24	-7.65	-12.37	21.28
2014	4.98	51.66	-16.54	27.85
2015	4.61	5.58	-14.52	12.99
2016	4.31	-11.28	51.34	6

数据来源: Wind 资讯, 分别使用中证综合债(利息及再投资)、沪深 300 指数以及南华商品指数计算债券、股票和大宗商品投资的收益率。

高收益特征是明显的, 大家都看得到, 但是高风险特征是隐含的, 很多的从业人员和投资人往往看不清楚, 甚至是选择性忽略。与收益一样, 风险也是可计量和可量化的, 因此完全可以使用量化方式来综合评价风险收益特征。最简单的资产配置原则就是: 在风险恒定的情况下收益最大, 以及在收益恒定的情况下风险最小。我们在评价业绩时会用风险调整后的收益来重新评估每个机构的实际能力。

如图 0.6 所示，根据我们所掌握的部分投资机构业绩数据，在“风险系数”和“资本加权后的收益率”二者展开的分布矩阵中，我们发现国内的 PE 机构的比较格局存在如下特征：（1）不同 PE 机构之间的风险 - 收益特征差异性较大，往往具有实质性的区别和直接的优劣可比性。（2）资本加权理应对收益率的最大调整系数，但是并不是资产管理量大的机构相应收益率就低，而资产管理量小的机构收益率就必然提高。管理人的主动管理能力差异性非常之高。（3）大量的业绩数字仍然来源于账面估值，实际资金分配率占比往往很低，行业内各机构的账面业绩仍然存在极大的调整可能性。（4）很大比例的 GP 管理的旗下基金中只有 1 ~ 2 支经历了完整的募 - 投 - 管 - 退周期，其管理能力还有待更长时间的验证。

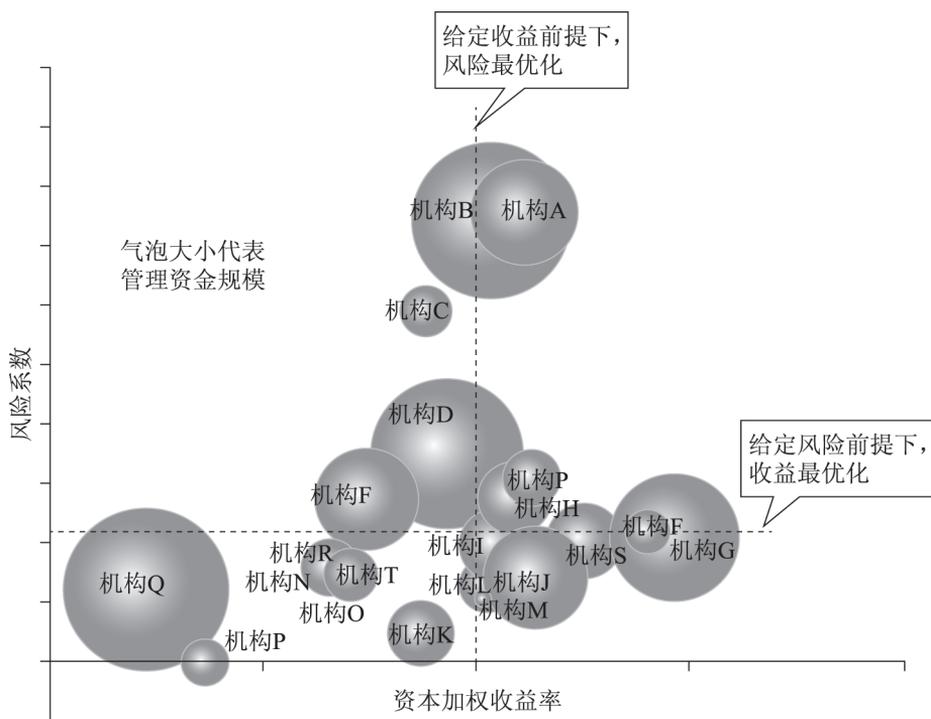


图 0.6 中国股权投资机构收益 - 风险图

（二）长期性及错配

股权投资的另一个非常重要的特征是长期性。这里面包括了资金的长期

性——往往是十年的资金周期，策略的长期性——投资策略需要在整个基金周期内保持有效，人的长期性——投资人员需要在基金周期内锁定十年。

在中国市场上，目前普遍存在长期性之下的各种短期性因素，资金面、策略面、人员面莫不如此。资金层面存在着大量的以短期资金投入长期 PE 投资当中并不断置换的现象，其中最大的资金供给来自银行资金池。策略方面，存在一些短期的窗口性策略，比如前几年出现过的私有化套利策略、新三板投资、人民币跨境投资策略，而随着外汇管制加强、A 股借壳规则趋严、新三板的转冷等，这些策略的实际有效期往往只有一年到两年，但却导致了大量的长期资金沉淀在其中。在人员方面，行业人员的从业时间过短，而变动又过于频繁。对于一支 PE 基金而言，其资金锁定期往往是 10 年，而在资金锁定期内，投资管理人員的变动给资金安全带来了极大风险。

各种短期行为给 PE 行业实质上带来巨大的风险，而且在当前还未必显现。但一旦我们将眼光放长远，就会发现现在市场上的各种行为，如没有持续性，最终必将是一地鸡毛。



第一讲

早期投资

雷霖，博士，清华大学自动化系 1993 级，清华大学经济管理学院博士后。现任清华控股有限公司高级副总裁，清控资产管理集团总裁，诚志科融控股有限公司总裁。先后兼任清华同方、清华紫光、诚志股份、启迪控股、中融人寿、诺德基金、银杏创投等多家清华控股旗下上市公司和金融投资平台公司董事和高管。管理基金超过 30 支（包括母基金、并购基金、产业基金、VC 基金等），直投超过 100 家企业。在被投资企业中，展讯通信、数码视讯、中文在线、海兰信、世纪瑞尔、汉邦高科、兆易创新、辰安科技等多家公司在美国纳斯达克和中国主板、创业板上市，盛景网联、沃捷传媒等 20 余家公司在新三板挂牌。

在传统的金融观点中，市场中的买方是一个资金雄厚的强势群体。但从目前的实际情况来看，市场上的资本量充足，流动性也比较高，而好项目较少，投资者越来越难以将手中的资金投资到适合的地方，因此买方的优势并不像传统金融观点中认为的那样明显。

在本讲中，我们将通过介绍创业投资的相关内容，介绍这个行业的发展现状以及未来面临的机遇与挑战，帮助投资者了解在高收益背后，创业投资所面临的风险，以及创业投资行业的运作机制。

相比于其他的投资行业而言，创业投资市场属于比较另类的投资市场。简要地说，这一行业的规模不大，但特点鲜明，同时创业投资也可以真正帮助实体企业的发展。针对这一特殊的市场，我们将通过以下四个方面对其进行介绍。

一、私募股权投资的基本概念

在本部分中，我们将通过介绍在创业投资行业中的相关投资体会，向创业者以及对创业投资有兴趣的人士介绍创业投资方面的基本常识。

从实体企业方面来看，近年来，全球的企业发展均面临一定的“瓶颈”。一个重要的原因便是融资方面的困难。一个企业的报表上存在富余现金并不代表这个企业没有资金上的困难，就中国企业而言，大多数企业都面临融资压力。

通过数据比较可以发现，在中国，企业创业所需要的大部分资金（60%左右）需要通过自有资金筹集。20%的资金来自银行，仅相当于美国企业融资比例的一半。此外，中国企业创业过程中通过资本市场获得的资金（通过发行债券、私募股权和其他渠道所获得的融资）约占总融资额的20%~30%，在此之中，私募股权所占的比例极小，这一较低的比例对于一个成熟资本市场而言并不合理。因此，充裕的市场资本和企业普遍缺钱的现状也反映出，在未来企业通过资本市场融资有着非常广阔的发展空间。

私募股权投资（private equity, PE）指的是由机构或个人发起，通过私募的方式募集资金，形成独立资产，交由专业人员管理，进行股权投资，以所得收益回报出资人的一种投资方式。私募股权的运作模式有以下四个要点。

（一）募：私募方式，形成独立资产

私募为私募股权募集资金的形式，与私募相对应的为公募。公募（public offering）是向社会公众，即普通投资者公开募集资金的募集方式。平时我们所购买的理财、基金等便属于公募的范畴。与公募基金可以公开宣传的特点不同，私募基金在参与的机构或个人方面便有着数量和金额的限制。在募集到资金之后，私募基金一般通过专人，以信托的形式进行资金管理。此外，私募大多会以股权的形式进入企业，并伴随企业进行成长，最终通过股权退出的方式取得投资收益。

按照目前的行业惯例，私募方式一般分为两类：公司制与有限合伙制。两者的比较可参见表 1.1。

表 1.1 公司制与有限合伙制特点比较

	公司制	有限合伙制
定义	出资人以股东身份参与设立独立资产主体	出资人以有限合伙人的身份设立独立资产主体
主体地位	通过工商登记具有独立的法律主体地位	
适用法律	《公司法》	《合伙企业法》
税收	纳税主体	不作为纳税主体

公司制，即所有参与投资的主体组成一个公司，以公司的名义参与经营活动。有限合伙制，则是指出资人成立合伙企业，出资人以合伙人的形式参与公司经营。这两类主体在市场中都普遍存在，各有特色。公司制与有限合伙制的区别主要体现在税收方面。公司制的主体在产生收益后，需要先承担相应的企业所得税，再将剩余利润进行分配；而有限合伙制的企业产生收益后，则不需要承担公司层面的所得税，可以直接将收益进行利润分配。正因为有限合伙制基金在税收方面的优势，使得这一类主体目前在市场中较受青睐。

（二）管：专业人员，信托机制管理

在募集到资金之后，私募基金需要对资金进行有效管理。在资金管理方面也有两种方式供企业选择。第一种为独立专业机构的方式，即公司的运营与资金的管理分离，资本的管理归外部的资产管理公司负责。这种方式下，外部的

资产管理公司负责自行寻找项目并进行投资，向原企业收取管理费以及未来投资收益的分成。这种资产与公司运营分离的方式在目前行业中较普遍。

第二种为内部管理团队的方式，在这种方式下，公司内部成立专门的投资团队进行资金上的管理。这种内部管理的方式相比于独立机构管理的方式在效率等方面存在相应的弊端。因此，我们认为随着市场的发展与完善，使用这种资金管理方式的企业将越来越少。两种方式的比较参见表 1.2。

表 1.2 独立专业机构与内部管理团队比较

	独立专业机构	内部管理团队
管理专业性	专业化，系统性管理	专门化，程序性管理
考核激励	责权利统一	责权利不够清晰
风险控制	系统 + 全程控制	人员 + 流程控制
适用范围	所有资管机构	独资或特殊资管机构

（三）投：股权管理投资，企业成长全程

图 1.1 为一般企业成长的曲线图。

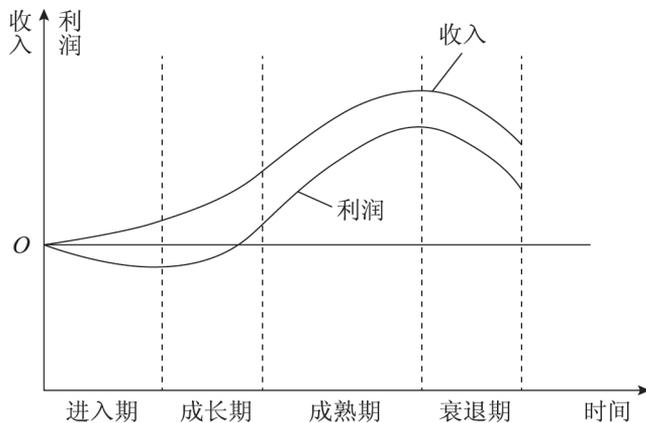


图 1.1 企业成长曲线

创业投资一般在企业的进入期或成长期进行投资，这两个阶段的投资一般称为天使投资和创业投资。在这两个阶段中，企业的收入较低，同时利润一般为负，使得此时的投资难以立刻取得回报，不确定性也较高。这也使得创业投资行业面临的风险较大。但与之对应，一旦投对了企业，创业投资所

带来的收益也较高。

(四) 退：股权退出，高于平均收益

表 1.3 中美投资平均收益比较

单位：%

	美 国	中 国
银行	0.8	1.5
证券	3	5
财富管理	5	8
私募股权	12	15

根据私募股权行业内部的统计数据，这一行业的平均收益约在 15%，远高于银行、证券、财富管理等其他行业（见表 1.3）。

二、中国资管行业和创业投资行业发展近况

资管行业为创业投资行业的上级分类。在这一部分，我们将通过介绍资管行业的相关动态，为大家介绍这一行业的发展现状，以及未来的发展潜力。

我们认为，资管行业在未来仍具有较为充足的发展空间。如图 1.2 所示，过去几年行业平均增长率在 50% 左右。同时依据图 1.2 数据的预测，资管行业的非通道业务直到 2020 年都会保持 17% 的增长率，远远超过社会中其他行业的增长速度。

同时，根据对行业的观察，我们认为资管行业目前呈现出如下几个发展趋势。

(1) 融资主体和融资工具正在发生变化。具体而言，融资主体从成长、成熟企业为主向全周期转变。初创企业、转型企业开始逐渐受到人们的关注。尤其是转型企业，随着近年来国家战略的调整，这些企业开始有了一定的吸引力。

同样地，在融资工具方面，直接融资开始发挥越来越大的作用。具体来说，对成熟企业而言，债券市场开始对信贷有了一定的替代作用；而对初创、成长、转型、“问题”这四类企业而言，股权投资、资产证券化等融资工具开始越来越多地满足用户的需求。



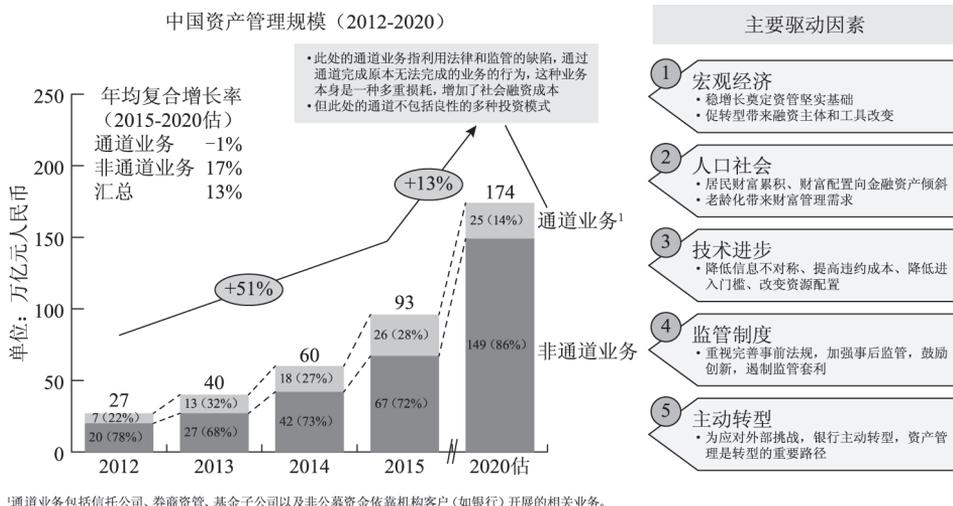


图 1.2 资管行业发展规模

数据来源：WIND；BCG 分析；BCG 中国资产管理 2020 模型预测。

（2）资产类别方面，被动管理型和另类投资产品发展开始提速，主动管理型产品中股票类产品的发展也开始加快。其中，私募股权基金与私募证券基金作为另类投资产品，近年来都保持着较高的增长率。

（3）资管机构方面，私募基金在 2012—2015 年的复合增长率在 130% 左右，远高于其他的资管机构。同时在 2015—2020 年的预计复合增长率也在 25% 左右。

（4）技术方面，随着科技的不断发展，技术的不断进步，资管行业的一些关键特征发生了转变。如大数据、量化分析、机器人决策等内容都对资管行业产生着新的冲击，带来新的进步。

基于上述的发展趋势，我们可以看到未来资管行业结构性的发展机会。目前中国大陆居民的资产配置中，权益类资产占比仅 3%，大部分资产配置于房地产、现金及存款方面。因此权益类和保险类的资产配置还有较大的发展空间（图 1.3）。

回到创业投资行业。中国创业投资行业目前有 1.1 万家投资机构，7.5 万亿元管理资本，以及 22 万从业人员。在投资案例方面，2017 年上半年主要分布在 18 个行业中，其中互联网和 IT 行业的投资遥遥领先。

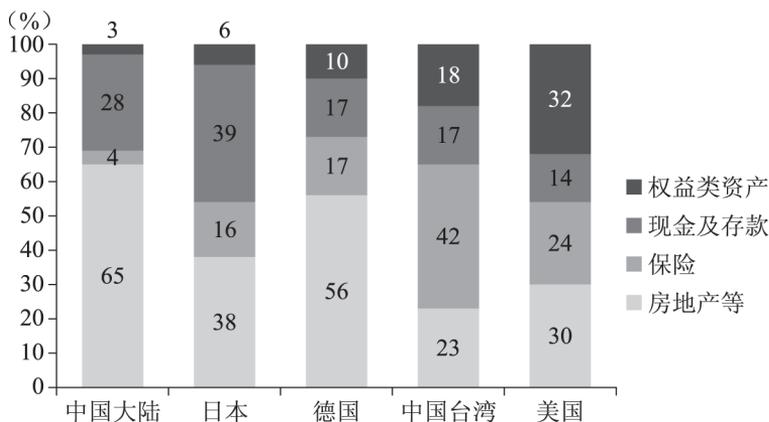


图 1.3 各地区居民资产配置对比

但从近年来创业投资行业的募集资金量上来看，创业投资行业的规模处于一个下降的趋势。2017年上半年仅有326支基金完成募集。同时，自2015年以来，募集完成的基金数目逐年递减。这个行业对于政策监管的变化较为敏感。

从市场分析的层面我们可以看出，目前创业投资的市场并不成熟，在政策收紧的情况下创投行业难以发展和进步，而在政策宽松的环境则会产生混乱。但市场的不成熟同时也说明创投市场蕴含着大量的机遇与挑战，说明这个市场还存在很多空间等待着我们去探索。

三、创业投资机构的运作管理

创业投资运作管理的核心环节为以下四个方面：基金募集、基金投资、基金管理与基金退出。接下来我们将对这四个环节进行进一步的解释与分析。

（一）基金募集

俗话说，“巧妇难为无米之炊”。如何为基金募集资金，也是创业投资机构所面临的第一个难题。一般而言，创业投资机构会向以下几类金融机构募集资金：行业机构投资者（包括母基金、财富管理机构、政府引导基金等）；金融机构投资者（包括银行、保险、信托、证券机构等）；产业机构投资者（包

括上市公司与大型企业)；合格个人投资者(包括金融市场成熟投资者以及高净值客户等)。

(二) 基金投资

在募集到了资金之后，如何将资金进行有效的投资，是创业投资机构所面临的第二个问题。投资不应该跟风，应该有自己的价值取向和判断。

一般而言，创投机构的投资流程(图 1.4)分为三步：找方向、选企业、做决策。在找方向阶段，创投机构需要研究行业领域、分析行业的细分市场。随后，创投机构依据选择的行业，寻找行业中的优秀企业。在选择了行业中的优秀企业之后，创投机构在决策阶段，需要进一步地了解企业，筛选企业进行立项，对企业进行尽职调查与价值评估，最后进行投资。

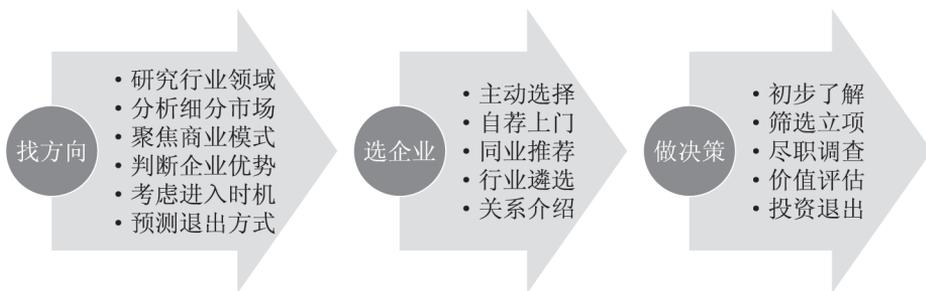


图 1.4 创业机构的投资流程

(三) 基金管理

除了对基金进行投资以外，创投机构也需要参与投资的企业的日常管理与资产管理。以我们曾经投过的一个企业为例，这个企业在成长的过程中曾遇到不少的问题。在创业初期，企业难以打开市场；而在市场发展的“瓶颈”期，又出现过合伙人退出的情况。但投资人在企业发展的过程中，始终给予了企业充分的支持：在企业难以打开市场的阶段，投资人曾带领企业走访客户打开市场；而在合伙人退出的事件中，投资人又努力保持了公司的股权不会过度分散，使得最终企业可以维持稳定的发展，最终成功上市。可以说，好的投资机构不仅将资本投入企业，还可以为企业提供更多的服务，配置更

多的优质资源，帮助创业企业顺利成长。

（四）基金退出

在企业发展到一定程度之后，创投机构便会选择退出企业。除了通过主板、二板、三板等股权交易以外，基金还可以选择并购、回购、协议转让等方式进行退出。

四、创业者需要知道融资的一些基本知识

在这一部分中，我们将介绍创业者在融资过程中所需要了解的一些基本知识，帮助创业者了解融资过程中的痛点，同时也帮助希望进入创投行业的从业人员更有效地识别优秀的创业企业。

（一）立场有差异

一般而言，我们可以将创业者视为风险制造者。他们更具有冒险性，有着创业的热情，对企业有着决策的控制权。相对而言，投资人则是风险承担者。他们希望维护自己投资的权益，获得最大化资本的回报，因而决策也较为谨慎。因此，在创业的过程中，创业者与投资人需要及时、坦诚地进行沟通，将创业的目标进行量化，最大化双方的共同利益。

（二）质疑有原因

一般而言，在投资人的决策过程中，对企业的判断有以下几个不等式：技术不等于产品；产品不等于市场；市场不等于收入；收入不等于利润。这些不等式都是投资人通过投资失败的案例得来的总结。这也说明，创业者在创业的过程中，不要专注于自身的技术，要将技术与市场相结合，创造企业的利润。

（三）交易守规则

在创业的过程中，创业者需要遵守市场规律和基本的商业规则。创业者



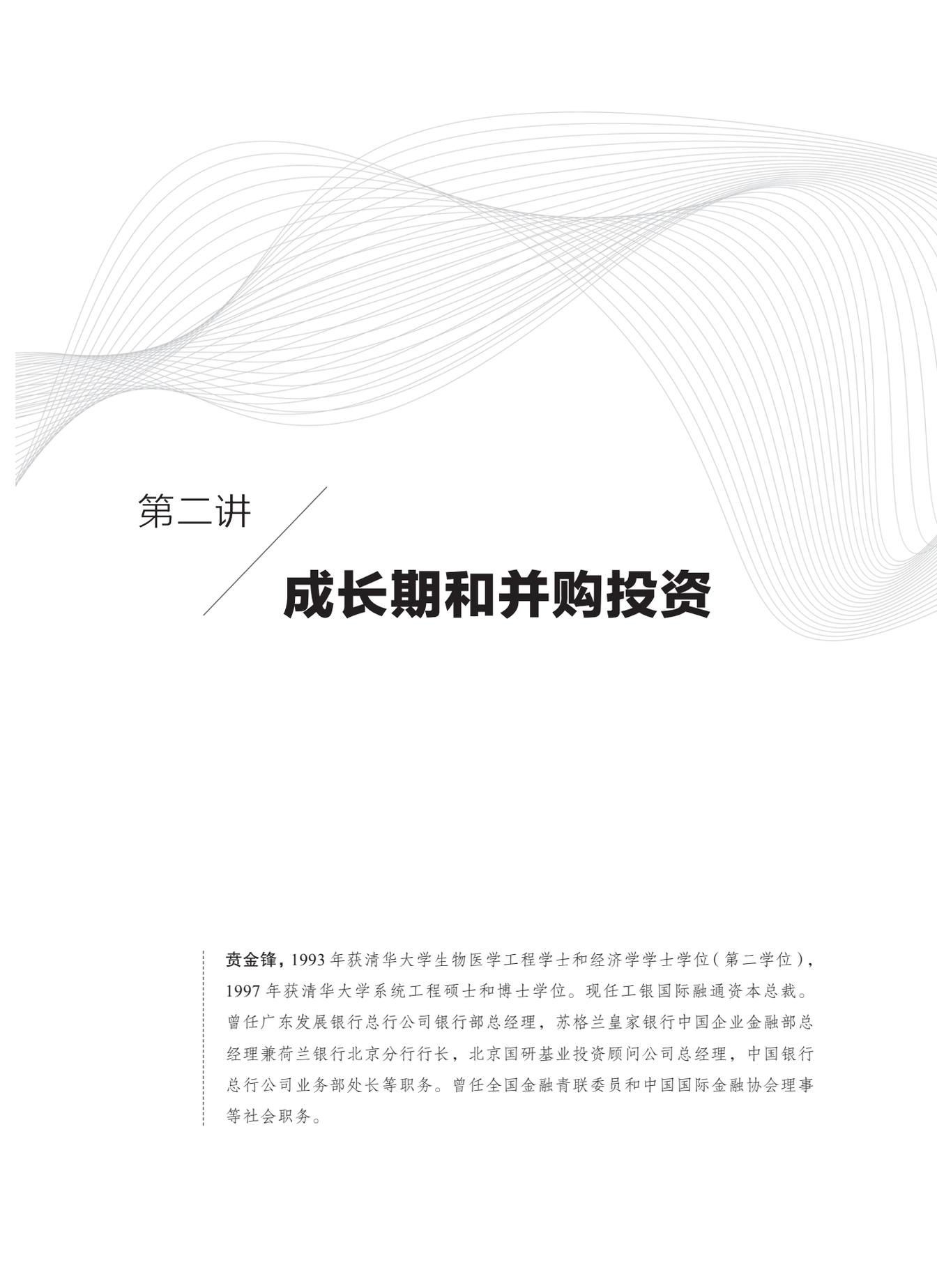
需要认识到：商业规则的根本在于诚信；交易规律的本质在于双赢；投资谈判的基础在于合作共赢；投融资双方的博弈也为非零和博弈。只有这样，创业者与投资者的合作才能达到“1+1>2”的效果，创业者与投资者才能更有效地进行交流。

（四）比较再选择

创业者也需要知道，在融资的过程中，有一些比资本更重要的内容。如机构的资本市场运作能力、产品市场整合能力、战略发展判断能力、企业运营决策能力、增值服务提供能力、商誉影响力等。可以说，选择一个真正适合企业的投资机构，比选择一个资金雄厚的投资机构更为重要。

五、总结

从目前来看，创业投资行业在中国发展的时间不长，整个行业也处于高速发展的阶段。我们认为，这个市场未来蕴含着非常巨大的成长空间，同时也面临着很多未知的风险与挑战。在本讲中，我们通过总结这个市场的基本特征、发展规律、运作流程，以及在这个行业中一些投资成功或失败的案例，向大家介绍了创投行业的历史与现状，并对市场未来的发展提出部分思考与建议。但要真正了解这个行业，需要切身投入到行业的具体项目中，需要积累对于不同项目的大量实际经验。创投行业近年来市场规模不断扩大，但放眼未来，投资者仍需要发挥自身所长，在创造投资收益的同时，真正地帮助创业企业在市场中不断成长与进步，最终推动实体行业的发展。



第二讲

成长期和并购投资

贲金锋，1993年获清华大学生物医学工程学士和经济学学士学位（第二学位），1997年获清华大学系统工程硕士和博士学位。现任工银国际融通资本总裁。曾任广东发展银行总行公司银行部总经理，苏格兰皇家银行中国企业金融部总经理兼荷兰银行北京分行行长，北京国研基业投资顾问公司总经理，中国银行总行公司业务部处长等职务。曾任全国金融青联委员和中国国际金融协会理事等社会职务。

一、金融行业的产业结构

金融市场由三个部分组成，资金的供给方（亦称“投资方”）、资金的需求方（亦称“融资方”）以及金融机构或者称为金融中介（图 2.1）。

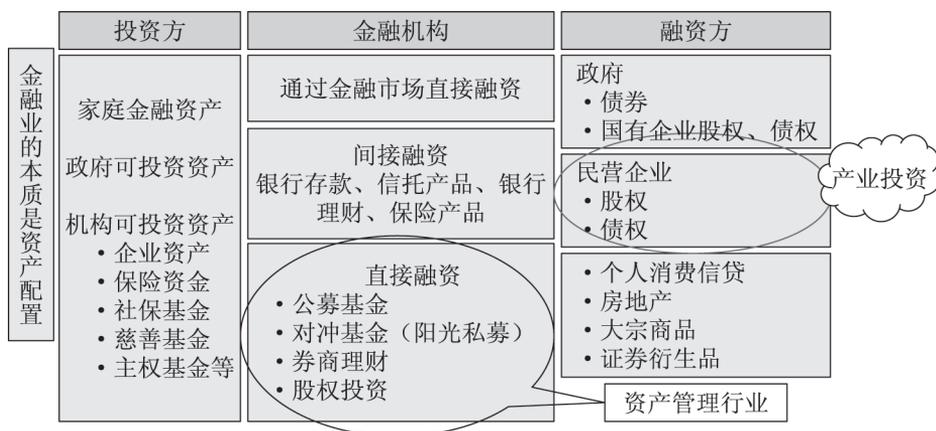


图 2.1 金融业的本质

金融行业基本的活动场所可以统称为“金融市场”。在金融市场中，资金是核心标的物，资金以一定的资产价格，形成金融资产。根据资产不同的流动性水平，可以表现为资本，比如股权等。也可以表现为现金，比如存款等。

从资金来源方的角度看，资金的供给方包括家庭、机构、政府、企业、社保基金等，这些资金以不同的方式在社会上汇聚，从而形成资金供给，这是广义上的投资。

从资金需求方的角度来看（或者我们说资金的用途来看），融资方可以是政府、企业以及个人。政府在社会融资中扮演了非常重要的角色，尤其是政府可以通过发债的形式来获得资金；国有企业的股权和债权融资行为也可以纳入政府的融资行为中去。民营企业在社会融资中的角色主要表现在其资产负债表右边，包括了债权和股权的融资形式。产业投资对于民营企业的参与既包含股权投资也包含债权投资。个人在社会融资中扮演的角色越来越重要，随着中国经济的开放，从 2003 年开始，个人信贷业务在中国开始蓬勃发展。特别是随着房地产市场的发展，个人按揭成为最重要的金融资产之

一，在银行业务中扮演了很重要的角色。当然，除了按揭贷款以外，大宗商品的交易、证券的融资等也是非常重要的个人融资行为。

当有了资金的供给和需求，市场中就诞生出一类专门服务于借贷双方的专业机构，它们基于客户的风险偏好基础，为投资人配置和管理投资资产，我们统称为“资产管理机构”，其最重要的职能就是资产配置。一方面，金融机构会根据不同资金来源的风险偏好去选择获取资金；另一方面，资金的来源方也会根据自己的风险承受能力来选择不同的渠道进行投资。随着社会经济的发展，金融行业不断创新，市场化、资本化、产品化、标准化是创新的趋势，金融机构是创新的主体，金融市场既是创新的载体，也是创新的成果。创新的结果就是金融需求，包括投资需求和融资需求都不断分化、细化，总体上按照收益与风险对等的原则得到更好的满足，资源得到更好的配置。

二、金融机构的职能

（一）金融机构的核心职能就是资产配置

随着中国金融业的开放，从1993年中国银行业的商业化到2000年左右中国资本市场改革，整个中国从个人到企业再到政府，其资产负债表都发生了巨大的变化，在这个过程中，金融机构扮演了极为关键的中介角色。大家要记住“中介”这个概念，通俗地讲金融行业就是给缺钱的人找钱，给缺项目的人找项目，金融业（除了IT等功能型不做考虑以外）没有一个岗位不是在起着中介的职能作用，这是金融业最基本的职能。

（二）金融机构要提高资产配置能力才能更好地服务国家与社会

中国金融业的发展吸引了大量的人才。清华当年号称是“红色工程师的摇篮”。现在这个说法提得少了，因为现在相当一部分同学选择出国深造，也有相当一部分同学进入金融、投资行业。其实这无可厚非，因为市场对人才的需求确实高涨，金融行业吸收优质人才使得其资产配置能力越来越强，越来越具有创新性和专业性，更加优化的资源配置才能带来更高的产出。金



融业就好比经济发展与金融发展中的媒婆，资金需求方和供给方能不能找到最心仪的对象，媒婆起了很大的作用。这也是为什么我强调金融业的基础作用就是充当资金来源和资金去向的媒介，并且这个媒介面临着复杂多变的金融市场环境，需要有足够的专业水平去满足有着不同期限、风险偏好等要求的细分市场。

拿我们工银国际融通资本的发展历程作一个例子，我们成立之初的定位是纯股权投资平台，随着业务发展，我们发现夹层投资需求非常大，最大的一个需求就来自我们工商银行的资管。工商银行资管的规模庞大，有适当承担风险获得高收益、为理财用户创造价值的需求，比如它有能力也有意愿拿出5%左右的资金来进行夹层投资。该产品首先风险相对可控，因为我们投资标的优质，现金流强；其次，此类配置有助于提升客户整个资产组合的优化程度，风险略微上升，但是预期收益大大增加，否则两三万亿元的资金全都拿去投各类投资级的债券等，收益率并不高，结果就是其发行的理财产品在市场上缺乏竞争力，它也不能服务好它的客户，老百姓所能拿到的投资回报就低了。考虑到工行吸收的存款体量，收益率微小的差别都意味着巨大的绝对回报，最终的结果就是好的项目没有得到融资，而投资人没有得到最好的回报。这是社会的损失，但是如果金融行业的资产配置能力足够强，就可以最大可能地降低这种效率损失，这也是金融业对优秀人才持续不断渴求的原因。

（三）产品服务的多样化趋势增强

在金融行业的规模不断扩大的同时，生活中能看到金融产品也越来越多。原来我上学那会儿除了存款没有别的投资理财工具。当时的清华照澜院附近银行的存款利率可以达到10%~12%，远高于现在的理财产品；而现在的投资工具非常丰富，比如各种“宝宝”、最近正在被取缔的校园贷等，这至少说明金融行业将资金供给配置到丰富多彩的资金需求方的能力越来越强。

在专业的投资领域，产品的创新也非常迅速，比如夹层投资。夹层投资目前扮演的角色非常重要，它形成了对股权投资的放大效应。夹层投资者的

风险承受能力介于债券投资者和股权投资者之间。比如投资人有10亿元资金，希望配一个1比2的杠杆，这样投资额会相当于20亿元，从而可以做更大的项目。夹层投资本质上依然是股权投资，但是其承受的风险要比劣后资金低，相应地其最终收益也会比劣后资金低。虽然证监会、银监会等监管机构三令五申地强调要脱虚向实，但是以我们的经验来看，只要夹层投资的最终流向依然是实体经济，我们认为不管是证监会还是银监会都不会公开反对。为什么呢？因为这种投资方式既满足了特定风险偏好人群的投资需求，还放大了整个股权投资市场的规模，对于整个产业、经济的发展都有好处。

三、产业投资的基本概念

（一）产业投资与财务投资

资本可以从不同的角度来分类，比如按照所有权的不同可以分为债券资本和股权资本；按照投资主体的不同可以分为产业资本和金融资本；按照募集渠道的不同可以分为私募资本和公募资本。

图 2.2 按照所有权、投资主体和募集渠道三种视角来分类理解不同的投资品种，但是这里我提供另一种视角——看具体的表现形式，比如很多的企业会跟银行、证券公司等金融机构联合成立产业投资基金，前者出一部分的钱，甚至可能去做劣后资金，承担最终最大的风险。为什么这样做呢？因为它认为它有产业的整合能力、管理能力，理应承担更高的风险、享受更高的收益。而反观银行和证券公司，它们通常都是通过自己的资管通道到市场上去募集各种钱，来源可能是别的银行或保险公司，此时它们扮演了中介的中介这样一个角色。

虽然表 2.1 中列出了财务投资（亦称“金融投资”，下同）与产业投资的区别，但是，明确区分金融投资和产业投资的难度很大。实际中，区分金融投资和产业投资十分困难。两者呈现出相互交融的态势。主要的原因有二。



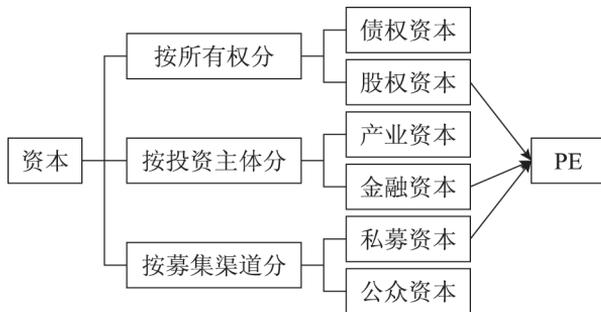


图 2.2 资本的分类

表 2.1 产业资本与金融资本的主要区别

	特 点	获取回报方式	适宜的经济环境
产业资本	<ul style="list-style-type: none"> ● 弥补自身资源不足，不单纯追求短期盈利； ● 对资源的占有具有长期性、排他性； ● 时间尺度：至少 5 年，甚至 10 年 	<ul style="list-style-type: none"> ● 通过收购技术、品牌和市场渠道等关键性资源或者消灭竞争对手增强市场地位； ● 通过规模效应或协调效应降低成本； ● 通过商品市场实现收益 	<ul style="list-style-type: none"> ● 对经济的发展阶段和市场环境的成熟度要求不高； ● 是处于工业化早期、中期的经济体资本的主要来源
金融资本	<ul style="list-style-type: none"> ● 以获取投资回报为首要目的； ● 以提供增值服务和支撑、辅助已有经济主体的方式创造价值； ● 以与优秀经济资源结合的方式进行合作、共享、增值，不谋求永久独占资源 	<ul style="list-style-type: none"> ● 提供增值服务，提升企业价值； ● 通过上市等资本运作手段提升企业的市场价值； ● 通过资本市场退出获得收益 	<ul style="list-style-type: none"> ● 需要依托经济发展较为成熟或具备相应潜质的经济主体； ● 资本的进入、增值服务的提供和最终的退出都需要成熟规范的市场环境和法律环境

第一，金融行业一直处于创新的过程中，投资项目形式以及项目的具体进展也会动态调整，比如，某个项目的投资在开始时可能属于晚期投资，但是某天突然发现变成早期投资了，原因在于企业在某个地方失败了，需要重新开始。比如乐视，乐视手机发展得应该算比较成熟，但后来众所周知贾跃亭出事了，对乐视手机的投资很可能变为了早期投资，这虽然很无奈，但却是现实，投资人也很难预料。

第二，在实际操作中，金融投资和产业投资无法做到泾渭分明地区分，往往是你中有我，我中有你。比如最近银行、保险公司以及券商等联合成立

产业投资基金，这些单位提供的资金充当夹层或者劣后资金，因为这些机构具有产业整合能力，承担绝大部分风险、要求高回报。而这些机构成立投资基金的资金并不完全是自己的钱，所以我们很难做到说完全区分开产业投资和金融投资。

具体我们以弘毅投资公司为例，弘毅建立了强大的投后管理队伍。这些专业的投后管理队伍由长期植根于业界且经验丰富的人员组成，他的医疗行业队伍就包括医院的院长、护士长、前政府主管医疗卫生的干部等人员。这些人要么对于行业的发展有深刻的理解，要么对相关政策非常熟悉，要么技术绝对专精，总而言之，是一支对医疗行业方方面面都绝对权威的队伍。因为运营医院是一个非常专业的事情，从科室的设置、人员的配置、收费模式、器材的采购等都要求非常高的专业能力，那么这个时候弘毅的这个投资到底是产业资本还是金融资本？其实不好说，因为这一定是一个相互融合、兼而有之的情形。

换个角度来看，作为金融投资者，我们愿意与产业投资人有更多紧密的合作。金融投资人要扮演好自己的角色，什么角色呢？钱多、人傻，目的就是给产业提供助力，而不要过多地试图扮演所谓的“产业整合者”的角色，因为这个难度太大了，所以如果你是一个金融投资人，你应该扮演好“钱多、人傻”的角色，这需要相当明确。

归纳起来，产业投资人与财务投资人只能从投资背后的动机和逻辑去区分，而这恰恰是不可观测的。产业投资人更多的是希望从产业自身的规模化发展过程中去获取产业自身的利润，由此产生资本的利得是产业投资者比较认可的工作成果，产业投资者的考虑时间尺度可能是五年以上、十年，甚至二十年；而金融资本则是希望在相对较短的时间内实现资本增值，这个增值可以通过资本市场，比如股权和债权市场等，也可以是通过一级市场直接进行交易，通过并购等。这就形成在这个行业内两个大的主脉络，他们相互交织，相互学习，相互通过碰撞创新出一些新的金融运作模式。

（二）产业投资的形式

通常从时间的维度来看（图 2.3），大家可以假设理论化的企业生长的



生态周期，典型的 S 形曲线，从它的初创一直到快速的增长，然后市场逐步饱和。在这个时间维度上从早期的投资开始，有时候自己创业没钱家里投，或者自己想办法，亲戚朋友凑一凑，逐步进入天使轮投资、风险投资等。

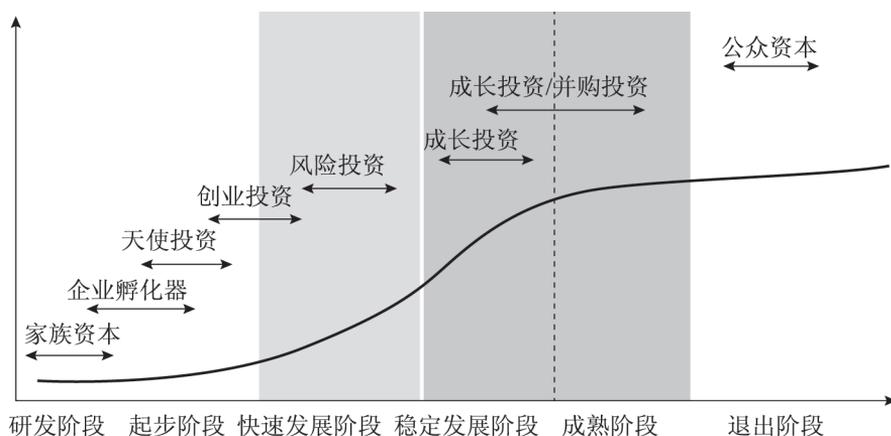


图 2.3 投资阶段与资金来源

1. 研发与起步期

这一阶段产业投资的主要形式有：绿地投资、早期风险投资。

研发和起步阶段是企业发展早期风险比较大的阶段，该阶段企业主要依靠家庭、创投以及天使投资的支持，如果成功存活下来则进入快速发展阶段。这个阶段对于企业的固定资产投资提出了较高的要求，但是企业此时的成长也是可见的，因此我们也把这个阶段的投资称为成长期投资。

2. 成长期

这一阶段产业投资的主要形式有：绿地投资、小股权投资。

2010 年以前是中国所谓的成长期投资的一个黄金时期。那个时期中国还处在一个刚刚开放的时候，甚至对于什么叫股权投资，大家概念都不是很清楚。当时约定俗成的假设是什么呢？是股权投资比借钱好，不用还。什么叫发行股票，当时劝说老板上市，拿这个一解释老板都懂了，从股市拿的钱可以不还。然而，课本里的知识告诉我们股权投资是最贵的，成本最高。大家都学过 WACC（Weighted Average Cost of Capital，加权平均资本成本）等概念。但是这些理论在当时并不普及，资金在当时相当稀缺。起步早的比如弘毅、

鼎晖以及一些外资银行获得的利润就像瓢泼大雨中收集雨水，但很快这样的好形势就发生了变化。

时间进入 2010 年以后，PE（私募股权）行业基本面发生变化。第一，财富效应把 PE 投资推到聚光灯下，行业受到的关注和监管增加。第二，中国经过改革开放这些年，逐步地培养出一批有钱人和有钱的企业，资金供给大大增加。2010 年以后我们迎来了全民 PE 时代。由于之前的 PE 发展过于迅猛，逐步培养出一批有钱人，很多企业也开始有兴趣参与。此时市场生态发生改变，优质项目成为稀缺资源。与此同时，市场竞争也越来越激烈，投资行业也是如此——估值明显增加。市盈率（PE）起步价至少 15 倍，现在逐渐回落，但 A 股上市前的价格也在市盈率的 15 ~ 20 倍。由此引出一个非常重要的问题：如此高估值的产业投资，是否盈利？我们知道中国证券市场是高度的政策市，监管机构对于资本市场的干预使得流动性大打折扣，这就使得大量 PE 基金无法退出。此时就要考验金融机构的专业能力了，当初为了抢项目所报的高价格是不是能够收回成本。这里我介绍一个我们基金投资美的集团的案例。

以我们的基金为例，很不幸，我们的基金也是成立于 2011 年，是全民 PE（私募股权）阶段的尾声。当时 PE 行业依然是一片红海，竞争特别激烈。投资美的集团是我们做的第一个项目。经过了非常充分和细致的尽职调查以后，由于面临着激烈的竞争，我们最后的报价还是不得不提高，否则就出局。当时我们领投价格是 71 亿元人民币，鼎晖跟投了 40 亿元，这是到目前为止非金融领域最大的一笔 PE 投资。

紧接着，项目遇到了问题。麻烦来自两个方面。

（1）产业问题。2009 年、2010 年 20 万亿元货币刺激，在这其中包括了一个重要的项目——家电下乡。家电下乡一下子成了家电业的强心剂，企业的产能一下得到了释放。家电下乡初期的效果不错，但是从 2012 年开始，批评 20 万亿的声音也越来越多，政策也开始收紧，中国经济进入换挡期。此时家电下乡的各种补贴开始退出，美的自身发展受阻。但是当时有一个好消息，由于美的是龙头企业，证监会比较关注，美的集团和美的股份可以吸收合并，或者称为“反向合并”。从而这个问题不那么严重。



(2) 美的电器在 2010 年左右有过一次定向增发，当时定增的价格是 16 元 / 股，股价在 20 万亿的刺激下有所上升。但是后来由于行业的问题美的的股票价格最低只有 9 元。因此上市之后我们就面临着浮亏的状态，压力非常大。

正是在这样的背景下，我们开始复盘，与企业做沟通，主要做几件事。

(1) 搞清楚目前的困难到底是不是实质性问题，经过深入细致的研究我们认为美的是个非常优秀的企业，第二年它进行了整个销售体系的重组和改革，也就是说在经历这些困难和挫折以后它依然能够很好地处理自身的问题。不管怎么说，美的现金创造能力非常强，几乎没有任何贷款，而账上的现金在当时至少有三四百亿，面对这样一个现金创造能力如此之强的企业，我们心里是踏实的。

(2) 帮助美的进行产业整合，尽管我表面上是金融投资人，但本质上我们还是产业投资人，我们就不断去找行业内的专家去学习哪些方面可以帮助美的提高和优化，从而帮助美的进行产业整合。最有代表性的应该是美的收购机器人公司库卡，这为美的进入相对较新的市场打开了大门。美的作为一个家电企业擅长大规模制造，生产线的投入比较高，但是生产线往往都是定制的，只能生产特定一种或者几种型号的产品，而美的通过这次收购，再加上自己的研发部门，已经基本上能够做到柔性制造，也可称为所谓“大规模客户定制”。客户定制很难做，但美的现在可以先生产某种型号的电饭煲几个，马上又生产其他型号的电饭煲或者其他电器，而不显著增加企业制造的成本，这部分能力增强有我们产业投资者的部分功劳。

最终，你会发现产业投资最大的特点是能够扛过周期，至少从企业分红的情况来看还可以，毕竟真正优秀企业的标签一定是挣钱，天天讲概念的人到最后一定会被别人骂成是 PPT 公司。或许他非常热情，我可以承认他有这种精神，但是他不懂得怎么最终把它变成钱，变成稳扎稳打的现金流。作为投资人，你要考察你的投资标的能不能跨越经济起伏的周期波动，能不能在这些周期波动中存活下来，2016 年我们完成了退出美的的投资，总体收益还不错，给工商银行和投资人挣了钱。

3. 成熟期

这一阶段产业投资的主要形式是并购投资。

在 2009 年、2010 年的时候，有很多人，包括我的同学，都在宣扬所谓的并购，那个时候并购也是非常流行的名词，但是我当时觉得并购的时代还没有到来，为什么呢？我当时的判断是：第一，资本的玩法大家还没有适应，配套的融资方式和相关市场还在培育中；第二，第一代的创业人还年富力强，这帮人是不太愿意轻易退出历史舞台的。

但是最近两三年并购这件事变得更加有趣了。所谓的成熟期企业之间的并购成为大家热议的一个话题，也成为资本市场当中最重要的一个题材，基础是什么呢？第一，随着这些年的经济发展，企业的竞争越来越激烈，过剩的产能越来越多。你如果想死磕往下熬，但你又不能扩张，正所谓逆水行舟不进则退，企业可能迅速走下坡路。还不如及早变现离场，趁着行情好的时候急流勇退，过上自己想过的生活，可以诗和远方，可以大海鲜花，否则说不好哪天就面临灭顶之灾。第二，中国逐步加强对整个资本市场的监管。现在 IPO（首次公开募股）不容易了，真正通过所谓的 IPO 直接圈一把钱的难度大大增加。第一代的创业者到现在大多退休，金融创新也逐步到位了，各种相关股权投资、夹层投资、并购贷款等越来越成熟。比如，在这个领域比较活跃的就是上市公司结合了这些金融投资人形成的所谓的产业并购基金，除了国内的一些产业相互之间的并购之外，还有一个很重要的方向，就是向海外的并购。当然海外的并购还受国际经济、政治，以及国内政策变化的影响，要顺势而为。这里需要特别强调一下，成熟期的投资对合理应用金融杠杆要求比较高，在行业发展平稳的大背景下，这也是提升投资回报的重要手段。

四、产业投资实务

（一）产业投资的模式

回到产业投资大概念，产业投资包括绿地投资、并购投资、小股权投资和早期风险投资四大类。

绿地投资更多是指对相对比较成熟的行业的投资，比如说一个石化企业



新建一个石化工厂，对这个工厂的投资就是绿地投资。金融机构直接参与绿地投资通常比较少，更多的是参与其中的债务融资。

并购投资和小股权投资是金融投资者参与比较多的形式。并购投资是一家企业完全兼并另一家企业，而小股权投资是一家企业部分参股另一家企业。小股权投资不管是投资上下游企业还是投资某个领域内自己的合作伙伴，都是合作加竞争的关系，合作是在于双方各有所长，可以互通有无，加强业务上的联动；竞争在于两家公司毕竟同属一个大行业，只是出于资金或者监管上的问题，无法完全兼并另一家竞争对手。

早期风险投资最近发展较快。中国大量的产业已经进入一个需要改造升级的阶段，风险投资就是进行技术储备、布局未来的途径之一。大家一直都说中国的经济发展一开始都是从最简单开始，就像一棵果树，一开始伸手就能摘得着果子，后来蹦一下，再后来得架梯子，最后发现还不行，怎么办呢？得开无人机上去，所以技术的要求越来越高，风险投资就是企业技术创新的途径之一。同样，除了技术迭代之外，产能过剩加上市场竞争，使得企业并购也成了不得不走的路，逐步形成了通过并购投资整合行业的趋势。

如果站在产业的角度，上述投资可以按如下两种逻辑展开，一个是横向的多元化，另一个是纵向的一体化。

横向多元化，是指我能不能同时干几件不相干的事。干房地产的能不能拍个电影，干消费品的能不能搞搞互联网金融，理论上这样分散了投资，降低了投资风险。

纵向一体化，是指企业在产业链中的某个环节，通过上游的并购可能增强其对供应商的控制，降低供应成本；对下游加强渠道控制，使其更加有竞争力。这些逻辑上听起来都很有道理，但是被证伪的概率相当高。这时作为金融投资人，钱多人傻，但别真傻，真傻就倒霉了。

（二）产业投资的评价标准——盈利能力

这里给大家举两个例子，都是关于乐视的。乐视是从一个内容网站开始起步的，但不如爱奇艺做得好，也不如优酷、土豆做得好，爱奇艺持续提供更丰富的 IP、电影、电视剧，优酷土豆是 UGC（User Generated Content，网

民自主创造内容)的领先者。不过,乐视在很多概念上是非常有创意的,对IP版权的认可是最早的,不能说乐视一无是处。在2014年,贾跃亭因故跑了一阵后回来了,重出江湖最重要的动作是搞了乐视电视,不可否认的是,甚至到现在,乐视电视的定位是不错的,乐视电视消费体验也是不错的,电视的品质高,还赔着钱卖给你,都是富士康代工的,所以你不能说这方面做得不好,其实乐视电视取得了很好的成绩,也向市场证明了自己,在其领域内具有引领作用。在局面一片大好的时候乐视开始抛出各种概念,第一个是超级,各种超级,第二个所谓的生态化反,第三个所谓的颠覆,这是经常出现的主题词。一讲什么就是颠覆——颠覆这个、颠覆那个,我们要超级——超级汽车、超级电视、超级手机,同时几大生态开始浮现。虽然从产品自身而言,我可以说乐视的产品是良心产品,人家并没有以次充好,悲剧的是错误的互联网思维和投资逻辑。乐视认为硬件不该挣钱,电视、手机等赔着钱卖,号称都是流量入口。通过这些硬件终端可以扩大乐视网用户规模,同时提高客户黏性,从而形成互联网的某种评价,比如说活跃用户量是多少,每个活跃用户值多少钱,就形成了像《甲方乙方》里的场面,纳斯达克上市,每个客户值多少钱,就开始算这笔账了,形成公司融资的估值基础。

但是这当中就忽略了一些基本的产业投资常识,在贾跃亭出事之前半年,我们有一个同学曾经想帮他一起去收Vizio,一家美国的生产智能电视的企业,当时估值是20多亿美元,因为他觉得贾跃亭的生态化反概念太好了,一定能成。但我反对,因为我实话实说我们跟乐视是有合作的,合作情况不好,虽然量不大,但也促使我反思。我当时就跟同学明确说,我觉得贾跃亭这套逻辑有问题,其实很简单的事,乐视的所谓生态既是纵向一体化,又有横向一体化。但十分清楚的是,所有的子生态及其产品,没有一样不在红海,电视、手机、视频网站哪一样不是竞争到割喉的地步,难道乐视通过“生态化反”就能变红海为蓝海吗?

为什么我认为它延续不下去,原因非常简单,大家知道乐视网的价值何在,你在乐视网申请一个账号,每年交年费,你所需要的价值是什么?当然是你能看到新片,爱奇艺上没有的你这有,或者至少爱奇艺上能找到的你也能找到。发现问题不是我说我有多天才,是我关注身边的事情,我太太追剧,



韩国有个剧叫《太阳的后裔》当时很火，我马上给了她乐视网的账号，她上去查，查了半天没有，那个时候我就开始心里犯嘀咕了。马上我太太自己申请了一个爱奇艺账号，就能看到了。这个时候我就开始警觉了。

乐视的逻辑是：我有一个客户，既用了我的电视，又用了我的手机，而且产品做得不错，也有很炫的一些用户体验。最后甚至发展到最重要的，也是最要命的，超级汽车。老贾认为未来人类的生活可以浸泡在乐视生态之中，客户有了，挣钱似乎水到渠成。逻辑似乎都是对的，但是他忽略了很重要的一点，就是我才一直在强调的那句话，企业要挣钱，或者最终要证明你能挣钱。而对于乐视，第一步挣钱的要求至少是你欠的钱总得还上，你自己能够形成现金投入产出的自我循环，毕竟靠输血性的投资是不可持续的。如果当你自我维持都出现问题的时候，生态的崩塌是必然的，而且恶性循环会很快发生。现在看来，贾跃亭做了现在看来非常愚蠢，当时可能是过于狂妄的一个决策，就是用硬件去补贴他所谓的乐视网，但硬件的消耗是能按件，按乘法算出来的，而那边获得的收益你怎么算？这是一个把所有的红海里的行业用一个所谓的生态化反的方式给它凑到一块，因为我成为生态圈，所以我更值钱、更有价值了，这基本上是胡扯。

乐视另一个需要大家特别注意的问题在于其采用的会计方法。曾经有人质疑乐视网的财务造假。其实不是造假，只是钻了空子。因为乐视按照通常财务准则，对所购买的IP都是采取了直线折旧的方式。但爱奇艺等都是采取加速折旧。两种折旧方式区别何在，对企业财务风险有何不同的意义呢？看电视剧、电影，新鲜了一把，比如《战狼2》，大家热血沸腾，满脸眼泪看了一遍，但第二遍很少有人再看了，过半年再让你看还有兴趣吗？很少了。其他影视剧作品也一样，这些作品的价值在观众眼中就是快速折旧的。乐视的做法不能说违规，但是忽视了真实商业逻辑，误导了财务表现。大家听懂这个差别了吧，为什么爱奇艺不断在赔钱赔得持之以恒？因为如果没有新的IP加入这个内容平台，客户感受的价值会迅速下降，付费用户不但不会增加甚至可能转投别的平台。

另外，随着中国影视市场竞争越来越激烈，成本增速惊人。以前一部电视剧一集能卖到100万元，现在一个稍微热一点儿的电视剧IP，一集就是

500 万元、1 000 万元，甚至更高，这就大大地增加了这些视频网站的成本。

互联网之所以成为互联网，互联网之所以会催生出那么多新的投资理念，原因在我念博士的时候接触到的一个概念，现在经常大家会引用，叫作“网络外部性”，大家记住这个重要的概念。存在网络外部性时，随着网络规模不断扩大，每个节点，乃至整个网络的价值越来越大，对外部的吸引力越来越大，当然其前提是新节点加入的边际成本为零，甚至为负，这就是互联网经济很核心的一个理论基础。大家为什么对活跃的用户数那么感兴趣呢？我现在只有 10 万客户，我不挣钱，当变成 100 万，1 000 万的时候我挣钱了，就是互联网思维的一个基础。很重要的一点，贾跃亭以为他理解这个概念，但是恰恰是在他的视频网站领域内他的边际成本不是为零，或者为负，行业的客观趋势是边际成本在不断地上升，而他自己相对鲁莽的财务政策，恰恰掩盖了这个问题。表面上，乐视网在客户数较快增长、广告收入快速提升，但又不花钱买新 IP，这就使得成本增长缓慢，盈利表面上看起来亮眼，股价也节节高升，但损失的是每一个客户的长期使用价值，为后来的问题埋下了伏笔。当乐视不断地进行多元化消耗资金的时候，比如手机、汽车，那乐视哪来的钱去维持新的 IP 的购买呢？再加上新 IP 的成本水涨船高，而你所有的用户价值，必须跟你的 IP 增长紧密挂钩，否则的话，客户会感觉到自己的年费价值在贬值，乐视精心营造的这个网络就没有形成外部性，乐视网就不能够持续吸引新用户，这个网络的价值在逐步地衰亡，那么这个衰亡再加上过度的鲁莽投资，形成一个非常可悲的正反馈，叫恶性循环。

我当时内部一个判断，如果贾跃亭在中国市场上稳稳地抓住 2 000 万客户，就足以养活这个体系，并积蓄发展的能量。大家可以算笔账，一个客户平均消费 1 000 元，注意乐视产品很多的，2 000 万客户大概带来 200 个亿销售，做很有特色的企业，小而美的企业，也有情怀。可惜最后没有这样发展。

总而言之，企业的核心价值来源于其产品与服务，最能反映其产品与服务的那个看得见、可以量化的指标只有盈利能力。这个盈利能力包含很多方面，但是至少得包括债务偿付能力吧？欠供应商钱你得能还上，这是一个很简单但也很重要的再生产问题。



（三）创新驱动与技术整合

下面分享一个我们投资比较失败的例子，这是一个农机项目。我们的投资逻辑有三条：市场、政策以及技术。投资初期，该企业在这三方面的表现都比较好。

第一，市场方面。中国的农机产业整体比较落后，而这家企业是农机领域非常有特色的一家企业，生产甘蔗收割机。甘蔗收割机对技术的要求非常高，因为甘蔗种一茬能收三到五茬，如果收割机技术不过关会使得后续无法收割，农户经济利益受损；而甘蔗另一个特点是含糖量比较高，切割后溢出的黏性甘蔗汁会对机器生产效率产生影响。甘蔗收割理想的切割口是在土下5cm，这样切完以后土壤会覆盖在切口上，第二年甘蔗会长得特别好。正是由于这样严格的收割要求，使得世界上能大规模应用的甘蔗收割机生产商都在美国。而有些国内生产商的农机切口在土壤上方，这样切割完了以后甘蔗就不长了，这对农户是毁灭性的打击。综上，如果这家农机企业技术过关，那么它在国内市场的潜力不可小觑。

第二，政策方面。国家一号文件长期聚焦农业，相应补贴也非常多，尤其是严重短板的农机领域。

第三，技术方面。企业本身的技术过关，原型机、厂房、生产线现代化程度都很好。

然而，创始人与经营管理团队之间的磨合一直存在问题，难以形成长期稳定的管理团队，人员流动性高。原因也很简单，创始人是一个非常有情怀，也非常具有奉献精神的企业家，但是太执着，对管理团队提出了非常苛刻的要求。运营企业并不能要求包括管理团队在内全体员工都有像创始人一样的奉献精神与执着追求，因此，管理层与创始人之间始终无法磨合顺畅，管理团队的流动性也很高，这就最终导致企业无法形成系统竞争力。我们发现问题以后，联系中联重科、柳工的相关负责人看看能不能收购这家企业，从而解决这个问题，但是依然遭到了创始人的拒绝。

对于大型的设备制造业，系统的能力非常关键。整个生产环节非常复杂，一个农机，要1万多件零部件。其中有自产的，还有是外包的，所以这个供

应链的管理要求其实是相当高的。所以为什么贾跃亭造车搞那么痛苦，任何一个供应链环节的甚至小到一个胶垫的错误，虽然不像火箭发射那样具有震撼性和显示度的失败，但是汽车质量就不行了。这种基础产业对系统化的要求是非常高的，包括销售，农机行业的销售是非常难的，为什么难？你除了能够找到客户之外，你还要拿到补贴，而中国的补贴是一个非常有趣而又麻烦的事情，各种潜规则，各种事能不能搞得定，有人搞定了市场打开了，有人搞不定市场完蛋了。这又是非常系统的工程，在这里销售总监以及他带领的销售团队，甚至扮演着这个企业非常关键的一个角色，所以我们当时犯的最严重的错误，就是把一个高度需要系统化能力的投资标的简化成了对某一个具有技术天赋的专家的认同。这就是我们犯的最严重的错误。

后来我们自己也在反思。这个问题当时我们有机会发现，但是没有发现。比如第一，我们可以谨慎投资，等企业把生产线都调试好再投资，即使估值高一点都能够接受；第二，我们也可以多花一点儿时间对于生产线进行更长时间的近距离观察，比如看看工人都在干什么。虽然说创始人带来的技术过硬，但是他不能有效地整合团队、无法与人合作就无法形成系统竞争力，也最终导致了项目的失败。

五、职业道德和投资伦理

（一）投资好坏的标准

如何做出好的投资决策，首先要理解投资是一个多维度、多目标的复杂决策，任何一笔投资都会涉及很多的因素。如果你是投资管理者，你后面有实际出资人，你投资是为他创造价值还是为他毁灭价值。对价值的理解，就仁者见仁、智者见智了，长期还是短期，求稳健还是求回报等需要同学们自行思考。

就投资标的而言，除了对它自身的判断，深入理解其所处的价值链，了解它的竞争者和上下游，以及由此形成的产业生态，都是非常重要的。因此，投资决策不是一维的决策，不是线性的思维，是综合的考量。



第一是严防道德风险。操守是投资行业的基础，不要为小利而放弃自己做人做事最基本的原则。在江湖中经常会有人给你建议，投我给你几个点，这样的考验不会少，这是一个很可怕的陷阱，会把你引入歧途，我相信在座的同学，都是有情操有抱负的，风物长宜放眼量。

第二是警惕思维陷阱。表现形式很多，包括形象工程、虚荣心、面子、感情、义气，甚至可能说的好听一点——抱负、理想、格局。这些在投资过程中更是如影随形，回到常识，回到基本商业逻辑，冷静、理性还是非常关键的。前面提到，大家在职业发展中不可避免要建立自己的朋友圈，我说过，在专业、诚信、可靠的前提下建立的朋友圈是弥足珍贵的，但朋友圈可能会朝着一个负面的方向发展，那就是跟风、盲从，甚至抱着法不责众、背后有人等等逻辑，扎堆地投机取巧，这在社会上也不少见，要记住，人间正道是沧桑。所以对于大家来讲，尽量让自己远离急功近利的心态，中国需要所谓的匠心，需要有一些能够为创造长期价值而隐忍的人。有很多走捷径、爱炒作的人，不是不报，时辰未到。还是要凭本事，用沉静、理智的心态去面对事业阶梯。

第三是关注投资内生的不确定性。这要求大家真正去了解市场行业，我说的是“真正的”。不论行业也好，还是企业也好，其增长都有必然性和偶然性。有些行业增长肯定是必然的，像我刚才讲的农机行业，中国当时农业机械化的渗透率也就40%多，市场潜力巨大，而且当时在甘蔗收割上中国几乎没有实现农机化，人工收割甘蔗成本已经高起，没人去干，从越南招临时工干。我去看收割甘蔗的是五六十岁的老年人，没年轻人，我想这个市场潜力太大了，这个增长理论上是必然的，但是到目前为止国产的甘蔗收割机都没有出来。所以这当中有些东西是必然的，也有很多偶然性会让你必然性的判断失败。这个大家一定要了解，细节决定成败，大而化之，笼而统之的分析判断失败概率很高。

第四是冷静对待周期。周期对收益的影响有时是决定性的。我们经常说市场低迷的时候要战胜恐惧，市场泡沫时要战胜贪婪，但是知易行难，需要大家慢慢体会。

第五坚持以专业精神做投资决策的出发点，回归常识，回归基本商业逻辑，把握住底线。专业判断中，防范风险是立足点。但我并不是让大家变得

谨小慎微，面临不同行业要有不同的心态，比如做 VC 投资的时候还是要敢于适当承担风险。资金供给方的风险偏好通常在你获得资金之初就已经明确了。投资人给你钱没让你投资 VC 而让你投资 PE 就是要做风险相对较低的投资，你要负责任地去帮他做好风险的守门人。

（二）对下一个风口的判断

先从共享的风口说起，个人认为共享充电宝、共享雨伞、共享拖鞋等都是不靠谱的，但是共享单车出来的时候，我觉得一定能成功。当时共享单车企业正在各城市扩张，铺自行车投放量，我就觉得这个太棒了，就是这个行业起步的阶段。为什么呢？它真正给大家生活带来了正的网络外部性，这个外部性是什么呢？我出门走出多少米能碰到一辆车，当车密度不够时，可以说共享单车公司没有提供足够的效益；但是大家现在可以感觉到，车密度足够了，走个 50 米，100 米就有一辆车。这个时候你就会发现这个行业的春天就来到了，最重要的是它创造了可观的社会价值，虽然挣钱不挣钱我不是特别清楚，但是它的社会价值是非常清晰的。中国市场的一大特点就是激烈的恶性竞争，这让很多企业无法盈利。所以我们能看到滴滴和快滴的合并，虽然合并以后也不怎么挣钱，但是至少合并以后有希望实现盈利。还有部分原因是合并后的滴滴承担了一部分公用事业的职能，比如给正规挂牌的出租车提供服务滴滴是不收钱的，或者是它自己主动不收钱。因为如果它强行收，会在其他方面失去更多。但不管怎么样，滴滴至少是满足了社会未被满足的需求，创造了价值的。它改变了商业甚至是生活的模式，我觉得创新是有意义的。

至于人工智能，这类创新属于真正能够改变人类社会基础的东西，这类产品对于人类的生活是革命性的，但是这类产品形成商业竞争力的确需要时间。我们也在做相应的早期投资，主要集中在医疗行业。我们这几年总结的经验是，看治疗技术，知道确切疗效、临床价值，那么在这个基础之上，投得越早越好，因为越往后越贵，但是这考验投资人的眼光。





第三讲

产业投资案例

陆肖马，清华大学热能系 1988 级，后获得美国波士顿学院 MBA 学位，先后任职美国道富银行、中央汇金、深圳证券交易所、万达集团、康得投资集团等，现任职深圳东方弘远资产管理公司。

一、产业投资综述

产业投资又称为实业投资，是指为获取预期收益，以货币购买生产要素，从而将货币收入转化为产业资本，形成固定资产、流动资产和无形资产的经济活动。它是指一种对企业进行股权投资和提供经营管理服务的利益共享、风险共担的投资方式。但在本讲中，我们希望更多地通过具体的案例经验，从实际出发，讲述产业投资的相关情况。

一般而言，我们认为产业资本与金融资本的主要区别在于：金融资本追求投资的回报，而产业投资更多以实现产业布局为目标，不单纯追求短期盈利。此外，二者在获取回报的方式，对经济环境的要求方面也存在差异。根据实际经验来看，所谓产业投资和金融资本的区别，其实没有那么严格。产业资本投资，主要来讲是战略性投资，主要是从产业、企业需求出发，考虑如何进行投资。其回报方式也更贴近于企业实际而非外部环境，自己可以掌控的成分多一些。一般我们讲的投资概念是金融资本，是投资人拿着资金进行投资，而这些投资的收益则取决于企业本身与企业家的行为，投资人自身对于投资以后的事情掌控力比较弱，因此金融资本与产业投资的关注点不太一样。可以简单一点理解为：正常金融资本是先有钱，再有投资；产业投资则是先有项目，再根据企业的需求寻求融资。

除了上述的区别之外，产业投资在投资流程上也与正常的金融资本有一定的区别。我们先来看正常的金融资本投资流程。金融资本的投资流程，一般是先通过数据收集与初步分析，得出初步的投资建议，随后通过进一步的尽职调查得出最终的投资结论，在投资之后还有长期的对投资项目的观察，为未来新的投资机会或撤资进行准备。

产业投资的流程，我们可以将其总结为“先战略、后并购、再整合”。首先看公司本身的战略是什么样的，然后根据这个来选择并购对象以及做好并购的相关准备，之后再去看公司是否有资源去进行并购。同时产业投资的执行、操作过程也相比传统金融投资更加复杂。传统金融投资一般而言都可以将手中的资本投出去，只是投资的收益可能存在高低之分；而产业投资在将手中资金投出去的基础上，还需要准备并购的相关内容，整合相关的资源，

同时还存在来自政策等方面的限制影响，因此产业投资相比金融资本而言，更像一个庞大的工程。同时，产业投资一般还伴随着募集资金的过程，而非金融资本仅仅是一个投资的概念。

在本讲中，我们希望通过讲述投资人亲身参与过的万达私有化过程，更直观、清晰地向大家阐述产业投资的相关特点，以及关于产业投资行业的一些思考。

二、案例分析：万达私有化

引用投行界一位朋友的话，万达私有化是2016年中国资本市场最“惊心动魄”的一件事。2016年中有一半左右的时间，万达私有化都是市场的热门话题。结合我们之前提到的“先战略、后并购、再整合”的产业投资流程，在对于万达私有化的案例分析中，我们也将以这一逻辑进行分析讨论。

（一）万达为什么要私有化

我们首先要讨论的，即是万达私有化的“战略”，换句话说，也就是万达私有化的动机与原因。这个问题，实际上也是当时万达私有化的过程中，市场特别关心的。为了回答万达私有化，即退市的原因，我们首先需要分析万达为什么需要上市，以及为什么需要去香港上市。

尽管从2015年、2016年来看，万达是国内整个民营企业里为数极少评级评到3A的公司，其资产质量、规模、行业领先度、知名度，以及王健林董事长个人的影响力都是如日中天，但在2014年万达在A股市场寻求上市时却多方受阻。当时不是赶上行业调控，就是赶上资本市场IPO停发；同时2014年万达已经有两个公司，一个是万达地产项目，另一个是万达院线，正在A股IPO排队上市。在A股上市资源十分紧俏的大环境下，同一家企业同时完成两个A股上市的难度可想而知。因此无奈之下，万达商业选择了于2014年12月19日在香港挂牌上市。

但在香港上市之后，我们却发现香港市场对于内地的企业，尤其是地产企业的认可度不及预期。图3.1为万达商业在香港股市中的股价变动情况，



我们从中可以看出，在万达商业以 48 港元的价格上市的三个月内，股价并未发生太大的变化。在 2015 年第二季度股价形成了一定程度的上涨之后，很快发生了回落，到 2016 年 3 月，万达的股价大概只有 30 港元。低迷的股价无法反映万达在国内的龙头企业地位，也表现出香港市场对万达的接受程度不高。从企业发展层面来说，香港市场对万达的较低估值直接限制了万达通过股权进行再融资业务，从而进一步限制了万达的未来发展。

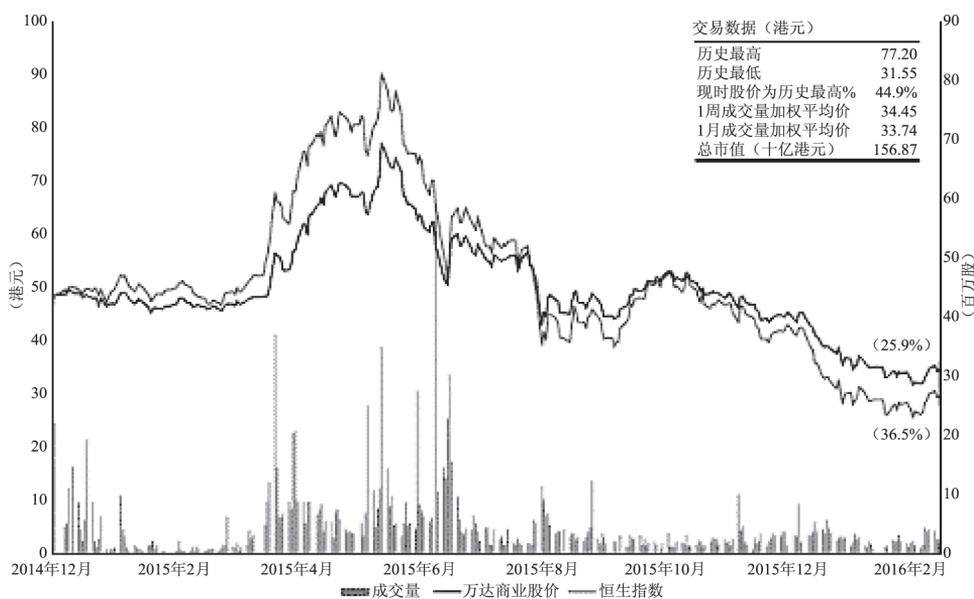


图 3.1 万达 H 股交易情况

此外，万达股价的低估还直接影响到了 IPO 投资者的权益。在万达香港上市的过程中，王健林董事长有很多朋友参与了投资。随着股价的持续下跌，这些 IPO 投资者的损失也无形中给了王健林董事长以及万达集团一定的压力。

但由于房地产企业的自身特点，地产行业本身的金融属性，其对资金的需求较大。这也使得房地产企业都必须寻求上市，以解决产业发展中必然伴随的资金方面的难题。同时，由于 A 股估值高、境内市场操作方式熟悉等优势，使得重回 A 股市场上市成为当时的最优选择。

但是话说回来，同时在 A 股与 H 股上市的公司并不少见，为什么万达就一定要在香港市场退市呢？这里我要提到一个经典案例，壳牌石油公司在荷

兰跟纽约市场同时上市，但两个市场的估值就是不一样，至今也没有一个较为合理的解释，但壳牌公司却一直没有从任何一家交易所退市。如果万达在香港与内地市场同时上市的话，会有相当一部分投资者境内、境外都进行投资，这些投资者也就持有了同股不同价的资产，这本身其实未必是必须解决的问题。对于万达投资者来讲，我们的确无法交代为什么投资者买的同样是万达股票，股价却不一样。

回归到万达退市的问题，退市除了解决“同股不同价”的问题（以安抚具体投资者）以外，更多的是扩大了公司的市值，对万达的信用、评级、抵押等都有正面作用。综合来看，至少在当时，万达从港股退市有着相当一部分的积极效果。

（二）私有化的风险

除了上面分析的积极作用之外，万达的私有化也面临着一定的风险。首先，私有化直接导致的，即是万达失去了上市地位。我们认为私有化不是目的，只是手段，香港市场虽然对万达的估值较低，但是万达作为香港市场的上市公司，在市场中有品牌，有评级，还可以发美元债。换句话说，万达在港股私有化的前提是能在A股上市，如果A股上不去，港股又下来了，则造成最坏结果。

其次，万达私有化也面临着股东支持度的风险。万达当时在香港上市刚过一年，这么短时间内私有化从无先例，投资者和监管机构在理解上也有一定难度。同时，香港市场关于退市方面的监管法规较为复杂，退市面临着各种条款上的限制。再加上港股投资者不乏国际一线投资机构，而万达又是影响力很大的企业，因此若退市过程中稍有不慎，对于公司以后在全球市场的动作都会有负面影响。

除了资金、企业形象、监管条款方面的影响之外，万达的私有化过程中或多或少都会影响到公司的日常业务。无论上市还是退市，都不是公司正常业务。在退市的过程中，公司同样需要日常经营，如果因为退市而占用太多资源，对日常经营造成负面影响，则得不偿失。

分析完企业本身以及境外的环境之后，境内的监管环境也对万达退市造



成了一定的不确定性。收购 H 股属于境外投资，需要商务部和发改委批准；境外直接借款涉及中国外债额度，需要发改委、外管局批准；正常内保外贷业务需要银行方面的贷款额度；向中资银行贷离岸人民币，需要人民银行货币政策二司同意；另外，外管局当时对所有大于 5 000 万美元的出境申请都要求企业面谈，表现出监管对于这些交易所持谨慎态度。这些政策上的规定，都对当时的万达退市造成了一定的压力。

要分析究竟能否从香港市场退市成功，除了境内外的相关分析之外，我们还可以从之前的退市企业身上了解相关经验。据统计数据，从 2000 年至 2016 年年初的 16 年时间里，在香港成功退市有 46 家，相当于每年大概有 3 家成功地退下来，但与此同时，在市场上发起私有化的 43 例失败，相比之下成功比例略大于 50%，这也印证了我们前面说的香港市场退市较为困难。

基于前面的优势与风险的分析比较，我们仍保持倾向私有化的态度。首先，根据历史经验，IPO 排队对于地产公司来讲风险比较大，选择“借壳”上 A 股比较现实。而根据专业机构分析，港股上市的企业一般来说无法进行借壳，存在法律方面的障碍。因此想要借壳就必须私有化，这一点实际上成为决策最重要的依据。此外，私有化与借壳上市并不会带来太大的损失，即便私有化 / 借壳不成，也不影响 IPO 排队；同时私有化对日常业务的影响有可能控制在可以接受的范围。基于这些考虑，万达最终决定从香港市场退市，实现私有化。

三、万达私有化路径及实施

（一）私有化路径设计

图 3.2 为万达私有化过程中依据香港证监会（SFC）的相关规定初始设计的时间表。公司于 2016 年 3 月 30 日公告私有化意向，即香港规则下的 3.7 公告；按照规则，万达商业需在 4 月 30 日公告进程，原则上要从“意向”明确为实际行动。在公告了这一私有化方案之后的 14 天内，需要向股东发出通告，并于 21 天内截止收购邀约条款。直到规定的私有化方案结束，最快也需

要 81 天。在这 81 天中，不管是公司还是投资者都有充分的时间去考虑各自的策略，最终做出各自的决定。

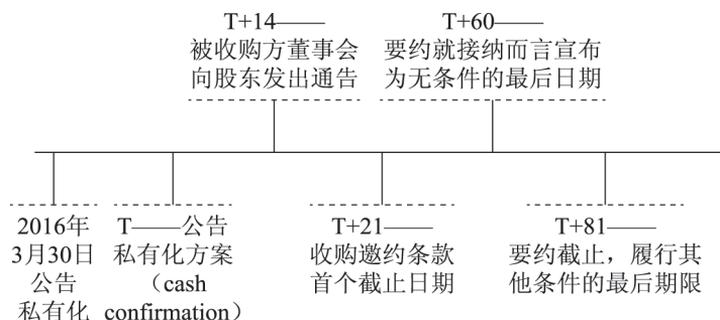


图 3.2 私有化时间表

回归到万达私有化的进程，尽管万达的私有化与 A 股市场借壳上市是绑定在一起的，但若我们不考虑 A 股市场借壳上市的问题，仅仅港股退市，实际上便可以分解为三个项目。

- 私募——基于前面的分析，香港退市肯定不能动用自有资金，而且外部募集资金的同时需要降低对正常业务的影响，而且不能影响正常的融资能力（不能用资产负债表发债），也就是要通过私募筹集足够的资金完成私有化。
- 港币并购——私有化的本质是从现有股东手上把股票买回来，事实上就是一个并购；但本项目是公开邀约，比一般并购复杂得多，而且涉及香港的监管规定。
- 并购贷款——香港对于私有化的规定中最具有特色的一点，是要求在公开邀约以前必须提供“Cash Confirmation”，也就是说要证明给 SFC 有足够的现金，才能向公众发出邀约。为满足此要求，同时考虑私募投资的利益，银行过桥贷款成为最优选择。

这三个项目中也蕴含着各自的不确定性，综合起来主要来自三个方面：首先私有化能不能成功不知道，香港监管非常严，挑战性也非常大。其次私有化成功代价不确定，花多少钱当时我们无从得知，也难以给股票制定准确的回购价格。而在不知道价格的情况下就要开始操作，使得回购股票的成本也难以确定。最后，借壳上市能否成功也不确定。这使得万达必须早做准备，

争取无缝对接。

在最后私有化完成的统计中，私募项目筹集了约 400 亿港元，并购贷款筹集了 307.8 亿港元，邀约使用了 344.5 亿港元，综合项目交易额超过 1 000 亿港元。在此过程中，符合政策环境，尤其是外汇管制是很大的挑战。为了解决境内外资金筹措，万达私有化的过程中，我们设计了图 3.3 的交易框架。

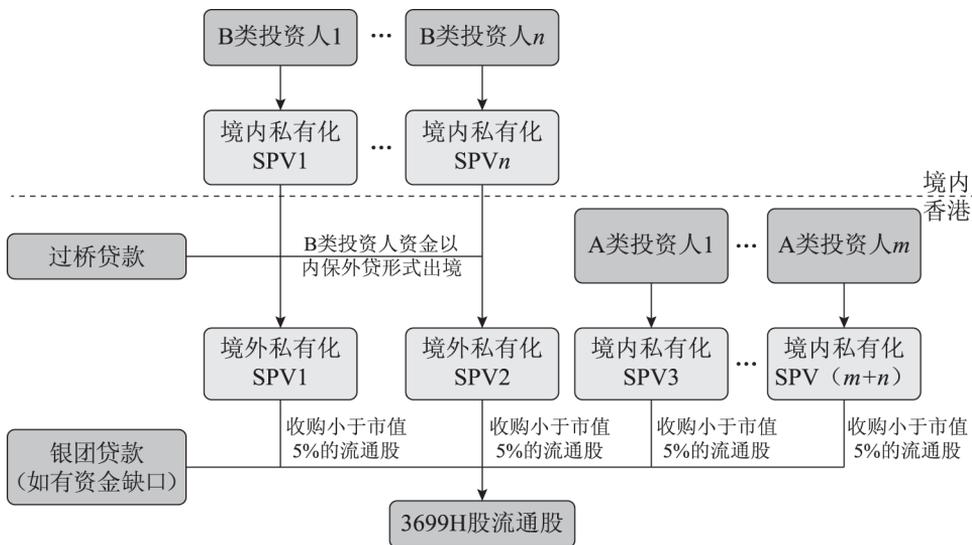


图 3.3 私有化交易框架 ①

（二）私募

在制定出了私有化的路径之后，剩下的即为三个项目的具体实施。首先

① A 类投资人为境外股权类投资人，各自在境外设立境外私有化 SPV（特殊目的实体，万达负责设立其中一个有限合伙并出任 GP），每个 SPV 收购不超过 5% 的流通股；

B 类投资人为境内股权类投资人，具体操作步骤：

- （1）分别在大陆和境外设立有限合伙企业，为境内 / 外私有化 SPV，并自己出任 GP；
- （2）单个 SPV 将收购不超过万达商业 5% 股份等额的人民币资金注入境内私有化 SPV，并以内存外贷方式将资金出境；
- （3）出境后资金进入对应的境外私有化 SPV，与其他 B 类投资人和所有 A 类投资人一起完成对 14.41% H 股流通股的收购；
- （4）如果 A、B 类投资募集总额不足以完成私有化交易，差额由境外银团贷款补足，该贷款总额应小于私有化规模 25%。

我们来讨论私募项目的实施。如前面所述，由于项目开始时难以准确定价，使得私有化价格不确定，所以需要的资金量也不确定。在实际的具体操作中，我们在第一次公布的意向中即向市场表明私有化回购价不低于 48 港元，即不低于 IPO 价格。

同时，港股市场的交易均是通过港元实现。因此我们的私募资金也希望以外币优先。但由于资金量太过庞大，使得融资过程中势必有一部分资金来源于境内，这也就牵扯到了外汇政策方面的问题。此外，由于退市的相关规定及后续上市的考虑，每一个参与的投资人，都必须既满足香港 SFC 的要求，又符合中国证监会的要求，这无形中加大了对投资人筛选的难度与工作量。在 A 股借壳上市方面，当时政策规定，任何国有股比例超过 50% 的境内 IPO 上市，有一部分资金需要划拨社保，因此我们还需要保证每一个股东的国有占股不能超过 50%。

除了宏观上的政策环境以外，万达自身的股权特点也对私有化进程有一定的影响。鉴于万达商业的股权高度集中，为保证集团对上市公司的控制力，不希望外部单一股东占有的股份比例太大。同时依据 A 股市场上的相关规定，如果股东占一家公司股份的 5% 以上，减持的流程会复杂很多，这也使得我们需要控制每家的占股比例不能超过 5%。

对投资人来讲，除了承受诸多的限制条件之外，还需要承担一定的风险。事实上，万达私有化过程中我们采取的办法是，投资人缴纳预计出资额的 20%，其余部分待私有化成交时按实际需要缴纳；如果私有化不成功，则退还订金（不计利息）。同时所有交易费用，包括中介费用，皆由投资人按比例负担。总体架构设计上，投资人需要承担除了万达 A 股借壳上市之外的其他所有风险。

表 3.1 核心投资条款

主要类别	具体投资条款
要约人	万达拟成立境外 SPV（特殊目的实体）或其全资子公司，和境内外其他投资人分别设立的境外 SPVs 作为万达在私有化交易中的一致行动人共同组成本次私有化交易的要约人
时间进程	2016 年 4 月 24 日签署所有交易文件



续表

主要类别	具体投资条款
A（境外）、B（境内）投资人通用投资核心条款	（1）出资时间：2016年4月25日前缴20%，剩余在万达发出后续出资通知之日起三日内缴付； （2）股权质押：同意要约人将全部或部分股权质押给融资行； （3）私有化成本按出资比例分担，包括但不限于私有化SPV的设立与管理，要约及私有化中的税费和投行、律师和会计师等中介费用等； （4）万达集团提供特定条件下的回购； （5）股份转让或分红请求权； （6）缴纳投资额20%履约保证金，若违约没收。
A（境外）、B（境内）类投资人权利义务区别	公司在退市满2年或2018年8月31日前（以孰晚为准）未能够在境内主板市场上市的情况下： （1）万达集团以每年10%的单利向A类（境外）投资人回购全部股权，以每年8%的单利向B类（境内）投资人回购全部股权； （2）A（境外）、B（境内）类投资人按投资金额分摊境外退市费用，B类（境内）投资人还需另外承担过桥贷款的相关费用； （3）B类（境内）投资人就过桥贷款的融资成本、资金出境期间汇率成本等承担补充出资义务

表 3.1 为实际操作过程中所设计的私募核心条款。条款不仅体现了上面对投资人的筛选、对投资人的风险说明，同时还说明了境内外投资者在私募中的区别。如对于潜在的回购条件，10%比例的境外投资者单利和8%比例的境内投资者单利，表现出了万达集团更倾向于投资者使用外币进行投资；境内投资者需要额外承担过桥贷款费用也表现出了万达集团的投资者倾向，同时说明了投资者需要分担风险与资金成本的特点。

（三）贷款

在贷款过程中，我们使用了SPV(Special Purpose Vehicle, 特殊目的实体)，即为本次交易特别设立的主体。在设立了SPV之后，通过这一主体进行了两笔融资。首先，我们大致计算了本次退市所需要的资本，约为310亿港元，加上交易手续费等费用约360亿港元，在最坏的情况下，这360亿港元资本中有一半来自境内，通过过桥贷款参与交易，因此需要180亿港元的过桥贷款。在180亿港元贷款之后，还进行了90亿港元的贷款，用于填补在出资人不履行80%款项的义务时的资金缺口。尽管这两笔贷款在最后均没有全部使用，

但仍产生了相应的融资成本。此外，除了银行 270 亿港元之外，中金公司还提供了将近 40 亿港元的贷款，用以在 270 亿港元的基础上，补齐香港证监会对于退市的现金要求。

上述的所有贷款，万达集团均不提供担保，抵押的资产也仅限于收购来的港股股份。这也使得在交易的过程中，万达集团不会因为贷款的限制，对自身的日常经营活动产生影响。但万达集团对银行提供一个“undertaking”，承诺在必要情况下万达将“尽力”促使借款人（SPV）偿还贷款。同时，如果任意投资人未能履行其 80% 的出资义务，则万达启动 90 亿元的备用贷款参与收购。

此外，需要进一步说明的是，最终我们有 102 亿元人民币的境内资产参与项目，超出我们需要，最后也没有完全使用这些境内资金。但在项目实施时，通过 SPV 融到的 180 亿港元贷款使用时，实质上是以内保外贷的形式，将境内的资金转移到境外。根据当时的监管规定，内保外贷业务并不需要特别的审批，但实际资金出境时则需要监管批准。因此，在实际操作的过程中，万达集团也尽力协助借款人把钱借出去，实现了内保外贷的过桥功能。而实际资金的处境，留在了私有化完成以后，成为一个单独的遗留项。

（四）邀约

在成功进行了贷款融资之后，退市就进入了邀约阶段。邀约的第一个难点是定价。在定价方面，我们既需要对香港股东有吸引力，也需要给新的投资者足够的盈利空间。同时，在定价的过程中，万达享有完全的定价权，但资金却不是万达所有。这些限制条件使得定价成为一个非常重要的问题。依据市场经验，在公司宣布要私有化之后，股价会产生较大的上涨。事实上，在万达集团发布了 3.7 公告之后，股价便开始从 33 港元开始上涨，在股价上涨到 36 港元左右时，万达集团宣布最终的邀约价格为 48 港元。市场在了解到这一信息之后，股价即刻由 36 港元上涨到了 46 港元。

除了定价方面的问题以外，香港 SFC 对于私有化还有其特殊的规定。为了防止公司为了操纵股价而故意谎称要退市，SFC 规定企业在发布退市公告时，必须出具相应的“Cash Confirmation”，即证实公司确实有充足的现金



支付退市的股权回购。这一政策尽管保护现有股民权益，避免市场波动，但从实际上来看，也从客观上增加了私有化交易的难度，明显提高了邀约成本。

除了需要公司出具相应的现金证明以外，香港 SFC 对于交易的每个关键节点都有时间上的要求，而且某些节点还可以临时增加要求，这也使得万达私有化的过程中，公司必须在规定时间内完成相应的要求，增大了操作的难度。当时在具体操作中，由于万达对于邀约的定价为不低于 48 港元，但在交易过程中股价一度击穿 48 港元，因此万达曾在香港市场中申请了长达一个多月的停牌。在 3 月 30 日万达就已经发布了 3.7 公告，表达了退市的意愿，按照 SFC 的规定，万达需要在 4 月 30 日发出退市的正式公告，告诉市场退市的具体流程安排。但由于 4 月 25 日万达开始了停牌，直到 5 月 30 日万达才真正向市场发布 3.5 公告，告诉了市场包含邀约价格、退市流程、资金来源、投资者相关信息等各方面的内容，同时向 SFC 提供现金的相关证明，表明退市的决心。尽管目前看来，从 3 月 30 日至 5 月 30 日只有短短的两个月，但这两个月中需要筹措资金，统计投资者相关信息，保证其合规性，设计退市的具体流程，同时需要顶住由于停牌而导致的来自市场的压力，其中的艰难与紧迫不难想象。

在 5 月 30 日发布了 3.5 公告之后，接下来便是履行邀约的过程。也就是在接下来的时间中，市场会逐渐消化万达所发布的 3.5 公告，考虑是否愿意接受这一邀约，并与万达签署相关的协议。在 6 月 27 日，万达公布了投资者的最终名单；30 日发布了综合文件，并确定了股东大会的最终时间。此后，万达集团需要逐一地拜访大股东，以取得他们对于退市的同意。在 7 月 25 日与 28 日，并列为万达第一大股东的中国人寿与科威特投资局公开表示支持万达退市；在 8 月 15 日的最终股东大会上，以约 93% 的通过率（约 7.33% 的反对率）通过了邀约条款，并发布了相应的公告。万达商业也正式于 2016 年 9 月 20 日在香港股市摘牌。

四、万达私有化关键细节分析

在分析完万达退市的整体流程之后，我们对于过程中的一些关键性细节

在此进行进一步的讨论。首先，在发布 3.7 公告时，无论是学术界还是市场对于 3.7 公告都没有一个明确的态度。从过去退市公司的经验来看，有发布了 3.7 公告后成功退市的，也有并未发布 3.7 公告，而是直接发布 3.5 公告后成功退市的。同时，3.7 公告中的细节也有待推敲，部分企业在 3.7 公告中并未写明其邀约的意向价格。

尽管当时有外部顾问机构明确反对，在对于 3.7 公告内容进行了反复探讨后，我们仍决定要发布 3.7 公告，同时决定在 3.7 公告中表明价格的意向。这也是为了给当时的市场一个方向，我们认为，告诉市场要约价格不低于 48 港元后，股价便会向 48 港元集中，至少是会沿着这个路子走，而不会产生漫天要价的结果。同时，在邀约定价方面，48 港元的定价回过头来看也是较为合理的，与发行价相同的邀约价格也使得投资者不会承担太多的 IPO 投资损失。

在 3.7 公告之后，3.5 公告制定时也有很多的细节非常关键。在发布 3.5 公告之前，我们需要取得 270 亿港元的贷款，需要与境内外的法律机构、银行、券商等商量公告的具体细节，需要确定投资人的资格合规等。当时的条款规定，境内股东不能参与境外私有化，就是说如果某投资人有境内股份则不能参与境外私有化；机构投资者若拥有两个或以上基金，且一个已经投资境内项目，则其相关基金无法投资境外项目。同时依据规定，如果过去六个月有交易万达的 H 股票，则其最高买价就必须是整个私有化交易收购价，这些都限制了参与交易的投资人范围，也使得股票价格对交易的影响非常显著。出于控制股票价格波动的意愿，在交易价格突破意向目标价后，有了 4 月 25 日的临时停牌。

3.5 公告中除了投资人的资格以外，我们也对投资人获得股票的顺序进行了相关的规定。总体而言，我们决定在获得股票的过程中，境外投资者优先于境内投资者；定金多的投资者优先于定金少的投资者。这些规定也表明了万达对于获取资金的意向。

此外，在邀约的过程中，邀约需要对所有股东一致，即境内股东需要同时获得邀约。如果要根据香港的规定对全体股东发起邀约，尽管我们有把握境内股东不会参与，但准备超过 2 000 亿港元的现金使得交易完全不具备可行性。而豁免境内股东邀约，则需要每一个股东签署不可撤销的放弃邀约承



诺。这是一个针对每一个股东都必须履行的严苛的过程，再加上一部分的股东信息获取的难度，完成这项工作的难度非常大。

解决了境内股东邀约豁免之外，香港股东的支持也极为关键。在获取股东的支持中，我们一般采取的是“胡萝卜加大棒”的策略，即向股东解释清楚邀约的相关好处，同时也向股东说明不接纳邀约的相关后果。同时，我们也出具了中立机构 ISS 的报告，对邀约的推进获得相关的第三方支持。此外，由于不同的股东对于邀约有着不同的诉求，如境内机构会涉及外汇额度方面的诉求，即投资者有拿到回购资金后再投资的相关诉求，都需要万达集团在推进邀约支持率的过程中不断地解决。

在万达成功退市的一年之后，我们回过头来看这件 2016 年中国资本市场的大事件，我们对于这个事件，以至于产业投资这个行业有如下的几点思考。尽管投资最终更多的是以“成败论英雄”，但产业投资在投资的基础上更多了一分“艺术”的色彩。在万达私有化还处于筹备的阶段时，内部、外部都没有人看好，金融界很多人都不看好这个交易，但万达最后成功退市，相当于完成了这一类似“不可能”的任务。

而万达退市究竟对不对，也是一个值得探究的问题。过去一年中香港上市的内地地产公司股票价格变化非常大，比较差的涨了 100%，比较好的涨了 400%。而在回归内地的 IPO 过程中，中概股回归与地产行业均受到了控制；同时由于万达最终放弃了借壳，选择了直接 IPO，从而目前面临比较困难的局面。因此产业投资实际上不能仅仅以一个时间点上的“成败”来看投资的结果，而是更多的需要一个长的时间，大的视野来看待这一问题。

同时，在产业投资的过程中，我们会经常发现，投资者的理性决策，经常会受到一些感性因素的影响。在退市过程中，初始的退市意向的确定，退市过程中的各方沟通，以及最后股东大会中获取的高支持率，都有一部分感性的因素在产生影响。

另外，“谋事在人成事在天”也是产业投资中的要点。即投资中不仅需要自身的努力，对于时机和环境的把握也非常重要。当时由于市场的流动性非常好，甚至有项目在市场上融钱的时候苛刻到“不接受尽调，不接受访谈，不个别谈条件”。以万达当时的市场地位，实施退市而融资适逢其时。而当

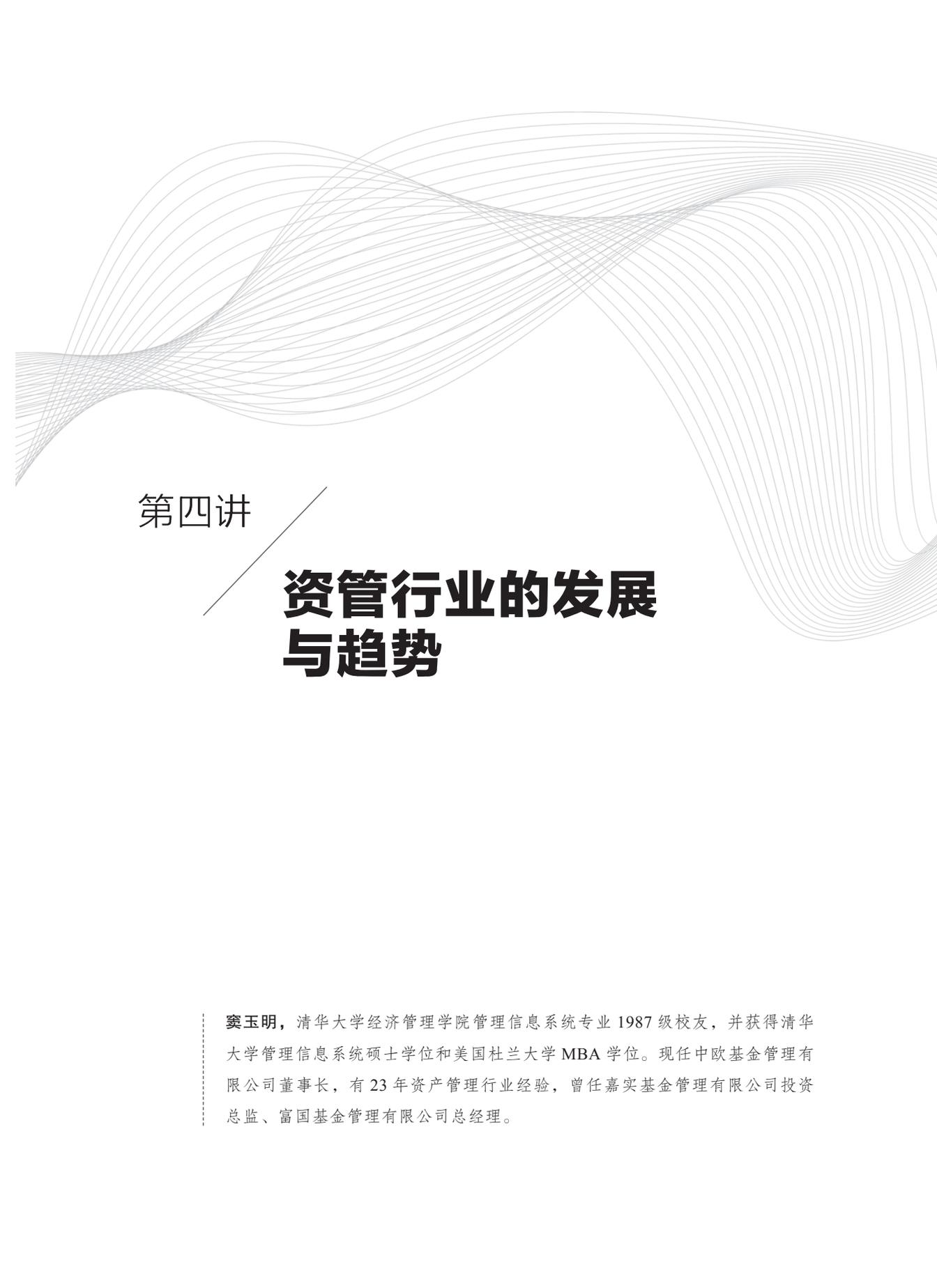
时的香港市场对于企业退市的规定非常的烦琐，也对企业造成了很多的资金与时间上的成本，使得当时的私有化过程非常辛苦。但当万达私有化完成之后，回过头来看这些监管流程，会觉得这些当时认为很“坏”的规则实际上胜过无规则的混乱。相对而言，内地的监管环境在一致性和可预期性方面尚有进一步完善的空间。

当我们分析金融资本与产业投资的经理人时，我们也会发现，企业领袖与职业经理人之间存在一定的区别。事实上，承担风险的能力决定决策的能力。在熊彼特增长理论中，将 K 定义为人们对于风险的承受能力，社会中的所有人可以依据 K 分为两部分，一部分为 $K>1$ 的激进型，另一部分则为 $K<1$ 的保守型。一般而言，企业家为 $K>1$ 的人；而职业经理人，尤其是进行风控的职业经理人，则处于 $K<1$ 的那部分人群中。我们常说，小企业成败在机会，大企业存亡在风控，实际上也是说明了在企业的运营过程中，随着规模的不断扩大，对于风险的把控也越来越重要。国内许多民营企业目前都面临转型，所谓的转型，最关键的一方面就是从创业型思维向永久性思维的转变。

基于大企业对风控的要求，结合企业运营的特点，使得在产业投资中，团队合作和关键人物都不可或缺。我们既需要有企业家一般对于好项目的冲动，也需要有团队关于风险方面的冷静分析，缺一不可。

从我们的经验来看，产业投资更是一个长期的过程，从项目的战略设计，到具体实施，再到最后的整合，需要产业投资者在过程中坚持不懈的努力。在万达私有化的过程中，来自社会各界的质疑声，来自监管流程的挑战，以及来自市场和资金方面的压力从未间断。当时在 5 月 30 日，即将发出 3.5 公告的半个小时之前，我们仍没有扫清发布公告的全部障碍。在股东大会的前一天我们仍在准备大会的相关材料，甚至在股东大会上，我们也曾为不清楚某些关键股东的意向而捏了一把汗，直到我亲眼看着最后一位大股东签署了同意邀约的协议，万达私有化才算是真正的告一段落。这也类似于普遍意义上的产业投资，过程中一定会遭遇重重阻力，但在没有咬牙坚持走到底之前，没有人会知道最后的结局究竟是撞上了南墙，还是走出了属于自己的一条光明之路。





第四讲

资管行业的发展 与趋势

窦玉明，清华大学经济管理学院管理信息系统专业 1987 级校友，并获得清华大学管理信息系统硕士学位和美国杜兰大学 MBA 学位。现任中欧基金管理有限公司董事长，有 23 年资产管理行业经验，曾任嘉实基金管理有限公司投资总监、富国基金管理有限公司总经理。

今天我主要跟大家分享教科书以外的实务内容。一是让大家了解我们整个资产管理行业的竞争格局，二是希望跟大家分享一下在中国做二级市场投资的体会。通过两方面的介绍，我希望帮助大家去思考，是否要加入这个行业，或者是做个人投资理财的时候怎么去做，以避免陷阱，获得更好回报。

一、资管行业概览

（一）金融行业背景

我判断，中国的金融业未来在全国各行业总的利润占比会下滑，2017年中期报告显示，上市银行业的利润占全部行业总利润的一半左右，对比全球其他市场的话，这个比例还是太高了，很难持续。高额的利润也惠及了金融业的员工，行业的平均薪酬和其他行业比起来，也要高得多，我认为随着行业竞争的加剧，包括高科技公司加入金融业的竞争，中国金融业的利润会逐渐走低，相应的，行业的人工薪酬和相对其他行业的优势也会下降，因此，有志于加入金融业的同学需要有心理预期，金融业不是个朝阳行业了，未来可能不会那么高大上，公司利润和雇员薪酬会逐步回归社会平均回报，符合均值回归的原理。

（二）金融行业的价值

金融业不是实业，某种程度上是依附于实业而存在，那金融业存在的价值在哪儿？金融业真正的价值我自己认为体现在两个方面：第一在于资源配置，资源配置主要是将零散投资者的资金汇集在一起，投向需要资金的企业部门。好的金融体系是把资源投向投资回报更高的企业，我们现在的金融体系，在资源分配时，效率还是不够的，出于风险控制的考虑，大量地投入回报并不理想的部门。

在这方面，我认为可以适当学习美国的资源配置体系，美国体系以直接融资为主，间接融资占比小，我们的体系间接融资比例太高，直接融资比例不够，效率相对低。

好的金融体系的第二个特征是金融业的运营成本低，中间占用少，把更多的利润留给实业和投资者，中间的成本包括金融业的利润，雇员的薪酬，