

商學

百家言

BUSINESS LECTURES

【第五期】



解读利率困局和破局——李慧勇

顾晨炜——解读移动互联时代下的金融变革

分享互联网创业秘诀——方玉书

武 飞——谈中国并购市场发展趋势与机遇

解读高成长企业品牌塑造——王长春

李敏波——谈证券投资艺术



上海财经大学 商学院
COLLEGE OF BUSINESS
SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

育商海领袖
铸中华商魂

問學
修己
安人

尊德

CONTENTS

目录

2015 年05月 第05期



《商学·百家言》2015年第五期

主 办：上海财经大学商学院

编委会主任：孙铮

副 主 任：戴国强 骆玉鼎 薛丽萍

委 员：高明辉 王少飞 杨建平 刘黎明

虞梁 陈新惠 毛佳韵

责 任 编 辑：毛佳韵

助 编 / 视 觉：今石传播

地 址：中国上海市中山北一路 369 号

邮 编：200083

学 校 网 址：<http://cob.shufe.edu.cn>

学 院 微 博：<http://weibo.com/sufecob>

学 院 微 信：上海财经大学商学院

版权声明：

本刊内容受法律保护，如欲转载，需获上海财

经大学商学院授权许可。

02

李慧勇

解读利率困局和破局

10

方玉书

分享互联网创业秘诀

18

王长春

解读高成长企业品牌塑造

26

顾晨炜

解读移动互联时代下的金融变革

34

武飞

谈中国并购市场发展趋势与机遇

42

季敏波

谈证券投资艺术

52

上财商学院 MBA 职业导师陈登科

倾情公益收获精神财富

百家言 商學

- 中国当前的利率体系
- 换个视角看当前的利率困局
- 如何打破利率困局

► 中国利率的困局和破局 ◀

· 李慧勇

P 个人·简介

毕业于上海财经大学财政学专业。

现任申银万国证券研究所首席宏观分析师。

2000 年加入申银万国证券研究所，具有十余年宏观经济研究经验。

在三大等报刊发表报告百余篇，担任多家知名媒体特邀评论员。

2008 年荣获《证券市场周刊》宏观经济最佳分析师第二名；《新财富》第三名；

2012 年荣获新财富宏观经济研究第一名。



非常荣幸来跟大家做一个交流，今天就我们当前的利率以及大家的分期，跟大家做一个分享。

首先，为什么要引入这个话题？

第一，我们处在转轨加新兴的环境下，我们要重新审视过去教科书教给我们的关于经济、金融，包括财政的理论。大家可能也有过这样的困惑，我们学习的东西可能和现实不一致，我们可以借此机会来反思一下我们的理论。

第二，我们从业人员思考的问题更现实。我们会做实业的投资，或者说是金融的资产配置，就必须根据现实的状况来不断修正我们的策略，让我们的投资收益最大化。在这种情况下，无论是理论还是现实，都与教科书中的内容或者是研究模型有所不同。这也需要我们探讨反思。



中国当前的利率体系

可能很多人是工作以后才来读书的，大家在分析中往往有一个困局，经济学告诉我们的是假定什么不变才有这样的结论，比如假定供给是刚性的，我们的需求是弹性的，所以我们会根据需求三驾马车判断经济造势。但是你会看到这种情况跟真正的情况有很大偏差，在这种情况下，当前的焦点就是利率走势。

我们先对当前的中国利率体系做一个简单的回顾。我们国家的利率体系说起来挺简单，但是在实物中非常复杂。按照当前不同的纬度，利率可以按照两个标准来概括。

第一，按照我们的利率主体，或者是利率结构划分。利率可以分三类：第一类中央银行的利率，顾名思义是中央银行制定和发布的利率。比如贷款、贴现、存款准备金、超额存款准备金、央票。第二类金融机构的利率，是特指商业银行等金融机构对于单位和个人的各种利率。存贷款利率等属于这一类范畴。第三类是市场利率，这个市场是狭义的市场，就是指金融市场，广市场存贷款

也是市场，这个金融市场是狭义的市场，同业拆借利率、国债、收益率，企业债收益率，包括各种民间的借贷利率，我们把民间借贷利率作为市场利率，我们引入了另外一个概念，和我们正规金融相对应的非正规金融的概念。所以有的时候把政府正规金融作为官方的话，我们非正规金融就是民间的，有时候会用市场的概念加这样的利率。还有一种是我们现在感受到的，按照市场化程度不同做划分，比如在国外我们会看到两种利率：一种是政策性利率，包括美联储的隔夜拆借利率，另一种真正市场化利率。在中国转轨的过程当中，我们会发现这样的利率说不清楚，多轨制并存，包括传统的官定利率，也包括市场化的利率，也包括正在市场化的利率，但是我们会提到利率市场化的进程是逐渐地加快的，毫无疑问会使得我们目前市场决定的利率越来越多，非市场化的，或者说是市场不完全的利率逐渐转向市场化。

从经济学角度来讲，利率学经济理论是非常多的。有一个经济学家说“哪

怕一只鹦鹉，只要懂供求就可以成为优秀的经济学家”，这个就是古典经济学习分析的初衷。应用到利率上，大家觉得资金主要是借贷资金，借贷资金供给多，利率就下降，需求多利率就上升，什么决定借贷资金的需求呢？就是经济周期，毫无疑问这就成了传统的理论，利率走势和经济周期是高度关联的。后来由于凯恩斯主导经济理论成为主流，我们更希望通过宏观的政策熨平经济周期，所以我们才有一个逆周期的调控。这样通过政策利率对利率有一个短期的决定，但是总体上看到，无论是货币政策对于利率的干扰还是我们一般讲的供求决定，其实最终都依附于经济周期的变迁。



换个视角看当前的利率困局

目前经济状况是什么样？不用我多说，大家都可以感受到，现在主流经济学也都认为我们处在经济增长，下台阶这样的过程中。下台阶的原因有很多，人口红利到人口负债，我们短期经济增长动力的缺失，以及我们发展战略从经济挂帅转向更加均衡的发展等等。我们看到一个结果，我们中国经济结束了过去 30 年平均 10% 的高增长，出现了明显的下滑。但实际上是处在什么状况？我们可以从多个纬度监测，我们看到利率实际上是不断上行的，我们先看一下长期的利率，10 年期国债利率和 10 年期政策金融债为收益率，指标参考的话我们时间周期不够长，但是我觉得也够了，过去 2012 年到 2013 年，2002 年增长率

是在非常高的长期周期的过程中，我们现在 2013 年是在下台阶这样的底部。你会看到出现一个奇怪的现象，我们现在的国债收益率接近 5%，我们金融债收益率 5.5%，基本上都要超过当时这个水平，并没有出现我们希望看到的这样的利率的回归。

我们思考结论是两点：

第一，我们刚才的利率上行应该不是周期性的。

第二，我们要找上行的原因，只有找到上行的原因，你才可以对未来进行预测。未来的决定因素是什么我们不知道，但最好的因素是过去决定利率的这些因素。我们思考一下，这些知道凡是

跟一般理论不一样的变化可能是两个方面的原因导致的：第一方面，跟我们当前金融改革或者说大家说的金融深化，金融自由化有关系。关于金融深化金融自由化这个理论讨论很多。但是我认为市场经济之所以是市场经济，是因为价格可以自由的去匹配资源的供和求，在所有的改革中最重要的就是利率市场化，以及汇率市场化。就是被压抑的各种价格回归的过程。

这个过程意义很大。

第一，它改变了我们平常做理论研究第一个前提。原来我们假定初始状态是均衡的，分析增加或者说变化加入之后的结果是什么？假定我们的利率是均

衡的，我们的供求，我们的经济周期可以起作用，因为它是常态的分析。但现在发现，过去这些利率是非定存的状态，所以第一个要做的事情就是变相均衡化，既然是偏低毫无疑问金融化以后就会有一个回归，大概是多少不好说，但是肯定有这样的东西。这是第一个 T0 不是说是均衡水平。我们在现实过程当中你把分析的起点作为均衡化，其实你会发现很多结论是没有任何意义，因为你根本不能解释实际上出现的事情。

第二，做研究时我们会发现，我们一般会假定制度是不变的，大家会看到我们的供求曲线，我们利率的曲线分析是假定这个人消费偏好，占这个国家这个技术，假如这个国家的金融制度是不变的，我们有分析出来得到一些结果，但是你会看到，在利率分析中会发现利率的制度也是在变的。因此我们做一篇文章，其实这就是我们两个需要做文章

的地方。第一，起点是不是均衡？第二，制度怎么变？毫无疑问我们把这两个把握好了，相对来讲对未来有一个确切的预测，要做到百分之百的可能性不大。

继续沿着这样的分析，我们可以先看看国际上国家利率市场化的案例，这个利率研究很多。我希望大家关注两点：第一，利率市场化其实是上世纪六七十年代到八九十年代，无论是发达国家还是新兴市场国家都经历的过程，当时是全球的滞胀，滞胀是前所未有的，不知道怎么做，所以大家普遍采用的药方是自由化，或者是破除垄断，放松归置。

伴随利率市场化的推进，你会看到我们的存款出现了明显的从大银行向中小银行分流这样的趋势。这样的拐点或者说这样的非常大的催化点我们应该是在 2012 年利率市场化迈出这样一步之后。另外一点我们刚才提了一个逻辑，

利率市场化存款利率是最关键的一环，他是所有资产运用的最低的机会成本，最低的边界。我们看看过去赖以生存的活期存款占比有什么变化，大家看这一张图，我觉得非常有说服力，伴随着金融市场化，尤其是更多更有竞争力的利率产品、理财产品加入存款的竞争，你会看到活期存款是银行赖以存在的低息资金是有波动，是逐渐减少。让大家关注一下波动，有没有发现有什么规律？在下降的过程当中什么时候会高？因为我们还有一个存贷比的约束，所以就出现了年末冲 10 点，但是总体上趋势非常明确，可以说资本成本的提高，低成本资金占比的减少。



叁

如何打破利率困局

我认为以缓冲区先铺垫子，再推向市场是一个首选方式。如果从刚才的逻辑出发，我觉得四个方面是非常需要的，是缺一不可。

第一，要扫除金融创新带来的监管盲区，你会看到金融创新就是逃脱监管变通或者是寻租的常识。我们金融创新层出不穷，现在的监管是分业监管，就出现了很多也没有人监管的领域。金融风险是相互传染的，这就导致了风险的放大，所以首先要加强对影子银行的监管。影子银行的定义，说实话没有一个一致的说法。所有非传统的银行类创新都可以称为银行，在这种情况下我们就必须把这些没有人管的领域监管起来。

但是你会看到他缺乏一个解决机制，出现了很多没人管的部分，比如我们现在讲的信托、互联网金融、移动支

付、企业发债等究竟由谁来管，都是需要解决的。因此，去年通过明确的责任分工管理，扫除了影子银行或金融创新带来的监管盲区。今年要加强影子银行的监管。

第二，要建立存款保险制度，完善金融机构退出机制。我们1993年就提出建立存款保险，当时银行面临房地产泡沫破灭的影响。但是现在我们还没有存款保险。另外金融机构退出机制，这种农信社有，但是那不是个制度，央行贷款去补这个窟窿，但是到底有没有制度性规范，怎么保障存款，保多少？哪些能破，哪些能支付，哪些不能支付我们根本不知道。现在还有一个问题，银行破产适不适用破产法，信托或者是其他金融机构的破产适不适用破产法。我觉得这些东西都必须在市场化的倒逼下做到，如果不做，问题就会越来越大。

对金融机构退出的适用，现在争议也比较多，目前有两种观点。第一，存款保险制度加上破产法，就可以适用于银行的破产。大家想想，银行和一般企业的区别无非就是银行是大众的，牵扯的人太多。我有存款保险条例，把硬保的保起来，我就纳入一般的企业破产条例，清算这个流程是可以的。第二，有一部分人建议考虑金融企业的特殊性，我们要专门制定金融机构破产条例。在这个问题没有解决之前，用金融机构破产条例去规范金融机构的退出也是一个选择。但是这个制度必须有。

第三，要打破地方的约束，建立地方债务的约束机制。第一，要求国家的税收越低越好，但是大家又要过上有好保障的日子，只能是发债。很多人说不应该让地方政府发债。我说错了，因为地方政府本身就不是企业，你不应该以



市场化的收益来要求他，你应该有另外一套机制，第二，你必须约束，哪些地方可以发债，哪些地方不能发，以什么利率发，哪些地方高、哪些地方低，靠国家没有办法管这么多，这是属于微观的信息，存在研究的信息不对称，在这种情况下我们就必须引入企业化的管理。必须编报地方的资产负债表，改变大家对地方债务的恐慌。

在这种情况下我们就需要有一些有效的机制，让大家明朗化，我说地方资产负债表也是要纳入议事日程的。之后就可以建立市场化的融资机制，发债是可以的，但是我们不希望刚才机遇道德风险，基于逆向选择这个基础上发债，我发了就不愿意还，希望建立市场化的地方融资机制。我们曾经认为从拨改贷是一种非常好的市场机制，对国有企业来讲，后来发现不是，后来我们把银行上市，希望通过股东的约束来建立市场机制，那稍微才有一点效果。同样我们又说以前地方政府银行贷款这个是非市场化的，我们前进了一步，通过地方的平台发债，因为预算法规定政府不能发债，但是如果发债我们通过地方平台发债，感觉到你口碑不好，效益不好赖账

你发不出去，这是市场约束，但是你发现相对于贷款是进步，但是由于目前预算软约束没有改变，还是容易两个人合谋，最后中央政府要救了，这个市场化约束没有达到，我们又想通过建立地区的资产负债表，真正的去实现市场化的约束。这个不知道能不能做到，但是我们会发现它确实是一个进步，因此我们说地方融资机制的建立也是我们近期要考虑的事情。在这种情况下利率会怎么走呢？我自己觉得同样的要分为两块，第一块制度变革，第二变制度稳态，制度稳态我们大家都可以设想，这是经济学告诉我们的，或者说这就是改革之初希望达到的。

现在风险和收益不匹配，高风险，高收益，但是低风险也高收益，这样问题就很大。将来要做到高风险高收益，低风险低收益。他就可以改变我们当前利率层层加码，只顾收益不顾风险的举动，那就是有助于我们利率的下行。给大家举一个例子，在债券市场上，有国债、有金融债，有高等级的企业债，有低等级的企业债，在过去资金是配置低等级的高收益的企业债，国债没有人买是不是收益率就高了？因为资金接近的情况

下此消彼涨，现在风险归位的概念是什么概念？就是过去买高风险债券，高收益，但是现在风险承受不了，应该怎么配置？应该买高等级的，或者是买国债，这样的话对一些高等级的需求就增加了，无风险利率就下降了，其他的金融产品在他资产定价是不是也会下降？是的，这就是刚才讲的这样的逻辑。我们改革的初衷是希望达到这个结果，我想改革之后也应该达到这样的结果。大家会看到超日债违约之后，我们在这个市场上的变化就是如此。

制度建立的过程，应该说对市场是有非常大的冲击的，因为他是规则的改变。改革的过程是一个阵痛，举一个例子，明天已经在交易的债券突然间停盘了，要退市要复盘了，你看三线市场怎么表现，肯定是现金为王，全部抛售，这就是出现的恐慌。因此对于我们制度的建设，我们在过程中的评判是由于从监管缺失到制度不完善，监管缺失到监管到位制度完善，他是一个规则的改变，这个规则实际上大家都没有经历过，因此会造成市场的恐慌，会导致阶段性利率的上行，但是我们认为他也是改革转型必须要付出的代价。





{ 互联网创业的秘诀 }

方玉书

个人·简介

大家保险网 CEO。

曾任广东人民广播电台、《证券时报》、《21 世纪经济报道》、《第一财经日报》记者，《第一财经日报》财经中心上海记者部主任，第一财经研究院筹建人、院长助理兼市场部总监，新浪网财经频道副总监，东方财富网内容部总监。

大家保险网是国内首家保险 O2O 电商平台，并在中国（上海）自由贸易试验区实行“一口受理”制度后获得第一张外资营业执照。



壹

一句话说清商业模式

一句话说清楚很重要，你的商业模式是什么，商业模式不仅仅是讲给你的客户、投资人和用户去听的，更重要是讲给你的员工、你的创业团队的核心成员，以及你自己去听的，这一点非常重要。以我们自己为例，大家保是做保险 O2O 的一个平台，当时我们认为我们是非常创新的一个模式，把保险代理人在网上开店，让消费者上来去挑选产品。O2O 很尴尬，就是 Online To Offline，一方面我要抓住的是用户，就是保险消费者，另外一方面我要抓住客户，就是保险代理人。在很长一段时间里，我们试图用一句话来阐释我们的商业模式的时候很拗口：我们是既让消费者找到适合他的保险，又让保险代理人能够找到他的客户。我们认为自己已经把这话说的很精炼了，但不一定所有人都认同你的说法。外人怎么看都不重要，最重要的是在我们内部的产品研发，管理和发展过程中，我们往往就会处于摇摆不定

的状态。有的时候我们在想，我们到底是去服务我们的客户更多一点，还是服务用户更多一点。这对我们其实是一个致命伤。

去年我们曾经专门跑到杭州去找阿里巴巴原来负责 HR 的 VP 张霞，关于互联企业的企业愿景是如何定义的做了探讨。我当时跟他讲，我们企业的愿景就是服务代理人，然后通过他的价值去影响消费者。他说这样是不对的，阿里巴巴在过去的十年中也存在这种问题，他们一度把商家的利益放在首位，但是大概在 2005 年时马云突然意识到这个问题，所以后面很多事情上，比如推出天猫时甚至有淘宝商家集体拒绝的事件，马云顶住了很大压力，包括写了很长的公开信，说无论如何我们是要坚持走这条路的。他也知道如果只是单方面去维护商家的利益，而忽视消费者的体验，忽视消费者对于产品品质的追求，

将来的淘宝、阿里巴巴是没有出路的。

这件事情对我触动很大，回来之后我们进行了接近两个月的内部讨论，到底我们的核心价值，服务的对象是什么。去年我们提出了我们认为最正确的企业愿景我们在重新定义中国人购买保险的方式。

目前，在线保险的交易占中国市场不到 3% 的市场份额，大家保现在在一年大概销售收入是两三千万左右，但是如果按照交易额来讲，占整个比例大概就是零点几个百分点。我们可以说在过去的两年时间里，传统的保险销售方式并没有解决行业以及销售层面的问题。在互联网行业，我们没有找到真正能够让用户感觉可以充分信任保险，充分信任这种购买方式的地方，我认为这恰恰就是我们存在的机会。



大家应该都听过雷军的名言，猪站在风口都会飞起来，而我认为这真的是误导了很多不明真相的群众。大家想一下，这是一个伪命题，虽然说他是飞起来了，但因为他就是那只飞起来的猪。因为他做的是智能手机，不是每只猪都能够飞起来的。

找到一个在搭上升电梯的行业当然是好事，但我相信不管是在慢车道还是快车道中，所有企业都会分出三六九等来。在我自己的职业生涯及创业过程中，有一个感悟，自己在这个行业当中的定位和自己的想法比外部环境要重要的多。

所以不要被飞猪迷惑，就是说在创业伊始我们有太多诱惑和太多干扰因素。当你选择你的行业时，要更冷静地思考你的核心优势是什么，有没有能力去做那只飞起来的猪。

贰 股权结构可能成为秘密武器

在过去的两三年中，中国的互联网或者移动互联网行业确实做了很多惊天动地的案例出来，可能把过去传统行业积累了8年、10年、甚至20年所构建的防线一夜之间摧毁掉。比如余额宝，就是我们做互联网金融的一个经典产品，以前没有人相信有什么能够搬动中国老百姓在银行里面的存款，但是余额宝干了这件事。第二个案例是嘀嘀打车和快的打车，大家拿到很多实惠，每家拿出来10——15亿现金分给大家，但是真正让大家感觉好的是它改变了我们的打车方式。

如果你有一个创业项目，把初始团队纠集起来之后，就要搭建公司结构。我做项目时，和几个好朋友说我们哥们义气，就三三三这种结构，大家都是平起平坐。后来被一个国内非常顶级的投资人上了一个课，说将来这么设计没有人会去投资你的公司。幸亏当时听了这个话，而且当时厚着脸皮去跟原来的合伙人说，你们都把股份给我，这是为了我们的公司治理结构完善。这是挺为难的，但是确实在后来的两到三年当中，这个结构给我带来非常大的好处。

我们前一轮融资非常成功，获得了过亿人民币的估值，拿到了超过500万美元。当时我们的投资人提到了我们的一个竞争对手，同等条件之下为什么没有投资它，原因就是它的股权结构不健康。它的大股东就是大股东，而不是公司团队，真正在团队里面干活，做CEO整个决策团队是以职业经理人的身份进去的，根本就没办法做这个结构。



他们每个部门去分解成KPI，在全年这个战略就不变了，然后去监控KPI的执行情况。

第二，HR分成两块，一是找来优秀的人。现在我们团队的大部分核心成员都是我一个一个去谈回来的。当然我们也有非常完善的HR体系，我们80人的团队，总共配备4个专职的HR，在创业型团队里面绝对属于高配，当然还包括招聘、薪酬福利、培训等等都很强，这个事情是我直管的。在HR里面第二件事情就是企业文化，这对一个创业型公司是非常必要的，能够激发员工的荣誉感和拼搏精神，我们靠着企业文化的吸引力，招回来一大批优秀的团队成员。这是我给CEO定义的第二件事。

第三，资源。在创业型公司里面，我认为CEO就是最大的sales、公关，或者是marketing，很多事情都是你去做。我从原来在公司里面去加班，到现在可能在公司里面的时间只有一半，甚至更少，但是确实有更多的外部资源进入能大大加快公司发展的步骤。这就是CEO要做的三件事情：一是战略，二是HR，三是资源。

叁 CEO 应该做什么

CEO是做什么的，我认为也非常重要。我自己在从职业经理人到CEO转变时，我就犯了很多错误，老板应该是宏观的，但是真正到我创业时我就坐不住了，我极其焦虑。我们公司从最早5个人的团队到20多个人，到现在80多个人，尤其是在40人规模以前我都犯这种问题，基本上每个人的事情我都去过问一下。我记得我们在第一年的时候我还专门设立了一个产品委员会。我发现我们的产品经理对我极其不满，他在年度总结时，他写了3000字对我批判的文章，我当时不以为然。

最简单一个例子就是我们创业型公司免不了要加班，我经常拉着合伙人加班，员工都是准时6:30就跑掉了，我跟他们说有加班补贴，没有人理你。后

来我发现完完全全就是我自己的问题。

我们在过去的一年半时间里，把整个管理的逻辑全部打破，把亲手建立的产品委员会干掉，现在非常有成效。我们现在有大概30多人的产品开发团队，同时每个月在开动的产品线有4——6条。我们做出的产品也确实很棒，但是这些产品基本上都不是我主导，甚至有的时候我跟我们客户一起收到新产品上线的短信和通知邮件，也就是说我其实基本上没有参与，但是他们做得很好。但是我在公司留的时间越来越少，我对我工作的职责划分非常清晰，我归结为三个：

第一，制定公司的战略。这个战略一般是在上一年年底自己想好，在年初对整个团队进行公布的，把这个战略让





肆 做大、做小与做强的思考

还有一点，你要考虑你做的这件事情到底是做大还是做强，非常重要。你要去看你的行业，比如说张文说他当时在蒙牛，牛根生考虑做牛奶的时候做了两个讨论，第一，我们是作瓶装奶还是利乐包的包装奶，后来选择了利乐包的包装奶，原因就是可以把成本控制的更低。

第二是对于定价，蒙牛在最早期推出了各种各样 2 元甚至是 1 元大包装的扁平包装的牛奶。在竞争激烈的市场里，奶品里也没有过多差异化的情况下，只能是用低价策略占领市场，做完市场占领之后再考虑逐步做差异化产品。所以你要遵循这个思路，一开始他们是完全放弃利润，甚至是亏本的情况下市场圈地。第二个方法，看你的行业是什么样的状况，如果是很激烈的，你要选择先去占领市场的方式。如果是一个蓝海市场，你可能掌握核心竞争力，又掌握定价权的情况下，你可能可以选择做利润。如果你针对的是高消费群体，不可能做大的，所以说在选择做大做强时要非常清晰。

还有一个课题：中国互联网用户的学习能力很强，接受能力非常高，但是同样他的忠诚度极其低。所以创新才是核心竞争力。如何立于不败之地，我觉得腾讯做得非常好，腾讯在足够大的时候，依然去维持和激发内部的创新力。“做小”也是一种选择，做小是在商业模式设计阶段就需要去考虑的地方，尤其是针对创业型公司，或者是针对我们这种互联网公司来讲。像腾讯是从很小的 IM 做起的，百度是从一个很简单的搜索做起的，新浪最开始干的事情就是一个 BBS，后面升级为新闻产品，都是单一产品。你又想去做支付，又要去做电商，又去做物流，还要去做社区，还要做内容，那你必死无疑。

如果我们要做一个创业公司，要是把你很大的想法浓缩成一个点，把你所有的流程浓缩成很短，所能涉及到的环节越少越好。因为你的抗风险能力很弱，你的流程越长，你所涉及面越多的话，你失败的概率就会越高，你不能掌控的因素就会越多。成功的 360、QQ 也好，百度也好，都是在一个点上爆发的，在这个点上面看起来很小的一件事情，但只要让上亿的人群喜欢用你的功能你就成功了。



伍 创业者要善于放权

天下武功，唯快不破。这一点在互联网公司里面尤为重要，我在过去的一年多的时间大概见了 30 多家投资机构，很专业的 VC，他们几乎都会问一句话，你的核心竞争力是什么。我们自己也会想，你作为一个小团队跟现在这种过千亿级的互联网公司之间的区别是什么，你有哪些比它更有优势的地方，你绝对不会比他更有钱，你的人不会比他更优秀或者更多，你的文化，人家也很好，人家的开发体系也很强大，我也只用一句话来说服自己的是，我们船小好调头，我们比他们快，我们的决策流程比较短。他们在 8 个月里面只干一件事，可能也是一个小团队，但是他们有层层汇报的流程，或者是有会议之后去做。但这个事情放在小团队里面的话，可能别人花两周去做的事情，我们要在别人 2 天熬通宵做出来。别人要花 4 个月去上线的产品，我们压缩在 1 个月就做出来了。说的很现实的是，要么比他早几个月面世，然后迅速占领市场，要么你做的已经有足够大的影响力，反过来他来收购你。其实管理中的失控哲学是我自己总结出来的，这是刚才我讲到的，我从集成式的管理转变成现在的几乎是无政府状态的管理模式，我自己感觉到包括我们公司整个效率的大大提升，以及我们反观成熟互联网公司惯用的这种方式。

如果大家对这个感兴趣的话可以看一本书《失控》，这本书乔布斯、周鸿祎、马化腾都推荐过。他讲的很容易，我可以用两个例子，证明我讲的是有价值。我们做一个测试，两组人，20 个人，A 组和 B 组，第一组到那有很多的桌椅障碍，AB 分成两组，每组 10 人，A 组负责走路，B 组告诉他只能是往前、往后、往右、往右，只能听我的指令，我们可以测算一下从 A 到那里的时间是多长。



第二个测试，AB 组不分，只是 20 个人，自己想办法从这里走到那去。我们可想而知到底哪一个速度会更快，这其实就是这本书的核心。

第二个例子，几百万只蜜蜂在蜂巢里面，看起来乱七八糟的，但其实它是有序的，有专门负责搬运蜂宝宝的，也有专门负责产子的，有专门负责打架的，有专门负责采蜜的。你看不到有哪个蜂头去管理他们，或者要写什么工作报告，但是一个这么复杂的体系，几百万个生命体就按照自己的节奏在运动。这也就是我自己切身的体会，原来在一个几十人的团队里的时候，大大小小的事情都在由我去决定的话，第一我很累，第二个下面的人丝毫没有成就感，其实他完全可以去做这个决定。

一个创业者如果缺乏学习能力，投资者是不会去投资的。如果将来大家去创业，最好能够找到类似这种创业型公司的商学院和这个群体。创业是一个心态的问题，我创业时有大半年的时间都

非常焦虑，就是因为输不起，出来创业背负了很多责任，但越焦虑对你和创业项目越不利。你又很痛苦，有时候你的话连合伙人都不能说，也不能跟家里人讲。当你找到一个学习群体的时候，你会发现你找到和你同样是神经病的一群人，这些人一坐下来都在不停地讲，都在吐苦水，你会想原来我还很正常。然后你就一下豁然开朗，这个心态问题非常重要。建议大家创业时，能找到适合自己的小伙伴。

商学

百家言

◦ 社交媒体颠覆传统品牌观念

◦ 品牌营销背后的文化挖掘

◦ 强化产品背后的价值观

◦ 为什么要寻找引爆点

◦ 选择行业要顺着大势

高成长企业如何进行品牌塑造



王长春

个人·简介

毕业于北京大学中文系，上海交大安泰经济管理学院工商管理硕士(EMBA)。

现为上海优豹传媒创始合伙人，北京大学金融家俱乐部副秘书长。有 10 余年财经媒体从业经验，历任《南方都市报》经济部主任、《21 世纪经济报道》编委，《第一财经日报》编委，第一财经网总编等职，专注于财经传播，品牌策划，公关传播。



现在大家每天获取财经信息的习惯早就发生了变迁，比如看《第一财经》、《21 世纪》，甚至《财新》这些平面财经媒体的人已经很少，连微博都不怎么看了，大家现在看的可能微信最多。

这种颠覆性的变化就是最近这两年内发生的。我 2010 年创业，当时觉得这个行业会发生很大的变化，就创建了优豹，专门做财经方面的公关。现在规模不算大，但我们在上市公司的市值管理、品牌化塑造和传播方面比较有口碑，我把这次讲座当成是和大家相互学习的机会。



还是官本位的思路。杨剑波请了很牛的律师，而证监会只派了两个年轻的律师，我觉得这个只能说明证监会不把这个事情当回事。媒体报道的时候把证监会的无能或者反应不力描绘得绘声绘色，我觉得这是一个非常鲜活的案例。大家去看《财新》或者第一财经频道的报道，看看人家的反应和语言是怎么样，透露了什么样的信息。这也说明证监会在应对这么大的事件的时候，公关策略是完全失败的，它的意识不到位。

媒体斗法的案例，还涉及到《人民日报》、《京华时报》。这个事其实反映了影响我们日常生活的健康产业的整体环境在变差。接触过这些新闻的人，现在还喝农夫山泉吗？所以说这个报道如果应对不善，真的很难消除影响。

了了之，就像明星电缆为什么救不了，为什么这个企业不能指望通过一种真诚的沟通交流，或者想办法策划一些提升市值的东西就能够挽回，因为它的核心价值已经被破坏了。

所以我觉得农夫山泉这样的危机只是刚刚开始，如果它不改变这个理念，或者找到好的水源，它还是非常危险的。因为它的核心价值，在中国系统性环境恶化的大背景下就会出现大问题。

农夫山泉的口号是“大自然的搬运工”。我是浙江人，对千岛湖也比较熟。从科学的角度来说，在浙江这样工业发展了这么多年的地方，千岛湖的水单纯搬运肯定不行。所以从这个角度来讲，这一次公关战为什么不

农夫山泉事件是一个典型的企业跟

壹

社交媒体颠覆传统品牌观念

前段时间我去了一趟成都。大家都知道，一些四川企业家卷入了最近的石油气大案中。一个是香港一家做中石油输配电和挖油设备系统解决方案的上市公司，公司老板最近失踪了，他们找我很多次，希望能帮他们做危机公关。我说我爱莫能助，没有这个能力。另一个是明星电缆，他们也是一样的问题。

从这个角度来讲，所谓的品牌看起来它是跟文化，跟价值观有关，但更多的还是代表了一种信心，一种信赖程度。一旦信任不存在，多大的公司一夜之间也会遭遇这种巨变。

现在可能每两年就会有一次颠覆性的变化。刚才讲的明星电缆，根本没办法预计到摧毁它的整个信贷链条或者资金链条的就是微信或者微博上的一个消息或谣言。你很难控制它，这种事情导致一连串的恐慌，如果不能好好控制的

话，企业的价值链就毁了，很难复苏。

现在媒体的星云图里面，居于外圈的都是社交媒体。可能是 Youtube、优酷、微信，或者是 Facebook、Twitter。这些社交媒体获得了最大的话语权，而这个话筒的声量会比原来我们认为权威的传统媒体更具杀伤力，因为大家选择的时候不再以是否权威作为标准。可能你会觉得这个很有意思，我就是愿意分享，但是对企业就不一样了，比如明星电缆现在身处很大的危机，而其实它是一个好公司。

整个媒体的信息链重构是非常剧烈的。前一阵子报道了东莞事件，很多人在微博和微信上批判 CCTV，你凭什么对那些自己想过体面生活的女孩子说三道四？你没有去监督中石油，为什么要去监督一个任人欺负的小女孩呢？这种逻辑不管他对不对，至少我们发现 CCTV 的话语

权早就被消解得差不多了，可能每一个以前的小媒体发出的声音构成的都是几千条评论，而几千条评论的价值肯定要比话语本身的价值要大，这些现象对整个社交媒体产业造成了很大的挑战。

这其实是一种新状况。一些负面信息的传播会带着社交媒体的更强的突发性、爆发性和摧毁整个企业传统价值链条的能力，杀伤力更大。

还有一个例子，我建议大家仔细看看光大证券乌龙事件，这对我们理解当下中国的金融权利运行体制很有帮助。

这次事件造成了整个股指那么大的波动，多少人有可能十亿十亿地赚，十亿十亿地亏。而这个案子证监会派了谁来应对呢？他们派出的是实习刚结束的律师。从整个媒体发展的角度来说，这是非常不严肃的一种反应，说明他其实



贰

品牌营销背后的文化挖掘

同学们以后进入到金融行业，可能也会碰到这样的问题。当金融创新出的衍生产品带来不可测的风险时，你的品牌力跟你的文化、价值观如何始终保持一致，当没有一致时，出现危机事件，你到底该怎么办，这个问题非常突出。

当然也有些案例做得很好。我们前段时间参与了喻华峰（原《南方都市报》总经理）办的专门做生鲜电子商务的本来生活网的褚橙的案例。

褚橙事件是一个价值观跟文化产品高度一致的案例。褚时建大家知道，是中国上世纪 80 年代的传奇企业家，云南红塔集团的缔造者，但是因为国有资产的一些问题，被判入狱，坐牢坐了十几年，大概在 72 岁的时候才出来。但是褚时健休息了两年之后，拒绝任何人的帮助，自己到哀牢山种橙子，干了三四年把冰糖橙成功改造成了很不一样橙子，出了“褚橙”。

2011 年，本来生活网就抓住这个机

会合作。第一年尝试在北京推广。我们当时做策划找到了结合点：褚老的橙子不仅是一个橙子，更是人生的励志传奇。后来在上海推广，我们就给韩寒送了一个橙子，他收到这个橙子之后很惊讶，说你们真给我送了一个，就到微博上去传，后来转发几十万，效果非常惊人。

可以看出，真正好的品牌营销跟你的投入多少并没有那么大的关系。当然做这个事情也动用了很多资源，但如果纯粹用钱来衡量的话，它达到的效果可能跟你几百万广告费投入的效果是一样的，其实我们付出的资金只有十几万甚至就几万。

现在中国有很多机会，因为互联网技术的发展，未来金融行业肯定会出现很多像人人贷这样的创新公司，听说不少年增长都是 500% 或者 600%，但是在营销过程中，还是要结合你的价值观和文化以及你产品背后的东西，要充分利用这种社交媒体带来的新渠道，去驾驭它，你才能够达到以少胜多或者以小搏大的效果。

但这种机会也是不能复制的，就如庆丰包子。庆丰包子现在还那么火，它趁机做了加盟扩张，真正走到了南方，所以这种机会来了之后你怎么抓也很重要，你要有这样的意识。

如果你们以后去创业要重视这样的问题。产品背后的文化与情感的传播，也是一种塑造。因为品牌就是你的精气神的直接反映，产品怎样传达你的理念和价值观，你怎样给消费者满足或者愉悦，怎样为他们解决痛苦，这是非常重要的。

所以如果你能够在创业时找到一个合伙人，在理解社会热点、抓住社会情绪，或者说在跟媒体沟通方面能力很强的人加入创业团队，也会给你带来很大的增值效应。

叁

强化产品背后的价值观

我们现在发现，其实中国未来的商业增长有很大的部分是发生在外资替代的浪潮之中。

为什么这么说？还是用我们的客户做例子，自然堂和加多宝。先说自然堂，自然堂是中国第一大化妆品牌，母公司叫伽蓝集团，在护肤产品中的份额，ICDS 占的数据是 4.5% 左右。整个中国护肤品牌大概是 1800 亿的份额，它差不多是六七十亿。欧莱雅去年在中国是大概 110 几亿，但是欧莱雅去年其实没有增长，自然堂却有 15——20% 的增长。

伽蓝集团，伽蓝其实是佛教用语，伽蓝指的是瓜果非常繁盛、树木非常繁荣的地方，佛教用语就是寺庙。另外伽蓝还是中国的地方神关公的代名词，关公代表我们地方神，就是讲义气、忠义，所以整个集团的价值观非常明确，始终都在宣扬中国文化和东方美学。

为什么说一个高质量的品牌必然是一个有系统、有价值观、有文化的品牌？伽蓝为什么做到中国第一大化妆品牌，就是因为它对自己的产品理念一开始就设定了东方美学的信仰，它每个产品的制造，包括原料的设想都跟这个价值观一致，这个很重要。比如自然堂现在有一款核心产品叫做冰肌水，它是真的在西藏拉萨附近找了一个地方把水去引下

来，用的是喜马拉雅山的冰山水。所以我们所做的无非就是把它背后的价值观和灵魂，以及具有这种价值观的实践的故事，将其强化。所以我觉得自然堂是非常值得研究的，因为这里代表了中国以后比较好的发展的快销品。

护肤品、化妆品行业，已经维持了大概十年以上 30% 的年增长率。今年估计自然堂还会增长 20% 以上，这样下去，再有五年就快超过欧莱雅了，这是了多大的就业机会和新的产业格局。再加上类似的医疗行业、医疗器械行业，你会发现每一个细分市场，只要外资独霸天下的，可能在今后五到十年都会发生颠覆式的变化。

跨国公司未来的日子肯定难过。随着中国经济实力的提升，民族自信也在上升，此外，最近两届政府都开始有意识地扶植我们自己的文化系统，比如说习总书记现在天天穿唐装，用的都是中兴手机，我觉得每一个高干形象背后都是有运作逻辑的，但是他同样应和了整个潮流。营销一定要迎着潮流才是真正的好营销。所以为什么说我们现在重点挖掘的都是高成长性的客户，而且都是中国品牌，因为我们有自己的分析和思考，我们预判未来 5——10 年跨国公司在国内会衰落得比较快。

还有加多宝。当时王老吉这个品牌



面临巨大的系统性危机：这么大的营销投入，让这么多的人做了，突然有一天不能用王老吉这个品牌了。但为什么加多宝最后还能挺过来？这背后的故事可以写一本很好的营销学教材。加多宝的渠道能力，系统性能力确实非常得强悍。

和广药打完官司后，加多宝的策略就是一定要在最短时间内完成转换认知，所以它花了几个亿去搞《中国好声音》。那个时候广告费多少其实不是重要的因素，而是能不能占到最好的通道。再加上很多媒体对这个事情的价值观非常复

杂，我们当时就做了一个策略，就是我们官司肯定是输的，在广东打广药的官司能赢那是不可能的，但是还得打，打了之后我们就说对不起，我们卖凉茶可以，但是打官司不行。如果大家去网上查可以看到，那一系列的海报当时在微博上非常红，一个外国小孩在那里流泪，说对不起，我们承认我们是不行的，但是我们卖凉茶是可以的，能卖到中国第一，全球第一。类似这种我们做了很多。

所以大家可以发现我们还是强调用了民众对政府司法不公的一种潜在的情

绪。事实上在价值观或者在对错方面不是很容易辨别的时候，我们还是要抓住一种情绪的驱动，这就是营销方面我们为什么一定要分析大众的情绪和趋势的道理。但是总体上来说，我们做的这些动作或者营销行为，还是真心想为一些好的中国品牌做好平台塑造和传播服务。

加多宝和自然堂都可以算是中国品牌快销品中最成功的典范。

肆

为什么要寻找引爆点

不

知道大家有没有看过美国《纽约时报》记者写的关于现代性营销的三部曲，一部叫《Tipping Point》，就是《引爆点》。他在上世纪 90 年代年就写了，但是这个理念到现在仍非常契合互联网思维。他认为引爆流行有三个要素，一个是 key fact，他用病毒传染理论来研究为什么某个时点上突然出现了一个大流行事件，就像瘟疫一样，比如说曾经很红的马伊俐文章事件，它为什么能够引爆流行？当然这不是一个

好的流行，但是它是一个流行事件。它首先有关键的病毒，那么大的明星，本身一举一动就引人关注；另外还有环境，后来看狗仔队详细地描述他怎么在深圳，仿佛整个环境已经酝酿了很久了；第三个有关键的时间点，那就是正好劈腿了。

从这个角度来讲，这三个要素其实是要去寻找的。现在随着媒体的权力重构，用户的地位在最大化地体现。所以现在的

营销不能像以往那样，只帮助企业分析产品的核心定位，靠定位就能够做到，要随时地去分析用户的变化。用户的评分会构成你营销方面的广告策略或者策略核心的来源，而不是企业家创造性地成为你营销的源头，这个已经有很大的变化了。所以现在我非常重视这种社交媒体上的评论，每天都在做大量的收集和研究。

伍

选择行业要顺着大势

这

里讲一下 91。91 被百度收购以几十亿的价格收购。它算是在整个中国互联网企业中移动方面布局最早的，那么高的估值还是很了不起的一件事。这也给了我们一个启发，选择行业的时候还是要顺着大势去做。

不管同学们以后去做什么，选择去做职业经理人还是创业，都要认真研究。这个很关键，建议大家还是要多看，比如选择一两份自己觉得还不错的，像《21 世纪

经济报道》或者是《经济观察报》还有《财新》，虽然说这几年日子也过得不好，但毕竟是很用心做这件事情。

还有最好也能看 FT。FT 擅长思想性，代表了一种浓缩型的英国的作风。英国是老牌强国，它认为信息流触发新闻这些都不重要，只有背后的价值观告诉你为什么会发生这个事才重要。如果大家还有时间，也可以看看《经济学人》。《经济学人》这种老牌的时政杂志，是现在所有全球杂

志中最挣钱的，没太受互联网的影响，这很了不起。而且它对事件的分析，可以锻炼我们对一些重要事情的整体判断和思维能力。《华尔街日报》我觉得比较擅长于捕捉热点事件，可能对金融市场这种大事件的把握更加到位一点，所以我建议大家，既然是财经，就要对得起咱们这个专业，还是要有自己的一点选择，要多看一点，而且要养成一个习惯。



百家言
商学

- 数字化与互联网产生了个性化需求的大规模高效实现——
- 移动互联的商业特征——
- 互联网金融和金融互联网——
- 小贷、P2P和众筹三种模式——
- 关于大数据——
- 传统金融和互联网金融的渠道差异——
- 互联网金融的层次——

解读移动互联时代下的金融变革

· 顾晨炜 ·

个人·简介

上海交通大学应用数学与管理工程双学士、模式识别与智能控制硕士。

1996 年参加以数据决策著称的 Capital One 金融公司任分析师；
2000 年以后相继担任 Capital One 合作金融部高级经理、欧洲大陆区资深风险总监；
2004 年移居香港，任渣打银行零售业务战略总经理，负责个人、中小企和私人银行业务的市场分析、商业智能和策略开发；
2009 年回上海创办信策数据，曾经为多家大型商业银行提供零售信贷的风控和 CRM 策略咨询；
2011 年推出国内首家为零售商提供自主会员制互动营销管理的云服务“来客宝”，获 2013 年“创新中国”春季赛全国第一名；
2013 年 10 月，信策数据并入国内领先的手机记账理财应用“挖财”，丰富其大数据和金融服务功能，顾晨炜出任挖财公司总裁。



在座都是财大的 MBA,但从事跟互联网相关的同学可能不多。你们的情况跟我类似,我也是从金融出发,遭遇了移动互联,所以我跟大家分享一下,我怎么看这个方向,怎么看这个过程。

大概讲几个问题,第一是怎么看待互联网模式,特别是移动互联网的本质;第二是互联网跟金融结合了,目前有哪些主流的模式,我们感觉哪些模式会胜出;最终落到一个具体的案例,就是我现在在从事的挖财,为什么我们认为挖财是比较不错的方向。



壹 数字化与互联网产生了个性化需求的大规模高效实现

我们的商业社会走到今天,我个人认为有两个最本质的趋势在其中,第一个是数字化,第二个是互联网。

一切都在数字化,一切都在连接化,最后产生了个性化需求的大规模高效实现。

所有的商业模式,不管是做餐饮、零售、教育,怎么来看发展的趋势?在小农经济时代,各种各样的需求是满足个性化的,但是效率不高。工业革命使得效率大量提高了。但这个结果导致了标准化,丧失的东西就是个性化。

到了互联网时代,个性化回归了。因为它的效率高,它是一个数字的方式,可以马上就达到。同时它又是个性化和大规模的。根据这个变化,去看每一个行业,过去说默多克很厉害,因为他把《纽约时报》买下来,而报纸掌握喉舌。但是现在有了微博,这个变化就不一样了,整个媒体是在被颠覆的。

从网店开始有很多个性化。你去京东、天猫、1号店买了东西,以后他会猜你要什么,帮你推荐,这是从美国的亚马逊开始的。

你去百度搜一个东西,两个不同的人,从不同的电脑登陆,搜同一个东西,他给你的排序是不一样的,这就是个性化。

我觉得金融接下来也会受这个趋势的影响,就是大规模个性化的影响,而且金融是非常能够被互联网化的,为什么呢?因为它是一个虚拟商品,它就是一串数字,不光是你销售的这些东西是数字,你的风控、产品设计其实都是数字,既然是数字的东西当然可以用数字的方法去做。



移动互联的商业特征

移动互联具备的商业特征可能有的时候是反直观的。第一就是流量,腾讯现在一下子涨到一千多亿美金的市值,在微信之前它只有四百多亿,为什么?因为微信有流量,它还有钱没有赚。现在做一个互联网企业,假设有人给你投资,他一定会按照 MPV 的方式,很大的一块算在流量上。因为这个业务本质上是流量决定一切,有流量以后,就会有有很多的想像空间。

第二有一个入口的概念,这个概念在 PC 上的时候抢得非常厉害,当时有一句话

说“得搜索者,得天下”。马云把雅虎曾经带上来,他觉得搜索厉害,大家都从这边进去找到所有的东西,所以它有一个概念叫入口,但是入口这件事情,到了移动互联的时代,就更加宽泛了。

现在有一个说法,无处不入口。如果你能做一个东西,早上用一次,晚上用一次,牙刷效应,你可能就是一个百亿美金的公司。你做不到牙刷这么厉害,你做一个有稳定需求的产品也可以。

还有就是起步都是免费的。互联网好多事情只想抢流量,没像以前那么急功近利。互联网公司为了防止别人进来,都是不赚钱,免费甚至贴钱,所以这个对资金实力要求很高。如果搞互联网你要考虑这样几件事,流量在哪,入口在哪,我怎么样让这个群体个性进行表达,同时准备好烧钱。



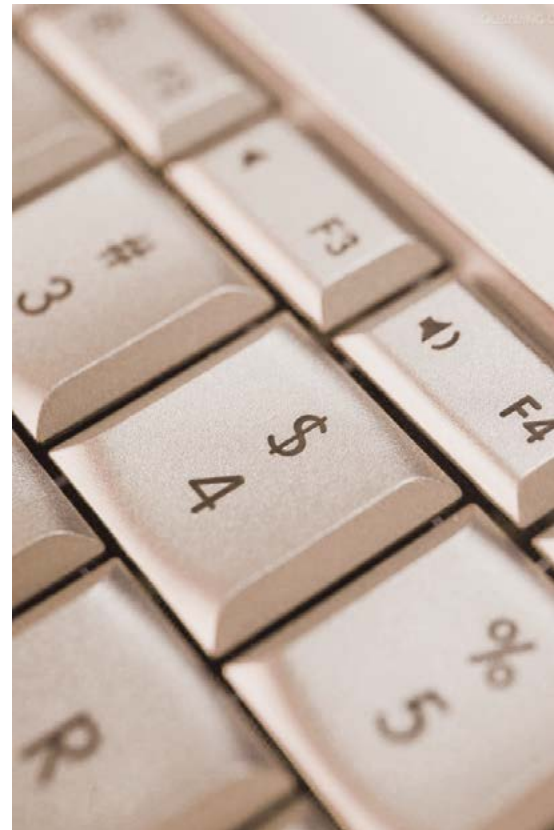
互联网金融和金融互联网

讲到互联网和金融的结合,我们谈谈这些形态,因为现在各种各样的形态非常多。有一类叫做互联网金融,就是互联网企业来搞金融,最典型的就是阿里,阿里做了阿里小贷、余额宝,现在还有想法做信用卡。还有一类叫做金融互联网:我是金融公司,我也在网上搞,看谁会赢。

前一类是互联网公司,比如腾讯。大家都知道微信红包,稍微搞一下一亿张卡就绑上来了。后一类像电子银行,它也想做活跃一点,有不少新的东西在推出,比如民生搞的如意宝,工银也有自己的产品推上来,也有货基产品,做类似于余额宝这样的东西。

当然两者的工具也是不一样的,这一块互联网走在银行的前面。讲到大规模高效的实现功能化,肯定是离不开数据。银行这一块抓得挺紧的。我记得 2001 年我们加入世贸,从那个时候开始,我们的金融业也开始对接国际化,各家银行现在做数据的也不少了,包括 2008 年金融危机之后,我们国内也用上了巴塞尔合规。

当时我接触了各大银行,还有保险公司,我觉得银行的数据团队是不差的,差别在于,他的灵活性和应用适应度,相比电子商务是远远不够的。所以在工具上面,可能还是互联网公司走前了一步,但是银行有很好的基础,安全性也好一点。





小贷、P2P 和众筹三种模式

在金融互联网和互联网金融上面也出现了一些模式，都值得探讨。一种是阿里小贷这种，它本身是一个电商平台，它通过渠道、数据，对商户非常了解，这是一个很大的优势。把这个做起来也做得不错，做了一百多亿。

还有一种比较新的就是 P2P，这在美国比较有名，它的概念是去中介化。对于需要钱的人，银行的东西太贵了，你可以到互联网做的平台来拿。因为有很多公开的数据，这个平台会帮你做一个信用的评

分。另外，你需要投资，不要去银行了，直接放贷款，你也能赚得多一点。

其实在华人社区里面，这个事还是比较多的，但原来只有熟人可以做。而在互联网中，不是熟人也没有关系，所以 P2P 到中国就发展得非常快。

众筹在国内还是属于争议的阶段。众筹两种形式，一种是做慈善的，做一个平台让人捐款。另外一种就是投资相关的，我看这个项目比较好，每人加一点钱，然

后去招职业的人来管理。现在这种说得比较热，但还是初级阶段，到底怎么来管理、风控，还没有探索好。

美国也有这种模式，但还都在探索之中，因为毕竟这种投资是比较高级的行为，VC、PE 都是对投资非常精通的人，把钱放进去，现在来做还是有很多挑战的。我们国家骗子比较多，东西放出来，贴上一个金融互联网的标签，就敢众筹一个项目，大家要警惕。



关于大数据

大数据这个词两年前开始热起来，我记得当时有一个说法，2012 年的数据量是等于人类有史以来一直到 2011 年数据量的总和，而且现在存储的价格已经是过去十年的 0.3%。存储的价格下去，计算的能力上来，数据量指数级地增加，就出现了大数据的概念。原来做很多模型是讲究因果关系，而大数据的讲法是不问因果只问相关。

第一先处理大量数据，第二决策要快。比如在 1 号店，SKU 有二十多万，客户又有上千万，上千万客户对于二十多万个商品，每个人买的又是多个，所以这个矩阵非常大，又非常

稀疏，它要求你处理的速度非常快。所以它的量大，处理速度快，变种又比较多，这个数据还不光是买东西的数据，有很多非结构化的属性在里面。另外就是怎么把价值弄出来。所以在这一块我觉得方兴未艾，真正赚钱的不多，但是大家都看好未来，比如阿里它是三部曲，平台、金融、数据，第一步做了一个平台，现在做金融，未来是一个数据公司。真正做起来可能大的方向是这样的，但比较难。

金融营销还有一块就是风控，这个人会不会违约，也是需要从数据来看的。



传统金融和互联网金融的渠道差异

传统金融跟互联网金融，可以从渠道来看它们的优势和劣势。传统渠道比较强的会有网点，但其实现在大家去网点越来越少了，很多东西都是用网银、电话来做，不过有些复杂的环节，比如要销售一个比较复杂的理财产品，人与人直接接触，还是有网点的优势的。

纯互联网的公司，没有网点，尤其是 P2P 这一块。到目前为止，没有一家 P2P 公司能纯粹靠互联网做大。快的和滴滴打车为什么做得这么快，就是因为他到一个地方，都要接地面部队，那帮人都是阿里出来的，地面部队很强，这是线下跟网点的优势。

当然渠道还有一块很重要的就是支付。以前也有一个说法，得支付者得天。从 2009 年开始有非银行的金融机构的第

三方支付管理方法出来，一直到 2010 年落地，有很多企业像是财富通、支付宝都拿了企业牌照，为什么？其实跟互联网一样，就是拉住了一个钱的入口，靠这个黏住流量，而支付本身其实赚钱是不多的。

现在对于线上来说，似乎成本比较低，所以可以做得出来。这一块也有很多的争议，因为去年开始的类似于货币市场的基金，由于互联网野蛮的做法造成了一种格局。比如一个零风险全流通的产品，收益都可以达到 6% 以上，甚至疯狂到 8.8%，在这种劣币驱逐良币的情况下，其他合理的理财产品是卖不出去的，大家都往高走，而余额宝天弘基金里面的钱又都去了银行的协议存款，好多银行闹钱慌。互联网公司号召力，做一个协议存款就能搞得银行资

金成本推高，资金成本一高，贷款利率就高，这个确实是有问题的。纯粹市场化做出来就是这样的结果，最后所有的成本都转嫁到企业身上。一旦企业接受不了，就可能会出现逆向的选择，比如某个企业的老板拿了钱准备跑路，问题就会很大。

当然还有一类，我们挖财也属于这一类，就是融质类，第三方理财。拿一些比较好的产品帮客户理财，这样的机会也是有的。

合作中竞争，竞争中合作，就是讲互联网跟金融的关系。我个人认为未来会有互联网做金融胜出，也会有金融做互联网胜出，这两者会依然存在，两块都会继续往前。



互联网金融的层次

现在看，所谓的互联网金融其实分成外功跟内功。外功是指流量，纯互联网就是看流量。最厉害的层次是BAT（百度、阿里、腾讯）。之后一层是一些垂直搜索，最有名的是去哪网，他是搜索旅游，但是百度入口。最差的一些就是在上面买关键字的，比如P2P。今天几乎所有的P2P，自己都不带流量，要买流量，买关键词排位。

现在很多基金公司、保险公司都在网上卖产品了，但是它们干的活从流量角度来说，都是比较浅层次的活。贷款有一家叫融360的，他们非常会玩百度的流量，这是做了一个进层次的事情。所谓的旅游超市和现在出来的不少保险超市、理财超市都是属于这个类型，有点小流量的概念。

我们挖财虽然比较小，两个公司合并以后才八十人，但我们觉得自己干的活还是根子上的，为什么？因为我们用的东西是一个独立的APP，我们自己产生流量。这里有一个非常鲜明的例子，那就是在BAT的围剿之下突围而出的360。它做了一个工具而且是免费的，被很多人用，成为根接点上的流量入口，现在一百几十亿美金就出来了。我觉得挖财与360有异曲同工之妙。

百度跟阿里最大的差别，百度的流量很大，但是他没有账户体系，搜索东西很广泛，阿里每一个流量都跟买东西有关，靠钱比较近一点。在挖财，每个人都有一个账户，再把银行卡关联一下，这是有黏性的，所以我觉得我们虽然小，但差别是根和茎的差别。为什么现在不

停地在融资、烧钱，因为互联网就得烧钱，我得改变自己的理念。我们有业务模式，这个业务量上来得非常快。我觉得做流量的三个不同的层次，选哪个层次是你根据业务的情况去选的。

很多互联网金融企业往往停留在所谓外功的层次，介绍自己的流量多大，多少人用。但他们没有提到金融的本质，没有提到所谓的内功。其实他们是最低的一个层次，就是拿产品来卖，只能看成一个代理渠道。所以现在大量的所谓互联网金融的，其实就是做渠道，跟原来打电话卖保险差不多。

中间一个层次，是有一些支付通道了。有些电商品牌，如果支付通道流水都在上面跑，可以看得出平时支付的情

况，它们的机会还是挺多的。

我觉得，最高的层次，不是叫做渠道成本优势，而是综合渠道以及风险识别成本的优势。其实做金融最重要的本质是风险，风险的识别，风险的定价。如果说是零风险也不要玩了，不存在利差了，所有的东西走市场就是。问题就在于信息的不对称，所以我觉得互联网金融，你光追求流量就不要玩了，就交给BAT，因为流量玩不过他们，你一定要有优势能够做到内功，能够做到风险识别加产品组合。

挖财它天生具备这样的内功，上面聚集了大量的用户，这些用户带来大量的数据，而这个数据又跟财务状况非常相关。我们是分析企业，最重要看三张表，

损益、资产债、现金流，到个人其实也要看三张表。

挖财也是一样，我套用诺亚财富汪静波的说法，没有诺亚的人力，我就让电脑帮你算，你大概收入支出，我算得出你的现金流，你把你房贷的情况关联上来，我就知道你的情况。人家很奇怪，你们挖财怎么放了这么多东西，我说一点也不奇怪，你今天钱包里面有什么东西？有驾照、身份证、银行卡、打折卡，挖财也是这些东西，有了这些信息和它们背后的数据，我哪怕只是面对一个简单的抵质押的事情，也能对你了解得很清楚。

看互联网金融，从外功流量的角度看它是属于什么层次，再看内功它是属

于什么层次，你就能差不多知道它的级别。挖财的先发优势是走得比较快，所以有几千万的用户，拿去跟任何一个金融机构谈，都有一定的吸引力。其次我们数据非常全，用户每一笔消费都记在里面，银行卡也能看得比较全。所以我会用一些打标签的方式跟阿里和银行等机构合作。再有就是移动互联，有很多触点或者是入口，也可以合作。我认为要做好互联网金融，内功不可偏废的。

互联网金融有互联网又有金融，两者都不可偏废。最后一句话，内外兼修终成王者。

百家言
商学

- 中国并购的现状
- 美国的五次并购浪潮
- 中国的并购
- 加拿大和中国的并购对比

中国并购市场发展趋势与机遇

· 武 飞

个人·简介

平安信托有限责任公司并购投资总监。

曾任国海证券股份有限公司首席并购顾问、并购部总经理，长期担任和讯网等知名财经媒体专栏作者，著有《中国会先于美国通货膨胀》、《转变观念，“保就业”重于“保增长”，重于一切》、《维护市场稳定，呼唤“同力现象”》等时评文章，在企业资产重组并购领域具有丰富的实践与科研经验。



“

我是一个并购的理想主义者。我从 1998 年在君安证券开始一直在做社会兼并，后来去了平安也是。从一个月开始，我离开平安信托，自己下海做并购基金了。因为并购基金的浪潮已经来了，咱得赶紧游。

我前面先讲一些比较零散的东西，之后再给大家讲一下美国五次并购浪潮，就能说明为什么中国的并购浪潮才刚刚开启。

”

【壹】中国并购的现状

并购说白了，就是买卖公司。你如果买过来一直放着永远不卖，那也是一种打法，但你买过来卖掉，那可能就是一个真正把并购作为买卖的方式。

如果要想买卖公司，把公司做成资产来买卖的话，第一件事就是得有标的。第二件事就是要有钱，这个买卖公司才能成立。

随着 2008 年国际金融危机以后，企业家对中国的形势、企业的形势判断就开始有分歧了。有了分歧，这个标的就开始出现了。还有就是 2009 年创业板开了以后，更多的企业觉得我可以卖了，企业的标的成熟了。大量的企业家看到

了其中的创富效应，这对财富的集聚效应和影响力是非常大的。另外，还有资本因素，我们国家从建国到 2012 年，总共印发的基础货币是 55 万亿。2008 年到 2012 年，就印了 28 万亿。63 年里，一半以上的钱是 2008 年到 2012 年印的，也就是说这个时候货币泛滥了。所以市场分歧和货币泛滥是整个并购市场起来的两个最基本的根源，当然同时辅助的还有我们中国信托的发展。

在过去五年里，信托公司处于爆炸性成长阶段。信托实际上主要就干了一件国外所谓的垃圾债或者高息债的事情。信托产品用各种结构化的方式在保证安全的情况下，给大家高息，解决信

托投资。这样看，信托的发展，是促进了中国的资本的去向。郭树清在证监会当主席的一年半里，大力推进了金融市场的自由化。他的改革就是我证券公司干的一切，你们银行、保险、信托都能干，但是你们能干的一切，我证券公司也要干。也就是说多重性的改革方式把整个金融的篱笆墙全都拆掉了。这样的金融市场化 and 自由化就奠定了一个浪潮的起步。所以整个看来，我认为 2013 年是中国的并购元年，也是中国第一次并购浪潮的大幕。

整体来看，现在中国并购资金不是问题，项目却不够，这是中国并购的一个现状。



【贰】美国的五次并购浪潮

我们来看一下美国五次并购浪潮。

第一次并购浪潮，发生的背景是 1865 年，南北战争结束，整个国家的货币统一。到 1897 年，30 年的时间，基本上跟中国 30 年改革开放差不多，经济发展到一个初步瓶颈期。随着美国的纺织业的扩张，同时伴随美国铁路网的建成，出现了横向并购浪潮。

在这几年里，美国工厂总数的 15% 被消灭掉了。这样的一个并购浪潮，形成了一个规模经济，这对品牌的打响，成本的降低，会有很大的好处，同时也会形成行业的垄断。

典型案例就是洛克菲勒石油公司，在这个期间里并购了大量的石油同行；JP 摩根对整个的美国的铁路公司进行了重组，组建了美国最大的铁路公司，第三钢铁公司；就是美国卡耐基收购了九家企业，成立了美国钢铁公司。这三件事情，尤其美国钢铁公司的成立，对后来美国经济发展起了很大的推动作用。

当然，行业垄断也导致，政府有一天突然发现，所有的老百姓吃的某一种食品全是一家公司的。这个时候，政府就要出面干涉了，就出来了反托拉斯法

案，这也意味着美国的第一次并购浪潮的初步的结束。

第二次并购浪潮则是第二次世界大战结束以后的事情。

在一战以后，美国的经济发展起来了。开始第二次纵向并购浪潮。就是产业链的上下游的并购。在 1926 年到 1930 年这个里边，美国发生了 4600 起的并购案例，就是产业链的上下游的一个并购。被收购的企业，大概有 12000 家。结果就是美国有 200 家公司控制了国民经济的 50%，形成了寡头经济。

在横向并购里边，大量的传统产。而在进入纵向并购时，就会涉及到通讯、商业、金融这些产业链，上下游的东西更加多一点。这里边诞生了一个新的行业，叫投资银行，就是撮合并购的。

这个时候的典型案例是福特。福特汽车通过这一段的并购，形成的产业链，从焦炭，到炼铁，之后炼钢，再到铸件锻造，再到汽车零件，最后到汽车、冰箱、皮革厂、玻璃厂、橡胶厂联合。福特汽车在这个时候，把自己的产业链的下游、上游全部打通。原来是只生产汽车的，但是通过这一轮的并购，开始什么都干。





【叁】中国的并购

二战结束以后，美国完全占据了世界主导，而布雷顿森林体系也成立了，这个时候，美国公司的好日子又来了，就又开始新一轮并购。1965 年到 1969 年的时候，美国发生了 26000 家兼并事件，其中一半是工业公司，基本上每年都有几千家的公司在发生并购。这个时候就是跨行业并购，就是混合并购。

混合并购里面，会有些特点，就是一些敌意收购。为什么混合并购会产生敌意收购呢？混合并购就是我跟你压根就不认识，但是我就觉得你被低估了，我就要买你。所以这个时候，就会产生美国的敌意收购。而 1970 年的石油危机又打破了这一次并购浪潮的。

上世纪 80 年代，是一个融资性并购浪潮。这个时候，产生了垃圾债支付。新兴行业，德日经济对美国经济的一个

挑战。这个时段并购发生了两万多起，规模超过了前面三次，为什么？因为前面三次，都是实业在做并购，而这一次，是融资资产。最典型的一句话，就是《门口的野蛮人》这本书里写的，没有人真正的付钱。

在这个时间，融资并购里面交易的规模，10 个亿以上的项目在 1976 年有 45 单。资产剥离一定是融资并购里第一件要处理的事情。第二是跨国并购，第三就是垃圾债空前发展。这轮并购结束的标志就是经济开展金融低谷，美国的新税制诞生，对银行的监管，破产法的实施。

第五次并购浪潮，就是随着 WTO 的发展，贸易全球化、金融全球化、资本全球化以后，进入跨国并购阶段。跨国并购还有一个重要的东西，就是互联

网的诞生。随着互联网的发展，随着飞机航空事业的发展，跨国并购的成本，就回到了第一次的横向并购。并购金额从一千亿美金不到，到了一万亿美金，十年跨国并购翻了十倍。

这个时候的跨国并购，一定是大规模的企业来做，小规模的公司做不了。然后这个股权支付，杠杆支付，就比较多。当然跨国并购原则都是善意并购，为什么？如果对方不睬你，他可以扛着国家的法律法规来反对你，你基本上是搞不定的。所以做混合并购你可以做第一收购，但是做跨国并购，一定不能干第一收购，一定要对方跟你一条的路，才能把这个事做成。

2001 年的网络泡沫发生呢，这个跨国并购基本上就结束了。

收购兼并是很有魅力的事情，做的好就是一门艺术，但对那些资产没拿到的人，也是件很残酷的事情。比如说上海汽车去韩国收购韩国双龙，收购完了以后，那个公司就套在那了，韩国双龙工人罢工，然后整个十个亿的投资全打水漂，一分都回不来，那这就是一个失败的投资。包括我们收购兼并，比如说同样民营企业做收购兼并，国有企业做收购兼并，差异在哪里？李书福花 18 亿美金把沃尔沃所有的资产，无形资产、收入资产、产房土地全买完了，但是国有企业出去的时候，18 亿美金只能买个图纸回来，别的什么都买不回来。

回过头来看中国的并购。中国的并购现在有好多种打法，第一就是说大家都没干过并购，所以除了实业，就是产业之间自己的并购。比如说我是医药公司，我去收购别人的医药公

司，或者我是青岛啤酒，我去收购别的企业啤酒公司。

除了产业之间的并购，就是以我们这种没有产业背景的人来说，现在绝大多数的人是选择傍一个产业，去帮助他收购别人，跟着他去做二股东。比如说我们现在有一些上市公司要去收购别人，他不会收，那我们去帮他收购别人，这是一个比较安全并购的打法。

在中国，2013 年计划要并购的案例有 5000 家，但是当年干成的只有 2000 家。并购失败有两个原因，第一，我想干，但没干成，为什么？有人出价比我高，大家没谈妥。包括光明上个月在印尼要收购印尼最大的糖厂，大概也是有五十亿的交易额，但是整个合同谈了半年时间，他就忘了在里面加一个条款，结果被别人加了一个亿的价格买走了。这是

属于交易没有做成的失败。

更惨的是你事没做成，钱也花完了。就像上海汽车收购韩国双龙，钱花完了，20 个亿砸进去了，然后最后什么都没有了。然后钱韩国都还给银行了，你也要不回来。基本上国有企业收购都是最失败的案例，民营企业收购都还不会那么惨。民营企业失败的主要原则，不是因为眼光差，不是收购的资产差，而是收购完了以后资金让人断了，后面的钱还不掉，失败了。

中国的情况就是，这个十年就会把美国百年的五次并购全部走完。今天可以看到，上市公司横向并购的有，医药企业现在干的都是横向并购，或者纵向并购，还是产业圈里的整合。至于那些拍电影的拍不出电影了，收购手机游戏，做报纸做不出来了，再去收购一个电脑

公司，这就是混合并购，为了维持股价发生的并购。工业企业，只要这个产业还有基础，他都会去产业并购，是做横向并购和纵向并购。

现在国内的银行，并购贷款已经叫了五六年了，但很多银行连一单并购贷款都没做。不过，并购贷款可能未来几年会起来，在目前而言，在并购过程中，银行资金提供服务是很难的。因为在并购贷款之前，这个贷款是不能用于购买股权的。所

以基本上，早十年，并购和银行是绝缘的，没有任何关系。

现在有一个贷款可以买股权，仅仅适用于并购贷款。也就是你自己先投 50% 的钱，银行再给你配 50% 的钱，而且你那个标的要很好才可以，因此银行在目前的并购市场也是没有作用的。而信托在并购市场，开始有点小作用了，就是信托的营销能力强，可以把产品卖掉。但是现在信托能够卖的，会以固定收益为主，然后会以

两到三年期的为主，解决不了并购资金里面长期性的问题。但这些都都在转变，就是可能今天我讲这个话，明年就会发生巨大的变化。我的感觉是，2014 年中国就是颠覆的一年，国家政策在颠覆，市场经济在颠覆，经济方式在颠覆，商业模式在颠覆。



【肆】加拿大和中国的并购对比

最后再讲一下加拿大的并购和中国的并购的对比。2006 年到 2009 年，中国的以全资本为主的并购，占到了 32 例，但是加拿大是 508 例，就是整个三年的时间，并购作为一个资本，在中国是非常不活跃的。看债务工资，就是杠杆比重，加拿大的并购，你想发放并购贷款，根本就没有限制的，你随便。但是在中国呢，没有并购资金，没有说过并购贷款可以发给并购资金的，没有这个杠杆的涉潜。那么在加拿大做并购的话，自由资本只要有 30% 就可以拿到 70% 的银行贷款。那么中国按照并购贷款执意来说，也是一比一，就是 50%，杠杆的权数，加拿大杠杆的权数基本上

是在 5 倍以上，就是一个亿的钱，可以做五个亿的事。

而从发起主体来看，在中国，绝大多数是上市公司或者产业，自己去干的，而在加拿大和美国，基本上都是同行撮合。就是我告诉你你应该卖给谁，是一个媒婆。但这个媒婆的作用很大，促进资源的优化配置重新整合，不管好坏，把并购撮成了，然后投资银行收钱。加拿大同行的服务收费，可以收财务部门的费，然后我又给安排钱了，过桥融资费，我给发了垃圾债务，还有发债券发钱费。而在中国只有顾问费，同时顾问费的成功率还很低，



因为他的钱不够做不成这个事，这个事的成功率就很低，你收到的钱就很少。

加拿大立法鼓励并购，并购的成功率就很高，而中国的成功率就很低。在我们国家并购现在还是政府主导，民营是很弱的。有一个很重要的东西，就是刚才涉及到炒股票的事，加拿大是这样的，如果你有内幕交易，事后会严惩，犯错的成本非常高，你可能就直接搬进监房了，而且他的并购很简单，决策就是两三个人的事，并且决策效率高，所以知情人少。但在国内的很多国有企业的并购，都是让国资委批，集团董事会批，

这个流程走下来一个月，然后再签一堆字，所以向光明这种，谈了半年，准备签合同了，前天晚上被人撬掉了，这种事情就属于丧失交易。

加拿大重视中小股东保护的权力，所有的并购的股东大会，必须有 20% 中小股东参与投票，但是在我们这，很多的股东大会是没有小股东的，所以在这方面股东投票的保护机制不好。

我们当时就感觉到并购基金未来会成为我国并购市场的重要发展趋势，然后国家一定会大力发展并购贷款，银行

也一定会走向到并购贷款这条路上来，银行的房地产贷款越来越萎缩以后，如果不介入并购贷款，银行也会受到影响。第三就是上市公司的并购手段支付，现在上市公司不是要掏钱来做并购，它们只要给你发股票就行了，这个就是促进并购业务发展的很重要的东西。上市公司就是一个印钞机，我可以创造钱来收购你。

百
家
言

商学

做投资需要先融资

招商银行的定向增发

苏宁环球的定向增发

投资心得

从实战案例谈证券投资的艺术

季敏波

个人·简介

上海财经大学博士、复旦大学工商管理博士后。

原西南证券副总裁兼投资管理部总经理。

历任浙江丝绸工学院经管系副主任、副教授，原吉林省证券公司上海研究部经理，东北证券有限责任公司上海资产管理部总经理，中国证券业协会第二届证券分析师委员会委员，上海汇宏投资管理有限公司总经理，西南证券有限责任公司总裁助理兼投资管理部总经理，西南证券股份有限公司副总裁，在证券投资领域具有丰富的实践经验。



今天的讲座想分三个内容。第一个是投资之本。这一部分想介绍一下我们花多少钱来进行投资。第二个是介绍投资的案例。还有一个是投资心得，这是我个人的一些投资方面的想法，和具体的一些思路。

壹

做投资需要先融资

做投资最重要的前提和物质条件是什么呢？就是先要有钱，有本。本钱是进行投资活动的前提，那么用多少钱来投资是我们开展投资活动遇到的第一个问题。

我要重要介绍的是除了自引资金以外，还可以进行适当融资。这些借来的钱确切地说是适度负债。我觉得借钱投资要克服双重的心理障碍，有两种障碍是要克服的。

借钱实际上宏观意义上实现了更科学的资源的有效配置。对于出资方来说，

也是资产、资金得到了更好地回报。它对出资方、出借方和借钱方来说，实际上是一个双赢的合作。所以应该克服借钱的心理，羞于谈钱、羞于借钱，你是不可能或者不容易快速长大的。

第二个就是要克服投机的心理。我们可能接受借钱了，但是炒股票是很投机的。我不认为投机是一种贬义词，而是一个中性词。我认为投机就是投资于机会，它不取决于我们投资或者投机的时间长短，而是是看结果的，盈利是关键。投机成功就是投资，反过来投资失败就是投机。

如果我们接受了可以借钱，可以投机或者投资。那么什么叫适度负债？借多少钱算是负债的？我认为主要取决于四个因素，我倒过来讲。

第一个是看投资能力。究竟借不借钱，借多少钱适度取决于你的投资能力。如果你的投资连资金的成本都负债不了，那你是不能借钱的。投资能力是决定你借钱的规模、借钱的时间、借钱的力度。

第二个是筹资能力。现在所有的正规的金融机构，银行也好，信托也好，

基金公司也好，做的都是钱的买卖，借钱渠道是很多的。

对借钱的理解，我还要再加强一下。我认为借钱也还可以拓展一下它的内涵，借钱不能光是你的钱借到我的口袋里来，而要理解为借用他人的钱。换言之说不是完全地同语反复，钱还可以在你口袋里，我可以控制、我可以用就可以。所谓的财富不在于拥有，而在于控制。

最后就是能不能借到钱，取决于你这个人，取决于你过往的业绩，取决于你这个人的信誉，取决于你的人品，取决于你的人。总之筹资应该是作为一门大学问，如果你想做一个投资界的人士，这是必须在不同的新的情况下进行创新和设计的，取得目标低成本的资金。

第三个我想讲一下风险承受能力。凡是投资都有不确定性，不管是政治的也好，经济的也好，市场的也好，企业的也好，流动性的风险也好。我个人对风险投资的理解是这样的，我认为风险就是亏钱，亏钱了就是有风险。

那么风险承受能力就是看你承担亏

损的能力，两个层面，一个是心理层面。第二个经济层面。强调风险并不是说我们做投资，一点风险都没有，而是看你能不能承受得住风险。

现代投资组合理论认为实际上风险是带来收益的，高风险才有高收益。那么更进一步地说，我觉得风险是看你怎么去把控，看什么人去把控的。这是关于风险的认识，承担风险。

第四个影响因素就是生命周期。如果考虑跨期的因素，你理财就不完全是现在的钱，也不仅仅是闲钱，而是要对一生的收入、支出进行总体的规划，谋求一生整体的回报。

所以适度不适度，第四个因素就是看你处于一个什么样的生命周期。咱们在座的多数都是非常年轻，那么年轻就是资本，年轻就是可以打拼，我觉得也可以适度地负债。

这是关于投资之本。说白了，就是一句话，投资的钱是你一生有能力管理的钱。如果要对第一个阶段做一个总结，投资前提就是要有钱。这个钱不仅

仅是闲钱，也不仅仅是现有的钱，也是可以适度负债的。考虑未来对一生的收入、支出进行总体地规划，谋求总体地投资回报。而所有的这一些取决于你的人品、你的能力，包括投资能力、筹资能力和风险承受能力。所以认识自己，自己是什么样的人，也是你投资之前的一个很重要的前提。



貳

招商银行的定向增发

我们有一个真实的案例，2003 年的三四月份，招商银行一年前的定向增发。我们就是借了 4 亿买了 5000 万招商银行，价格是 9.2 亿，前后半个月把它全部卖掉，平均卖出价格是 12.3，大约 1.5 亿多。扣除成本，扣除交易费用，平均获利 1.45 亿。怎么运作的，东北证券是这个主体，这些股票、市场是它连在一起的。

第一个事情是借钱，这个钱最终的是向一汽财务去借来的，借了大概 4 亿。第二个是解禁法，就是当时新铜厂和其它的九家公司加起来是十家公司，一般性发行是十家，十个名额，十家公司就在一年前买了招商银行，然后一年后这个股票可以上市，解禁了，可以上市了。但是它因为可能对根据市场认识不是很清晰，

他不想在二级市场上去卖，他愿意整体上转让给人家，这个是新铜厂，是深圳的一家公司。还有 2003 年的证券市场。主体就是这么几个，那么下面就是来逐步介绍，当时我们是怎么进行决策，怎么进行风险控制，怎么进行操作的。

定向增发，是一种债融资的手段，已经上市的公司，再向市场融资就是再融资。作为已经上市公司再融资的手段，向符合条件的少数特定投资人，通常是找十个人，非公开发行。发行价钱有一定的限制，发行价不得低于公告前 20 个交易日均价的 90%。中国的证券市场，我个人觉得管制还是相当的严格，强化程度不高，不是说我找到十个人，你们要我就卖了，要经过很多很多的审批什么什么的。这是第二个发行加重价值。

第三个发行股份是十个月内不能转让，这就是为什么招商银行我说解禁，他是一年之前买的，因为他是 12 个月之前买的。就是 12 个月不能转让，如果是控股股东呢，他要锁三年。定向增发这个市场，是非常赚钱的市场，你二级市场做股票，在多数情况下，是做不过定向增发的。

我个人的体会，证券投资最大的风险是选错了投资标的。好的公司，遇到了经济危机，也可能和其它公司一样泥沙俱下，恐怖了它也跌，但是危机过后，它应该还能够回到应用的价值，而差的公司可能就回不到。

那么我们为什么敢买招商银行？招商银行我算发起人之一，我认为它市场风险不大。

第一个治理结构。招商银行有相对比较合理的治理结构。招商银行它本身在深圳，相对来说这个市场化程度比较高一点，加上招行的股权是非常分散的，所以他的治理结构还算比较合理，股东的利益它还是考虑的。

第二个就是运作透明。招商银行不像那些老的工农中建交成立了很长时间，它是很新的一个公司，它的历史包袱是比较有限的，就是里面的烂帐是有限的。

第三个垄断经营，有护城河，比较高的成长性。垄断经营简单就是有特许权，有钱我们也不能做银行，民营银行到现在为止，只是试点，少数开放。相当于它有一条护城河，把别人都阻在了外面，就能够维持相对长时间的利润。而且从过往的情况来看，招商银行，它还是比较有实力和活力的银行，相对来说有比较高的成长性。

第四点成本优势，就是买得比较便宜。我们当时用了两年的数据，来算两年以来所有持有招商银行的人的成本是多少？算出来是 10 块多一点，如果我们能够用 9 块多买到，相当于我是站在这两年的防空洞下面，我成本有优势，比较安全。

第五个理由就是个人偏好，就是说，常常把银行股放在自己的自选股里来，经常关注，经常看。所谓的不懂不做，不熟不做。当你不知道自己做什么的时候，才是有风险的。

还有一个理由就是我对这种方式比较熟悉。可能几乎没有人知道一级半市场，一级半是从别人那里接来股票，我再进行操作。不是完全的二级市场，不是我们完全从市场里买的，也不是从 IPO 首次发行里买的，一级半市场就是介于这两者之间的一级市场。





我个人认为，所有公开的信息都已经反应到市场里了，它就不会再成为利空消息。所以真正它解禁上市时，冲劲就不一定很大了。正是因为有这两点，我们才敢下决心做了招商银行的股票。

具体的运作过程三个阶段，第一个阶段就是借钱。当时我们选择了剑走偏锋，利用了制度漏洞。当时的债券，叫做集中托管。就是你买的债券，我买的债券都在东北证券的账户上体现，这个就有漏洞了。因为如果你的债券买来在你的账户上体现，我要挪你的钱，那个风险就比较大。刚才我说了，只要借用，不一定是所有权转移。就是债券是你的，所有权也是你的，但是债券派生或者延伸出来的回购权是东北证券，就是你做回购也在东北证券这个渠道上做，你不做，那些债券放在那里，你相当于放弃债券的回购权，那么我就可以用。

当时正好有一个很好的机遇，就是一汽下面的财务公司，本身有很多的资金，它在东北证券那里大概有 20 亿左右的债券，我当时应该是说三个月左右你别动，我帮你用来做回购，如果你再去做回购，这个标准券就不够了。最后他答应，这个期间，他留出多少额度来，暂时不动，相当于这个债券是它的，但是它把这个期间的回购权，让渡给我们，而在这个使用的过程中，有这个集中托管制度，甚至是一点影响都没有的，因为在他账户上，还是有这么多债券，只是我们把它进行了折合标准券，然后进行回购。因此整个这个期间，成本是极其低廉的。

因为我们用的时间很短，半个月左右出清。简单来说，如果是借了 4 个亿，5% 的回购利率，相当于借钱的成本，如果我们理论上计算的话，大概是 80 多万，

因为没有卡得那么准，可能要提前一点准备，或者后面还的时候，有个过程，实际上可能一二百万。

第二个内部怎么把这个决策过程走过来，也是很有讲究的。

领导更关心的是风险。我总结下来有三个方面的风险，第一个，就是这五千万股是新通产名下的，当时还属于未解禁股，还没有上市流通。那么它就那不能够进行大宗交易，更不能进行二级市场的对倒。我们就想变通折中的办法，把他的股票托管到东北证券，这个有点像房子还是你的，但是我们先住进去了。就是通过托管这种方式，把它的第一个风险，就是无法过户的风险消除掉。第二个，就是赖账。为这个股票在他的名下，卖掉也在他的账户上，他不把钱还给你，这也是很讨厌

的事情。我们其中一个主体是新铜厂，是一个大的国有企业，国企赖账的可能性是比较低的。

这两点实际上都是解决信用风险的，因为中国的商业环境相对比较差一点，所以说这个是我们首先要考虑的问题。

最后投资决策委员会通过了，钱也有了。那就要有券，就得买到这五千万股。因为一年之前就公告过，十家公司买了五亿股的股票，每家五千万股。大概在 2003 年过完春节以后，我们就逐一了解这些公司，有没有出售的意向。之后锁定了两家公司，最后就跟新通产公司达成了协议。

谈判的焦点有三个：

第一个钱、价格。双方均衡的价格就围绕着当时的二级市场的价格进行博弈。我们当时的底线是 8.5，后来对方加上去，8.8、9 块，最后是 9.2 元，这个事情是签订合同过程之中进行的。而签订合同是在 3 月底，他卖给我们时候，二级市场的收盘价已经

在十块钱左右了，我们已经是浮盈将近五千万了，我一直担心他不卖了，但对方决定卖，所以最终是这个价钱。

第二个是付款方式，因为我们最初资金有限，想分期付款的，付 20% 保证金，最终因为竞争很激烈，他就要求一次性付款，实际上在早期的所有的挣证券市场都是百分之百保证金的，所以中国证券市场，创新还是有很多很多机会的。

过户问题，最终是通过托管、变通来实现保证我们的相对的安全。

做招行项目，我觉得有三点经验可以总结。

第一点，机会是给有准备的人。如果我对增发市场不了解，对一级半市场不了解，对招商银行不了解，那么恐怕这个机会就飞了。

第二个，投资是有风险的，但风险是可以规避的，在风险承受范围之内，适度地冒险是有高额回报的。

第三能不能借到钱，能不能买到券，最终还是取决于做人。做事先要做人，你先把钱给解决了。



叁 苏宁环球的定向增发

第二个例子又是一个定向增发。2008年11月19号，西南证券买了3000万股的苏宁环球定向增发。5.7元，一年之后，2009年的12月3号上市，价格是15到16块，我们卖掉获利是百分之两百多，投了1.7个亿左右，赚了大概4个多亿。

2008年的经济环境不好，我们买的是苏宁环球，是民营地产公司，这个风险是很大的。

当时为什么敢下这个决心？第一个，对南京房地产行业还是比较有信心的，泡沫程度还是比较有限的。第二个，它具有清算价值。苏宁环球是有清算的，西南证券就成为苏宁环球的股东，我是觉得可以的。第三点，就是熟悉。苏宁环球是我们比较熟悉的公司之一，所以我们敢下注苏宁环球。第四个理由，大股东参与。定向增发有10个名额，除了我们参加以外，大股东也认同，大股东认购是一个很重要的信号。因为大股东

对公司的了解要远远比你证券行业研究员了解程度要高得多，他都敢买，你为什么不敢买？第五，也是最有特色的，方案设计非常合理或者说方案设计对我们有很重要的保护。这里面我们做了两件事情。第一个，我们跟苏宁环球谈好，我买了你的定向增发股票，一年以后，如果我觉得我不想二级市场卖，我就卖给你，你必须买回去。苏宁环球承诺要回购自己的股票，收益给我们6%相当于贷款成本，再加上1%相当于误工费。

我们要解决的第二个问题，质押。最终选择了股票质押。也就是说对方拿出一比二的比例来质押股票。你如果一年以后不回购股票回去，我就把它卖掉，补充我的成本。实质就是 I 得到了一个看涨集权，一个债权。一年以后上市了，如果它股票好，就像后面我们真实的情况一样，那我就自己抛了。如果一年以后不好，我就要你大股东回购回去。你大股东不回购，那么我就卖你的股票来保我的本。这相当于西南证券旱涝保收，

正是因为有这个方案的设计和保障，领导就比较容易接受了。所以最终内部决策也是得到通过了。

上市以后，5块7变成了16块多，最终我们把它卖掉，大概赚了4亿多。

我觉得这个项目最大的特点就是方案设计得比较合理，或者是对我们比较有利，安全得到保障。

总结一下，关于这个项目。第一，就是公司的内在价值是投资的基础。要想着你就是准备做股东了，你敢下注。第二，投资方案要满足交易双方的需求，根据交易双方的需求进行创新性的设计。第三，长期投资可能会比短线交易有更高的收益。苏宁环球我们买完以后，也曾经套牢过10%左右，最后由这个被逼的长线投资，变成了相对高的收益。

肆 投资心得

最后介绍一些投资心得。首先就是我们要遵循一些理念，或者是一些心得。理念就是说，你要重视投资的内在价值。

第二个，就是怎么衡量这个内在价值，有这些指标，市盈率、市净率，筹资机制、或者清算价值，我个人最看重的是市盈率。市盈率，表面上看是股价除以每股收益，但我更愿意把它这个经济利益拿来理解，我把买股票视为一种投资，那么市盈率就是这个投资的投资回收期。

第三个是金字塔买入、倒金字塔卖出。这个比较难，就是你一般除非特殊情况，都不要轻易满仓，要保留有一定的仓位、一定的资金。

滚动操作，就是你买了，中间肯定是有波动的，适当的参与这个波动，适当的少量赚一点钱，来摊平你的成本，这是可以的。但是怎么算差价，多大的差价你可以进行滚动，这个是有讲究的。

还有一个，就是复杂的事情简单做，简单的事情认真做，重复的事情创造性的做。你不要把这个证券市场，这么复杂的事情考虑的很复杂，尽量把它考虑简单点，选择你熟悉的公司，熟悉的股票，做你熟悉的事情，认真的做，创造性的做。

下面一个，充分利用市场缺陷。中国的证券市场，是很不成熟的，很多的无风险抗力机会。

最后，是心理账户。

具体怎么操作呢？就是市场需要什么，你就给予什么。当所有人都不想要股票的时候，你就把钱给他，股票拿回来。当所有人都想买股票。那么，你就把这个股票给人家，把钱留在自己手里。

还有一个补充，就是入场的时机，总是有一些信号的。比方说，破发，破发行价，破进，所有人都不敢买股票。还有比方说新低，不断的新低。还有就是这个市盈率低到产业投资者都愿意买了。还有破层次价值，就是说这个股票，如果我全部收下来，私有化，然后卖掉，比我现在的市值要高，我觉得就是可以入场的时机，尽管现在中国没有这种恶意并购，但至少你认为它是值得你持有的，你愿意去做它的股东，那么，你就可以考虑就是进场。



上财商学院 MBA 职业导师陈登科： 倾情公益收获精神财富

“你的人生目标是什么？有没有想过，八十岁生日时，自己会收到什么样的生日礼物？”

这个看似宏大，却又能触动每个人内心的问题，是陆逊梯卡（中国）投资有限公司信息技术总监、上海财经大学商学院 MBA 职业导师陈登科接受采访时的开场白。陈登科曾经这样问过自己，对这个问题的思考促成了他与慈善事业的长久结缘。

2008 年，陈登科参加富兰克林·柯维公司的“七个习惯”培训，“当时我就在想，我这一辈子要图个什么。我觉得我的人生目标非常清晰，就是想到八十岁的时候，我还可以帮助很多很多人。”从那时开始，陈登科心中的慈善梦渐渐清晰。7 年来，他在热衷公益，投身慈善的路上越走越坚定。

结缘慈善，公益融入企业文化

陈登科所在的陆逊梯卡公司不仅是世界知名眼镜设计、制造及销售商，并热衷于公益和慈善事业。公司以 Ray-Ban、Oakley 等优秀的眼镜品牌闻名全球，还拥有众多授权品牌，如 Channel、Prada、Burberry、Dolce & Gabbana、Donna Karan 等。

2014 年，陆逊梯卡的销售额达到 75 亿欧元，全球员工约 76000 人，全球门店约 7000 家。它每年的眼镜生产副数约为在 8000 万副，相当于每天 20 至 30 万副的生产量。谈到陆逊梯卡的事业，陈登科非常自豪：“不管消费者去哪一家眼镜店，包括上海的一些著名眼镜店，里面卖的高端眼镜，大多是我们公司的产品。”

而更让他倍感自豪的，还有陆逊梯卡在慈善公益方面的长期付出，“我觉得一个企业到底有多大的能力，其销售和盈利能力并不是唯一的考量指标，还有至关重要的一点是，当企业的发展步入正轨后，能为社会贡献多少。”

陈登科介绍，陆逊梯卡的“One Sight”项目是一个面向全球的大型公益活动，至今已经持续了三十多年。在亚非拉等贫苦地区，很多学生和老人，或者因为理念滞后不愿意戴眼镜，或者因为配戴的眼镜与实际症状不相符，极大地影响了健康和生活。陆逊梯卡“One Sight”项目就是为全球贫困地区的人们送去一场场免费义诊，帮助那里的在校 生、青少年、老人们验光，并免费配镜。同时，为他们提供相关的眼部保健知识。截至 2014 年，陆逊梯卡的“One Sight”

项目已经帮助了全球共计 563 万人，包括为患有白内障疾病的人做白内障清除等眼部手术。，陆逊梯卡所送出的每一副公益眼镜都是邀请知名眼镜专家参与验光配镜，每副眼镜的平均成本超过 100 美金。

此外，陆逊梯卡还和一些高校开创了新型合作模式，比如与斯坦福大学合作的涉及边缘区域的“REAP”项目。陆逊梯卡试通过戴眼镜与不戴眼镜的两组学生的对比，研究戴眼镜对学生的视力的影响到底是正面负面。此外，项目组还搜集整理了大量数据，研究分析佩戴眼镜对学生提高成绩的帮助。陈登科介绍，这个项目已持续了两三年，为青少年视力保护解决方案提供了难得的一手数据。

在中国，陆逊梯卡每年也会组织很多公益活动。2014 年，陆逊梯卡在青海

向牧民捐赠太阳镜。陈登科介绍：“青海地区牧民经常受太阳直射，患白内障的可能性很大，我们当时送出了六千多副太阳眼镜给牧民们。去年，我们还在东莞和陕西榆林地区帮助学生配镜，全部加起来有上万副之多。”

在这一系列公益活动中，公司的员工特别是很多年轻员工，深深爱上了公益慈善。无论是参加公司的公益活动还是自己日常行善，都不觉得有所负重，而是自愿践行，这种精神成为企业文化的一部分，在员工中传承发扬。通过这些公益活动，员工个人也获得了精神成长，丰富了心灵，成为人生经历中难得的体验和经历。



反哺母校，资助青年实践

作为上海财经大学 MBA 校友和上海财经大学商学院 MBA 职业导师，陈登科觉得，与自己十年前读书时相比，现在的商学院在教育教学和学生服务等诸多方面都有了非常显著的提升。对于学院用心主办的众多职业发展课程、讲座、学生活动，还有校友会联谊，以及其他很多帮助学生拓展自己知识领域和社交人脉的活动，陈登科认为都非常好，希望学院能继续坚持和推广。回忆起在校时，导师劳帼龄教授的严格指正与悉心关怀，陈登科感慨地说：“学子的幸福以及对母校的感恩，一是来自于在学校时享受到的各种指导和服务；二是来自学校教师与职员的敬业与爱心。就前者而言，随着时代进步，现在的学弟学妹比我们那时更幸福；就后者而言，老财大师生的严谨学风得到了很好的传承，这让所有的财大人感到欣慰和骄傲。”

为了反哺母校，陈登科连续五年出资在上海财大设立职发课程奖学金，并亲自担任讲师为莘莘学子传道授业解惑。“就创新思维能力与解决复杂利益问题的实际能力而言，不少 MBA 在校生还是有所欠缺。我希望通过出资等方式，鼓励学校多一些体验式教学和商战模拟，助力学生职场竞争力的提升”陈登科如是说。

对于各界的赞扬，陈登科显得非常低调，他表示：“为入学新生设立职业发展课程，是一项具有创新性的教学实践，我能尽一些微薄之力，亦是心之所愿。”

在陈登科的积极推动下，陆逊梯卡与上财商学院建立了多层次的战略合作关系，多位陈登科指导过的财大毕业生，也先后加



入了陆逊梯卡大家庭，有的在工作上已经能够独当一面。这种深度校企合作，实现了雇主、学校、学生三者之间的共赢。

在陈登科看来，帮助人有很多方法，对于那些温饱和学习问题都还没有解决的人，提供经济上的支持是当务之急。“我现在只是在自己力所能及的范围里为他们提供一些帮助。”陈登科说，“我的收入要还房贷，也很紧张，但如果我知道哪个地方有学生因为贫困上不了高中，每个月我可能会咬咬牙省出几千块钱，来帮助他完成三年的高中学业。”而对于学生和下属，陈登科则通过帮助他们制定职业发展规划，让年轻人们有更大的进步。

作为职业导师，陈登科认为，对年轻人最好的帮助是前辈的言传身教。他对自己的职业规划也有着清晰的认识和更高的追求，作为一个 IT 男出身的工商管理硕士，陈登科期待自己能通过陆逊梯卡的平台，在精准营销、线上线下运营和数字化方面有所突破和更大的贡献，成长为一名企业 IT 的决策者。

陈登科的慈善故事还有很多，他曾经照顾过近百名流浪汉在节假日时能吃上热汤热饭，也曾经通过个人影响力帮助数十位素不相识的应届毕业生找到与自己能力相适的心仪工作……陈登科认为，自己在慈善事业中收获的正能量，是自己宝贵的人生财富，这份精神财富，不仅鼓励自己投身公益、热心慈善，更激励自己在事业上勇于开拓、扎实前行。

上海财经大学—美国韦伯斯特大学合作举办 工商管理硕士（MBA）学位项目

精英教育：知行合一，感恩社会
“STAR” Education : Sight, Truth, Action, Responsibility

上海财经大学-美国韦伯斯特大学合作举办工商管理硕士学位项目，即上财商学院国际MBA项目，是最早获教育部批准的中外合作学位教育项目之一，自1996年连续招生至今。采用美式申请制，由学校自主招生，无需参加全国联考，全面考核学员的综合素质，管理经验及英语应用能力，择优录取。毕业后获美国硕士学位，中国教育部学历学位认证。

2015年入学安排：6月13日（第一批），12月26日（第二批）

活动预告 Activity Notice

2015年两会后我国财税新政的思索和对策

今年两会后我国财税出了不少新政，最为突出的表现为：“营改增”落地、“不动产登记”结束、“延迟退休制度”、“计划生育国策改变”、“经济身份证”颁发，以及多项税种的改革。这些财税新政到底对国有企业、外资企业、民营企业（含小微企业）以及法人分别有哪些重大影响？企业应该如何应对？与广大位居企业领导层或中坚力量的MBA学员又有哪些关联？如何为企业争取到有利条件进行合理避税？小微企业是否能够争取到国家财税方面的扶持？

财税专家黄天华教授将于6月13日（周六）做客上财商学院国际MBA项目（iMBA）第二课堂，为我们一一解读并现场支招。

时间：6月13日（周六）16:30-18:00

地点：上海财经大学（中山北一路369号）商学院MBA大讲堂

项目咨询

上海财经大学商学院国际MBA项目招生办

咨询电话：021-55968289, 65369770

邮箱地址：cong.li@mail.shufe.edu.cn

微信平台：上财商学院IMBA

更多详情：<http://cob.shufe.edu.cn/IMBA/Details/4099>





上海财经大学商学院



中国上海市中山北一路369号 地址

200083 邮编

cob.shufe.edu.cn 网址

学院微博 weibo.com/sufecob

学院微信 上海财经大学商学院