

# 凯雷：投资策略中国“变脸”

备受关注的凯雷入股山东海化集团事件吸引业界视线近一个月，但由于山东省国资委的坚持，山东海化今日公告称，双方签署合作备忘录已经失效。分析人士认为，三十天的期限或者意味着凯雷在等待，或者意味着其背后其它替代性的组合拳即将推出。



凯雷集团董事总经理及创始人 大卫·鲁宾斯坦 资料图

◎ 梁瑞芳

凯雷在中国的投资思路有着明显的演化过程。首先，从凯雷以往在海外的投资经验来看，相对更侧重于传统行业，多关注资源性企业、拥有核心技术的企业以及行业龙头。但到了国内之后，凯雷的投资方向有了一些审慎变化，开始定位于看重在中小型国有企业上的机会。特别是谈判徐工项目近两年半以来一直处于悬而未决的状态，这也成为凯雷投资中国的前车之鉴。与山东海化的合资可以被视为凯雷投资中国企业进入第三阶段的标志：从以往的基本是非得到控制权不谈，到现在的注重合作机会这样一种更加务实的态度。

凯雷目前的做法，意味着与其之前特别强调对投资对象控制的原则相比，有了一个明显的变化。通过前几次的尝试，凯雷也意识到控股资源性的中小型国企势必伴随着政策性规定等微妙的“中国因素”起舞。为了达到取得介入优质资产运

作机会的目标，凯雷也在谈判中对原有的控制原则有了一些弹性的变化。

对凯雷来说，在寻求海外购并的过程中，本次通过“合资公司”的方式与海化进行谈判，也有利于其在国内开展业务，从这层意义上，这种转变更有利于双赢。

## 合理看待硬币的两面性

但个人认为，既然双方愿意合作，说明应该是对双方都有好处，所谓合则两利。然而通过以往的经验，企业在接受专业投资公司或投资合作过程中，通常会表现出它天真的一面。对国内企业来说，看中的是外来者在资本、管理等方面的优势，但在达成合作之前，或者在形成利益共同体之前，企业不得不更多地考虑硬币的两面性问题，即在获得合作方优势的同时，也必然伴随着相应的代价。这个问题对国内企业来说是需去审慎关注的。

合资，并非一方对另一方的收

购而是双方的合作。那么既然是合作双方，无论是合资前还是合资后，合作的精神很重要，但独立的意识与探究的精神也同样重要。合作所以称作合作，就意味着企业永远不能把另一方看作是自己可以依赖甚至可以依附的东西。这就意味国内企业在进行企业规划、运营和管理等各项决策时，端正好向合作方虚心学习紧密合作的态度，同时不可放弃自己的独立性。

此外，过去国内企业常常有在谈判中以及谈判后磨合过程中很多问题不说清说透的习惯，这种习惯不是好习惯，不值得保留。事实上，在合资公司正式运作前，争论和磨合的过程都不可少。所以我们提倡要有合作的精神，但分析甚至辩论的态度也要有。不能因为说对方在某些层面比自己强，所以就一点争论的声音都不能有，一点辩论的方法都没有。

根据经验，在民营与国资或外资与国资融合的过程中，在主要的协议没有达成或主要壁垒没有突破

之前，不可否认国资有一些自己也无法控制的因素，比如政策壁垒何时能突破这种强硬性的规定。对任何投资公司来说，实际都要做好一定的心理准备。

中国在最新的全球市场投资吸引力评选中仍保持 48% 的高票领先，成为对投资者来说世界上最具吸引力的国家之一。中国的这种吸引力不但很高，而且我们判断中国的优势仍将长期存在，比如我们预计未来 10-15 年内中国最佳投资地位的地位不会变化。这也成为凯雷等投资机构等国际投资者明知目前进入成本较高，而且普遍对国内政策控制多有怨言，却仍然愿意进入的重要原因之一。

## 凯雷仍在等待时机

在以往的并购谈判中，谈判双方一般都会强调各自的优势，比如海化强调自己在满足未来行业需求方面的巨大机遇，而凯雷则强调自己在资本市场和管理能力方面的优

势。目前主流意见都认为本次合资对海化的利好因素很多，海化希望借助凯雷丰富的并购经验和资本实力，对自身所处的发展期带来更多帮助等等，却忽视了企业吸引投资所要付出的代价以及更深刻的影响。

我们应该看到凯雷的投资模式极具优势，它的每项投资基本都能盈利。对于一个实际上很强势、而且也具有极强控制能力的企业，它暂时的策略调整并不意味着示弱，更不意味着真的它就变弱了。在投资的游戏里，永远不要认为投资者的钱是“傻钱”。谁要是这么认为，谁将很可能成为最后买单的那一方。

目前国企在吸引海外战略合作伙伴方面的经验也有了很大的提高，不再像改革开放初期那样缺乏相应的合作意识，经过二十七年的经验教训，也具备了相应的项目意识。现在国资委等部门在主动权暂时还没有转交出去的前提下，通常会持一种审慎的态度。因为毕竟做投资是真心白银，在谈判最终尘埃落定之前还可以进行很多的协调，但目前还很难判断。

目前来看，凯雷与海化的合资，更多是一种实验性的模式探索。凯雷也有足够的耐性来等待时机。而从前期释放出的信息看，合资备忘录一般也不会只有短短三十天的期限。这也意味着凯雷可能等待一个在当地国资委控制之外的外部形势的转变，寻找对它有利的方面。此外，个人认为凯雷为海化上涨的股价买单的机率很小。三十天的期限或者意味着凯雷在等待，或者意味着其背后其它替代性的组合拳即将推出。尽管政策壁垒是双方都没办法单方面推动的，但实际上凯雷手上有一套运作很成熟的方案体系，拥有非常多的应对方案。我们希望能有一个双赢的结局，但套用一句俗话，前途是美好的，但道路难免还是曲折的。

(本文作者为北京正略钧策企业管理咨询有限公司高级咨询顾问，本文由姚音采访整理)

■ 商道

## 风险投资的下一个热点在哪里？

许多风险投资者现在仍然面临着挑战。华盛顿凯雷集团主管合伙人 大卫·马西亚斯称，“大约 90% 的风险投资回报来自于 15% 的公司。”去年，美国得克萨斯州达拉斯市著名风投公司 Sevin Rosen 也告诉投资者，风投行业的业务模式已经不再可行。《纽约时报》称这个决定是“风险投资黄金链中的一个纽带”。

造成风投行业不景气的原因是太多的风险投资者竞争越来越少的资金和规模越来越小的交易。据美国全国风险资本协会和普华永道的报告，2006 年风险投资者共投资 255 亿美元，还不及 2000 年投资资金的四分之一。马西亚斯补充说，“现在的融资水平相当于上世纪九十年代中期的水平，而对冲基金和私募股权基金近年来则是回报丰厚。”

名为《发财树》的报告明确指出风险投资行业的几大亮点。2006 年生物技术与医疗设备投资创下历史纪录。中国和印度的风险投资交易此起彼伏，2006 年的交易金额达到 20 亿美元。

## 风险资金再度活跃

即使在互联网泡沫出现之前以及泡沫破灭后的沉寂时期，风险投资交易带来的回报也是忽好忽坏。投资者通常向产品和服务是否有利可图都是未知数的新公司投资，他们承担着很大的风险，而且最后通常以亏损告终。旧金山 Bay City Capital 公司合伙人 道格·吉文说，“三分之二获得风险注资的公司都没有产生任何回报。”但投资交易一旦成功，获得的回报就相当丰厚，丰厚到足以抵消所有的损失。谷歌、基金泰克、苹果电脑等富有传奇色彩的著名公司创建之初都曾获得风险资金。

## 虽然上世纪九十年代末期的投资黄金期早已不再，但风险投资行业终于走出了后泡沫时代的低谷。YouTube 最近以 16.5 亿美元的价格出售给谷歌，eBay 去年以 26 亿美元的价格收购 Skype，这些重量级交易让风险投资者重新对自己的赚钱能力充满信心。

基于这些成功的投资故事和风险投资行业的美国文化色彩，马西亚斯预言说，风险投资行业迟早会卷土重来。风险投资的理论是永恒不变的，即先创建公司，然后获得回报。而在美国，创业精神、榜样角色、充裕的资金以及创新的文化，全都具备。另外美国还有一些全球最出色的高校，这些大学孕育出许多技术创新。所以即使风险投资行业已经全球化，但美国的风险投资公司应该继续保持领先的地位。

假如没有资金来支持初创企业，文化的作用就无从谈起。但纽约的双河集团的董事长彼得·卡什预言，资金很快就会重新涌入风险投资公司。那些过去一般都不会选择风险投资的富裕人士已经开始对这个行业表露兴趣，全球的风险投资基金正在增长。“全球有七万人身家在 3000 万以上，另外还有 950 位资产超过 3.5 亿美元的超级富豪。”

当然这些人和以前的投资人一样希望自己的投资可以获得丰厚的回报。马西亚斯指出，如果说资本市场的平均投资回报率是 8%，风险投资的回报就必须比这个数字有大幅的上升，这是由风险投资交易蕴含的风险本质所决定的。所以投资者的期望值可能在 20% 至 25% 左右，而实际的回报率是 17% 至 18%。

## 未来的风投热点在哪里？

答案一是互联网，虽然这个行业已经不如前几年红火，但由于在线视频技术的兴起，所以仍然赢得大家的关注。著名的 YouTube 公司就是依靠在线视频起家的。

其次，清洁技术是许多技术的总称，开发清洁技术是为了解决公众对二氧化碳排放和全球气候变暖的担忧。鉴于科学界一致认为人类的污染造成气候变暖，许多著名公司都在寻求办法减轻环境污染造成的影响，初创公司也在研制各种环境保护技术。

此外，全球气候变暖可能改变电力公司和汽车制造公司等许多企业的运营方式。而除气候变暖外的其他环境问题也可能带来投资机会。“4000 年来人们一直在争相购买商品。将来他们可能会为了清洁的水源展开大战。”某些中东国家现在就缺乏净水，所以不得不开始采用脱盐的方法。随着对饮用水的需求不断增加，其中尤以发展中国家为甚，私营公司在这个行业将大有可为。

而在发达国家，从生物技术到医疗设备的医疗保健行业依然是风险投资者眼中的香饽饽，而且由于人口的变化趋势，这个市场在未来几十年中仍将是风险投资热点。吉文指出，“婴儿潮出生的人口步入老龄化，人类寿命不断增加，这些都是造成风险投资热潮的核心动因。另外，各个企业正在全力解决不断上涨的医疗保险费用。这也是个重要因素。”

不少风投专家都认为，短期来看，研制抗癌药物的公司会成为投资者的目标。因为有史以来，美国的四位总统候选人，或者是可能参选的总统候选人，他们本人或他们的配偶都身患癌症。癌症已经成为美国的第二号健康杀手，仅次于心脏病。因此，风投进入抗癌领域也会引起更大的关注。

(本文由沃顿商学院“沃顿知识在线”特供)

## 案例链接

# 山东海化 合资谈判失败背后……

◎ 本报记者 邹陈东 姚音

6月8日，在深圳证券交易所上市交易的山东海化的重大事项公告引起投资者的关注，股票全日封在涨停板上，但同样交易的海化转债却一反以往保持与股票同步的走势，反而下跌了8%。在公告中海化集团明确告知：集团与凯雷投资集团能否实现合作以及如何合作仍存在极大的不确定性。

## 为什么又是凯雷？

凯雷投资集团，随着收购徐工集团的口水战被许多国内投资者所熟知。美国凯雷投资集团是世界上最大的私人资本公司之一，目前总共拥有 28 只不同类型的基金，管理着超过 248 亿美元的资产。自 1987 年创立以来，已经投资 130 亿美元，主要在亚洲、欧洲和北美用于公司并购、房产以及创业投资等。成立以来，已在全球 125 亿美元的策略性投资中获得了巨额利润，给投资者的年均回报率高达 35%。凯雷的名字已成为美国资本历史上的一个传奇。

相关资料显示，自创立以来，凯雷一直采取这样的投资策略，即主要投资于各国政府创办的、具有某种政策优势的企业和产业，如国防产品承包商；或者是那些受政府影响很大的公司，如电信公司，然后雇佣与之相关的政府要员。

据不完全统计，截至 2006 年 6 月底，凯雷在中国投资了 21 个项目，其在中国的投资特点一是投资额一般不超过 5000 万美元，甚至多半在 2000 万美元以下；二是偏爱与别的企业联合投资项目，以降低风险；三是偏爱投资行业领先或者技术领先的公司，并且一旦投资之后，往往介入公司运营，具有很强的控制欲。目前还未获得商务部首

肯的收购徐工集团股权案及投资太平洋保险就是此种典型。

而山东海化目前纯碱、硝酸钠及亚硝酸钠产能居世界第一，白炭黑、氯化钙、三聚氰胺产能也居亚洲第一。同时公司地处国内规模最大的海盐产地山东潍坊，较其它企业有明显的原材料及成本优势。在中国证监会圈定的基本化学原料制造业的 31 家上市公司中，在净资产、净利润、每股收益和净资产收益率方面分别居于第二、第二、第四和第七位。

随着行业景气增长速度稳定及下游需求快速增长影响，产品的价格逐步上升，行业利润不断增厚，这也为山东海化这样的行业龙头提供了快速发展的机遇。这样的优质企业被凯雷相中是意料之中的事情。

## 股权定价成谈判关键

山东海化公告山东海化集团与凯雷投资合作的理由是：为增强市场竞争力，实现国有资产的保值增值。

有关资料显示，虽然海化是国内纯碱最大生产企业，市场占有率达 14.48%，但是龙头地位并不明显，同行业第二大企业三友化工年产纯碱 160 万吨，仅比山东海化少 40 万吨。如果要巩固本身纯碱龙头地位也必须扩大产能，根据其目前厂区情况来看，在原来位置再建生产装置空间已经不大，同时还涉及到纯碱的销售半径问题。所以扩大纯碱产能需要通过资本运作的方式收购其它纯碱企业。

在这样的背景下，擅长资本运作的美国凯雷投资集团便进入了海化集团的控股股东潍坊市国有资产监督管理委员会的视野。如果与凯雷投资集团的合作成功，凯雷投资集团运用资本运作方面的能力收购国内或国外纯碱生产企业扩大纯碱生产能力就成为一必然的选择。

## 战略投资者与集团的合作并不会在短期内对上市公司业绩构成实质影响，今后推动山东海化股价的动力应该来自其业绩的增长和采取资本运作手段带来的增长。

然而，凯雷投资虽然进入中国后一直保持低调运作，但在收购徐工集团即将完成的时候受到质疑，“口水战”使凯雷投资功亏一篑，虽然在投资额不变的情况下将收购比例大幅降低，但至今仍未获得批准。

从开始传说的凯雷投资直接入股参与海化集团的改制，到目前公告成立合资公司，前后差别很大，但分析人士认为，如果不这样做，凯雷与海化集团的合作获批的可能性基本没有，其原因主要就是海化集团公司拥有 80 多平方公里盐场所有权问题。为了避开 80 多平方公里盐场高达 60 亿以上的转让费，成立合资公司对双方来说，是更为务实的解决之道。

由于海化集团拥有山东海化股权的定价关键，对比 2006 年凯雷接触该公司时海化股价不过 4-5 元的基础，今年 6 月 8 日公司公告显示其前 20 日均价已达 15.59 元。因此，如按山东省国资委的定价原则，凯雷将付出极高的成本。

分析认为，虽然谈判各方都在积极努力，但能否合作成功确实具有很大不确定性。“徐工并购案”令外资控股国内龙头企业越来越敏感，徐工集团至今没有获得批准，海化集团虽然与外资合作方式有所不同，但实际上也意味着又一家龙头企业落入外资手中，这一点让上级

部门在批准项目前肯定有所顾忌。而投行人士认为，此次凯雷入股山东海化最终选择参股的方式，说明了凯雷投资在中国的投资策略进行了调整，对我国放在全球化的视野下具有越来越大的投资价值的部分龙头企业，只要能理顺各方

## 商学院链接

### ◎ 中欧国际工商学院—制造致胜课程

课程简介：“制造致胜”课程将分析制造业市场的需求是如何通过不同的竞争战略转化为制造任务或要求，并且如何在工厂里完成这些任务或要求。仅仅依靠低劳动力成本，或者依赖于咨询公司来实现最新的生产技术，不管是精益生产、单元式制造还是六西格玛，都是远远不够的。要想在竞争中取胜，中国企业必须将这些概念与自己的现实情况结合起来，充分融入到战略计划中去。

课程时间：2007 年 7 月 12 日—15 日 联系电话：021-28905197

### ◎ 长江商学院—“从优秀到卓越——总经理课程”

课程简介：此课程将讨论在何种内部和外部的条件下企业应该或不该考虑业务扩张。我们还将介绍世界知名企业是如何有系统地思考和巧妙的利用内外部资源来开发业务成长机会。我们还将讨论在开发新业务中，如何控制资源利用的风险。本课程还将介绍世界成功企业如何建立优良的管理机制和严格的纪律以确保可持续及健康的增长。本课程将通过大量世界成功企业的实例来介绍管理企业成长中的一些行之有效的做法。

课程时间：2007 年 7 月 12 日起 联系电话：021-62696238



山东海化公司总经理 韩三星