

长期投资为何喜忧参半

——读《耐心的资本:投资的未来与挑战》

《耐心的资本:投资的未来与挑战》
(美) 维多利亚·伊凡希娜 乔希·勒纳 著
银行螺丝钉 译
中信出版集团
2021年 12 月出版



◎夏学杰

耐心的资本，是长期投资资本的另一种说法，泛指对风险有较高承受力且对资本回报有着较长期限展望的资本，比如私募资本、养老金、保险公司、主权财富基金等。由于这类资本具有长期性、高风险性和流动性不足等特点，虽然需求和回报巨大，但是成功者较少。《耐心的资本》一书介绍了大量全球私募投资和机构投资的案例，包括耶鲁大学捐赠基金、黑石集团、凯雷基金、KKR 集团、格雷洛克风投公司等。作者以机构投资者和私募基金的视角，分析长期投资所面临的挑战，并提出具体的解决方案，包括如何选择投资对象，如何正确评估基金业绩，如何设立激励机制，如何处理内部权力的高度集中和权力交接等。

本书的作者维多利亚·伊凡希娜和乔希·勒纳都是全球资产配置和私募股权投资领域的资深专家。其中，维多利亚·伊凡希娜是哈佛大学商学院金融系主任，研究领域为企业信贷市场、杠杆贷款市场、全球银行业务、养老金和保险公司的资产配置，以及私募股权的价值创造；乔希·勒纳是哈佛大学商学院雅各布·希夫投资银行讲席教授，美国国家经济研究局生产力、创新和创业项目的联合负责人，研究领域为风险投资和私募股权。

作者表示，这是一本针对普通读者的书。法国政治家乔治·克列孟梭说，战争太重要了，不能由将军说了算。我们也认为，长期投资太重要了，不能由投资委员会说了算。养老金、捐赠基金和其他投资者做出的投资选择对人们的财务健康和世界的未来，都有着深远的影响。

长期投资为什么重要

世界经济论坛将长期投资定义为一名投资者希望无限期地持有资产，并且他有能力做到这一点。一个名叫“专注于长期项目资本”的行业元老级组织则将长期投资定义为用多年时间来创造价值。在本书中，作者将长期投资定义为持有超过 5 年的投资。从事长期投资的投资者主要包括私募基金、养老金、家族办公室、捐赠基金、保险公司和主权财富基金。

为什么需要长期投资？因为现代社会存在很多棘手的问题，比如全球环境恶化问题、发展中国家和发达国家的基础设施日益老化问题、国家安全问题等。要解决这些问题需要较长的时间和大量资本。全球拥有大量长期资本的机构主要是公共养老金、保险公司、主权财富基金、捐赠基金和家族办公室管理的资金池。这些组织的职责就是在长达很多年的时间里保管好资金。

长期投资的收益如何？从理论上讲，长期投资会为企业和经济带来良好效益。这些长期投资者不仅使那些原本不会获得资助的项目得到投资，并且还提供监督，保护公司和项目避开公开市场里潜在的不合理压力。最后，投资者也因愿意进行长期投资而得到回报，最终还惠及退休人员、在职人员、学生等群体。

不过，作者又不得不书中自问自答：如果一切都那么美好，为什么还需要这本书呢？因为长期投资并不是一幅简单而美丽的图景。尽管长期投资具有吸引力，而且也可能获得超额收益，但是对很多投资者来说实际上却是喜忧参半。近年来，许多类型的另类投资的总体回报率，完全比不上公开市场的投资回报率，更别说这些另类投资的风险之大和流动性不足。有的长期投资结果让机构投资者哭笑不得。比如，几十年来，亚拉巴马州退休系统养老金一直是由戴维·布朗纳管理，2003 年，布朗纳向美国航空公司投资了 2.4 亿美元，这项投资使州养老金获得了 8 个董事会席位，并使布朗纳获得了董事长的头衔。但是这家公司最终在 2004 年申请破产。2007 年，该养老金又向亚拉巴马州巴顿的新铁路车辆工厂投资 3.5 亿美元，这个项目投资承诺创造 1800 个就业岗位。但是，该项目最终在 2010 年宣告破产，州养老金不得不接管了这处物业，然后又投资了 2.75 亿美元来完成它。作者在书中指出，简单地进行长期、非流动性资产投资，并不是获得高回报的灵丹妙药。

长期投资的两大难题

作者认为，长期投资面临两大难题：一是很难定量分析长期投资的真实预期收益，二是很难找到能实现这个预期收益的基金管理人。

私募基金展示其业绩最常用的方式有两种：一种是资金流出和流入的比例，也就是计算最终的资金总量是最初投入的多少倍；另一种则是使用内部收益率（internal rate of return，缩写为 IRR），来

计算投资的平均年收益率情况。这两种测算方式都有局限性。先看第一种方式，就算投资机构知道本金能赚多少倍，但这还不够，如果这笔资金不是在一年半的时间内翻倍的（年化收益率达到 58%），而是在长达 15 年的时间里才翻倍的（年化收益率只有 5%），那么投资机构可能并不会满意。而 IRR 是另一个更糟糕的指标。本质上，它是衡量基金管理人让钱生钱的速度有多快，而不管这笔钱具体增长了多少金额。这种计算方式使人们倾向于在短时间里取得很高的收益。比如，一个房地产项目很快就卖给了另一个开发商，一家初创企业很快就被另一家大公司收购了。这种方式比长期耐心积累资产要快多了，但问题在于，它存在“再投资风险”。比如，有人支持一只飞快的兔子跑完了 100 米，但当这只兔子到达终点时，这个人却不一定能找到另一只兔子跑完下一个 100 米，甚至有可能找到一只懒惰的兔子，躺在草地上不动。因此，长期算下来，整体投资业绩可能比第一只兔子展示出来的 IRR 要低得多。

由于长期投资者募集资金、评估、监管的风险和成本都很高，这使他们更倾向于选择那些可以长期持续产生收益的资产，即使收益低一些也不要紧。然而，IRR 的投资方式实在太深入人心，以致有可能将投资者引向完全错误的方向。因此，长期投资项目的评估是一件困难的事情。作者在书中建议，投资机构应尽可能采用长期业绩衡量标准，而不是年度或季度数据；要将投资委员会和利益相关者的注意力集中在长期指标上，这样各方才会最有可能做出深思熟虑的决策，而不是被动地决策；关注数量有限的评估指标，让责任人从不同角度了解投资的情况，而不是用太多的数据淹没他们；定期对投资组合进行全面审视，深入地了解组合所面临的挑战和不足，以获得一个新的视角，从多个维度管理投资计划。

耶鲁大学捐赠基金的启示

自 1985 年以来，在大卫·史文森和迪安·高桥的领导下，经通货膨胀调整后的耶鲁大学捐赠基金的价值增加了 10 倍。从 1996 年 7 月到 2016 年 6 月的长达 20 年时间内，耶鲁大学捐赠基金在各种类别资产上的投资都取得了非凡的成功。其中，风险投资的年化收益率为 77%，自然资源投资的年化收益率为 16.2%，国外公募股权投资的年化收益率为 14%。作者在书中总结道，如果一定要说耶鲁大学捐赠基金有什么“秘密武器”的话，其实并不在于它对各类资产的精确组合，而是在于它清晰的投资理念，以及为了实现目标所采用的严谨而系统的方法。这些方法是，重视股票资产的投资，包括公募市场和私募市场。

耶鲁大学捐赠基金认为股票资产有两个优势。从历史上看，股票资产的业绩远远好于债券资产；债券工具通常会随着通货膨胀而贬值，而股票资产则在此期间表现得更好。虽然，这会给基金的操作带来了很大压力，但是通过对任何单一资产类别的风险敞口进行限制，而不是试图预测市场涨跌，可以更有效地降低风险。史文森坚信，除了最常规的投资或指数化投资，所有投资都应聘请外部管理人。耶鲁大学捐赠基金赋予这些外部投资顾问相当大的自主权，当他们觉得投资策略合适的时候就可以去执行，不做过多干预。

作者在书中还介绍了丹麦养老金。丹麦养老金虽然没有耶鲁大学捐赠基金的先发优势，也没有优秀的校友可以借鉴经验或监督项目，但它仍然成功了。丹麦养老金依靠的是清晰的投资策略，并着重抓住自己的优势，采用系统化的方式去执行投资计划。作者认为，长期投资之所以能够成功，更重要的是要有一个强大的组织，而不是如魔法一般的选股能力。为此，作者提炼出实现长期投资的四大要素：管理、评估、激励和沟通。作者表示，这些尽管看起来可能很普通，但它们确实是成功的关键。

有读者也许会问，读这样一本讲机构投资的书，对于普通读者有什么意义？本书的译者银行螺丝钉认为，普通投资者阅读这本书的目的不是学习具体的投资策略，而是从一个更高的维度开阔眼界，了解世界大型机构投资者通过哪些尝试，经历过什么样的困境，又如何去克服，取得了哪些成功。从私募基金的起源开始，本书介绍了很多这个领域先行者的成功案例，虽然初读起来有些深奥，却也不缺乏趣味。了解了机构投资者的运作思路，然后站在更高的视角去审视，无疑对普通投资者的投资具有启发和借鉴意义。

管理领域没有永远的王者

——读《中国能超越硅谷吗：数字时代的管理创新》

◎胡艳丽

在黑天鹅频现的世界里，没有永远的王者。疫情重创之下，全球经济千疮百孔，危与机共生，破与立共存，此时能够动态创新，不断适应变化者才有可能成为数字时代的强者。

为中国企业竖起大拇指

近期，美国数字时代管理领域的权威安妮卡·施泰伯的《中国能超越硅谷吗：数字时代的管理创新》在中国出版上市。作者为中国企业在管理创新领域取得的成就竖起了大拇指，并盛赞海尔等中国头部企业的管理组织模式，认为这些企业已经实现了超越硅谷管理模式的创新。

安妮卡·施泰伯曾著有《硅谷秘密：创业成功的基因》一书，总结了硅谷企业



《中国能超越硅谷吗：数字时代的管理创新》
(美) 安妮卡·施泰伯 著
邓洲 黄娅娜 李童 译
广东经济出版社
2022年 1 月出版

的“性格”，以及深藏在“性格”里的“创业基因”，而这本书可谓《硅谷秘密》的中国版续集。作者应海尔之邀前来中国考察调研，重点考察海尔“人单合一”的管理模式，同时还以互联网企业阿里巴巴、百度、腾讯，以及互联网基因颇深的手机和智能设备开发制造商小米等多家企业来分析中国企业在管理创新领域取得的成就。

就中国读者而言，这些企业都与我们的生活息息相关，尤其“BAT”的一举一动，都会引发系列连锁反应。相较传统中国制造企业，这些数字时代的创新企业，有着能凝聚企业灵魂的创始人、有着让人热血沸腾的办企兴企理念、有着既能化整为零又能化零为整的团队。他们在较长时间里保持着创业精神，努力去官僚化，让团队保持活力，与“危”共生，与“机”赛跑，不仅要领先国内同行，还要随时应对国际巨人的冲击。就海尔而言，作为一家逆袭成长的企业，其首创的“人单合一”模式，也颇有可圈可点之处。海尔是中国传统制造业中，率先说出以客户为核心的企业，也是生产制造业中率先向下放权、赋予各业务板块灵活操作权和一线员工自主决策权的企业。近年来，海尔正在逐渐向数字化企业转型，在“人单合一”模式下走得越发深远，这些企业频频闪现的高光，照亮了中国企业的管理模式创新之路。正如张瑞敏在书的序言中所言“这是一个全球经济普遍迷茫的时代，也将是一个中国管理模式展现更大作为的时代”。

在分权与约束之间寻找平衡点

作者认为，即便与谷歌、脸书、特拉斯等国际顶尖科技企业相比，中国企业也可算是管理创新领域的超越者。一些中国头部企业在产品制造、流程和商业模式等方面都超过了美国硅谷的同行。

这些企业家和创业团队的高瞻远瞩与实干精神既来自开放的全球视野，也来自吃苦耐劳、百折不挠的中国文化传统。作者在书中探析中国先进企业的管理模式、硅谷企业的管理模式、传统企业的管理模式。综合作者在书中所述，传统企业关注内部，是适应大批量生产、降低成本而生，信奉上层决策、中层管理、底层无异议执行。硅谷企业有着较强的开放性，用愿景引领企业成长，企业组织结构扁平，员工拥有较强的创业和合作精神。中国先进企业并没有照搬硅谷管理模式，而是进行中式创新，用文化引领和管理模式相结合，在分权与约束之间寻找平衡点：权威仍在，绩效考评仍在，不同的是各业务板块拥有了一定的自主权，一线员工拥有了较大的灵活性，现场力得以释放，以促进企业效率的最大化。中国企业与硅谷企业之间有很多相似点，最大的不同在于中国传统儒家文化仍渗透于企业之中。

不再成为硅谷

在这本书中，作者试图回答一些来自发达国家的疑问，中国是不是一个创新型国家？中国企业的管理能否跟得上数字商业的发展？对此，作者在书中全部给出了肯定的答案。

作者选取了中国优秀企业的代表，并盘点中国在这些方面取得的成就。外部的赞誉有益于中国企业建立自信，来自外界的批评也有益于反思自身的不足之处。其实，能否超越硅谷，不应成为中国城市创新、企业创新的目标。就如同一个人的成长，永远不要以成为谁或者超越谁为目标，而是要寻找适合自己的方向，成为自己想成为的那个人。就在几年前，中国各地如火如荼地打造所谓的中国硅谷，各产业园区也喊出“对标硅谷”的口号。但事实上，名头并不重要，重要的是内生的环境和协同、创新的企业文化。成为优秀的自己比成为任何人都重要。比如，华为全世界只此一家，别人成为不了华为，华为也不想成为别人。

世界盛赞英雄，中国企业的头部阵营获得了全世界的关注，但在整体的企业层面，尚需不断提高平均管理水平，降低企业内耗，在社会层面，也需要不断提升社会管理水平，降低社会内耗，打造更加优越的营商环境。

在黑天鹅频现的时代，企业应更多地着眼于培养自己动态应对世界变化的能力。而所谓动态能力，即指面对不可预测的变化作出即时创新能力、适应性能力和快速反应能力。在书中作者给出了“以人为本、二元性、创新生态、系统化”四个支柱，再加上强有力的信息技术作为基础，共同支撑企业动态能力的构建。这些方面，在中国已经有一些企业做到了，但能否在持续发展过程中保持，不陷入大企业官僚化，还要进一步观察。江山代有才人出，我们既呼唤百年基业长青的企业，也期待新一代的创新型企业应数字时代而生，在重重不确定中突围，再度引领新的创新模式、管理模式。

■披沙录



《算力时代：一场新的产业革命》
王晓云 段晓东 张昊 等著
中信出版集团
2022年 03 月出版

在数字化时代，数据是新的生产资料，算力是新的生产力，新的产业革命席卷而来，网络无所不达，算力无所不在，智能无所不及，谁拥有了强大的算力，谁就拥有了决胜未来的密码。站在算力时代的新起点，中国正在数字经济新赛道上加速前行。本书作者之一的王晓云是中国移动通信集团公司技术部总经理，长期从事移动通信发展策略、体制标准研究和技术研发工作以及云计算、边缘计算等相关工作。在这本书中，作者大胆畅想了算力未来的演进，一幅算力时代的宏伟蓝图徐徐展开。从算筹、算盘，到晶体管计算机、超大规模集成电路计算机；从通用计算、异构计算，到云计算、边缘计算、大数据、AI 的应用场景，如何推动算力科学从量变到质变，如何在算力时代实现跨越式发展已经成为国家、企业、个人不可避免的重大命题。正如本书所说，只有打好基础才能行稳致远，只有厚积薄发才能进而有为。



《货币、通货膨胀和商业周期：坎蒂隆效应和经济》
(波) 阿尔卡迪乌什·西埃依 著
沈国华 译
上海财经大学出版社
2022年 02 月出版

谁会不同意钱的重要性呢？本书对于经济学界尚未充分探讨与货币膨胀有关的坎蒂隆效应问题，即货币供给的不均衡变化及其对经济的影响所造成的分配和价格效应，进行了深入分析和探索，填补了现存文献中的空白。在书中，作者将新货币注入经济的各种渠道进行了分类，并说明重要的不仅是货币供应量的增加，还有货币供应量增加的方式。由于新增货币并不是以相同的比例影响所有经济实体的现金余额，因此通过特定渠道向经济中注入新的货币，就会产生收入分配、相对价格和生产结构的变化。在当前全球流动性超额投放和经合组织(OECD)国家收入不平等的时期，本书对货币通胀分配效应的关注，使得本书将成为研究人员、政策制定者以及任何从事货币经济学工作者的重要参考。



《过度智能》
(美) 贾森·萨多夫斯基 著
徐琦 译
中译出版社
2022年 1 月出版

智能技术无处不在，但过度智能化却并不安全。本书聚焦智能时代数字资本主义的新发展，全面起底并批判性反思了数字资本主义的运行机制及其深刻影响。本书作者贾森·萨多夫斯基是澳大利亚蒙纳士大学新兴技术研究实验室、自动决策与社会研究中心研究员，主要从事新兴科技与人文交叉领域研究。作者在本书中从日常生活中的智能技术扩散入手，深刻揭示了智能生活背后大量的隐私后果及负面影响。作者认为，当前数字资本主义的命脉是以数据为核心。从根本上看，智能技术是由数字资本主义双重要务所驱动，即从潜在的所有人和所有物中提取数据，并以此拓展对所有人和所有物的控制。在现代社



《数字劳动：理论前沿与在地经验》
姚建华 著
江苏人民出版社
2021年 12 月出版

本书将告诉你，为什么我们在互联网上的每一次浏览、发布、转发、点赞、评论，都是在为资本“劳动”。随着传播新科技的突飞猛进，在劳动数字化、数字技术使用者“劳工化”的趋势下，数字劳工作为新的分析范畴，逐渐成为传播劳动研究领域的前沿。作者在书中通过对数字劳动研究理论前沿和在地经验两个维度的系统性分析与探讨，希冀建构经典与实践、理论与现实的对话场域。一方面启发读者深入思考数字劳动问题，充分发挥经典理论的思想潜能，以此来穿透实践与现实，为相关研究者打开广阔的想象空间；另一方面让读者切身感受到理论与实践之间的二元张力，以实践为引导加深读者对理论的理解，更为深刻地洞察资本、技术与劳动三者之间多重复杂的勾连关系。