

声音

# 独角兽对政策、投资环境要求更高

访鑫根资本创始合伙人曾强

从《千年雄安》一书出版,到粤港澳大湾区的模式建言;从“金三角”战略助力中华民族的伟大复兴,到以“马蹄掌”战略打造全球独角兽首选群栖生态场,鑫根资本正在完成战略转型,进入跨越式发展的轨道。

“当你找到你最弱的环节,

你就找到了让你变强的方向。”曾强一直拿这句话作为公司进行风控的标准。作为鑫根资本的创始合伙人,在经历了乐视投资的各种风波之后,他找到了更适合自己的企业定位。

从做“红衣骑士”到做“独角兽生态场运营服务商”,鑫根资本发

现了中国独角兽成长过程中的机会和问题,看到了独角兽之于一个城市和国家发展的根本,并力图从中找到多赢的解决方案。

曾强表示:“独角兽企业的成长,往往要经历上升期、扩张期、低谷期、重组期,甚至是涅槃重生期等不同的阶段,我们要做的就

是‘软银+KKR’的模式,除了发现和培育独角兽企业外,还要在独角兽企业出现问题时,进行重组整合,提供环抱式服务,避免因这些独角兽企业的崩塌式的失败导致资金和资源的巨大浪费。”近日,《中国经营报》记者独家专访了鑫根资本创始合伙人曾强。



其实不然,它对一个国家真正的影响是潜在的,也是巨大的。由于我们的财务体系和过去的上市规则不允许没有利润的企业上市,中国很难培养出亚马逊这样的公司,这相当于把公司控制权的制高点拱手让给了美国,使得美国的投资者掌握了公司的资本,掌握了公司股票的定价权,甚至

甚至会掌握公司董事会话语权;与此同时,活跃的资本市场更将为企业提供更高效的融资环境,为VC、PE提供了更优的退出通道,进而形成非常有利于独角兽成长的生态场,这些直接决定谁拥有对未来科技产业、前沿产业的控制权。

## 打造独角兽群栖生态场

中国很难培养出亚马逊这样的公司,这相当于把公司控制权的制高点拱手让给了美国,使得美国的投资者掌握了公司的资本,掌握了公司股票的定价权,掌握了公司收益的分配权,甚至会掌握公司董事会话语权。

《中国经营报》:鑫根资本在粤港澳大湾区联合当地政府打造“独角兽群栖生态场”引发了广泛关注,你们为什么会为独角兽设计一个“场”的概念?

曾强:其实这里面有几个很有意思的概念,即“粤港澳”、“独角兽”、“群栖”、“生态”以及“场”。第一,什么是“粤港澳”?2018年是改革开放四十周年,在这激荡的四十年里,中国GDP跃居全球第二。伴随着祖国的强盛,粤港澳形成了中国最具活力的“马蹄掌”形的大湾区城市群(香港、深圳、广州、珠海、澳门恰好呈“马蹄掌”状),成为拉动全国经济增长的重要引擎。我们应该把粤港澳大湾区不仅仅看作是国家战略,更应该看作引导世界、走向世界共同体的最重要的世界性战略。在这个基础上,我们认为粤港澳将成为未来中国走向世界大国的一个最重要的区域主战场。

第二,为什么是独角兽?从独角兽的发展来看,它引领了一个区域成为世界这个时段当中的资金、技术、人才要素整合最主要的聚集地。所以,用独角兽的颠覆性技术加上独角兽的

产业化,把世界的资金、人才、技术要素整合在一起,就形成了我们称之为独角兽的运营场。选择独角兽,实际上是完成这个区域的可持续、高质量、跨越式发展的重要的产业路径,对于粤港澳大湾区的地方政府来说,无论是发展增量还是撬动存量都是非常重要的事情。

第三,如何做成一个生态,而且是群栖的生态?对于独角兽来说,大家看到的往往是它光鲜的一面,是它的高附加值,是它的高在上,但实际上独角兽的成活率是非常低的,有着大量的失败案例,比如乐视。正因如此,高速成长的独角兽对环境的要求很高,这里面就有一个“生态场”的概念。

《中国经营报》:你曾经提出中国在独角兽的培育方面比硅谷整整晚了二十年,你觉得这对中国经济造成的真正影响是什么?

曾强:影响就是谁来把控整个世界技术的制高点。比如腾讯本来能在A股上市,却选择了在香港上市;马云本来要在香港上市,却到美国上市了。有人可能认为,即使在美国上市也不排斥企业把资金拿回本国发展技术,

## 独角兽的成长环境面临很多新问题

当我们每个季度都要用显微镜看它的财务报表的时候,当我们每六个月都要衡量它能不能成功的时候,这些评价性的动作已经违反了独角兽本身发展的规律。

《中国经营报》:你如何评价当前国内独角兽的成长环境?

曾强:我觉得总体来讲是越来越好,但是因为中国市场规模太大,鱼龙混杂,政府也愿意为老百姓、股民把关,所以上市门槛还是相对较高,关于注册制改革的讨论持续多年,迄今尚未有任何实质性的进展。

从市场环境来看,我认为股民可能对独角兽的预期过高。独角兽的定义包含了三个层次,一是约十亿美元的估值,二是它在这个领域有独创技术,三是还没有上市,而且注册公司年数的限制。但是,对这类公司如何估值却是一个全新的问题。2017年9月6日,中国基金业协会发布了《证券投资基金投资流通受限股票估值指引(试行)》,为项目

估值提供了指导。然而有的独角兽不是以传统的盈利为计算依据的,在这种情况下,独角兽的投资需要非常理性,同时要更具前瞻性和专业性。我们需要思考的问题是:这类公司的风险是什么?如何进行有效的风控?如何给予独角兽更宽松的发展空间?如何管理未来的市值?等等。

《中国经营报》:国内独角兽存在哪些特点?他们更需要来自外部的哪些支持?

曾强:对于国内外的独角兽来说,我认为它们最大的区别并不在于创业者本人,也不在于创业者团队本身,更多的在于外界对它们的评价环境。一方面,外界是否有一个成熟的承受能力,一般来说,人们看到了独角兽的价值和暴涨的一面,但是当我们

每个季度都要用显微镜看它的财务报表的时候,当我们每六个月都要衡量它能不能成功的时候,这些评价性的动作已经违反了独角兽本身发展的规律。因为它可能需要两年、三年甚至五年的时间,才能够呈现出我们投资人预期的结果。过去几年,中国有很多著名的独角兽,我们的投资人对它的预期和它本身依据客观规律能够实现的发展是有巨大落差的。所以,如何管理和引导投资人对独角兽的预期,是独角兽生存环境中非常重要的一个方面。

另一方面,我们的政策能不能允许独角兽失败,能不能允许独角兽转型,能不能允许独角兽在不同的阶段有不同的发展扩张模式。事实上,独角兽的成长,

往往要经历上升期、扩张期、低谷期、重组期,甚至是涅槃重生期等不同的阶段,我们的规则能不能进行相应的配合,提供相应的机会或环境,让这些独角兽不至于因为崩塌式的失败导致资源的巨大浪费,这些都是我们需要面对的全新的问题。

此外,从独角兽的监管来看,它的监管模式应该既不是创业板,也不是一个成熟A股红筹的概念,而是一个完全特殊的群体,它的配资、它的并购资金,它的重组、它的利润申报以及它的财务报表信息的披露,需要全新的配套规则,这些东西如果跟不上,也会导致很多其他问题。但是这些光说是没用的,需要在实践中不断地修正,借鉴那些有做过独角兽退出市场的成熟经验。

## 独角兽的投资策略:“势盈率”+“弘投资”战略

“势盈率”的概念,从本质上来看,它是企业势能转化成未来的场的能力,是独角兽最核心的东西,也是我们在投资时最关注的方面。

《中国经营报》:从鑫根资本的视角来看,你们对独角兽的评价标准是什么?

曾强:首先,我们看的是企业“势盈率”,不同于一般所说的“市盈率”,它包括三个层次,一是企业是否有颠覆性的技术,你技术的独创性,是否属于原发性技术,是否是中国领先或者世界领先,包括你的知识产权,包括你获得相关的技术进步方面的奖项等。二是是否有足够的用户群。三是是否有足够的市场占有率。这三个“势”所构成的“势盈率”是我们所关注的。应该说鑫根资本第一个提出了“势盈率”的概念,从本质上来看,它是企业势能转化成未来的场的能力,是独

角兽最核心的东西,也是我们在投资时最关注的方面。

其次,我们认为这是一个“弘投资”。弘投资的概念是孙正义当年投资中国市场时引入的,指的是当你认为一个市场会发展起来时,比如颠覆性技术在人工智能、大数据、电动汽车这些领域已经形成一个必然崛起的新市场的时候,我们就“闭着眼睛”投每个领域的前三位,放巨大的资金进去。当有一个企业成功的时候,我们的回报就是十倍甚至上百倍,就可以把我们全部的失败投资都收回来。所以,它不是一个简单的VC或PE的投资,而是一种弘战略投资。

《中国经营报》:区别于其他投资独角兽的资本,鑫根资本的

差异化定位是什么?

曾强:我们的差异化定位来自于我们过去投资独角兽一线的实践、一线的教训、一线的成功经验,我们把它称之为“云场力”。具体来说,它包括三个方面的内容:

首先,未来差异化竞争不再是板块式的,而是全景化的、组合式的,竞争不再是局限在某个领域里,比如说我是做人工智能的,是做大数据的,是做VR的,是做生命科学的,是做新材料的等,相反,它可能是把所有的这些技术给整合起来的一个巨大的应用场景。在这种情况下,我们未来对于独角兽的投资,已经不是单一的产业化的布局,而是一种全景化的、组合式的。

其次,对于独角兽来讲,它是一种全生命周期的金融服务,从它的早期、扩张期到出现走错方向的迷茫期,甚至掉到陷阱里的挣扎期,到重组期,到最后涅槃重生的辉煌期,或者未来开追悼会的死亡期,这个过程是非常快速变化的,所以我们的组织架构,我们的早期、中期、晚期资金结构也要围绕独角兽的生命周期来提供环抱式的服务。

最后,希望我们的母基金能够有更多的创新,希望能够说服地方政府和我们的LP能不能学习软银和南非Naspers,能不能有一些弘战略的投资,通过我们的组合式投资来把握未来的巨额的增长,而不是通过一次两次的失败就把这个项目给否掉。

## 老板秘籍



### 为什么说中国在独角兽的培育方面比硅谷整整晚了二十年?

1 由于我们的财务体系和过去的上市规则不允许没有利润的企业上市,中国很难培养出亚马逊这样的公司,这相当于把公司控制权的制高点拱手让给了美国,使得美国的投资者掌握了公司的资本,掌握了公司股票的定价权,掌握了公司收益的分配权,甚至会掌握公司董事会话语权;与此同时,活跃的资本市场更将为企业提供更高效的融资环境,为VC、PE提供了更优的退出通道,进而形成非常有利于独角兽成长的生态场,这些直接决定谁拥有对未来科技产业、前沿产业的控制权。

### 什么是“势盈率”+“弘投资”战略?

2 首先,我们看的是企业“势盈率”,不同于一般所说的“市盈率”,它包括三个层次,一是企业是否有颠覆性的技术,你技术的独创性,是否属于原发性技术,是否是中国领先或者世界领先,包括你的知识产权,包括你获得相关的技术进步方面的奖项等。二是是否有足够的用户群。三是是否有足够的市场占有率。这三个“势”所构成的“势盈率”是我们所关注的。其次,我们认为这是一个“弘投资”。弘投资的概念是孙正义当年投资中国市场时引入的,指的是当你认为一个市场会发展起来时,比如颠覆性技术在人工智能、大数据、电动汽车这些领域已经形成一个必然崛起的新市场的时候,我们就“闭着眼睛”投每个领域的前三位,放巨大的资金进去。当有一个企业成功的时候,我们的回报就是十倍甚至上百倍,就可以把我们全部的失败投资都收回来。所以,它不是一个简单的VC或PE的投资,而是一种弘战略投资。



#### 曾强简历

曾强先后获清华大学应用数学学士、经济管理学院硕士,加拿大多伦多大学金融经济学硕士,现为清华大学苏世民书院客座教授;曾获中组部、科技部、人事部等六部委百名海归国家大奖,中央机关、国务院部委优秀论文特等奖。

曾于1996年创办了中国最早的网络咖啡屋连锁;2000年作为主要股东创办中国第一家政府重点新闻网站北京千龙网,其模式被业界称为“千龙模式”;2001年创办“实华开网上世贸中心”试水跨国电子商务;2017年首创“金三角战略”概念,其中颠覆性技术助力大国崛起的战略思考受到广泛关注;2018年首倡中国粤港澳大湾区协同发展“马蹄掌战略”及“前沿产业独角兽群栖生态场”概念,受到多地政府重视,吸引大批前沿产业独角兽及投资机构参与其中。

深度

## 打造“软银+KKR”的模式

在国内独角兽的生存环境背后,包含了投资这些独角兽的中国资本方的生存处境。来自LP的更严格的管控,更短的退出时间,更需要包容的制度环境等,倒逼中国资本方不断调试自身的定位,寻找最适合自己的商业模式。

鑫根资本就是其中的一个典型案例,按照鑫根资本创始合伙人曾强的说法,鑫根资本的投资策略是希望做“势盈率”+“弘投资”的模式,做中国的软银,然而这需要LP们更大的包容度,对独角兽项目更宏大视野上的判断。

与此同时,独角兽的高失败率是必然的,科技部火炬中心联合长城企业战略研究所发布的《2016中国独角兽企业发展报告》显示:“2017年6月12日,北京中关村创业大街度过3岁生日。3年来这里累计孵化团队1900个,获得融资743个,融资成功率39%,融资超过1亿元的企业40多家,独角兽企业2家。”以此数据测算,中关村创业公司成长为独角兽的概率大约为千分之一。即使成长为独角兽,也仍然面临各种各样的危机,比如凡客、开心网、乐视、摩拜等。

那么,当投资的独角兽出现问题,教还是不教,如何教,教到什么程度?正成为这个时代面临的新问题。事实上,当越来越多的独角兽倒下去的时候,它带来的往往是对过去投入的资金和资源的巨大浪费。那么,是否有一种机制,超越一般法律意义上的破产重组的机制来挽救或重新激活这些独角兽呢?

曾强告诉记者,“鑫根资本的目标是做日本的孙正义加上美国的KKR,把KKR的并购模式整合进来,就是企业在出现问题时为其进行并购和重组。”

在曾强看来,“软银所从事的产业,即未来前沿产业和颠覆性技术,进行弘投资的理念,以及整合颠覆性的企业成为命运共同体这些方式都是我们所认同的,但是我们不可能有他们那么长的退出时间,在中国,很难有十年以上的LP去耐心等待,金融机构有时等待两三年都比较难,所以,当独角兽走到一半,可能会有一堆毛病,大量的不良资产开始出现时,我们希望能像一个个环抱式的医生,为这些独角兽提供全生命周期的服务,这就是KKR的模式,该整合的整合,该投资的投资,该重组的重组,这本身也是提高独角兽成活率的一种方式。”

“说白了,我们希望成为给独角兽提供全生态环抱式服务的另类金融平台公司,以一线城市的可持续、高质量、跨越式发展为目的,打造独角兽生态的生态场运营服务商。”曾强表示。

本版文章均由本报记者屈丽丽采写