

1985年史蒂芬·施瓦茨曼(左)和彼得·皮特森(右)创办了黑石集团,当时只有两名员工以及账户上的40万美元。今天黑石集团不仅实现了当初的“伟大梦想”——成为了全球第二大私人股权投资基金,而在上市后两人的身价已经超过百亿美元。



# 黑石： 鲑鱼一样的套利者

私人股权基金在行业整合中的积极行动一方面加速了行业的演变,但也可能造成过度恐慌,使一些企业选错了逃生方向。对此,中国企业切莫迷失

■ 本刊特约研究员 杜丽虹 / 文



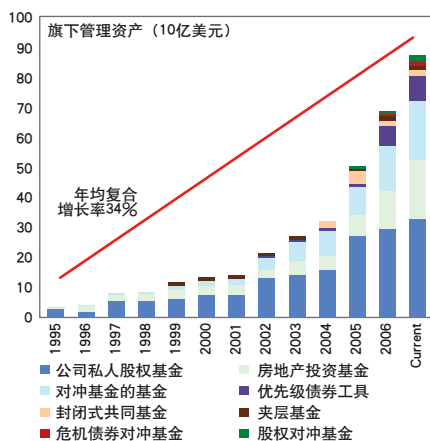
CFP

**私**人股权基金诞生于上世纪70年代，它的鼻祖KKR以发现那些由于治理问题而被低估的公司闻名于世，通过将些公司私有化退市、再替换管理层、提高财务杠杆后重新上市，KKR获得了治理价值释放的超额收益，而这种超额收益又在米尔肯的垃圾债券作用下被放大了——资本市场的发达和股权资本的过度分散创造了

### 黑石主要投资项目的历史收益：

|                 | 成立年份 | 成立后基金权重的<br>年化收益率 | 成立后年化收益率 |
|-----------------|------|-------------------|----------|
| 公司私人股权基金        | 1987 | 30.7%             | 22.6%    |
| 房地产投资基金         | 1992 | 39.7%             | 31.0%    |
| 对冲基金的基金         | 1990 | 13.0%             | 12.0%    |
| 夹层基金            | 1999 | 17.2%             | 10.6%    |
| 优先级债券工具：        |      |                   |          |
| Equity tranches | 2002 | 23.6%             | 16.2%    |
| 债务危机证券          | 2005 | 11.5%             | 8.0%     |
| 股权对冲基金          | 2006 | 26.1%             | 20.0%    |
| 封闭式共同基金：        |      |                   |          |
| 印度基金            | 2005 | —                 | 30.1%    |
| 亚洲老虎基金          | 2005 | —                 | 38.2%    |

图1：黑石近十年来旗下资产迅猛增长



注：最新数据截至2007年5月1日，其他数据为当年年底数据。

私人股权基金的第一次繁荣。不过，随着美国资本市场的日趋成熟，价值发现和创造的空间已越来越小，于是，更多的私人股权基金开始使用套利的战术。黑石作为个中高手，将套利应用到极致！

黑石作为当今世界最大的私人股权基金之一，自1985年成立以来，旗下资产已翻了数十倍，仅过去10年，资产就从39亿美元上涨到800多亿美元，年均增长34%（见图1）。黑石旗下四大业务——私人股权基金、房地产投资基金、可流动的替代资产管理（对冲基金、夹层融资、封闭式基金等）和财务顾问业务在这些年都得到了快速增长。黑石业务中最著名的是私人股权投资基金，但其实黑石的

几大业务本质都是一样的，那就是通过套利赚钱：房地产基金是在套房价上涨与全球流动性过剩、债务融资成本低的利，可流动的替代资产管理则是在套金融市场上各种产品之间价格差的利，至于私人股权基金，则是在套新兴市场的利、套行业整合的利。

### 行业整合的“鲑鱼”

对黑石私人股权基金部门的研究显示，在黑石已兑现收益的投资中，有40%是通过资本市场套现的，剩下的约60%则是通过股权转让来实现的，即通过将已收购公司打包或分拆后再转卖给其他行业龙头来获利退出——黑石已不再是简单的风险投资基金或Pre-IPO基金了，它在寻找新的套利方式。

而这种套利机会部分来自于新兴市场——在拉美的金融危机中，黑石投资了许多当地具有垄断权的企业，如巴西最大的网络接入商UOL、墨西哥本地的电信交换运营商Axtel、东欧和拉美市场移动通讯牌照竞拍者Crowley、阿根廷的移动运营商CTI Holdings、墨西哥电信运营商Iusacell以及拥有委内瑞拉第六大银行和智利第八大银行的Crop Group等，通过低价获取这些公司股权再转卖给其他产业经营者或当地政府，黑石获取了丰厚的利润。不过，黑石更主要的

收益来自于欧美并购浪潮中所涌现的大量股权交易机会——通过把一系列中型或大型公司收购后攒合成更大的企业、然后再转卖给行业整合者，黑石赚取了大量的溢价收益；而日本长期“零利率”所提供的低成本资金和美国的双赤字所创造的流动性泛滥则为私人股权基金提供了强大的债务融资后盾，使它能够提供较少的资金撬动更大规模的交易，并使这种交易成为一种行业性的趋势。

黑石已经不仅是在利用市场机会，它更在为自己创造机会：当行业已经出现整合的趋势时，它就加速这一并购浪潮的形成；而当行业还没有出现整合的趋势时，它就创造这种趋势。

黑石，是一条行业整合的“鲑鱼”。

私人股权基金就像鲑鱼，它们的加入在行业内产生了一种恐慌，在这种恐慌的驱使下，所有的企业都开始争相攫取更多资源，使自己更加“强大”，以避免被其他“大鱼”吃掉，但结果是更多的小鱼被中鱼吃掉，中鱼被大鱼吃掉，大鱼被更大的鱼吃掉，最后，行业内只剩下少数寡头——私人股权基金是一种催化剂，加速了行业的整合，而在整合过程中，它又发挥了黏合剂的作用，通过对“鱼群”的吸附把中鱼黏成大鱼，再卖给更大的鱼来赚取超额收益。

### 搅动通讯领域的收购大战

相传挪威的渔民在捕到的沙丁鱼中加入鲑鱼，人为制造紧张空气，而沙丁鱼一见到鲑鱼就惊恐得四处逃窜，于是生命力大大增强，成活率提高，后来人们把这种现象成为“鲑鱼效应”。对于很多行业的整合，黑石最惯用的就是“鲑鱼”策略，而这一策略在新兴市场的电信牌照竞购中发挥得更加充分。1993年，黑石为墨西哥第三大电信运营商 Iusacell 提供过桥融资，助其从墨西哥工业企业 Unidas 集团中分拆出来，此后，Iusacell 就成为拉美电信市场上的“抢手货”，英国电信巨头沃达丰、美国电信巨头 Verizon 和西

班牙电信巨头 Telefonica 都曾谋求过对 Iusacell 的控股地位。2000年黑石又参股了波兰的电信运营商 Crowley Wireless，一年后促成了 Crowley 与美国第二大移动运营商 Cingular Wireless 的合作，双方成立了合资子公司 Crowley Digital/Salmon PCS，而黑石则为新公司提供年利率 24.4% 的高息抵押贷款，助其完成在东欧和拉美等新兴市场上的移动运营牌照收购，在收购了 79 个牌照后，Cingular 全资购买了 Salmon。同样是在 2000 年，黑石联合美国电信运营商 Verizon 投资了阿根廷移动运营商 CTI Holdings。而此后不久，花旗、德意志银行等国际金融巨头也纷纷到拉美电信市场淘金，其中，花旗与拉美电信运营

收购。在私人股权基金的鲑鱼效应作用下，各电信巨头感受到了一种“不能成为收购者，就将成为被收购者的恐慌”，于是以更大的热情投入到了这场并购战中。美国第二大移动运营商 Cingular 公司用 410 亿美元收购了 AT&T 的无线部门；2005 年西班牙最大电信运营商 Telefonica 公司宣布以 315 亿美元收购英国独立移动通信运营商 O2；同年，挪威的 Telenor 公司同意以 12 亿美元收购沃达丰在瑞典的无线业务部门；法国电信以 77 亿美元的价格收购了西班牙第三大移动运营商 Amena 公司，此次收购战开始是在几家私人股权基金之间展开的，法国电信后来居上；而德国电信则收购了奥地利的 Tele.ring；。2006 年 Telefonica 又

**“鲑鱼效应的关键就在于：如果行业内已经存在整合的趋势，那么就加速它；如果行业内不存在整合的趋势，那么就创造它！”**

商 Telefonica 合资成立了专门从事电信行业收购的投资公司 Coinvest，该公司仅 2002 年一年就进行了四次收购。不过，在这场收购狂潮中黑石无疑是最大的受益者之一，2003 年，趁着 Coinvest 的收购热情正高涨，黑石想办法将 CTI 的股权溢价卖给了 Coinvest——黑石加剧了行业的整合热潮，而黑石自身又从这种整合热潮中获利。

黑石不断寻找它的投资目标，不过它的胃口已越来越大，那些小的电信公司已经引不起它的兴趣了，2005 年黑石以 144 亿美元投资了丹麦电信，2006 年又以 35 亿美元参股了德国电信，这两项投资都是黑石为未来并购升级所做的一种“埋伏”。

其实，除了黑石还有大量私人股权基金加入到这场通讯行业的“捕食战”中，KKR、Apax Partner、Providence 也都大量参与欧洲的电信和移动运营商的

击败了比利时电信和瑞士电信及法国电信与私人股权基金组成的财团，以 36.9 亿美元的竞标价收购了捷克国有电信运营商 51.1% 的股份。德国电信在斯洛文尼亚、法国电信在波兰也都展开了类似的收购活动。

行业巨头的直接参战使战局变得更加复杂，私人股权基金与行业巨头既是交易的双方——它是一些电信企业的买家、又是另外一些电信企业的卖家，同时，他们又成为竞场上的对手，为同一个目标竞价——2005 年 12 月，由 Apax Partner、黑石、KKR 等私人股权基金组成财团与瑞士电信竞购丹麦国有电信运营商 TDC，并最终 120 亿美元胜出——私人股权基金竞价成功了，它们可以把收购对象包装一下再以更高的价格卖给行业整合者。当然，有时，私人股权基金与行业整合者也是合作伙伴——2005 年 3 月，法国电信与黑石、CVC Capital

Partners、Providence Equity Partners 合资组成财团竞购捷克电信，不过，这次财团败给了西班牙电信巨头 Telefonica。

在一次次的竞购中，电信行业整合的速度已越来越快，今天，潜在的收购目标已所剩无几：法国第二大运营商 SFR 公司，它的潜在买家是英国的沃达丰，爱尔兰的 Eircom 公司也获得了瑞士电信的青睐，土耳其电信 Telsim 的潜在买家则包括沃达丰和法国电信……很多分析师认为，在这场由私人股权基金推波助澜的并购整合中，最后只可能剩下两三家电信巨头。

黑石是电信行业的一条“鲑鱼”，它通过对电信企业的并购在行业内创造了一种“并购需求”，使得行业内电信牌照的竞争氛围紧张起来，更多的企业和私人股权基金加入到这一战斗中来，并形成了更强的示范效应，而黑石则从中获利——在恐慌性的“抢购”中，黑石根本不用担心它所买的企业卖不出去，只要这家企业足够大（如果它不够大，那也没关系，因为黑石有足够的金融资源可以帮他“做”大，或者说是把它“买”大）。

### 在更多领域参与收购战团

黑石的“鲑鱼效应”不仅局限在电信领域，在有线、通讯、传媒等新业务领域，黑石同样充当了行业整合的鲑鱼。

在传统行业中，黑石也不放过所有可能的整合机会。

2003 年黑石收购了 Spirit 酒吧集团，由此掀起了英国酒吧行业内一阵并购热潮。黑石收购 Spirit 后做的第一件事就是把 Spirit 做“大”。10 月，英国啤酒商 BREWER Scottish & Newcastle(SNR) 决定出售它的 1400 个酒吧和客栈，获得黑石支持的 Spirit 以 25 亿美元的报价竞购成功，从而使 Spirit 的酒吧总数达到 2400 个，并成为当时英国最大的连锁酒吧。但其他酒吧集团也不甘其后，得到私人股权基金 Texas Pacific Group 支持的英国第二大酒吧经营集团 Punch

Taverns，2003 年以来通过连续的收购，到 2005 年时它已经以 8200 个酒吧成为英国最大的酒吧经营集团；与此同时，另一家专营酒吧投资 Techniguis 也正积极筹划进一步的收购。就在行业并购进入白热化阶段的时候，黑石开始分拆出售旗下的 Spirit 集团，它先是将 Spirit 旗下的 130 个经济型连锁酒店以 5.36 亿美元的价格出售给 Whitbread（一家专门从事休闲产业的集团），后又将剩余酒吧以 27 亿美元的价格拍卖给 Punch Taverns。而 Punch 还在继续它的扩张收购，2006 年下半年又收购了拥有 82 家酒吧的 Mill House Inn……酒吧这个有着数百年历史的行业，正被“鲑鱼效应”搅动着。

在其他一些领域，黑石也积极投资于那些有整合潜力的行业，它把金属加工企业 Edgcomb Metals 卖给了行业龙头 Macsteel——此后 Macsteel 又收购了 Jersey City、Baldwin Steel、Regal Steel、Hokin-Katz，力图实现它的行业整合之梦；黑石又将得克萨斯州的发电企业 Texas Genco 以 44 亿美元现金、27 亿美元承债和 3540 万股 NRG 股票的价格卖给了能源巨头 NRG，随后，NRG 又以每股 55 美元的价格从黑石手中回购了它的股票，这笔交易让黑石在一年内净赚了 20 多亿美元。而作为伦敦期货交易所 (LIFFE) 的两大股东之一（另一个是 Barney Venture），黑石更是在欧洲交易所的合并过程中发挥了重要的作用，在黑石投资 LIFFE 后不久，LIFFE 就成为伦敦股票交易所 (LSE) 的竞购对象，后被泛欧证券交易所 (Euronext) 收购——今天，交易所合并的热潮已经开始席卷全球，芝加哥商品交易所与芝加哥期货交易所合并，澳大利亚证券交易所与悉尼交易所合并，多伦多证券交易所希望与蒙特利尔证券交易所合并，东京证券交易所拟将两家商品交易所合并，洲际交易所 (ICE) 用约 10 亿美元现金和股票购买纽约期货交易交易所 (NYBOT)，瑞典斯德哥尔摩交易所 (OMX) 通过收购获得了奥斯陆交易所

10% 股权，并以 3500 万美元的价格收购了冰岛股票交易所；法兰克福交易所与伦敦交易所合并；纽约证券交易所与德国证券交易所竞购泛欧证券交易所，最终纽交所 100 亿美元的报价胜出；此外，纽约证券交易所还与东京证券交易所签署了战略联盟……私人股权基金像一种催化剂加速了行业内的整合，使企业迅速膨胀并集中为少数几个寡头。

### 从欧洲电信业整合看“鲑鱼”的意义

黑石的存在加速、甚至是启动了行业的整合趋势，在这一催化过程中，除了私人股权基金自身赚到了大把的钞票，整个行业结构也发生了重大的改变——从欧洲电信业的整合中我们看到，“鲑鱼”效应确实帮助许多行业从过度竞争的低谷中走出来，使行业结构更加合理。

新世纪伊始，网络泡沫破灭了，电信行业成为重灾区，原有市场的饱和和过度竞争导致了电信行业的普遍亏损，欧美几大电信公司的子业务都申请了破产保护，CEO 们纷纷下课；电信企业在市值缩水一半以上的同时，负债额却呈直线上升——德国电信负债 700 亿美元、法国电信 600 亿美元、西班牙电信 550 亿欧元、英国电信是 470 亿美元。

为了从萧条中复苏，运营商都将目光投向了电信业务内以及电信与其他信息技术的融合，即集话音业务、数据业务、多媒体业务、电视业务、移动通信业务等多种业务于一体的电信服务，它将给电信行业带来新的用户需求。不过，为了与新业务融合，各大电信公司都需要再投入上百亿欧元。在此背景下，增加客户数量是摊薄成本的最有效办法。

2003 年以来，由私人股权基金推波助澜的电信并购浪潮在一定程度上减少了之前数年跨区域经营形成的重复投资；此外，运营商规模的扩大与市场集中度的提高也加强了运营商相对于设备制造商的采购议价能力（在运营商整合浪潮的

推动下，设备制造商也掀起了一轮整合浪潮)。不过，最重要的是，在新的客户规模上，运营商们可以更加大胆地尝试各种新业务的融合，而这种创新成为推动欧洲电信企业走出低谷的关键。

2004年，欧美电信业开始复苏，2004年7月，摩根大通将欧洲电信产业的投资等级从“表现较差”调升为“表现持平”，电信股终于走出了垃圾股的阴影，欧洲电信分类指数的走势与整个欧洲股市基本相符。根据JP摩根等投资银行对欧美主要运营商到2006年前拥有的潜在现金流估计，沃达丰有着761亿美元的现金，居各大运营商之首，德国电信、Verizon、NTTDoCoMo等公司分别拥有430亿、417亿和361亿美元的现金流，而2006年至2008年，欧洲电信行业平均每年将产生490亿欧元的现金流，利润率也将节节攀升。

整合使欧美电信业走出了低谷，而黑石这类“鲑鱼”则加速了这种整合。

### “鲑鱼”并不总是好的

不过，“鲑鱼”并不总是好的，在某些行业里通过并购走向集中并不能够创造价值。

成立于1961年的Loewen是一家从事殡葬服务的公司，作为一家传统的家族企业，Loewen先生在上世纪80年代萌发了建立连锁的“丧礼之家”（殡仪馆）的想法，并开始收购地区性的小型

殡仪馆，到1989年时Loewen已经拥有了120家丧礼之家和10块墓地。在这一时期Loewen的收购目标主要是那些小型的、家族式的殡仪馆，在收购后通常保留企业原来的品牌和管理层，所以，收购进行得相当顺利。

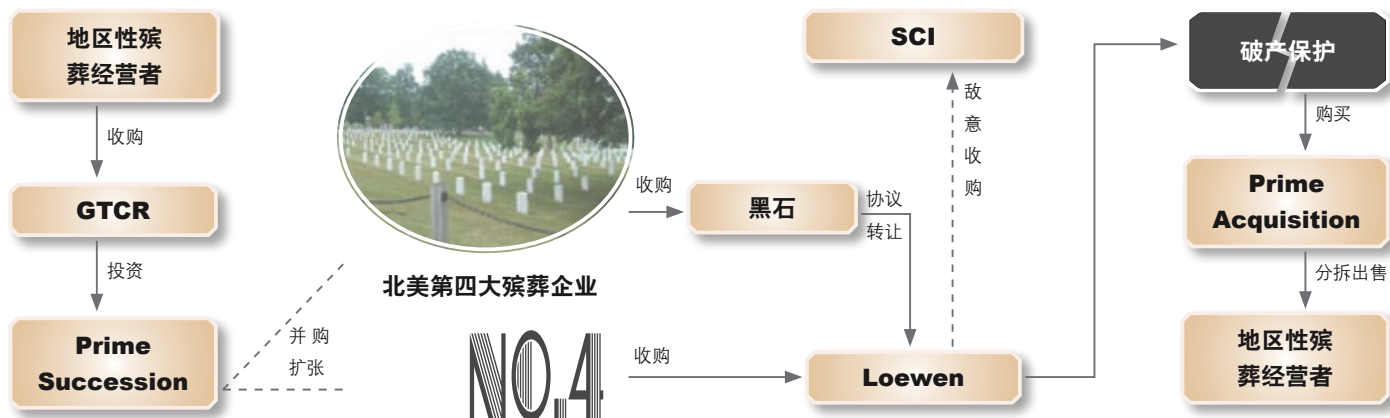
但是，Loewen并不满足于他的“小小成绩”，Loewen公司1987年上市后开始了更快的收购，到1995年已经拥有了764家丧礼之家和172块墓地，公司的股价更是一度上升到41美元。但是快速的扩张破坏了这个传统行业的业态平衡，Loewen开始受到一系列垄断指控，并被索赔2.4亿美元。但为了尽快从败诉的阴影中走出来，Loewen开始了更加激进的并购扩张，开始将目标锁定在那些拥有多家殡仪馆的控股公司——到1996年Loewen已成为北美地区第二大殡葬公司。

Loewen的并购扩张战略开始引起行业内其他公司的效仿，但当时北美地区的殡葬市场仍相对分散，前三大公司的市场份额不到总市场份额的15%，其余的85%都掌握在地区性的小企业手中。到了20世纪90年代后期，黑石等私人股权基金的加入则大大提高了行业的集中度。在黑石的帮助下，Loewen先后花费数亿美元收购了北美地区第四大殡葬服务公司Prime Succession和北美地区最大的墓地公司Rose Hills——收购过程中，Loewen投入的资金仅持有被收购方约20%的股权，其余资金由黑石负责筹

措，并拥有约80%股权，根据双方协定，Loewen有权在一段时间后从黑石那里买下余下的80%股权。不过根据有的协议，黑石也有权在一段时间后要求Loewen按事先约定好的价格买下剩余的股权。表面看，Loewen借黑石的力量获得了扩张的动力，但实际上，真正受益的却是黑石，通过与Loewen的合作它在投资之时就已经为自己安排好了退出的途径。

黑石的加入、更大规模的并购引起了行业巨头的恐慌，就在Loewen宣布收购Rose Hills不久，行业老大Service Corporation International(SCI)就发起了对Loewen的敌意收购，SCI指责Loewen为并购支付了过高的价格，损害了股东的权益，但SCI自己对Loewen的收购报价却高达21亿美元（外加承债11亿美元），后又将报价进一步提高到32.4亿美元，相当于每股59美元，这一报价已远远高于Loewen当时40美元的股价。虽然SCI在1997年1月被迫撤回了要约，但其实SCI的指责并没有错——Loewen在并购上投入了过多的金钱和精力，截止到1996年末，它用在收购上的开销已经累积达到13亿美元，而承诺收购的项目还需要再投入2.5亿美元，巨额的债务负担使公司难以负荷。1997年9月Loewen展开了一次大规模的重组裁员，砍掉了540个职位，并关闭了一些部门。但裁员并不能解决问题，巨大的利息负担和盲目扩张导致的经营隐患开

图2：美国殡葬行业的整合与分拆



## “私人权益资本是一把‘双刃剑’——‘鲑鱼’的存在提高了企业的危机意识，加速了行业格局的演变，但‘鲑鱼’的存在也可能使恐慌中的企业选择了错误的逃生方向，加速了企业的破产，并提高了行业整合的成本。”

始暴露，并导致了季度性亏损。到1999年1月Loewen的股价已从40美元滑落到5.65美元，而当年公司总亏损额达到4.65亿美元，这家风光一时的殡葬业巨头被迫申请了破产保护，此后公司出售了300处资产以减轻债务压力——那些被公司以重金买来的资产开始被一样样出售。

在一系列债务重组谈判后，2002年Loewen以新名字AlderWoods重生，但为了还债，公司不得不继续出售资产。

随着Loewen的破产，殡葬行业大并购的浪潮过去了，进入21世纪后，一家新成立的投资公司Prime Acquisition Group决定以2.5亿美元的价格再从Loewen那儿买下已申请破产保护的Prime Succession，而收购的唯一目的就是要把Prime Succession这家北美第四大殡葬服务公司再分拆成200多份，卖回给地区性的中小经营者，因为他们认为“在这个行业，整合没有意义”，“当你决定要选择哪家殡仪馆时，响亮的品牌是没有意义的，大多数人会选择那些家族式的、社区里的殡仪馆，因为那里的人认得你，你也熟悉他们。”

在那些区域性很强的产业中，整合并不能够创造1+1>2的效果，相反，并购可能破坏了原有的生态平衡——殡葬行业从分散到集中再回归分散，成为了一场华尔街的金钱游戏；另一方面，基于纵向一体化的整合也并不适用于所有产业，实际上，在专业化分工的浪潮下，某些行业上下游之间的并购可能是违背产业发展趋势的；最后，在私人资本的推动下，不少企业走上了高负债的激进扩张道路，

企业发展成为一种赌博，而在这一赌博过程中，私人权益资本凭借精心设计的合约条款为自己预留了逃生的路径，企业却不得不承受赌博失败的全部风险。

### “鲑鱼”渗透进入中国

随着资本闸门的逐步放开，“鲑鱼”已经从欧美市场开始渗透进入中国：

1999年摩根士丹利与中国最大电池制造企业南孚成立合资公司“中国电池”，此后摩根士丹利逐步增持中国电池股权，直至对南孚控股72%，2003年摩根将南孚股权卖给了吉列公司……

2005年1月摩根入股中国第三大家电连锁企业永乐，2006年2月华平认购国内第一大家电连锁企业国美电器1.25亿美元可转债和2500万美元的认股权证，2006年4月永乐与大中签订合并协议，11月在摩根等金融机构推动下，国美正式合并永乐，而此前，国际家电零售巨头百思买收购了国内第四大家电连锁企业江苏五星……

在水泥行业，这种由私人权益资本和产业资本混合掀起的并购浪潮更加猛烈。2006年1月国内最大水泥生产企业海螺水泥宣布向摩根士丹利和国际金融公司分别转让10.51%和3.82%的股权，此后不久，摩根士丹利又联合鼎晖并购了国内第二大水泥生产集团山水集团30%的股权，2007年高盛以6亿元收购了国内第六大水泥企业红狮水泥25%股权，此前世界第一大水泥制造商拉法基收购了四川双马集团的全部股权，世界第二大水泥制造商豪西盟控股华新水泥，世界第

三大水泥集团海德堡则先是受让了冀东水泥两家子公司股权，后欲收购整个冀东水泥未果——在境外私人权益资本和产业资本的双重推动下，国内也掀起了一场行业并购战，2006年海螺水泥将浙江尖峰集团、甘肃祁连山、ST江泥锁定为收购目标，而香港上市公司中国建材则与10家民营水泥公司签订意向书及框架协议，收购它们全部或最少50%股权，组建了以浙江为主、跨越四省一市的“南方水泥”，而尖峰集团最终选择了拒绝海螺水泥、转投中国建材的战略，目前中国建材正与冀东水泥接触，意欲重组整合“北方水泥”……

国外私人权益资本的“鲑鱼”效应正向国内蔓延，这种蔓延引起了国内产业集团的恐慌——尽管国内许多媒体、学者纷纷指责外资控股中国的战略图谋，但不可否认的是，正是这种恐慌效应打破了国内市场省市割据的坚冰，加速了全国范围内的产业整合，这对于过度分散的中国产业不失为一件好事。

其实，“鲑鱼策略”不仅是西方私人股权基金惯用的策略，随着私人权益资本在中国的发展，中国本土的“鲑鱼”也开始形成——鼎辉、汉能等本土私人股权基金通过投资楼宇视频广告业务的公司，最终完成了这个新型行业的整合并大获成功。

越来越多的本土私人股权基金开始成为鲑鱼效应的主导者，作为对抗境外私人资本的本土力量、作为加速行业整合的催化剂，他们的出现有着积极的意义；但是，私人权益资本的本质是逐利的，它们会把握每一个套利机会，推动所有可能产生短期收益的并购行为，而不管这种并购行为的长期效果。

因此，对于企业同样需要把握的是：恐惧，或者说危机感，使之充满了前进的动力；但恐惧也常常让企业在盲目扩张中迷失了方向。■

（作者为贝塔策略工作室合伙人，江南金融研究所特约研究员）