



● 1996 年華平在香港公交車上的廣告



● 2002 年 6 月 18 日創建 CVCA



- 創辦中華地產開發投資商會後，2007 年攜團訪港，與嘉里集團主席郭鶴年（中）合影（前排左五為作者）



- 2006 年 4 月，長江商學院首期 CEO 班全體學員與李嘉誠先生合影（前排左三為作者）



- 2014 年 11 月 12 日，慶祝華平在中國投資 20 周年



- 2014 年離開華平前，與公司聯席 CEO 紀傑、藍迪和總裁蓋特納及中國區合夥人合影（右三為作者）



● 2015 年創立黑土地公司，在東北種植優質大米



● 2019 年中國企業家俱樂部理事大會合影（後排左五為作者）

# 4

## 第四章

---

# 開創“對賭”第一案； 創新者的窘境

在私募投資過程中，最難的是現有股東和投資者在投資估值和條款上達成一致。股東和投資者都會要求估值公平合理，而業界公認合理估值的方式是未來現金流折現和類比公司市盈率（P/E）兩種模式。

這兩種模式都要依靠對於企業未來銷售和利潤的預測，恰恰在這個方面，企業和投資者容易產生分歧。傳統企業預測未來的銷售和利潤相對簡單，雙方只需對預測數據和估值的倍數統一看法即可；但這個估值方法對於還處於虧損階段、甚至連銷售額都沒有的互聯網或者新興醫藥企業就完全用不上；這樣的企業即便

有銷售和利潤，也會因為火箭般增長而難以預測。

在評估這類企業的財務預測時，創始人趨於激進，投資者偏向保守，由此產生估值上的分歧，變成“零和博弈”，談判陷入僵局。

這就是我在投資亞信時遇到的情況。

## “互聯網管道工”

20世紀90年代初，一位得克薩斯理工大學的生態環保博士生迷上了互聯網。他寫了一篇題為《美國信息高速公路計劃對中國現代化的意義》的文章，發表在《光明日報》上；另一位在加州大學洛杉磯分校攻讀計算機碩士的留學生也對互聯網頗有研究，還和斯坦福大學的一位教授聯合發表過一篇名為《中國互聯網學術網絡研究》的專題論文。

這兩個學生是田溯寧和丁健。1993年，在休斯敦經商的美籍華人劉耀倫先生50萬美元的資助下，他們創立了亞信（AsiaInfo），起初的業務是中美之間的新聞傳遞，後來轉型從事互聯網的系統集成。當時中國的互聯網剛剛起步，亞信和美國Sprint公司聯手，協助中國電信在北京、上海安裝了兩個互聯網測試節點，由Sprint提供設備，亞信做系統集成，即項目的執行方，負責將設備和軟件組合安裝、調試運行無誤後交付客戶使用。

這個項目一炮打響後，其他集成項目接踵而來。亞信急需技術人員和流動資金，向萬通美國公司融資25萬美元，還吸引了馬里蘭大學的博士生劉亞東加入亞信。

此後亞信參加了多個項目的競標，連續拿下中國電信 ChinaNet、中國聯通 CUNet、中國移動 CMNet、中國網通 CNCNet 等骨幹網工程的系統集成項目。系統集成企業在項目中標時要繳納保證金，執行過程只能按項目的進展收費，完工驗收後幾個月才能收到全款，由此流動資金壓力很大。亞信的快速發展使它的資金需求擴大，田溯寧花費了很大的精力對外融資。

這時，一個從美國回來的留學生出現在亞信。他叫馮波，一米八四的瘦高個子，濃眉大眼，留著小平頭，一臉精幹。馮波成長於上海，大學在美國舊金山攻讀電影導演專業，但後來轉做金融，此時在投資銀行羅伯遜·斯蒂芬斯（Robertson Stephens）任職，穿梭於硅谷和北京、上海之間，為中國早期湧現的互聯網企業融資穿針引線。

馮波性格開朗，為人爽快，很快就和田溯寧、丁健等人結為好友，並說服亞信聘請羅伯遜·斯蒂芬斯擔任財務顧問。馮波幫助田溯寧安排去硅谷和香港，遍訪創投和私募基金，華平也在名單上。

約好和我見面那天中午，馮波和田溯寧提早來到聖·喬治大廈，在大堂匆匆嚥下漢堡包，接著來到 12 層華平的辦公室。

那是我第一次見到溯寧。他個子不高，面相敦實，說話感染力很強，一談起中國互聯網的增長就興奮不已，兩眼發光。我到現在還記得他信心滿滿的一番話：互聯網是一個百年不遇的機會，亞信有互聯網系統集成經驗和人才，有試點項目的執行經驗，加上和郵電部門的緊密關係，如果有資本的支持，一定能成長為實力雄厚的科技公司。

這番慷慨激昂的話打動了我。我問：你想找什麼樣的投

資人？

溯寧說，他理想的投資人既要懂高科技，又要了解中國的國情，可是他見過的美國創投基金精通高科技，對卻中國十分陌生，香港地區的基金熟悉中國，但對高科技和互聯網一無所知。前幾天他向一位香港投資人介紹亞信，對方聽完，點點頭說：“我懂了，你們幹的活就像管道工。”

## “對賭”打破僵局

這個理解倒也沒錯。中國郵電部的宏偉規劃是逐步將互聯網的骨幹網鋪向全國，亞信作為系統集成商把設備和軟件連在一起，讓信息像在水管裏一樣暢通無阻地流動，確實起到了管道工的作用。

一周後，我飛到北京，去海淀區魏公村的亞信考察這家管道公司。下了飛機，我直奔母校北京外國語學院對面的一幢小高樓。走進亞信簡陋的辦公室，一群年輕員工在電腦和圖紙前忙碌，空中洋溢著一股創業的熱情。

馮波把我引到一間會議室，一一介紹了亞信的核心團隊。溯寧和他的同事把整個公司的組織架構、人員情況、項目概覽和未來兩三年的展望全面過了一遍，然後單獨讓我、馮波和亞東去他的辦公室，討論融資方案。

馮波說，公司計劃發行 10% 的新股，融資 1000 萬美元。

我說，1000 萬美元佔 10%，投前估值就是 9000 萬美元。你們是根據什麼算出來的？

馮波解釋：“這很簡單。公司預測明年利潤 900 萬美元，乘



上 10 倍市盈率，就得出了 9000 萬的估值。按照亞信的增長速度，10 倍的市盈率並不高。”

“市盈率確實還算合理。可是，預測的 900 萬美元利潤能達到嗎？”

亞東瞥了我一眼，說：“當然啦！郵電部的全國鋪設骨幹網的計劃我們都很清楚，只要把他們的計劃轉換成我們的銷售和利潤就行啦。”

我覺得沒那麼簡單：“你們有財務預測模型來支持這些數據嗎？”

他聳了聳肩，說：“什麼模型？我們沒有。”

我向他解釋：投資人必須拿到詳細的財務預測，最好是 Excel 的模型，才能認可公司期望的估值。

“這個我們真沒有做過，也沒有人會做。”

我說：“就算不是為了融資，你們也應該有對未來銷售和成本的預測。如果你們實在不會做，我派人來幫你們？”

亞東笑了：“好，免費給我們打工，歡迎。”

我向華平總部彙報了亞信的情況，幾個資深合夥人都很感興趣，表示願意派人過來支持我們的盡職調查。紐約科技部的比爾那裏剛好有一位哈佛大學法學院的華人暑期實習生，就把他派來北京幫忙。這個學生名叫祖文萃，曾經在貝爾實驗室當過軟件工程師，此時在哈佛攻讀 MBA 和法學博士雙學位。他一頭扎進亞信，收集了大量數據，梳理了各大項目的合同銷售額和預計成本，但在編製財務模型方面還缺乏經驗。

這時比爾又派來兩個援兵：一直專注軟件投資的同事約瑟夫·藍迪和卡里·戴維斯。他們倆從紐約飛到北京，下榻在西郊

的友誼賓館，每天和祖文萃一起去亞信幹活。幾天下來，他們對於亞信的系統集成工程有了更深入的了解：每個項目都有採購設備、編寫程式、調試運行的過程，客戶不時修改參數和標準，在執行過程中管理稍有不慎就會出現成本失控的情況。由於亞信的合同規定比較鬆散，成本控制不嚴，仔細測算後得出的利潤和公司自己自上而下的估算相差較遠。

1996 年的北京，酒店和餐廳相當簡陋。一天工作結束後，祖文萃請兩位老外在紫竹院的一家中餐廳吃晚飯。剛坐下來，生性膽小的卡里·戴維斯突然間看見一隻碩大的老鼠“嗖”的一下在他眼前竄過，嚇得尖叫起來，縮起兩腿，戰戰兢兢地盤腿坐在椅子上，就這樣一動不動地吃完了飯，留下了華平團隊令人津津樂道的一件北京軼事。

在藍迪和卡里的幫助下，祖文萃完成了一個詳細的三年財務模型。從這個預測可以看出，亞信未來的年平均利潤在 200 萬到 300 萬美元左右，如果乘上 10 倍的市盈率，投前估值應該是 2000 萬到 3000 萬美元，離亞信 9000 萬美元的要價相差很遠。

經過內部討論，我向亞信提交了一份投資條款概要（term sheet），建議華平投資 1000 萬美元，佔 25% 股份，投前估值 3000 萬美元。

溯寧對我的建議十分失望。他已經收到了兩份意向書，投前估值都比華平高，只不過金額沒有達到他的要求。他讓亞東和我繼續接觸，爭取說服華平提高估值。

亞東對我展開了一場攻心戰。他多次約我開會、吃飯，用各種理由和我辯論，硬要我接受他對公司的樂觀預測，磨得我失去了耐心，直接去了機場。但他還不放棄，接著仍然約我再談。

談判沒有進展，馮波十分著急。他選了一天晚上安排我和湖寧、丁健、亞東見面，在一家會所訂了一個單間，約好了談不出結果來，誰也不許走。

丁健剛從美國回來，還有時差。他們幾個人輪番上陣，用各種理由試圖說服我接受他們的觀點：互聯網的前景無限，亞信的市場地位穩固，絕對值 9000 萬美元。我還是堅持我的看法：投資者要平衡增長和風險，如果我們接受了 9000 萬美元的估值，亞信完不成利潤指標，我們豈不是吃個啞巴虧？

我們都明白對方的思路，就是沒辦法走到一起去。在那個包間裏聊了幾個小時，還是僵持不下。這時我突然想到一個主意：既然他們那麼有信心達到 900 萬美元的利潤，為什麼不讓為利潤擔保呢？如果完成了 900 萬的利潤，我們就認可 9000 萬的估值，雙方皆大歡喜；如果完不成，就把估值和利潤掛鉤，完成多少利潤，乘上固定的市盈率，算出的估值是多少就是多少。我和他們舉了個例子：如果實際利潤是 800 萬，乘以 10 倍，估值就是 8000 萬，700 萬就是 7000 萬，以此類推。

聽了我的想法，他們覺得是條出路，讓我拿一個書面方案來再議。這時已是凌晨，總算談出了個結果，大家滿臉倦意地握手道別。

回到香港，我和律師商量了一通，寫出了一個書面方案：華平採用可轉換優先股的形式投資，初始轉股估值 9000 萬美元，一年後按審計利潤乘以 10 倍來調整，上下均不封頂。

這個方案得到了亞信和馮波的認可，但有三條改動：一是估值的基準改為現金流和銷售額的加權平均數，避免偏重利潤而忽視增長；二是調整期延長到兩年，如果第一年沒有達到，差額可

以來年追補；三是無論利潤實際完成多少，估值下限不能低於 3000 萬。

我們據此達成了修改方案。

在華平內部報批時，科技部的主管比爾對這個方案不以為然，說它給管理層反向激勵，即使因為調整估值我們提高了股份，但公司的利潤少了，還是於事無補。我提出不同看法：如果我們看好中國互聯網和亞信的前景，只是在估值上卡殼，我的方案把估值和利潤掛鉤，能夠讓公司對自己的預測負責，保護投資人的利益，有什麼不好呢？

這個觀點說服了比爾和其他合夥人，不過溯寧又微調了投資方案：為了讓另外兩家基金也參與投資，他把融資規模擴大到 1800 萬，華平領投 1000 萬，中國創業（ChinaVest）和富達（Fidelity）分別跟投 600 萬和 200 萬美元。按初始轉股估值的



- 1996 年 12 月亞信簽約合影：孫強（作者）、田溯寧、丹尼爾·奧爾巴克（富達）、莫妮克·劉（中國創業）

9000 萬美元計算，三家合佔 18%；但如果亞信利潤不達標，估值調整到最低線，投資者的佔比將調高到 36%。亞信的董事會給三家基金一個席位，由華平派代表出任。

1997 年 12 月 28 日，亞信、華平、中國創業和富達的代表齊集在香港一家律師事務所，共同簽署投資協議。

這可能是國內最早出現的按業績調整估值的案例。六年後的 2003 年，摩根士丹利和鼎輝在投資蒙牛時採用與此類似的估值調整模式，後來被稱為和管理層“對賭”，成為私募投資者常用的方法。

## “革命青年變成企業家”

在企業高管中，首席財務官（CFO，財務總監）至關重要。不論是在初創期、發展期，還是在上市階段，企業都需要嚴格的財務管理，包括現金流、資金使用、稅務結構、財務報表、員工激勵、兼併收購、資本運作等方方面面，都需要 CFO 牽頭。

優秀的 CFO 是稀缺人才，他（她）不僅要有很強的專業知識，還必須得到其他高官及股東的信任和支持，才能發揮作用。由於 CFO 薪酬較高，很多企業都是等到融資或上市時才聘請 CFO。其實，這樣做貌似節省了成本，卻在企業管理上造成缺失，容易影響企業下一步的發展。

私募基金十分重視被投企業的財務管理和上市融資，通常把聘請合格的 CFO 作為一個必要條款，寫入交易文件。

在投資亞信時，我們發現它在成本控制和資金管理方面有很大的缺陷，在投資協議裏把聘請 CFO 作為一條未竟事項。作為

代表投資方的董事，我在投資完成後的頭等大事就是幫助公司尋找合適的 CFO。

為了省去聘請獵頭公司的前期費用，我私下找獵頭朋友郭學文幫忙，讓他把手頭現成的候選人簡歷先拿給我看，事成之後再付費。

郭學文給我的三份簡歷中，惠普中國區的首席財務官韓穎給我印象最深。她在北大荒下過鄉，在國企中海油做過財務，此時在惠普負責財務和人力資源，在中外企業的財務管理方面有十多年的經驗。

郭學文安排我見了韓穎。她談吐沉穩，對於企業內部建立財務管理流程和成本控制的制度一清二楚，唯一缺乏的是對外融資的經驗，但對於亞信現階段的需求，她是合適的人選。

我把韓穎引薦給溯寧和亞信的其他高管，他們都對她非常認可，希望說服她儘快加入亞信。韓穎在惠普中國待遇優厚，工作穩定且駕輕就熟，而亞信是一家創建不久的小公司，要花很大精力從頭建立財務管理部門，挑戰不小。溯寧花了很多時間去和韓穎交流，希望用科技報國的理想和熱忱去打動她，我從另一個角度去說服韓穎：在惠普，她已經到了升級的天花板，而在亞信，她能接觸對外融資，作為 CFO 把一家互聯網企業帶到國外上市，從中學到新的知識和技能。

溯寧和我的勸說打動了韓穎。1998 年 6 月，她告別服務了九年的惠普中國，正式加入亞信擔任 CFO。亞信在財務管理上確實問題繁多：缺乏標準銷售合同，應收款賬管理混亂，成本管控鬆散，財務報表不能準確即時發出，等等。韓穎一上任就招聘了兩個專業財務經理，幫助她建立一套嚴格財務管理制度。但她

也意識到，要真正改善現狀，還得從高層做起。如果公司的高管只抓銷售，不明白銷售合同對後續成本和現金流的影響，下面的工作很難理順。韓穎說服了溯寧，準備給高層開一個基礎財務培訓班。

讓一群互聯網科技青年靜下心來學習管理可不容易。為了提高大家的興趣，韓穎選擇了一個來自瑞典的企業管理模擬遊戲。參與的學員分成幾個小組，模擬把一家新創立的企業從研發產品一直帶到打開銷路、穩定盈利。這個遊戲貌似簡單，但會碰到現金管理中的各種挑戰，一個環節注意不到，就會引發其他問題，甚至造成資金鏈斷裂，走向破產。

丁健回憶和溯寧等人一起培訓的經歷，十分感慨。他說，他是做技術出身，一看見資產負債表和數字就頭大，而韓穎卻專門分派他在小組裏管財務。起初，他和小組成員的信心都很高，可是模擬遊戲開始還沒多久，就發現出了問題，掰不回來。第一次遊戲失敗後，學員們回到房間，怎麼琢磨也不服氣，又推演了一遍，可是忙到凌晨 3 點，最終還是失敗了，這對大家的震動很大。

溯寧說：“韓穎用了三天的時間，把我們這些革命青年變成了企業家。”

高管有了財務管理的意識和基本知識，韓穎的下一個工作是規範薪酬和激勵機制。華平團隊提供了一套員工薪酬體制的模板供她參考，協助亞信制定了按照績效指標（key performance indicators, KPI）管理員工薪酬的制度。

在互聯網企業快速發展的階段，期權方案是吸引和激勵員工的一個重要手段。這方面的經驗當時國內還十分欠缺，尤其是如

# 11

## 第十一章

# 國美紛爭

2009—2010年，國美電器（簡稱國美）的大股東黃光裕和總經理陳曉爭奪控股權一事鬧得沸沸揚揚，國美陣營指責職業經理人陳曉趁大股東落難之機搶奪控制權，陳曉稱他和投資者試圖改善治理模式，打破大股東一股獨大的狀況，為所有股東創造回報。

有的學者認為，國美之爭是典型的“委託代理”問題的案例。“委託代理”（principal-agent theory）是美國經濟學家伯利和米恩斯提出的關於企業治理方式的理論。他們認為，經濟資源的所有者是委託人，負責使用及控制這些資源的經理人是代理人。當二者同為一人時，沒有任何衝突；但如果代理人是外聘的職業經理人，而且掌握了管理權和信息權，就可能造成二者利益



衝突，甚至爭鬥。委託代理理論認為企業擁有者又兼經營的模式存在弊端，倡導所有權和經營權分離，企業所有者保留剩餘索取權，而將經營權授予職業經理人。

在中國，早期的民營企業的大股東同時也是管理者，沒有代理人問題。在引進外部股東和職業經理人後，大股東和小股東之間、委託人和代理人之間的衝突就可能出現。要解決這個矛盾，企業應該把股東和管理者的權益與職能分開，儘量通過股權激勵的方式，使代理人和委託人的利益一致。這是一個從家族企業到現代企業的轉變過程，如果把握不好，有可能引起紛爭，令股東和管理者兩敗俱傷。

## 黃光裕東窗事發，國美危機四伏

2008年11月18日下午，我正在北京銀泰中心的柏悅酒店主持一個關於中美投資的圓桌會議，口袋裏的手機突然振動起來。我猶豫了一下，但還是拿出電話，瞟了一眼來電顯示，是國美電器總裁陳曉。這個電話要接！我快步走到偏廳，按下接聽鍵，耳機裏傳來他焦急的聲音：“孫強，你在哪裏？趕緊過來，出大事了！”

我心裏一震，但來不及多想，急忙請別人替我主持會議，驅車直奔設在霄雲路鵬潤大廈的國美總部。一路上，我心裏七上八下，不知道究竟出了什麼樣的大事，使平時穩重沉著的陳曉如此緊張。

鵬潤大廈是國美的母公司鵬潤集團擁有的寫字樓，其中大部分樓層由國美使用，大堂側面還有一個國美的產品陳列室。我衝

進電梯，直上 18 樓。這是集團總部高層辦公的樓層，一出電梯就看到“鵬潤集團”和“國美電器”兩面旗幟。黃光裕和陳曉各佔一個角落，通向他們辦公室的過道裏站著警衛，把守著通向老闆房間的必經之路。警衛認識我，直接帶我走進寬敞的總裁辦公室。

陳曉坐在一張碩大的辦公桌後面，夾著一支煙，示意我坐下，然後開口說：“昨天傍晚，黃總在公司樓下，正準備上車去參加李彥宏的生日派對，突然出現一群公安人員，把他團團圍住，跟著就帶走了！他的電話一直不通，下落不明。杜鵑和周亞飛也聯繫不上，不知道是不是也出了事。”

我的心猛地一沉。黃光裕是國美的董事長，杜鵑是他的妻子、公司的執行董事，周亞飛是國美執行董事兼財務總監。這三個人是公司的核心人物，他們同時失蹤，公司前途叵測！國美是一家上市公司，市值逾百億，它的安危牽涉到公司員工和股民的利益。作為公司的董事和高管，我和陳曉都驟然感到肩上的壓力。

陳曉，上海人，原永樂電器（簡稱永樂）的創始人兼董事長，2006 年與國美合併之後搬到北京，擔任國美集團總裁。記得併購永樂時，黃光裕曾經和我商量如何激勵陳曉，我曾建議：“黃總，你應該讓陳總享受和你同等的待遇，這樣他會心情舒暢，下面的人也會更尊重他。”黃光裕果真給陳曉裝修了和他自己同樣大小、同樣氣派的辦公室，買了一模一樣的邁巴赫超豪華轎車，還專門配了一位廚師，給來自上海、不太習慣北京生活的陳曉做可口的飯菜。

隔壁的會議室裏，集團副總裁黃秀虹（黃光裕妹妹）、集團

執行副總裁王俊洲和負責媒體關係的副總裁何陽青正在起草一份致公安部、最高人民法院等部門的信函。陳曉讓我看了一下，大意是說黃光裕是國美的核心人物、著名企業家，他的安危影響到國美數十萬員工的生計，因此國美及其員工強烈呼籲立即釋放黃總。

我覺得這封信的語氣不太合適，直接動筆修改，強調國美的業務對電器廠商和銀行貸款的影響巨大，希望有關部門考慮國美合作夥伴的利益，幫助國美維持正常運營。

改完信，我和陳曉分別找朋友遞交給有關部門，然後討論面前的難題：如何穩住公司員工的情緒？如何爭取到供應商和銀行的支持，防止出現擠兌斷貨的危機？在找到合適答案之前，我們首先要防止信息外洩，以防競爭對手趁火打劫。

世上沒有不透風的牆。11月20日，多個媒體記者都收到了一條神秘的短信：國美老闆黃光裕和財務總監周亞飛已被公安局帶走，至今無下落；黃光裕的夫人杜鵑和一主要財務人員在逃。一時間，關於黃光裕的傳言不脛而走。

我和陳曉面對難題：作為上市公司，國美有義務向香港交易所報告重大變故；但我們說什麼呢？黃光裕被捕只是傳言，警方尚未證實，我們不知道公告該如何措辭。事關重大，我建議立即召開緊急董事會。

董事會缺包括董事長在內的三個關鍵人物，感覺很奇怪，但我們還是做了幾個決定：一是對外宣佈與董事長“失去聯絡”，二是任命陳曉為代理董事長，方威為代財務總監，以免出現管理真空，三是申請周一停牌，以防股價暴跌。因為隨時可能出現突發事件而來不及召集全體董事會成員開會，我建議設立一個特別

行動委員會，密切關注黃光裕案對國美業務的影響，並隨時提出應對措施。

四天後，警方確認黃光裕被監視居住。董事會隨即發表公告，向市場證實黃光裕與周亞飛正在接受警方調查。三周後，我們獲悉杜鵑在瀋陽被抓，國美的另一名獨立董事也因為害怕受到牽連而匿藏。

## 國美異軍突起，借殼上市

黃光裕是個商業奇才。他原名黃俊烈，出生於廣東汕頭的鳳壺村。1985年，剛過16歲的他就和哥哥黃俊欽一起，背著裝滿了收音機、電子錶等電子產品的旅行袋，從廣東坐火車去內蒙古販賣。一趟趟倒賣，使他有了積蓄，在北京珠市口盤下了一個100平方米的小店，取名“國美”。

這家小店先賣服裝，後來改賣進口電器。1987年1月，黃氏兄弟正式掛出“國美電器”的招牌。他們的店面很小，不設庫存，貨品向廠家直接提取，所以周轉率極高。黃光裕在琢磨如何宣傳他的小店時，無意中發現《北京晚報》空白的中縫位置可以做廣告，而且價格非常便宜。黃光裕立刻把每天報紙的中空位置包下來，大做“買電器，到國美”的廣告，以低價電器招徠客戶，國美小店的生意頓時火爆。

“人與人之間是差不多的，差一步而已，有時是半步。”黃光裕說。

因為他搶先了一步，包下了本地報紙的全部中縫廣告位置，國美得以廉價促銷它的電器。那時國產電器剛剛崛起，急需通過

零售渠道與進口品牌爭搶消費者的心態。黃光裕想出一招：在國美店舖裏讓它們開設專櫃，負責供貨和推銷，國美只需要選點、開店、打廣告引人流。這樣，電器供應商有了向客戶直銷的渠道，國美則省去了鋪貨的資金，雙方相得益彰。

這個模式非常成功，黃光裕的國美電器逐漸擴大，在和他哥哥分家後，黃光裕獨自經營國美電器連鎖店。這時，他的妻子杜鵑加入公司負責財務。精明過人的杜鵑畢業於北京科技大學，說一口流利的英語，還有中國銀行的工作經驗，很快成為黃光裕與資本打交道的得力助手。

1999年，國美以連鎖經營方式殺入天津和其他城市，門店總數突破100家，銷售額攀升至幾十億元，成為中國家用電器零售業第一品牌。為了加快擴張速度，黃光裕開始考慮資本運作，斥資買下一家香港上市的殼公司。2004年，他把國美65%的股權注入這家殼公司，交易價值88億元人民幣，相當於國美2003年1.78億元淨利潤的近50倍，令市場憧憬快速增長。但是，交易完成後首次公佈業績，利潤只增加了5.5%，股價應聲大跌30%。

這個情況被華平團隊的冷雪松注意到了。他和同事分析，國美股價的下跌可能是借殼上市的定價過高，也可能是投資者對公司的治理機制有質疑。他們發現，國美在與股市投資者溝通方面非常欠缺，信息傳遞很不及時，也不夠透明，另外集團仍然持有35%的門店未裝入上市公司，但做整體採購，容易產生關聯交易和利益衝突。冷雪松認為，如果能在以上幾個方面有所改善，國美的股票將有相當大的上升空間。他去找杜鵑談了這些看法，建議國美引進華平作為戰略股東，幫助國美改善公司治理和投資

者關係，爭取提升股價。杜鵑聽了很感興趣，準備安排黃光裕和我見面。

## 引入華平投資，改善公司治理

2005年初夏的一天晚上，我在上海黃浦江邊的一家私人會所見到了黃光裕。他中等身材，衣著整齊，看上去一臉精明。年僅36歲的他，已連續兩年以個人財富超過100億元名列中國首富。

黃光裕客氣地請我到一個包間坐下，開了一瓶紅酒讓我品嚐。雖然是初次見面，他絲毫不隱瞞他整合國內電器零售行業的野心，也坦率地託出他在資本運作上的困擾。借殼上市後股價表現不好，他著急上火，親自去和證券分析師溝通，股票不升反跌，說希望聽聽我的高見。

這種情況其實在內地企業“走後門”上市後十分常見。空殼公司通常是爛屍股，無人關注，大股東注入資產後期待投資者給空殼重新估值，讓股價持續上升，但實際操作的難度很大。我幫黃光裕分析：現在股價低迷，可能有幾個原因：一是注入資產後的宣傳不夠，未能“洗清”舊殼原來的形象；二是投資者不了解國美在電器零售行業的地位和前景；三是投資者擔心國美的股東在炒作股票，擔心會掉進陷阱；四是沒有國際知名投行關注國美電器，也沒有像樣的研究報告提供給機構投資者，現在的股東都是短線的炒家和散戶，價格自然波動很大。

黃光裕覺得我說得很有道理，問我具體該怎麼做。我說，“好公司不一定是好股票”，國美經營得再好，在資本市場上也