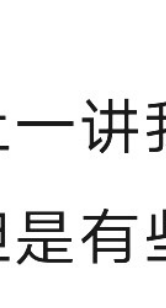


# 20 | 实物期权：应对投资的不确定性



贾宁

11-12 14:25



20 | 实物期权：应对投资的...

11:03 10.11 MB



「贾宁亲述」

你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

上一讲我们讨论了投资前怎么量化风险。但是有些项目，比如创业、创新类项目，不确定性非常高，投资前其实很难判断风险究竟多大。这讲当中，我们就来说说不确定性高的项目，应该用什么投资策略去应对。

咱们先来讨论一个并购案例。

并购对企业来说是把双刃剑，成功的并购能明显提升企业业绩。比如在A股市场以并购著称的蓝色光标这家公司，上市后利润4年间增长了7倍，其中一半以上的利润来自并购。

但失败的并购，也能迅速拖垮一家公司。2016年，一家叫宜通世纪的上市公司，收购了倍泰健康这家公司，结果第二年倍泰健康的业绩就开始变脸。2018年上半年，给宜通世纪造成了近5个亿的损失。

现在假设你是一家眼科连锁上市公司的CFO。有一天CEO跑来告诉你，他想收购一些市场上的小诊所，问你财务上怎么操作好。

最传统的收购方式呢，就是由公司作为主体，直接去买这些诊所。但是这样做，会计上就会要求合并报表，也就是说，这些诊所未来的收入和损失，都会算在上市公司的报表里。但你知道这些小诊所成立只有短短几年，未来能不能给公司带来收益，非常不确定。但凡这些诊所亏损，公司就会跟着遭殃。

不收购会错过机会，收购了面临很大风险，怎么办呢？

办法其实有一个，那就是在设计投资方案的时候，想办法创造“实物期权”。

## 实物期权创造投资柔性

**实物期权这个理念非常重要，因为它代表了投资领域中的一次思维革命。**

1998年，Luehrman教授在《哈佛商业评论》上先后发表了两篇关于实物期权的文章：他认为传统投资决策思维最大的缺陷，是从静止的角度看问题。一个项目，要么现在就投，要么永远不投。

但是，当投资标的的不确定性很高的时候，正确的方式是从动态的角度来看，增加投资的灵活性和柔性，想办法加入中途调整的权利。这些权利，在金融里叫实物期权。

中途调整的方式很多，常见的包括：推迟投资决策，或者追加投资，放弃投资等等，对应的金融术语就是：延迟期权、扩张期权、和放弃期权。

具体怎么操作呢？

刚才我们提到的那家眼科连锁上市公司，背后其实是有个原型的：爱尔眼科。

爱尔眼科2010年上市之后，就遇到了我们说的这个问题，既想收购一些有潜力的小诊所进行外延扩张，但又担心这些诊所将来如果失败，会影响爱尔眼科自身的财务报表。

于是，爱尔眼科就找了很多投资机构，联手成立了多家并购基金。先由并购基金出面，对这些小诊所进行投资。由于这些诊所是通过基金，而不是爱尔眼科直接投资的，所以业绩就不用纳入爱尔眼科的报表。等诊所开始盈利了，再由爱尔眼科收购，纳入上市公司体系内。那些没有熬过培育期的诊所，直接在体系外自生自灭了。

你看，这波投资操作，用的就是实物期权当中的“延迟期权”策略。先通过基金投资，锁定标的，同时把这些诊所放在体系外培育观察，等前景更加明朗之后，再决定要不要纳入上市公司体系内。这样呢就有效延迟了并购的决策时间，尽可能消除了并购前的风险。

从财务视角看，这样操作其实还有两个很大的好处。

首先，并购基金是爱尔眼科和其他投资人共同设立的，所以爱尔眼科只需要出一部分钱，就能撬动更多的资金，来投资更多的诊所。

其次，这个方法对提高爱尔眼科的市值很有帮助。为什么呢？因为爱尔眼科只会挑那些培育成功的诊所进行收购，并且纳入报表。所以作为上市公司，他的报表只会越来越好看。这些优质的诊所，并购进来，不但自身可以提升爱尔眼科的利润，还能增加资本市场对爱尔未来业绩增长的预期。我们知道资本市场是有放大作用的，企业每一块钱的利润，在资本市场上乘以市盈率，市值就放大了几十倍。所以对于爱尔眼科来说，并进报表的每一块钱利润，其实值好几十块钱。

那亏损项目呢？反正是放在上市公司之外的，所以每一块钱的亏损，价值就是一块钱。而且，爱尔眼科只需要承担其中的一部分损失，剩下的由基金其他出资人承担。

所以这种操作，本质上是一种很聪明的市值管理方法。只要爱尔投资的所有诊所中，成功和失败的比率不太失衡，那些成功项目，经过资本市场放大后带来的收益，就足以填补那些亏损项目的损失。

通过这种方式，到2017年底，爱尔眼科拥有了236家眼科诊所，其中纳入上市公司体系内的有79家。

其实，用“延迟期权”这个策略对那些有潜力，但不确定性高的项目进行投资的，还有足球俱乐部。俱乐部培养年轻球员，储备力量是很重要的投资。但是每个年轻球员都能成为梅西吗？当然不是，事前其实很难判断。所以曼联作为一个上市公司，不会直接和一个年轻球员签约，而是先把放到曼联青年队里训练和评估，达标了才会纳入正式队伍。

说回到刚才并购基金的案例。由于这种操作，大大增加了高风险项目的投资柔性，所以这几年很受上市公司欢迎。2014年新修订的《上市公司收购管理办法》，也鼓励企业设立并购基金。所以2014-2016短短三年，新成立的上市公司并购基金数量从40多只一下发展到600多只。

## 实物期权和企业战略

**从财务角度看，实物期权思维的价值，不仅是规避风险，本质上它降低了企业的试错成本，让企业敢放开手脚，不断去开拓和尝试新的领域。**

最典型的就是高科技公司思科。作为全球领先的网络硬件公司，思科最担心的从来并不是朗讯、贝尔这些大公司的正面竞争，而是颠覆性技术的出现。颠覆性的新技术在哪？在创业公司的手里。思科想要保持龙头地位，就必须地毯式地扫描和并购这些新技术公司。

跟爱尔眼科一样，处于战略考虑，必须收购这些新技术公司，同时又担心影响公司的报表和资本市场表现。

思科是怎么做的呢？它去找了世界顶级的风险投资公司红杉。思科利用自己的技术眼光和资源网络，发现值得培育的新技术公司，然后通过和红杉共同成立基金对项目进行投资。这些公司如果孵化成功，就卖给思科。如果孵化失败，就当是风险投资的风险。

所以你去看思科的成长史，就像是看一部高科技行业的并购史。在过去20多年中，思科就是基于实物期权这种投资策略，没有后顾之忧的去捕获新的颠覆性技术，保持了它在市场的领导地位。

## 什么项目不适合实物期权？

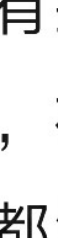
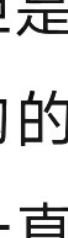
听到这儿，你可能会觉得，实物期权这个思路简直太棒了。

但其实，也有一些不确定性高的项目，并不适合用实物期权的思路去投资。

这个问题我和Paypal的创始人，Facebook的投资人彼得蒂尔曾经探讨过。

他认为互联网项目的投资，是适合实物期权策略的。因为互联网是数据驱动的，而好的互联网公司数据都是曲线增长的，所以投资人根据数据的阶段性变化，很容易判断项目是不是达到了阶段性目标。比如腾讯投资滴滴用的就是实物期权的策略，2013年4月先投了一笔，2014年1月随着滴滴用户量的增加，又追加了投资，2014年12月又继续追加了一笔。

但是有些行业和企业发展状态是二元型结构的，在达到关键里程碑之前，公司可能一直都没什么价值。但是一旦突破关键里



字号

写留言

0

请朋友读