

# 财苑社区

发现 关注 分享 互动 <http://cy.stcn.com/>

主编:李骥 编辑:陈英 Email:scb@zqsbs.com 电话:0755-83509452

## ■唇枪剑雨 | Chen Chunyu's Column |

### 巨额收购频现 美国新一轮复苏在即

陈春雨

本周的大新闻是微软 72 亿美元收购诺基亚,中国用户对于芬兰巨人如此熟悉,依依惜别之情溢于言表,以至于掩盖了另一个更大的收购计划。

9月3日,美国 Verizon 通讯公司确认,其董事会已经批准以 1300 亿美元的价格,从英国无线运营商沃达丰回购 Verizon 无线公司 45% 股权的交易。如果交易成功,这次收购规模仅次于沃达丰 1999 年以 2030 亿美元收购德国 Mannesmann,以及次年美国在线以 1810 亿美元收购时代华纳,成为史上第三大企业并购案。

Verizon 通讯公司是美国第二大无线运营商,地位可对照中国的移动、联通以及电信。在 1300 亿美元的巨额资金面前,诺基亚更像是卖出了白菜价。然而其透露出一个现象:美国的科技巨头正在加快并购重组。这一幕在中国上半年时有发生,百度、阿里均有出手,很多时候被解读为争夺市场的一种表现。但现在出现一种新的解读:QE 快退出了,赶在资金成本上升前,来一次大规模的攻城略地。

这不是外界“合理”的猜测,Verizon 通讯的大老板自己都说了,从财务角度看,这是一次完美收购,资本市场的机会很重要,因为收购费用大部分来自于银行贷款。换个角度看,现在 1300 亿美元的支付价格,要比利率上升之后,所需的实际支付额划算得多。

2008 年金融危机后,美国的贷款利率都趋近于零,这对举债的公司来说是有利的,像苹果这样拥有大量现金的公司也巧妙地运用了这一点。比如今年 4 月,苹果发债 170 亿美元用以买回自己的股份,这是该公司近 20 年来首次发债,也创出美国企业债券发行纪录。但

实际上,苹果手上拥有的现金却高达 1450 亿美元。为何要舍近求远,原因很简单,这些现金并不都在美国,而是分布在全世界,根据相关规定,海外资产回流美国必须交税。可想而知,在量化宽松政策的环境下,税费比利率差可是要高得多,在美国国债利率创历史新低的市场环境下,通过发行债券积累资金,不失为明智之举。而微软和苹果一样,手中的现金很可观,但区区 72 亿美元还是选择用贷款的方式来筹集。而去年,Facebook 总共进行了 12 项收购,其中就包括 10 亿美元收购了照片共享应用服务商 Instagram 公司。有人预计,接下来科技领域还将有更多的大额并购发生,当钱还算便宜的时候,华尔街也很乐意看到这样的局面。美国媒体传来的消息,在 1300 亿美元收购案中,充当财务咨询的华尔街投行以及律师和会计师等,将总共获得超过 5 亿美元的酬劳。

对于任何公司来说,并购都不是灵丹妙药,最典型也是最为昂贵的案例就是前面提到过的时代华纳,2000 年,美国在线 (AOL) 与时代华纳的牵手被称为强强联合,但是互联网泡沫的破灭,这场联姻最终成了同床异梦。用户抛弃了美国在线逐渐过时的拨号上网业务,奔向宽带网络的怀抱。广告商也陆续抛弃了美国在线,双方以分手告终。此外,默多克收购 Myspace 最后也成为噩梦一场,但对于受够经济低迷的人来说吗,这可能是个好的信号。

上一次美国出现大规模并购潮,还是在 2003 年前后,包括美洲银行 492 亿美元并购波士顿舰队金融公司;美国通用电气 140 亿美元收购维旺迪环球在美的娱乐资产,甲骨文 94 亿美元收购仁科软件等。而这批收购案也成为有一个有利佐证,标志着美国经济已经走出 2001 年 9 11 事件”与“安然丑闻”的阴影,由低迷转向复苏。从这个角度看,美国新一轮的复苏可能已经开启。

## ■疯言锋语 | Luo Feng's Column |

### 大企业的垄断区 小企业的天花板

罗峰

本周爆炸性新闻之一是原中石油集团董事长蒋洁敏,被免去国务院国资委主任职务,涉嫌严重违纪,目前正在接受调查。由于今年 3 月蒋洁敏才从任职多年的中石油升职到国务院国资委,而且上任后就传出被调查的传闻,所以社会上基本认为蒋洁敏所任问题主要在中石油集团任期。

近期中石油集团已有多名高管被调查被免职,蒋洁敏的新闻使事件进入一个高峰。央视也在蒋被免职后播出较长的一个评论:中石油窝案与垄断无关。

腐败窝案是否与垄断有关,要看将来的调查结果和司法审判结果。现在市场关注的两个问题,一是哪些为中石油配套或发生交易的企业将受影响。在中石油前几大客户的企业中,已有多家上市公司发布公告,讲清事件对公司无明显影响,也有公司公告高管失去联系,相当于默认在接受调查。二是哪些原本和中石油没什么关系的公司,将来可能发生什么有利的转变。

上个月采访一家设备制造上市公司时,听到一个与中石油有关的故事。该公司从事油气、非常规设备生产,这些细分领域的国内企业只有几家,上规模的主要是两家,另一家是中石油旗下一个子公司,在两桶油的设备市场,民营企业无法介

入。该公司在国际市场销售很好,利润高速增长。李克强任国务院副总理时到公司调研,问公司在发展上有什么困难,公司高管提及民企不能参与两桶油的油气设备招标。之后,李克强安排有关部门来调研这个问题。几个月后,有关部门及中石油等组成的考察组来公司调研产品情况,把产品里里外外了解清清楚楚,后来出具的报告是产品还没达到标准。公司诧异不已,产品在发达国家市场已占据较大份额,受到国际市场检验,在国内处领军水平,怎么会还达不到标准?后来才知道,考察组成员就有来自竞争对手,即中石油旗下同类企业,后来这事不了了之。这说明垄断企业根本无意向民营企业开放。

回到央视的评论上,评论说理性的民间资本并不愿意进来,因为自然垄断行业有一个普遍特征,就是投资巨大,折旧时间长,变现能力差,收益回收很慢,从油气资源及其经营上,之前民间资本的尝试已有诸多新闻报道,显然并非民间资本“不愿意进来”,而是有很多隐藏的天花板在那等着民间资本。这些年来,中石油在很多领域逐渐向市场靠近,向市场开放,但进度缓慢,有配套公司高管就说,中国是油气开采、消费大国,但这个产业发展相当畸形,以油田工程服务这个年产值 4000 亿美元的大市场来说,占据全球主要份额的是国外几家大企业,国内企业要崛起,激发民间活力必不可少。

肖国元

科斯走了,也许带着些许遗憾。但是,作为一个经济学家,他凭自己的智慧,借“企业的性质”与社会成本问题”登上学术之巅,是 20 世纪不可多得的伟岸之才。

不过,作为中国人,我们倒是有些遗憾,遗憾他没有亲临中华大地,亲自考察中国变化的是与非,遗憾我们没有了聆听他教诲的机会。这个遗憾也许花更大的代价也难以弥补。

作为中国人,我们应该感谢科斯,他用自己的智慧、理论与情谊滋养着中国的改革开放事业与市场经济建设,在自己与中国以及中国学人之间架起了有形与无形的智慧之桥与友谊之桥,对推动中国经济社会的发展与进步已经并将继续发挥巨大的作用。

科斯对经济学的贡献,起源于 1937 年发表的论文——“企业的性质”。在该文中,科斯对一个简单而又平凡的概念——企业,进行了不同寻常的思考,最后得出了“交易成本”的概念。在此之前,“企业”是名正言顺的分析单元,所有的经济分析与逻辑都是以原有的“企业”为出发点与起点的。经济学家在这个基础上构建“企业——居民——政府”的关系,并进行各种推理与演绎。但是,正如后来我们知道的,这样的经济学,按照科斯的说法,只能叫做“黑板经济学”,即脱离实际的一种“智力游戏”或“头脑风暴”。但是,自科斯提出“交易成本”概念之后,企业的“性质”进入理论的视野。它不再只是一个符号,而是一个接地气的活体,每天伴随我们日新月异地延续着、变化着,而生生不息。

由“交易成本”视角观察企业,我们不仅看到了企业存在的原因,了解了企业与市场的边界,更清楚地知道了许多现象的内在机理,诸如企业组织体系、企业规模、管理的代价以及企业纵向一体化等等,由此而衍生出体系庞大、结构完善的交易费用经济学也就毫不奇怪了。而这一切都是建立在科斯开创性的“交易成本”基础之上的。如果说交易费用经济学是一座豪华宫殿,那么,“交易成本”就是其坚实的基石。

科斯对经济学的另一个独特贡献,源自他 1960 年的论文“社会成本问题”。在此之前,人们被经济行为的



官兵/漫画

负外部性问题所困扰,在私人收益与社会成本之间痛苦挣扎,最后妥协成“庇古税”。由此,“庇古税”长时间成为解决负外部性问题的不二法门,并衍生扩展成政府对经济事务大肆进行干预的理论依据。然而,科斯终结了这种局面。在“社会成本问题”的论文中,科斯论证:若交易费用为零,无论权利如何界定,都可以通过市场交易达到资源的最佳配置。这就是著名的“科斯定理”。由此可以推论,在解决负外部性问题时,可以用市场交易形式替代司法程序以及其他政府管制手段。

可以说,由于“交易成本”概念横空出世,科斯的开创性贡献在很大程度上改写了经济分析范式,构筑了一片独特的经济学丛林,交易费用经济学、法律经济学、新制度经济学等应运而生。相对于传统的经济学,无论是古典理论,还是新古典理论,这些新理

论、新工具所具有的洞察力与分析力,对正在建设市场经济的中国无疑具有更大的启发与帮助。借助这些理论,我们找到了开启中国市场改革的门径,这是老旧的经济学无能为力的。这是科斯对中国经济改革的第一大贡献。

正是因为科斯理论以及建基于此的新制度经济学等具有强大的解释力,一大批中国经济学人深受科斯理论影响,纷纷成为科斯的粉丝与拥趸,其理论体系与学术主张在中国受到广泛推崇。不少漂洋过海去美国留学、交流的学人拜科斯为学,成了中国改革经济学的领军人物与活跃分子,包括周其仁、盛洪、张维迎、钱颖一、薛兆丰、谢作诗等等。以新制度经济学为核心的市场经济理论的兴起与经济学人的成长,是中国成功改革的智识保障,这无疑得益于科斯的智慧与心力。这是科斯对中国经济改革的第二大贡献。

科斯虽然没有到过中国,但他

从来没有漠视中国,他对中国进行的市场经济改革给予了高度重视与客观评价,几乎不带有意识形态偏见,这在以客观公正著称的西方学者中也是不多见的。科斯最后一本著作《变革中国》,就是专门考察 30 年来的中国市场经济改革,称得上是一部中国改革史。不仅如此,无论在论文中,还是在言谈中,科斯针对中国存在的问题提出了许多有价值的建议与善意的警示,诸如中国缺乏思想市场;必须让权力服从法治;必须去除国企的特权,让民企得以自由竞争;现有的教育与税收政策加重了社会的不平等。这些乃真知灼见,切中要害。上述问题不仅过去妨碍了改革的进展,至今还顽强地存在着。科斯的善意提醒将无限裨益于中国的改革开放事业。这是科斯从政策与决策角度对中国经济改革的第三大贡献。

科斯是不朽的,他将永远活在中国经济学人心中。

## 概念和炒作：“谁先知道”与“谁的手快”

金立里

有文章说,中国证券市场的参与者一直在“谁先知道”以及“谁的手快”这两个方向不断地努力。善哉斯言!许多时候,像巴菲特、彼得林奇这种价值投资的殿堂级人物,在部分人看来,形象还不如那些流窜于各种热门概念的“牛散”高大——这些人生赢家对信息的极度敏感和对时机的精准拿捏,更让人惊叹。

就拿最近被热炒的“土地流转概念”来说吧。《经济观察报》不知从何处获得了一份关于农村土地改革的文件,结果报道之后,“土地流转概念股”便以一种横扫六合的姿态横空出世,直到几日后国土资源部正式否认下发关于农地流转试点指导意见后,气焰才算有所收敛。但经过这一轮热炒,十多家被列入的股票,平均涨幅已经达到 14%。

关于土地改革的话题,各方都已经喊了很多年,但谁也无法对政策趋向进行准确的把握。那究竟有哪些“人生赢家”最早抓住了这个机会?从一份文件到一个概念,这中间的信息传播和资本流动,又是一个

什么样的过程?

通常来说,真正掌握了信息的绝对优势的人,只有处于这个社会金字塔尖的那一小撮。处于塔基的人,只有悲哀得被塔尖人士的“信息”牵着鼻子走。在“庄”的时代,在市场规模还小,没有涨跌停限制,还是 T+0 交易的时候,这种“金字塔尖”的优势尤为突出。那时候,信息不对称的程度,令人发指,很多人只有在第二天的报纸上,才能看到前一天的行情。那时候,庄家们操作的方式也简单,只需要放出消息,无论真假,投资理念尚未成形的市场总会有所反应。

而近年来,信息传播一直都在不断地加快速度和翻新花样。随着社会化媒体对我们所熟知的世界的各个角落的渗透,“社交红利”的时代也随之到来。微博、微信等平台成为了国民级的应用,投资者、上市公司甚至监管层都浸淫其中,据中国上市公司舆情中心的观察,目前已经有 17% 的 A 股上市公司开通了官方微博,上交所官微 @ 上交所发布的运营正风生水起,而证监会也正在酝酿抢占微博这样舆论前沿阵地。资本市场与社交网络的碰

撞,正往更深更广的层次蔓延。

此时信息的流转和扩散的机制,前辈庄家们只怕已然无法想象。但是,“塔尖人士”对这一改变的把握,似乎更加准确到位,甚至已经能够纯熟地利用新的信息传播渠道和模式进行操作。一个极端的例子,是前段时间金利华电的蹊跷涨停。一条招聘手游工程师的广告,把金利华电这家生产书店绝缘器材的公司划入“手游概念”,公司在随后的官方表态中却予以否认,但股价已然受到影响。这则广告从招聘网站进入股吧、微博等社交网站,到拉动股价上涨,整个过程,都值得推敲,以至于有人怀疑,背后有推手,有人在操纵。

同样的例子还有很多,而对股价的定向影响,已不限于拉高股价。去年底,贵州茅台受刊发在雪球网上一篇文章关于塑化剂检验帖子的影响,股价大幅波动。2012 年 8 月 13 日,因微博传言公司董事长王东明被带走调查,中信证券当日股价暴跌,一度跌停。这些案例背后,都被传有做空的影子。

不过,对信息传播路径的利用,

其实并不止于此。许多上市公司开始主动地进行概念包装。作为市值管理的一个策略,在信披等游戏规则之内,未尝不可。怕就怕总有人游走于规则的边缘,甚至时不时地踩过界。此前有段子,研究员们最怕的就是碰到董事长,因为董事长会吹风,会讲故事,通常都能激情澎湃,但不少都是脱离公司的想象。

然而,对于许多类似的概念炒作热潮,大多数看客,都只能看到一串泛红的数字和媒体随之而来的铺天盖地,而对其背后的逻辑和变革未加探究。有人因此在网上自我埋怨说,我不恨炒作,恨的是没能在集体涨停之前加仓,更恨没能在热情回落之前抛掉。这也是最近流行说“谣言止于新的谣言,炒作止于新的炒作”的心理根源。

资本市场始终是人的市场,就像人类始终无法拒绝那种赌博带来的那种令人血脉贲张的刺激一样,资本市场也始终无法终结对信息和概念的炒作。资本市场永远不缺机会主义者,有些机会主义者往往更擅长在纷繁庞杂的海量信息中寻找投机和炒作的爆点。

(作者单位:中国上市公司舆情中心)