

特邀李嘉诚先生对本书系评论

在企业竞争环境越趋激烈的今天，企业家的战略思维不单是其事业成败得失的关键，对整个商业社会亦有举足轻重的影响；研习企业经营案例是企业完善战略思维的重要一步。

——李嘉诚

MANIPULATION

操

机构投资人与大股东操纵策略案例

纵

郎咸平 著

東方出版社

郎咸平 著

操纵

MANIPULATION

東方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

操纵 / 郎咸平 著 北京: 东方出版社, 2004.5

ISBN 7-5060-1887-X

I、操… II、郎… III、股票—证券交易—基本知识

IV、F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 035045 号

操纵

责任编辑: 穆蕊

策 划: 华有工作室

执行主编: 关邑

版式设计: 灵智工作室

出版: 东方出版社

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

发行: 全国新华书店经销

印刷: 唐山市润丰印务有限公司

版次: 2004 年 5 月第 1 版

印次: 2004 年 5 月第 1 次印刷

开本: 787 × 1092 毫米 1/16

字数: 250 千字

印张: 18

书号: ISBN 7-5060-1887-X

定价: 39.60 元

【版权所有, 请勿翻印、转载, 违者必究】

目录

郎咸平其人不落俗套的介绍→9

总序→12

前言→16

1 第一部分 机构投资者操纵股价获利秘籍 21

第一章 沽空移动套利→26

- ◎机构投资者唱衰中国移动/27
- ◎机构投资者操纵中国移动后记/29

第二章 沽空联通套利期指→31

- ◎中国通信业两巨头：联通和移动/32
- ◎机构投资者操控联通/33
- ◎联通被纳入恒生指数前后/34
- ◎机构投资者吹捧联通的沽空策略/35
- ◎借移动中报操控联通/37
- ◎联通、移动股价走势与同期恒指期货/40
- ◎联通公布中期业绩的前与后/41
- ◎操控两家公司从而操控期指/43

第三章 沽空中国电信套利 MSCI →45

- ◎中国电信类股价成交量和 MSCI 指数变动关系/46
- ◎初试婴啼（2003年5月19日至5月26日）/50
- ◎再下一城（2003年6月3日至7月9日）/50
- ◎机构投资者交易手法层出不穷/51

第四章 机构投资人操纵H股套利→53

- ◎外资机构隐藏其H股持股比率 /54
- ◎外资机构H股交易活跃 /56
- ◎外资机构炒作H股的背景 /59
- ◎炒作H股的手法 /60
- ◎外资机构四大类炒作H股形式剖析 /64

2

第二部分 国内庄家操纵股价获利秘籍

71

第五章：德隆系：“类家族企业”中国模式→74

- ◎中国独特的“类家族企业”敛财模式 /75
- ◎德隆系的神奇历程 /77
- ◎早期的融资 /77
- ◎频繁投资、转让及高送股令股价飙升 /82
- ◎股权转移至自然人控制的公司 /87
- ◎德隆系“金融帝国” /90
- ◎新疆屯河：金融机构最为集中 /91
- ◎控制合金股份，并扩张下属金融阵线 /92
- ◎湘火炬下的金融机构 /92
- ◎和券商之间的关系 /93

第六章 北大系 清华系：明天系、深安达、 粤华电幕后操作→100

- ◎明天系早期控制性公司 /107
- ◎明天系故事之一：利用北大招牌的市场操作 /109
- ◎明天系故事之二：与已控制上市公司合资热潮，
同时收购其他上市公司 /113
- ◎北大青鸟：买卖的学问 /117
- ◎高校重组新模式：深安达和粤华电的操作 /120
- ◎无成本收购 /127

第七章： 韩国现代拯救家族企业的金字塔搬迁游戏 → 138

- ◎现代的金字塔结构 / 140
- ◎外部基金持有者成了最大的受损者 / 144

第八章 迪生：通过金字塔暗渡陈仓的重组 → 146

- ◎家族收购上市公司资产 / 148
- ◎丰厚的特别股利 / 149
- ◎股价上涨：表面上小股东获益 / 149
- ◎暗渡陈仓：大股东侵吞小股东利益 / 151
- ◎特别股利的精巧设计 / 156

第九章 新世界的金字塔操纵 → 159

- ◎新世界财务状况表现不佳 / 160
- ◎新世界系债务居高不下 / 160
- ◎面面通：亏损资产也可以套钱 / 164
- ◎收购崇光百货：将好处留给周大福企业 / 167
- ◎新世界创建：将利润留给自己的又一例证 / 169

第十章 英皇的金字塔套现 → 171

- ◎金字塔式的操控——新系时代（1996至1998年） / 172
- ◎英皇金融开始转亏为盈，属良好资产，新系（第三层公司）卖给英皇国际（第一层公司） / 173
- ◎欧化家私的盈利不俗，1997年税后盈利为1,460万港元，属良好资产，新系将之卖给英皇国际 / 175
- ◎鹰驰时代（1999至2000年）——金蝉脱壳 益己益友 / 176
- ◎概念炒作套现——英皇科技 / 179
- ◎假称投资 套取现金——英皇中国 / 182
- ◎中饱私囊收购大股东私人资产——英皇国际大股东（2000年4月至9月） / 185

第十一章 亚洲造纸制浆公司金字塔套现→187

- ◎亚洲纸浆纸张有限公司 (APP) /188
- ◎PT 斯那马斯 Multiartha (SMM)公司业务简介 /190
- ◎亚洲食品房地产有限公司 (AFP即 Asia Food & Properties Ltd.) 业务简介 /191
- ◎APP 集团内部关联交易融资 /192
- ◎通过其控制的银行从 APP 抽调资金给维佳佳家族 /193

4

第四部分 其他类型的股权资产置换图利大股东

201

第十二章 东宁的反金字塔套现→205

- ◎东宁系大股东黄仕灵 /206
- ◎戏法之一：资本大转移 /206
- ◎戏法之二：分派红股、分拆企业 /208
- ◎戏法之三：巨额借贷 /209
- ◎戏法之四：概念炒作 /209
- ◎剥削大法：水向低流 /212
- ◎东宁神话破灭 /213
- ◎黄仕灵为何安然无恙？ /216

第十三章 黎智英与“壹传媒”→219

- ◎套利佐丹奴 /220
- ◎向壹传媒狂注“网络水” /223
- ◎壹传媒高价购入黎智英私人业务一报三刊 /224

第十四章 精心回避全面收购→229

- ◎市场传闻收购华银控股 /230
- ◎大股东处心积虑，避开全面收购而获利 /232
- ◎再次回避全面收购，华创套现 18 亿港元，力宝华润全面控制拥有 28 亿港元现金的上市公司 /237
- ◎如何钻全面收购空子？ /238

第十五章 韩国三星继承的故事→240

- ◎“蜘蛛网”状持股结构，“一手遮天”的李健熙 /241
- ◎财富不正当继承，李在镕身家3年暴涨600多倍 /242
- ◎李健熙个人投资失误，四子公司联袂赔偿 /246

第十六章 精巧设计的华润集团重组→250

- ◎华润集团迅速成长 /251
- ◎华润零售出售给华润创业 /252
- ◎华润石化出售给华润创业 /253
- ◎收购华远房地产 /254
- ◎“三驾马车”融资 /254
- ◎上市公司承受低盈利 /257
- ◎重组后华创业绩显著下滑 /260
- ◎私有化五丰行造好财务报表 /261

第十七章 破局：会德丰私有化案例剖析→264

- ◎会德丰现状：蜘蛛网结构 /265
- ◎会德丰私有化九步典型手法 /270
- ◎会德丰私有化连卡佛 /273
- ◎新亚置业私有化联邦地产 /275
- ◎出售零售业务的动机 /278
- ◎会德丰走向何方——由网状结构走向金字塔结构 /279
- ◎会德丰和九龙仓的紧密关系 /286



郎咸平其人

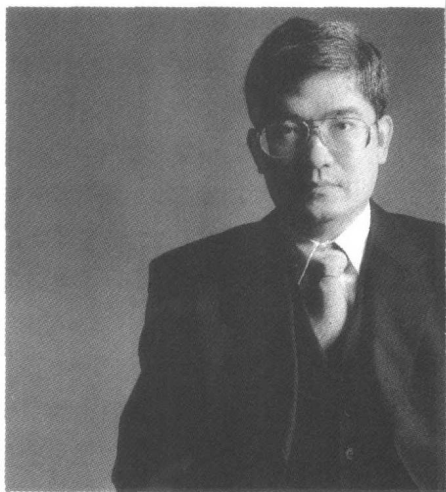
> 不落俗套的介绍

作为编辑，我们一直考虑如何不落俗套地介绍郎咸平其人。在大众心目中，郎咸平是位观点鲜明而且具有世界级学术成就和在中国极高知名度的大师级学者。我们先俗气地谈一下他的学术成就。

郎教授在美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院于1986年以创世界纪录的两年半时间，连拿金融学硕士和博士学位。其后曾在美国顶级商学院执教，包括沃顿商学院、密西根州立大学、俄亥俄州立大学、纽约大学和芝加哥大学。郎咸平在金融学领域的造诣不但是中国人以及所有亚洲人的翘楚，而且绝对堪称是世界顶级学者。全世界金融学领域的学者对Larry H.P. Lang的大名可说是无人不知，无人不晓。举例而言，1990年金融学论文引用率排名全球第一的作者就是郎咸平。另外，郎教授也因其学术论文的世界级影响力，而于2003年荣登世界经济学家名人录。

郎教授挟其世界级学者的显赫地位，早早在1994年就回到香港担任香港中文大学最高学术级别的（首席）讲座教授，郎教授清楚地指出，他回香港的主要目的就是觊觎中国市场。郎教授回到香港后，不但在世界上首创亚洲“公司金融学”的学术研究，并且首创完全不同于哈佛案例的中国式案例教学。但是这些研究需要长时间的积累，而这也是为何2001年以后，郎咸平才进入中国内地而迅速蹿升的主因。李嘉诚决心在中国筹办长江商学院推广商学教育就力邀郎咸平加盟，国内几个主流媒体曾经捕风捉影地猜测郎教授的薪水，在我们追问下，他仍然只是一笑置之，坚持不透露具体数字。

根据长江商学院上过郎教授课的EMBA学员反映，郎教授应该是目前中国最犀利和最博学的大师级教授之一。郎教授讲课观点独特，切入角度与众不同，经常给予学员反思维的刺激，因此听完课下来感觉非常震撼，久久不能平息，学员



普遍认为这就是大师级的功力，而以听过郎教授的课为荣。郎教授涉猎极广，学识渊博，学员们最喜欢听他上课大谈历史、政治、法律和共产党党史等课题，而不仅仅只是金融学，学员们说，听郎教授谈历史和共产党党史是最过瘾的。学员亲身感受到，郎教授的博学来自于其多年的苦读和积累。根据报道，有学员曾对媒体极为感叹地指出，他最佩服郎教授的一点就是，当他周末打电话给郎教授时，郎教授总是在研究室做研究。

但是我们了解到在这些绚丽的外表下，童年的郎咸平竟然是位比我们邻居那位平凡小孩还要平凡的小孩。郎咸平从小就不是位品学兼优的好学生。他于1956年出生于台湾农村桃园，小学四年级由于成绩太差被老师分配到不升学班，准备小学毕业后进入技工学校学习。童年的郎大教授小学六年级的算术模拟才考了7分，但总分是100分而不是10分，这种水平最适合当技工。但是幸运的他在小学毕业那年，台湾教育部门决定从当年开始免考试而直升初中，郎咸平才顺利地升到了初中。但是不幸的是，初二那年又是因为同样原因被老师分配到了不升学班（台湾人称“放牛班”）。每一位“放牛班”的同学都要学习一门手艺，郎咸平选择了木工，准备初中毕业后先做木工学徒再开个木工厂。

郎咸平初二和初三一直努力地学习木工。到高中高考前3个月举行模拟考（“放牛班”学生按台湾教育部门的规定也要参加），郎咸平在1,000多名考生中考了800多名，他可能是“放牛班”的榜首。根据郎咸平的说法，他潜意识里还是想升学的，但是念课本肯定来不及，他就只好念“考前30分”。什么叫“考前30分”？比如说整个六大册的历史课本就浓缩成那么一小本“考前30分”，大概50页左右（A4纸的1/3大小），那是给考生在考前30分钟复习用的。别人考历史得读六大本，而郎咸平只看一小本。反正考六科嘛，郎咸平就随便买了六小本来念。结果竟然意外地考上了高中。郎咸平说：当时那么多种版本的“考前30分”，就只有我买的这种抓题抓得准极了。我也不晓得为何我会选到这一种“考前30分”，这真是造化弄人。我想如果当时买别的版本的“考前30分”，那真的只有当木工了。

台湾的高中到高二分社会、自然两组。自然组主要就是搞理工医农，社会组就是学文法商，通常都是比较差的学生学社会组。郎咸平高一的英文、数学和生物都不及格，很担心被留级。由于老师通常不会为难转到社会组的学生，所以到了第一年结束前就决定转到社会组去了。郎咸平在社会组很用功，但是似乎智力不太足，因此很勉强地挂了车尾考上了台中市东海大学经济系，那是一个比较差的学校。大学毕业后，命运之神开始眷顾他了，郎咸平顺利地考上了台湾大学经济学研究所，而后当了两年义务兵。等到分发部队抽签之时，幸运之神再



度眷顾了他，让他抽到了“签王”——在荒凉的马祖小岛守岛两年。

当兵退伍以后郎咸平并不想出国，他只想待在台湾过个小日子。他在台湾大学研究所的老师认为他的学术水平有限，特别劝告郎咸平学术研究是很辛苦的一条路，而认为他最好考虑去银行做事，比较稳定而且又配有职工宿舍。

不知是否又是幸运之神的眷顾，郎咸平的银行求职以失败告终，没有一家银行要他，也没有一家公司要他，连续几个月的失业压力下，他只有考虑出国留学了。经过他最大的努力，郎咸平的托福考只考了550分，而GRE也只考了1640分。郎咸平当时向好几所学校要申请表格，芝加哥大学寄来了一页黄色的表格，要求他填写由幼儿园一直到研究所的成绩，而后他们再考虑要不要寄申请表格给他，哥伦比亚大学也是要求他先证明他有实力申请该校，否则他们不想浪费申请表格。最后郎咸平只申请了7所美国大学。但郎咸平的运气不好——只有一所学校回应，一家他没有听过名字的学校——宾夕法尼亚大学沃顿商学院的商业经济系收了他。因为20世纪80年代初的台湾消息比较闭塞，很少人知道沃顿商学院。

“沃顿”——烂校——去还是不去？还有2万美金的学费要自己缴。郎咸平回忆起当年的犹豫彷徨。可是他的母亲就像其他的母亲一样对儿子的能力有着“莫名其妙的信心”。1983年的台湾和现在的内地经济水平相仿，当时郎妈妈把房子卖了2万美金，准备给郎咸平出国交学费用的。可是郎爸爸还想拿去做生意，他跟郎妈妈讲，你放心，我下个月就还你，我发誓还你。还好郎妈妈长了心眼没借给郎爸爸，如果借他的话，到现在郎咸平还在等着那笔钱出国呢。

至于郎咸平为何会转念金融系，那又是一个巧合了。当时商业经济系的系主任要求每一个学生都要考微积分资格考试，郎咸平立刻就慌了手脚，因为他早就忘记了微积分。百般无奈之下，郎咸平只有在各系打听，看看哪一个系不要考微积分。最后找到了金融系。因为该系要求太严格，有一半的学生在第一个星期就自动退学，有很多的空缺，所以就收了郎咸平。郎咸平转系成功后，他问系主任的第一句话就是——金融系是学什么东西的？

根据郎教授的现身说法，他从小到大，从来不觉得自己聪明。一直到了沃顿商学院以后，才觉得自己聪明极了。这一连串不可想像的巧合造就了今天的郎咸平，因此当你责骂你的子女不用功，成绩差的时候，不妨想想郎咸平的童年，相信你的心情会立刻转好。

本书编辑部

2004年4月2日



首本中国企业案例

近年来,中国经济发展的奇迹全世界有目共睹,在中国企业迅速成长而抢占国际市场的同时,整个世界突然惊醒了,原来我们(包括中国人本身)对中国企业的了解竟是如此的不足。而我们的商学教育基本上也是失败的,全世界的商学教育包括中国内地、香港、台湾三地的主流高等学府,仍然使用美式的教材来教育和培训企业家。而更为不解的是,三地的一些大学竟然以奖金激励方式,要求教授以英语教授美国式的教材。但是,中国商学院的学生和中国的企业家对于管理知识的饥渴已远远超过了美式教材所能给予的。

以我个人的亲身经验而言,2002年以前,从国外请几位商学院教授来给EMBA或MBA上课是当时的时髦,学生也喜欢听外国教授讨论国外企业的经营管理战略等课题。但是2002年以后,一切都突然变了,我作为最前沿EMBA教学的教授感触最深,而且心理压力也极大,因为国内商学院学生和企业家们已经不想再学国外的教科书了,也不想听国外的案例了,而几乎是一面倒地要求教授讲授中西合璧的中国企业案例。长江商学院的院长项兵有一句名言:“世界级的CEO是稀缺资源,而能教授世界级CEO的教授更是稀缺资源。”我本人相当同意这句话,能教授世界级CEO而拥有中西合璧知识的大师,才是中国今天最稀缺的资源。但是全世界尤其是中国本身连一本有关中国企业案例的书都没有,何必奢谈如何教授世界级的CEO呢?

当然,我无意在此处探讨如何成为大师级的教授,因为这不是本书的重点。我撰写本系列书籍的目的是,希望将此首本以中国企业为主体的案例介绍给企业家和商学院学生。我的野心不大,我只希望一步一个脚印地打好商学教育的基础,将国人最渴望学习的中国案例摆放在书架上。我编写此书时,也加入了几个国外的案例,因为我的经验告诉我,国人对于一些国外企业的经营有着错误的崇拜心理,例如通用韦尔奇的传奇就是一个需要检讨的案例,我根本不同意国内业界对他的高度评价。

哈佛案例重主观描述，本书案例重客观分析。

我的案例和哈佛案例完全不同。我将我在美国多年教授哈佛案例的经验和读者分享。哈佛案例基本上是和案例企业充分沟通，因此是以报道为主，而不注重分析。我常常开玩笑说，哈佛案例实际上是替案例企业做广告。当然哈佛案例的最大价值就是，让学员了解案例企业本身自述的经营思维和运作手法等等。

我个人不喜欢这种案例风格，因为哈佛案例无法让学生掌握深度分析技巧。我在中国进行了多年的案例教学，形成了自己的特色，我收集案例企业所披露的“所有讯息”进行大量的数据整合以及深度逻辑式的剖析，而且我不和案例企业的领导交流，我希望完全以客观的财务数据来分析这家企业。具体而言，我的案例着重于利用企业所披露的财务资料来分析这家企业的运作手法（我称之为“运作”）、对小股民的剥削和图例大股东的手法（我称之为“操纵”）和战略思维（我称之为“整合”），而不是企业本身如何说，这是和哈佛案例最大的不同点。

我讲一句比较客观的描述，被列入哈佛案例的企业普遍感到骄傲与光荣，被列入本书案例的企业普遍感到紧张与不安。

重点式的分类，数据式的分析和理论性的验证。

重点式的将案例分成“运作”、“操纵”和“整合”三大类，而每一个案例都通过大量数据分析，以验证理论前提。

读者可能无法体会，我所谓利用财务数据分析案例企业的“运作”、“操纵”和“整合”的艰难程度。读者想像一下，我挑到一家企业后，在对该企业完全无知的情况下，我必须利用该企业所披露的讯息和财务数据，将这家企业分为“运作”、“操纵”和“整合”三大类，而且每一大类都必须有其特色。

以“运作”为例，我认为企业竞争战略、企业扩张战略和企业危机战略应该是企业家最关心的三大课题。因此每一个案例的选择必须精心设计，突出重点。举例来说，以企业竞争战略而言，问题的重心就是，企业家应该如何面对外界

的竞争，我挑出李嘉诚的3G(第三代移动电话)案例，因为他是个成功的企业家，积累了充分的营商经验，因此当他面对竞争者沃达丰的时候，他的做法最具有成功的可能性，因此增加了本案例的可读性与操作性。

以“操纵”为例，其重点在于广泛性地选择具有代表性的案例，从不同的角度利用大量数据描绘机构投资者如何操纵股价，大股东如何图利自己的详细操作手法。本书的价值并不仅在于大量的数据收集，而更在于利用数据证明我们所提出的操纵理论。举例来说，我们认为，香港机构投资人的操作手法是先放谣言，拉抬股价，同时卖空，而后造谣，一沉百踩。对我而言，最具有挑战性的就是，我们必须收集数据来证明这个理论，如果资料与我们所提出的理论有些许的不吻合，就必须全部重来。此外，我们认为，金字塔操控手法最能有效地图利大股东，因此我们不但必须详细解释金字塔的形成过程和操作手法，而且必须利用数据证明案例企业确实利用了金字塔结构图利大股东，这个工程相当浩大。

以“整合”为例，我提出企业做大做强是有害的，在这个前提下，我挑了三家企业——华润创业、北京控股和青岛啤酒来证明我的观点。当这些案例企业采行做大的投资时，我必须证明该企业股价下跌、盈利变坏，否则我的前提就是错的。另外，我认为多元化经营必须仔细设计，否则就是有害的。例如和记黄埔、中信泰富和上实控股，这三家企业进行投资时，股价和盈利都应该会上升。同样的，按照这个思维，中旅国际由专业化经营改成多元化的经营后应该对中旅不利，那么当中旅披露多元化收购讯息时，股价和盈利都必须下跌，否则我们的前提就是错的。而中旅其后又改为专业化的经营，那么显然股价和盈利都必须上升，否则我们的前提又是错的。本书所面临的最大困难和挑战就是，每一个案例所传达的讯息都必须由头到尾吻合财务数据，否则就必须重新来过。

最后，我有几点意见和读者沟通。

第一，本书使用最浅显的语言来具体描述每一个案例。为了保证品质，我个人从头到尾仔细修订过数回，保证每个案例的通俗性和可读性，因此对读者的专业要求就相对的较低。只要对企业经营与战略管理和股市操纵等课题有兴趣的读者，都是我的读者群。我相信以本书的写作方式而言，一般水平的读者都可以通过囫圇吞枣和走马观花的方式读完，而不会有太大的困难。而且本书的方法论具有延伸性与类似性，对读者基础背景的教育具有强化的作用。

第二，本书的方法论极为特殊，是我精心创造出来的，其特点为结构严谨、条理清晰、逻辑连贯，因此适合作为大学本科和研究生有关公司财务、公司治理和企业战略等学科的案例教科书。对于管理学和财务学知识背景较好的学生而言，学习的重点就不是类同一般读者走马观花式地读这本书，而应学习本书的方法论。

本书中绝大部分案例基本上都是由香港中文大学的学生在我的指导下完成的。这些学生在我的严格要求下，经常挑灯夜战，通过小组讨论分析数据以验证理论。我十分感谢这些学生的投入，没有他们的投入，我不可能创造出让我如此满意的案例。我在每本书的前言中都正式地列出了所有参与者名字。

郎咸平

Foreword

前言

一些亚洲领导人，例如李光耀，曾指出“亚洲价值”是自由民主制度的代替品。所谓的亚洲价值就是在缺乏西方的法律和民主下，由东亚家族和政府合作所形成的特别商业网络，而这网络使得复杂的商业交易在缺乏合约的约束和独裁的政府下得以顺利进行。

1997年以前的亚洲的确能以造就经济增长奇迹的价值观引以为傲。但1997年的亚洲金融危机却使得我们发现，亚洲经济奇迹的背后却是市场参与者的被严重剥削。那些创造了财富的家族商业领导人与政府勾结的结果，竟然是无所顾忌地对小股东、债权人及纳税人进行剥削，因此，他们加速了1997年亚洲金融风暴的发生。而这个所谓的亚洲价值因此得到了“裙带资本主义”（crony capitalism）的绰号。



家族集团的剥削活动不单是财富的再分配。他们选择低回报率的投资工程，使公司积聚无数无能力偿还的债务，加速了亚洲金融风暴。在亚洲金融风暴复苏改革的讨论中，地区监管者会采用英美的大众持股公司作为改革的标准。但他们这个标准可能并不太适当，因为东亚地区的经济应该较接近于欧洲大陆经济，因为两者在企业拥有权架构及家族式管理上十分相似。

亚洲仍有很多需要学习的地方，尤其是向欧洲国家学习如何在经营家族企业和保障股东及债权人之间作协调。根据我所做的学术研究显示，相比于欧洲股市而言，透明度低而易受剥削的公司占全部欧洲上市公司的2.94%，而亚洲这数字为其5倍，达到15.44%。由于亚洲市场的小股东权利较少，市场又缺乏有效的监管机制去保障投资者的权利，加上公司的透明度低，以及家族集团的庞大及复杂性，大部分的小股东很容易就受到剥削。