



“千金买马骨”是国王出钱，牛市泡沫是散户掏腰包

泡沫的妙用与危害

泡沫意味着持有某种类的资产更容易获利，这将会引导社会投资涌入这个领域。对于经济转型期的社会，这种引导显得尤其重要。

对于还处于烧钱期的互联网企业，传统估值常用的P/E值(股价与盈利之比)，基本不适用。即使已经开始盈利的互联网企业，它们未来的盈利在很大程度上取决于市场规模。

泡沫的作用

近期股票市场波动得非常厉害，先是股指断崖般地下跌，尤以互联网类公司为甚。在政府火线救市之后，这些公司又开始迅猛地上涨。

用很多指标来衡量，A股创业板公司的估值都太高了，特别是一些所谓的互联网公司。互联网公司泡沫不仅仅出现在中国，在美国也曾经大行其道。我们并不是要为此

种泡沫辩护，而是试图解释，为什么互联网公司总容易与泡沫伴生。

历来为市场重视的人民日报近来也不断地评论股票市场。在讨论泡沫之先，我们先讲一个多与少跟人民日报有点关系的故事：人民日报社位于北京的金台路，报社大院里有个“金台园”，有人说，这里就是燕昭王当年的黄金台遗址。当年燕国内乱，齐国趁机攻打

燕国，导致燕国战败割地。燕昭王登基之后，迫切地想改变现状，他当然知道需要一大批人才帮忙，可是，怎么吸引人才来呢？他的老师郭隗给他讲了个故事，就是那个著名的成语“千金买马骨”的寓言。昭王依此而行，筑黄金台拜郭隗以示天下自己如何求贤若渴。果然“英灵尽来归”，吸引了不少有雄才大略之人，燕国迅速兴盛起来。

“千金买马骨”当然只是个寓言故事，如果我们从经济学的角度来解释这个故事，也许可以得到这个结论：泡沫也有泡沫的妙用。子贡问孔子，若有美玉，是藏起来还是卖出去，孔子毫不犹豫地回答，（如果价格好，那就马上）“沽之哉，沽之哉。”这当然也是个寓言，不过，如果据此说圣人孔子喜欢价格泡沫，恐怕也并非完全无厘头。

“泡沫”的诞生

我们已经多处使用到“泡沫”这个词，也许现在可以稍微界定一下，什么是“泡沫”。

“泡沫”这个词正式用于描述经济现象始于1720年前后的英国南海公司，这家有英国政府背景的公司股价长期在每股100英镑上下，到1719年，突地开始暴涨，数月里上升了大约10倍，随后又被迅速打回原形。

当我们说商品或者资本的价格被高估，我们指的是它们的价格超过了其内在价值。这里，内在价值就像液体，而高估部分就像被液体包裹着的气体。

这里说的“内在价值”应该就是经济学家们说的“均衡价格”。通常来说，一种商品，供不应求，则价高；反之则价低。当市场供应恰好等于市场需求，价格不高也不

低，是为“均衡价格”。价格偏高时，会促进供应，减少需求；反之，亦然。这样，市场的价格虽有波动，但总趋于均衡价格。

这当然是一种理想状态，实际情况远较此复杂。无论是商品还是资产，从生产到上市，总是需要一个时间段。在特定的时间段以内，价格的上涨并不会带来供应的增加，甚至有时还会恰恰相反引起市场供应的减少。在价格上涨期间卖方会产生所谓“惜售”，买方则“买涨不买跌”。这会加重供求的不平衡，进而导致泡沫。

比如粮食的生产，从农民种地到粮食丰收，需要一定的时间，在新一季的粮食面市之前，在一个封闭的市场上，粮价的上涨并不会带来供应的增加。不仅仅是粮食，对供应方来说，当市场处于事实上的

垄断或者近似垄断的情况下，价格就容易产生泡沫。

在这里，商品价格的泡沫和资产价格泡沫大同小异，不过，由于多数人买商品是为了消费，而购买资产用来投机的人要多一些，所以，资产价格更容易产生泡沫。

公平地说，泡沫并非一无是处，它传递着一个重要的市场信息：那就是，持有某种类的资产更容易获利，这将会引导社会投资涌入这个领域。对于经济转型期的社会，这种引导显得尤其重要。

正像“千金买马骨”能带来真正的千里马，筑黄金台能吸引来真正的人才一样，资产泡沫，将会导致社会资源向某个特定领域聚集。如果这个领域恰恰代表着社会发展方向，这个时候，泡沫就未

必不是一个可能的选项，当然，泡沫所带来的负面影响也需要评估和判断。

当下，中国正面临着经济转型，升级换代是这种转型的主要特点，互联网+、工业4.0等等被广泛认为代表了转型的方向，这些领域的资产价格出现泡沫，对政府来说，就像“千金买马骨”一样，所以政府有动力维护市场相对的高估值，这恐怕就是所谓“改革牛”的来历。从效果来看，最近一大批海外上市的互联网公司开始私有化，并转而谋求到A股上市，正是这种泡沫效应的一个结果。

当然了，“千金买马骨”是国王出钱，而维持资产价格泡沫的模式，这是政府出政策，普通投资人掏腰包。对普通投资人来说，其中确实暗含着不小的风险。

为什么是互联网

当然，用“千金买马骨”最多只能解释，急切地想改变中国经济增长方式的政府有维护互联网公司相对高估值的意愿，这并不等于说这种意愿一定会成为现实。这次互联网泡沫的形成，主要还是依靠市场的力量，“改革牛”的说法只是为这个泡沫的形成做了一定的官方背书。从美国的情况来看，在2000年前后美国高科技企业资产泡沫的形成过程中，美国政府并未发挥多大的作用。

虽然有人不同意所谓“互联网思维”，但是，跟传统公司相比，互联网企业确实有一些新的特点。这些特点直接导致互联网企业更容易形成资产泡沫。

首先，互联网公司的核心资产是软件，是信息流。这类企业的一大特点是边际成本急剧缩小，甚至

近乎为零。

一家传统钢铁企业，在达成量产之后，它所生产每吨钢材的成本就比较难降低。因为原材料、人力成本、能源、运输等等，都需要硬性花费。

而信息类产品就不一样。比如一家网络游戏公司，它的产品开发成功之后，1万人玩还是100万人玩，成本的差别并不大。

这个特点导致，抢占市场规模成为互联网企业的生死存亡线。中国恰恰又是世界上最大的单一市场，这特别有利于互联网企业的发展，同时，也有助于培育企业家强调市场规模的特点。

拼命抢夺市场规模这个特点在商业上的结果就是，互联网企业盈利的“阈值”比较高，竞争对手越多，这个阈值越高。抢占市场，树

立品牌都需要大量地花费，就是产生所谓的“烧钱”。一定要大量烧钱才能达到盈利的沸点，这是互联网企业的一个特点。

这种现象最近表现在几家叫车软件公司的竞争上。先是滴滴和快的，拼命地补贴用户和司机，那场补贴战争打得如此惨烈，以至两家企业幕后的老板都不想再打下去了，虽然他们都是中国最有钱的人，于是两家企业合并。现在Uber又加入了战团，大家都不赚钱，都在花钱抢占市场中。这些公司烧的钱全是来自投资人的真金白银，尽管他们离盈利可能还有相当的距离，但是投资人却往往愿意给那些市场领先者非常高的估值。

对于还处于烧钱期的互联网企业，传统估值常用的P/E值(股价与盈利之比)，基本不适用。即使

已经开始盈利的企业，它们未来的盈利在很大程度上取决于市场规模，而市场规模本身可能在不断的变化之中；另外，特定的企业到底能抢到多大的份额，也都有变数。这个时候，对未来的预期中，想象力就占据了相当的地位，想象空间大的企业，容易获得相对高的估值。

在过去十多年里，有一些企业成功地实现了早期投资人的想象空间，甚至远远超过，比如腾讯公司，比如阿里巴巴。它们的早期投资人都赚得盆满钵满。当然，更多的企业没有能实现早期投资人的想象，甚至有些企业倒闭了。不过，少量成功的互联网企业往往能带来数十倍乃至数百倍的收益，这支持投资人能补贴在很多失败投资上产生的亏空。所以，互联网领域的投资通行的是“风险投资”。

P/E和P/B

对于传统企业来说，P/B值(股价与净资产之比)是一个衡量股票价格是否合理的重要指标。不同产业的企业，P/B值会不大一样。这个指标在很大程度上反映了“重置价格”。就是再造一个同样的企业，大约需要花费多少钱。

比如，7月13日宝钢股份的P/B值为1.1，总市值大约1350亿元。如果用重置价格来讲，就是在这个价格上买进的人相信，要再造一个宝钢，至少需要1350亿元。

在美国上市的阿里巴巴P/B值则大约为8.5倍，它的总市值大约为2000亿美元，大约是宝钢的9倍。换算下来，宝钢和阿里巴巴的净资产基本差不多，但是估值却又有8倍之别——这还是在阿里巴巴在美国上市的情况下，如果阿里回购A股，可能这个差别将急剧扩大。

A股的乐视网也是一个例子，7月13日的总市值为近1200亿元，接近宝钢的总市值。它的净资产总值仅为30多亿，跟宝钢的净资产要差两个数量级，它的P/B值高达36倍。

假设这种情况不变，现在你手头有一笔钱要创办企业，你更倾向于建一家钢铁企业还是如乐视网一样的企业？泡沫就是这样引导社会资源流向的。

互联网公司的另外一个特点是先发优势。就是一家公司已经先行把某个市场抢占了之后，后来的企业就很难超过它。

比如新浪微博在确立了其微博龙头老大的位置之后，即使是具备雄厚资源的腾讯的微博都难以撼动它。同样，在微信已经大行其道之后，即使还有比它更优秀的同类软件，恐怕也很难抢占它的市场。这些产品都有一定的社交因素，附着在产品之上有很多人的人际关系和社会交往，用户搬家就会损失这些社会交往，给自己带来麻烦，这导致先期做到一定规模的企业会获得超额估值。

仍以宝钢为例，人们可以想象，如果有1300亿资金，大约可能再造一个宝钢。假设微信到今天为止共花费了腾讯公司50亿元人民币的资源，你另外拿50亿，已经完全没可能再造一个微信了。于是，后来的投资人只能以高过早期投资人很多的价格来投资那些占领市场先机的公司。

当然了，如果说价格适当高估是合理的，也是必要的，那么超过合理范围的高估就非常值得警惕，因为泡沫的破灭会带来严重的后果。哪些因素会决定什么样的高估是合理的呢？

从现在的情况来看，市场规模，未来的成长空间，公司的市场壁垒等等因素可能都会有影响。这些因素将决定，公司未来的盈利能力有多强，能否在未来若干年后从一家被高估的公司变成一家正常估值的公司。

(据南方周末)