

反垄断措施如何影响资产价格？

——反垄断系列研究之六

核心观点

我们以美国第二轮反垄断浪潮的三个代表性企业 AT&T、IBM 及微软为例，回顾反垄断对企业本身、同行业企业及上下游企业股价的影响。总体看，反垄断审查短期利空涉事企业股价，利好同行及上下游企业，但也因反垄断措施而异。当前我国反垄断举措仅涉及数据平台公司，预计数据平台公司也是暂时受到负面影响，此后股价仍将上涨，对整体市场而言基本没有影响，**中国核心风险资产的长期逻辑不会发生变化**。长期看科技革命对资本市场影响巨大，我们认为长期看，一波以大数据、云计算、物联网、人工智能为基础的科技革命已在酝酿。若未来 10 到 20 年出现科技革命，一些相关领域的优秀公司将跻身及占据全球前十大市值公司。

□ 反垄断企业股价先跌后涨

总体看，被反垄断企业股价一般会经历先跌后涨，但后涨的斜率会变慢。但不同的反垄断措施对股价后续影响差异较大，反垄断调查或监管一定程度会削弱企业的垄断能力，降低企业短期内高速扩张的可能性，但若反垄断结果并非拆分或重创企业经营，则不会冲击企业核心竞争实力，中长期看仍有利于企业自身及行业发展。但若企业遭遇拆分，将对相对竞争力构成较大冲击，如 AT&T 股价在拆分后虽然仍走出相对标普 500 和纳斯达克的超额收益，但在行业内，由于其市占率的回落，2000 年以后股价跑输行业指数。

□ 本行业受益情况较明显

反垄断赋予中小企业更大生存空间，鼓励竞争、带动创新，尤其对于垄断企业拆分的情况，改善的竞争环境有助于行业内其他优质企业成长为新巨头。1984 年 AT&T 拆分后竞争优势明显走弱，但竞争环境改善使得在 AT&T 拆分后的数年中，电信行业指数在 2006、2007 年仍出现了技术驱动下的大行情，指数走势明显强于标普和纳指。1982 年 IBM 开放技术标准也使得惠普得以迅速发展，股价在 80 年代初期持续位于上行通道，且表现强于 IBM，戴尔、联想等厂商也开始崛起。可以说，对 AT&T 和 IBM 的反垄断推动了通信和计算机两大领域的长期繁荣。

□ 上下游行业受益最显著

IBM 技术标准开放为微软、英特尔以及大量兼容机部件商和整机厂商释放了市场空间，微软（软件）、英特尔（硬件）作为 IBM 的上下游企业于同期开始崛起。同样的，微软遭遇审查后逐渐放开对下游（如浏览器、搜索引擎）的兼容性规定，再次为相关软件厂商释放了市场空间，随着 IE 和 Windows 的绑定限制解除，火狐浏览器、苹果 Safari 浏览器、谷歌浏览器相继入场，最终，谷歌 CHROME 胜出。

□ 中国核心风险资产会受反垄断影响吗？

当前我国反垄断举措仅涉及数据平台公司，预计数据平台公司也是暂时受到负面影响，此后股价仍将上涨，**对整体市场而言基本没有影响，中国核心风险资产的长期逻辑不会发生变化**。当前我国政策方向非常明确，即我国经济运行的主要矛盾仍在供给侧，政策着力从供给侧的角度去创造有效需求。**新供给价值重估理论逻辑下，人民币核心风险资产中长期行情具有较强确定性。**

□ 长期看科技革命对资本市场影响巨大

我们认为长期看，一波以大数据、云计算、物联网、人工智能为基础的科技革命已在酝酿。未来最可能的应用是机器人，如当前自动驾驶汽车就相当于路面的机器人。未来在生产生活中广泛应用，如做饭机器人、扫地机器人已经有一些突破，未来还可能解决很多人类的痛点，如辅导孩子写作业，照顾老人等，服务机器人有较大发展空间。长期看，若未来 10 到 20 年出现科技革命，一些相关领域的优秀公司将跻身及占据全球前十大市值公司。

风险提示：平台公司反垄断措施较强，短期对市场构成较大冲击。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

正文目录

1. 反垄断企业股价先跌后涨	3
1.1. AT&T 反垄断期间股价受冲击，长期行业内优势衰退，跑输行业指数	3
1.2. IBM 反垄断期间股价受冲击，长期趋势受公司战略影响较大	5
1.3. 微软反垄断期间股价受冲击，但长期趋势不变	6
1.4. 第三阶段反垄断浪潮时期的股价表现	7
2. 本行业受益情况较明显	8
3. 上下游行业受益最显著	10
4. 中国核心风险资产会受反垄断影响吗？	11
5. 长期看科技革命对资本市场影响巨大	12

图表目录

图 1: 1984 年拆分后，AT&T 股价出现阶段性调整	4
图 2: 1995-1996 年拆分后，AT&T 股价调整幅度较大	4
图 3: 拆分后 AT&T 股价仍有相对标普 500 和纳指的超额收益	4
图 4: AT&T 行业内份额优势衰退，2000 年后跑输行业指数	4
图 5: IBM 反垄断案中股价表现	5
图 6: 1982 年 IBM 反垄断审查结束后，股指仍跑输大盘主要受企业战略影响	6
图 7: 微软反垄断案中股价表现	7
图 8: 微软长期向上趋势未改，涨幅持续高于标普 500 和纳指	7
图 9: 1956 年 AT&T 放开晶体管技术后，催生一大批新兴公司成为半导体领域新秀	8
图 10: AT&T 拆分有利于改善行业竞争格局，但 AT&T 优势不在，跑输行业	9
图 11: 1982 年 IBM 开放技术标准后，惠普得到迅速发展	9
图 12: 中长期行业维持超额增长	9
图 13: 1995 年微软推出 IE，并绑定 Windows，市占率大幅提升	10
图 14: 英特尔受益于 IBM 技术标准开放释放市场空间	11
图 15: 中长期行业维持超额增长	11
图 16: 服务机器人行业分类	13

我们以美国第二轮反垄断浪潮的三个代表性企业 AT&T、IBM 及微软为例，来回顾反垄断对企业本身、同行业企业及上下游企业股价的影响。美国第二轮反垄断浪潮以信息革命下逐步产生的科技巨头为对象，分为三个子阶段。第一阶段是 AT&T 遭遇司法审查，在反垄断压力下开放晶体管技术，随后遭遇拆分。第二阶段是 IBM 受益于 AT&T 审查后的晶体管技术开放而崛起，壮大后遭遇反垄断审查后并开放 PC 技术标准。第三阶段是微软、英特尔受益于 IBM 的 PC 技术标准开放崛起，壮大后遭遇反垄断审查后开放兼容性垄断，相应地推动了谷歌等互联网巨头崛起，但微软避免了被分拆，其反垄断惩罚力度也是偏弱的。

总体看，反垄断审查短期利空涉事企业股价，利好同行及上下游企业。从资本市场的表现来看，反垄断审查期间涉案企业自身股价短期均受压制，此后再次上涨，但斜率会变慢，长期影响视惩处力度及自身战略发展而定。对于同行业或上下游企业的影响较为利好，但也因惩罚方式而异：如果反垄断审查以涉案企业拆分、开放技术标准等作为处理结果并导致其竞争优势衰减，则技术的开放往往激活全产业并使相关企业获利，同行以及上下游企业股价往往受此提振并持续走牛；如果反垄断审查最终并未作出实质性惩处，则整体产业格局以及相关企业股价不会因此而出现明显变化。

本文分析 AT&T、IBM 及微软三个典型案例，三者均发生在反垄断第二浪潮中，数据可得性较好，也可观测长期股价表现，且三者的判决结果各异，分别为拆分、开放软硬件技术标准和达成和解，便于比较不同反垄断措施的差异化影响。

1. 反垄断企业股价先跌后涨

总体看，被反垄断企业股价一般会经历先跌后涨，但后涨的斜率会变慢。但不同的反垄断措施对股价后续影响差异较大，反垄断调查或监管一定程度会削弱企业的垄断能力，降低企业短期内高速扩张的可能性，但若反垄断结果并非拆分或重创企业经营活动，则不会冲击企业核心竞争实力，中长期看仍有利于企业自身及行业发展。

1.1. AT&T 反垄断期间股价受冲击，长期行业内优势衰退，跑输行业指数

对于 AT&T，1949 年 1 月，司法部以“电话设备的制造，分销和销售方面建立了垄断地位”为由对 AT&T 及其制造子公司西电公司提起反托拉斯诉讼，直到 1956 年 1 月，AT&T 接受和解协议：在保障西电不进行跨领域经营的同时保留其所有权；但贝尔实验室全面开放其专利，AT&T 还承诺不再制造晶体管。技术的开放和退出竞争领域推动了 IBM、德州仪器、飞歌的高速发展并加速开启半导体时代（日本购买专利后推动了 SONY 的崛起），启动信息革命，推动了行业发展。

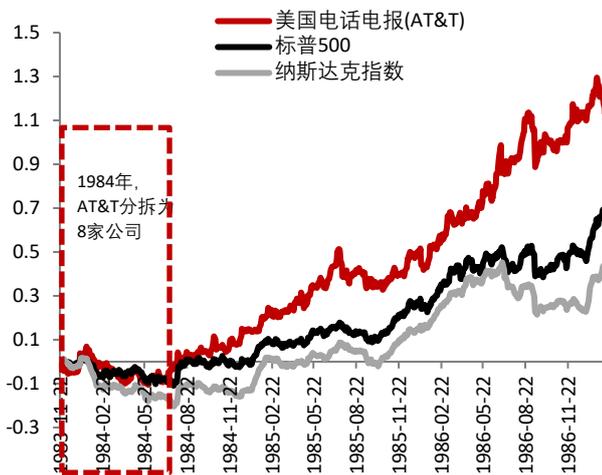
AT&T 上述反垄断时期尚未上市，1974 年，AT&T 又迎来新一轮反垄断风波，同业竞争对手 MCI 对其提起反垄断诉讼，随后美国司法部也正式向其提起反垄断诉讼。双方于 1982 年达成了分拆 AT&T 的最终协议，1984 年 1 月 1 日起，AT&T 分拆为 8 家公司，除了 AT&T 继续做长途电话和通讯设备的业务，其余旗下子公司根据地区拆分为另外七

家小公司，分别做区域的通话业务。1984年拆分后，AT&T 股价出现阶段性调整，但 1984 年年中重新回升，本次拆分对公司走势影响并不大。

但在 AT&T 完成拆分后，由于本地电话网络被分离，其竞争优势逐渐消失，市场份额开始受到 MCI 和 Sprint 两家经营长途电话公司的挤压，市场占有率从 1984 年的超过 90% 下降到几年后的 50%。此后，AT&T 被迫自我拆分，1995 年，AT&T 拆分朗讯、AT&T、NCR 三家公司，这成为了 AT&T 的重要转折点。1996 年，跟随着 AT&T 拆分，贝尔实验室一分为二。2001 年，朗讯公司不得不关闭贝尔实验室几乎所有的研究部门。2006 年，朗讯被法国的阿尔卡特收购。1995-1996 年自我拆分使股价受到重创，跑输同期标普 500 指数及纳斯达克指数。

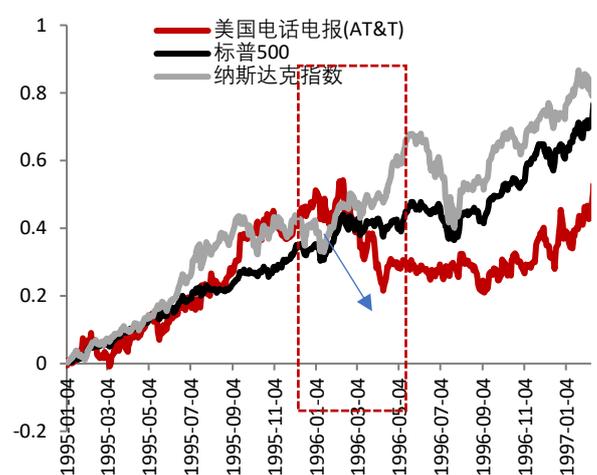
但是拉长长时间线，在拆分的大背景下，AT&T 股价仍走出相对标普 500 和纳斯达克的超额收益，但在行业内，由于其市占率的回落，2000 年以后股价跑输行业指数。

图 1：1984 年拆分后，AT&T 股价出现阶段性调整



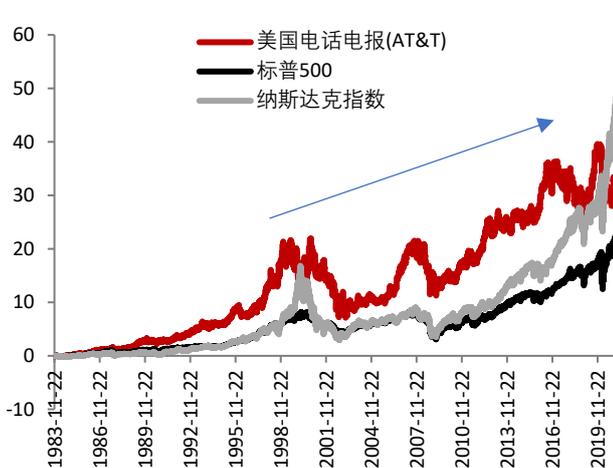
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 2：1995-1996 年拆分后，AT&T 股价调整幅度较大



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 3：拆分后 AT&T 股价仍有相对标普 500 和纳指的超额收益



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 4：AT&T 行业内份额优势衰退，2000 年后跑输行业指数

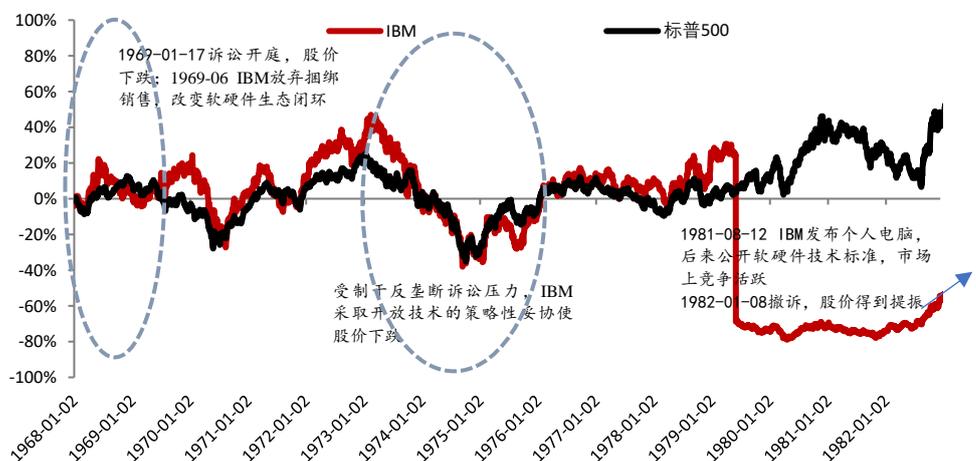


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

1.2. IBM 反垄断期间股价受冲击，长期趋势受公司战略影响较大

对于 IBM，第二轮反垄断浪潮中，司法部于 1967 年正式对 IBM 进行反垄断审查，1969 年 1 月 17 日诉讼开庭，股价下跌，同年，受制于反垄断诉讼压力，IBM 首先放弃软件和服务的捆绑式销售；1970 年，IBM 宣布把向用户捆绑式销售软件和服务的模式，改为分别计价销售，史称“价格分离”。IBM 开放 IBM/PC，CPU 采购自英特尔，操作系统由微软编写，同时开放软硬件技术标准，允许中小企业制造 IBM/PC 兼容机，再次引发股价的大幅调整。此后 1982 年，IBM 公开其 PC 的技术标准，停止对技术的独占式垄断并且允许市场销售 IBM 的 PC 兼容机，鉴于 IBM 的退让，司法部也于同年对其反垄断诉讼进行撤诉处理，至此股价方才受此影响企稳上行，但上行斜率已经弱于此前。

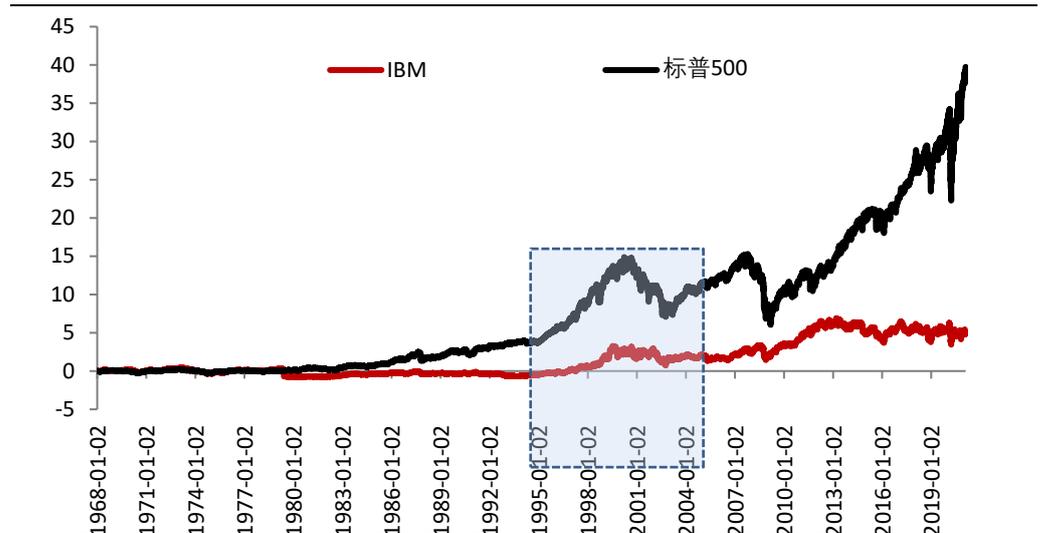
图 5：IBM 反垄断案中股价表现



资料来源：Wind，浙商证券研究所

长期看，反垄断审查结束后，IBM 股价仍在低位徘徊，主因是公司高层战略决策失误，错失发展机遇，与反垄断审查关联不大。1985 年英特尔推出新一代 386CPU 芯片，但因考虑到该芯片价格高会挤占利润，IBM 拒绝使用新兴技术。期间，竞争对手康柏、宏基、德尔计算机公司等企业抓住机遇，推出了使用 386 芯片的新一代计算机，受市场热捧。面对严峻的挑战，IBM 公司逐渐丧失了相对竞争力和获利能力，1986-1990 年间 IBM 的营业收入年增幅只在 3-6%，盈利大幅度下滑。到 1992 年，出现了商界少见的 49.7 亿美元的大亏空。1993 年 1 月，IBM 股票价格跌至每股 40 美元以下，达到了 17 年来的最低价。

图 6：1982 年 IBM 反垄断审查结束后，股指仍跑输大盘主要受企业战略影响



资料来源：雅虎财经，浙商证券研究所

1.3. 微软反垄断期间股价受冲击，但长期趋势不变

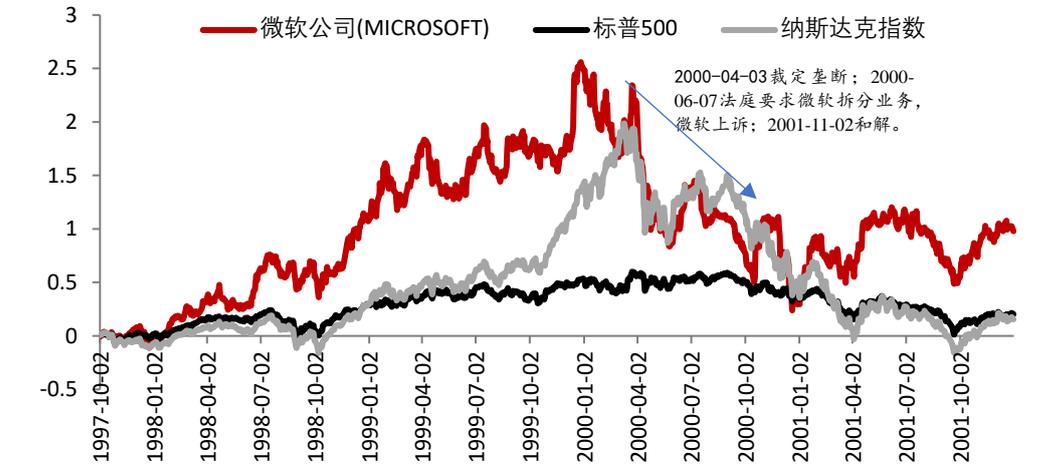
对于微软。IBM 开放的技术标准为微软等企业提供了成长空间，微软崛起后，利用其在操作系统上的垄断优势，通过系统绑定等手段对同行业的其他竞争对手进行挤压，鉴于此，美国于 20 世纪 90 年代对微软开始系列反垄断调查。最早在 1991 年就有竞争对手指责微软利用其操作系统中的垄断优势并进行软件捆绑，美国联邦贸易委员会开始对微软进行调查，最终经调解在 1995 年达成协议。

1997 年 10 月，美国司法部指控微软将浏览器软件与视窗操作系统软件非法捆绑销售，垄断操作系统违反 1995 年的调解裁决。1998 年 10 月，美国司法部和 19 个州再次向微软提起反垄断诉讼，认为微软违反了《谢尔曼法》。2000 年 6 月，联邦地方法官判决微软拆分为两个公司，微软股价受此影响大幅下挫，实际上这也是间接造成互联网泡沫破裂的原因之一。

2000 年 7 月微软提出上诉，案件交由最高法院审理，缓期执行处罚判决。2001 年 9 月 7 日，美国司法部表示不再要求对微软进行拆分。2001 年 11 月，司法部与微软公司达成和解，达成过渡性协议，但是法院仍然认为微软存在阻碍竞争的垄断行为。要求微软向第三方公司开放 API 接口，同时要提供近五年的源代码等信息以接受司法部合规监管。

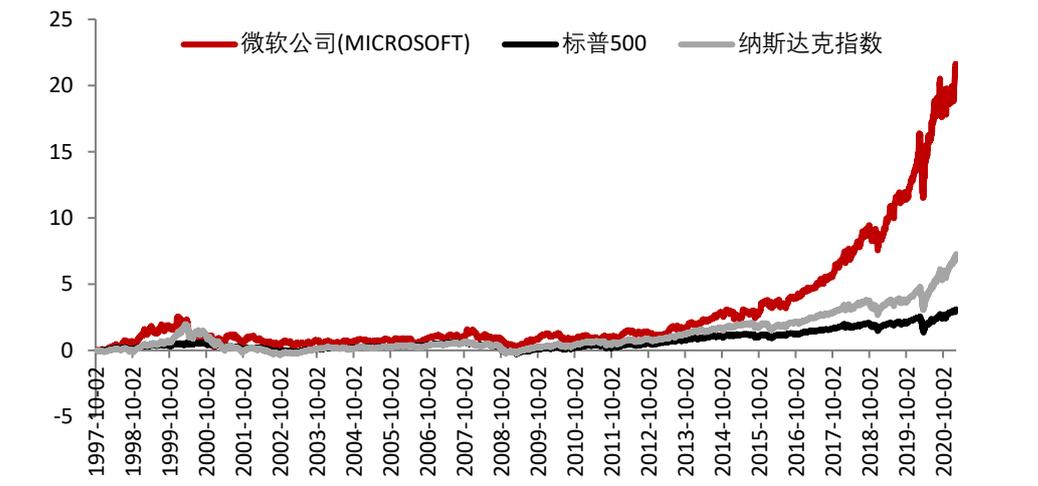
整体来看，司法部对于微软的反垄断审查最终以和解告终（未做实际拆分），因此其股价长期向上趋势未改。微软在软件开发领域及其 Microsoft Windows 操作系统、Microsoft Office 软件仍具核心竞争力，2016 年之前其股价相对收益不强的核心原因在于战略上在不擅长的领域犯了几次错误，与反垄断关联不大，在及时修正战略之后，2016 年起微软股价恢复强劲表现，时至今日，微软仍高居美股前十市值榜单，反垄断调查并未对其股价构成持续影响。

图 7：微软反垄断案中股价表现



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 8：微软长期向上趋势未改，涨幅持续高于标普 500 和纳指



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

1.4. 第三阶段反垄断浪潮时期的股价表现

第三阶段反垄断浪潮至今仍未对涉案企业做出实质性的拆分或技术开放等处罚，判决结果多以罚款或和解为主，因此均未明显影响企业股价的中长期走势，仅在短期内下挫企业股价。如 2011 年 8 月谷歌因非法追踪 Safari 用户浏览历史而被罚款，谷歌股价受此影响明显下行；高通 2014 年遭遇技术授权调查，股价震荡下跌，全年大幅跑输标普 500 指数和纳斯达克；2019 年 6 月 Amazon 被指控利用数据和信息挤压第三方卖家，同年 9 月 Facebook 被控告利用用户信息肆意抬高广告价格，二者股价均受此影响短期下挫。2020 年 12 月 Facebook、Amazon 和 Twitter 被指控实施了垄断行为，短期股价均受此影响而短暂下挫。

2. 本行业受益情况较明显

反垄断后，本行业企业受益较为明显。反垄断赋予中小企业更大生存空间，鼓励竞争、带动创新，尤其对于垄断企业拆分的情况，改善的竞争环境有助于行业内其他优质企业成长为新巨头。1956年1月，AT&T公司接受和解协议，贝尔实验室正式宣布对外开放晶体三极管专利技术，美国公司可以免费获得，国外的公司也仅需花费2.5万美元，此外AT&T还承诺不再参与晶体管的制造，等同于直接退出了这一新兴竞争领域。在AT&T放出专利技术后，IBM、德州仪器等一大批公司纷纷涌入市场，借助AT&T的共享技术，在半导体业务领域实现了跨越式的发展，半导体时代拉开帷幕。

图 9：1956 年 AT&T 放开晶体管技术后，催生一大批新兴公司成为半导体领域新秀

1955 (晶体管)	1960 (半导体)	1965 (半导体)	1975 (集成电路)
休斯公司	德州仪器	德州仪器	德州仪器
Transitron	Transitron	仙童公司	国民半导体公司
菲尔科	菲尔科	国民半导体公司	摩托罗拉
西尔维尼	通用电气	英特尔	英特尔
德州仪器	美国无线电	摩托罗拉	仙童公司
通用电气	摩托罗拉	洛克威尔公司	西格耐提
美国无线电	克里维特	通用仪器	莫斯台克
西屋公司	仙童公司	美国无线电	剪短微型器件
摩托罗拉	休斯公司	西格耐提	美国无线电
克尔维特	西尔维尼	美国微型系统公司	哈里斯

资料来源：美国商务部，浙商证券研究所

1984年AT&T拆分后竞争优势明显走弱，AT&T的市场份额不断受到MCI和Sprint两家经营长途电话公司的挤占。但由于竞争格局的放开，有效刺激了美国通讯行业整体的创新发展，手机通信系统得以快速渗透，削弱了贝尔系在有线通信领域的自然垄断；同时，电话公司全面发力推动电视信号普及，光纤正式成为数据传输的高速公路。我们观察美国综合电信业务指数行情，在AT&T拆分后的数年中，2006、2007年仍出现了技术驱动下的大行情，指数走势明显强于标普和纳指。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18049

