

和记电讯扩张型和收缩型资本运营战略的价值创造

何 瑛 孔静敏

如何有效地实现价值创造和增值是企业运营的不变追求和本质目标。近年来,越来越多的电信企业通过资本运营方式扩张规模和拓展业务范围,并最终实现企业价值增值,尤以英国沃达丰、西班牙电信、日本KDDI、和记电讯表现突出。和记电讯是“和黄”下属的五大旗舰企业之一,其扩张型和收缩型资本运营战略的综合灵活运用,为其自身、母公司以及企业集团创造和实现了巨大的价值。本文拟基于扩张型和收缩型资本运营战略,对和记电讯的资本运营经验进行全面剖析,以期为其他企业提供借鉴。

一、和记电讯的扩张型和收缩型资本运营

和记电讯成立于1984年,由香港和记黄埔有限公司(简称“和黄”)下属的一系列经营电讯业务的公司组成。2009年5月8日,和记电讯国际有限公司(和黄旗下上市公司,简称“和记电讯国际”)将旗下香港及澳门业务进行分拆,以“和记电讯”作为企业名称在香港联合交易所主板上市。2012年,和记电讯的营业收入达到155.36亿港元,综合EBITDA达到30.20亿港元,每股盈利为0.2546港元,自由现金流占收入比高达9.11%。和记电讯在完善自身业务经营的同时,依托对扩张型和收缩型资本运营模式的高效灵活运用,以技高一筹的价值经营为其他企业树立了

表1 和记电讯2000~2013年部分收购活动及动因

时间	收购活动	主要动因
2000	收购持有泰国Tanwan Mobile TelecomCo65%股权的I-Mobile Holding,约49%股权。	进入泰国市场
2002	收购印度加尔各答Usha Martin Telekom Ltd约49%股权和印度古吉拉特邦最大的移动通信公司Fascel Ltd约14.7%股权。	巩固印度市场业务
2005	斥资1.2亿美元收购正大旗下刚刚取得当地执照的Cyber Access(CA)公司六成股权,和记电讯取得公司的管理权。	进入印尼手机市场
2008	收购NBC Corporation于香港及澳门2G及3G业务的5%权益,股权由70.9%增至75.9%。	增强香港、澳门业务的参与能力
2012	向Sunny和Scailex分别买入50%和25%股权,Scailex持有以色列主要电讯服务商Partner Communications Company Ltd44.5%股权。	重组欧洲电讯业务
2013	以8.5亿欧元收购西班牙电信爱尔兰移动部门。	整合爱尔兰未具规模效益的市场资源

典范。下面笔者对和记电讯自2000年以来在收购、合资、控股、自由化、上市、出售等扩张型和收缩型资本运营的成功经验进行全方位、多角度的剖析和总结。

1. 收购：扩大规模

收购是扩张型资本运营的重要方式之一,也是企业实现规模扩张的主要途径。依托于和黄集团雄厚的资金实力及自身的资金积累,和记电讯凭借高超的资本运营能力和财务管理能力在短时间内实施了一系列收购活动,如表1所示。从表1可见,和记电讯的收购活动遍及美洲、亚洲、欧洲的多个国家,多通过股权收购完成。这种以价值为导向的收购行为不仅可以使和记电讯获得优秀的技术、管理经验、人力资源等,更可以令

其更快速、以更低成本进入新市场,使其可以在全球市场上进行资源的有效配置,协同不同地区的业务经营能力和盈利能力,取得规模经济、范围经济等效应,最终实现对企业价值的良好经营。

2. 上市：多地上市

上市是企业募集资金和扩大知名度的最佳途径之一,可以有效地分散风险,同时也为股权转让和适时退出提供了便利条件。和记电讯作为和黄集团的旗舰企业,其主营的电信业务发展需要投入大量资金,这要求其拥有强大的资金筹措能力,以便进行技术研发并开拓市场。上市融资是和记电讯常用的资本运作手段。为取得上市后更好的企业绩效、创造更多价值,和记电讯子公司大都采用多地

交叉上市。从表 2 可知,和记电讯子公司大多选择在美国、英国或香港交叉上市,不仅可以筹集到企业发展所需的资金,而且可以在一定程度上减少国际资本流动的各种障碍,包括交易成本、信息成本和法律限制等,减少国家间资本市场分割的负面效应,降低投资者要求的风险溢价,从而降低公司融资成本。此外,和记电讯各子公司的交叉上市使其股票可以在多个市场进行交易,尤其在更有效和更具流动性的市场上市,市场可以更低的买卖差价交易,导致股票的流动性提高。相应地,股票流动性的增加可以吸引更多的投资者,公司融资成本相应降低,从而增加了企业价值。

3. 合资:海外扩张

作为大型跨国电信运营企业,和记电讯除采用收购方式外,与行业内知名企业或者与当地企业建立合资公司亦是其进入新行业和新市场采用的常用方法。在移动电话市场上,和记电讯通过与外资电信企业合作,成功开拓了澳大利亚、印度、比利时等市场,节省了大量人力、物力和财力。另外,在当今炙手可热的 3G 时代,建设技术先进、稳定可靠的互联网络成为和记电讯海外拓展的首要任务。而和记电讯全球业务范围太广,通过与当地合资企业共同开发、共同承担,有效分担了企业资金需求、分散了经营风险,同时还获得了合资企业的管理技能优势、技术资源优势、初始客户资源等,减少了进入陌生行业和市场的困难,可以更快适应当地市场环境。

4. 私有化:增值为本

公司上市、收购其他公司以及供股集资,都是“进取”,而将公司私有化,取消其挂牌的上市地位,即是“淡出”。私有化本身不是目的,业务重组、二次包装上市或是其他更高层次的价值增值战略才是最终目标。作为和记电讯发展香港固网、跨国客户数据通讯需要的支柱企业,和记环球国际私有化极具代表性。2004 年 1 月,和记黄埔的联营公司中联

表 2 和记电讯上市活动一览表

时间	上市活动	具体内容
1996	和记电讯在英国的子公司 Orange 在伦敦证券交易所和美国 NASDAQ 上市	公开发售约 30% 的股份,募集资金 25 亿英镑,用于改善英国移动通信网络的覆盖
1996	和记电讯子公司亚洲卫星通讯在香港和纽交所上市	获得超额认购
1999.8	在澳大利亚的子公司于澳大利亚证券交易所上市	募集资金 2.35 亿港元
1999.11	在以色列的子公司于美国 NASDAQ 和伦敦证券交易所上市	募集资金 5 亿美元
2004.9	和记电讯将其大部分非 3G 业务打包成和记电讯国际有限公司,在香港交易所及纽约证券交易所上市	获得超额认购
2009.4	和记电讯香港以实物分派的方式分拆股份,并以介绍形式在香港联合交易所主板独立上市	让投资者就和记电讯香港作为独立实体评估其潜力和表现

系统(港交所:0757)以 71 亿港元收购和记环球电讯全部股份,和记环球电讯借壳上市。但是,2005 年 6 月和记环球电讯的少数股东批准了和记电讯国际 24 亿港元的收购请求,标志着和记环球电讯仅上市 14 个月就又变成了一家私营公司。2009 年,和记电讯国际分拆香港及澳门电讯业务重新上市,新公司名为“和记电讯香港控股”,和记环球电讯的拥有权亦由和记电讯国际转移至和记电讯香港控股。可见,和记环球电讯的私有化是以退为进的战略选择,通过此种方式更有助于实现资源的有效配置,为企业进一步的扩张计划奠定基础。

5. 出售:现金为王

当企业组织结构过于庞大或企业资产与当前发展战略不协调时,资产剥离、出售是盘活存量资产、消除负协同效应、创造价值的有效途径。对于和记电讯而言,“逢低吸入、逢高抛出”是其投资进入和退出的战略考量依据。如 2001 年,美国 VoiceStream Wireless Corp 被德国电信收购,和记电讯将持有的股份全部出售给德国电信,溢价利润 300 亿港元;2007 年,出售旗下 Hutchison Essar Ltd.67% 股权给英国沃达丰空中通讯公司,出售收益 358.2 亿港元;2012 年,印度电讯公司 Tech Mahindra 收购和黄于印度的 Hutchison Global

Services Private 100% 权益,交易作价 8.17 亿美元。和记电讯通过多次出售活动,不仅精简了企业组织架构,消除不良资产的负协同效应,更重要的是通过对良好时机的把握,回笼了大量资金,有效地发挥了资本市场的溢价功能,为日后的发展提供了强大的资本实力,为可持续的价值创造提供了可能。

二、基于扩张型和收缩型资本运营的价值创造

作为企业资本配置和优化的重要方式,资本运营以并购、重组等扩张型方式为企业在扩大经营规模、提高资本实力等方面创造了全新的发展机会,而以剥离、分立等收缩型方式实现了资源的集中和整合,从而最终实现了对企业存量资产的盘活。和记电讯扩张型和收缩型资本运营战略的实施使得其在优化资源配置的过程中实现了资本结构、经营范围的改善,在资本经营和产品经营的联动过程中提升了企业价值。

1. 日益完善的公司治理结构

随着和记电讯多元化的资本运营操作,其组织结构以及董事会和经理层的职能权限不断发生变化,如何形成高效、稳定的分工合作体系是和记电讯需要重点关注的问题。和记电讯采纳并应用了一套周全的企业治理原则,建立了高效

稳定的组织架构,重点强调优秀的董事会、有效的内部监控、严格的披露常规,以及高透明度及问责制的重要性。同时,和记电讯不断优化公司治理相关常规,在整个企业范围内培养高度操守的企业文化。在具体人员设置方面,和记电讯针对移动通讯和固网通讯的不同,分别设立董事总经理、业务总监、市场总监以及技术总监,而对于集团的财务、人力资源、法律等支撑业务则由统一设立的总监负责。这种组织架构既具有分工合作的灵活性,又具备集权管理的统一性和标准化特点,使得所有人各司其职、相互合作,不断提高企业的管理效率,形成独特的核心竞争力。

2. 不断强化的投资者关系管理

投资者关系管理的核心是高质量的信息披露。高质量的信息披露可以减少企业与投资者之间的信息不对称,进而降低公司的融资成本,从而实现企业价值的增加。近年来,扩张型和收缩型资本运营战略的实施使得和记电讯的利益相关者频繁更迭,为此,和记电讯不断改善自身的利益相关者关系管理工作,以及时、正确、完整的信息披露让投资者及其他利益相关者随时掌握企业的发展现状、经营风险、发展前景等,以便做出正确、合理的投资决策。就中期、年度财务业绩报告而言,和记电讯全年负责随时向投资者提供信息咨询、问题解答等服务,不断强化管理层与投资者的沟通交流。行政总裁、董事经理及财务总监以及投资者关系部人员通过定期简报会、电话会议及简报回应投资者的要求。作为企业战略管理活动的重要方面之一,和记电讯的投资者关系管理日益加强,并不断调整以适应企业扩张型和收缩型资本运营战略的实施,从而改善投资者和公司管理层之间的信息不对称,实现企业内在价值在资本市场的有效体现。

3. 财务协同效应

张弛有度的多元化资本运营使得和记电讯可以充分利用互补性资源,通过

财务协同实现资本结构的改善及资金实力的提升,从而最终实现资源的优化配置和价值协同。首先,和记电讯始终将“高现金、低负债”作为资本运营和企业经营的底线。尽管西方电信企业普遍认为,合理的资产负债率应介于45%~50%之间,但近年来,连续多年入选世界500强的20家电信运营企业平均资产负债率高达60%以上,以美国和欧洲的企业表现突出。而和记电讯多年来资本结构始终处于稳定状态,资产负债率维持在47%上下。稳健的资本结构和财务实力使得企业具备了在合适时机进行扩张型和收缩型资本运营的实力。其次,和记电讯依托扩张型和收缩型资本运营不断提升资金实力。截至2012年末,和黄集团的总资产总额高达13 144 700万港元,较2011年上升51%,其中现金及现金等价物占比高达82%,11%以国债形式持有,其余7%为上市公司股权类证券。

4. 经营协同效应

和记电讯依托扩张型或收缩型资本运营实现了对自由现金流和资本结构良好控制的同时,也使得旗下多元化的业务在经营周期、资金流、风险分散等方面产生了巨大的经营协同效应。学者将李嘉诚旗下业务的EBIT增长曲线置于同一个坐标系研究发现,每一根线的波峰,都有另一根线的波谷相对应,也就是说,旗下所有的行业和业务形成了严密的“互动、互补、互助”关系。和记电讯旗下产业的“互动、互补、互助”并非盲目选择,而是具有以下三个特点:一是收购或从事低回报相关业务以分散风险,旗下所有业务的产业领域和分布地域都十分广阔。二是收购或从事具有不同回报期的业务以降低风险。回报期短的业务在经济景气时获利丰厚,但风险高,而回报期长的业务通常收入稳定,但资金回流慢。长短期业务互补使得和记电讯在每段时间都有足够的资金回流。三是收购或从事具有稳定回报的业务来平衡盈利(柳朔言,2010)。

三、启示

1. 树立资本运营意识并强化价值投资理念

对于企业而言,生产经营等于是在做加法,资本运营却是在做乘法。要想企业快速发展,必须善于资本运营,如果加法和乘法一同做,企业自然会像滚雪球般做大做强。以和记电讯为例可知,资本运营意识的树立要求电信企业在以下几个领域实现转变:一是从只注重电信网络的建设、电信业务的经营和电信收入的循环,向电信资本的输入、输出的循环转变;从电信运营企业以往只注重利润的积累,向加快资本积累转变;从经营、决策主要围绕电信建设和经营,向围绕资本的使用效益和资金的循环增值转变;从经营手段只注重电信建设和经营,向产权市场和资本市场的各种操作形式转变。价值投资并不是一味盲目追求规模和股权的扩张,而是更加注重资产价值的及时变现,尤其是强调通过快速的资产周转来不断优化资产和精干主业,从而提升企业资产的质量和效益,把价值最大化作为企业的战略目标,创造价值并实现价值增值。

2. 奉行“现金流为王”的经营原则

价值管理的观点强调,公司价值的概念不是基于已经获得的市场份额和利润数据,而是基于与适度风险相匹配的已经获得和可能获得的自由现金流量(FCF)。和记电讯一直奉行“现金流为王”的财务政策,在业务开拓时,始终保持现金储备多于负债、收入与支出相平衡的状态。充裕的现金流成为其多次扩张型和收缩型资本运营成功实施的重要基础,而适时的出售、上市也为其创造了巨大的现金流。和记电讯的资本运营行为与“现金流为王”的经营原则是相辅相成的,缺一不可。始终保持自由现金流为正,是和记电讯决策投融资规模的根本出发点。电信企业在产品经营和资本运营的联动过程中,应该奉行“现金流为王”的基(下转50页)