

美国在线与时代华纳合并的

财务思考

汤谷良 龙丽 林常青

案例简介:

互联网巨头美国在线 (AOL) 与传媒巨人时代华纳 (Time Warner) 在 2000 年 1 月 10 日宣布了合并计划。合并后的新公司命名为“美国在线时代华纳公司”(AOL Time Warner), 被媒体称为全球第一家面向互联网世纪的综合性大众传播及通信公司。

时代华纳是一家具有 70 年历史的老牌媒体集团, 它拥有 CNN(美国有线电视网)、卡通电视台、华纳兄弟电影公司、《人物》杂志、《财富》杂志、《娱乐周刊》等著名报刊, 它早在 1994 年就意识到网络的发展前景, 将旗下的主要媒体打包放在 www.pathfinder.com 网站中, 这甚至要早于绝大多数网络公司的诞生。Pathfinder 被设计成一个进入时代华纳大量网上站点的门户。时代华纳这个世界顶尖级传媒巨子可以对 15 个国家用多种语言提供电视服务, 包括著名的 CNN 有线电视新闻网及 HBO(拥有美国 3 500 万用户)。拥有华纳兄弟电影制作公司、全美第二大有线网络(遍布全美 3/5 的基础有线网络), 以及唱片业务居世界首位的华纳音乐公司。此外, 它拥有丰富的服务对象资源, 包括 12 000 万杂志读者、32 万互联网用户、10 亿 CNN 观众、3 500 万 HBO 订户、1 300 万有线电视用户以及拥有 32 万多的“公路信使”用户。但在具体发展中, 人们都直接奔赴目标网站, pathfinder 于是成为一个空壳。虽然执行长走马灯似地连换数任, 却始终不见成效, 致使这个令时代华纳损失上千万美元的网站, 竟成为传统媒体发展互联网战略的典型失败案例。时代华纳在网络上的另一个尝试是 [HYPERLINK http://www.cdnow.com](http://www.cdnow.com), 这是专营 CD 产品的电子商务网站, 知名度很高, 但经营状况同样不尽如人意。

美国在线作为世界最大的互联网服务提供商, 用 7 种语言向全球 15 个国家提供服务, 交互技术开发居世界领先

地位, 拥有世界最大的拨号窄带网络与全球下载数量最大的音乐播放器。拥有 2 000 万 AOL 注册用户, 220 万 CompuServe 注册用户, 340 万国外用户, 5 000 万 AIM 寻呼软件用户, 5 000 万 ICQ 注册用户, 2 000 万 Netcenter 注册用户。即使这样, 时代华纳对 AOL 的吸引力也非常大, AOL 就公开表示, 并购旨在取得时代华纳的有线电视网、庞大的用户资料库、电视、报纸等资产的使用权。AOL 不只满足于当现在最大的 ISP, 而是要抢着开拓未来的网络世界。未来的网络世界是一个文字、图表、声光、视讯结合而成的虚拟世界。要创造这个网络世界, 宽频的传输最为重要。AOL 看中的正是时代华纳拥有的宽带网。

下表是美国在线与时代华纳的公司(右栏)盈利情况与股票市值的对照表:

总部所在地	弗吉尼亚州杜勒斯市	纽约市
创办年份	1985 年	1923 年
雇员	12 100 人	69 000 人
1999 年收入	48 亿美元	268 亿美元
1999 年利润	7.62 亿美元	16.8 亿美元
市值	1 640 亿美元	970 亿美元
市盈率(P/E 值)	117	17

合并方式是采取换股方式的新设合并。根据双方董事会批准的合并条款, 时代华纳公司的股东将按 1:1.5 的比率置换新公司的股票, 美国在线的股东的换股比率为 1:1。合并后原美国在线的股东将持有新公司 55% 的股票, 原时代华纳公司的股东将拥有新公司 45% 的股票。美国在线当前市值为 1 640 亿美元, 时代华纳 970 亿美元。对美国在线而言, 合并对其股票的估值实际上仅是市场价格的 75%。而时代华纳在这次合并中的价格已达到了 1 500 亿美元, 远远超过其合并前的市值。AOL 和时代华纳公司的合并将成为有史以来最大的一起并购案, 两公司合并后, 将成为世界

第七大公司,年营业额高达300亿美元,市值总额高达2 860亿美元,加上未执行的期权和认股权证,交易总额可达3 500亿美元。

(资料来源:《财经》2000年第2期等)

案例点评:

美国在线和时代华纳公司的新千年大并购,之所以被世人如此密切地关注,并不仅仅因为它创下了公司并购金额的最高记录。尽管半个月后英国的沃达封(Vodafone)与德国的曼内斯曼(Mannesmann)的合并案例便刷新了它们的记录,但是显然舆论对美国在线与时代华纳的联姻更感兴趣。多数专家认为,这次在“宽带”基础上的合并蕴含了无穷的市场扩张潜力,是一个“双赢策略”。如何以一种新的财务理念来面对竞争日益激烈的市场,建立企业的市场价值化管理体系,成为我们研究的主要课题。

(一)企业市场价值是最具相关性的价值信息

从这个案例的数据分析来看,时代华纳的营运年限、员工人数、销售额都5倍于美国在线,利润额也是它的2.2倍。如果依据巴菲特的传统企业价值分析法对企业会计报表进行分析,毋庸置疑,时代华纳是个巨无霸,而美国在线相对处于弱势。可本次合并的事实恰恰是会计上的“弱”吞了会计上的“强”,美国在线以股票低估25%的代价买下了时代华纳。这次合并换股的价值基础是股票市值。这从现行会计理论或方法上是无法解释的。众所周知,在现行会计中历史成本原则作为首选的原因是因为它的可靠性,会计是以过去已经发生的事项或交易为基础来确认资产的价值,并且资产价值一经确定就不随物价变动而调整。然而在瞬息万变的信息时代,产生了许多现行会计无法确认计量的因素:无“原始凭证”的企业资产(例如商誉、非专利技术、企业资产价值的增值、企业人力资源价值、企业家价值等)、物价变动、“注意力经济”等等,这些都是企业持续发展的重要动因,是构成企业价值的最为重要的因素,但都没有反映在企业的报表之中,这使得投资者们无法正确了解和评价企业价值内涵,也成为企业发展以市场为导向的价值化管理的瓶颈。

会计系统既是公司价值运动的重要符号,也是管理的载体。在资本市场日益发展的今天,企业价值呈现多种表现形式,但是最具相关性的不是会计账面价值,而是市场价值。企业的市价是企业的生命,是企业管理的“标杆”,企业决策已经进入市场价值时代。

(二)关注影响企业市场价值的财务驱动因素

1、未来现金流量

现代市场经济崇尚“现金至上(cash is king)”。企

业的管理者们就得意识到企业价值的真正所在——现金流量。现金流量与一个企业的生存、发展壮大息息相关。在财务风险日益加剧的今天,管理者利用会计方法操纵会计利润也已经屡见不鲜,投资者更注重企业未来发展,重视未来现金流量的增长而不是账面上的数据,可以说,企业价值表现为未来现金流量的贴现值。如果根据美国的会计制度规定来考虑新公司的价值,新公司要对收购价高出被收购公司净资产的部分,用未来的利润进行销账。由于收购时代华纳的议价部分高达1 500亿美元,如果按每年销账75亿美元计算,新公司在未来的20年中不会产生任何利润。但事实上这些数字只是账面上的处理,甚至可以达到避税的功能,正如施洛德投资银行的分析师纽曼所说:“购并案将显著转变AOL及时代华纳,新公司将拥有大量资金流通与更高的盈余可预测性,但成长率将会减缓。”也就是说,在理想情况下,合并后的企业将兼有网络公司的扩展速度和传统媒体的盈利能力,而这意味着起码五倍于现在的纯收入和大量的现金流量。

2、注意力经济

信息时代被称为“眼球大战”的时代,注意力经济成为一个时髦的名词。在商品市场上是这样,在日益激烈的广告大战中,改变和谋取的就是人们的“注意力”。在资本市场上运作也是如此。美国在线是世界上最大的互联网服务提供商,拥有丰富的用户资源,成千上万的用户愿意每月付出20美元将自己锁定在美国在线,即使是“美国塞线”的时候也没有离开。美国在线总结它们注意力之树常青的原因就是凯斯的三“C”政策:内容(content)、情景(context)与社区团体(community)。现在与时代华纳的合并,又进一步弥补了美国在线未来网络战略的主要弱点:时代华纳公司的有线电视网络,为占据了绝大部分电话线互联网接入服务市场的美国在线提供了向宽带接入转移的平台;缺乏足够数量与质量的内容问题,看起来也得到了一次性的解决,时代华纳的杂志、报纸、音乐、电影将使得本来精彩的美国在线更加精彩。美国在线的三“C”政策,是注意注意力经济的必由之路,其卖点在于以内容取胜,以服务取胜。没有人敢否认网络世界必将到来,那么此刻所拥有的“注意力”就是未来的经济,也就是企业价值的保证。

3、资本市场与控制权运动

据悉此次合并后企业价值最终达到3 500亿美元,这个数据大大超过原来两个企业市场价值1 640亿元和970亿元的简单相加。这种价值剧增的事实可能只是一种短期的信号,但是肯定成为诠释企业价值提升的途径,而且这种途径只有通过资本市场灵敏的价值信号系统和企业有效的并购运作才能实现。该合并案例进一步使我们树立了一种新的观念,即在传统的主营业务利润之外,通过有效的控制权运动也能为企业带来利润,增加企业价值。企业控制权

运动是通过一定的交易进行的,即意欲获取企业控制权的权利主体通过交易方式获取其它权利主体所拥有的控制权。这种交易行为是根据企业产权所作出的制度安排来进行的。因此,企业产权交易的实质是在企业控制权运动过程中,各权利主体之间依据企业产权所作出的制度安排而进行的一种权利结构重组行为。绝大多数的实证研究表明企业资产重组所带来的社会效果并不是简单的加法与减法问题。公司控制权的运动作为对公司经营者的一种制约机制和提高效率机制而存在。公司控制权运动不是一种简单的资产运作方式,而是重新配置社会资源的市场机制。在有效的公司控制权市场运行的条件下,对大部分接管者来说,其争夺控制权的动机在于寻求公司的市场价值和在有效管理的条件下应具有的市场价值之间的差额。

(三)把握通过并购提升企业市场价值的基本技巧

1、通过强强联合,优势互补,实现“1+1>2”

什么是资产重组?目前理论上的纷争还在进行中,从该案例分析,作为“资产”重组的对象一定是具有潜在获利能力的优质资产,或者说通过购买目标企业可以扩大市场。AOL本属于与TWX经营不相关的公司,但随着互联网应用范围的扩大,加上其传递信息的及时性与强大的综合功能,网络公司也将成为新兴的传媒企业,因此,两家公司很好地实现了一定范围内的横向合并,市场营销、内容采编、服务提供、会计甚至财务等作业都可以合并起来,消除了重复设备,拓宽了服务面,促进了总需求上升,有助于实现规模经济效益。企业的合并要取得“1+1>2”的效果一定是强强联合。相比之下,我国国有企业包括上市公司所进行的资产重组不少是以劣质资产为对象的强弱联合,不但无法优势互补,甚至给原来的优势企业增加沉重的负担,导致并购走向失败。

2、培育核心竞争能力是企业合并重组的战略根本

在兼并大浪潮中,毫无疑问横向(同业)并购是并购的主流。在企业并购过程中,如果企业的核心竞争能力没有跟上企业业务范围的扩展和企业规模的扩张,并购失败也会发生。所谓核心竞争能力,是指由企业的管理系统、技术开

发系统、组织制度、人力资源和企业文化等各种资源有机融合而成的,能够创造和推广企业特定领域的竞争能力和竞争优势的体系。简而言之,就是企业的主业竞争优势。但现在在我国的上市公司中,很多并购活动是概念炒作,或者是为了赶潮流,企业不断进行兼并扩张,企业涉及的领域越来越多,很容易出现企业核心能力的发展跟不上企业扩张需要的情况,导致企业经营陷入困境。

3、整合与接管是并购成功的关键

企业并购的实质是产权转让,取得了被并购企业的经营控制权,仅仅走完了资产重组的第一步,即资产调整过程。而并购后的整合过程才是企业经营由插曲向主题回归的过程,磨合效果的好坏将更直接地影响企业资产重组的效益和并购后企业整体的经营状况,甚至并购整体的生存。遗憾的是,通过并购把两个不同的组织融合到一起,任务非常复杂。事实上,在许多著名的并购案例中,几近一半的案例以失败告终,其中主要原因就是并购后未能实现有效、迅速的整合。美国在线收购时代华纳同样面临如此问题,两家原来不同的企业,存在不同的技术路线、管理风格和文化理念,一旦合二为一,技术冲突、管理冲突和文化冲突就不可避免,如果处理不当极易导致并购失败。并购后的整合应当是全方位的,包括产业整合、组织人事管理整合、机制整合及企业文化整合等等。比如人事管理整合方面,两家公司现有的近82000名员工可能会面临大幅裁员;同时AOL董事长凯斯为加强对新公司的控制,在1月14日正式向美国证券交易委员会(SEC)提交的合并协议中,凯斯任命了直接对自己负责的四名高级职员,原时代华纳董事长、新公司CEO(首席执行官)列文将无权干涉其行动或将他们开除。左右手直接听命于董事长,这实际上相当于将CEO列文架空。这种整合对于原来的时代华纳是痛苦的,但是对于新的美国在线时代华纳公司可能是必须的。总之,合并长期价值的实现还要看美国在线和时代华纳是否有能力实行一系列的创新来重新整合并发挥新企业的巨大潜力。

(作者单位:北京工商大学会计学院 教育部考试中心)

责任编辑 王教育

· 简讯 ·

中华财会网正式开通

CA-e521中华财会网经过试运转后,现已正式开通。CA-e521中华财会网是一个立足中国、面向全球的财会专业网,设有财经新闻、会计纵横、热点论坛、注册会计师、财会法规、证券市场、考试培训、财会书刊、名人之窗、环球会计、境外考察、消闲时光等12个频道以及提供财会专业门户搜索、经济新闻、

网上调查、网上咨询、网上沙龙、论文征稿、会计擂台、信息反馈、业内呼声、虚拟社区以及为企业和事务所及财会专业人员代设网页、向会员提供内部信息等多方位服务。全国人大副委员长邹家华为网站题名,法国前总统等国内外知名人士及机构表示祝贺。

(本刊通讯员)