

试析“零现金流支出”并购存在的问题

——以联想收购IBM PCD为例

束景虹

(对外经贸大学经贸学院 北京 100029)

【摘要】 本文以2004年年末联想收购IBM个人电脑事业部(简称IBM PCD)为背景,从增量现金流和风险的角度剖析了“零现金流支出”并购模式潜在的问题。

【关键词】 增量现金流 风险 资本成本 并购战略价值

规模巨大的收购活动已经成为我国大型公司迅速扩张的主要途径。与早期的并购活动需要大量现金支出相比,现在的并购活动越来越依赖资本市场的运作,甚至出现了“零现金流支出”的并购。这种资本运作一度被认为是“双赢”的并购模式,收购公司不需要动用本公司的现金就可以完成收购,而被收购公司的股东得到了更多的溢价。但是这种融资方式容易造成公司规模过度扩张。当公司规模过度扩张时,公司的经营风险被迅速放大,其原因是资本结构的变化导致了风险的增加。在风险增加的情况下,新增现金流要按照更高的资本成本折现,这使得新增现金流的价值大幅降低,而这些问题往往被管理层所忽视。本文以2004年年末联想收购IBM PCD为背景,通过分析增量现金流和风险对并购协同效应的影响,研究股权融资与过度支付的关系,剖析了“零现金流支出”并购模式潜在的问题。

一、联想收购IBM PCD的背景

2004年12月8日,联想宣布收购IBM PCD。收购的资产涉及IBM在全球范围内的笔记本及台式机的相关业务,包括客户、销售渠道、Think品牌及相关专利、生产线和研发中心等。根据协议约定,联想需支付给IBM12.5亿美元,由6.5亿美元的现金和价值6亿美元的联想股票构成。同时,联想承担原IBM PCD大约5亿美元的流动负债。收购完成之后,联想的业务规模将增大4倍左右,一跃成为全球第三大PC生产商。这次收购是联想在国际化道路上迈出的重要一步,通过收购规模数倍于自己的IBM PCD,联想集团实现了跨越式的发展。

对于联想来说,收购IBM PCD是一项重大的投资决策。IBM PCD尽管没有盈利,但销售收入是联想的4倍左右,资产占到联想总资产的60%,负债超过联想2004年的全部负债,难怪有的媒体把联想的这次收购称为“蛇吞象”并购。收购这样庞大的资产,对联想的经营效益和风险都会产生非常重大的影响。IBM PCD的资产为6.89亿美元,但是流动负债也达到6.68亿美元,从净资产的角度看,IBM PCD的净资产不到2 000万美元。用12.5亿美元买入不到2 000万美元的净资产,联想是不是吃亏了呢?这就需要对IBM PCD的战略价值进行评估。这个战略价值既包括IBM PCD的内在价值,又包括并购之后

资源整合给联想带来的价值附加值。对联想而言,收购IBM PCD可以利用IBM的品牌、规模、销售渠道以及技术和管理经验来提高联想的技术水平和市场竞争优势,进一步实现全球化经营。

并购可以产生协同效应,这种协同效应是并购后给主并公司带来的价值附加值。目标公司的战略价值具有很强的专一性,也就是说同样的目标公司,对于不同的战略收购者来说价值是不一样的,这就为准确评估目标公司的战略价值带来较大的困难。特别是在代理矛盾比较突出、管理层权力集中的公司里,管理层和股东之间的信息存在严重的不对称性。收购公司的管理层,为了促使收购成功,往往会夸大目标公司的战略价值。如何正确评估目标公司的战略价值,避免过度支付,是并购能否成功的关键因素。

二、目标公司的战略价值评估

目标公司的战略价值包括目标公司的内在价值和并购后给主并公司带来的价值附加值。用自由现金流贴现的公式表示如下:

$$V_{\text{战略价值}} = \text{目标公司的内在价值} + \text{主并公司的价值附加值} \\ = \sum_t \frac{CF_{\text{目标公司}}}{(1+r_1)^t} + \sum_t \frac{CF_{\text{新增}}}{(1+r_2)^t}$$

其中: r_1 和 r_2 分别为目标公司和主并公司的资本成本。由于联想收购的是IBM PCD,收购完成后,IBM PCD归属于联想,这属于资产并购,所以并购后的现金流统一用联想的折现率折现。

本文分别从增量现金流和风险两个角度来分析联想收购IBM PCD的战略价值。

1. 增量现金流。增量现金流主要依靠销售额的增长和销售利润率的提高。对于联想来说,收购IBM PCD带来的销售额的增长来自两个方面:一方面,IBM PCD全部归联想所有,这使得联想的销售一下子增加了100多亿美元。被联想收购之前,IBM PCD的销售额的平均增长率约为5%,乐观估计被联想收购之后其销售额仍然能保持每年约5%的增长率。另一方面,由于使用Think品牌和IBM的销售渠道,大大提高了联想在国际市场上的竞争地位,使得原联想公司的销售额能获得

超额增长,这是并购带来的协同效应,乐观估计并购使联想的销售增长率增加20%。在并购之前,IBM销售额约为100亿美元,联想约为30亿美元,因此,来自IBM PCD的销售额大致占并购后的联想销售总额的75%,来自原联想的销售额大致占并购后的联想销售总额的25%,加权销售增长率为8.75%(5%×0.75+20%×0.25)。在中性情况下,IBM PCD的销售额增长3%,联想因并购带来的销售额增长15%,并购后的联想的销售总额增长6%。在悲观情况下,IBM PCD的销售额没有增长,联想因并购使售额增长10%,并购后的联想的销售总额增长2.5%。

那么,这些销售额能增加多少现金流呢,这就要测算销售利润率。IBM PCD是亏损的,原来没有新增现金流。但是联想的息税前利润率为5%,这说明联想在管理和成本控制方面有一定优势。在联想的管理下,IBM PCD可以通过降低成本等方式实现扭亏为盈,这是管理协同效应。虽然IBM PCD这部分业务的销售利润率可能增加,但是并购前的联想的销售利润率却有可能下降。这是因为并购后,联想从一家国内公司转变为跨国公司,经营成本大幅上升,而且国际PC业务的竞争也越来越激烈,PC业务销售利润率下降也是一个国际趋势。本文分别按照4%、3%、2%和1%来估计并购后联想的息税前利润率。实际上,2006年度并购后联想的销售额为1 035亿港币,息税前利润为6.6亿港币,息税前利润率只有0.6%。用自由现金流贴现的方式测算目标公司价值的时候,需要分可观测期和永续增长期两个时期进行测算,假设从2006年到2010年这五年是可观测期,2010年之后,现金流按照固定的增长率增长,这一时期就是永续增长

表1 并购后的新增现金流(乐观) (单位:亿美元)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011		回 收期	净现值	
							(@12%)	(@18%)		(@12%)	(@18%)
销售额	137.65	149.69	162.79	177.04	192.53	209.37	219.84				
息税前利润率	(4%)	4.19	4.56	4.96	5.39	5.86	87.94	47.35	3年	62.21	32.07
	(3%)	3.14	3.42	3.72	4.04	4.40	65.95	35.51	4年	46.66	24.06
	(2%)	2.10	2.28	2.48	2.70	2.93	43.97	23.68	5年	31.10	14.06
	(1%)	1.05	1.14	1.24	1.35	1.47	21.98	11.84	9年	15.55	8.02

注:2005年的销售额取自联想公司的年报,以后各年的销售额按销售增长率计算;2011年的新增现金流为2010年年末未来永续现金流的现值;所得税率为30%。

表2 并购后的新增现金流(中性) (单位:亿美元)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011		回 收期	净现值	
							(@12%)	(@18%)		(@12%)	(@18%)
销售额	137.65	145.91	154.66	163.94	173.78	184.21	193.42				
息税前利润率	(4%)	4.09	4.33	4.59	4.87	5.16	77.37	41.66	3年	55.58	28.97
	(3%)	3.06	3.25	3.44	3.65	3.87	58.03	31.24	4年	41.69	21.73
	(2%)	2.04	2.17	2.30	2.43	2.58	38.68	20.83	5年	27.79	12.67
	(1%)	1.02	1.08	1.15	1.22	1.29	19.34	10.41	10年	13.90	7.24

表3 并购后的新增现金流(悲观) (单位:亿美元)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011		回 收期	净现值	
							(@12%)	(@18%)		(@12%)	(@18%)
销售额	137.65	141.09	144.62	148.23	151.94	155.74	159.63				
息税前利润率	(4%)	3.95	4.05	4.15	4.25	4.36	47.05	29.54	4年	38.72	23.35
	(3%)	2.96	3.04	3.11	3.19	3.27	35.29	22.16	5年	29.04	17.51
	(2%)	1.98	2.02	2.08	2.13	2.18	23.52	14.77	6年	19.36	10.06
	(1%)	0.99	1.01	1.04	1.06	1.09	11.76	7.39	11年	9.68	5.84

期。经测算,这一时期的销售利润率在乐观和中性的情况下是5%,在悲观的情况下是2.5%。

从表1、表2和表3的统计数据可以得出如下结论:①销售额的增加对新增现金流的影响不是很大。比较会计回收期可以发现,销售额增长率为8.75%的时候收回12.5亿美元的初始投资仅比销售额增长率为2.5%的时候早一年而已。这说明,在整个PC行业进入微利时代后,扩大规模能够带来的增量现金流是有限的,公司不能盲目依靠扩大规模来提高利润。②提高息税前利润率对增量现金流的影响比增加销售额要大。息税前利润率为4%的时候,会计回收期要比息税前利润率为1%的时候早6~7年,这说明,新增现金流主要来自成本的降低和毛利率的提高,如果毛利率不足1%(2006年度并购后的联想的实际息税前利润率为0.6%),那么,无论公司如何占领市场,实现的利润都非常有限。不过,会计回收期没有考虑到风险的因素,这就需要使用净现值法来评估并购的战略价值。

2. 风险调整的折现率。并购的战略价值是并购后所有新增现金流的净现值,计算折现率最常用的方法是资本资产定价模型。因为这次并购实际上是“零现金流支出”的并购,并且联想发行了新的股票和债权,所以使得公司的资本结构发生了变化,因此也会影响到并购后的联想的风险。这就需要使用并购后的联想公司的系统风险来估计资本成本。

(1)计算并购前联想公司的系统风险 β_L 。

(2)剔除财务杠杆的影响,将实际的系统风险还原为没有财务杠杆影响时的系统风险。

$$\beta_L = \beta_u [1 + (1 - T) \times \frac{D}{E}]$$

(3)计算新的资本结构下的联想公司系统风险。在并购之前,联想的系统风险为1.164,2004年度联想的负债为38.23亿港币,权益的市价为188.6亿港币,联想实际税率约为33%。因此,在不考虑财务杠杆影响的情况下联想的系统风险为:

$$1.16 = \beta_u [1 + (1 - 33\%) \times \frac{38.23}{188.6}] \Rightarrow \beta_{u,联想} = 1.02$$

联想收购IBM PCD之后,负债总额达到311.68亿港币。对IBM和三大财团增发新股之后,并购后联想的股本为88.93亿股,按照2004年平均每股2.52港币计算,并购后联想的市值约为224亿港币。则其考虑财务杠杆影响之后的系统风险为:

$$\beta_L = \beta_u [1 + (1 - T) \times \frac{D}{E}] = 1.02 \times [1 + (1 - 33\%) \times \frac{311}{224}] = 1.97$$

由此看出,收购IBM PCD大大增加了联想的财务杠杆和系统风险。2005年初,我国的无风险利率约为3.3%左右,权益风险溢酬为7.5%左右。依据资本资产定价模型,并购前联想的权益资金

现行会计准则下资本公积的“瘦身减肥”



王宏昌 干胜道(博士生导师)

(安徽财经大学会计学院 安徽蚌埠 233041 四川大学工商管理学院 成都 610064)

【摘要】 根据现行会计准则的规定,企业的非正常经营收益与正常经营收益应予分开列示。本文阐释了按此规定,企业资本公积账户明细账核算内容所发生的变化。

【关键词】 非正常经营收益 资本公积 路径依赖性

资本公积是指归所有者所共有的、非收益转化而形成的资本,因其产权性质、日常管理上的特殊性,它既不同于实物资本,也不同于留存收益,所以在会计上要单独设置“资本公积”进行核算,其基本的用途就是转增资本。

一、现行会计准则下资本公积的“瘦身减肥”

随着全球经济走向一体化、金融化和信息化,我国的出口贸易额在国民生产总值中的比重在不断加大,到海外上市的跨国公司不论在数量上还是在规模上都有了质的飞跃,推动了我国会计准则的国际化;同时,我国资本市场管理制度的发

展以及相关管理经验的不断积累,也为我国会计准则国际化创造了条件。

现行会计准则继续确认了资产、负债、所有者权益、收入、费用和利润六大会计要素,同时又引入了利得和损失两大概念。利得和损失都来自非正常经营活动,不具有严格意义上的配比关系,具有边缘性和偶发性,与企业投资和利润分配无关。但在全面收益观下,利得和损失已成为企业的利润总额中的一部分,最终影响企业的所有者权益的变动。

根据对所有者权益的影响方式,利得和损失被分为两类:

回报率为12%,而并购后联想的权益资本成本达到18%。

并购使得联想的权益资本成本上升到18%。表1、表2和表3分别计算了在并购前联想12%的资本成本下和并购后联想18%的资本成本下并购IBM PCD的战略价值。计算结果显示资本成本的上升大大降低了新增现金流的净现值,战略价值下降了40%~50%左右。这说明风险对并购战略价值的影响是巨大的。假如并购后联想的息税前利润率低于1%,那么无论市场份额如何扩大,在18%的资本成本下,IBM PCD的战略价值都小于12.5亿美元的并购成本。而2006年并购后联想的息税前利润率仅为0.6%。同时,联想还承担了5亿美元的IBM PCD的流动负债,以及高达7.05亿美元的服务费用,这样看来,并购的战略价值可能没有管理层想象的那么乐观。

三、支付方式与收购溢价

如果没有股权融资,年利润不到1.5亿美元的联想很难筹集到12.5亿美元的收购资金来完成这次并购。但是通过发行9.5亿美元的新股权,并购所需要的现金流就大大降低了,这使得“蛇吞象”并购成为可能,这种融资方式看起来似乎是“双赢”,但实际上可能会损害股东利益。早在1997年,Loughran和Vijh(1997)研究了947个并购案例,结果发现,在控制了规模和账面价值之比后,采用股票支付的公司的股票回报率比对照组平均低24%,而采用现金支付的公司的股票回报率比对照组平均高19%。这是因为股票收购时候的支付价格远远高于现金收购的时候。Ghosh和Ruland(1998)研究了212个并购案例,发现管理层持股比例和现金支付方式之间存在显著

的正相关关系。这说明在管理层持股比例高,管理层的利益和股东利益更一致的情况下,公司是不会轻易选择股权融资的。从联想2006年的经营业绩来看,并购后联想集团的销售总额为133亿美元,销售额的增长主要集中在亚洲地区,由于北美业务的萎缩,并购后联想的销售总额几乎没有增长。到2007年4月,为了降低成本,联想不得不宣布全球裁员1400人,虽然裁员能够降低成本,但裁员同时也打击了士气,并且造成业务的进一步萎缩。尽管联想的管理层对这次收购抱有乐观的态度,但是,证券市场的反应已经比较悲观,2005年以来联想股票多次跑输大势。

四、结论

实践表明,股权融资的时候公司更容易过度支付。同时,资本运作使得公司在短时期内迅速扩大规模,往往会造成风险和资本成本的上升,大大降低目标公司的新增现金流的净现值,这一点往往被管理层所忽视。如何从股东价值最大化的角度出发,约束管理层的收购冲动,是公司治理中需要谨慎考虑的问题。

主要参考文献

1. 刘捷,王世宏.股利折现模型与现金流折现模型的对比分析.中国管理信息化,2006;7
2. 徐加,付建彬.联想收购IBM全球PC事业部案例分析.经济论坛,2005;22
3. 黄娟娟.钢丝上的舞蹈——联想并购IBM的风险收益分析.改革与战略,2005;2