

金融模式



杜丽虹

迪士尼这个老家伙？居然还挺酷！ 觉得自己老了就学学它吧（两次大收购转变盈利模式）

迪士尼的赚钱机器是什么？14年前是迪士尼乐园、是米老鼠产品的授权费；现在不同了，是美国广播公司、是ESPN体育频道这些媒体。这一巨大转变，来自两次收购。每次收购，并未使公司负债率大幅增加，大股东却悄悄发生变化。现在迪士尼第一大股东，就是苹果公司创始人乔布斯。明天会是谁呢？不知道！如果你是一家老公司（就算只创办两年），正在寻求突破，这故事就值得读。

在一般人的印象中，迪士尼就是一家做动画的公司，但实际上，今天的它已成长为全球第二大娱乐传媒集团，收入规模仅次于时代华纳。

迪士尼2008财年总收入378亿美元，税前利润74亿美元，净利润44亿美元。自1978年上市以来，累积为投资人创造30倍收益，是同期标普500指数涨幅的三倍。

今天的迪士尼，除了我们所熟知的迪士尼动画、迪士尼乐园及其授权生产的各种服装、玩具，还是知名体育频道ESPN、有线电视及广播集团ABC公司的所有者。

迪士尼，是如何从一个传统的动画创意企业，发展为娱乐传媒巨头的？借助于资本力量！

在“迪士尼兄弟”统治迪士尼的时代，公司主要通过内生的创造力来征服世界。

但90年代以后，迪士尼更多的是借助资本平台、引进外部优秀资源，以巩固和加强核心业务领域的优势。



回顾迪士尼的成长历程，可将其分为两个阶段。

第一个阶段是迪士尼核心能力的成长和延伸，这个阶段从上世纪20年代一直延续到90年代；第二个阶段是迪士尼借助资本力量与新媒体对接，这个阶段从90年代中期开始一直延续至今。

通过90年代后的一系列收购，迪士尼盈利来源发生了巨大转移。

1995年，迪士尼的利润主要来自于衍生业务，“消费品及主题公园业务”贡献了总收入的一半和经营利润的55%（消费品业务贡献20%，主题公园贡献35%）。

但到今天，媒体及网络业务已成为公司最主要的收益来源。2008年贡献了总收入的44%和经营利润的56%。

90年代后的新生，收购ABC、皮克斯

进入90年代以后，有线电视、网络等新媒体开始盛



1929 迪士尼兄弟工作室成立



1928

第一部动画电影《汽船威利号》



1937

第一部彩色电影《白雪公主和七个小矮人》



1955

第一家主题公园建成



老国王 左图为迈克尔·艾斯纳，从1984年到2005年，他一直担任迪士尼CEO，此间迪士尼收入从10.5亿美元增长到300亿美元。迪士尼现在在全球运营5个度假村、11个主题乐园，1998年启动“迪士尼海上航线”，有两艘巨型邮轮，右图为其中一艘。

艾斯纳掌权20年，迪士尼收购充满想象力

如果您是艾斯纳，面对这种情况怎么办：迪士尼对美国广播公司的收购，总价190亿美元；但收购前，迪士尼的总资产只有146亿美元，手中现金只有10.8亿美元。

创富志

行，迪士尼此时广泛与各类新媒体融合，并因此完成一次大飞跃，变身为娱乐传媒巨头。

早在1983年，迪士尼频道成立，公司正式向家庭娱乐迈进。但仅靠自身发展，与新媒体融合的步伐太慢。

1996年，迪士尼通过收购，获得了美国ABC广播传媒集团和ESPN体育频道的控制权。

这是一项双赢的交易，ABC和ESPN获得了迪士尼品牌和资本的双重支持。而190亿美元的天价，也成为当年全美第二大收购案。

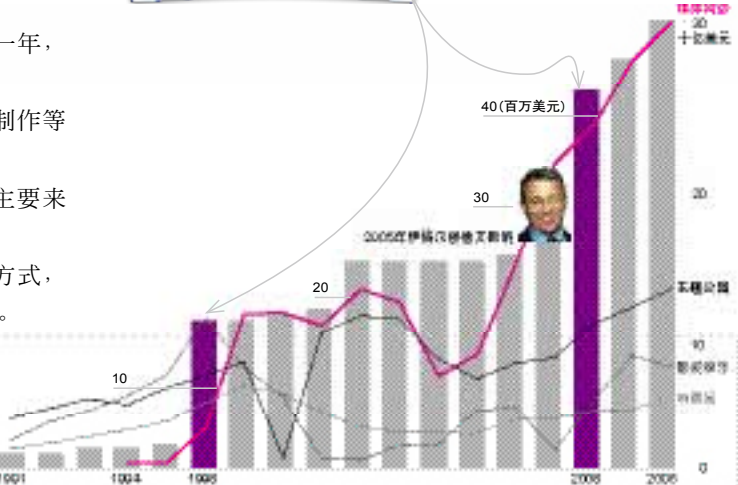
但今天看来，这个价格物有所值：仅2008年一年，ABC和ESPN就贡献了近50亿美元的利润。

迪士尼在拓展新业务的同时，并未忽视影视制作等核心业务的发展。

即使影视娱乐部门不再是公司收入和利润的主要来源，但它仍是吸引其他资源的品牌支柱。

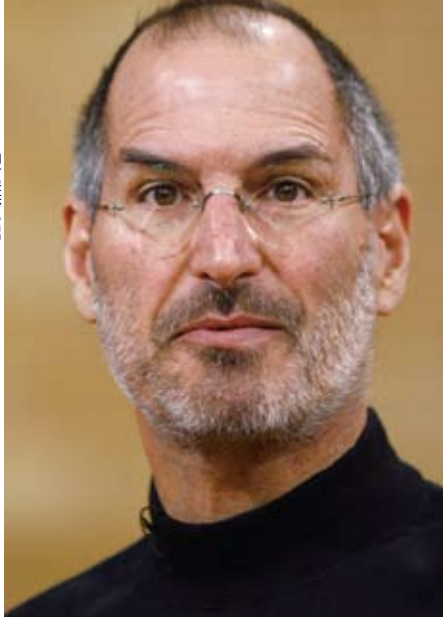
影视业务并购最大的动作，是2006年以换股方式，收购苹果电脑创始人乔布斯的皮克斯动画制作公司。

增发股票，少借钱
每一次收购，股本金都大幅增加。1996年，迪士尼发行了4.5亿股新股，其中1.55亿股用于收购美国广播公司；2006年收购皮克斯动画公司，全靠换股方式完成。



柱状图为1984年以来迪士尼的股本金变化图；线图为1991年以来迪士尼各项业务利润变化图。





能折腾的大人物 乔布斯(左一图)被挤出苹果后,收购了在二维动画时代却专注3D动画的皮克斯,但一直不能盈利。自迪士尼为其发行《玩具总动员》,全球票房达3.62亿美元,他才意识到:迪士尼支持什么,什么就会备受瞩目!左二图为《汽车总动员》。

这种思路下,乔大爷成了迪士尼第一大股东

收购皮克斯需要80亿美元,而收购ABC和ESPN则要190亿美元,迪士尼一掷千金的豪气从何而来?除了利润,迪士尼还有两个重要的资本渠道。不告诉你,你看内文吧。

此次合并是迪士尼从传统动画,迈向3D高科技动画的重要转折。此后,迪士尼动画屡屡击败真人电影,创造票房奇迹。

收购的钱从哪里来?

创富志

收购皮克斯需要80亿美元,而收购ABC和ESPN则需要190亿美元,迪士尼一掷千金的豪气从何而来?

除了利润,迪士尼还有两个重要的资本渠道。

第一,迪士尼的上市地位。迪士尼于1978年上市,此后多次借助换股收购,实现业务扩张与能力增长。

1996年对美国广播公司(ABC)的收购,总价190亿美元,这靠迪士尼自身的利润积累是难以完成的。

收购前迪士尼公司的总资产只有146亿美元,手中现金只有10.8亿美元。

为了完成收购,迪士尼定向发行了4.5亿股新股,其中1.55亿股用于以“1股迪士尼股票+65美元现金”换1股美国广播公司的股票。

交易完成后,迪士尼净资产从67亿美元增加到161亿美元,虽然负债额也增加了100亿美元,但总负债率保持稳定,仅从54.5%微升到56.1%。

2006年在与皮克斯公司合并过程中,80亿美元的收

购价,更是全部靠换股方式完成:每1股皮克斯股票换2.3股迪士尼股票。

为此,迪士尼动用了近2.5亿股库存股票,乔布斯因此获得了1.38亿股迪士尼股票,持股比例为7.43%,成为迪士尼第一大单一股东。

(编者注:所谓库存股票,如果在资产负债表上出现,表明公司曾经回购股票,但中国法律规定回购股票必须注销,因此资产负债表没有库存股票。)

第二,私人股权资本,也成为迪士尼成长过程中的重要资本来源。

在收购“经典体育网”时,迪士尼先借助私人股权投资基金的力量买下该业务,业务成熟后,再逐步回购股权。这样做成本要显著高于原始收购价,但降低了财务风险。

这件事的具体情况是这样的:1997年9月,为拓展ESPN的体育节目,迪士尼联合一家私人股权投资机构,收购了经典体育网(Classic Sports Network),为ESPN争取到了许多经典老赛事的播放权。

到2005年,ESPN从该私人股权投资机构手中买回经典体育网70%权益。私人股权投资机构成功退出。

而在参股NBA中国子公司(CNBA)的计划中,迪

迪士尼作案,为何要伙同PE(这中间的门道,可以读本期陶涛专栏的腾讯案例)



新王国 今天，“90后”一代真正看过米老鼠、唐老鸭的已经很少了，但他们仍在消费各种印有迪士尼动画形象的产品，并把世界各地的迪士尼乐园挤得“人满为患”。右一图为罗伯特·伊格尔，2005年开始担任迪士尼CEO。上任三个月后即宣布收购皮克斯。

迪士尼很清楚自己想要什么、不想要什么

迪士尼有着非常清晰的战略定位！在每次收购中，很清楚自己想要什么、不想要什么，在汲取核心能力同时，坚决出售非核心业务，以聚拢资源，推动核心业务更快成长。

士尼也引入包括联想投资和李嘉诚等财务投资人，他们不仅能够提供资金，也能为迪士尼提供海外收购过程中的本土化资源。

以品牌和创意能力吸引资本，通过收购强化核心业务优势，与新媒体完成对接，就是迪士尼的成长方式。

很清楚自己想要什么、不想要什么

迪士尼有着非常清晰的战略定位。

一方面，迪士尼为了拓展自己的资源和能力，毫不吝惜现金和股权。在收购ABC后，迪士尼利用资本长袖，推动其业务快速成长，比如帮助它实现与有线电视巨头康卡斯特（Comcast）的合作，并为它收购了“福克斯家庭频道”等。

另一方面，迪士尼又坚决剥离ABC原来的出版和广播等传统媒体业务。

1997年后，相继出售一批出版业务，包括以1.42亿美元出售《机构投资者杂志》等。几年下来，出版业务的剥离，共为公司贡献了近10亿美元现金。2007年又将ABC广播公司以27亿美元总价（现金+股票）整体出售。

类似的情况，也发生在网络收购领域。

1999年迪士尼收购了搜索引擎公司Infoseek，在强

化自身网络技术后，2000年开始将其分拆出售。

总

之，在每次收购中，迪士尼很清楚自己想要什么，不想要什么，在汲取核心能力的同时，坚决地出售非核心业务，以聚拢资源，推动核心业务的更快成长。

迪士尼不仅剥离收购过程中的非核心资产，同时也在剥离内部成长起来的非核心业务。

如2000年将旗下为自有酒店提供电讯服务的子公司出售；2003年以1.8亿美元出售了一只职业棒球队。

在授权业务方面，迪士尼也很少拥有自己的专卖店，除非被授权公司经营不善。

靠着清晰的战略和长袖善舞的资本策略，迪士尼一直保持着良好的财务基础——每年40—50亿美元的净经营现金，为公司进一步拓展提供了更充足的支持。

迪士尼成立于1923年，它的成功起源于动画。1929年开始授权生产各种使用迪士尼动画形象的消费品，目前是全球最大的品牌授权商。1955年落成第一家迪士尼主题乐园，现在全球共有11个。

今天的“90后”一代真正看过米老鼠、唐老鸭的已经很少了，但他们仍在消费各种印有迪士尼动画形象的产品，并把世界各地的迪士尼乐园挤得人满为患。■

作者为贝塔策略工作室合伙人、同威创投研究员

迪士尼很少拥有自己的专卖店（除非被授权公司经营不善）