

吉利沃尔沃的并购资源预期协同分析

■ 刘晓红

近年来,中国企业迅速在全球范围展开一系列大规模并购活动。普华永道发布的《2010年企业并购回顾与前瞻报告》显示,2010年中国企业海外并购交易数量达到创纪录的188宗,已披露的交易金额合计约380亿美元。

2010年3月28日,吉利集团与福特汽车签署并购协议,花费18亿美元购得沃尔沃轿车全部股权及相关资产,一时成为中国企业海外并购的典型案列。本文从金融危机、企业发展与产业政策等方面阐述了此次并购的背景,并分析了吉利和沃尔沃在并购前的市场、品牌、研发与财务等资源状况,以从差异性匹配的角度来探讨并购双方资源的预期协同。

一、公司简介

(一) 主并方中国吉利简介

浙江吉利控股集团有限公司(以下简称吉利)成立于1997年,前身是一家小型摩托车民营企业,2001年获准生产轿车后涉足汽车行业。经过十余年的发展,并购前拥有40万辆整车、40万台发动机、40万台变速器的生产能力以及10余个系列、30多款整车产品。2009年销量达32.54万辆,同比增长59%,连续8年居全国前10位,当年实现净利润12.7亿元,增长145%。

(二) 目标方瑞典沃尔沃简介

瑞典沃尔沃汽车公司(以下简称沃尔沃)是北欧最大的汽车企业,也是瑞典最大的工业企业集团,世界20大汽车

公司之一,成立于1927年,1999年被美国福特汽车公司(以下简称福特)收购。沃尔沃在瑞典、比利时、中国和马来西亚都设立了生产厂和组装线,2009年总产量为311 413辆,销量为334 808辆,在全世界超过100个国家和地区设立了销售和服务网络,拥有2 400多家销售网点。沃尔沃拥有多个研发中心和世界一流的研发队伍,其中尤以汽车安全中心享誉全球,自2000年落成启用之后已完成超过2 000次的车辆撞击测试,除了进行沃尔沃旗下车款的测试工作外,还负责福特集团车辆安全的测试。

二、并购背景

(一) 金融危机带来的目标估值变化推动了车企海外并购

福特自1987年以来陆续收购了阿斯顿马丁、捷豹、沃尔沃和路虎,旗下的数款欧洲顶级汽车品牌大大增加了研发支出,同时也造成了高相似度产品的内部竞争,而2008年开始的金融危机加剧了市场萎缩,使得福特的经营举步维艰,不得已大量出售资产以缩小规模,导致资产价格下跌,并购成本大幅降低。如2007年全球资产普遍被高估时,沃尔沃的并购成本至少要70亿美元,而金融危机后,沃尔沃的市场估值则降至20亿美元左右。

此外,金融危机的到来也使得为筹集资金而疲于奔命的国外企业和当地相关政府部门在一定程度上放松了对中国企业并购的监管和审查,减少了跨境并

购的政治障碍和隐性成本,为中国企业海外并购创造了有利的政治环境。

(二) 双方企业发展的资源瓶颈产生了并购需求

作为一家民营汽车制造商,吉利在中国中低端汽车市场占有一席之地,销量与利润逐年攀升,但由于品牌认同度的限制,一直难以跻身高端车市场。此时,收购一个国际化的品牌是吉利开辟新市场的最好选择。同时,由于受研发能力的限制,仅依靠吉利自身的研发,短期内难以达到欧美严苛的安全、技术、环保标准,海外业务无法取得突破性进展。为了解决品牌与技术的瓶颈效应,收购沃尔沃不失为一条捷径。

与此同时,沃尔沃自被福特收购后,其全球豪华车的市场份额一路下滑,自2005年起更是连续5年亏损,金融危机后亏损加剧,2008年亏损达14.65亿美元,2009年亏损为6.53亿美元,销量也逐年下滑,经营状况恶化令其不得不在全球范围内大规模裁员,市场瓶颈严重制约着沃尔沃的发展。沃尔沃2009年全球销量同比下降10.6%的同时,其中国销量却同比增长了88%,中国市场的权重明显上升,拓展中国市场成为沃尔沃突破发展瓶颈的优先选择。

(三) 相关产业政策助推了并购进程

政府政策在中国汽车行业发展进程中起了主要的引导作用。1985年提出汽车产业振兴规划后,开始允许跨国汽车公司以与国有汽车公司合资的方式进入

中国,由此出现了2000年以前市场由国有汽车公司与跨国汽车公司的合资产品主导的局面。2000年加入WTO的努力使得中国政府允许民营资本进入汽车行业。2004年6月,政府出台了新的《汽车工业产业政策》,倡导企业积极开发具有自主知识产权的产品,实施品牌经营战略,并调整了相关财税政策,奇瑞、吉利、比亚迪等民营车企因此得以快速发展,综合实力得以提升。2008年金融危机后,为鼓励和支持有实力的企业“走出去”,政府连续出台多项政策:2008年12月,中国银监会发布《商业银行并购贷款风险管理指引》,允许符合条件的商业银行开办并购贷款业务,拓宽了国内企业海外并购的融资渠道;自2009年5月1日起实行的《境外投资管理办法》,对外投资的核准权限与核准程序也大大简化。在应对金融危机的形势下,这一系列鼓励性政策的出台,有助于国内车企向国外市场进军,实施海外并购,获取战略性资源。

三、并购过程

2008年12月,由于陷入破产危机,福特宣布出售沃尔沃轿车业务。2009年3月,国家发改委相继批准奇瑞、吉利参与收购沃尔沃。2009年10月28日,福特宣布吉利成为沃尔沃的优先竞购方。同年12月23日,吉利宣布与福特就收购沃尔沃轿车公司的所有重要商业条款达成一致。2010年3月28日,吉利与福特签署最终股权收购协议,以18亿美元获得沃尔沃100%的股权及相关资产(包括知识产权)。沃尔沃、吉利和福特就知识产权、供应及研发达成了一致意见。其中,福特承诺向吉利提供工程支持、信息技术、常规部件模具和一些其他服务,并暂时给沃尔沃提供发动机和动力系统,以帮助吉利顺利度过过渡期。2010年6~7月,吉利收购沃尔沃通过了欧盟委员会、美国政府、中国发改委和商务部的审批。8月2日,吉利完

成了对沃尔沃全部股份收购,并成立了新董事会,至此,吉利收购沃尔沃尘埃落定。

四、并购资源的预期协同

(一) 并购资源的差异化协同机理

M. Bradley等(1988)曾指出,并购可以使主并方有效地控制目标方的资源,并重新配置双方的资源,从而提高资产收益率和企业价值。换言之,企业并购的协同效应实际上就是并购双方各种资源协同作用效果的综合体现。

企业资源理论把企业视为资源的集合体(Penrose, 1959),资源是企业向社会提供产品或服务的过程中所拥有或控制的,用于价值创造的各项要素及要素间关系的集合,包括资产与能力两个层次。资产是生产过程中的各种投入要素(Grant, 1991),这些要素不会自动创造价值,只有经由企业特定的行为才能实现价值转化,而企业的这些特定行为就是企业有效开发、配置和升级资产以获取竞争优势的能力的运用过程。

资源的协同是一个复杂的动态过程。并购交易刚结束时,双方资源基于组织制度安排在一起,整合从较低的起点开始。经由协同机理的推动,双方资源由差异走向融合,产生协同效益,并为后续战略创造和积累新的资源。关于并购资源的整合,前人的研究主要围绕资源的相似性展开,认为双方的相似性是战略匹配的基本来源,能够促进或提高并购后的绩效,其核心观点在于,在资源相似程度高的公司分享类似的组织形式、管理方式、企业文化、资产要素,会使双方更有效率地将原有资源整合到并购后的新业务中。这一观点固然合理,但资源的相似性不是促进并购创造价值的唯一因素,双方的差异性也能为资源重新配置实现协同效应创造机会。根据资源理论,企业是资源的集合体,任何两个企业都不可能是完全相同的,都存在差异。两个差异的企业通过并购的方式

结合在一起,类似于化学物质的接触,任何反应的发生都会引起两者的变化(周琳, 2007)。由于并购双方资源在数量、质量、结构等方面存在差异,并购后相互之间可能产生冲突、互补等多种反应。随着时间的推移,资源之间的差异会通过融合、协同逐渐转变为合力与动力,推动企业有序发展。因此,差异是协同的前提和基础。但差异未必能带来协同,因为差异性并不能保证双方资源的重新配置就一定能带来互补作用。根据企业资源基础观,当不同资源混合后相互促进,能够创造出新的价值时,互补性就产生了,它是一种可以被利用而相互促进的差异性。换言之,当利用差异性资源可以使相同投入水平下产生超额回报时,或者通过合并资源可以获得新的能力时,并购双方之间的差异性才能产生协同效应。因此,识别并购前双方的差异性资源,分析双方资源的互补性,预测双方的资源协同,对于并购的成功实施与后续整合具有重要的现实意义。

(二) 并购前双方资源的识别

从市场资源看,吉利汽车销量连续8年居全国前10位,在国内中低端汽车市场拥有相当的市场份额,但受限于现有技术和品牌认可度,难以跻身国内高端车市场和海外市场。而沃尔沃的本土市场在瑞典,市场规模相对于英美等老牌汽车强国来讲太小,加之金融危机的影响,市场销量连年下滑,而中国市场对高档轿车的需求量大且增速惊人,吉利急需沃尔沃这样的世界知名品牌补充其高档产品的市场空白,沃尔沃也急需中国市场消化其过剩的产能。从品牌资源看,“吉利”的品牌认可度低,仍限于低档车的代名词,自有品牌难以进入高端市场,而“沃尔沃”作为全球豪华车品牌之一,正好可以弥补吉利高端品牌的缺失。从研发资源看,吉利虽然建立了汽车研究院和国家级技术中心,具备了整车、发动机、变速器和汽车电子电器的研发能力,但现有技术难以达到欧美在环保、

安全、节能方面的技术标准，且与国际大型车企相比，自主研发创新能力尤其是关键技术上还有较大差距。沃尔沃则拥有多个研发中心和4 000多人的研发团队，尤其是其汽车安全中心更是为沃尔沃赢得了“全球最安全汽车”的赞誉，连年的研发投入确保了其世界先进的技术水平。从财务资源看，吉利已度过6年生长期，顺利进入稳步发展期，实现了利润的连续增长，成本控制合理有效，资金使用效率高，且吉利汽车在香港上市，自身具有一定的融资能力。而沃尔沃多年来保持着高额的人力成本与研发投入，由于连年缩水的销量，使得单车分摊的生产费用与研发费用过高，从而导致连年亏损，财务状况日益恶化。并购前吉利与沃尔沃的资源匹配如图1所示。

(三) 并购双方资源的预期协同

1. 双方资源的预期互补增进效应

在识别吉利与沃尔沃具体资源优劣势的基础上，可以建立资源的预期匹配

趋势图，对并购双方资源的基本匹配情况作出初步判断(如图2所示)。

吉利收购沃尔沃能够发挥“沃尔沃”品牌、研发及市场资源与吉利之间的协同。一是在轿车行业中依托“沃尔沃”这一高端品牌及其广泛的销售终端，吉利可以快速跻身国内高端车市场，并迅速提升吉利已有产品和新品的市场竞争力和销售业绩，提升“吉利”品牌的认同度。二是市场销售终端共享有助于“沃尔沃”品牌迅速扩大国内市场份额，在其欧美市场销量逐年萎缩的情况下，加大中国市场的销量权重，从而改善产品的市场结构。此外，通过劳动力价格优势和高产量带来的研发成本摊薄，可以降低生产的平均成本，有效缓解部分经营风险。三是基于沃尔沃现有研发能力尤其是关键技术的消化与吸收，可以帮助吉利突破技术瓶颈，尽快达到欧美国家关于轿车进口的环保、安全、节能方面的技术标准，以进军海外市场。四是随着企业

规模的扩张，吉利可以借助于更加雄厚的实力进行产品研发、广告宣传、完善销售与服务体系等，这些活动还将进一步扩大品牌的市场影响，并同时增强“吉利”品牌与“沃尔沃”品牌的价值和企业的竞争优势，形成良性循环。

2. 并购双方的预期冲突效应

吉利收购沃尔沃后，其组织结构相对于并购前规模更大，也更复杂。面对沃尔沃异于东方的管理机制，吉利面临着西方文化、工会等诸多考验，预计将花费相当大的协调成本才能减少冲突，促使并购后组织内部管理及其经营的正常进行。这是因为：①并购后组织规模扩大，管理层次和管理幅度将超过原有限度并跨越国界，面临中西方文化差异的挑战，内部各方面协调的难度加大，从而使得管理成本迅速上升。②随着管理层次和管理幅度的增大，为了确保信息质量，势必会增加信息传递与监督的相应成本，并且由于不同层次之间的目标差异，存在道德风险与逆向选择的可能性，需要实施必要的约束与激励机制，从而加大了管理成本。③与国内相对低廉的产业劳动力价格相反，西方汽车产业工人保持着高薪、高福利，而吉利早已承诺瑞典工厂不关闭、不裁员，工会也长期保存，这一举措在并购之初获得了沃尔沃工会的认可，推动了并购交易的达成，但也为并购后的吉利预埋了一笔高额的人力成本，有可能成为吉利未来发展的一大阻力。

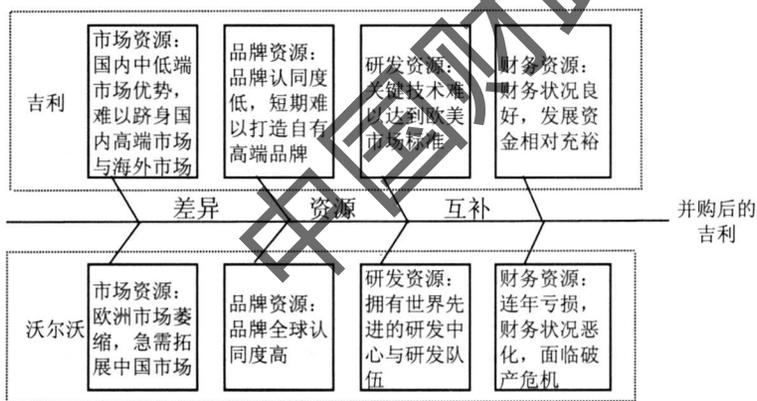


图1 并购前吉利与沃尔沃的资源匹配

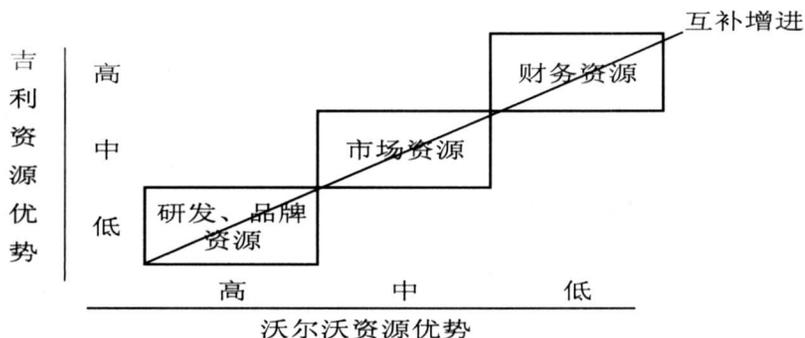


图2 吉利与沃尔沃资源的预期匹配效应

股权交割只是并购的开始，之后的资源整合才是艰难的考验，而资源整合的突破口便在于从资源的差异性中寻找并实现互补性。此次吉利收购沃尔沃成功的关键即双方资源的实际匹配程度，吉利日后的表现还有待进一步观察。单就并购事件本身而言，吉利收购沃尔沃为中国低端品牌的企业快速进入高端阵营提供了一种可行的参考。

(作者单位：山东政法学院商学院)

责任编辑 周念博