

文章编号:2095-0365(2013)01-0016-05

# 跨国并购中的财务风险及其防范

王小梅

(河北省水利水电第二勘测设计研究院,河北 石家庄 050021)

**摘要:**财务风险贯穿于企业跨国并购的始终,由财务风险导致的失败案例日益增加。结合我国企业特点,论述了跨国并购中财务风险的内容及特点。把跨国并购前期的目标企业价值评估风险、并购中期的融资支付风险及并购后期的财务整合风险相结合进行分析。并根据财务风险防范原则提出与之相适应的防范策略。

**关键词:**跨国并购;财务风险;风险分析

**中图分类号:**F275 **文献标识码:**A

随着中国经济的快速发展,我国企业结合自身国际化发展的战略需求,积极进行跨国并购。通过跨国并购,并购企业可以获得目标企业的优势资源,推进技术进步和产业升级,实现快速有效进军国际市场、参与国际分工。近些年来我国企业参与跨国并购的规模和领域都在不断扩大。据统计,“十一五”期间,我国企业跨国并购的投资额累计接近940亿美元,年均增速达到35%<sup>[1]</sup>。但是,伴随我国企业高频率跨国并购商业活动的是各种各样的失败。跨国并购以其平均70%的失败率在世界范围内被公认为是风险最高的商业活动之一。其中,财务风险存在于跨国并购的各个阶段,由财务风险导致的并购失败给企业带来了巨大的经济损失,因此对财务风险的成因分析与防范显得十分必要。

## 一、跨国并购财务风险概述

### (一)跨国并购存在的风险

跨国并购已成为中国对外投资的重要方式,但高风险、高成本、高关注度、低成功率的特点使其成为一场资金、智力间的博弈。其中高风险是最显著的特点,它是多种高风险系数的综合。跨国并购融合了政治风险、法律风险、财务风险、文化风险、经营风险等多种风险。政治风险、法律风

险、财务风险是对企业跨国并购成败影响最大的关键性因素。

由于政治体制不同等原因,中国企业较其他国家企业而言要面临更大的政治风险。伴随着中国经济的崛起,能源、矿产等国有企业在进行跨国并购时受到目标国的阻力又加大一层,因为此类企业的跨国并购除了单纯经济利益因素外还有国家的发展战略做推动,往往被贴上“国家意志”的标签,对目标国来说很可能会认为威胁到本国“国家安全”,由此要接受各项耗时、冗杂的审查。例如中海油并购美国优尼科,中国西色国际并购美国金矿,五矿集团并购加拿大诺兰达等都是由于政治原因导致的失败。法律风险方面,目前世界范围内约有60%的国家拥有反托拉斯法及管理机构,由于管理侧重点、标准和程序不同等原因,并购过程往往花费很长时间,且高额的法律咨询费用也增加了并购成本。一些中国企业在签订合约时因忽略用法律手段维护我方权益最终也导致并购失败。

并购是现代企业优化资源配置,提高国际竞争力的有效手段。财务是一个企业经营状况的集中体现,财务操作和分析是并购过程的一条主线,贯穿于并购的全过程。能否做好目标企业的财务状况分析,对企业并购的成功与否起着至关重要

收稿日期:2013-01-10

作者简介:王小梅(1965—),女,高级会计师,研究方向:财务管理。

的作用,而财务风险则伴随着企业跨国并购全过程的进行,其对企业并购成本、盈利的影响十分重大。所以只有对并购交易中的财务风险有充分的认识,并做好相应的防范,才能有效保证并购交易的成功及实现并购的目的。

## (二) 跨国并购中的财务风险

### 1. 跨国并购财务风险的含义

广义上来讲,企业跨国并购的财务风险是一项系统性风险,由于并购活动本身存在不确定性因素,使得实际财务收益与预期的财务目标存在差异的可能性。狭义上指对目标企业定价、筹资、支付、偿债、资金营运等各项财务决策所引起的企业财务状况恶化或财务成果损失的可能性;是并购价值预期与价值实现严重负偏离导致的企业财务困境和财务危机;是贯穿企业跨国并购全过程的不确定性因素对预期价值产生的负面作用 and 影响<sup>[2]</sup>。本文主要采用狭义的概念对跨国并购中的财务风险进行分析并提出防范对策。

### 2. 跨国并购财务风险的内容

依据国际上对跨国并购成功率统计的口径和并购活动各项内容,可将跨国并购分为并购前期、并购中期和并购后期三个阶段。并购前期的财务风险主要是目标企业价值评估风险,中期主要是融资支付风险,后期是财务整合风险,每一时期的财务风险又包含很多具体的风险内容。每个跨国并购活动的主要内容有企业选择并购战略、锁定目标企业、调查和评价目标企业、磋商和谈判、实施并购、并购后的整合。图1能很直接地将并购过程中的财务风险体现出来。

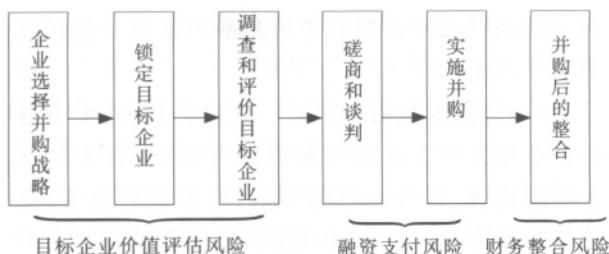


图1 跨国并购各阶段财务风险

## 二、我国企业跨国并购财务风险成因分析

### (一) 并购前期目标企业价值评估风险成因分析

目标企业价值评估风险是指对目标企业的价值评估可能因预测不当而得到不准确评估结果的可能性。在跨国并购中,成交价格是双方关注的核心问题。目标企业是否存在并购价值、价值多少直接决定了企业的后续行动。并购双方信息不对称是造成评估风险的最根本原因。财务报表的局限性、评估方法及技术的不恰当使用也都会影响到评估结果的准确性。风险导致的失败结果一般分为两种情况:一种是低估目标企业价值而出价过低导致交易失败;另一种是对于未来收益及回收时间估计过于乐观,从而出价过高导致未来偿债困难。

影响目标企业价值评估风险的因素主要有以下几方面:

(1) 投资者风险偏好。投资者风险偏好是指为实现目标,投资者在承担风险的种类、大小等方面的基本态度,投资者对风险的偏好影响其承受风险的程度。主要表现为,投资者在制定跨国并购战略时,因为风险偏好的差异,使得投资者在不同并购方案间选择与其风险偏好相一致的并购战略<sup>[1]</sup>。

(2) 评估人员及机构风险。总体来看,我国企业跨国并购专业人才的稀缺,国内中介机构的严重缺位,都增加了目标企业价值评估的风险。而且我国企业对中介机构及所起作用的认识还不够深刻。例如 TCL 并购阿尔卡特手机业务时跳过了向专业机构咨询的环节,虽然节省几百万欧元,但整合过程中遇到的各种难题给其经营造成了极大的压力,损失远远大于省去的咨询费。

(3) 财务报表局限性风险。财务报表是并购方对目标企业评估的客观依据之一,但是其自身也具有局限性。财务报表一般不能反映或有事项与期后事项,例如坏账准备、存货跌价准备等准备金系数的确定都是以经验为基础。这可能使一些重要的或有损失、期后事项被忽略或刻意隐瞒。例如 20 世纪 80 年代末日本三菱地产在收购美国的洛克菲勒中心时就因为忽略了这一点而造成日后 13 亿美元的损失。

(4) 价值评估方法使用风险。对目标企业进行价值评估时所使用的的方法直接决定了最终的评估结果,也是成交价格的决定依据。对于目标企业的有形资产和无形资产所使用的评估方法和运用的指标体系应科学客观,因为彼此相互影响,所以应综合考虑,得出客观结果。

## (二) 并购中期融资支付风险成因分析

定价是融资支付的依据,而融资是支付的前提。因此,对融资支付风险的分析和研究是对跨国并购财务风险控制的又一关键环节。融资支付风险是指并购企业在筹集资金和选择的支付方式方面出现偏差从而导致并购方出现财务损失的不确定性。作为一项产权交易活动,跨国并购涉及资金的筹集与支付,融资支付方式的选择会以交易成本的形式给企业跨国并购的结果带来诸多不确定性。

### 1. 融资风险成因分析

融资风险主要分为资金供应风险和资本结构风险。资金供应风险主要源自三方面:融资超前、融资滞后和融资不足<sup>[1]</sup>。融资超前可能会导致并购企业多付利息,增加企业的并购成本。融资滞后的结果则会阻碍企业整个海外并购的进程,有可能使企业错失并购良机。融资不足则可能直接导致跨国并购的失败。资本结构风险也来源于自有资本融资、债务资本融资和股权融资三方面。自有资本融资可能会使企业资金周转困难,增加发展机会成本或是造成并购后企业由于流动性产生的财务危机。债务资本融资风险可能会给企业带来利息支付和按期还本的压力。股权融资则可能会因并购后经营业绩跟不上股本扩张,导致每股收益下降从而影响企业的市场形象。融资风险来源可以简化为图2所示。

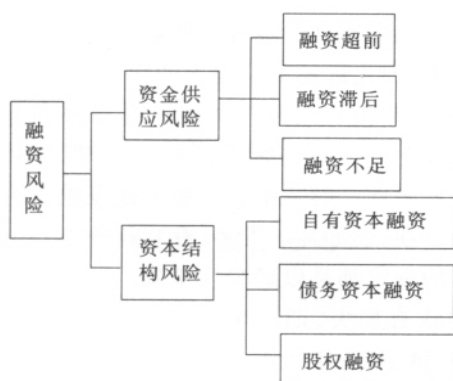


图2 融资风险来源示意图

### 2. 支付风险成因分析

支付风险主要是由不同的支付方式决定的,其来源主要有五方面。

一是现金支付造成的风险。现金支付容易因招致高息债务而给并购企业造成沉重的债务负担,同时也容易导致企业资金周转困难。以中海

油并购优尼科为例,中海油以总价186亿美元全现金支付方式向优尼科发出要约,但此要约价远远超出其资金实力,是其经营活动现金流量和净利润的6.8倍与9.6倍,这会使企业并购后面临严重的资金短缺问题。

二是股票交换风险。股票交换时,新股的发行成本较高,同时耗费的时间也较长、手续繁琐,加之容易招致投机套利,因此在我国运用换股筹资方式的企业还不是很多。

三是债券支付风险。当目标企业接受债券支付时,历史经验表明多存在陷阱:获利不清、急于脱手等情况较为常见,所以风险相对较高。

四是可转换债券风险。因为可转换债券的发行预示着将来要增发股票,稀释原有股东的所有权与每股收益,导致股东权益的改变。

五是汇率风险。这也是跨国并购比国内企业间的并购复杂的原因之一。跨国并购是到他国并购,通常会涉及两种或两种以上的货币交易。跨国并购从价值评估到交割完成通常要经历很长一段时间,当国际汇率变动时,目标企业的价值也就会发生相应的变动,所以也增加了目标企业价值评估、融资、支付风险。

## (三) 并购后期整合阶段财务风险成因分析

企业实施跨国并购后就进入到并购整合期。本文重点研究中国企业跨国并购财务整合期的内因型财务风险,即中国企业跨国并购财务整合期内,由于中外企业财务组织制度的差异和财务运作的缺失,从而导致并购企业出现财务损失的不确定性。

影响财务整合期财务风险的因素主要包括以下两个方面:

(1) 财务组织机制风险。在整合期内,由于目标企业与并购企业的财务体系不匹配,有关的财务机构设置,财务人员的职能、财务管理制度、会计核算制度、财务组织的更新、报送及披露制度不一致等因素导致并购方实现的财务收益和预期收益相背离,致使并购企业出现财务损失的不确定性。

(2) 财务实施风险。财务实施风险是指企业在跨国并购整合期内,由于财务运作缺陷和财务行为不当而遭受损失的可能性。整合期内,应对并购企业的资产、负债、盈利等财务职能,按照协

同效益最大化的原则实施财务整合,以实现企业跨国并购目的。

### 三、跨国并购财务风险的防范

风险是企业进行跨国并购活动的本质属性之一,高收益的伴随者之一就是高风险。财务风险的防范应在风险尚未实际发生之前,事先针对企业的跨国并购进行防范设计,减少企业面临财务风险的概率。因此企业在进行海外并购时要对症下药,推进并购效益的实现与企业财务目标的完成。

#### (一)对并购初期目标企业价值评估财务风险的防范

##### 1. 改善信息不对称状况

由于并购双方信息不对称是产生目标企业价值评估风险的根本原因,因此并购企业应尽量避免恶意收购,在并购前对目标公司进行详尽的审查和评价。并购方可以聘请投资银行根据企业的发展战略进行全面策划,捕捉目标企业并且对目标企业的产业环境、财务状况和经营能力进行全面分析,从而对目标企业未来收益能力做出合理的预期。在此基础上做出的目标企业估价较接近目标企业的真实价值,有利于降低估值风险。

##### 2. 克服投资者风险偏好差异,合理确定投资策略

企业如果希望通过并购来壮大实力,必须克服投资者风险偏好,分析企业资源的优势和劣势、长处和短处、外部环境的好与坏,从企业未来的发展战略和财务战略两个角度来确定企业并购的动机。富有远见、能够与企业有效融合的并购能够为企业带来巨大的协同效应,促进企业的长期发展。明确企业进行并购的目的并根据并购目的来明确企业并购后的发展方向,是企业避免并购风险,实现并购战略的有效措施。

##### 3. 借助专业人才或中介机构,对目标企业进行全面准确地调查和评估

目前我国专业评估人才严重匮乏,企业应加强和高校的合作,有针对性地培养专业人才以适应不断发展变化的经济环境。跨国并购涉及的专业中介机构包括收购调查公司、咨询公司、会计师事务所、税务师事务所、资产评估事务所、律师事务所等。我国企业在进行跨国并购时,除了企业本身要进行调查评估,还应聘请目标企业所在国

或者是国际知名的中介公司参与进来,降低评估风险。例如上汽集团在投资英国罗孚汽车时聘请了国际知名咨询公司和会计师事务所对目标企业进行详细调查,发现其破产可能性及由此带来的风险远远超过已经了解到的情况。随后罗孚宣布破产,上汽集团由此避免了因为收购可能造成的巨额损失和难以摆脱的人事负担。

##### 4. 拓展信息渠道,提高信息质量

目标企业确定后,并购企业应通过各种渠道对其生产经营状况进行全面调查。具体内容除财务信息外,还应包括:产业环境信息、经营能力信息、高管人员信息等。上述信息虽非直接的财务信息,但直接影响目标企业并购后的整体价值,其意义不容忽视。

##### 5. 选择科学的价值评估方法

准确的估值结果离不开科学的方法,所以在进行目标企业价值评估时应根据不同的评估内容采用合适的方法。例如有形资产需选取账面价值法、重置价值法、清算价值法等。对企业价值的判断应根据企业未来盈利的能力,而不是这个企业资产本身的价值,即在目标企业价值评估时应注重未来盈利能力的衡量。

#### (二)对并购中期融资支付财务风险的防范

##### 1. 确定合理的跨国并购融资方式

采用合理且有效的融资方式不仅可以降低企业的并购成本还可以降低并购的财务风险。企业可使用资金有内部和外部两种渠道。内部资金与外部资金的使用比例取决于企业的自身状况,以及企业进行海外并购的目的。如企业以短期持有为目的,则需要大量的短期资金投入,企业需要资金成本相对较低的短期借款。如果并购企业以长期持有为目的,则需考虑目标企业资本结构和持续经营的需要,决定资金的筹集方式。并购方要根据目标企业负债偿还期限和正常经营所用营运资金的数额等来确定回收期及借款种类的搭配,安排资本结构。

##### 2. 充分利用金融衍生工具规避汇率风险

在防范跨国并购中的汇率风险时,金融衍生工具和其他工具的使用可以起到事半功倍的作用。用于防范外汇风险的金融衍生工具主要有远期外汇买卖合同、外汇期货合约、外汇期权合约和金融互换等。以上四种均为合约性套期保值,并

购双方可以预先约定两种货币的汇率,届时无论汇率浮动如何,都将采用约定汇率办理交割,以此避免汇率的变动所带来的风险。除此之外,并购企业还可选用其他方法。一种是并购企业根据合同中计价货币与有关货币汇率变动状况,决定提前支付或是推后支付。还有一种是安排同种外汇资金在相同时间流进或者流出企业。

### (三)对并购后期财务整合风险的防范

1. 建立新财务管理体系,完善各项财务机制  
企业管理体系的中枢神经系统之一就是财务管理,并购战略目标的实现与否以及目标企业在日后能否被有效控制都与财务管理息息相关。因此并购后需进行及时有效的财务整合,整合内容有:财务目标导向、财务管理制度体系、核算体系、

现金流转、存量资产、业绩考核、内部控制等。力争以最快的速度将并购企业与被并购企业的财务体系融为一体,依靠有效的机制加以运行。

#### 2. 有效防范并购整合期内财务风险

对于收购方而言,在并购交易最终完成且收购方取得对目标公司的实际控制前,存在一个不可忽视的阶段性风险,即整合期间卖方或者目标管理层恶意毁损公司资产、财务状况、业务等。防范此类风险的主要措施有:在并购主协议中,约定整合期间卖方以及目标公司禁止、限制的行为;在收购方支付首期款后,即派出人员加入到目标公司的董事层和管理层,实时监控目标公司的经营行为等。

### 参考文献:

- [1]樊雪. 商务部:中国企业跨国并购有成功有挫折很正常[N]. 证券时报,2012-4-17.
- [2]常文芳. 中国企业跨国并购中的财务风险管理研究[D]. 兰州:兰州理工大学,2009:19.
- [3]彭迪. 国有企业并购中的财务风险及其防范[D]. 兰州:兰州理工大学,2009:24.
- [4]吕渊. 我国海外并购财务风险防范与管控战略[D]. 浙江:浙江大学,2010:21.
- [5]谷祺,王棣华. 高级财务管理[M]. 大连:东北财经大学出版社,2010:103-112.
- [6]魏才. 中国企业海外并购沉思录[J]. 上海经济,2006(1):21-22.
- [7]周亮. 企业并购的财务风险及对策[J]. 北方经济,2006(20):18-19.
- [8]赵敏. 企业并购的风险及并购后的整合[J]. 商业经济与管理,2005(8):9.
- [9]冉宗荣. 我国企业跨国并购的整合风险及应对之策[J]. 国际贸易问题,2006(5):22.
- [10]蔡柏良. 中国现代企业并购效应实证研究[J]. 财经研究,2007(7):7-8.
- [11]卢渊明. 我国企业并购融资方式的优化选择[D]. 北京:对外经济贸易大学,2006:26-30.
- [12]杨远霞. 我国国有企业并购风险问题研究[D]. 湖南:湖南涉外经济学院,2006:41-47.

## Financial Risk and Protection in Cross-border Merger and Acquisition

WANG Xiao-mei

(The Second Design and Research Institute of Water Conservancy and Hydropower of Hebei Province, Shijiazhuang 050021, China)

**Abstract:** Financial risk always exists in the whole process of enterprise's transnational merger and acquisition. The failure cases which are caused by financial risk have been increased. Firstly, taking the characteristics of enterprises in China into account, the paper discusses the contents and the features of financial risk in the process of transnational merger. Next, the risk of value estimating of target enterprise in the earlier stage of transnational enterprise merger and the risk of financing payment in the middle stage of merger and the risk of financial integration in the later stage of merger are made qualitative analysis. Finally, according to the principles of financial risk prevention, the paper puts forward some measures that adapt to our enterprise characteristics to prevent the financial risk in different stages of transnational enterprise merger and acquisition.

**Key words:** cross-border merger and acquisition; financial risk; risk analysis

(责任编辑 杨继成)