

分类号 F23/833
U D C _____

密级 公开
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 山鹰国际跨国并购北欧纸业的财务风险研究

研究生姓名: 高丽平

指导教师姓名、职称: 李培根 教授 靳延兵 注册会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2022年6月1日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 高丽平 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 李培根 签字日期： 2022.6.4

导师(校外)签名： 靳延良 签字日期： 2022.6.7

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 高丽平 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 李培根 签字日期： 2022.6.4

导师(校外)签名： 靳延良 签字日期： 2022.6.7

Research on Corporate Governance of Southeast Asian Corporations

Candidate : Gao Liping

Supervisor: Li Peigen Jin Yanbing

摘 要

随着我国改革开放政策的实施,我国政府制定了多项政策,同时也积极的加入各种国际组织,以此来支持我国企业积极加入到国际市场的竞争中去。在这种环境下,我国越来越多的企业开始实施跨国并购,成为此次全球跨国并购浪潮中的主战力。很多企业也通过这一活动所带来的协同效应,成功实现了跨越式的成长。但是也有部分企业实施的跨国并购活动并未实现预期目标。主要是由于跨国并购发生在两个不同的国家或地区,因此容易面临各种风险,比如政治风险、经济风险等,这些风险会贯穿于并购的全过程,任一环节防范不到位都会给并购方造成不利影响,从而反映到财务风险上,导致财务状况恶化,最终使得并购失败,因此,要对其重点关注。

本文以山鹰国际跨国并购北欧纸业为例,对这一活动整个过程中的财务风险进行了详细的分析。本文先是介绍了研究的背景以及研究的意义,总结了当前国内外的一些学者在这一领域的研究成果,提出了研究框架,同时界定了本文中的相关概念,梳理了理论基础。接着对并购双方的概况进行了介绍,详细分析了并购的动因和并购的过程。然后分析了山鹰国际在并购北欧纸业的过程中存在的风险,主要是定价、融资、支付和整合风险,并对其采取的管控措施及管控效果进行了分析,之后利用 F 分数模型对其管控效果进行了综合分析。最后,从标的企业的选择、中介机构的充分利用、融资和支付方式的恰当选择及整合方式的科学制定几个方面提出了相关的启示。

本文对山鹰国际跨国并购北欧纸业的财务风险的分析结果表明,山鹰国际很好的识别了整个过程中的财务风险,而且采取的管控措施合理有效,风险控制取得了良好的效果。在此基础上得到启示,希望能帮助造纸行业的其他企业规避跨国并购财务风险,实现并购前的预期目标。

关键词: 跨国并购 财务风险 风险管控 山鹰国际 北欧纸业

Abstract

With the implementation of our country's reform and opening up policy, the government has formulated a number of policies and actively joined various international organizations to support enterprises to actively participate in the competition in the international market. In this environment, more and more enterprises have begun to implement cross-border mergers and acquisitions, becoming the main force in this global wave of cross-border mergers and acquisitions. Many companies have successfully achieved leapfrog growth through the synergies brought about by this activity. However, the cross-border M&A activities carried out by some enterprises have not achieved their expected goals. Mainly because cross-border mergers and acquisitions take place in two different countries or regions, it is easy to face various risks, such as political risks, economic risks, etc. These risks will run through the entire process of mergers and acquisitions. It will cause adverse effects, which will be reflected in the financial risks, lead to the deterioration of the financial situation, and ultimately make the merger fail. Therefore, it is necessary to focus on it.

This paper takes Shanying International's cross-border merger and acquisition of Nordic Paper as an example, and makes a detailed analysis of the financial risks in the whole process of this activity. The paper first

introduces the background and significance of the research, summarizes the current research results of some scholars at home and abroad in this field, puts forward the research framework, defines the relevant concepts in the paper, and sorts out the theoretical basis. Then it introduces the general situation of both parties of mergers and acquisitions, and analyzes the motives of mergers and acquisitions and the process of mergers and acquisitions in detail. Then it analyzes the risks existing in Shanying International's merger and acquisition of Nordic Paper, mainly including pricing, financing, payment and integration risks, and analyzes the control measures and effects it has taken. The control effect was comprehensively analyzed. Finally, some relevant enlightenments are put forward from the selection of target enterprises, the full use of intermediaries, the proper selection of financing and payment methods, and the scientific formulation of integration methods.

The results of this paper's analysis of the financial risks of Shanying International's cross-border merger and acquisition of Nordic Paper show that Shanying International has well identified the financial risks in the whole process, and the management and control measures taken are reasonable and effective, and the risk control has achieved good results. On this basis, I get enlightenment, hoping to help other companies in the paper industry to avoid financial risks of cross-border mergers and acquisitions and achieve the expected goals before mergers and

acquisitions.

Keywords: Cross-border mergers and acquisitions; Financial risks; Risk management and control; Shanying International; Nordic Paper

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的及研究意义.....	3
1.2.1 研究目的.....	3
1.2.2 研究意义.....	4
1.3 国内外研究现状及文献述评.....	4
1.3.1 跨国并购的财务风险.....	4
1.3.2 跨国并购财务风险的识别.....	5
1.3.3 跨国并购财务风险的成因.....	6
1.3.4 跨国并购财务风险的防范与控制.....	7
1.3.5 文献述评.....	8
1.4 研究内容与研究方法.....	9
1.4.1 研究内容.....	9
1.4.2 研究方法.....	11
2 相关概念与理论基础	12
2.1 概念界定.....	12
2.1.1 跨国并购.....	12
2.1.2 财务风险.....	12
2.2 理论基础.....	13
2.2.1 信息不对称理论.....	13
2.2.2 估值定价理论.....	13
2.2.3 优序融资理论.....	14
3 山鹰国际并购北欧纸业的案例简介	16
3.1 并购双方介绍.....	16
3.1.1 山鹰国际.....	16
3.1.2 北欧纸业.....	17

3.2 并购动因	18
3.2.1 完成国际化发展的战略	18
3.2.2 优化产业链,降低交易的成本	19
3.2.3 获得协同效应	20
3.3 并购过程	20
4 山鹰国际并购北欧纸业的财务风险识别与管控措施	22
4.1 财务风险的识别	22
4.1.1 定价风险的识别	22
4.1.2 融资风险的识别	23
4.1.3 支付风险的识别	25
4.1.4 整合风险的识别	27
4.2 财务风险的管控措施	28
4.2.1 定价风险的管控	28
4.2.2 融资风险的管控	29
4.2.3 支付风险的管控	30
4.2.4 整合风险的管控	31
5 山鹰国际并购北欧纸业的财务风险管控效果分析	33
5.1 财务风险的管控效果分析	33
5.1.1 定价风险管控效果分析及评价	33
5.1.2 融资风险管控效果分析及评价	34
5.1.3 支付风险管控效果分析与评价	37
5.1.4 整合风险管控效果分析及评价	39
5.2 基于 F 分数模型的综合管控效果分析	43
6 企业跨国并购财务风险的防范启示	46
6.1 要选择合适的标的企业	46
6.2 要充分利用中介机构	47
6.3 要选择恰当的融资和支付方式	47
6.4 要制定科学的整合方式	48

7 结论与展望	50
7.1 研究结论	50
7.2 不足与展望	50
参考文献	52
致 谢	56

1 绪 论

1.1 研究背景

回望世界并购的发展史，可以发现，以前的跨国并购交易活动主要是由发达国家的企业所主导的。但是，在新兴市场国家崛起之后，这一现象已经发生了改变，由新兴市场国家企业发起的逆向跨国并购交易日益增多，对发达国家的企业发起的并购交易逐渐增多。我国是新兴市场国家中的佼佼者，此次逆向跨国并购的主力军。

从改革开放政策实施开始，我国政府就制定了多项政策，鼓励我国的企业积极走出国门，做强做大。2000年，“走出去”战略制定，从此我国企业开展的跨国并购交易活动的数量逐渐增加。2013年，“一带一路”合作倡议提出，在经济方面，我国与沿线国家加强了合作，我国企业也积极在沿线国家实施跨国并购。2020年的11月份，我国签署了东盟十国所发起的区域全面经济伙伴关系（简称 RECP），这为我国企业在亚洲开展跨国并购活动提供了很好的政策背景。

2021年的2月份，普华永道发布了《2020年中国企业并购市场回顾与2021年前瞻》，该报告显示，除2019年之外，跨国并购的交易量从2016年开始逐年下降；跨国并购金额也逐年下降。2018年下降主要是内部和外部两大因素的影响。从内部来看，我国的GDP增速由2017年的6.9%下降至6.6%，在此环境下，中国企业的基本面有所走弱，2018年规模以上工业企业增加值的同比增速为6.2%，相较于上年的6.6%有所下降；2018年1月至11月，规模以上工业企业的利润总额同比增加了11.8%，而2017年为21.9%，所以企业开展跨国并购活动的意愿和能力均有所下降。从外部来看，中美贸易摩擦加剧、贸易保护主义蔓延，导致跨国并购的阻碍增多。2019年，我国市场的不确定性非常大，而且国内的去杠杆化政策对融资渠道产生了一定的限制，所以导致大型跨国并购活动显著减少，不仅如此，国内并购也在2019年急剧下降。2020年下降主要是因为新冠疫情的爆发，使得企业的盈利增速下滑、商业洽谈受限、境外的保护主义和逆全球化继续升级。

通过图 1.1 和图 1.2，我们可以看出，跨国并购涉及金额最多的欧洲，同时，

除了 2018 年之外，在欧洲开展跨国并购的数量也最多，这都表明，我国企业更倾向于在欧洲开展跨国并购。

然而有研究机构统计得出，我国企业实施的跨国并购交易活动的成功率并不高，有 60% 以上的并购活动其预期目标并未实现，远高于世界 50% 的水平。导致这一结果的主要原因是我国企业开始跨国并购的时间较短，缺少专业的人才及经验。而且，该活动的交易双方是不同国家的企业，所处的政治背景、政策环境等都不同，所以，相较于国内并购而言，跨国并购面临的风险更多，失败的可能性也较高。而且，分析发现，在跨国并购活动开展的前期，部分企业因为未能准确判断发展战略，使得并购失败；在中期，由于融资方式不当，导致并购之后还本付息的能力下降，现金流恶化；在后期，由于整合方式不当，效果不好，导致企业的经营能力下降。上述的这些问题都侧面反映出在跨国并购交易中，我国企业防范和管控风险的能力和和经验有所欠缺，在前期末对风险进行充分的评估，从而对并购开展后的的风险管控带来了较大的压力，进而导致企业的收益受损，影响未来的发展。跨国并购其实就是企业的投资活动，整个过程都可能出现财务风险，导致此项活动失败。

本文以造纸业为切入点，是因为我国造纸业是在近几年才开始实施跨国并购，相对于其他行业来说，开始时间更迟，经验更少。北欧纸业是瑞典的一家造纸企业，位于欧洲，而且山鹰国际在并购北欧纸业三年之后，将北欧纸业成功分拆上市，是我国跨国并购的典范，因此本文选择山鹰国际跨国并购北欧纸业为研究主体。通过分析并购活动中的各个环节，剖析山鹰国际在各环节的财务风险，探究企业应对财务风险的相关措施及效果，以期对造纸业企业规避跨国并购财务风险提供一定的借鉴意义。

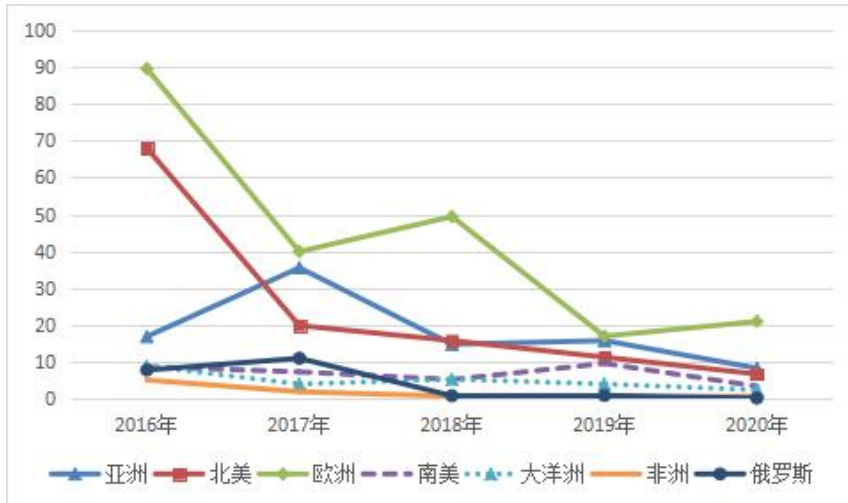


图 1.1 2016 年至 2020 年中国内地企业的跨国并购金额 (单位: 10 亿美元)

数据来源: 根据报告整理

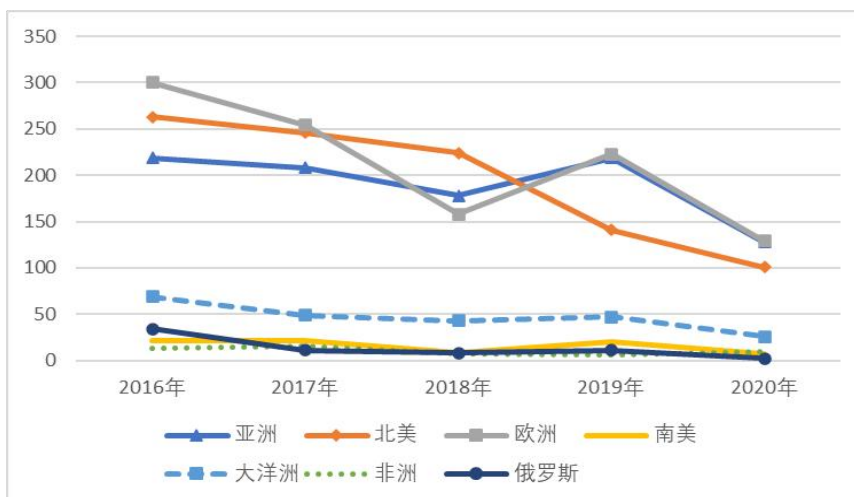


图 1.2 2016 年至 2020 年中国内地企业的跨国并购数量

数据来源: 根据报告整理

1.2 研究目的及研究意义

1.2.1 研究目的

本文以山鹰国际跨国并购北欧纸业为例,分析其并购动因,并通过相关的数据以及资料信息,识别在此次跨国并购活动中存在的财务风险,分析山鹰国际所

采取的管控措施，并对其管控效果进行评价。希望可以通过对这一案例企业的分析，帮助造纸业企业在跨国并购中规避财务风险，实现并购成功。

1.2.2 研究意义

（1）理论意义

当前无论是国内还是国外，对于跨国并购财务风险的研究都很多，学术理论也很丰富。跨国并购财务风险能否得到有效的防范和管控，关乎到跨国并购活动能否成功。本文通过研究山鹰国际并购北欧纸业过程中的财务风险，是为了深化当前对于跨国并购财务风险的理解，丰富造纸行业跨国并购的理论体系，帮助该行业的企业更全面的认识跨国并购这一交易活动，完善这一活动中财务风险的管控措施，为具体案例的分析提供理论基础。

（2）实践意义

以山鹰国际跨国并购北欧纸业为例，研究我国企业进行跨国并购时可能会遇到哪些财务风险，有以下几个方面的实践意义：第一，有利于提升企业对跨国并购财务风险的重视程度。第二，能够帮助企业更好的识别和管控财务风险。第三，从并购流程这一完整的视角对所选案例进行分析，为国内其他造纸业企业提供识别和管控财务风险的经验，减少财务风险不利影响。

1.3 国内外研究现状及文献述评

1.3.1 跨国并购的财务风险

国外学者 Grantham（2007）提出，企业对于风险的评估会涉及内外两方面的利益相关者，在评估中缺少任一环节，或遗留问题未能有效解决，都可能导致风险出现。Ping（2009）认为企业实施跨国并购活动，需要大量资金支持，当企业为此进行外部融资时，就会导致产生财务风险。Comell（2014）认为跨国并购财务风险，就是指在并购活动结束后，公司经营中可能会存在的风险。

国内学者赵敏（2000）、谢磊、韩志成和曾小刚（2006）从融资的角度对财务风险进行了分析，认为并购财务风险是并购方在进行外部融资后，偿还本金和利息的压力增加，导致财务危机发生的概率增加。张子刚、朱殿柱和程志勇（2003）

则认为,跨国并购财务风险,就是指企业因为实施并购活动所涉及的一系列财务活动。杨玲、叶妮(2013)、吴娟(2015)和侯林芳(2016)则是从并购过程的角度出发,认为财务风险贯穿于并购始终,任何一个环节的决策不当,都可能会使企业出现财务恶化的状况,更甚者会出现经营困难。刘金赫(2016)在分析后也认为,在并购过程中,财务风险是一直存在的,刚开始的计划决策、中间的执行以及后期的整合中都有财务风险。

1.3.2 跨国并购财务风险的识别

国外学者 Altman 等(1977)以前人所提出的模型为基础,构建了 Z 值模型,该模型是将多个变量进行结合,全面分析,通过分析多个比值、考虑多个系数,对财务风险进行识别。2000 年学者修正了该模型,使其计算的结果更具有权威性,参考价值也更高了。Caselli S、Gatti S 和 Visconti M 等(2006)认为,在收购交割结束之前,并购双方的股票价格可能会出现波动,影响交易协议的签订,使得交易可能不能顺利完成。在交割结束之后,并购企业的预期目标可能达不到,支付价格太高。Hermanson(2012)构建了能识别相关财务风险的体系,针对跨国并购全部过程中的有关财务风险的所有数据,该体系将其作为基础,把每一种类型的财务风险当作定量指标,把可能会对财务风险产生影响的所有关键作为体系中的必要补充。Georgios Batsakis 等(2018)将 164 家印度上市公司作为他的研究对象,以资源依赖为理论基础,分析了并购结束之后的国际化发展和财务风险两者的关系。主要是通过创建一个新的数据集,建立相关的模型,结果表明并购规模、标的企业是否和并购方有联系会影响上述关系。

国内学者周首华、杨济华、王平(1996)提出了 F 分数模型,该模型是对 Z 值模型的改造,自变量中加入了现金流量,对财务风险识别的准确率高达 70%。庞琦等(2015)和王国栋(2005)都建立了模型,利用模型计算的结果显示,并购之后的短时间内,并购方的财务指标会改善,但是在长时间内,各财务指标反而是降低的,会对并购方的财务产生不利影响。宋维佳、熊宏韬(2013)所建的是 RFRM 模型,通过该模型,多角度的识别分析了跨国并购的财务风险,并对其进行了大小排序,筛选之后又将其量化,最终得到了最为关键的风险因素。王玉梅和卓凤娇(2013)借助二级模糊综合评价法,建立了一套完整的评价体系,

对各项反映财务风险的指标进行了定量分析,从而对财务风险进行了识别。刘炳茹、吴君民(2016)认为识别风险,需要先感知风险,然后对感知到的风险进行分析。要定性和定量分析并购方的各种信息,对各种财务风险因素进行全面的分析,进而确定潜在的财务风险,并确定其性质。孙亮、刘艳春(2018)通过拓展的 VaR 模型,重点计算了海尔集团在跨国并购中的风险值。结果表明对于跨国并购中的财务风险,这一模型的模拟效果更好,针对风险的度量值也更加的可靠。张海亮、骆红(2018)以 319 家企业为样本,进行了实证分析,结果显示,非金融企业在采取金融化的政策之后,会使得财务风险更加严重。而且,他还认为在前期,并购地点的选择是十分重要的。

1.3.3 跨国并购财务风险的成因

国外学者 Tomas Mantecon (2008)在对融资方式进行研究之后,发现与并购方实际情况不相符合的方式更易引发财务风险。Anshu (2012)认为在跨国并购中,并购资金的支付、利用债务融资以及资本结构的变化都可能引发企业的财务危机。Kyung jin 等(2013)借助最小二乘法,研究分析了不同的并购类型对效果产生的影响,结果发现横向并购的影响是最大的,说明在跨国并购中,可以通过增加运营中的协同效应,来持续提升市场力量,减少财务风险。Comell(2014)认为并购方如果在前期没有并购技术,缺少恰当合理的管理方式,那么,在后期开展并购时就很容易产生财务风险。Paul (2013)和 Xua(2017)则认为由于并购双方是不同国家的企业,并购方不了解标的所在地的市场信息,处于信息劣势,使得跨国并购能否提升盈利能力更不确定。

国内学者从不同的角度对财务风险的成因进行了分析。姜硕、高红梅(2005)、李鹏志(2011)认为跨国并购涉及的双方处在不同的国家,因此存在信息不对称现象,这就可能使得前期的估值和定价工作存在不完善之处,导致后期难以达到预期目标,最后使企业产生经济损失。李东红(2007)从并购流程这一角度进行了分析,认为以下的四个方面是很容易引发财务风险的:第一,并购方对于自身的评估不准确,选择的被并购方不符合自身的发展;第二,在并购前期的预估中,对于后期的现金流和偿债做出的判断是不合理的;第三,针对并购中期可能发生的各种费用没有做出合理的预判,可能没有预估到某些费用;第四,针对并

购结束之后，需要的整合费用没有提前准备妥当。姜付秀、张敏等（2009）通过管理者这一角度的分析，发现管理者的过度自信更容易导致跨国并购财务风险的产生。陈传兴、徐颖（2014）以十九个跨国并购事件为例，以 F 分数模型为基础，开展了实证研究，主要分析和评估了跨国并购的全流程，即对被并购方进行定价、融资、资金支付及并购结束后的整合。陈有志等（2016）在进行了实证分析之后发现，并购方在并购中期选择的支付方式、并购后期选择的财务整合方式，是最重要的风险因素，是导致跨国并购财务风险出现的最根本的原因。李媛（2020）认为前期的准备工作、中期的财务状况和资本结构会引发财务风险。韩祉清、王惠（2021）在分析后认为，因为并购资本会在融资、支付及整合环节聚积、停留和转移，所以资本和资本结构会不断地发生变化，引起融资、支付及整合风险，最终带来财务风险。

1.3.4 跨国并购财务风险的防范与控制

国外学者 Jane Bryson（2003）研究得出，要想解决并购风险，就要重视公司员工，尽量消除风险，让企业收获眼前的利益和长远的发展。Jeffery S.Perry 和 Thomas J.Herd（2004）以及 Robert 等学者（2015）认为：企业应在并购前通过多种方式，对目标企业进行尽职调查，收集目标企业的信息，分析双方的契合度，提升估值的准确性，并提前做好风险规划，减少估值偏差的影响。Michael A. Hitt 等学者（2009）提出，企业可以通过风险规避措施，如买保险产品的方式，把部分的风险转交给保险公司。Ziva（2018）通过探讨研究，表明纵向的跨国并购比横向的跨国并购更有利于企业后期的财务整合工作，并且纵向并购能减少债务规模，加强双方文化、产品的融合，提升企业价值。Micah 和 Huang 等（2016）在分析后发现，符合企业自身特点的支付方式能减少并购方面的一系列治理风险，而且通过股权支付的方式最有效，但是，这种方法会增加并购失败的概率。Kyeong 等（2018）认为人力资源对跨国并购的影响较大，当人力资源较为充足时，企业更容易获得较高的投资回报率，而且协同绩效也更容易提高，最终能够更好的抵御财务风险。

国内学者李洪亮（2011）研究认为，要管控支付、融资和整合阶段的风险，而且在前期也要做好估值工作。王蕾、甘志霞（2012）认为要通过三个方面防范

跨国并购的财务风险：一是，制定科学合理的并购决策，采取合理的方式进行估值；二是，增加融资方式，采用合理的支付方式；三是，提升现金流的稳定性，积极利用金融工具规避汇率风险。徐子尧、牟德富（2013）认为，要合理有效的利用中介机构，改善信息不对称性。沈静（2015）也在分析后认为，既要创新估值方法，选择有效的估值指标，将对资产的评估和对价值的评估区分开来；也要采取多种融资方式和支付方式。石颖（2016）在分析后得出结论：可以通过提升持股比例减少财务风险。陈静（2016）在分析后建议，并购前期要提升信息的对称性，后期要及时更新企业的财务管理体系。刘婧（2017）认为要提高企业自身的经营能力。武礼英（2019）认为要通过四个方面进行防范控制：第一，完善价值评估体系；第二，加强财务监控力度；第三，规范融资行为；第四，完善风险管理。刘文姣（2019）指出，可以通过组建并购团队的方式，处理好协同效应和信息不对称两者的关系，来更好地应对跨国并购财务风险。

1.3.5 文献述评

阅读整理国内外的文献后，可以发现，相较于国内，国外针对跨国并购财务风险研究的时间更早，研究的内容也更多，在理论基础方面给了国内很多的支持和借鉴。而且，国外主要是采取定性和定量相结合的方式，先识别财务风险，再分析其产生的原因，最后得到管控措施，因此得出的研究结果较为客观合理。反观我们国内，在这一领域的研究开始较晚，而且是以国外的研究理论为基础的。但是，随着我国越来越多的企业制定国际化发展的战略，跨国并购的发展规模逐渐增大，研究跨国并购财务风险的学者也随之增加。因此，关于跨国并购财务风险的研究内容在逐渐完善，范围也在逐渐扩大。在多年的研究之后，我国的学者逐渐意识到，跨国并购是非常复杂的一项活动，风险随时都是有可能出现的，所以，要随时做好防范准备。前期要做好预防工作，中期和后期要准备好管控措施，这样既能做到防患于未然，也能在其出现时及时控制住，减少其带来的不利影响，从而提高跨国并购成功的概率。

在阅读文献之后发现，虽然近些年，国内对跨国并购财务风险的研究越来越多，但大多都只是概括性的研究，针对具体行业和企业的研究较少，而且很多都是采用实证的方法进行研究，并未很好的将理论运用到实践中去。因此，本文以

造纸业为切入点，以山鹰国际跨国并购北欧纸业为例，识别在这一过程中存在的风险，分析其采取的管控措施，把理论与实践结合，全面分析了跨国并购财务风险从识别到管控的整个过程。在文章的最后，通过对所选案例的深入研究，获得了关于管控财务风险的相关启示，为相同行业的其他企业提供相关的参考意见。

1.4 研究内容与研究方法

1.4.1 研究内容

本文以山鹰国际跨国并购北欧纸业为例，多渠道收集相关数据和资料，并结合相关的理论，分析这一过程中山鹰国际面临的各种财务风险，以及针对这些风险山鹰国际所采取的管控措施及效果，并根据分析结果得出防范财务风险的相关启示。

本文的内容具体分为以下七章。

第一章是绪论。主要分析了本文的研究背景，阐释了本文的研究意义，总结了当前国内外学者在这一领域的研究现状，指出了本文的研究内容，以及主要采用的研究方法。

第二章是相关概念与理论基础。首先梳理并界定了本文的核心概念，其次介绍了本文在后续中会用到的一些理论。

第三章是案例介绍。主要介绍了山鹰国际与北欧纸业各自的情况，详细分析了并购动因及过程。

第四章是山鹰国际并购北欧纸业的财务风险识别与管控措施。首先识别了山鹰国际此次并购过程中的财务风险，其次分析了其采取的措施。

第五章是分析和评价山鹰国际针对各种风险所采取的管控措施的效果。首先是对每一种风险的管控效果进行分析和评价，其次是利用 F 分数模型进行综合效果的分析。

第六章是针对企业跨国并购财务风险防范的启示。在前几章的分析基础上，得出本文关于防范跨国并购财务风险的相关启示。

第七章是结论和展望。先是回顾全文，对本文的主要观点进行了总结整理，接着指出了本文在研究中存在何种不足，并对未来的研究做出了自己的展望。

本文的研究框架图如图 1.3 所示：

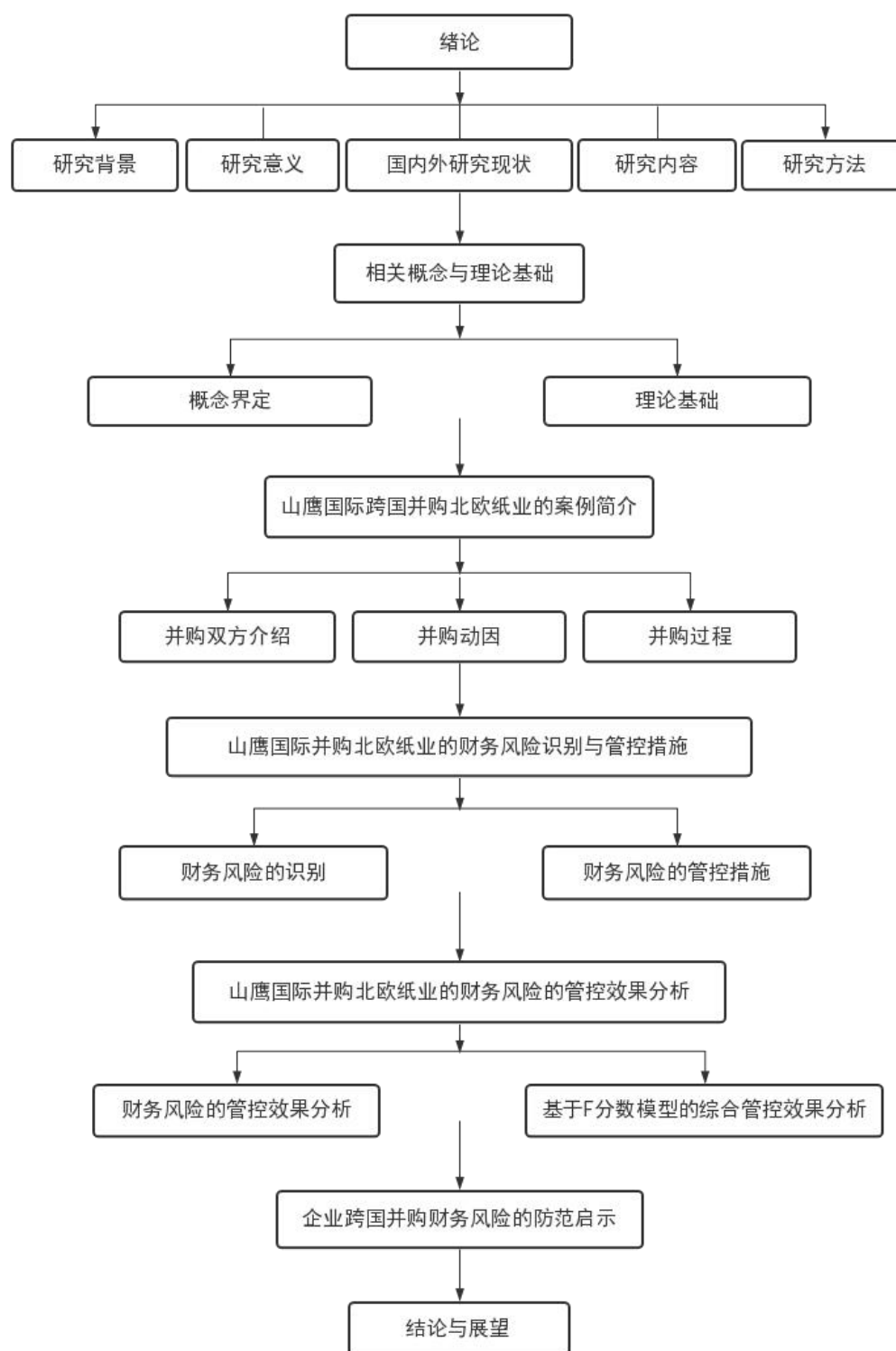


图 1.3 本文的研究框架图

1.4.2 研究方法

本文将理论与实际相结合,针对山鹰国际跨国并购北欧纸业过程中存在的财务风险,进行了详细的分析,使用的研究方法主要包括:

(1) 文献研究法

通过阅读和梳理当前国内和国外的相关文献,归纳概括出当前已有的一些研究成果,在理论上阐释了跨国并购和跨国并购的财务风险,总结出与该风险相关的理论框架,为后期分析山鹰国际并购北欧纸业提供相应的理论支持。

(2) 案例研究法

通过单案例的研究方法,以单个案例的视角研究和分析问题,以此来加深理解。同时,相比于实证分析的方法,案例分析的方法其操作性是更强的,而且能够应用的范围也更加的广泛。单就本文来说,先是收集了山鹰国际跨国并购北欧纸业过程中的一些数据,查寻对这一事件的相关报道,然后借助这些材料及年报数据,具体分析了这一案例,并将其所采取的管控财务风险的一些有效的措施进行推广,主要是推广至造纸业企业,提高他们并购成功的概率。

2 相关概念与理论基础

2.1 概念界定

2.1.1 跨国并购

并购，是指企业在支付相应的对价之后，取得对另一企业部分或者全部的控制权，能够对该企业的整体经营活动起到控制的一种资本行为，可以分为兼并和收购。

跨国并购，是跨国兼并和跨国收购的合称，是指一国企业为了实现自身的战略目标、拓展新市场，采取一定的手段和支付方式，取得另一国家企业的控制权以及所有权。跨国并购是许多大型公司常用的资本输出方式，通常涉及两个及以上的国家和企业。根据并购双方所处的行业，跨国并购可以分为横向跨国并购、纵向跨国并购和混合跨国并购。其中，横向跨国并购是指并购双方处于同一行业，生产或销售的产品类似或相同，此类并购可以帮助并购方提高市场占有率；纵向跨国并购是指并购双方的主营业务是相同产品的不同生产阶段，此类并购可以完善并购方的产业链，降低交易成本；混合跨国并购是指并购双方处于不同行业，可以帮助并购方实现多元化发展。

2.1.2 财务风险

财务风险，是指企业在对外借款之后所产生的风险。不同的借款方式及金额，会给企业的资本结构带来不同的影响，这种影响进而会改变企业的财务状况，使其产生不确定性。该风险既有狭义的概念，也有广义的概念。狭义上的财务风险指的是企业通过财务杠杆借款之后，其财务成果所产生的各种不确定性。广义上的财务风险则是指在经营中，会有许多企业很难控制或者在前期预料不到的情况，这些情况就会使其财务状况面临各种不确定性，从而导致企业的利益受损。

目前针对跨国并购财务风险的定义，也有狭义和广义两种。狭义的是指借款风险，即企业为了完成并购开始借款，结果在并购之后可能没有达到预期收益，

反而增加了企业的债务风险，导致并购失败。广义的则是指并购结束之后的实际收益与前期的预期收益相偏离的风险，此观点认为该风险是贯穿于并购的始终的，而且还会被各种因素影响，不论是并购前期选择标的企业和估值，还是并购中期的融资和支付，亦或是并购后期的整合，都会出现财务风险。在本篇文章中，采用的是广义的概念。

2.2 理论基础

2.2.1 信息不对称理论

信息不对称，指的是在每个经济体当中，信息的分布是不对称的，也是不均匀的。通俗来讲，就是所有经济体所掌握的信息量是不一样的。这既有主观因素的影响，也有客观因素的影响。主观因素主要是每个经济体收集和交换信息的能力存在差别。客观因素是每个经济体的专业能力是不一样的，对于同样的信息，其理解和加工的能力不同。在跨国并购的交易活动当中，主要体现在活动的双方所掌握的信息量的多少是不一样的，相比较而言，掌握较多的在谈判时更具有优势。当并购方对并购标的的信息掌握的不全面时，在估值定价时就会处于劣势，可能会导致估值定价偏高，从而给其带来财务风险，使其蒙受损失。反之，如果并购方能够采取多种措施了解标的企业的内部数据，或是提前取得更多关于当地市场和行业的信息，那么前期的估值定价就会更加准确，信息不对称产生的不利影响也会有效降低。跨国并购活动一般需要较长的时间，在这期间，交易双方的财务信息和所处的政策背景可能会发生变动，因此，需要并购方持续对信息保持一定的敏感度。

2.2.2 估值定价理论

对于所有的并购活动而言，能否正确估值标的企业的价值，使得定价合理，会影响并购方后期的并购效益。在跨国并购活动中，能否对标的企业合理估值尤为复杂和重要。当前使用的估值方法主要有两种，分别为资产基础法和市场法，前者的计算依据是标的企业的资产负债表，而后者的计算依据则是当前的市场行情。利用资产基础法计算的估值结果能够满足会计中对于谨慎性的要求，能够很

好的降低高估值的风险，然而这种也有不足之处，它忽视了标的企业未来的盈利能力。市场法又包括很多的计算方式，有贴现现金流量法、市盈率法和企业价值倍数法等，估值结果随方式的不同而不同。市场法可以和行业目前的发展趋势等多种因素结合，全方位计算标的企业的价值，但是这种方法自身也有的缺陷，需要非常多的信息来源，计算过程也比较复杂。其中，适用范围最广泛的是企业价值倍数法，利用该方法计算的结果如何，需要根据行业水平来判断，如果高于行业水平，那么就是高估，反之，就是低估。但即使它的适用范围最广，也有无法避免的缺陷，如果标的企业有很多的业务，或者很多的子公司，那么就需要对计算过程进行较为复杂的调整，这很有可能会降低估值结果的准确性。

2.2.3 优序融资理论

优序融资理论，是针对跨国并购中融资活动的传统的基础理论。优序融资是指企业最优的融资顺序，可以先在企业内部融资，不能满足需求时再通过外部融资，在通过外部融资时，可以先通过发行债券进行融资，再通过股权融资。导致这一顺序的原因是信息不对称。企业外部的投资者经常会担心企业的债权或者股票被高估了，导致外部的融资成本往往比较高，所以，如果企业要融资，可以先从内部开始，这样就能减少外部投资者的上述顾虑。但如果不能在企业内部筹集到足额的资金，那么企业就需要通过外部融资。当企业选择这种方式时，可以先通过发行一定的债券获取并购所需资金。因为企业内外部的信息是不对称的，外部投资者只能依据内部管理者传递出来的信号决定是否要投资。当企业通过发行股票获取并购所需资金时，就传递出了当前股价被高估的信号，那么投资者就会预测未来的股价会下降，从而导致企业价值降低。相反，当采用发行债券融资时，就会传递出当前的股价是被低估的这一信号，那么投资者就不会认为未来的股价会下降，企业价值也就不会随之下降。

跨国并购的一个特点就是需要大量的资金，而很多企业是没有办法只通过内部融资获取所需资金的，所以就需要通过外部获得资金。当前，在外部融资的方式中，我国企业一般选择的顺序是银行借款、发行企业债券、发行新股。但是，在当前的这一阶段，我国的市场运行机制还不完善，上述融资方式的限制较多。首先，针对跨国并购的贷款，银行实施的是一事一议的制度，因此，在一般情况

下，只有那些规模较大的央企才能通过这种方式筹得资金。其次，在资本市场上，机构投资者往往更愿意给国企贷款，不愿意给私有企业贷款，所以私有企业在筹集跨国并购所需资金时，面临的约束是更大的。因此，为了解决上述的问题，私有企业创新了融资方式，比如通过换股达到并购的目的，也可以通过杠杆并购，还可以通过设立并购基金的方式融资，从而丰富了优序融资这一传统理论。

3 山鹰国际并购北欧纸业的案例简介

3.1 并购双方介绍

3.1.1 山鹰国际

(1) 发展历程

山鹰国际的发展历程如下图 3.1 所示，它的发展前身是山鹰纸业。在 2017 年，公司决定将山鹰纸业更名为山鹰国际控股股份公司，简称山鹰国际。该企业是一家国际化发展的企业，综合利用各种绿色资源，给客户定制包装品，利用互联网发展产业。当前，公司在努力构建自己的产业生态，创新现有的商业模式，希望发展成为一家能够提供整体解决绿色包装方案的优质服务商，并在这一领域实现全球领先。2021 年入围中国制造业企业 500 强。

阶段	年份	事件
	1957	马鞍山市造纸厂成立
	1993	福建泰盛实业成立
出发	1997	安徽山鹰纸业集团有限公司成功组建
	2000	成立福建腾荣达纸浆、林业公司
	2002	成立浙江吉安纸容器公司
	2001	山鹰纸业在上交所上市
突破	2004	福建泰盛总部移至上海，进军全国
	2007	成立美国环宇，迈向国际化
	2011	成立吉安集团
跨越	2013	山鹰纸业和吉安集团两者重组，山鹰纸业股份有限公司成功成立
	2017	公司更改名称，改为了山鹰国际

图 3.1 山鹰国际的发展历程

数据来源：山鹰国际官网

（2）主营业务

山鹰国际经营的主要业务是生产和出售各种纸制品，比如箱纸板、包装纸等，还有在国内和国外的纤维回收业务。生产的主要产品是各种类型的包装原纸、各种纸板和纸箱，以及独具特色的特色纸，这些产品主要售往的行业有消费品行业以及工业品行业，例如家电和化工等。当前，山鹰国际因为具有一体化的产业链，已经实现了多项业务，如纤维的回收、纸制品的制造以及包装的协同发展，并且通过创新现有的商业模式，还实现了产业的互联网发展。

（3）国内及国际布局

山鹰国际通过采取自建和并购的方式，在不断的完善当前国内各个区域之间的布局。当前，在国内就建有五个造纸的基地，分别在马鞍山、漳州、肇庆、嘉兴和荆州，能实现大约 600 万吨的落地产能，在行业排名前五。在东部那些经济比较发达的地区，公司主要布局的是包装板块，因为这些地方能够更接近行业的一些龙头企业。产业辐射我国的多个省市，如东部的江苏和安徽等地、西部的陕西等地，当前的年产量已经能够超过 14 亿平方米了，在行业排名第二。

山鹰国际在国外通过成立企业以及开展跨国并购，不断完善在全球的布局：2007 年，在美国成立美国环宇，主要经营废纸购销业务，从此正式开启了国际化进程。之后又成立了英国环宇、荷兰环宇、日本环宇和澳洲环宇，积极开展全球布局战略。2017 年，首次通过跨国并购的方式，收购了北欧纸业，进入到了特种纸的经营中，打入北美和欧洲的市场。2018 年，环宇国际这一子公司作为并购主体，收购了荷兰的 Waste Paper Trade C.V.公司，该公司在欧洲回收纤维的能力得到了进一步的提升。同年，山鹰国际收购了美国的凤凰纸业，山鹰国际全球化的战略布局得到了稳步推进，同时也延伸了上下游产业链。2019 年，在东南亚，山鹰国际启动了以轻资产方式建立再生浆产能的项目，并于 2020 年初开工建设。

3.1.2 北欧纸业

北欧纸业是一家瑞典企业，生产的主要产品是各种防油纸和各类牛皮纸，主要是应用于建筑、食品等行业中，产品主要售往北美部分国家和欧洲国家的高端市场，但也有部分产品会出售到澳洲国家和东亚的部分国家。在欧洲所有生产防

油纸的企业中，北欧纸业是唯一实现了纸浆一体化的企业，生产的产量在同一行业中排名第一，市场占有率也最高，是同行业中的龙头企业。

相比较欧洲的其他国家，北欧纸业所处地区的电力成本较低，并且造纸所必需的资源，如新鲜的水和林业，其获取成本很低，所产产品在欧洲的市场中具有成本优势。同时，由于该企业采用的生产配置方式是纸浆一体，纤维原料自己供应，因此具有运营成本优势。

3.2 并购动因

3.2.1 完成国际化发展的战略

山鹰国际在 2015 年制定五年计划（2016 年至 2020 年）时就决定，未来会以并购的方式，获取优秀企业的先进技术和高端客户，不断提高本企业产品的附加值。自此之后，山鹰国际就把握各种机会，投入到国际上的竞争中去，抢夺国际市场，拓宽企业的产业链条，提高国内和国际两个市场的占有率，推动国际化发展。

为了使企业造纸产业的布局更加优化，实现产业链的外延式发展，山鹰国际于 2017 年开始放眼全球，开展跨国并购，从此正式步入了国际化发展、多元融合的一个新征程。

通过分析年报，山鹰国际之前主要是发展国内市场，生产和销售主要是针对国内企业，在国际市场上主要从事再生纤维的贸易。对其收入贡献最大的是国内市场，2016 年，在国内市场实现的营业务收入占总营业收入的 94.47%，国际市场仅为 5.53%。因此，可以看出，山鹰国际在国际市场的竞争力不足，国际化有待提升。在国际的造纸技术以及产品的研发中，北欧纸业一直处于前沿，在防油纸这一产品领域中，市场份额第一，具有绝对的领导地位。与此同时，北欧纸业所生产的牛皮纸主要用于包装高端食品，以及在购物时使用的购物袋。此次收购，能够帮助山鹰国际发展国际化战略，进入到另一个细分领域，即牛皮纸领域，该领域的一个显著特点就是盈利能力强，而且还能丰富山鹰国际的产品种类，增加一些新的纸类，同时还能够拓宽国际市场，进入到欧洲与北美部分地区的市场，让公司的业务能够发展到国际上。

除此之外，这是山鹰国际成立以来第一次开展的跨国并购交易活动，通过此次活动，山鹰国际能够熟悉在跨国并购中需要注意哪些事项，能够为以后此类活动的继续开展提供经验，提高在竞争企业当中的竞争力。

3.2.2 优化产业链，降低交易的成本

山鹰国际主要从事的是造纸和包装，当前在这一领域中有非常多的竞争者。诸多公司的竞争已经导致该行业的利润率下降，利润率从2010年的5.6%下降到2016年的5.0%。从另一角度即产业链视角来看，标的企业北欧纸业是行业中的佼佼者，在其所在区域能够以较低成本获取新鲜的水以及林业，而这些资源是造纸所必需的。反观我们国内，国家对于废纸进口采取了紧缩政策，整治环保的力度在不断加大，落后产能在不断地被淘汰，原材料价格波动，使得公司面临着新形势、新变化。在这种背景下，山鹰国际能够直接从北欧纸业获得较为稳定的原材料，减少在生产过程中没有原材料的风险，进而减少减产、甚至是停产的风险。再者来看，当前我国国内的消费在不断升级，但是部分高等特种纸的生产技术存在空白，生产不出产品，而标的企业有所需的技术，以及相应的产品，能够弥补这些不足，同时国内对此的需求能够促进标的企业未来的成长。

如果此次能够顺利并购北欧纸业，不仅会推动国际化战略的实现，而且将促进公司优化全球供应链，完善全球销售网络，为用户提供更优质的纸产品以及包装品解决方案。山鹰国际在并购北欧纸业之后，产业链能得到全面发展，在今后就可以从事一些高端业务，拓展产业链。除此之外，山鹰国际在之后还可以减少一些外部交易，通过内部活动采购原材料。在进行内部交易时，由于存在关联方的关系，可以减少交易价格中的流通费等，而且，要价也不会太高，因此一般来说，在内部交易的价格低于在外部市场进行交易的价格。所以，通过这次并购，可以减少山鹰国际的交易费用。

综上，可以看出，山鹰国际此次的并购动因也包括实现企业自身与北欧纸业产业链的互补，建立完善的产业链条，降低原材料的成本，从而在一定程度上节省费用、提高工作效率。通过跨国并购的方式，也能帮助山鹰国际有效的减少跨国交易成本，这在一定程度上来说，也是企业的收益。这种既可以完善自身产业链、降低原材料的获取成本，又可以帮助山鹰国际进军国外市场、节省跨国交易

成本的方式，对希望壮大自身实力的山鹰国际来说是非常有吸引力的，因此成为其并购北欧纸业的动因之一。

3.2.3 获得协同效应

企业通过并购能够提升市场占有率，扩大生产经营规模，增强对市场的控制力。山鹰国际通过并购北欧纸业，目的是获得管理协同、经营协同和财务协同效应。

首先，北欧纸业具有牛皮纸这一细分领域的专业技术和人才，通过并购，可以减少山鹰国际自主研发的投入，快速获得相应的技术和人才，优势互补。而且北欧纸业的良好发展离不开其管理人员的有效管理，因此并购之后山鹰国际可以借鉴其管理经验，从而提升其管理效率，实现管理协同。

其次，在主营业务方面，山鹰国际可以借助此次的并购实现协同效应，使其在这一方面的优势得到强化，进而提升其在市场上的综合竞争力。北欧纸业所生产的特种纸有很高的技术壁垒，通过并购北欧纸业，山鹰国际可以绕开技术壁垒，迅速进入欧洲和北美的市场，从而扩大山鹰国际的国际市场份额，使其在产品的定价方面更具有发言权，提升行业地位和市场竞争力。而且，此次并购交易还可以使资源得到更优的配置，产生规模效应，造纸行业的规模效应非常明显，产量增加时，单位成本下降会较为明显。

最后，此次并购完成之后，可以整合两者的资金，提高其使用效率。山鹰国际近几年的流动资产一直低于流动负债，通过此次并购交易既可以使山鹰国际的资金池更加充裕，也可以提高山鹰国际的盈利能力，降低其破产的风险，使它的融资能力得以提升。

3.3 并购过程

2017年7月，山鹰国际借助子公司浙江山鹰，在英国成立子公司 Global Win Co,Ltd，再由该子公司在瑞典注册成立 Goldcup 15172 AB（现已更名为“SUTRIV Holding AB”），作为此次的并购主体，收购北欧纸业。

在2017年的7月19日这一天，山鹰国际就此次并购召开了董事会，在会上审核通过了《关于收购北欧纸业（Nordic Paper）公司100%股权的议案》，由前

面所成立的并购主体与北欧纸业的股东 HBB 和 Petek 签署了股权购买的相关协议，协议约定此次的交易价格是 24 亿的瑞典克朗，大约能折合成 19.52 亿元人民币，将股东所持有的股份全额收购。并于 2017 年 7 月 21 日在《上海证券报》将此项活动进行了披露。具体如下表 3.1 所示

表 3.1 并购过程

2017 年 7 月	在瑞典成立 Goldcup 15172 AB
2017 年 7 月 19 日	会议审议通过收购议案
2017 年 7 月 21 日	披露此次并购
2017 年 10 月 24 日	完成交割
2017 年 10 月 26 日	披露交割完成公告

数据来源：根据山鹰国际披露的公告进行整理

4 山鹰国际并购北欧纸业的财务风险识别与管控措施

4.1 财务风险的识别

4.1.1 定价风险的识别

山鹰国际在开展此次并购交易活动的前期，应该重点关注定价风险。

首先，在此次并购中，山鹰国际是一家中国的造纸企业，而北欧纸业是瑞典的造纸业企业，因此两者是属于不同国家的造纸企业，双方都面临着较为严重的信息不对称问题。在并购前期，这种地理区域的不同，可能导致山鹰国际没有办法获取到北欧纸业真实客观的信息，既包括财务信息如财务报表，也包括非财务信息如当前的经营状况，这就会导致山鹰国际很难在前期客观理性的判断北欧纸业，难以估计出企业的实际价值，最终会使并购中的支付对价受到不利影响。尤其是此次并购是山鹰国际第一次实施的跨国并购活动，这些不利影响可能会更为严重。

其次，山鹰国际和北欧纸业是基于不同的会计准则编制各自的财务报告的。山鹰国际在编制中采用的会计准则，是由我国的财政部制定并颁发的，在财务报告中列报的币种是人民币。而北欧纸业采用的是国际会计准则，在财务报告中列报的币种是瑞典克朗。众所周知，这两种会计准则间存在很多的不同，因此，会加大山鹰国际的估值难度，导致定价不准确。而且，北欧纸业是一家非上市企业，所以报表信息可能披露的不全面，且未经会计师事务所的审计，报表信息的可靠性和准确性没法得到保证，从而增加了评估难度。

最后，山鹰国际在并购之前能否顺利的聘请到经验丰富的中介机构，破除相关信息本身所带有的局限性，建造一个科学合理的价值评估体系，利用科学的评估方法进行估值，保证估值结果可靠准确，控制住定价风险，这也是非常重要的。目前的一些中介机构在跨国并购的过程中会起到非常大的作用，比如会计师事务所和证券公司，他们会帮助收集一些必须的材料，提供一些法律上的咨询，帮助并购方进行财务评估。对于北欧纸业所提供的所有的财务信息，山鹰国际的依赖程度如何，会选择哪些数据作为评估指标，具体选取何种估值方法，都将影响估值结果，带来定价风险。而且，山鹰国际在此之前从未开展过跨国并购活动，缺

乏经验及相关方面的人才，对相关的估值方法、和中介的沟通没有经验。因此，山鹰国际在此次并购活动中存在一定的定价风险。

4.1.2 融资风险的识别

融资风险，是指企业通过不符合自身情况的融资方式筹集资金，导致财务状况恶化的风险。

当前，针对跨国并购进行融资时，西方国家的企业会采取更加多样化的方式，有债务、股权以及混合融资。然而在我国，所采取的方式主要还是债务融资，通过向商业银行借款的方式获取并购资金。山鹰国际在并购前的经营良好，而且其盈利状况也不错。截止到2017年6月30日，山鹰国际持有货币资金26.31亿元，虽然足够支付此次的交易金额，但是用自有资金支付之后，会给其后续的资金流转带来较大的压力，因此，山鹰国际此次并购的融资安排采用的是发行公司短期融资券，即通过发行债券融资，与金融机构合作，取得的资金支持。

在此次的并购中，何时安排融资、通过多长时间筹集到资金、筹集多少资金，这些都可能影响山鹰国际后期的经营和还债能力。山鹰国际此次主要面临三个方面的融资风险：

第一，针对此次并购，山鹰国际是否能及时筹集到足额的资金。山鹰国际此次需要支付的资金数额较大，要想完成并购，就需要支付24亿瑞典克朗给北欧纸业的股东，折合成人民币大约是19.52亿元，对于山鹰国际来说是一笔巨额资金，对其融资安排来说是一次较大的挑战。

第二，山鹰国际此次的融资行为，是否会影响企业未来的持续经营。具体来讲，就是融资之后，会不会导致山鹰国际的资金链断裂，导致其进行破产清算。虽然在融资之前，山鹰国际的经营状况良好，资金也较为充裕，但是仍有可能因为选取的融资方式不符合企业的具体情况，给其现金流带来较大的压力，影响企业的持续经营，对此山鹰国际也需要注意。

第三，山鹰国际此次制定的并购方案会不会增加其偿债的压力。山鹰国际在制定的五年计划中就明确表示过，未来会通过并购的方式获取先进技术，这就需要企业有较强的偿债能力，以此来保证后续并购能顺利开展。这一次的融资行为肯定会对山鹰国际的现金流带来一定的影响，因此需要注意该影响是否在可控制

的范围之内。

纵向对比山鹰国际 2015 年至 2017 年各季度的利润总额及偿债能力指标, 结果如下表 4.1 所示。

表 4.1 山鹰国际 2015 年-2017 年的偿债能力指标

报告日期	利润总额（元）	速动比率	利息支付保障倍数	资产负债率
2015/03/31	76644130.7	0.49	1.91	0.68
2015/06/30	175683594.7	0.50	1.84	0.68
2015/09/30	235192374.6	0.52	1.52	0.68
2015/12/31	293961583.5	0.46	1.47	0.66
2016/03/31	72203870.07	0.47	1.56	0.67
2016/06/30	162710697.3	0.50	1.55	0.67
2016/09/30	246277451.8	0.63	1.60	0.59
2016/12/31	449668369.4	0.65	1.82	0.58
2017/03/31	471600124.7	0.57	5.43	0.59
2017/06/30	884640635.3	0.65	4.55	0.61

数据来源：国泰安数据库

分析上表 4.1, 可以看出, 山鹰国际的利润总额处于增长趋势, 盈利能力较强。虽然速动比率一直较低, 但总体呈上升趋势, 表明其短期偿债能力有所提高。利息保障倍数在 2017 年之前处于较低的水平, 说明山鹰国际支付利息费用的能力还有待提升。资产负债率虽然有所下降, 但是仍保持在 60%左右的水平, 其长期偿债能力有待提高。

横向对比山鹰国际与造纸业行业同期的速动比率、利息保障倍数和资产负债率（见下图 4.1），可以发现，山鹰国际的前两项指标值均低于行业的指标值，最后一项指标值与行业的指标值大概相等。因此，总体来看，山鹰国际的短期偿债能力低于行业平均值。总而言之，山鹰国际存在一定的融资风险。

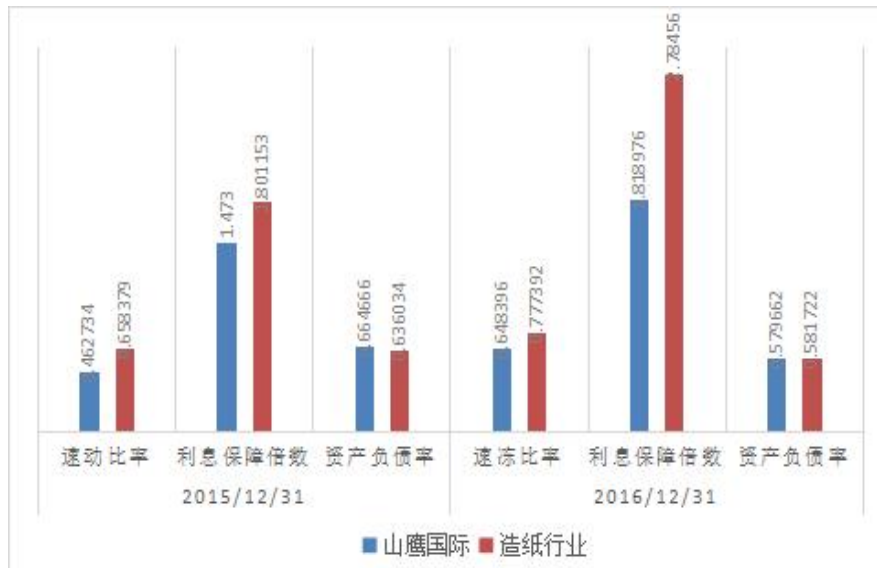


图 4.1 资产负债率的比较

数据来源：国泰安数据库

4.1.3 支付风险的识别

2017年10月24日，山鹰国际完成了此次的交割工作，共计支付23亿瑞典克朗，该资金是现金支付，剩余的1亿瑞典克朗会在后期支付。其实在国际市场中，支付并购资金的方式有很多，比如用现金支付、通过股份支付等。在此次并购中，山鹰国际采取的方式是直接给现金，一方面是由于北欧纸业的股东要求山鹰国际以现金来支付此次的交易金额，另一方面是这种支付方式在跨国并购中更简单便捷，更容易促成跨国并购的成功。

此次山鹰国际选择现金支付方式，存在两个主要的风险：

第一，通过现金支付并购资金，有没有给山鹰国际的现金流带来无法承受的压力，严重影响了其后期的持续经营。山鹰国际在此次的并购中，支付并购资金的方式是现金，支付金额包括价值24亿瑞典克朗的股权价值，以及2017年6月1日至10月24日的利息，而且要以欧元支付，汇率以约定日期的汇率为准。如此大额的资金支付，资金来源渠道为发行短期融资券，会给山鹰国际带来一定的流动性风险。

表 4.2 列示了山鹰国际 2016 年资产负债表中流动资产的金额即构成比例

项目	金额（元）	所占比例（%）
货币资金	2,197,274,409.80	29.45
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	60,774,321.59	0.81
应收票据	977,520,493.52	13.1
应收账款	1,544,820,769.58	20.71
预付账款	100,209,268.02	1.34
应收利息	17,993,356.61	0.24
其他应收款	82,179,629.90	1.1
存货	1,686,201,259.33	22.6
一年内到期的非流动资产	12,412,457.74	0.17
其他流动资产	781,674,512.70	10.48
流动资产总计	7,461,060,478.79	100

数据来源：山鹰国际年报

由上表 4.2 可知，山鹰国际的货币资金在流动资产中的占比最高，为 29.45%，其次是存货和应收账款，所占比例分别为 22.6%和 20.7%，说明企业的现有资产有较强的变现能力，流动性较好。但是由于山鹰国际的短期偿债能力较低，因此存在一定的支付风险。

第二，通过现金支付并购金额，肯定会引发汇率风险，那么山鹰国际是否预判到了这一风险，并做好了防范准备。山鹰国际从提出并购要约开始，直到与北欧纸业的两位股东签订股权收购协议，这一过程要持续几个月的时间，而国际汇率瞬息万变，难以预测，存在汇率风险。在此次并购交易中，交易金额要以欧元支付，而且北欧纸业还要收取 2017 年 6 月 1 日至 10 月 24 日 5%的利息，这段时间之间的汇率可能会发生波动，影响企业未来需要支付的财务费用，进而影响企业的还款金额。因此，汇率的变动会引起支付阶段的财务风险。

此外，如下图 4.2 所示，根据新浪财经欧元兑人民币的走势，整体处于上升趋势，这表明欧元处于升值状态，人民币处于贬值状态，这说明人民币兑换欧

元的汇率风险在上升。



图 4.2 2017 年 7 月至 11 月的欧元汇率变动

数据来源：新浪财经

4.1.4 整合风险的识别

企业完成交割工作，只是表明并购交易的第一步成功了，要想达到并购的预期目标，还要看交割结束之后能不能有效地整合标的企业，获得协同效应。对于所有实施跨国并购的企业来说，整合都是影响并购能否成功的关键环节，对我国的企业来说，更是如此。在整合阶段面临很多问题，比如能不能将标的企业关键的管理和技术骨干留下来，能不能解决双方企业的交流问题，能不能解决文化差异等。此次并购是山鹰国际第一次实施的跨国并购，在整合方面经验不足。山鹰国际在此次整合阶段面临的风险主要有以下四点：

第一，山鹰国际能不能把北欧纸业关键的管理和技术骨干留下来。山鹰国际收购北欧纸业，目的就是获取其在特种纸领域中独有的技术，并获取与该技术有关的研发和管理，这一需求背后所反映的就是优秀的管理团队和优秀的技术人才，关键是能不能留住这些人才。

第二，山鹰国际能不能有效整合双方的财务管理以及会计信息。财务整合是整个整合阶段的重点工作，不管并购方采取轻度整合，还是深度整合，要想了解

标的企业的经营管理情况，都要借助标的企业的财务信息。但是由于双方是基于不同的会计准则编制财务报告，因此，山鹰国际首先需要调整北欧纸业提供的财务报表，然后再将其纳入到公司的合并报表，在调整时就需要换算汇率，而且调整和换算汇率需要一定的时间，因此会影响会计信息的及时性，而且调整之后还可能对其真实性产生影响。

第三，山鹰国际能否与北欧纸业产生有效的协同效应。山鹰国际在并购之初就有明确的战略需求，即要开拓欧洲和北美的市场，加快公司业务的国际化发展步伐；优化其全球供应链，完善其销售网络；提升公司主营业务的协同效应。在此次并购结束之后的整合阶段，山鹰国际是否能够发挥出各自的优势，使得整体的业务达到协同发展，还面临挑战。

第四，山鹰国际能否顺利实现文化整合。此次的交易双方地处不同的国家，而不同的国家其文化是不同的，所以在文化的交流和沟通中存在着一一定的障碍。北欧纸业在长期发展之后，企业文化已经较为稳定，所以整合阶段的文化整合可能会较为困难。

4.2 财务风险的管控措施

4.2.1 定价风险的管控

首先，针对双方采用的会计准则的不同之处，山鹰国际在并购之前就派部分管理者去深入了解，并且编制、披露了双方的企业会计准则差异报告，在报告中详细解读了这些差异，并且分析其对此次并购中定价风险所产生的影响程度如何。

其次，由于双方信息不对称，因此，仅靠自己，山鹰国际很难准确合理的预估北欧纸业的价值。因此，需要聘请相关的中介机构，帮助山鹰国际减少并购活动中因为信息不对称给估值带来的不利影响。针对此次的并购交易活动，在并购交易活动开展前，山鹰国际自己就已经开展了调查，同时还聘请了在国际上具有较高知名度的机构作为此次活动的顾问，该机构就是 Pöyry Capital Limited（中文译名：贝励资本），建立了科学的价值评估体系，全面分析了北欧纸业当时的产能、资产状况，以及其所拥有的核心技术等内容，帮助山鹰国际了解在此

次并购中需要注意的法律知识和相关政策，提前做好预案，准备好相应的防范和管控措施，以此来避免因信息收集不够导致的经济损失。此外，山鹰国际聘请了安永会计师事务所（瑞典），审计了 2016 年北欧纸业的年度财务数据，从而保证其财务数据的真实可靠。

最后，由于山鹰国际和北欧纸业都属于造纸业企业，山鹰国际对行业信息的了解比较充分，因此，在估值定价时，可以与多家可比企业进行比较，选择较为合理的估值定价方法，以此来避免过高定价，以防对企业的后续发展产生较大的财务压力。除此之外。早在 2007 年，山鹰国际就开始走出国门，在国外成立企业，不仅能帮助山鹰国际熟悉国外政策，明确国内外政策、经营环境的差异，而且能帮助其增加对同行业的熟悉度，了解同行业企业的发展状况和优劣势，有助于山鹰国际选择契合其发展战略的并购标的，并对并购标的进行准确估值。

4.2.2 融资风险的管控

为了有效降解融资风险，山鹰国际积极采取了各种措施。

首先，山鹰国际本身的财务状况较好，信用评级优秀。联合资信评估股份有限公司（简称“联合资信”）发布主体评级报告，确定了山鹰国际长期的信用评级为 AA+ 的等级，这表示山鹰国际的经营是处于良性循环的状态的，有优良的资产质量，违约风险较低。对比国内其他造纸业企业，山鹰国际的评级是排在前列的。山鹰国际在对北欧纸业并购前，各项经营指标优秀，手中的资金量相对而言较为充裕。从山鹰国际 2017 年的季度报可以看出，截止到 2017 年 6 月 30 日，山鹰国际实现净利润 8.3 亿元人民币；其资产负债率为 60.82%，较 2016 年 6 月 30 日的 67.48% 有所下降，表明山鹰国际的资产状况在变好，而且企业的营业利润率也在提高，尤其是 2017 年有较大幅度的提升，整体的财务状况良好，具体见下图 4.3。

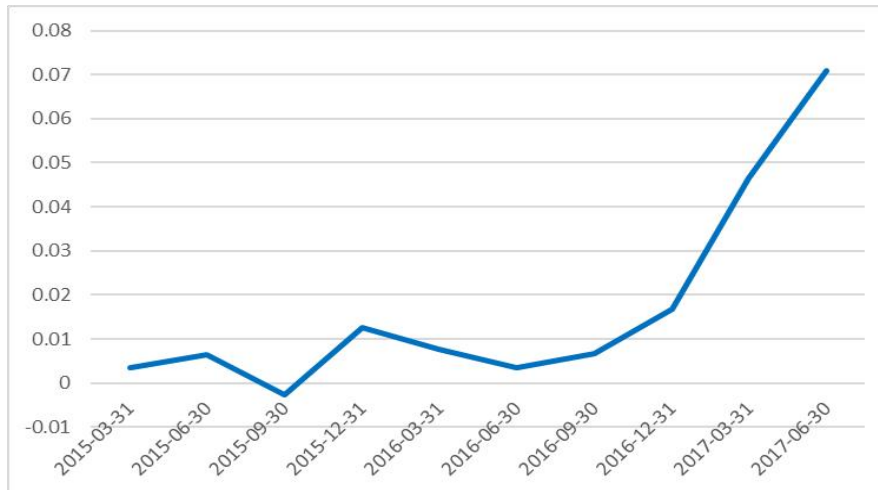


图 4.3 山鹰国际 2015 年至 2017 年 6 月各季度的营业利润率

数据来源：根据年报整理

其次，山鹰国际利用子公司作为并购主体。为了此次并购能顺利完成，山鹰国际借助它的全资子公司 SUTRIV 瑞典公司，作为此次的并购主体。该公司作为一家子公司，拥有独立的法人资格，可以独自承担责任，因此子公司承担了并购过程中涉及的部分风险，山鹰国际对其保驾护航，当其缺少资金时，就提供资金支持，以此来共担融资风险。而且，作为一家子公司来说，不论盈亏，都需要自己负责。即使并购失败了，或者是并购完成之后，预期的目标没有实现，反而导致企业的日常经营活动受到了不利的影响，也都能够让子公司自己承担，减少山鹰国际作为母公司所需要承担的的后果。反之，如果跨国并购活动能够成功，实现并购前期所预定的目标，则能带给山鹰国际较为可观的投资回报。

4.2.3 支付风险的管控

首先，山鹰国际此次的支付方式是适当的。第一，山鹰国际选择用现金来支付并购对价，能够满足双方在此次并购中的动机，在更早的时间内发挥出双方的综合优势。第二，通过现金支付并购对价的方式，能够缩短并购时间，尽早完成并购。第三，现金支付具有其他支付方式所没有的优势，现金支付的周期短，手续简单，能够帮助山鹰国际在短时间内把握机遇，防止错失机会；一般来说，跨国并购需要较多的交易资金，如果通过股权来支付，可能导致并购方现有的股权被稀释，从而导致其所拥有的控制权被转移，但通过现金支付的话，就能够规

避这种风险。总体来看，山鹰国际采取现金支付，能够在最快的时间内开拓市场，占据更大的市场份额，提升其在市场中的竞争力。而且，如果山鹰国际能够在支付之前安排好融资，那么就能减少现金来支付并购对价所引起的风险。

其次，山鹰国际选择符合自情况的现金支付方式。从对现金流的影响上来看，山鹰国际此次所做的支付安排是较为合理的。一是，针对前期所签订的合约中对支付时间提出的要求，山鹰国际此次发行债券的方式有效解决了这个问题，虽然此次采取的资金筹集方式的利率高于一般借款的利率，但是筹集资金速度快，能够很好的避免此次的支付带给现金流的压力。二是，这次融资方式的期限是 270 天，金额是 50 亿元，相较于平时的 90 天和 180 天较长，而且金额较大，能够保障山鹰国际的现金流在之后的半年时间里保持平稳健康。而且，山鹰国际为了此次并购，专门利用其子公司浙江山鹰在英国成立了子公司，再由该子公司在瑞典成立子公司，作为此次的并购主体，通过这种方式，在山鹰国际给北欧纸业支付 5% 的利息时，就能避免外汇管制，也能避免汇率波动。但是从长期来看，支付造成的偿债风险还是存在的。

4.2.4 整合风险的管控

在此次的整合中，山鹰国际充分尊重北欧纸业。在战略整合方面，采取轻度整合。山鹰国际并购北欧纸业，其中的目的之一就是绕开当前的技术壁垒，进入特种纸这一领域，提高盈利能力，进而拓展国际市场，取得协同效应。山鹰国际具有丰富的国内销售网络和本地化资源，而北欧纸业是特种纸细分领域的佼佼者，其品牌价值高，并且有优质的国际化客户。所以并购双方是优势互补，共同进步。并购之后，北欧纸业生产的产品可以弥补国内在特种纸细分领域的空白，提高北欧纸业的营业收入；山鹰国际可以拓展欧洲和北美市场，借助北欧纸业扩大在这两个市场上的销量，完善销售网络。

山鹰国际收购工作结束后，成立了一个新的董事会，成员全部由山鹰国际自己决定或委任。除此之外，北欧纸业维持其之前的独立经营不改变，在人员、机构、资产、财务和业务这几个方面分开运行，不对北欧纸业的运营产生干涉，对北欧纸业提供最大的尊重，维持北欧纸业在生产、研发等方面的自主性，继续保持其企业形象。与此同时，山鹰国际并不承担北欧纸业管理层级员工的安置工作。

山鹰国际还与北欧纸业的原股东们签订了协议，在协议中他们承诺，在并购结束之后，会遵守竞业禁止的相关规定，从签署协议的当天开始，到交割之日之后的两年半的时间里，对于北欧纸业当前正在发展的本色牛皮纸业务和防油纸业务，他们不会从事，也就是说在这两种业务的经营中不会存在任何形式的竞争。

5 山鹰国际并购北欧纸业的财务风险管控效果分析

5.1 财务风险的管控效果分析

5.1.1 定价风险管控效果分析及评价

山鹰国际采取了上述管控定价风险的措施之后，效果如何，是不是降低了这一风险，实现了管控效果，本文采用市场法中的市盈率法，选取了多家可比企业，对其横向比较。本文主要是通过参考国外同行业的几家可比上市公司的市盈率进行比较。

表 5.1 境外同行业可比上市公司市盈率

公司名称	市盈率 (P/E)
Mondi	17.87
StoraEnso	20.26
SmurfitKappa	10.91
Iberpapel	14.11
北欧纸业	10.21

数据来源：自己根据披露的公告整理

通过分析上表 5.1 可以看出，北欧纸业的市盈率低于其可比公司的市盈率，说明北欧纸业存在溢价的风险较低。而且，通过市盈率和净利润，可以计算出北欧纸业的市值，北欧纸业 2016 年的年报显示其净利润为 2.35 亿瑞典克朗，那么可以计算出北欧纸业的市值为 23.99 亿瑞典克朗，约等于此次的成交价 24 亿瑞典克朗，这表明并没有以高于北欧纸业市价的价格成交。

此外，山鹰国际所聘请的中介机构 Pöyry Capital Limited 还运用现金流量折算法，对北欧纸业进行了估值计算，计算结果显示，在 2017 年，北欧纸业全部股权的价格在 24.87 亿至 33.78 亿瑞典克朗之间。而此次的交易定价是 24 亿瑞典克朗，与测算价格相比略低。

因此,本文认为,在当前的并购交易中,交易定价合理,定价符合北欧纸业当时的资产状况,而且,与境外的那些可比上市企业相比,同样也处于较低的水平。这表明,针对此次活动中的定价风险,山鹰国际采取的上述管控措施发挥了一定的作用,较好的控制住了定价风险。

5.1.2 融资风险管控效果分析及评价

山鹰国际在此次并购过程中,通过发行短期融资券的方式在规定的时间内成功筹集到了所需资金,保证了收购的顺利实施。为了规避融资风险,企业采取了系列管控措施,下面通过分析其偿债能力的变化,来具体分析及评价该管控措施的效果。

(1) 短期偿债能力

表 5.2 山鹰国际短期偿债能力指标表

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
流动比率	0.84	0.74	0.80	0.78	0.77
速动比率	0.65	0.56	0.63	0.66	0.64
现金比率	0.15	0.13	0.12	0.13	0.12

数据来源: 国泰安数据库

通过表 5.2,可以发现,在并购当年,山鹰国际的短期偿债能力指标均呈现出了不同程度的下滑,主要系公司在当年为筹集资金,发行短期融资券致使短期负债增加,导致偿还短期债务能力降低。

从流动比率来看,并购当年有所下降,一方面是因为并购之后,当年的应付账款、应付职工薪酬增加了北欧纸业的部分,如当年应付账款的同比增加额中有 15.39%是由北欧纸业所带来的。另一方面是因为当年发行短期融资券,增加了利息支付压力,导致其同比增加了 72.81%。但是 2018 年该比率上升,之后基本维持不变。

从速动比率来看,在并购当年有所下降,但是在 2018 年又开始上涨,同比上升了 12.5%,增至 0.63,之后的变化幅度基本相同。

从现金比率来看，虽然总体来看有所下降，但下降幅度较小，在可控的范围之内。尤其是 2018 年，企业又并购了凤凰纸业和 WPT 公司，导致其流动资金的增加幅度大于现金及现金等价物的增加幅度。但是 2019 年又上升了，之后也基本保持在同一水平。

总体来看，山鹰国际在并购前后的短期偿债能力基本维持不变，因此，可以得出结论：此次并购并未对山鹰国际后续的短期偿债能力有较大影响，企业采取的融资风险管控措施是有效的。

（2）长期偿债能力

表 5.3 山鹰国际长期偿债能力指标表

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
资产负债率	0.58	0.61	0.62	0.65	0.62
现金流量债务比	0.11	0.23	0.21	0.07	0.06
利息保障倍数	1.82	4.62	6.30	4.55	3.17

数据来源：国泰安数据库

分析上表 5.3 之后发现，山鹰国际在并购北欧纸业之后，其资产负债率总体呈上升趋势，主要是因为山鹰国际从 2017 年开始发起了多起并购活动，增加了债务融资。其中 2017 年和 2019 年上升幅度较大，2017 年是因为并购北欧纸业，借款增加，非流动负债总额增加，导致负债总额增加；2019 年是因为实施员工持股激励计划，使得应付职工薪酬大额增加，导致负债增加。但是在 2020 年，资产负债率有所下降，表明此次并购虽然在短时间内影响了企业的资产负债率，但从长期来看，影响较小。

从现金流量债务比来看，并购当年同比上升了 112.94%，增加幅度较大。2018 年出现小幅下降，主要是因为当年山鹰国际借助其子公司，并购了凤凰纸业和 WPT，使得当年的经营活动产生的现金净流量虽然同比升了 16.84%，然而流动负债却同比上升了 22.57%，后者的上升幅度明显更大。2019 年，由于经营活动产生的现金净流量同比下降了 58.91%，导致现金流量债务比大幅下降。产生这种现象的原因主要有两方面：一方面是因为宏观背景，中美之间的贸易摩擦一直升

级，有关限制废纸进口的政策继续收紧，这对造纸行业带来很大的负面影响；另一方面是因为当年山鹰国际为扩大销售，赊销增加，企业收到的现金减少。

从利息保障倍数来看，此次并购完成后，该指标总体呈上升趋势，尤其是2017年和2018年，上升幅度较大，说明在短期内，此次并购活动提高了山鹰国际的长期偿债能力，带来了收益。虽然2019年和2020年同比下降，但是相比于2016年，仍呈上升态势。这两年的下降主要是由应付利息的增加所导致的，外部市场环境的变化使得山鹰国际增加了筹资额度。同时，横向对比山鹰国际与同行业的利息保障倍数之后，发现，除了2020年之外，山鹰国际的利息保障倍数都比行业的高，这说明山鹰国际的长期偿债能力较高。

为了进一步分析与评价山鹰国际对融资风险的管控效果如何，本文还分析了该公司近几年的财务杠杆系数（简称DFL）。如下表5.4所示，在此次并购完成前后，山鹰国际的DFL出现了较大幅度的波动，尤其是在并购当年，DFL同比下降了42.34%。虽然该系数从2019年开始开始上升，但幅度较小，而且与2016年相比，呈下降趋势。因此可以认为，山鹰国际在此次并购后的财务风险并未上升，融资措施是合理有效的。

表 5.4 山鹰国际的财务杠杆系数

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
EBIT（元）	998730356	2845849373	4654620646	2006945583	2469873142
财务杠杆系数	2.22	1.28	1.19	1.28	1.46

数据来源：自己根据国泰安数据库和年报整理

总而言之，此次的融资行为对山鹰国际偿债能力的影响较小。短期偿债能力基本保持不变；而反映长期偿债能力的资产负债率的变化也较小，2018年之后基本保持不变，利息保障倍数总体上升，现金流量债务比虽然变化幅度较大，但主要是由外部的宏观环境所导致的。而且，企业的财务杠杆系数在并购之后也在减小。因此，可以得出结论：针对融资风险，山鹰国际采取的管控措施是有效的。

5.1.3 支付风险管控效果分析与评价

本文对比分析了山鹰国际此次并购前后的现金流，结果如下表 5.5 所示，在并购前后，山鹰国际都具有较为充裕的货币资金。

表 5.5 山鹰国际 2016 年-2020 年资金及现金流情况表 单位：元人民币

山鹰国际	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
货币资金	2197274410	2319151814	3521911875	4709324461	4076763518
经营活动现金 金净流量	942925060.7	2779869839	3247996230	1334748720	1170422972
投资活动现 金净流量	-1166925125	-5195292180	-3826884304	-2818086689	-2771020546
筹资活动现 金净流量	1167311247	2664953975	866716188.9	2148491855	1425314138
现金及等价 物净增额	894532109.2	252481743.6	217366681.4	596209106.9	-139583409.2

数据来源：山鹰国际年报

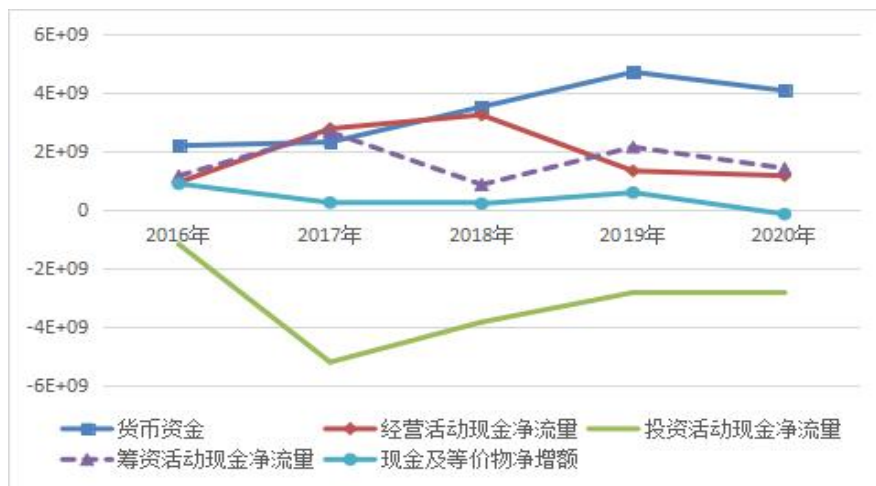


图 5.1 资金及现金流变动趋势

通过分析上图 5.1，可以看出，在并购当年，即 2017 年，山鹰国际的货币资金是 2016 年的 1.1 倍，这表明山鹰国际能够使用的货币资金增加了，而且在 2018

年和 2019 年持续增加，2020 年较 2019 年相比下降，主要是因为经营活动现金净流量减少，企业为了扩大销售，导致当年的应收票据和应收账款都大幅增加。

山鹰国际的经营活动现金净流量在并购交易实现当年大幅增加，说明此次并购增加了山鹰国际当年的销量，增加了市场份额。2018 年该指标的金额继续增加，销量和市场份额也随之增加。2019 年和 2020 年同比下降，主要是因为宏观背景，国家加大了对废纸进口的管制力度，废纸进口量大幅缩减，而且中美贸易摩擦导致产品的出口量减少。此外，2020 年新冠疫情在全世界爆发，导致其销量受到了严重的影响。当年通过出售产品和提供各种劳务所受到的现金有所减少，但是企业进行经营活动需要支出的现金流一直在增加，所以最终使得企业的经营活动现金净流量下降。

并购当年，山鹰国际的投资活动产生的现金流量净额同比下降了 345.21%，主要是因为并购北欧纸业，导致投资活动所支出的现金同比增加了 138.67%，与此同时，收回的投资现金同比降低了 81.49%。虽然从 2018 年开始小幅度上升，但仍低于 2016 年水平，这主要是由于这三年山鹰国际在引进先进设备，支付资金来购建各种固定资产。除此之外，山鹰国际在 2017 年并购北欧纸业之后，2018 又投资建立了子公司，同年在海外收购了凤凰纸业和 WPT，在国内收购了福建联盛，2020 年又在东南亚投资建厂，这些都体现在了公司的筹资活动现金流和投资活动现金流上，表明山鹰国际近几年一直处于扩张状态，积极布局海内外市场。其中，2020 年筹资活动现金净流量减少还有一个原因是对外发行债券。现金及等价物的净增加额减少，是因为自身期初基数较大，所以，此项的减少在整体上来说影响较小，自身现金流相对还是稳定的。

对于山鹰国际此次并购支付带来的汇率风险，主要是人民币与欧元的兑换风险，以及后续支付给标的公司原股东 1 亿瑞典克朗时的兑换风险。为筹集此次并购所需资金，发行的短期融资券是在国内进行的，因此后续的还本付息并不存在汇率风险。而且，在并购活动结束之后，山鹰国际也一直在密切关注着外汇市场，不断提升其研究及预测汇率的能力，来更好地规避风险。

综上，可以得出，由于融资策略与定价实现了有效衔接，使得定价风险能够化整为零，短期内给现金流带来的压力较小，而且从长期来看，影响企业现金流的风险也是可以控制的。但 2020 年的报告显示山鹰国际需要采取有效措施，来

应对外部不利环境的影响。

5.1.4 整合风险管控效果分析及评价

为了分析与评价山鹰国际在此次并购完成后采取的整合措施是否有效,本文首先分析了山鹰国际并购前后反映盈利能力的绝对量指标,结果如下表 5.6 所示:

表 5.6 山鹰国际的盈利能力表 单位:元人民币

山鹰国际	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业总收入	12134810814	17469682594	24366535970	23240947723	24969150701
同比增减	23.99%	43.96%	39.48%	-4.62%	7.44%
营业利润	203204812.5	2291442727	3339235314	1569398068	1786361798
同比增减	64.07%	1027.65%	45.73%	-53.00%	13.82%
利润总额	449668369.4	2230159853	3916374006	1566114016	1690025953
同比增减	52.97%	395.96%	75.61%	-60.01%	7.91%
净利润	358889645.7	2020230712	3436700873	1352133763	1389280686
同比增减	72.95%	462.91%	70.11%	-60.66%	2.75%

数据来源:山鹰国际年报

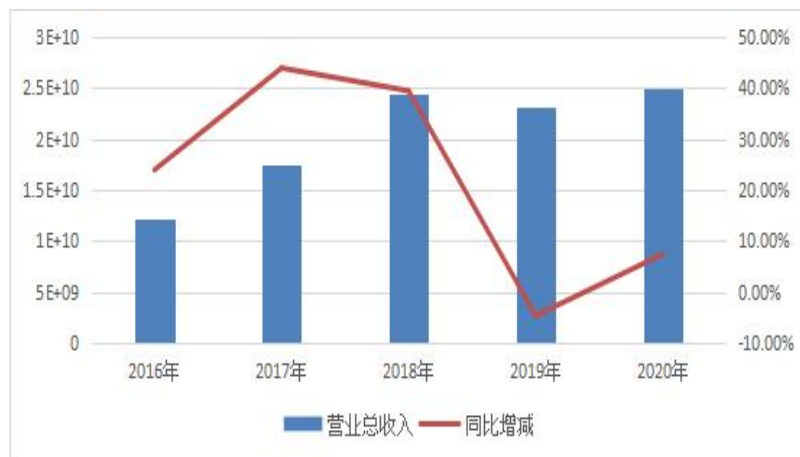


图 5.2 营业总收入变化趋势



图 5.3 营业利润变化趋势



图 5.4 利润总额变化趋势



图 5.5 净利润变化趋势

通过分析上表和上图，可以得出，山鹰国际并购北欧纸业的当年，反映其盈利能力的几个指标都实现了大幅提升，说明在并购当年，山鹰国际的盈利能力得到了大幅提升，虽然 2018 年盈利能力的同比增长率有所下降，但是仍高于 2016

年，而且净利润呈上升趋势。说明此次的跨国并购提高了山鹰国际短期的盈利能力。

2019年，国内造纸业整体生产量的增速大于消费量的增速，全球贸易经济的增长速度放缓，因此，我国所面对的外部环境是较为严峻的。而且，国内的经济增速也开始放缓，从而使得废纸进口量持续减少，国内回收废纸量减少，原料的供给减少，企业生产成本上升，产品的生产和消费都呈负增长。而这一系列因素又导致行业的营业利润、利润总额以及净利润的同比增速均呈下降趋势，分别为-24.10%、-25.62%和-24.90%。2020年爆发新冠疫情，我国政府随之出台了一系列政策稳经济，所以造纸业借助政策一改2019年的低迷，扭转了负增长态势。山鹰国际一方面借助国家和行业政策，另一方面也积极采取各种应对措施，扭转了2019年盈利能力下降的趋势，成功提高盈利能力。总体来说，山鹰国际此次并购北欧纸业提高了其盈利能力。

同时，对山鹰国际并购前后的境内、外收入进行分析，得出如下结果：



图 5.6 境内外收入情况

数据来源：山鹰国际年报

从图 5.6 中可以看出，并购当年，山鹰国际的境外收入占比并没有上升，但是 2018 年境外收入的比重实现了大幅上升，增加了 254.44%，而且，2019 年和 2020 年的比重均大于 2017 年的比重。对 2017 年的境外收入分析，发现北欧纸业当年贡献的营业收入在境外收入中所占的比例为 64.21%，表明并购当年北欧纸业对境外收入的贡献非常大，北欧纸业提高了山鹰国际在境外市场的盈利能力。

其次，对相对量即各指标进行了分析，结果如下图 5.7:



图 5.7 相对量的变化趋势

数据来源：国泰安数据库

分析上图 5.7，可以发现，在 2017 年和 2018 年，山鹰国际的相对量均呈上升趋势，而且各指标的变化趋势与上述绝对量的变化趋势相同。虽然之后有所下降，但与 2016 年相比，整体上还是上升的状态，山鹰国际此次并购交易的整合效果较好，盈利能力上升了。

最后，对山鹰国际并购前后的发展能力进行了全面的分析，结果如下图 5.8:



图 5.8 发展能力分析

数据来源：国泰安数据库

从上图中可以看出，并购交易完成的当年，山鹰国际的发展能力提高了，尤

其是净利润和营业利润的增长率，都取得了大幅度的增长。但是在 2018 年都回落了。2019 年，山鹰国际的净利润增长率和营业利润增长率都呈负增长，这主要是外部环境的不利变化引起的，之后，山鹰国际借助政策，同时其自身也积极采取措施，2020 年又恢复到正增长。总的来说，山鹰国际此次的并购活动对其短期的发展能力产生的是有利影响，提高了其发展能力。

除此之外，山鹰国际此次并购北欧纸业，采取的是完全的股权控制，这可以减少两者进行协调的成本，也可以减少山鹰国际的机会主义风险，提高其在后期整合时的治理效率。同时，在此次并购交易活动结束的第三年，即 2019 年，山鹰国际就已经开始着手准备分拆北欧纸业，将其上市，最终在 2020 年的 10 月份，实现了这一目标，北欧纸业在瑞典的斯德哥尔摩交易所上市，充分表明山鹰国际在整合过程中采取的措施是符合发展规律的，整合效果很好。

5.2 基于 F 分数模型的综合管控效果分析

20 世纪 90 年代，在西方国家，随着大型集团的产生，F 分数模型也应运而生。这一模型可以根据上市公司披露的财报，选取最重要的五个指标，根据五个指标计算出 F 值，进而根据 F 值对企业的财务风险进行研究分析，分析结果较为准确。该模型的计算公式是：

$$F = 0.1091X1 + 1.1074X2 + 1.9271X3 + 0.0302X4 + 0.4961X5 - 0.1774$$

在这一公式中，X1 主要是反映企业资产的变现能力，X2 主要是反映企业累计获利的能力，X3 主要是反映企业偿还债务的能力，X4 主要是反映企业利用股东权益偿还债务的能力，X5 主要是反映企业总资产创造现金的能力。各指标的计算公式如下图 5.9：

指标	计算公式
X1	(期末流动资产-期末流动负债) / 期末总资产
X2	期末留存收益 / 期末总资产
X3	(税后净利润+折旧) / 平均总负债
X4	期末股东权益 / 期末总负债
X5	(税后净利润+利息费用+折旧) / 平均总资产

图 5.9 各指标的计算公式

F 值的大小能够反映出企业当前财务风险的水平。当 $F < 0.0274$ 时，则表示企业当前具有较高的财务风险水平，存在财务困境；当 $F > 0.0274$ 时，则表示企业当前的财务状况是比较好的，不太可能出现很严重的财务风险。

这一模型将企业的多个能力进行了综合计算和考量，既包括企业偿还债务的能力、获利的能力、资产创造现金的能力以及资产的变现能力，也包括了股东权益，并且能够以多数行业和企业过去的财务状况为基础，给其指标赋值，虽然不一定符合当前每个行业与企业的状况，但是比单一指标的分析结果更准确，能够更好地体现出企业当前的财务风险水平。根据计算公式，选取了山鹰国际披露的相关数据，计算了各指标的值以及 F 的分数，计算结果如下表 5.7 所示：

表 5.7 山鹰国际的 F 值

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
X1	-0.07	-0.12	-0.09	-0.10	-0.09
X2	0.04	0.10	0.15	0.16	0.18
X3	0.39	1.09	1.41	0.41	0.34
X4	0.73	0.63	0.47	0.54	0.61
X5	0.43	0.39	0.43	0.28	0.24
F 值	0.85	2.25	2.93	0.94	0.81

数据来源：根据年报数据计算

根据表 5.7，我们可以发现，山鹰国际的 F 值虽然在这几年呈现较大幅度的波动，但是仍处于安全水平，每一年都高于 0.0274，表明企业因为此次并购出现较大财务风险的概率非常小。而且，在并购当年及 2018 年，F 值都呈上升趋势，尤其是在并购当年，同比上升了 164.71%。

分各指标来看，X1 虽然在并购当年有所下降，但是在 2018 年又上升了，之后基本维持不变，说明此次并购虽然在短期内降低了资产的变现能力，但是从长期来看，对这一能力的影响较小。

X2 从并购当年开始，一直处于上升的趋势，说明此次的跨国并购活动提高了山鹰国际的累计获利能力。

X3 在并购当年和 2018 年，是上升状态，说明山鹰国际的偿债能力在这两年是提高了。具体来看，虽然 2017 年企业的短期偿债能力有所下降，但是下降幅度很小，而且 2018 年这一能力又有所提高；2017 年和 2018 年企业的利息保障倍数上升了很大幅度，弥补了其他因素导致的长期偿债能力的下降，使其总体处于上升趋势。2019 年山鹰国际总负债的平均值上升的速度高于税后净利润的速度，主要是同期造纸行业的发展较为低迷，产成品的存货同比下降了 18.88%，行业总体营收下滑，导致利润总额同比下降了 21.06%。2020 年下降主要是因为新冠肺炎疫情的影响。因此，在宏观环境的波动下，山鹰国际的偿债能力受到了影响。

X4 虽然在并购当年和并购初期有所下降，但幅度较小，而且从 2019 年开始上升，说明此次并购虽然在短期内影响了企业利用股东权益偿还债务的能力，但从长期来看，影响不大。

X5 虽然总体呈下降趋势，但下降幅度不大，在可以控制的范围之内。

总体来看，山鹰国际的 F 值在安全范围内，说明企业采取的针对各项风险的管控措施是有效的。

6 企业跨国并购财务风险的防范启示

6.1 要选择合适的标的企业

当前，许多行业的发展都需要转型升级，尤其是制造业，面对着当前市场环境的变化，对技术升级的需求更加的迫切，这一行业的很多企业都在调整其未来的发展战略。造纸业作为制造业的细分行业，也面临着这些问题。根据造纸业协会发布的年度报告来看，从2017年开始，造纸业的营业收入就开始逐年下降，统计的生产纸产品的企业数量在之年下降，从2017年的2754家，下降到2020年的2409家；然而亏损企业的占比却在增加，从2017年的10.26%上升到2020年的21.88%。因此在造纸行业的存量市场中，存在较为激烈的竞争，导致企业迫切需要调整当前的发展战略，采取相应的措施升级其当前所拥有的技术，优化其流程，不断拓展新的市场，使其竞争力不断提高。在早期国际市场的产业链中，我国企业是处于下游的，因此盈利能力不高，未来企业如果想提高自己的获利能力，就需要不断的向上游发展。

目前我国造纸业面临原材料价格上涨、国外废纸采购量降低的局面，加之在前几年，中国造纸行业都是引进国外投资，走出去的较少，所以在国际市场上的竞争力不足。因此，现在造纸行业可以借助中国政府出台的各项“走出去”政策，进行跨国并购，获取国外优质企业所拥有的先进技术，拓展国际市场，提升产品竞争力。

第一，要选择与企业的发展战略相契合的标的企业。企业在开展跨国并购时，要将企业自身的战略作为最根本的出发点，要从我国的宏观环境出发，选择最合适的标的企业。在对跨国并购的标的企业进行评估选择时，要综合考虑该企业的技术以及当前的发展方向，是否贴合企业自己指定的战略目标，要考虑并购能不能优化企业的产业布局，提升企业的综合竞争力。如果能够满足企业未来的战略目标，那么就需要考虑标的企业所在地的法律、文化，以及它当前的技术水平和整合协同等一系列的问题，因为这些问题对战略目标能不能有效落地有很大的影响，需要提前做好评估。

第二，要建立一个科学的评估体系以及完善的决策流程。为了让跨国并购活

动能够顺利开展，企业就需要针对这一活动建立起科学的评估体系，以及完善的决策流程。对于企业的董事会而言，要完成以下的工作：制定符合企业自身情况的战略目标，建立能有效管理风险的制度，撰写针对重大事项的评估决策报告，然后将这些材料报告给股东。同时还可以设立一个专门针对标的企业的评估委员会，让他们来完成评估标的企业的具体工作。跨国并购这一决定对企业而言至关重要，因此，这一决定必须是各方讨论一致之后做出的。

6.2 要充分利用中介机构

跨国并购已经有多年的历史了，与此相关的中介机构也已经积累了丰富的经验，能够为那些实施跨国并购活动的企业提供较为专业的咨询服务，从而在一定程度上帮助他们减少风险。在跨国并购开展的过程中，并购方一定会遇到与本国不一样的各种制度，也会遇到不同的金融知识，再加上双方存在信息不对称，就需要并购方拥有一定的专业素养，以及丰富的经验，但是企业往往不具备这些能力，因此很难独自收集到所有的信息，尤其是当企业初次开展跨国并购活动时更难完成，对于中介机构的需求就更加强烈。企业在实施跨国并购的整个过程中，都可能遇到财务风险。仅靠企业自己，很难完全控制住财务风险，但如果借助中介机构的话，就能将其控制得更好。因此，当我国企业实施这一活动时，就可以选择那些跨国的中介机构，全程向其咨询，尤其是在我国和标的企业所属国家都有业务的机构，因为他们有自身的优势，既熟悉我国的流程和制度，也熟悉标的企业所在地的相关制度和法律。中介机构在这一领域拥有的丰富经验，能够帮助我国的造纸业企业顺利完成跨国并购活动。

但是在利用中介机构的同时，也要注意签订保密协议，做好保密工作，而且对于其提供的相关信息以及建议，要进行自己独立的思考和判断。如果有必要，也可以对比多家机构的建议，以此做出更合理的决策。山鹰国际此次在并购中，就合理利用了中介机构，对并购标的进行了综合考量，有效控制了定价风险。

6.3 要选择恰当的融资和支付方式

一般而言，我国开展跨国并购活动的企业财务状况良好，有足够的资金来支持这一活动，但是为了保持后续的经营可持续，往往会进行融资。而企业一

且融资，其偿还债务的能力就会受到影响。而且，企业支付并购资金的方式也可能对其之后的现金流产生压力。因此，在融资和支付时，企业要选择恰当的方式。

首先，可供企业选择的融资方式多种多样，其中最主要的是债务融资和股权融资，目前我国，使用最多的是前一种方式。根据优序融资理论，企业在融资时，首先要考虑其自有资金是否足够支付并购资金；其次要考虑是选择长期融资，还是短期融资；最后要考虑自身的实际情况，比如当前的融资能力、信用评级以及偿债能力，选择的方式要能使企业的优势得以发挥，使得融资所需要的成本降低，避免将来因为融资给企业带来财务风险。山鹰国际在此次并购中，就采用了其一贯发行短期融资券的筹资方式，快速筹集到了所需资金。

其次，可供企业选择的支付并购资金的方式也有很多，比如，利用现金支付、通过股权支付、或者采用混合的方式支付，在国际市场上，选择最多的是利用现金支付。考虑到汇率的波动以及不同结算方式之间的转换，标的企业的股东更希望并购方采用现金支付。因此，我国企业在规划融资方式时，就需要结合考虑标的企业股东的想法以及自身的现金流，提前安排好支付方式。一方面，要保证在支付时企业有充裕的资金；另一方面，要提前预估好企业支付资金之后的现金流，并做好准备，避免支付之后给企业的现金流带来较大压力，影响其后续的生产经营活动。

最后，国际形势瞬息万变，很不稳定，很难准确预测汇率的波动方向和波动幅度，因此，需要管理好汇率风险。企业需要持续关注汇率的变动趋势，提前预估好其可能带来的各种不利影响，如对现金流的影响，并在并购结束之后，也要持续关注汇率的变动。

6.4 要制定科学的整合方式

在并购结束之后，并购方需要完成两者的整合，这是影响并购目标能否达到、协同效应能否实现的重要环节。

首先，针对不同的并购目标和标的企业，并购方要采取不同的整合方式。如果并购双方所处行业不同，那么两者的技术背景就会不同，管理方式也可能存在较大差异，在这种背景下，就可以选择轻度整合，也就是说，继续保持标的企业

当前的现状，管理者保持其自主权，技术团队自主研发，当前的发展方式继续不改变，互补资源相互协同。反之，如果所在的行业相同，那么两者的技术背景就会就会相同或相似，管理方式也会比较契合，在并购结束之后可以深度整合两者的产业，实现资源共享。我国的造纸业企业要根据不同的跨国并购方式选择不同的整合模式，并不断地将其优化。

其次，要充分发挥双方现有的优势资源，实现双方共赢。本文分析的山鹰国际对北欧纸业的并购，山鹰国际在国内的发展较好，但是国外市场的开拓不足，因此需要寻求国外市场、新的盈利增长点，而北欧纸业是特种纸这一细分领域中的龙头企业，在欧洲和北美的这一细分市场拥有绝对的优势，因此两者的优势可以形成协同效应。山鹰国际可以借助北欧纸业进入欧洲和北美市场，北欧纸业可以借助山鹰国际进入中国市场，弥补其生产产品在中国市场的空白。因此，造纸业企业进行整合时，就要考虑各自拥有哪些优势资源，将其充分发挥出来，最终达到协同的目的。

最后，并购方要通过整合工作，提高其研发能力和技术实力，完善其产业链。我国的造纸业企业开展跨国并购，最重要的目的就是获取标的企业现有的技术及市场，从而完善自己的产业链。在整合过程中，要尊重标的企业的发展模式和需求。经过多年的发展，标的企业已经形成了自己的企业文化，员工也有了自己的工作方式和习惯，因此在整合时，就要重视其需求，防止对其干预太多，应该顺应其发展趋势，采取恰当的整合措施，最终实现并购目标。山鹰国际在后期的整合中，很尊重北欧纸业的发展模式，没有对其实施过多的干预，保持北欧纸业的独立性。

7 结论与展望

7.1 研究结论

当前,我国政府出台了多项鼓励政策,并且积极加入国际组织,为我国企业实施跨国并购、参与国际竞争提供了良好的背景和机遇。然而,仅有 40%的企业开展的跨国并购是成功的,有 60%并未实现并购目标,主要就是因为没有重视并购过程中的财务风险,这就启示我们,在开展跨国并购时,要给财务风险足够的重视,做好评估和管控风险的工作。从理论层面看,本文回顾并整理了关于跨国并购财务风险的相关文献,对本文跨国并购和跨国并购财务风险的含义进行了界定,指出了本文的理论基础。从实例层面来看,本文以山鹰国际跨国并购北欧纸业为例,根据相关的资料和信息对其进行了详细的分析,主要分析了定价风险、融资风险、支付风险和整合风险的识别,采取的管控措施以及取得的效果。在分析之后,本文认为山鹰国际采取的管控措施是恰当的,对风险的控制效果较好。而且根据 F 值的计算结果来看,山鹰国际整体的管控效果是有效的,但是在平时的经营中仍要注意防范财务风险,尤其是要提高其偿债能力。山鹰国际在这次并购中采取的一系列措施值得其他造纸业企业借鉴,比如在境外成立子公司作为并购主体,提前了解并购标的所在国的法律、文化及财务制度、当地市场、并购标的的企业文化等,并且提前了解国外的中介机构,便于后期可以选取合适的中介机构对并购标的进行全面分析。而且通过理论和实例的分析,本文得出了关于防范跨国并购财务风险的四点建议:(1)要选择合适的标的企业。(2)要充分利用中介机构。(3)要选择恰当的融资和支付方式。(4)要制定科学的整合方式。

7.2 不足与展望

在国际市场上,跨国并购虽然经常发生,但这是一项很复杂的活动。本文详细分析了山鹰国际并购北欧纸业过程中的定价风险、融资风险、支付风险和整合风险,并得出了相应的案例启示。但是因为收集的资料是有限的,所以难免会存在不足之处,对于四种风险有何关联、如何相互影响并未没有进行综合分析。期

望在未来的研究中可以进一步的深入分析,在这一领域进行更多更深入的案例研究。

参考文献

- [1] Altman Edward I., Haldeman Robert G., Narayanan P. ZETATM analysis A new model to identify bankruptcy risk of corporations[J]. Journal of Banking & Finance, 1977, 1(1)
- [2] Anshu Mittal, P.K. Jain. Mergers and Acquisitions Performance System: Integrated Framework for Strategy Formulation and Execution Using Flexible Strategy Game-Card[J]. Global Journal of Flexible Systems Management, 2012, 13(1)
- [3] Caselli S, Gatti S, Visconti M. Managing M&A Risk with Collars, Earn-outs, and CVRs*[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2006, 18(4): 91-104
- [4] Comell B. Financial Risk Control of Mergers and Acquisitions[J]. International Review of Business Research Papers, 2014(6): 73-84
- [5] Georgios Batsakis, Geoffrey Wood, Goudarz Azar, Satwinder Singh. International diversification and firm performance in the post-acquisition period: A resource dependence perspective[J]. Journal of Business Research, 2018(3): 20-35
- [6] Hermanson H. M&A failure factors[J]. Accounting Horizons(September), 2012(6): 24-64
- [7] Jane Bryson. Managing HRM risk in a merger[J]. Employee Relations, 2003(23): 56-70
- [8] Jeffery S. Perry, Thomas J. Herd. Reducing M&A risk through improved due diligence[J]. Strategy & Leadership, 2004, 32(2): 12-19
- [9] Kyung jin Yoo, Youah Lee, Eunnyeong Heo. Economic effects by merger and acquisition types in the renewable energy sector: An event study approach[J]. Renewable and Sustainable Energy Reviews, 2013, 25(26): 694-701
- [10] Kyeong Hun Lee, David C. Mauer, Emma Qianying Xu. Human capital relatedness and mergers and acquisitions[J]. Journal of Financial Economics, 2018, 129(1): 111-135
- [11] Michael A. Hitt, David King, Hema Krishnan, Marianna Makri, Mario Schijven, Katsuhiko Shimizu, Hong Zhu. Mergers and acquisitions: Overcoming pitfalls, building synergy, and creating value[J]. Business Horizons, 2009, 52(6)

- [12]Ping Deng. Why Do Chinese Firms Tend To Acquire Strategic Assets In International Expansion?[J]. Journal of world business,2009,44(1)
- [13]Paul. Why Half of China's Overseas Acquisitions Could Not Be Completed [J].Journal of Current Chinese Affairs.2013,02: 101-131
- [14]Peng Huang,Micah S,Officer,Ronan Powell. Method of payment and risk mitigation in cross-border mergers and acquisitions[J]. Journal of Corporate Finance,2016,40
- [15]Robert Conn,Paul Mgh Guest.The Impact on UK Acquires of Domestic,Cross-border Public and Private Acquisitions[J]. Journal of Business Finance and Accounting,2015: 107-130
- [16]Susan Grantham. Risk assessment as a function of a successful merger: Merrill Lynch-Advest merger[J]. Journal of Communication Management,2007,11(3): 247-257
- [17]Tomas Mantecon. Mitigating risks in cross-border acquisitions[J]. Journal of Banking and Finance,2008,33(4)
- [18]Xua E Q.Cross-border merger waves[J]. Journal of Corporate Finance,2017, 46
- [19]Ziva Rozen-Bakher. Comparison of merger and acquisition(M&A)succes in horizontal,vertical and conglomerate M&As:industry sector vs.services sector[J]. The Service Industries Journal,2018,38(7-8): 495-518
- [20]陈传兴,徐颖. 跨国并购企业财务风险及其应对策略[J]. 国际经济合作, 2014 (11):70-74
- [21]陈有志,丁黎青,徐世腾. 上市公司跨国并购财务风险及影响因素研究[J]. 管理现代化, 2016, 36(06):105-107
- [22]陈静. 企业跨国并购财务风险控制探讨[J]. 财会通讯, 2016(26):121-123
- [23]侯林芳. 企业跨国并购财务风险评估与控制研究——以三一重工并购普茨迈斯特为例[J]. 会计之友, 2016(13):60-64
- [24]韩祉清,王惠. 关联并购影响财务风险的逻辑及路径分析[J]. 财会月刊, 2021 (05):27-31

- [25]姜硕,高红梅.企业并购风险问题研究[J].财会通讯(学术版),2005(11):92-95
- [26]姜付秀,张敏,陆正飞,陈才东.管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J].经济研究,2009,44(01):131-143
- [27]李东红.中国企业海外并购:风险与防范[J].国际经济合作,2005(11):17-20
- [28]李鹏志.公司并购的财务研究[J].会计之友,2011(32):94-96
- [29]李洪亮.煤炭企业并购财务风险防范与控制分析[J].财会通讯,2011(32):148-149
- [30]刘炳茹,吴君民.企业跨国并购财务风险管理与控制[J].财会通讯,2016(20):101-103
- [31]刘金赫.我国企业并购的财务风险问题研究[J].东南大学学报(哲学社会科学版),2016,18(S1):42-43
- [32]刘婧.海外并购的财务效应、风险及对策分析——以双汇国际并购史密斯菲尔德公司为例[J].商业经济研究,2017(11):163-165
- [33]刘文姣.中国企业跨国并购财务风险控制研究[J].经济研究导刊,2019(32):14-15
- [34]李媛.关于企业并购中的财务风险分析及其防范措施探讨[J].财会学习,2020(01):33-34
- [35]庞琦,张建平.基于因子分析的上市公司并购绩效研究[J].会计之友,2015(17):64-68
- [36]宋维佳,熊宏韬.基于并购准备阶段的装备制造业企业海外并购的风险分析[J].宏观经济研究,2013(11):87-94
- [37]沈静.企业并购财务风险分析与控制[J].财会通讯,2015(20):105-107
- [38]石颖.终极控制人与上市公司并购模式选择研究[J].经济体制改革,2016(04):109-114
- [39]孙亮,刘艳春.基于拓展VaR模型的我国上市公司短期海外并购风险度量研究[J].数理统计与管理,2018,37(04):741-752
- [40]王蕾,甘志霞.企业跨国并购财务风险分析及防范[J].财会通讯,2012(05):147-149

- [41]王国栋,陈丽珍.跨国公司在华并购的现状分析与对策建议[J].国际贸易问题,2005(09):77-81
- [42]王玉梅,卓凤娇.基于模糊综合评价的企业并购财务风险分析[J].财会通讯,2013(08):106-108
- [43]吴娟.企业并购中财务风险管理与控制[J].财会通讯,2015(29):111-113
- [44]武礼英.民营企业“走出去”海外并购财务风险分析与防范[J].财务与会计,2019(14):40-43
- [45]谢磊,韩志成,曾小刚.企业并购财务风险探析及其防范[J].商场现代化,2006(05):167-168
- [46]徐子尧,牟德富.中国企业海外并购财务风险的识别与控制[J].商业时代,2013(15):106-107
- [47]杨玲,叶妮.企业并购财务风险研究——以吉利并购沃尔沃为例[J].财会通讯,2013(08):120-122
- [48]周首华,杨济华,王平.论财务危机的预警分析——F分数模式[J].会计研究,1996(08):8-11
- [49]赵敏.企业并购的风险及并购后的整合[J].商业经济与管理,2000(05):32-35
- [50]张子刚,朱殿柱,程志勇.跨国并购的财务风险研究[J].东南亚纵横,2003(12):91-94
- [51]张海亮,骆红.企业金融化与海外并购财务风险[J].企业经济,2018,37(08):84-90

致 谢

三年的时间转瞬即逝，犹记得初入校门时那激动的心情，仿佛还在昨日，转眼研究生生涯就要结束了。时光虽然短暂，但记忆却很深刻，收获也颇丰。在兰州财经大学就读的这三年，我既学习到了丰富的专业知识，开阔了眼界；也从每位老师的言传身教中学到了严谨认真的精神。在兰州财经大学的收获，是我人生中很宝贵的一笔财富。在这里，我要向每一个支持我的人表示诚挚的感谢。

首先，我要感谢我的家人。每一次我为梦想奋斗时都不惧怕，遇到困难时不退缩，因为我知道我的背后有你们，你们会给我支持和鼓励，让我充满能量。就如当时考研时我选择跨专业，你们义无反顾地支持我。正是因为你们的爱与支持，才让我不断地前进。愿家人能平安顺遂！

其次，我要感谢我的研究生导师。感谢老师在这三年中对我的悉心栽培。每次我们师门交流时，您都会用专业知识给我们答疑解惑，给我们悉心指导，提出宝贵的意见。在论文的写作过程中，从最初的选题和开题，到中间的修改，再到最后的定稿，都提出了很多专业性的意见，让我的论文不断地完善，最后顺利完成。在此，对您说声谢谢！

再次，我要感谢我的室友。正是因为有你们的陪伴，我这三年的生活才能过的丰富多彩，与你们的友谊弥足珍贵，我衷心的祝愿大家未来可期！

最后，我要感谢参与答辩的老师。感谢你们在答辩过程中对我的论文所提出的建议，祝愿各位老师事业顺利！