

跨国并购财务风险问题探讨

——以曲美家居跨国并购 Ekornes ASA 为例

洪丛玥 刘鑫春*

攀枝花学院

DOI:10.12238/ej.v8i9.2955

[摘 要] 经济全球化下,跨国并购是中国企业国际拓展的重要方式,但伴随财务风险。本文以曲美家居并购挪威Ekornes为例,分析财务风险及防控:通过交叉验证估值降低估价风险;引入华泰紫金及多元融资(股东借款、贷款、自有资金、定增)缓解压力;设立SPV-HT优化管理架构;用外汇合约对冲汇率风险;国际贷款及债券优化债务。建议:审慎估值,平衡融资结构,注重并购后整合以防范商誉减值,提升协同效应。

[关键词] 曲美家居; 企业跨国并购; 财务风险; 风险控制

中图分类号: F253.7 **文献标识码:** A

Discussion on Financial Risks of Cross-border M&A

——Take Qumei Home's transnational acquisition of Ekornes ASA as an example.

Congyue Hong Xinchun Liu*

panzhihua university

[Abstract] Under the economic globalization, cross-border M&A is an important way for China enterprises to expand internationally, but it is accompanied by financial risks. Taking Qumei Home's merger with Ekornes in Norway as an example, this paper analyzes the financial risk and its prevention and control: reducing the valuation risk through cross-validation valuation; Introduce Huatai Zijin and diversified financing (shareholder loans, loans, self-owned funds, fixed increase) to ease the pressure; Set up SPV-HT optimized management framework; Hedging exchange rate risk with foreign exchange contracts; International loans and bonds optimize debt. Suggestions: Prudent valuation, balanced financing structure, and emphasis on post-merger integration to prevent goodwill impairment and enhance synergy.

[Key words] Qumei Home; Cross-border mergers and acquisitions of enterprises; Financial risk; risk control

引言

在经济全球化和“一带一路”倡议的推动下,越来越多的中国企业走向国际市场,跨国并购成为其扩张与转型的重要路径。然而,并购虽为企业带来资源整合与品牌溢价的机会,同时也伴随着多重财务风险。如何有效识别并防范并购过程中的财务风险,成为企业国际化过程中亟待解决的关键问题。本文以曲美家居并购挪威Ekornes ASA为案例,剖析其在准备、实施及整合各阶段所面临的财务挑战与应对措施,旨在为中国企业提供可复制的风险防控经验与管理启示。

1 企业跨国并购现状及面临的财务风险

1.1 企业跨国并购现状

1.1.1 中国企业跨国并购的基本情况

1997-2024年,中国企业跨国并购呈现区域集中(主要分布

于金融枢纽、发达市场、资源国及避税天堂,占比19.3%)和阶段性演变特征。2017年后进入调整期,转向产业链整合与碳中和领域。2023-2024年进一步聚焦东南亚IT/制造、非洲资源项目及数字技术、新能源领域,如中国碳中和收购海外光伏项目,反映并购与国家战略及产业升级深度融合,助推中国企业国际化及全球产业链地位提升。

数据显示,中国跨国并购规模从2018年1437亿元峰值骤降至2022年287亿元(降幅80%),2023年小幅反弹至398亿元,2024年预计回落至307亿元,在300-400亿元区间形成“新常态”。这反映企业转向审慎战略,更注重并购质量与协同价值,既是对全球环境变化的适应,也体现海外投资策略的成熟升级。

1.1.2 因财务问题导致跨国并购失败典型案例

中国企业跨国并购频现重大财务风险案例:平安收购富通

因危机预判不足亏损超90%(238亿元)；宁波东力等因标的财务造假导致巨额商誉减值；中铝注资力拓因定价偏差支付1.95亿美元分手费；TCL并购汤姆逊低估技术风险亏损24亿港元。主要风险点包括：外部冲击应对不足、现金支付压力、尽调疏漏及对赌机制失效。这些案例凸显建立科学风控体系(风险识别、支付优化、深度尽调及合理对赌)对提升并购成功率的关键作用。

1.2 跨国并购中的财务风险

1.2.1 跨国并购准备阶段的财务风险

准备阶段的核心估价风险源于并购双方价值预期差异、评估方法局限及跨国信息不对称，易导致价值误判、支付过高或错失良机，典型案例包括平安收购富通和中铝注资力拓的失败。

1.2.2 跨国并购实施阶段的财务风险

实施阶段主要面临融资风险(因国际金融市场波动、监管限制导致融资成本高、渠道受限)和支付风险(现金支付加重资金压力、股权支付稀释控制权、债券支付增加负债)，如TCL并购汤姆逊就因支付方式单一和融资结构不合理引发资金链问题。

1.2.3 跨国并购整合阶段的财务风险

整合阶段主要面临财务整合风险(会计准则差异、税制复杂、文化冲突导致系统不兼容及管理冲突)和偿债风险(债务负担加重、收益不及预期及资金调度受限引发现金流恶化)，如宁波东力并购年富供应链和康尼机电并购龙昕科技的巨额亏损均源于此。

2 曲美家居跨国并购案例分析

2.1 曲美家居跨国并购案例简介

2.1.1 并购双方简介

曲美家居(1993年成立,2015年上市)是融合原创设计与环保理念的国际化家居集团,而被并购方挪威Ekornes ASA(1934年创立)作为北欧最大家具制造商,旗下拥有Stressless等高端品牌,从表2-1来看,2015-2017年财务数据显示其各地区收入占比及总收入波动较小,盈利能力稳定。

表2-1 Ekornes ASA 2015-2017年分地区销售额及占比(单位：百万挪威克朗)

项目	2017 年度		2016 年度		2015 年度	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
挪威	506.71	15.56	527.53	15.77	524.059	16.05
其他北欧地区	217.48	6.68	239.87	7.17	210.963	6.46
中欧地区	662.78	20.35	712.43	21.30	697.146	21.35
南欧地区	255.12	7.83	302.90	9.06	336.333	10.30
英国/爱尔兰	199.90	6.14	202.60	6.06	227.494	6.97
美国/加拿大/墨西哥	933.17	28.65	878.16	26.26	833.89	25.54
日本	135.89	4.17	146.74	4.39	129.068	3.95
亚太地区/其他市场	345.89	10.62	334.14	9.99	306.168	9.38

2.1.2 并购动因

在消费升级推动家居行业个性化、智能化转型的背景下，

面对供应链和成本压力,曲美家居以36.77亿元并购挪威Ekornes ASA(拥有40国4000个销售点的北欧高端品牌),创行业纪录。并购前曲美保持高速增长(2016-2017年营收增速超26%),此次整合将实现全球采购销售协同,结合Ekornes的技术品牌优势与曲美的中国市场基础,显著提升竞争力^[1]。

2.1.3 并购背景及并购过程介绍

2018年8月,曲美家居联合华泰紫金以36.77亿元完成对挪威Ekornes ASA 90.5%股权的现金收购,对应净资产7.68亿元,形成29.09亿元高溢价。本次收购资金采用多元化融资方案:实际控制人赵瑞海等通过股权质押获取重庆信托贷款14.88亿元(质押3.46亿股,占总股本70.75%),并综合运用银行贷款(具体金额未披露)、企业自有资金及定向增发募资完成交易。该交易以每股139挪威克朗(约合40.63亿元)的要约价达成,最终成交价较标的公司2017年末8.49亿元净资产呈现显著溢价,体现了曲美家居通过杠杆收购实现国际化战略布局的决心。

银行借款(长期),招商银行股份有限公司上海自贸试验区分行为曲美设立的特殊目的公司Qumei Runto S.à.r.l(简称“Qumei Runto”)提供不超过等值18亿元人民币的欧元的并购贷款,贷款期限为自提款日起满五年之日止,贷款利率为5年期欧元Libor+185BPS。2018年8月,Qumei Runto提取前述并购贷款2.2556亿欧元。根据2018年8月31日欧元兑人民币汇率(7.97)计算,约合人民币17.98亿元(如表2-2)。

表2-2 曲美家居并购银行借款

借款金额(万元) 借款期限 利率			
股东借款	148,750	2018/7/5-2020/7/5	8.797%—9.8307%
银行借款	179,771	2018/8-2023/8	5年期欧元 Libor+185BPS

数据来源：企业年报

自有资金,至2018年6月底,曲美的现金及现金等价物余额为8.64亿元,可覆盖剩余资金需求。曲美之前的IPO募资5.08亿元中,已用2.72亿元,剩余约2.68亿元资金及利息被重新分配用于收购Ekornes ASA^[2]。

曲美计划通过非公开发行股票的方式实施定增募资,此次募集资金总额上限为25亿元,资金用途将用于收购Ekornes ASA,但是非公开发行资金不构成收购的前置条件。

2.2 曲美家居跨国并购准备阶段的财务风险分析

曲美聘请专业中介机构,综合运用市场法(侧重未来发展前景及市值,估值约36.77亿人民币)和资产基础法(侧重资产重置成本,估值约8.49亿人民币)进行交叉验证。最终主要依据市场法确定估值,且其策划阶段预估成本高于最终成交价,体现了审慎性,有效防范了估价过高风险^[3]。

2.3 曲美家居跨国并购实施阶段的财务风险分析

曲美家居引入华泰紫金作为共同投资者,有效分担了融资压力。华泰紫金不仅协助设计并购方案,其关联方还通过质押式回购提供了近15亿元人民币的股东借款,确保要约收购资金及

时到位。作为备选方案,曲美还与华泰紫金共同策划寻求挪威本土银团融资,并最终获得23.26亿挪威克朗贷款承诺。这种“双管齐下”的策略显著降低了融资不确定性风险^[4]。

针对交易对价需支付挪威克朗,而融资主要为人民币和欧元,且处于中美贸易战期间的汇率风险,曲美家居采取了购买远期外汇合约的策略,有效锁定了汇率,避免了汇率波动对财务状况的重大冲击。

2.4 曲美家居跨国并购整合阶段的财务风险分析

曲美家居通过境外SPV-HT平台并购Ekornes,在保持其文化与管理理念的同时实现了管理及财务的有效整合,但导致资产负债率骤升至行业均值以上,且形成高额商誉(9.84亿元,占净资产46.88%),存在减值风险。为缓解偿债压力,公司利用SPV平台进行境外融资逐步置换并购借款,至2024年末长期借款同比减少52.9%,但短期偿债压力持续,一年内到期非流动负债占比上升9.42个百分点。2024年公司营收同比下降11.81%,归母净利润亏损1.63亿元(亏损同比收窄46.49%),核心支柱Ekornes贡献约60%-70%营收(约21.3亿-24.9亿元)。虽受外部环境影响收入下滑,但通过优化产品组合、消化库存及拓展东南亚市场等措施整合见效,2024年第三季度订单回暖,毛利率回升至36.8%(同比上升3.9个百分点)^[5]。

3 企业跨国并购财务风险防范建议

曲美家居并购Ekornes ASA的案例,既展现了中国企业国际化的决心,也揭示了财务风险管控的复杂性。从准备阶段的审慎估值,到实施阶段的多元融资与汇率对冲,再到整合阶段的平台搭建与债务优化,曲美采取了一系列系统性风险防范措施。作为中国企业“走出去”的缩影,其经验可提炼为以下防范建议:

3.1 慎重目标企业价值的评估

目标企业选择与价值评估是并购成功的基础。企业应详尽考察目标企业的文化、战略、经营范围和实力,进行长期深入的尽职调查,确保全面掌握真实状况。在估值环节,应聘请专业、经验丰富的评估机构,综合运用多种估值方法(市场法、收益法、资产基础法等)进行交叉验证,力求揭示目标企业的内在价值,避免因估值偏差导致支付过高对价或交易失败^[6]。

3.2 选择合适的融资结构

融资结构设计关乎并购成败与后续财务健康。需深入分析市场环境与自身财务状况,进行审慎财务预测,合理规划债务融资与权益融资比例。避免过度依赖债务融资加重偿债风险,或仅依赖权益融资导致控制权稀释或延误时机。优化的融资结构应在满足资金需求、控制财务风险与保障决策效率之间取得平衡。可探索引入战略投资者、利用境外平台融资等多种渠道。

3.3 高度重视并购后的整合工作

并购交易的完成仅是起点,有效的整合是决定协同效应能否实现的关键。企业必须高度重视整合工作。在文化整合方面,

推动双方企业文化融合,培养核心人员归属感,形成统一价值观。在财务整合方面,深入理解并协调不同国家会计准则的应用,确保财务信息的准确性与可比性;统一财务管理制度与系统,加强财务管控^[7]。在资源整合与协同方面,优化配置双方资源(如采购、生产、销售网络、技术、品牌),实现优势互补,降低成本,提升效率与市场竞争力。持续关注整合绩效,防范商誉减值风险。

4 结语

跨国并购是中国企业国际化的重要途径,但伴随全流程财务风险。本文以曲美家居并购案为例,系统分析准备阶段(估价风险)、实施阶段(融资支付风险)和整合阶段(财务偿债风险),提出通过科学估值、多元融资(股东借款+银行贷款)、汇率对冲及SPV架构等防控措施。研究建议:未来并购需重点关注标的筛选与精准估值、优化融资结构、强化文化财务整合,构建全面风控体系。完善的风险防控机制是企业实现可持续国际化发展的关键保障。

[课题信息]

四川省哲学社会科学重点研究基地中国攀西康养产业研究中心课题《攀西经济区高质量发展评价研究》,项目编号:PXKY-YB-202221。

[参考文献]

- [1] Scaleria Vittoria G., Mukherjee Debmalaya, Piscitello Lucia. Ownership strategies in knowledge-intensive cross-border acquisitions: Comparing Chinese and Indian MNEs[J]. Asia Pacific journal of management, 2020, 37(1): 155-185.
- [2] Chen X., Liang X., Wu H. Cross-border mergers and acquisitions and CSR performance: Evidence from China[J]. Journal of Business Ethics, 2023, 183(1): 255-288.
- [3] 林曦玥. 家具企业海外并购的财务风险研究[D]. 南昌: 江西理工大学, 2021.
- [4] 王雪, 闫禹. 我国企业跨国并购财务风险问题研究——以美的跨国并购库卡为例[J]. 现代商业, 2024, (01): 177-180.
- [5] 孟凡臣, 高鹏. 跨国并购知识转移主体意愿对企业创新的影响研究——基于系统动力学方法[J]. 科技管理研究, 2022, 42(19): 16-25.
- [6] 何佳伟. 企业跨国并购动因及风险研究综述[J]. 商场现代化, 2022, (18): 74-76.
- [7] 胡诗婷. 互联网企业业绩承诺下溢价并购及商誉减值问题研究[D]. 重庆: 重庆工商大学, 2023.

作者简介:

洪丛玥(1999--), 女, 安徽蚌埠人, 硕士研究生在读, 研究方向: 会计。