

# 我国石油企业跨国并购 定价风险成因与控制策略

刘 锴(博士)

(中国石油大学(华东)经济管理学院 青岛 266555)

**【摘要】**我国石油企业通过跨国并购进入国际市场获取油气资源的比重和规模逐年上升,但其同时也面临着巨大的风险,定价风险是其中直接影响并购效果的重要因素。本文分析了我国石油企业在跨国并购过程中定价风险的成因,建议在提高尽职调查质量、合理设计并购方案和充分利用中介机构三个方面加强对定价风险的控制。

**【关键词】**石油企业 跨国并购 定价风险 控制策略

## 一、研究背景

据工信部网站公布的数据显示,2005~2010年我国原油产量一直稳居1.8亿吨到2亿吨,原油净进口量则比2005年翻了一番,石油资源的对外依赖程度越来越深。2010年我国原油对外依存度突破55.2%,首次超越美国成为世界第一大石油进口国和消费国。面对国内市场供给严重不足的困境,解决石油资源的需求问题成为我国进行全球战略资源部署的重点。

我国在2010年《政府工作报告》中提出继续实施“走出去”战略,鼓励和支持石油企业“走出去”到海外寻求资源,跨国并购作为进入国外市场的方式之一,是企业迅速跨越国界进行扩张和提升国际竞争力的有效手段(Nadolska和Barkema, 2007)。全球经济动荡和国际金融危机也为石油企业开展跨国并购提供了绝好的时机。然而,我国石油企业的跨国并购之路并非一帆风顺,其面临着巨大的风险,由并购支付价格引发的定价风险是其中直接影响并购成功率和并购效果的重要风险因素。石油企业需要通过不断调整并购策略,对可能出现的定价风险加以控制,保证其海外并购战略的顺利实施。

## 二、我国石油企业跨国并购定价风险的成因

1. 日益复杂的并购环境。德勤咨询公司的《为经济复苏填薪助燃:中国油气海外并购活动回顾》报告中,The Mergermarket Group的分支机构Remark在2010年4月至6月对28家大陆油气企业的调查访问结果显示,32.1%的受访者认为,宏观经济环境的不确定是影响海外并购成败、定价以及并购效果的重要因素。

(1) 外资监管环境。后金融危机时代,世界各国都加大了外资并购的审查力度,尤其是针对石油矿产等涉及国家利益和国家安全的能源行业,要求外资符合“国家利益”。“国家安全”已成为公开的标准。国开证券有限责任公司课题组(2011)研究发现,目标企业所在国投资壁垒越大,能源企业并购定价就会越高。以2005年中海油收购美国优尼科公司失败为例,美国以国家安全和经济安全为由,利用外交政策政治阻碍并购的顺利进行,随着国际原油价格的飙升和优尼科股价的上涨,

收购价格也大幅上涨,超出中海油的收购能力,最终宣布退出收购优尼科的竞争。可见,外资监管问题会增加收购成本,成为成功并购的“重大障碍”。

(2) 全球经济增长速度。全球经济增长具有很大的不确定性,使得我国石油企业的跨国并购活动充满风险。一方面,全球经济衰退导致原油市场需求的减少,市场流动性因而变差,并购定价也因此而降低,为我国石油企业低价获取油气资源提供了机遇。但管理层往往容易受到传统观念的束缚,对并购形势的估计过于乐观,为了迅速获得目标企业的油气资产,盲目并仓促地开展收购活动,极有可能出现低估目标企业潜在风险或高估目标企业实际价值的不良后果,最终导致并购价格过高。另一方面,各国政府积极的救市政策,缓和了经济衰退的速度,油气资源的市场流动性正在逐渐恢复。与此同时,目标企业也提出了更为严格的收购条件,如果没能突出时效,把握经济动荡带来的并购机遇,将会导致并购成本大幅增加,甚至丧失获取海外油气资源的机会。因此,在全球经济动荡时期,对石油企业跨国并购时机的选择显得尤为重要,这是影响并购成本和定价风险的重要因素。

(3) 国际石油价格波动。张意翔等(2010)研究发现,当国际石油价格发生波动时,我国石油企业在进行跨国并购时就会面临极大的价格风险,这种风险具有明显的政治色彩。国开证券有限责任公司课题组(2011)研究发现石油企业跨国并购支付价格与国际石油价格之间呈同向变动关系,石油价格每上涨1个百分点,并购总价将随之上升1.04个百分点,受实体经济价格波动影响十分显著。德勤调查访问结果显示,64.3%的受访者认为国际油气价格的起伏对我国油气海外并购价格会起到较为重要的影响作用,是一项重要的市场决定性因素。

2. 目标企业价值评估的能力受限。充分掌握目标企业的信息对收购方而言至关重要。一方面,由于并购双方的信息不对称,使得我国石油企业在对上游油气资产的收购过程中,容易受到当前油气产量的影响,对目标企业未来的油气储量和开发前景做出错误的判断,从而支付高额的溢价,面临巨大的

并购风险。例如,中海油在2002年初收购了西班牙瑞普索公司在印尼的5个区块的油田资产,由于事前获取的信息不可靠,所购5块油田的原油产量并没有预期的那么高。另一方面,由于并购双方所在国家会计准则和税法的差异,以及目标企业出于保守商业秘密而对某些财务信息加以隐匿,使得仅仅根据目标企业提供的财务报告难以准确判断其资产价值和盈利能力,因而往往会以高于目标企业实际价值的收购价格溢价支付。

Kissin和Herrera(1990)研究发现目标企业的估价在尽职调查过程中是最复杂的,涉及国家、产业和企业三个层面。目前,国内外尚未存在一套公认的或普遍接受的评估标准和方法,不同的并购动机和价值评估方法通常会导致不同的目标企业价值评估结果,且不同的评估中介机构也会得出不同的评估结果,因此,目标企业价值评估作为跨国并购的核心问题成为并购双方谈判的一个重要的筹码,价值评估的质量直接关系到并购的定价风险。国内资本市场尚不成熟,缺乏专业的能源资产评估中介机构,大多数跨国并购的价值评估是企业根据自己的经验和知识在尽职调查的基础上做出的主观估计。但由于我国石油企业实施跨国并购的历史较短,缺乏对跨国并购整体风险进行评估的能力,在评估方法的选择上生搬硬套国内并购的价值评估方法以及非能源行业跨国并购的价值评估方法,使得评估价值偏离真实价值而造成定价风险。

3. 收购企业谈判议价能力薄弱。目标企业选定之后,下一个环节就是谈判,并购价格是买卖双方基于心理平衡得出的最终谈判结果。目前我国的石油企业跨国并购大多都是以“高溢价”支付进行交易的。并购溢价的高低取决于并购双方的议价能力,是定价风险的重要来源之一。

(1)并购融资渠道和支付方式单一。跨国并购尤其是石油企业的跨国并购交易金额通常非常大,目前,我国金融机构的国际网络建设尚处于发展的起步阶段。同时,非市场化的资本市场限制了我国石油企业在并购中股票支付方式的使用,绝大多数并购采用现金支付的交易方式,例如发生在2009年我国最大的中石化收购瑞士Addax石油公司的跨国并购交易案也是以72.4亿美元的现金成交的。因此,单一的现金支付方式会导致由信息不对称和汇率波动引发的定价风险全部由收购企业承担的后果,同时,也会削弱竞争力,导致在与目标企业的价格谈判中处于劣势地位。

(2)并购双方相对规模。国开证券有限责任公司课题组(2011)研究发现,收购企业相对规模每上升1个百分点,目标企业的定价下降0.21个百分点。我国石油企业在进行跨国并购时,往往不重视与国内外实力强大的石油企业形成战略联盟,来提高相对规模,反而陷入恶性竞争。

(3)谈判人员的谈判能力。专业的谈判人员不仅应从战术上对整个并购过程的技术性问题了如指掌,更要从战略角度审时度势,把握谈判的关键点和谈判节奏,占据谈判的优势地位,而目前我国恰恰缺乏这种高素质的国际化专业谈判人员,谈判人员大都缺乏跨国并购谈判经验,议价能力参差不齐。

### 三、我国石油企业跨国并购定价风险控制策略

1. 采用半结构式的尽职调查方法,提高信息获取质量。

尽职调查是所有的并购活动中非常复杂的一个程序,是合理估计目标企业价值控制定价风险的重要保证,收购企业必须要尽可能的学习和了解外部新的不确定的环境,才能制定科学的并购计划,并顺利完成并购后的整合活动(Hitt等,2001)。尤其是在跨国并购活动中,并购双方存在严重的信息不对称,明确尽职调查的范围和确保尽职调查的质量显得尤为重要。

Angwin(2001)认为有效的尽职调查应是对目标企业所有业务的综合性分析,而不是单纯对传统的现金流和财务稳定性的“健康性检查”。针对我国石油企业在尽职调查实际运用过程中可能出现的定价风险,建议根据油气行业特点和并购动机,突破传统的基于目标企业提供的公开财务信息和法律信息的调查内容设置,采用半结构式的尽职调查方法,将目标企业的探索性问题纳入调查范围,提高信息获取质量,并贯穿整个并购过程,及时发现可能出现的并购交易陷阱,根据预测和反馈的信息来调整并购策略,降低定价风险。一方面,在国家和产业层面,加大对东道国外资监管审查、油气资源交易的市场流动性以及国际原油价格波动等宏观经济信息的审查力度;另一方面,在企业层面,加大对目标企业的合法性、有效性、资产价值、经营状况、组织结构、未来成长性、高管管理水平以及社会责任等微观信息的审查力度,重点分析标的资产的价值风险、目标企业的市场竞争能力和组织管理控制水平,为交易价格的确定提供依据。

#### 2. 设计合理的并购交易方案。

(1)重视并购时机的选择。石油企业需要从宏观经济环境角度出发,选择合适的并购时机。宏观经济环境中的国际原油价格和全球经济增长速度是并购定价风险的主要影响因素,当前的全球性债务危机迫使很多石油企业出售其油气资产,我国石油企业应选择在经济增长速度、国际原油价格和资产价格处于低谷的情况下把握机遇进行“危机型抄底并购”,使定价风险得以控制。

(2)有针对性的选取目标企业。根据德勤咨询公司(2010)中国海外并购报告显示,2010年上半年我国油气行业企业减少了在欧洲和中亚的跨国并购活动,开始转入市场准入制度宽松、油气储量丰富的南美和非洲两个区域,并预计未来这两个区域的并购交易额将大幅增加,这说明我国石油企业在对目标企业的选择上已经对市场准入、油气产量和储量等影响定价风险的因素有所考虑。但仍有两点不容忽视:一方面,由于南美和非洲国家的政治体系和法律框架不够稳健,因此,在定价时需要重点考虑繁杂的政治、监管和声誉带来的定价风险,精心设计并购协议条款充分保护自己的权益;另一方面,这两个区域对外开放的积极态度使得收购企业的竞争愈加激烈,油气价格呈上升趋势,因此,尽可能选择目前产量低但储量较高的相对规模较小的目标企业,来降低收购价格,占据谈判优势地位,从而提高并购效率。

(3)战略调整并购交易形式。为了增强我国石油企业在资源市场上的话语权,规避国际原油价格波动带来的定价风险,建议从战略上调整并购标的和交易形式。一方面,加大对国外

# 基于损失分布法的商业银行操作风险度量

邢治国

(中国矿业大学(北京)管理学院 北京 100083)

**【摘要】** 操作风险是商业银行面临的重要风险之一,本文运用公开渠道收集的中国农业银行1994~2009年的操作风险损失数据,构建损失分布法模型,再用蒙特卡洛模拟方法对操作风险进行了实证分析。得出结论:损失分布法是适用于我国商业银行的,各商业银行应当建立并完善损失数据库,以加强对操作风险的管理。

**【关键词】** 商业银行 操作风险 损失分布法 蒙特卡洛模拟

## 一、引言

上世纪90年代,随着国际经济一体化的深入和国际金融服务全球化的不断加强,金融创新产品层出不穷,商业银行经营规模和盈利空间得以迅速扩大,同时也面临着日益严重的操作风险。1993~1995年,日本大和银行由于非授权交易而蒙受11亿美元损失。1995年,同样由于非授权交易,英国巴林银行遭受13亿美元巨亏,并因此而破产。类似这种重大案件的出现,使得全球银行业重新审视操作风险并开始重视操作风险的研究和防范。国际银行业监管的权威机构——巴塞尔银行监督管理委员会(简称巴塞尔委员会)于1998年颁布了《有效

上游企业油气资产的收购比重,尤其要重视获得先进的油气勘探开发技术,例如中石化日前对美国德文公司页岩油气资产权益的收购活动,就旨在掌握水力压裂这一开发非常规油气资源的核心技术,从而最大限度地控制和拥有上游资源,降低过分依赖国际市场能源供给引发的并购定价风险。另一方面,建立“风险共担、成本降低”的战略联盟,实施“强强联手”式的跨国并购,通过国内石油企业的联合,可以提高本国企业与国外竞购者之间的竞争力,同时相对规模的提高可以增强其并购议价能力,降低收购成本。

(4) 积极采用股票支付等多种支付工具。UNCTAD(2005)数据显示,发达国家普遍采用换股形式开展跨国并购活动。我国资本市场上的股权分置改革,为并购活动中股票支付工具的使用创造了积极的条件,采用股票支付或混合支付方式,可以分散和转移由于汇率变动与溢价支付引发的定价风险,同时收购企业股票的升值潜力也成为吸引目标企业与之交易的强大动力,换股并购下的并购双方风险共担可以防止目标企业在谈判过程中提价所带来的定价风险,降低收购成本。但在使用股票支付进行换股并购的过程中,需要注意融资方案的设计、股票支付对价的确定以及并购后公司的股权比例设置等一系列技术性操作问题。

3. 有效发挥中介机构的积极作用。跨国并购的尽职调查过程和交易谈判过程是决定并购定价风险的关键环节,由于

银行监管的核心原则》并提出使用“操作风险”这个定义。

2001年1月,巴塞尔委员会发布《新巴塞尔协议》第一次意见征求意见稿,规定:“操作风险指由于内部程序、人员、系统等导致直接或间接损失的可能性。”2004年6月,巴塞尔委员会颁布了《巴塞尔新资本协议》(简称新资本协议),把操作风险、信用风险、市场风险并列为商业银行面临的三大风险,要求各国银行监管部门和商业银行将操作风险纳入最低资本充足要求的管理框架。

对此,中国银行业监督管理委员会(简称银监会)自2005年起接连颁布了几份有关操作风险管理的规章制度,以更好

涉及的交易环节非常复杂,同时又有较高的专业性要求,收购企业无法面面俱到。Angwin(2001)研究发现,欧洲公司的高管在跨国并购的尽职调查和谈判中都对投资银行以及当地中介机构有着不同程度的使用,外部专业知识的注入有助于拓宽信息获取渠道,避免形成自我路径依赖,削弱交易环节并购双方的信息不对称,提高议价能力。

国外成功经验告诉我们,有效利用中介机构是提高并购成功率、降低并购风险的关键性因素。一方面,我国企业应加强与国外名列前茅的中介机构合作,充分利用其海外信息渠道和网络来提升组织管理和业务水平,为提高石油企业跨国并购成功率和控制定价风险提供有力支持。另一方面,由于石油企业的跨国并购交易金额巨大,并且涉及国家能源战略,建议组建以投资银行为核心顾问,包括专业情报调研机构、法律顾问、财务和税务顾问等中介机构在内的基于风险控制的多元化并购团队,主要从制定并购战略规划、设计尽职调查方案、拓宽信息获取渠道,选择估值方法、与目标企业谈判以及进行融资安排等方面协助收购企业全过程控制定价风险。

## 主要参考文献

1. 国开证券有限责任公司课题组. 全球战略并购定价问题研究. 中国证券, 2011; 6
2. 张意翔, 胥朝阳, 成金华. 基于VAR方法的中国石油企业跨国并购的价格风险评价. 管理学报, 2010; 3