

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
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: 世纪华通连续并购动因及绩效研究

研究生姓名: 闫海辛

指导教师姓名、职称: 方文彬 教授 宋国荣 高级研究员

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2021年5月30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： 闫海辛 签字日期： 2021.6.1

导师签名： 方文彬 签字日期： 2021.6.5

导师(校外) 签名： 宋国荣 签字日期： 2021.6.12

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： 闫海辛 签字日期： 2021.6.1

导师签名： 方文彬 签字日期： 2021.6.5

导师(校外) 签名： 宋国荣 签字日期： 2021.6.12

The motivation and performance analysis of Century Huatong's continuous M&A

Candidate : Yan Haixin

Supervisor: Fang Wenbin Song Guorong

摘 要

进入 21 世纪以来,人工智能、AR 等高新科技的出现,改变了我们的生活,也衍生出新的发展业态。李克强总理在政府工作报告中提出了“互联网+”的发展理念,要求企业开辟线上通道,利用互联网的优势,推动改革创新,寻求新的发展道路,这给陷入困境的传统企业指明了方向。一方面,随着我国经济的发展和产业的转型升级,传统行业依靠自然资源和劳动力的竞争优势逐步丧失,市场竞争力不断下跌;另一方面,由于国外经济增速放缓,市场需求降低,导致订单减少;传统企业的生存状况十分严峻。因此,根据自身发展现状和国家的政策号召,许多传统企业纷纷选择优质的互联网企业作为并购标的,利用其丰富的互联网资源进行整合、实现转型发展。

作为传统企业的世纪华通把握住时代发展的机遇,从 2014 年起通过连续并购,实现了制造业与游戏产业的融合,形成了汽车零部件与游戏产业双轨制的发展模式。本文通过对世纪华通整个并购过程的重现,给相关企业的后续发展提供相关意见。首先,本文介绍了选题的背景、研究的意义、关于连续并购的相关理论的归纳与总结、逻辑框架图和本文使用的研究方法;然后是关于连续并购的相关理论的叙述,作为全文的理论基础;接着是关于并购环节的介绍,主要包括汽车制造业和游戏行业的发展现状和前景预测、并购方与被并购方的公司简介、并购的过程的概述;继续讲述世纪华通连续并购的动因;随着从短期、长期和市场价值三个层面研究企业绩效并验证动因的实现程度;最后是本文的结论和启示。

本文从企业自身的发展困境、并购的背景、并购的动因、并购之后的效果、企业的未来等角度出发对世纪华通的整个历程进行全方位的展示。本文通过研究得出:通过连续并购,实现企业的目标;通过连续并购,增加了企业的市场价值。但是,并非每一次并购都能取得理想的效果。同时,希望通过世纪华通并购的案例,为行业内其他企业的未来发展提供参考。

关键词: 世纪华通 连续并购 并购动因 并购绩效

Abstract

Since the beginning of the 21st century, the emergence of high-tech technologies such as artificial intelligence and AR has changed our lives and has also spawned new development formats. Premier Li Keqiang put forward the "Internet +" development concept in the government work report, requiring companies to open up online channels, use the advantages of the Internet to promote reforms and innovations, and seek new development paths. This has pointed out the direction for traditional enterprises in trouble. On the one hand, with the development of my country's economy and the transformation and upgrading of industries, traditional industries have gradually lost their competitive advantages relying on natural resources and labor, and market competitiveness has been declining; on the other hand, due to the slowdown of foreign economic growth, market demand has decreased. Leading to a reduction in orders; the living conditions of traditional enterprises are very severe. Therefore, according to their own development status and national policy calls, many traditional companies have chosen high-quality Internet companies as the targets of mergers and acquisitions, using their rich Internet resources to integrate and achieve transformational development.

As a traditional company, Century Huatong has grasped the opportunities of the development of the times. Since 2014, through continuous mergers and acquisitions, it has realized the integration of the

manufacturing industry and the game industry,forming a dual-track development model of auto parts and the game industry.This article reproduces the entire M&A process of Century Huatong,and provides relevant opinions on the follow-up development of related companies. First,this article introduces the background of the topic,the significance of the research,the induction and summary of the relevant theories about continuous mergers and acquisitions,the logical framework diagram and the research methods used in this article;then the narration of the relevant theories about continuous mergers and acquisitions,as the theory of the full text Basic;followed by an introduction to the M&A link,including the development status and prospects of the automobile manufacturing industry and the game industry,the company profile of the acquirer and the acquired party,and an overview of the acquisition process; continue to describe the motivations of Century Huatong's continuous acquisitions; With the short-term,long-term and market value three levels to study corporate performance and verify the degree of realization of the motivation;finally the conclusion and enlightenment of this article.

This article presents the entire history of Century Huatong from the perspectives of the company's own development dilemma,the background of the merger,the motivation of the merger,the effect after the merger,and the future of the company.Through research,this article concludes: through continuous mergers and acquisitions,the goal of the company is

achieved;through continuous mergers and acquisitions,the market value of the company is increased.However,not every merger can achieve the desired results.At the same time,it is hoped that the case of Century Huatong's merger and acquisition will provide a reference for the future development of other companies in the industry.

Key words: Century Huatong; Continuous mergers and acquisitions; Motivation of merger and acquisition; Mergers and acquisitions performance

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	2
1.2.1 连续并购动因的相关研究.....	2
1.2.2 连续并购绩效的相关研究.....	4
1.2.3 文献述评.....	6
1.3 研究内容与方法.....	6
1.3.1 研究内容.....	6
1.3.2 研究思路.....	8
1.3.3 研究方法.....	8
2 相关理论概述	10
2.1 连续并购的动因理论.....	10
2.1.1 信息信号理论.....	10
2.1.2 交易成本理论.....	10
2.1.3 协同效应理论.....	11
2.1.4 多元化理论.....	12
2.2 连续并购绩效评价方法.....	12
2.2.1 事件研究法.....	12
2.2.2 财务分析法.....	13
2.2.3 EVA 评价法.....	13
3 世纪华通连续并购的过程	14
3.1 行业背景介绍.....	14
3.1.1 汽车零部件制造业概况.....	14
3.1.2 互联网游戏行业.....	15
3.2 并购方介绍.....	19
3.3 被并购方介绍.....	20
3.4 并购过程概述.....	21
4 世纪华通连续并购动因分析	23

4.1 世纪华通的经营环境分析.....	23
4.1.1 外部环境分析.....	23
4.1.2 内部环境分析.....	25
4.2 世纪华通连续并购动因.....	26
4.2.1 多元化发展,提升企业竞争力.....	26
4.2.2 把握政策方针,增加股东财富.....	27
4.2.3 实现游戏全产业链发展.....	28
4.2.4 发挥协同效应,改善公司治理.....	29
5 连续并购的绩效分析.....	31
5.1 基于事件研究法的短期市场绩效分析.....	31
5.1.1 选取事件窗.....	33
5.1.2 计算日超额收益率和累计超额收益率.....	33
5.1.3 验证结果.....	34
5.2 基于财务分析法的长期绩效分析.....	38
5.2.1 盈利能力分析.....	39
5.2.2 偿债能力分析.....	40
5.2.3 营运能力分析.....	42
5.2.4 成长能力分析.....	44
5.3 世纪华通并购非财务指标分析.....	46
5.3.1 显性市场效应分析.....	46
5.3.2 隐性市场效应分析.....	46
5.4 世纪华通并购价值创造分析.....	47
5.4.1 企业增值能力——经济增加值(EVA).....	47
5.4.2 企业增值效率——经济增加值率(EVAPC).....	50
5.4.3 企业增值类型——经济增加值营收率(EVAPRO).....	51
6 结论与启示.....	52
6.1 研究结论.....	52
6.2 启示.....	53
参考文献.....	56
后 记.....	60

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

21 世纪以来，新的发展方式标志着我们迈向新的时代。新的时代就会有新的经济特征和新的发展要求。李克强总理在政府工作报告中提出了“互联网+”的发展理念，要求企业注重线上发展，利用互联网的优势，推动其改革创新，寻求新的发展道路。党和政府之所以提出“互联网+”的发展模式，主要是因为新兴行业依靠“互联网+”的理念飞速发展，而传统行业的发展却进入了瓶颈，甚至出现了倒退的趋势。一方面，随着我国经济的发展和产业的转型升级，传统行业依靠自然资源和劳动力的竞争优势逐步丧失，市场占有率不断下跌；另一方面，商品的多样化和人民的生活水平不断提高，消费品由以传统商品为主向传统商品和新兴商品共存转化，从物质追求为主向物质追求和精神追求协调发展转变。因此，对于传统企业而言，要适应社会的变化，把握新的发展机遇。而我国的汽车零部件行业正处于水深火热之中。一方面行业内部竞争加剧，另一方面需要承担互联网行业带来的冲击。因此，在“互联网+”的背景下，实现我国汽车零部件行业的跨越式发展，不仅是我国汽车工业未来发展的重点，也为其他传统行业的后续发展提供了参考意见方向。

相较而言，以互联网为代表的游戏产业迎来发展的黄金时期。我国游戏市场规模及用户人数的骤增，使其成为发展速度最快，利润增加值最高的新兴行业。游戏行业的蓬勃发展，吸引了许多企业的目光，特别是陷入泥潭的传统行业。但是，从传统行业过渡到游戏行业并不是一件容易的事情。不仅需要建立游戏行业的基础设施，还要学习相关的管理经验。因此，跨行业连续并购为许多期望摆脱自身困境，谋求在游戏行业寻求突破的传统行业，提供了通道。基于此，本文以世纪华通连续并购为研究对象。首先，从行业出发分析汽车零配件和游戏行业的发展现状；然后以企业运营角度和企业发展角度对并购的动因进行分析；接着运用短期和长期的财务指标对世纪华通的并购效果进行评价；最后对世纪华通连续

并购的经验和教训进行总结，为其他传统行业并购新兴行业提供借鉴作用。

1.1.2 研究意义

本文以世纪华通连续并购游戏企业为例，深入了解其并购的背景、动因、绩效以及结论，研究的结果将为传统行业连续并购新兴行业探索新的道路，具有一定的理论和现实意义。

(1) 理论意义

经济行为是一定经济条件发展的产物。此前，我国学者的研究方向主要集中于单一的并购行为，针对连续并购的研究存在不足，至于传统行业跨行业连续并购的研究更是有限。所以，本文选择目前 A 股最大的游戏公司——世纪华通，通过对它的深入研究，进一步丰富我国关于传统行业跨界连续并购的理论。

(2) 现实意义

在“互联网+”的背景下，传统行业受到冲击，甚至许多企业濒临破产。在此危难之际，不少企业紧跟时代的步伐，纷纷拥抱市场，通过自身改革谋求进一步的发展。在新的环境中，进入哪些行业？采取怎样的方式？进入后如何发展？发展的结果如何？这些都是企业家们关注的问题。因此，本文通过对世纪华通连续并购的研究，为传统企业连续并购新兴行业提供参考意见。

1.2 文献综述

1.2.1 连续并购动因的相关研究

通过对文献的梳理，连续并购的动因主要涵盖以下几个方面：

(1) 扩大市场规模

Kim 等（1990）通过对美国航空企业的发展历程研究，发现连续并购可以扩大企业的规模，加强对上下游的控制作用，提高行业影响力。Voila（2013）指出公共事业部门，往往通过连续并购的方式提高生产效率，提升市场竞争力。ND Chaynov（2018）通过对近 20 年的并购浪潮进行实证研究，发现扩大市场规模是企业的主要动机。Ziva（2018）通过对制造业的并购动因进行分析，得出大多数企业希望通过连续横向并购扩大市场份额。

王轶南和王晓丽（2014）重点分析了我国的第一波并购浪潮。认为我国企业通过并购的方式进入欧洲市场是希望遵循欧洲的市场秩序，扩展欧洲业务。吴清（2018）提出在当今的经济环境下，并购的动因往往是多个因素组成的，但是最重要的原因是寻求新的市场和发展机会。宋雨姗（2019）在“互联网+”的时代特征下，传统行业进行连续并购的动因主要是开拓新的市场。

（2）发挥协同效应

Pramod Kumar Jain（2016）通过对印度企业 2000-2015 年的并购活动及进行研究，发现并购的主要动因是企业家们期望获得协同效应。Neelam Rani（2016）调查了 2005-2015 年东南亚各国之间的企业合并，得出企业之间进行合并是为了发挥企业之间的协同效应。Rekha Rao-Nicholson（2016）通过对东盟 2000-2015 年的并购动因进行分析。发现在金融危机过程中，企业之间更愿意进行合并。便于整合各企业之间的资源，发挥协同效应，共同度过危机。

张建儒和王璐（2015）提出：企业并购后的整合主要在于实现财务协同。杨荟茗（2017）认为：企业通过并购可以发挥各自的优势，实现管理协同、经营协同，最终达到财务协同的目的。何璐伶（2018）发现协同效应不仅体现在企业的并购动因中，还对企业后期的整合、发展等多个方面产生影响。因此，在企业的并购过程中，要充分考虑协同效应对企业的影响。

（3）获取资源和技术

Mathews（2006）认为发展中国家由于历史和现实的原因，技术水平往往比较落后。在政府和政策的支持下，许多企业通过并购的方式，获得先进的技术和管理经验，提高自身能力。Donghyun Lee（2017）通过对 1985-2005 年发达国家的并购活动进行研究，发现许多发达国家全球并购的主要动因是获得发展中国家丰富的资源。Voinash（2019）提出对产业链上下游的企业进行并购的本质是对资源的搜集、整合、再分配。并购上游企业主要是为了获取生产资源，进而降低成本；并购下游企业是为了获取市场资源，更好的满足顾客的需求，实现进一步发展。

孔杰（2008）通过对我国制造业的发展轨迹进行研究，提出并购往往是实现企业快速发展的重要途径。宋林和彬彬（2016）通过对我国 2005-2015 近十年的跨国并购案例进行分析，发现 70%的民营企业进行并购的主要动因是获取国外的

资源和市场，而国有企业则更多的倾向于引进技术。陈炜（2018）认为并购是企业实现跨行业发展最有效的途径。通过并购企业可以快速获得进入行业内的相关经验，为企业实现跨行业发展开辟新的道路。曹礼创（2019）从民营企业的视角出发，发现企业跨国并购的动因不仅仅局限于对技术和市场的需求，而且试图利用国外成熟的金融体系，获取企业发展资金。

（4）基于投机动因

Roder（1999）提出之所以会发生并购行为是因为市场并不是完全有效的，使得被并购方的市场价值没有得到认可，其股价没有通过市场得以体现。因而并购方希望通过并购行为，让市场重新审视被并购方的价值，进而从中获利。Shleifer 和 Vishny（2015）指出并非所有的企业并购行为都是为了谋求企业的发展，有时可能会基于投资目的，实现短期利润。Sokolova（2018）认为企业高管倡导大规模的并购行为，其目的主要是通过这种投机行为实现自身业绩的增长，获取超额财富。

卫力（2018）通过对 A 股最近五年的并购事件进行实证研究发现：管理人员进行并购的主要动因是通过并购事件吸引投资者的注意力，从而推动股价上升，实现套现，损害投资者的利益。

1.2.2 连续并购绩效的相关研究

（1）并购绩效影响因素

Fuller（2005）通过对1980-2000年的并购事件进行研究，发现并购的次数与并购的绩效成反向关系。Nicholas（2009）通过对并购企业的组织框架进行分析，认为公司的治理结构会对并购后的整合与绩效会产生显著影响。Kenge（2012）发现管理者过度自信往往也是影响绩效的重要原因。当第一次并购的绩效较好时，管理者通常会加快后续并购的步伐，往往会导致后续的绩效不理想。Ning 和Abdulkadir（2018）提出资金的充裕程度也会对绩效产生影响，资金充足的并购方比资金匮乏的并购方，并购效果更加理想。

马文丽（2014）认为经验在并购过程中起着关键的作用。余鹏翼和王满四（2016）通过对2000-2010年并购公司的管理层进行分析，发现股权集中度较高的公司，并购后整合的效果较好。陈仕华等（2017）提出当管理者面临业绩压力

和升迁机会时，往往会选择并购的方式推动企业快速发展，以谋求自身利益。孙世攀等（2018）研究发现支付方式的选择也是影响绩效的重要原因。如果公司选择使用现金进行交易，会导致企业现金流的紧张，为企业的发展埋下隐患。相反企业采用股票的方式进行支付，不仅可以缓解资金紧张的压力，还可以释放利好消息，提升股民对企业的自信心，推动股价进一步提高。李路等（2019）创造性地提出将方言作为文化差异的表现形式，对我国近十年的并购活动进行研究。发现不仅仅是跨国并购存在文化障碍，即使是相邻的两地，因为方言的不同，仍然会对并购的效果产生影响。

（2）并购绩效的结果

Aybaretal（2009）选取 1995-2005 年发展中国家跨国并购的事件进行分析。发现发展中国家采取并购的方式并未推动自身的进步，相反还对企业的绩效造成损失。Gordon Walker（2015）通过对美国企业近十年的并购案例进行分析，得出企业并购没有实现财务绩效的目标。Moeller 和 Schlingemann（2016）采用 Granger 对 2500 起并购案件研究，在 $(-1, 1)$ 的区间中，企业获取的累计收益率不足 0.3%，财务绩效不理想。Prashant（2017）对并购前后主要股东的财富进行研究，提出并购案件的发生可以在短期内迅速增加股东财富，提高其社会影响力。Pazarskis（2018）以企业的财务指标为依托，对德国近期并购的上司公司财务报表进行分析。发现并购对公司的主要盈利能力和发展能力产生负面影响。Toyah（2018）运用 DEA 模型将本国并购和跨国并购进行比较。发现本国并购往往能产生理想的财务绩效，跨国并购的数据并不明显。

王满四和余鹏翼（2014）采用事件研究法对 2000-2010 年国内并购事件进行分析，提出无论是从短期还是长期的角度看，企业的财务绩效均未达到预期。田海峰、黄祎（2015）对近年来大规模并购事件进行分析总结指出：从短期看企业可以获得超额收益率，但是长期超额收益率并不显著。曹文璋（2017）对美的并购东芝的事件进行了重点的分析。研究发现并购成功后，美的的股价表现的并不明显，但是其竞争力明显提高，为企业未来发展奠定了基础。陈柳卉（2018）以沪市的 50 家并购公司为标本，通过比较 2005-2015 年的财务指标为分析依据。得出公司股东并没有因为并购实现财富增值，反而相应的缩水一定比例。郭建鸾和郝帅（2019）对近十年的深交所发生并购重组的 78 家公司进行研究。指出并

购事件公告发生前后，企业股票出现异常波动，累计超额收益率增长迅猛。

1.2.3 文献述评

通过对文献进行梳理，我们发现国内外学者在连续并购方面的理论成果丰富，内容充实，甚至在某些方面还展开了深入的探讨。具体表现为：首先，关于连续并购的动因。主要包括：（1）扩大市场规模（2）发挥协同效应（3）获取资源和技术（4）基于投机动因。其次，关于绩效的影响因素可以概括为：（1）并购的经验（2）公司的治理结构（3）管理者自身因素和业绩压力（4）支付方式的选择（5）文化差异。最后，是针对并购的效果效果进行研究：有的学者认为并购可能会产生负效应；有的认为并购的效果不显著；大多数学者认为并购可以为企业注入活力，推动企业进一步发展，达到预期效果。但是，随着时代的发展和社会的进步，关于并购的研究会产生新情况，出现新问题。因此，国内外学者的探索仍将不断的持续下去。

虽然，国内外学者关于连续并购已经有了深入的思考与研究。但是，我们可以发现：他们的研究成果大都基于一定的样本数量和一定的市场规模，对于局部甚至个体的研究相对较少。加之“互联网+”新模式和新兴行业—游戏行业的不断发展，关于如何在新的形势下，通过并购实现企业发展的命题，更值得人们去深思。因此，本文通过选取传统行业通过连续并购成为 A 股最大的游戏公司—世纪华通作为本文的案例探究对象，通过对其行业背景的介绍，分析其并购的动因和绩效，对其经验进行积累。为传统行业如何通过并购实现跨越式发展提供借鉴意义。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

第一章：绪论。主要讲述本文的选题依据、研究意义；并对国内关于连续并购文献进行了归纳和总结；最后介绍全文的研究内容及研究方法。

第二章：相关理论概述。首先对连续并购的概念的界定；其次介绍动因的相关理论，最后对绩效评价方法进行探讨。

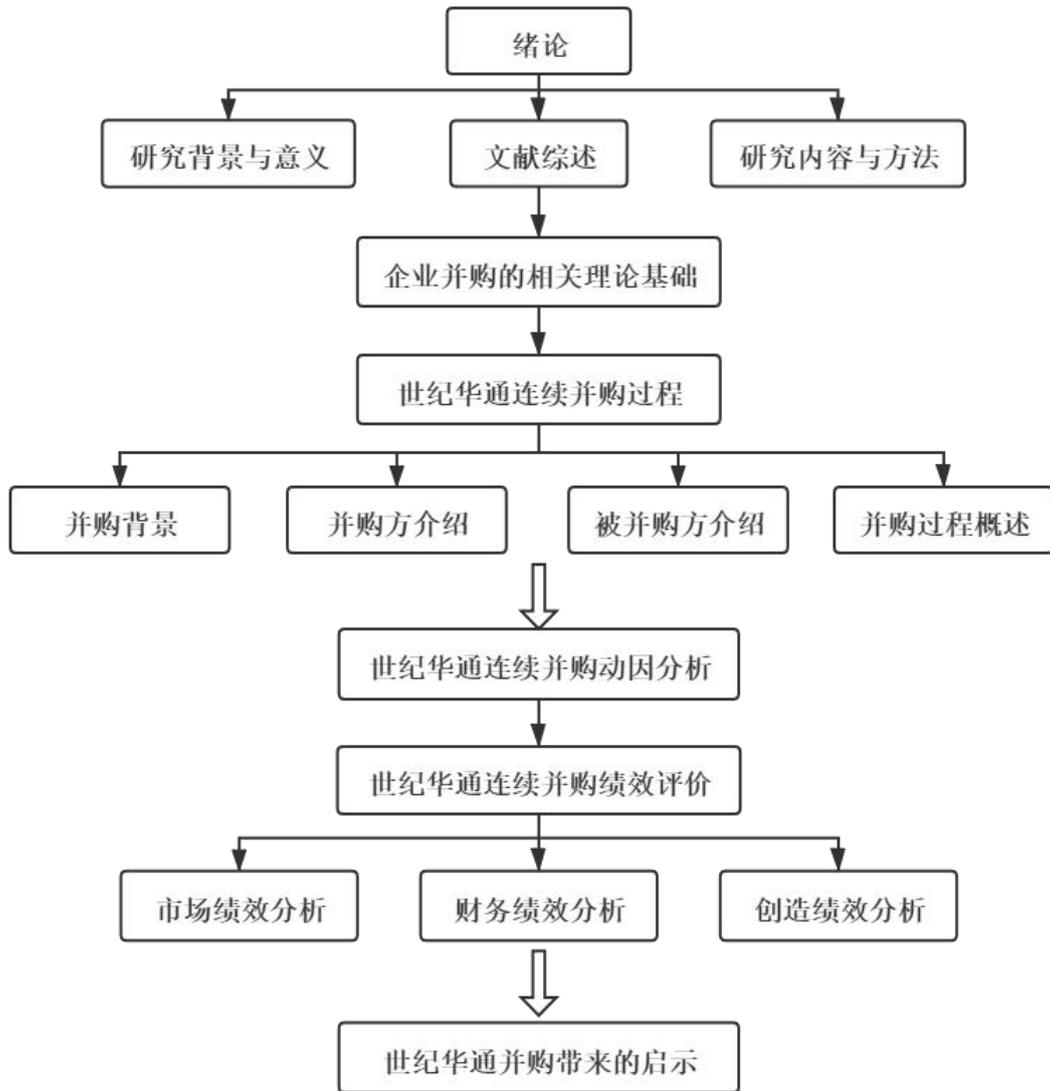
第三章：世纪华通连续并购的过程。从行业背景出发介绍了汽车零部件行业 and 游戏行业的发展现状。依次对主并购方：世纪华通，被并购方：天游软件、七酷网络、点点互动、盛趣游戏公司情况进行介绍，最后对并购过程进行总结。

第四章：世纪华通连续并购的动因。世纪华通连续并购的动因主要包括：多元化发展，提升企业竞争力、把握政策方针，增加股东财富、实现游戏全产业链发展、发挥协同效应，改善公司治理。

第五章：世纪华通公司连续并购的绩效分析。分别从市场绩效、财务绩效和创造绩效三个角度对公司的绩效评价。市场绩效评价从短期收益的角度，运用事件研究法对财务绩效进行评价。财务绩效评价从长期收益的角度，通过对世纪华通的四项能力进行分析。创造绩效是运用 EVA 对世纪华通的增值能力、增值效率和增值类型进行评价。

第六章：世纪华通连续并购的经验和启示。对世纪华通连续并购游戏行业的经验进行分析和总结，为其他传统行业通过并购实现发展，提供借鉴意义。

1.3.2 研究思路



1.3.3 研究方法

(1) 文献整理法

归纳和总结了国内外关于连续并购的相关研究,为后文世纪华通连续并购的动因与绩效的分析提供理论依据。

(2) 案例研究法

案例研究法是以具体的案例为依托,通过对案例中的真实现状、存在的问题、采取的解决方式进行分析,为其他案例公司提供参考意见的一种分析方法。

（3）定性分析与定量分析结合法

定量分析是以具体的数字为表现形式，客观的反映企业的发展状况，定性分析则是通过语言的情感方式，主观的表达对事件发生的判断。

本文在对世纪华通连续并购的动因和绩效探究时，首先结合行业和企业的发展背景。从定性的角度出发，对企业的并购行为进行概括；其次，运用定量分析的方法。从市场绩效、财务绩效、创造绩效三个角度，阐述了企业并购的实际效果；最后将定性分析与定量分析相结合，对世纪华通连续并购的经验进行总结，为其他试图通过并购获得发展的传统企业提供借鉴。

2 相关理论概述

随着经济全球化和市场规模的不断扩大，许多企业希望通过并购来分一杯羹。但是并购不是一蹴而就的，往往需要不断的进行才能实现自身发展。而在并购的初始阶段，国内外学者主要是针对一次并购的相关问题进行思考。随着并购的规模和次数不断的增加，许多专家将研究的重点转向多次、连续并购，并研究其并购前后的内部联系，为企业发展提供指导意见。连续并购最先由 Schipper 和 Thompson 提出，其主要观点是连续并购是企业在一时期内发生的连续行为，其目的是推动企业发展，但对于并购之间的联系并未提及。之后，由于并购行为的不断发生和影响力的不断扩大，众多学者经过反复研究认为：连续并购是指企业在一定的时间段内（通常是 3-5 年），发生的具有一定联系和目的性的连续并购行为。

2.1 连续并购的动因理论

2.1.1 信息信号理论

信息信号理论是指在市场的不完全性，企业不能完全掌握全部信息。因而，企业在进行并购时往往会降低交易价格，从而造成价值低估局面。当并购企业寻找目标对象时，就会向市场发出并购信号，外界通常会对标的企业的市场价值进行评估。对于并购企业来说，他们可以直接采用市场上的价格，进行并购行为。与此同时，标的公司在外界的影响下，开始思考自身经营过程中存在的问题，促使企业不断改革，提高自身实力。

2.1.2 交易成本理论

交易成本理论是市场主体交易的理论。企业可以通过并购降低企业扩大生产规模或者进入其他领域的成本。交易成本理论认为资产规模、专有化程度、外部因素的复杂性是成本的重要部分。为了能够进入相关行业，达到企业进一步发展的目标，企业通常会采取并购的行为，缩短交易时间，降低交易成本。

2.1.3 协同效应理论

协同效应是指原本不相关的两个或者多个事物，在发生联系后，个体发挥彼此的优势，学习对方长处，弥补自身不足，从而达到 $1+1>2$ ，甚至 $1+N>N+1$ 的现象。企业并购的协同效应指的是，通过并购行为将不同的企业结合起来，内部之间彼此协同，达到并购后公司的绩效远超两个独立企业绩效，实现企业进一步发展的目的。

(1) 管理协同效应

管理协同效应：企业并购活动发生后，由于历史和现实的原因，两个或多个企业在管理方面存在一定的差距。企业为了加强自身管理往往通过管理人才的调配，管理经验的输出，管理制度的建立等方式，提升企业的管理水平，为发展扫除障碍。具体而言，如果被并购方的管理水平较低时，那么并购方往往派专业人员入驻被并购企业，发现企业存在的问题，寻求解决的途径，建立相应的制度，完善相关的体系，提高管理效率。反之，并购方的管理能力比较弱，并购方应该向被并购企业学习，将其管理经验进行改进和创新以适应并购方的需要，从而达到管理协同的目的。管理的协同不仅可以运用到企业中，也可以运用到国家治理中，将一个地区的先进管理经验移植到其他地区使用，推动整个国家管理效率的提高。

(2) 经营协同效应

经营协同：企业并购最终目的是提高企业的经营效率。通过并购后人才、厂房、资金、技术等方面的整合，提高生产能力，提升生产效率，扩大业务范围，优化资源配置，改善经营活动，实现利润的增加。横向协同可以提高企业产量，发挥规模优势，降低产品成本，提升企业实力。纵向协同可以提高企业与上下游之间的联系，提升企业的灵活性，避免受到其他企业的限制。多样化协同的不同企业可以公用基础设施，降低企业成本。也可以使企业突破行业障碍，进入新的领域，实现跨越式发展。

(3) 财务协同效应

财务协同：资金是企业发展的基础，现金流是企业的根本。并购可以将两家或者多家的资金流汇聚在一起，实现资金在企业内部的运转，减少对外部资金的依赖。充足的资金投入具有发展潜力的项目上，实现对企业经营活动的变相整

合。与此同时，还可以调节企业的财务状况，提高企业力。

2.1.4 多元化理论

如果企业单单在一个行业发展，就会随着产品的生命周期走上灭亡；随着市场经济的不断发展和参与者的不断增多，仅仅依靠单一市场很难在社会上立足。综上两个原因，多元化的发展路线走上历史的舞台。多元化指企业在两个或多个不存在联系，没有任何关系的产品或市场耕耘。多样化的发展路线，可以丰富企业的产品，开发企业潜能，寻找企业出路，增加抵御风险的能力，提升竞争力。企业通过自身发展的周期较长，缺乏相关经验，摸着石头过河，但是一旦成功，与企业的切合度较高，不存在并购后的整合问题。跨界并购的方式简单粗暴，可以使企业快速进入相应行业，准备的时间较短，但是整合问题处理不好，协同效应就难以发挥，甚至拖累企业的发展。

2.2 连续并购绩效评价方法

2.2.1 事件研究法

事件研究法是一种研究企业短期绩效的方法理论。以企业发生的特定事件为研究对象，通过对样本事件发生前后一段时间股价的波动性和流动性来分析该事件对企业短期收益的影响。

在对企业并购后的绩效进行研究时，企业发生的并购行为就可以看作一个样本。企业一旦公布并购消息，股票市场就会对此事件做出反映。我们往往将企业公布发生前后一段时间内股票的异常波动情况作为计算企业短期绩效依据。但实际上，并购行为不是影响股票的唯一因素，诸如发行新产品，新概念的提出同样会引起股价的变动。因此，我们通常选择累计超额收益来衡量企业的短期绩效。

事件研究法是以股价的高低作为研究对象的分析方法。西方国家，股票市场发展较早，机制比较成熟，缺乏投机操纵的土壤。相反，我国的股票市场起步较晚，缺乏相应的监管机制，加之我国国情的特殊性，股价并非能够对企业的并购绩效进行全面的反应。所以，我们只能将事件研究法作为研究企业并购绩效的一部分依据，还需要运用其他的方法对并购绩效进行检验。

2.2.2 财务分析法

财务分析法又称为财务绩效法，该方法是选取一定数量的财务数据，通过对各个数据建立一定的关系，来分析企业的财务状况和经营成果。财务分析法采用定量的方法对公司的财务绩效进行探究，相对于定性的分析方法更具说服力。由于数据的特殊性和会计的可比较性原则，财务指标可以进行横向，分析企业所处的位置；同时可以与企业自身比较，分析企业的发展状况。但是该方法也具有一定的弊端。首先，上市公司的财务数据由企业自行编撰，虽然经过会计事务所的审计，但是数据的真实性仍然存在质疑。企业的管理者往往会出于一定的目的，对报表数据进行修改，使得财务指标不能真实的反映公司的现状，骗取股东和投资者的信任。其次，财务指标的设置建立在一定的行业基础上。不同行业采用不同的财务指标，又随着行业的变化不断变化，指标的分散性不利于国家统一管理。

2.2.3 EVA 评价法

EVA 是企业的经济增加值。主要包括经济增加值（EVA）、经济增加值率（EVAPC）、经济增加值营收率（EVAPRO）三个部分。其方法的原理是最简单的收入-成本=利润，企业的经济收入减去获取收入承担的总资产成本，剩余的就是企业的经营成果。在评价企业的盈利能力方面，EVA 能够排除其他因素，比较客观的从多个角度反映企业的现实状况。但是该方法也存在缺陷，其计算的过程比较冗杂，数据的获取需要经过反复的运算，其获取的数据的真实性也存在疑虑。因此，实际生活中对该方法的运用并不具有经常性。

3 世纪华通连续并购的过程

3.1 行业背景介绍

3.1.1 汽车零件制造业概况

世纪华通主要经营汽车塑料零部件生产和模具的研发，属于汽车零件制造业。其上游是原材料的加工和输送，下游对应的是整车制造，在这个汽车制造业中其关键性作用。因此，本文从近些年来汽车的供需状况和零件制造行业的自身发展情况，对汽车零件的行业背景进行分析。随着对改革开放的不断深入，GDP持续高位增长，居民收入不断提高，物质日益丰富。伴随着城市交通的便利和汽车生产技术质量的不断升级，人们对汽车的需求与日俱增，汽车行业进入黄金发展阶段。受国家鼓励购买机动车和加入世贸组织的影响，我国汽车产销量大跨步增长，特别是在2009年和2010年产销量走向巅峰。根据Wind报告：2009和2010两年，我国汽车的产量分别为13791000辆和182647000辆，同比增长高达46.37%和34.26%；汽车销量也是相当可观分别136448000辆和180619000辆，增长率分别为44%和33%。但是市场的容量是一定的，持续的爆发式增长实际上透支了未来，限制了未来的发展，加上国家对汽车行业的整治，在发达城市出台了相应的限制性政策，使得汽车行业的发展急转直下。2010-2014年，产销增长率平均仅为2.47%和4.35%，汽车行业辉煌发展的时代已经过去，我国汽车行业进入寒冬期。2004年至2014年我国汽车产销量如下图所示：

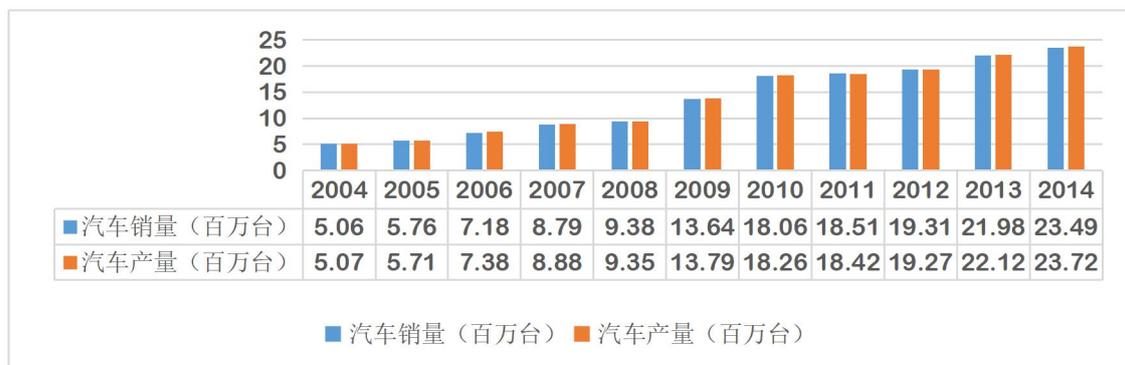


图 3.1 2004-2014 我国汽车产销量

汽车行业的发展引领着零部件市场的大变革，汽车行业的巨大市场推动零部件企业的发展，2004-2014年，行业内大规模企业数量不断增长。在2004年至2010年的7年间，我们以500万元作为大规模企业的标准。企业数量从4278家增至11583家，年均增长率高达15.3%。由于企业数量的不断增加，2011年将大规模企业的收入上调至2000万元。2011-2014年，企业数量仍然持续增长，平均增长率维持在9.8%左右。具体企业数量统计如下图所示：



图 3.2 2004-2014 汽车零部件行业企业数量

综上所述，2010年是一个重要的时间节点。2004-2010年，汽车行业与零部件行业迅速发展，各大企业跑步进入市场。但是，随着市场需求的不断下降与竞争厂商的不断增多，汽车零部件行业的发展陷入停滞的状态。在外部市场发展放缓，行业竞争加剧的情况下，世纪华通如何破局？发展将何去何从？世纪华通的管理层们面临着前所未有的挑战。

3.1.2 互联网游戏行业

游戏行业作为新兴行业，享受着文娱产业发展带来的红利，在新的业态下蓬勃发展。下面将从近年来游戏市场发展现状、细分市场、移动游戏市场发展规模以及移动游戏用户增长四个角度对游戏行业前景进行分析。从我国游戏市场总体看：2005年游戏市场规模为38.40亿元，到了2019年竟然高达2308.8亿元，仅用15年的时间，市场规模增加60多倍。其发展速度之快，规模增长之巨。堪称又一个“中国速度”。2005年至2019年我国游戏市场规模及增长率如下图所示：

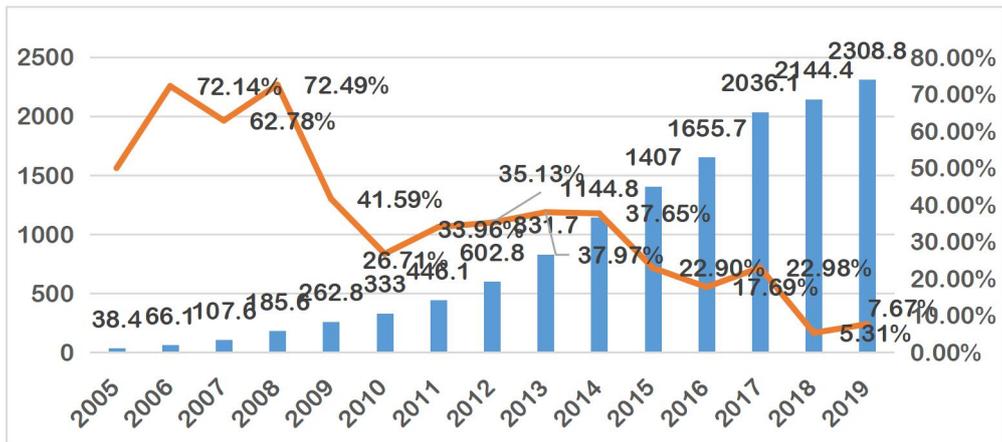


图 3.3 2005-2019 我国游戏市场规模

我国的游戏市场具体行业分类如下表所示：

表 3.1 中国游戏市场分类情况

中国游戏市场分类			
游戏市场	网络游戏	PC 网络游戏	客户端网络游戏
			网页游戏
			社交游戏
	移动游戏		
单机游戏			

资料来源：游戏工委

随着我国互联网不断的走向千家万户和终端的大众化，网络游戏市场不断扩大，一步步蚕食着单机游戏市场。据相关数据披露：2018 年我国互联网游戏的市场占比高达 96.7%，这个比重到了 2019 年进一步上升达到 99.3%，单机游戏的市场几乎不复存在。2019 年，我国游戏细分市场占整个游戏市场的比例如下图所示：

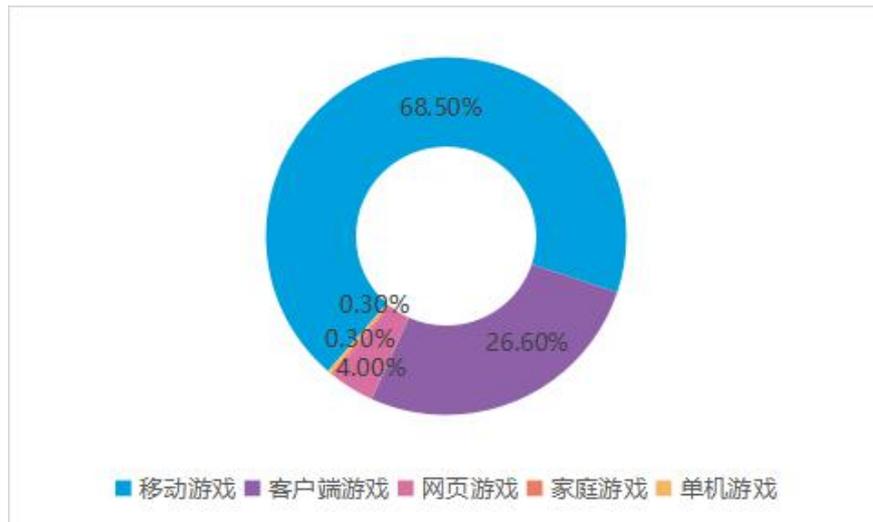


图 3.4 2019 我国游戏细分市场

通过图 3.4，我们可以看出如果将网络游戏进行细分，移动游戏无疑是最重要的组成部分。在 2008-2019 间，我国移动游戏的市场规模从 1.5 亿元增长至 1581.10 亿元。最大幅的增长率为 326.67%，最小的增长率也为 15.36%，增长速度和频率非常惊人，成为网络游戏持续增长的关键。2008 年至 2019 年我国移动游戏市场规模及增长率如下图所示：

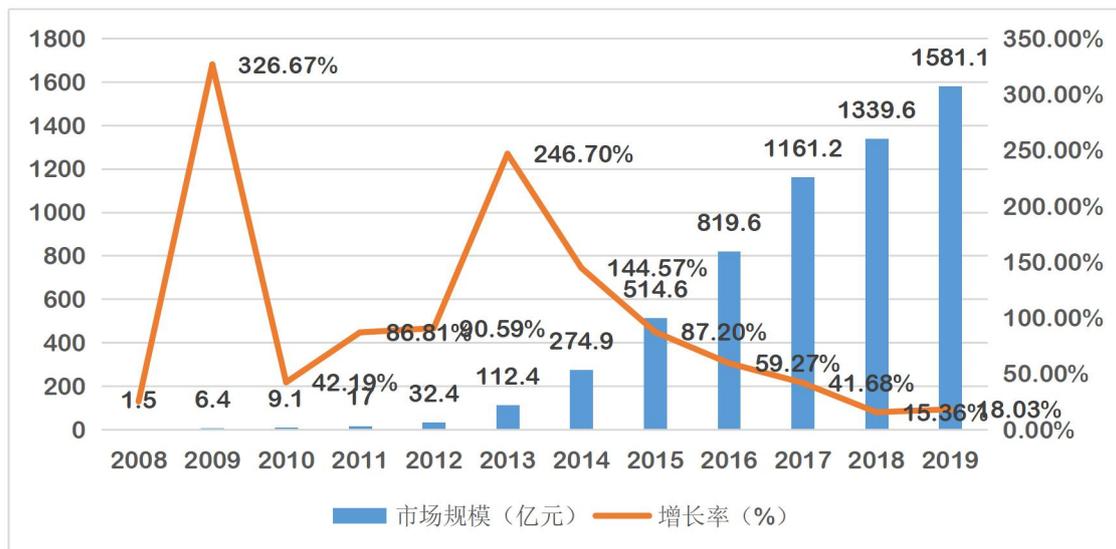


图 3.5 2008-2019 移动游戏市场规模

移动游戏市场规模的不断增长当然离不开用户规模的扩展。移动游戏的参与

人数从 2008 年的 976 万增加至 2019 年的 62100 万人, 接近一半的中国人口都开始体验移动游戏。2008 年至 2019 年我国移动游戏用户规模及增长率如下图所示:

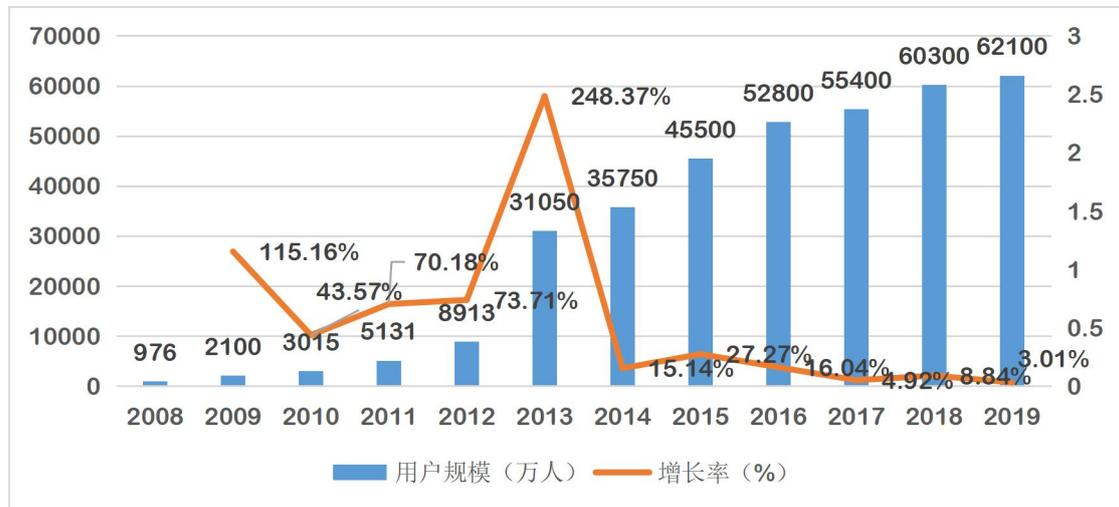


图 3.6 2008-2019 移动游戏用户规模

移动游戏具有空间自由化和时间碎片化的特点。只要拥有一台手机和网络支持, 就可以体验游戏带来的乐趣。伴随着社会的不断进步, 身处城市的上班族在 996 节奏中, 个人的自由时间不断被挤压, 很少有整片大量的时间用来休闲娱乐, 缓解生活的压力。他们大多利用乘坐公共交通的路上和工作中途的部分休息时间来调节自己。移动游戏刚好满足大家的需求, 让大家在空闲时间小憩, 放松身心, 提高工作效率。

再者, 移动游戏产品丰富的品种同样吸引着消费者的目光。对于老年人, 推出象棋、斗地主、五子棋等传统游戏, 让老年人的退休时光不再寂寞; 针对青年人, 推出王者荣耀、和平使命、三国志等新颖游戏, 目前游戏成为大家社交活动的新宠, 深受大家喜爱; 至于儿童, 也推出魔方、摆积木、机器人等益智类游戏, 开发儿童的大脑, 活跃儿童的思维都具有重大意义。

综上所述, 在新的经济发展形势下, 我国游戏市场发展现状、细分市场、移动游戏市场发展规模以及移动游戏用户增长都取得了长足的进步。游戏行业发展前景广阔, 市场潜力巨大, 消费人群众多, 吸引了世纪华通的目光。

3.2 并购方介绍

浙江世纪华通股份集团有限公司成立于 2005 年，公司刚开始的主要业务是汽车零部件的加工制造。由于行业的不景气，自 2014 年起通过连续并购诸多大型优质的游戏公司，最终形成汽车零部件和互联网游戏双轨并行的发展格局。在汽配行业，经过多年的努力，成为宝马、奔驰、大众等知名车企的主要模具供应商，在业界具有极高的产品知名度和较强的市场影响力。至于互联网游戏领域，旗下拥有包括天游、七酷、点点互动、盛趣游戏等诸多游戏公司，产品销路遍布全球。同时，世纪华通仍在不断耕耘游戏产业。在新产品方面：企业不断注入资金，加大研发投入，创造高品质的产品；在新文化领域的布局上：世纪华通响应国家政策，在游戏中加入传统文化场景，宣传我国优秀文化；在未来发展上：开始布局云游戏，带动相关产业发展。

随着世纪华通并购步伐的不断深入，企业的业务布局和主要经营产品也悄然发生着变化。2014-2017 年，世纪华通以汽车零部件为主营业务，软件服务的比重不断上升；2018-2019 年，软件服务成为主要的经营业务，且比重不断的增加。下图为世纪华通 2014-2019 年主要业务的占比：



图 3.7 世纪华通主营业务产品

主营业务的变化带来的是营业收入的变动。游戏行业不同于传统行业，具有轻资产、高投入、高回报的特点。2014-2017 年，软件服务的比重虽然较低，但是其营业收入已经超过了占比更高的汽车零部件行业与铜杠加工。2018-2019 年，

企业重点发展游戏产业后，软件服务的营收模式得到更突出的体现。营业收入就跟插上翅膀的鸟一样迅猛增长。下图为世纪华通 2014-2019 年营业收入增长图：

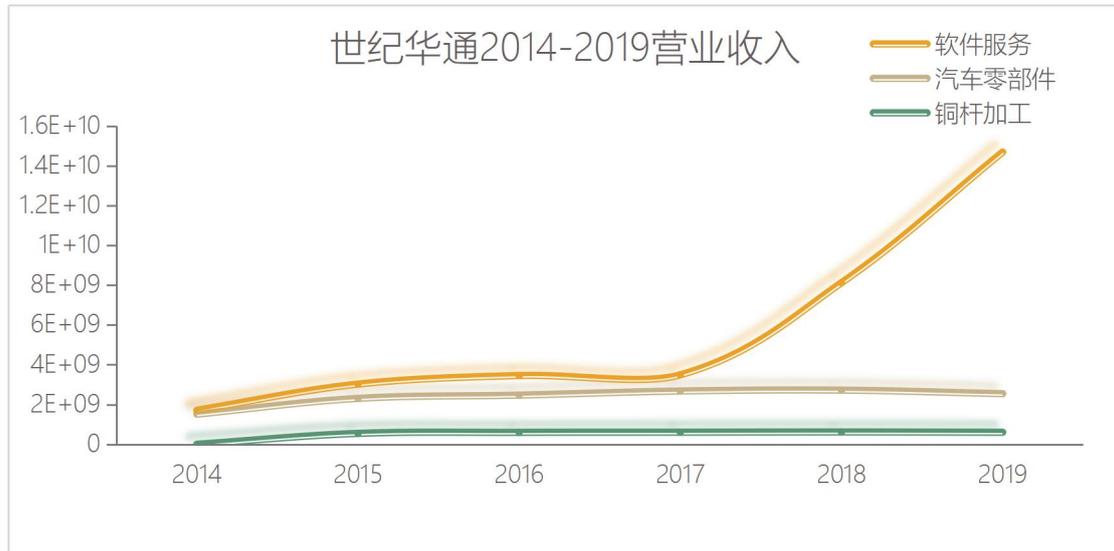


图 3.8 世纪华通营业收入情况

3.3 被并购方介绍

天游软件成立于 2005 年，总部位于上海徐汇区桂平路，主要业务是运动休闲竞技类游戏。经过多年的发展，公司逐步建立起客服端与平台为一体的运动竞技游戏，在业内占有重要地位。公司拥有《街头篮球》、《侠客列传》等知名 IP，为公司的进一步发展奠定了基础。

无锡七酷成立于 2008 年，总部位于无锡国家软件园，主要从事游戏产品的研发工作，从业态划分上属于高科技产业，其主攻方向是移动端游戏和云游戏。公司秉承制作客户喜欢的精品游戏的理念，大量的高尖端人才为游戏的开发提供了保障。目前，旗下运营游戏产品有《择天记》、《传奇天下》等。

点点互动成立于 2010 年，由北京点点和开曼点点联合组成，是集研发、运营、销售与一身的全产业链游戏公司，主要面向国际市场。公司致力于打造生态圈的发展模式，从研发开始到销售结束的整个过程，点点互动全程把控，苛求细节，努力在各个环节让用户体验到游戏的快乐，在国际上享有极高的声望。其经营的游戏已经被翻译成多个版本，在全球范围内使用。其中，旗下的《阿瓦隆之

王》与《火枪纪元》更是表现出色，连续多月蝉联国际游戏榜首。

盛趣游戏原名盛大游戏，成立于 2001 年，是我国老牌的游戏公司，发展历史悠久，具有深厚的从业经验。在新的发展阶段，盛趣游戏响应国家号召提出“精品化”、“全球化”、“新文化”三大战略。“精品化”：盛趣游戏致力于打造高质量的游戏产品，迎合顾客的需求；“全球化”：在全球经济一体化的大好局面下，盛趣游戏要大力开拓海外市场，推动游戏产业走向世界，向国外玩家推销自身产品；“新文化”：随着我国经济的不断崛起，大众对传统文化的需求日益迫切，盛趣游戏勇做传统优秀文化的传播者，在游戏中加入中国元素，让大家在休闲之余，体验传统文化的魅力。盛趣游戏主要推出和运营了《热血传奇》、《泡泡堂》、《龙之谷》等精品游戏，不仅是老一代玩家的记忆，也为公司走向成长、成熟的见证。

3.4 并购过程概述

表 3.2 并购过程概述

时间	事件
2014 年 1 月 22 日	世纪华通发布收购通知，拟通过发行股份和支付现金的混合方式，对天游软件和无锡七酷的实施 100% 股权并购
2014 年 8 月 26 日	世纪华通发出公告称天游软件和无锡七酷网络已完成股权变更手续，二者成为其全资子公司
2015 年 12 月 1 日	世纪华通发出并购计划。拟采用发行股份及支付现金的方式，购买菁尧国际、华聪国际、华毓国际三家公司手中 60% 点点开曼的股权以及点点北京全部股权，向对手方支付现金购买点点开曼 40% 的股权
2018 年 2 月	经过曲折的经历，世纪华通正式以发行股份和支付现金方式，购买点点开曼的全部股权，以及转让方拥有的点点北京全部股权，共计 69 亿元
2018 年 06 月	世纪华通发布停牌公告，拟对盛趣游戏主体——盛跃网络科技有限公司进行全面收购
2019 年 06 月	世纪华通 298 亿元人民币获取盛趣游戏 100% 股权并完成登记手续。世纪华通通过一系列的连续并购计划，成为 A 股最大游戏公司，进入互联网行业前列

表 3.3 世纪华通连续并购标的公司

完成时间	标的公司	收购股权比例	收购价格	主营业务
2014 年 8 月	天游软件	100%	9.5 亿	页游、手游
2014 年 8 月	七酷网络	100%	8.5 亿	端游、手游
2018 年 2 月	点点互动	100%	69.9 亿	海外页游、手游
2019 年 6 月	盛趣游戏	100%	298 亿	页游、手游

数据来源：世纪华通年报

4 世纪华通连续并购动因分析

4.1 世纪华通的经营环境分析

4.1.1 外部环境分析

运用 PEST 分析法，对世纪华通所处的外部环境进行分析，以期对世纪华通有更深刻的认知。

（1）政治环境

近年来，由于文化产业在国民经济的贡献率不断上升和相关管理制度的缺失，政府推出一系列的法规和支付，助力文化产业发展。首先，文化部发布《关于加快文化产业发展的指导意见》，紧接着推出具体的文化改革和发展规划等。去年，人大代表推出新的版权法，在保障游戏行业的产权问题和保护开发者的合法权益的同时，推动文旅产业规范化。

（2）经济环境

随着我国经济的发展，产业结构也悄然的变化。下图为 2011-2019 年，三大产业对我国 GDP 的贡献率。从图中可以看出：第一产业对 GDP 的贡献率占相对较低，始终维持在 4%-5%左右；第二产业对 GDP 的贡献率逐年下降，由 52% 跌至 32.6%；第三产业对 GDP 的贡献率平稳增长，由 2011 年的 43.9% 升高至 2019 年的 63.5%。这说明：我国的生产力不断提高，发展重心逐步转向高附加值的第三产业。

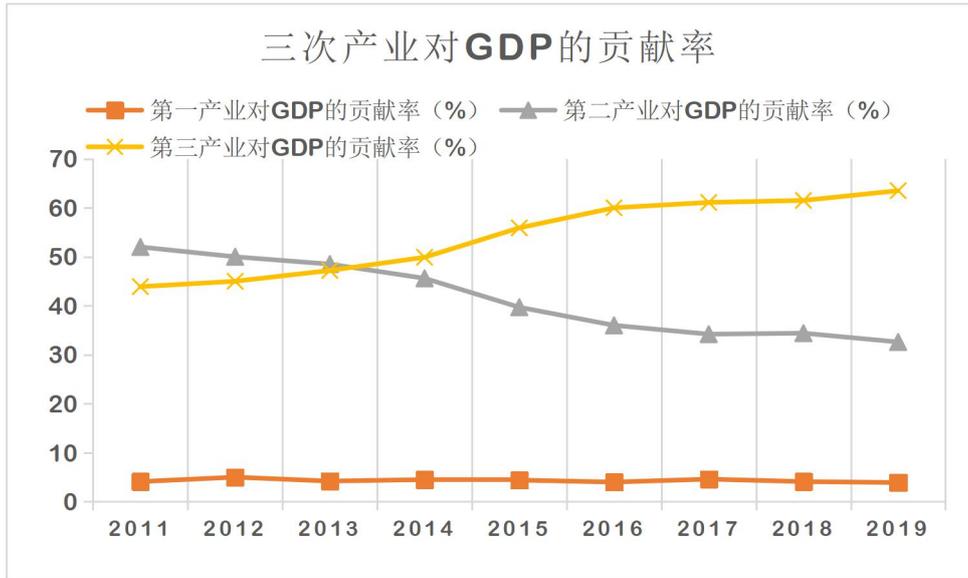


图 4.1 三次产业对 GDP 的贡献率

数据来源：国家统计局官网

下图呈现了 2013-2019 年居民人均可支配收入、居民人均消费支出以及居民人均教育文化娱乐消费支出。从图中可以得出：由于居民可支配收入的增加，居民的消费支出也不断上升。其中，居民用于高品质消费的支出虽然也在增加，但是增长速度却相对平缓。

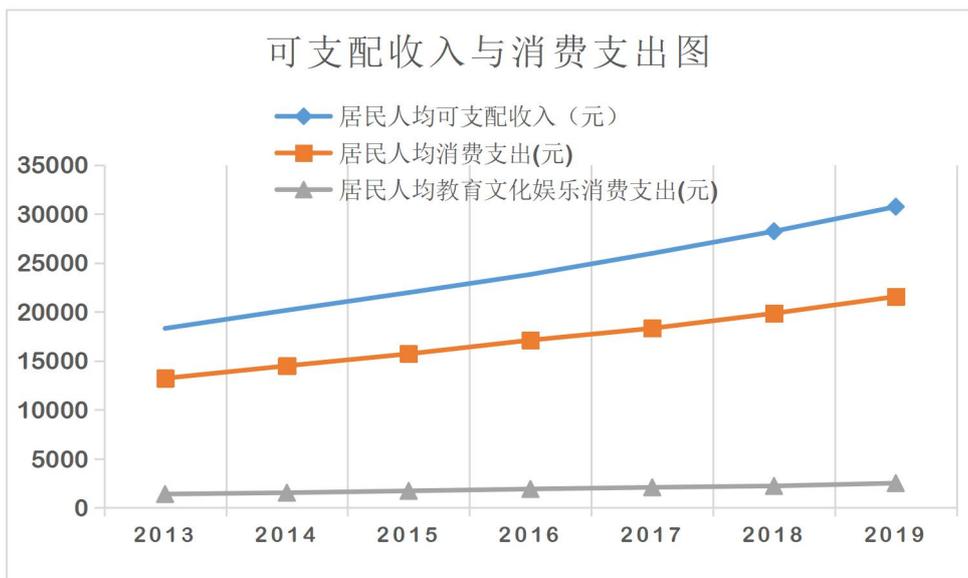


图 4.2 可支配收入与消费支出图

数据来源：国家统计局官网

（3）社会环境

综合实力的增强,使中国重新吸引世界的目光。许多国外学者学习中国文化,重新审视这个美丽的国度。与此同时,我国政府加强文化传播,推动中国文化走向世界。

在文化强国的环境下,许多企业纷纷投身游戏产业。游戏研发企业制作精品游戏,开发经典 IP;游戏运营企业开展发行、运营、维护等工作,从全过程的保障游戏的运作;游戏维护企业是行业的终端,负责收集用户的游戏体验,改良游戏产品。

（4）技术环境

通讯技术的进步,为产业变革创造条件。云计算、5G 等技术的发展,丰富表现形式,提高用户体验。技术赋能,产业升级,成为中国游戏产业的新标志。智能信息的出现为移动游戏的开发提供新的平台和发展机遇。

4.1.2 内部环境分析

优势 a. 资金实力雄厚 b. 企业战略转型	劣势 a. 管理能力弱 b. 综合竞争实力差
机会 a. 政策支持 b. 市场需求大	威胁 a. 用户需求多样化 b. 国际形势的不确定性

图 4.3 世纪华通 SWOT 分析图

（1）优势

世纪华通在汽配领域,深耕多年,在业界具有极高的产品知名度和较强的市场影响力,积累雄厚的资金,为后续的并购工作奠定经济基础。

2010 年起,由于内外部诸多因素的影响,汽车零部件行业进入衰退期,与此同时,游戏产业进入新阶段。世纪华通管理层结合自身实际情况,最终制定出转向游戏行业的策略。

（2）劣势

游戏行业属于新兴行业,在我国的发展时间短。世纪华通本身属于传统行业,

进入游戏产业缺乏相应的管理经验，在文化产品认知和消费者需求方面存在不足。

在企业竞争力上，腾讯游戏、网易游戏和三七互娱瓜分大半的游戏市场。腾讯和网易游戏作为老牌的游戏公司，不断深耕游戏行业，巩固自身优势地位，三七互娱上市后也不断前进。世纪华通作为后起之秀，还需继续努力。

（3）机会

国家出台一系列措施，扶持文娱产业。政策的加持和广阔的发展前景，使得游戏品质提高，产品品类多样化。

现在社会工作节奏快、生活压力大、朋友之间沟通少。游戏产品的社交化，调和人们的情绪，成为维护友谊的润滑剂。游戏行业受众群体不断扩大，用户突破 6 亿大关。

（4）威胁

游戏品类的丰富，使玩家对于品质有更高的追求，包括画面、背景故事，体验等。游戏只有在某些方面做到极致，才能得到玩家的认可。互联网经济的高速运行，使用户需求不断变化，潮流导向难以捉摸。

国际形势变化莫测，“游戏出海”也受到各个因素的干预。版权的保护，技术的突破，资本的积累等，都需要不断的提升，为我国文化软实力的增强开拓新蓝图。

4.2 世纪华通连续并购动因

4.2.1 多元化发展，提升企业竞争力

从供求角度看，改革开放以来，居民的收入水平不断提高，城市道路等基础设施的建设，对汽车的需求不断上升，其产销数量逐年递增，带动了企业零部件行业的发展。但是，随着城市化进程的不断深入，人口不断增多，汽车数量增长，道路状况恶化，环境污染等突出问题，迫使政府等相关部门出台限购、限行、限排放等众多措施，出现供大于求的局面，使得汽车行业规模不断缩减。从大的方面来看，整个经济处于下行的态势，不利于各个行业的发展；从小的方面看，汽车行业处于买方市场，汽车零部件厂商还要面对上下游企业的竞争，成长空间进

一步缩小，未来发展潜力渺茫。

从风险承受的角度看，世纪华通的主营业务是汽车塑料、模具等相关产品的开发、制造与销售。当汽车产业不断壮大时，企业朝着健康的方面发展，忽略了潜在的危机；一旦产业发展停滞甚至衰退时，订单数量下降，同业竞争加剧，世纪华通面临生产规模降低，企业破产的困境。但是，世纪华通自成立之初就深耕于汽车零部件行业，与诸多中大型汽车制造商建立密切的合作关系，在界内具有一定的市场地位。当风险发生时，由于其单一产业公司的属性，风险抵御能力差。

因此，在市场恶化的开始阶段，世纪华通依靠机敏的市场洞察力。通过连续并购，进入游戏行业。从市场前景看，游戏产业作为新兴行业的代表吸引了大量的资金、技术、人才的投入。充足的资金流，先进的技术流，广阔的人才流一定能推动整个行业的进步。从用户规模看，中老年人为祖国的事业贡献了一辈子，退休之余，打打游戏，消磨自己的老年时光；青年人工作压力大，生活节奏快，通过游戏可以使紧绷的神经得到暂时的放松；玩是少年儿童的天性，游戏不仅可以给他们带来快乐，而且可以促进智力的开发。从市场监管的角度看，政府加强监管，加大对盗版的打击力度，维护知识产权，营造良好的发展环境。

一位著名的经济学家曾经说过：企业在进行并购重组时，应该选择不具有相关的领域，这样可以抵御风险。当危机发生，由于企业业务模式和发展领域的不同，一个行业受到冲击，企业可以通过努力发展另一个行业来应对风险，弥补企业造成的损失，在中国古语中意为东边不亮西边亮。世纪华通通过连续并购形成汽车零部件与游戏产业双轨并行的发展模式，实现了多元化的发展目标，增强了抵御风险的能力，提升了企业的竞争力。

4.2.2 把握政策方针，增加股东财富

进入 21 世纪以来，我国的国际影响力不断提高，各个国家开始将目光从西方转向这个神秘的东方国度，开始了解这个国家的政治、经济以及文化；与此同时，我国社会出现了一些不道德、不文明的现象，扭曲了人性。因此，在国内外大环境的契机下，国家开始大力加强对传统优秀文化的宣传，推进文化走入人们的生活，改变大家的认知，重塑我国礼仪之邦的名誉。同时，加大对文化产业的扶持力度，给予相应的政策和税收优惠，鼓励精细化、高品质文化产品的产出。

游戏产业在政策的推动下，焕发新的生机，蓬勃向前发展。下表为近年来，国家关于文化产业的发展政策：

表 4.1 文化产业发展政策

时间	政策
2009 年 9 月	《关于加快文化产业发展的指导意见》
2011 年 10 月	《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》
2011 年 12 月	《国务院办公厅关于加快发展高技术服务业的指导意见》
2012 年 2 月	《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》
2012 年 2 月	《文化部“十二五”时期文化产业倍增计划》
2016 年 6 月	“十三五”规划纲要
2017 年 2 月	《“十三五”时期文化发展改革规划》
2018 年 2 月	《文化部十三五期间文化产业发展计划》

众所周知，公司的最终目的是实现股东财富最大化。根据委托代理理论，职业经纪人的目标是通过自身的努力，实现公司业绩的增长，扩大公司规模，为股东创造更多的财富，而并购是实现这些目的最快的途径。因此，借着政策的东风和汽车行业寒冬期的现状，世纪华通希望通过连续并购的方式，快速进入游戏产业，拓展公司业务，发掘新的盈利增长点，增加股东的财富，赢得董事会的信任。

4.2.3 实现游戏全产业链发展

从游戏产品种类角度看，世纪华通通过对不同游戏产品的并购，其经营产品涵盖了整个游戏行业。其中，天游软件的主要定位是游戏运营商，无锡七酷网络主要进行网页游戏的研发，点点互动主要聚焦于移动端，盛趣游戏作为早期的进入者，没有明显的产品定位，产品种类丰富，积累了大量的用户。根据游戏组工会 2020 年的市场针对游戏品种的调查研究表明：在我国的游戏市场收入中，客户端占据半壁江山。尤其是 2020 年的疫情，导致大多数人有空闲的时间，通过打游戏消磨时光，使得客户端游戏的比重一度超过 70%；随着移动手机的不断普及，移动端的游戏占比紧随其后，大约 15%；网页游戏位于第三位，比重保持在 10%；最后是社交和主机游戏，瓜分了最后的 10% 的市场。世纪华通进入多个游戏品类，实现游戏产品的全覆盖，为未来的发展提供了更多的选择。

从游戏产业链的角度研究，游戏产业主要由 IP 版权方、游戏研究开发机构、游戏产品发行商、游戏平台的运营维护者、消费者，五部分组成。其中，天游软件的主要从事对游戏平台的运营工作，保证游戏的正常使用；无锡七酷拥有自己的研发团队，开展对精品游戏的研发工作；点点互动是一家综合性的游戏厂商，针对国外市场，进行游戏的研发、发行及维护，在众多游戏榜单中处于靠前的位置；盛趣游戏作为国内早就享负盛名的游戏公司，旗下拥有众多成熟的知名 IP，并处于不断的开发中，这些 IP 为世纪华通的未来发展提供了保障。

从微笑曲线视角分析，处于生产环节的利润率最低，位于研发和品牌的附加值较高，因此从生产环节逐步转入研发与品牌环节是众多企业的发展路径，也是世纪华通的并购道路。首先，并购主要从事游戏运营工作的天游软件作为跨入行业的敲门砖；接着并购具有丰富人才储备的研发团队无锡七酷，提高行业附加值；然后并购点点互动，开拓国际市场，利用国际优势资源，发展自身；最后并购具有诸多知名 IP 的老牌游戏公司--盛趣游戏。世纪华通的并购道路，不仅实现了从附加值低到高附加值的转化，而且打通了从研发到运营最后到 IP 的全产业链条，为世纪华通快速进入游戏产业，实现跨越式发展创造了条件。

4.2.4 发挥协同效应，改善公司治理

这里的协同效应表现在两个方面，不仅指的是汽车零部件行业与游戏行业的协同，还表现在游戏行业内部自身的协同。首先是跨行业的协同：游戏行业属于新兴行业，主要资产主要为游戏产品及 IP 的衍生品，社会对其无形资产的估值不具有确定性，固定资产只有办公用品。因此，在融资过程中存在一定的障碍。汽车零部件制造业具有充足的现金流，而且固定资产可以抵押，为游戏行业的发展注入资金，为其发展提供保障，提高公司的持续盈利能力，实现了财务协同。运营方面：零部件公司和游戏公司都有一套成熟的从研发到销售的全产业链的运营体系。零部件公司的运营主要集中在线下，可以利用游戏公司的线上优势，开辟新的发展路径；游戏公司主要集中于线上，可以发挥零部件公司在线下的经验。两者吸取彼此的优势，弥补自己的不足，做到线上线下同时运营，共同发展，实现了经营协同。管理方面：传统行业与新兴行业的管理方式存在许多不同。传统企业注重纪律，要求按章办事，个人要服从公司的要求；新兴企业注重效率，给

员工一定的自由，个性化程度高。传统和新兴行业的管理模式都有一定的可取之处，将两者结合起来。既要求员工注重纪律又给予一定的自由，既要求员工服从组织又给予个性化的宽容，传统与新兴，零部件和游戏的交互，创造出来新的管理模式适应了企业现行的管理制度，符合管理协同的原则。其次是同行业的协同：天游软件主要从事游戏的运营工作，无锡七酷主要是参与游戏的研发与发行工作，点点互动致力于海外市场，盛趣游戏具有丰富的 IP 资源，这些公司组成了整个游戏产业链条。世纪华通没有实现并购前，这些企业各自为政，主攻自己的专长，必然在其他方面的交易成本增加。世纪华通通过实施连续的并购策略，将这些企业融入到一个圈子中，发挥协调效应，降低内部成本和成交价格，同时彼此之间可以相互学习，借鉴对方的经验，为自身发展创造良好的学习氛围。

5 连续并购的绩效分析

5.1 基于事件研究法的短期市场绩效分析

本文整理了世纪华通自 2011 年 7 月 29 日至 2020 年（截止到 2020 年 12 月 1 日）的并购公告，并依据以下标准在总体中筛选出符合条件的样本：

- 第一，并购事件的公告日为首次公告日；
- 第二，同一公告日内发生多起并购事件，看作同一事件；
- 第三，若窗口期重合，则剔除该事件。

本文选依据要求筛选出世纪华通三次并购样本事件如下表所示：

表 5.1 并购样本事件选择

事件	事件名	首次公告日
1	并购天游软件、七酷网络	2014.1.22
2	并购点点互动	2015.12.1
3	并购盛趣游戏	2018.11.7（2018.9.12 公告，6.11-11.6 停牌）

数据来源：CSMAR 数据库

世纪华通经过董事会反复商议于 2014 年 1 月 22 日发布公告：公司决定对天游软件和七酷网络实施并购，借机进入游戏行业，寻求新的发展机遇。随着消息的逐渐释放，世纪华通的股价一路上升，股价从 8.04 猛涨至 29.7 元。如下图所示：

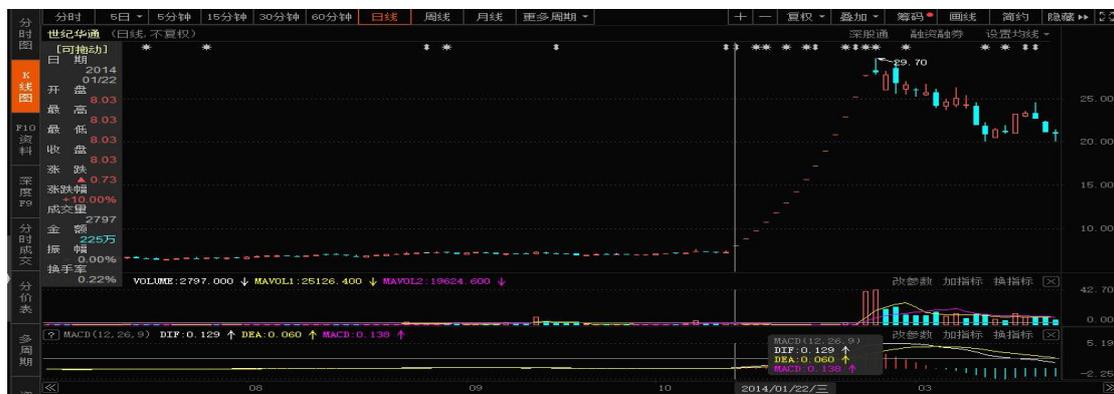


图 5.1 世纪华通股价变动图

资料来源：东方财富网

世纪华通继续加大在游戏行业的投入，于 2015 年 12 月 1 日发布公告：公司拟对点点互动游戏公司实施并购，借助其在国外市场的影响力，由此进军海外市场。公告一经发出，股市做出近乎疯狂的回应，连续涨停，股价一路飙升，从 14.56 到 41.65，增长了 3 倍多。如下图所示：



图 5.2 世纪华通股价变动图

资料来源：东方财富网

国外市场的优异表现，使得世纪华通打算进一步拓展国内市场。因此，公司于 2018 年 9 月 12 日对盛趣游戏实施 100% 全面收购。相比于前两次股市的表现，这次并购不断没有拉升股价，反而一路下跌，从 32.5 元下降到 18.75 元。归根到底，主要有以下两个原因造成的：

一是世纪华通公司在 2018 年发布年度权益分派方案：将资本公积金转出，根据股数，每 10 转增 6 股。

二是世纪华通公司对用于本次并购而发行股票的股票价格及数量做出规定：购买盛趣游戏的股票，发行价格为 19.02 元/股；市场流通的普通股数量由 880,143,550 股调整为 1,412,764,597 股。

这两方面的原因，导致世纪华通在市场流通的股票数量增多，因而导致股价的下降。如下图所示：



图 5.3 世纪华通股价变动图

资料来源：东方财富网

通常情况下，股票的价格反映了投资者对于事件的态度。即当股票的价格上升时，表明投资者对公司公告的事件持积极的态度，愿意继续投资，看好企业的未来；当股票的价格下降时，则表明投资者对企业的前景不乐观，减持手中该公司的股票。本文运用事件研究法，对世纪华通连续并购的短期绩效进行评价。即以股价的异常变动为研究对象，计算企业通过并购获得的超额收益率和累计超额收益率，得出最终结论。

5.1.1 选取事件窗

首先我们将宣布并购的公告日默认为 0，事件的窗口期为事件发布的前后 15 个交易日，即检测[-15,+15]这 31 个工作日的超额收益率和累计超额收益率。

5.1.2 计算日超额收益率和累计超额收益率

由于世纪华通并购不同企业的时间段不同，需要对每一个时间点通过事件研究法展开不同的分析。通常，事件期投资该企业的收益率减去股市正常收益率所得的数据就是投资该企业获得的超额收益，即：

$$AR_{it} = R_{it} - R'_{it}$$

AR_{it} 表示的是公式在 t 时间点的投资该企业获得超额收益率，而 R_{it} 是投资

该企业实际收益率， R'_{it} 代表股市的正常收益率。

由于市场具有自行调节的功能，所以我们假设：在事件窗口期内，企业的正常收益率（ R'_{it} ）等于市场收益率（ R_{mt} ）。所以超额收益率等于：

$$AR_{it} = R_{it} - R'_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

在窗口期内，将投资企业获得的全部超额收益率加起来就是投资该企业获得的累计超额收益率。

$$CAR_{it} = \sum_{t=-j}^{t=j} AR_{it}$$

其中 CAR_{it} 就是企业在 $[-j,+j]$ 个交易日的累计超额收益率。

5.1.3 验证结果

通过对世纪华通发布并购公告日前后 31 日的数据分析。发现：公告日之后，企业 15 天的实际收益率较之前出现明显上升的局面。体现了企业公告发出之日起，市场对此做出了正面的回应，认为此次并购可以推动企业的发展。如下图所示：

表 5.2 世纪华通并购日前后收益率

日期	世纪华通日收益率 (%)	深证成指日收益 率 (%)	日超额收益率 (%)	累计超额收益率 (%)
2013-09-18	0.5814	-0.1535	0.7349	0.7349
2013-09-23	1.8786	2.8128	-0.9342	-0.1993
2013-09-24	-0.4255	-0.6249	0.1994	0.0001
2013-09-25	0.0000	-0.5896	0.5896	0.5897
2013-09-26	-1.5670	-2.0229	0.4559	1.0456
2013-09-27	0.1447	0.3890	-0.2443	0.8013
2013-09-30	0.7225	0.4990	0.2235	1.0248
2013-10-08	1.2912	1.9609	-0.6697	0.3551
2013-10-09	0.9915	-0.1585	1.1500	1.5051
2013-10-10	-0.5610	0.2079	-0.7689	0.7362
2013-10-11	1.5515	0.6007	0.9508	1.6870
2013-10-14	2.3611	0.2532	2.1079	3.7949
2013-10-15	-1.0855	-0.6821	-0.4034	3.3915
2013-10-16	-2.0576	-1.8100	-0.2476	3.1439
2013-10-17	2.2409	-0.2536	2.4945	5.6384

续表 5.2 世纪华通并购日前后收益率

2014-01-22	10.0000	2.9898	7.0102	12.6486
2014-01-23	9.9626	-0.4090	10.3716	23.0202
2014-01-24	9.9660	0.8560	9.1100	32.1302
2014-01-27	9.9897	-1.3062	11.2959	43.4261
2014-01-28	10.0187	-0.1521	10.1708	53.5969
2014-01-29	10.0426	-0.4283	10.4709	64.0678
2014-01-30	9.9768	-1.7510	11.7278	75.7956
2014-02-07	9.9859	0.5802	9.4057	85.2013
2014-02-10	0.00000	2.5680	-2.5680	82.6333
2014-02-11	0.00000	0.3323	-0.3323	82.3010
2014-02-12	0.00000	0.8160	-0.8160	81.4850
2014-02-13	9.9744	-0.5690	10.5434	92.0284
2014-02-14	10.0000	0.3391	9.6609	101.6893
2014-02-17	9.9894	0.7637	9.2257	110.9150
2014-02-18	9.9952	-1.4035	11.3987	122.3137
2014-02-19	10.0044	1.5509	8.4535	130.7672

数据来源：CSMAR 数据库

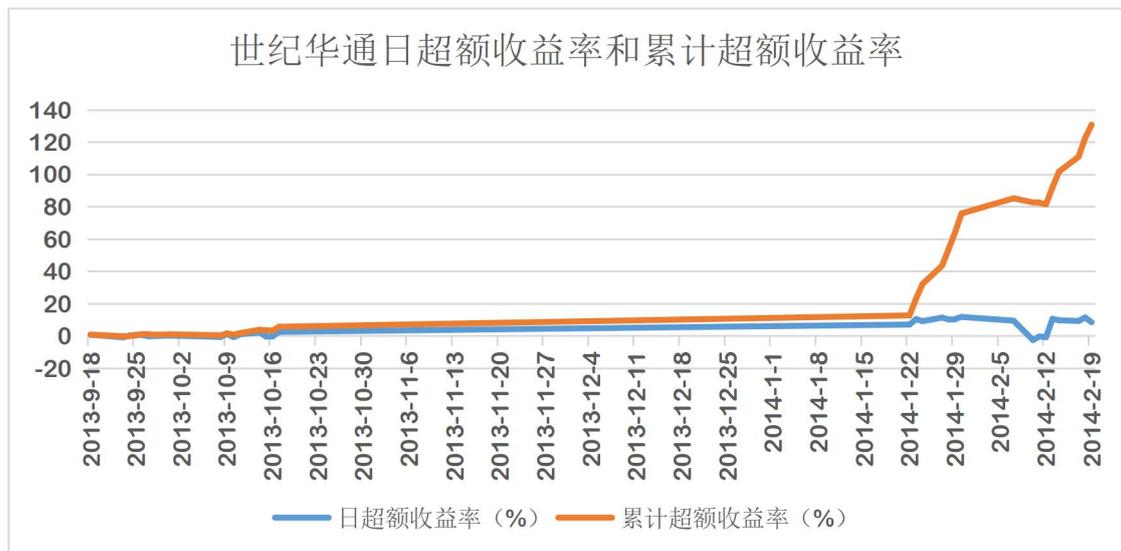


图 5.4 世纪华通超额收益率

通过对世纪华通 2015 年 12 月 1 日前后 31 日的相关数据进行分析。发现：公告日之后，企业出现连续涨停的情况。表明：由于上次并购获取的巨大成功，投资者对此次跨国并购仍保持信心，程度甚至比上次的更加强烈。如下图所示：

表 5.3 世纪华通收益率

日期	世纪华通日收益率 (%)	深证成指日收益率 (%)	日超额收益率 (%)	累计超额收益率 (%)
2014-11-14	-0.008074	0.2626	-1.07	-1.07
2014-11-17	0.05814	-0.5175	6.3315	5.2615
2014-11-18	0.0733	-1.0528	1.1261	6.3876
2014-11-19	0	0.3474	-0.3474	6.0402
2014-11-20	0.6223	-0.2395	0.8618	6.902
2014-11-21	1.4915	1.5468	-0.0553	6.8467
2014-11-24	3.2616	2.9477	0.3139	7.1606
2014-11-25	-4.0611	1.3468	-5.4079	1.7527
2014-11-26	-3.1476	0.8093	-3.9569	-2.2042
2014-11-27	-8.4796	1.1028	-9.5824	-11.7866
2014-11-28	-2.6122	1.6003	-4.2125	-15.9991
2014-12-01	-1.2573	1.039	-2.2963	-18.2954
2014-12-02	1.1885	2.9815	-1.793	-20.0884
2014-12-03	2.307	2.9569	-0.6499	-20.7383
2014-12-04	8.9791	4.0016	4.9775	-15.7608
2015-12-08	9.9322	-2.2348	12.167	-3.5938
2015-12-09	10.0275	0.1222	9.9053	6.3115
2015-12-10	9.9875	0.0098	9.9777	16.2892
2015-12-11	9.9886	-0.3859	10.3745	26.6637
2015-12-14	10.0103	2.1969	7.8134	34.4771
2015-12-15	9.9906	0.7633	9.2273	43.7044
2015-12-16	10.0213	0.1263	9.895	53.5994
2015-12-22	10.0000	0.8506	9.1494	62.7488
2015-12-23	10.0070	-0.999	11.006	73.7548
2015-12-24	9.9936	-0.5804	10.574	84.3288
2015-12-25	9.9884	0.3727	9.6157	93.9445
2015-12-28	10.0079	-2.2667	12.2746	106.2191
2015-12-30	-9.2419	0.6534	-9.8953	96.3238
2015-12-31	-9.7056	-1.7451	-7.9605	88.3633
2016-01-04	-9.9853	-8.2026	-1.7827	86.5806
2016-01-05	-1.3051	-1.3588	0.0537	86.6343

数据来源：CSMAR 数据库

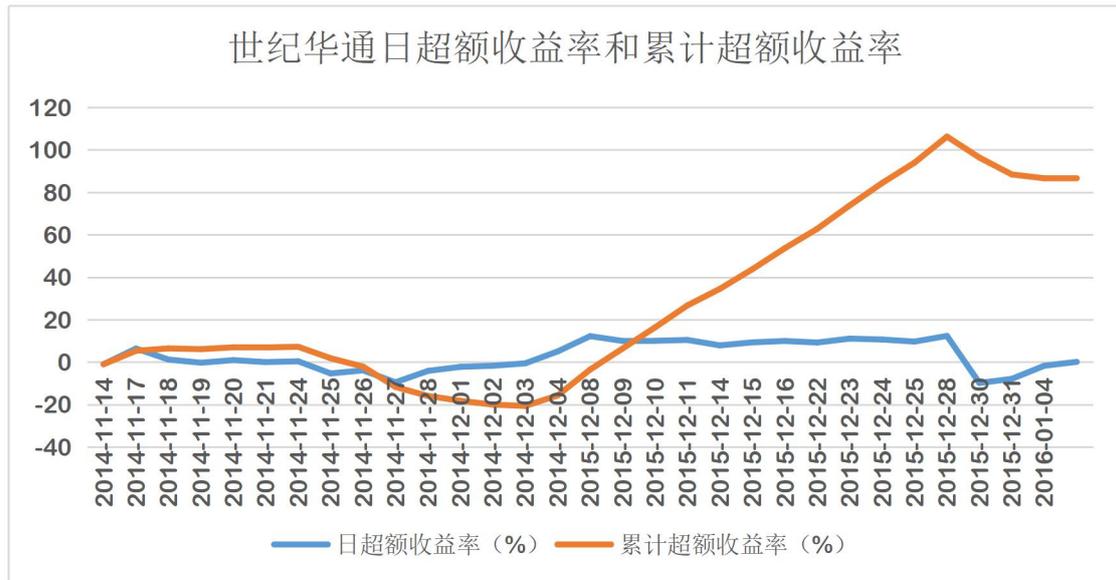


图 5.5 世纪华通超额收益率

通过对世纪华通并购盛趣游戏事件窗口期前后的数据进行分析。发现：尽管由于股价的向下调整和市场上股票数量的增多，世纪华通仍然通过本次并购获得超额的收益率。由于连续并购形成完整的游戏产业链，投资者对世纪华通的未来继续持乐观态度。如下图所示：

表 5.4 世纪华通收益率

日期	世纪华通日收益率 (%)	深证成指日收益率 (%)	日超额收益率 (%)	累计超额收益率 (%)
2018-05-22	0.6787	0.0042	0.6745	0.6745
2018-05-23	0.1404	-1.251	1.3914	2.0659
2018-05-24	-1.122	-0.6302	-0.4918	1.5741
2018-05-25	-0.2837	-1.0971	0.8134	2.3875
2018-05-28	0.1422	0.1657	-0.0235	2.364
2018-05-29	0	-1.1129	1.1129	3.4769
2018-05-30	-1.1648	-2.3506	1.1858	4.6627
2018-05-31	0.8911	1.8795	-0.9884	3.6743
2018-06-01	-0.2849	-1.2275	0.9426	4.6169
2018-06-04	-4.6286	0.3438	-4.9724	-0.3555
2018-06-05	-1.9473	1.7766	-3.7239	-4.0794
2018-06-06	0.2139	-0.1972	0.4111	-3.6683
2018-06-07	1.372	-0.4947	1.8667	-1.8016
2018-06-08	-1.3534	-1.0503	-0.3031	-2.1047
2018-06-11	-0.9146	-0.2956	-0.619	-2.7237
2018-11-07	-7.3847	-0.5031	-6.8816	-9.6053
2018-11-08	3.4667	-0.6969	4.1636	-5.4417

续表 5.4 世纪华通收益率

2018-11-09	4.3814	-0.6427	5.0241	-0.4176
2018-11-12	0	2.4023	-2.4023	-2.8199
2018-11-13	-1.2346	1.6773	-2.9119	-5.7318
2018-11-14	1.85	-0.6921	2.5421	-3.1897
2018-11-15	3.0928	1.1829	1.9099	-1.2798
2018-11-16	3.7143	0.7522	2.9621	1.6823
2018-11-19	0.0459	0.5774	-0.5315	1.1508
2018-11-20	1.8357	-2.828	4.6637	5.8145
2018-11-21	-0.4056	0.3673	-0.7729	5.0416
2018-11-22	0.2715	-0.1831	0.4546	5.4962
2018-11-23	-0.4964	-3.2592	2.7628	8.259
2018-11-26	-1.0431	-0.2723	-0.7708	7.4882
2018-11-27	0	0.2527	-0.2527	7.2355
2018-11-28	0.5958	1.5968	-1.001	6.2345

数据来源：CSMAR 数据库



图 5.6 世纪华通超额收益

综上所述，通过事件研究法对世纪华通公告日前后的相关数据分析。从短期看，世纪华通的日超额收益率和累计超额收益率在并购后都出现大幅度的增长，体现了市场对世纪华通的未来发展持积极态度。

5.2 基于财务分析法的长期绩效分析

财务分析法运用企业报表的相关数据，从四个能力出发，研究企业的运行状况。本文采用 2013 年到 2019 年共计 7 年的财务指标，通过对并购前后的指标对比情况，研究企业的长期财务绩效。

5.2.1 盈利能力分析

盈利是企业的根本目的，只有具备较强的盈利能力，企业才能生存与发展。本文将从企业的销售情况、利润情况、主营业务成本情况来分析企业的盈利能力。

表 5.5 2013-2019 盈利能力

会计年度	销售净利率 (%)	营业利润率 (%)	主营业务成本率 (%)
2013 年	6.75	7.98	77.04
2014 年	12.33	13.89	70.14
2015 年	15.56	14.95	69.00
2016 年	14.68	17.03	66.20
2017 年	22.48	27.30	70.42
2018 年	11.84	12.96	61.76
2019 年	18.75	21.01	48.71

数据来源：世纪华通年报

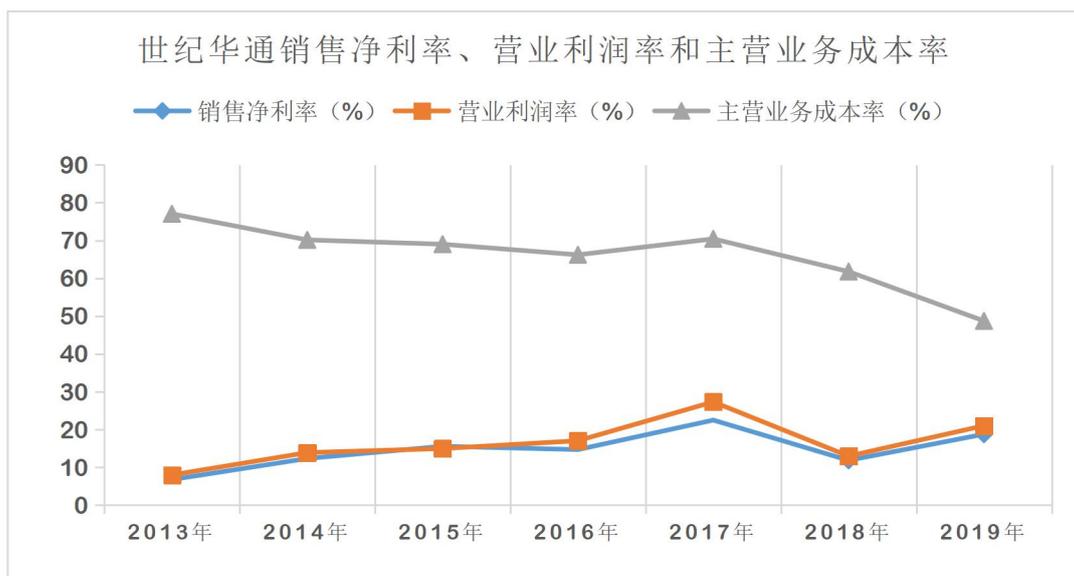


图 5.7 销售净利率、营业利润率、主营业务成本率

(1) 销售净利率

销售净利率反映了销售收入与净利润的关系。企业的销售净利率越高，表明企业的销售收入增加的同时，销售成本下降，企业能够获得更多的净利润，体现了企业的市场竞争力不断增强。通过上面的数据表和折线图可以看出：并购前企业的销售净利率处于较低的水平，并购后企业的指标逐步上升，虽然 2018 年因

为点点互动导致数据的暂时下降，随后的 2019 年销售净利率继续上升。

（2）营业利润率

营业利润率反映了管理者的经营活动为企业创造的价值，是管理者能力的体现。企业的营业利润率越高，体现了企业的经营活动得到社会的认可，表明企业对资产的利用效果强。从上面的数据表和折线图可以得出：由于第一次并购产生不错的营业利润率，使得股东愿意继续投入，推动后续的并购，连续并购的发生反过来又进一步增加了股东的财富。

（3）主营业务成本率

主营业务成本率反映了企业主营产品在总体成本中所占的比重。该比例越高，说明其经营活动创造的价值就越低。从上面的数据表和折线图可以分析出：在 2013 年时企业的主营业务成本率为 77%，随着并购的不断深入和效果的发酵，2016 年企业的主营业务成本率达到 66.2%，减少了 10.8%。2017 年稍有增加主要是管理者过度自信导致的成本增加，但在 2019 年，主营业务成本率降至 48.71%。

通过表 5.5 和图 5.7，从企业的销售情况、利润情况、成本情况分析企业自 2013 年到 2019 年的财务状况，我们可以看出，随着企业并购的不断进行，企业的盈利能力明显提升。

5.2.2 偿债能力分析

公司的债务主要是指向债权人借款和发行债券，按偿还时间的长短分为短期债务和长期债务。偿债能力指的是企业用现金偿还所借款项的能力，反映了企业的资金状况和对债权人的责任。

表 5.6 2013-2019 短期偿债能力

	财务指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
短期偿债能力	流动比率	2.36	2.36	1.95	1.83	1.72	3.35	1.43
	现金比率	0.28	0.51	0.57	0.57	0.37	1.76	0.56

数据来源：世纪华通年报

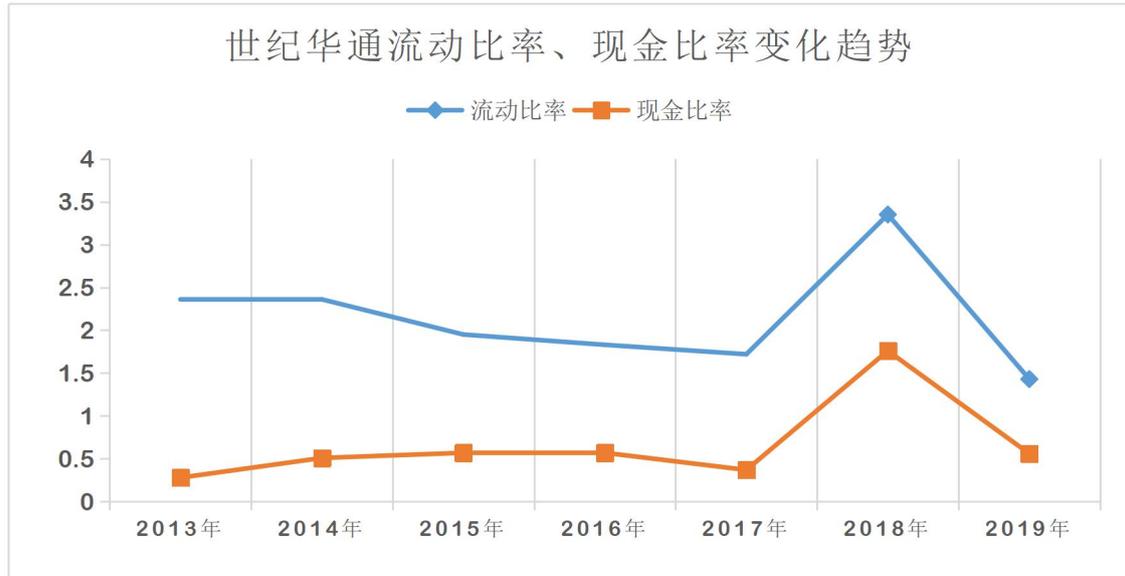


图 5.8 流动比率、现金比率变化

短期偿债能力反映的是流动资产是否能够偿还短期债务的能力，一般通过流动比率和现金比率等数据进行衡量。从 5.6 的表和 5.8 的图，我们可以看出：无论是并购前还是并购后，企业的两个比率都较高。甚至在并购点点互动时还表现出极强的变现能力，体现了企业是从事汽车零部件制造业还是游戏产业都非常成功。

表 5.7 2013—2019 长期偿债能力

财务指标		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
长期偿债能力	资产负债率	20.49	13.4	21.25	20.07	20.53	17.09	23.05
	产权比率	25.77	15.47	26.98	24.42	25.48	19.95	25.15

数据来源：世纪华通年报

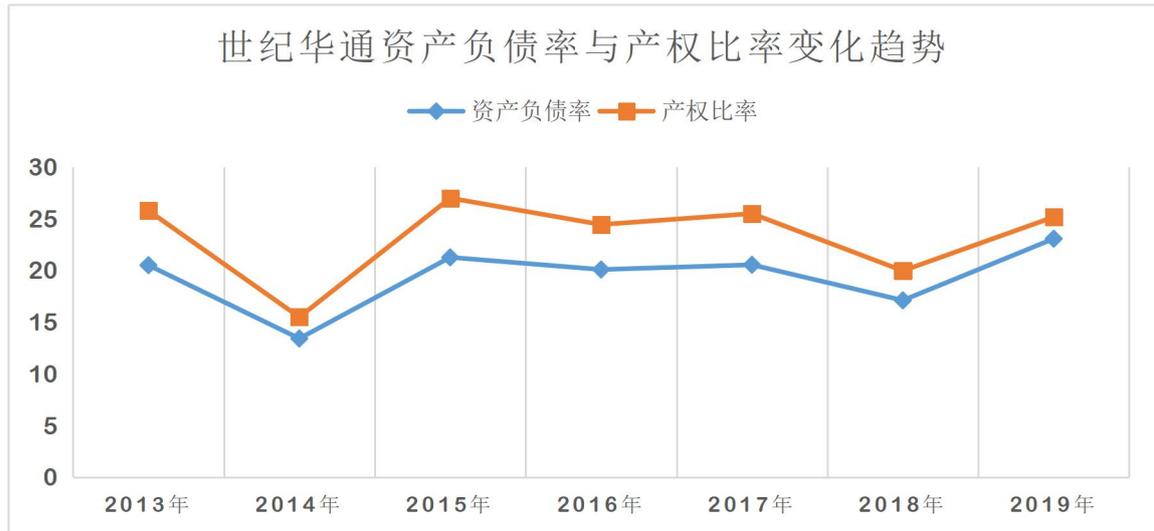


图 5.9 资产负债率和产权比率

长期偿债能力主要是企业的长期资产对长期债务的偿还能力，反映的是资产能够在短时间内转化成现金并且足额偿还债务的能力，一般通过资产负债率和产权比率等数据进行测算。根据 5.7 的表和 5.9 的图，我们可以分析出：世纪华通整体的资产负债率和产权比率均维持在较低的平衡水平。这是因为，世纪华通通过连续并购游戏公司，获得大量资产，但过程中也产生巨额负债。因此，资产与负债的同步增加，使得世纪华通的资产负债率和产权比率保持稳定。

5.2.3 营运能力分析

营运能力是企业管理者运用手中的各种资源赚取利润的能力。企业对各种资产的管理效率越高，周转速率越快，则企业使用相同资源获取的利润就越多，经济效益就越好，更能吸引投资者的目光。

表 5.8 2013-2019 营运能力

会计年度	应收账款周转率（次）	存货周转率（次）	总资产周转率（次）
2013 年	4.27	2.55	0.62
2014 年	4.42	2.85	0.55
2015 年	5.63	5.10	0.65
2016 年	5.65	5.71	0.65
2017 年	5.04	5.54	0.59
2018 年	8.15	10.70	0.70
2019 年	6.39	16.37	0.60

数据来源：世纪华通年报

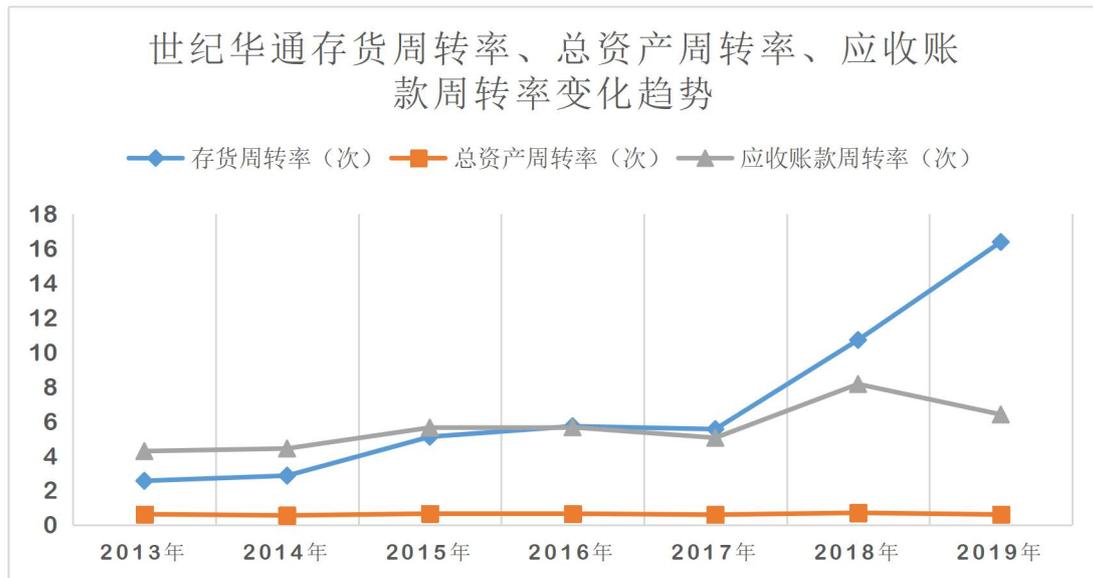


图 5.10 存货周转率、总资产周转率、应收账款周转率

(1) 存货周转率

存货周转率反映在一定的时间段内，企业存货在整个销售过程的流转速率。企业的存货周转率越高，企业的销售成本将不断上升，体现了企业的销售业绩良好，商品得到了市场的认可。根据表 5.8 和图 5.10 的数据显示，世纪华通的存货周转率从 2013-2019 年平稳上升，尤其是自 2017 年之后增幅加剧。这是因为，游戏行业从业态上划分为轻资产行业，存货的压力本身较轻，加之近些年来，企业的汽车零部件业务比重不断下降，进一步提升了存货周转率。

(1) 总资产周转率

总资产周转率反映的是在固定的时间节点上，企业对资产的利用效率。企业的总资产周转率越高，企业的销售收入不断增加，在相同的周期内销售更多的产品，对资源的使用频率更高。根据表 5.8 和图 5.10 的数据显示，企业的总资产周转率保持在相对平稳的水平。这是因为，随着企业发展战略的改变，企业通过并购，资产的积累量不断的增加。只要当企业的销售收入成倍的增长时，才能保持一定的平衡。因此，从 2013-2019 年，企业的销售收入是逐步上升的，企业产品的市场占有率不断不断扩大。

(2) 应收账款周转率

应收账款周转率等，反映一定的周期内，企业经营成果的回收情况。企业的应收账款周转率越高，企业的资金回笼速度越快，更多的资金投入到下一次的生

产过程中，可以创造更多的价值。根据表 5.8 和图 5.10 的数据显示，世纪华通的应收账款周转率逐年上升，并且随着并购游戏公司规模的不增多，上升的速度越来越快，2018 年的应收账款周转率是 2013 年的 5 倍多。这是因为，游戏行业不同于传统行业，产品的变现能力强，资金流转速度快，伴随着企业并购一体化的游戏产业，资金可以在内部实现全产业链的运作，进一步提高了资金的利用效率；另外一个原因就是世纪华通自身的管理能力较强，将优秀的管理人才入驻新并购的企业，改善了新企业的管理能力，实现了管理协同。

5.2.4 成长能力分析

成长能力主要是指投资者对企业的发展前景的预测。反映企业未来营业收入的增长情况，利润的持续增加值，市场占有率，企业的扩张程度和吸引投资者投入的状况。通常来说，企业的成长能力越高，企业的规模就越大，市场占比逐步增加，更具好的发展前景，社会影响力更强。

表 5.9 2013-2019 成长能力

财务指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	
成 长 能 力	主营业务收入增长率 (%)	32.14	39.50	76.72	14.21	1.01	132.72	80.83
	净利润增长率 (%)	-11.36	154.99	94.27	23.66	54.70	22.55	186.52
	净资产增长率 (%)	3.56	120.88	9.82	10.17	15.86	172.40	79.21

数据来源：世纪华通年报

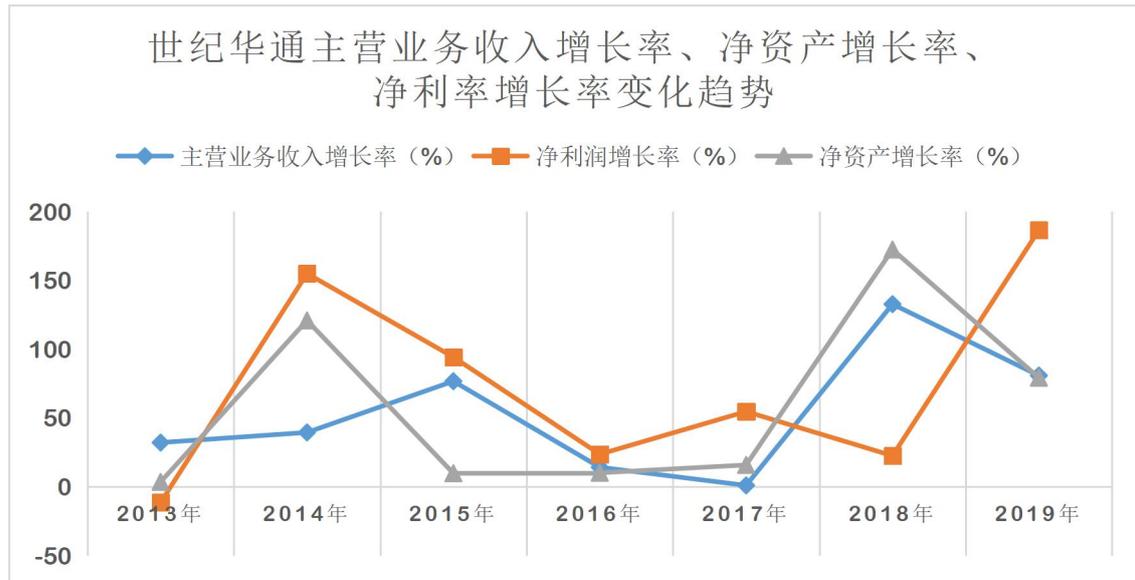


图 5.11 主营业务收入增长率、净资产增长率、净利率增长率

(1) 主营业务增长率

主营业务增长率反映了本年的销售收入相较于上年同期的增长情况，即市场占有率的扩张情况。企业的主营业务增长率越高，说明企业的产品符合大众的需求，企业的业务覆盖率扩展。根据表 5.9 和图 2.11，我们可以发现：随着文化产业的成熟，大家对游戏的需求量日益剧增，游戏产业成为许多企业争夺的新领域。世纪华通把握住时代发展的机遇，迅速并购游戏公司，使其营业收入取得显著的增长，从 2013 年增长率的 30% 多，一路狂飙至 100% 多以上。

(2) 净利润增长率

净利润增长率反映了企业净利润的增长情况。净利润是企业利润总额扣除利息费用的最终值，代表了企业全年的经营成果。企业的净利润增长率越高，则企业的盈利能力持续增强，说明企业在扩展市场的同时注重对产品成本的管控，降低了企业的内部交易成本，提高企业的竞争力。根据表 5.9 和图 2.11，我们可以发现：在并购发生前由于汽车行业的不景气，导致企业出现负的增长率。但并购发生后的第一年，企业的净利润增长率以 150% 的增长率显示出企业战略决策的成功。虽然在 2016、2018 年出现部分反弹的局面，但都在第二年快速扭转。

(3) 净资产增长率

净资产增长率反映了企业资本规模的扩展程度。净资产增长率是这个综合指标，企业的净资产增长率越高，一方面说明企业的资产规模不断扩大，业务范围

和领域的拓展，另一方面表明企业的偿债能力强，负债比率下降，企业拥有更多自有资金，股东的财富不断增加且速度越来越快。根据表 5.9 和图 2.11，我们可以得出：2013 年企业的净资产增长率仅为 3.56%，符合传统企业在这个时间段发展速度放缓的现状。自 2014 年起，企业的净资产增长率保持两位数甚至三位数的增长量。通过连续的大规模并购短短的 5、6 年时间成为 A 股规模最大的游戏公司，其大规模的扩张速度，不仅展示了管理者的决心和能力，也显现出旺盛的生命力。

综上所述，运用财务分析法全方位对世纪华通 2013-2019 年的财务数据进行评价。从长期看，企业的四个关键能力大幅度提高，公司的发展符合预期，投资者对世纪华通的前景持乐观态度。

5.3 世纪华通并购非财务指标分析

5.3.1 显性市场效应分析

(1) 世纪华通通过连续并购，市场份额有质的飞跃。根据数据显示，世纪华通游戏产业的市场份额逐年扩大。2019 年营收超越三七互娱，在国内游戏市场牢牢占据第三的位置。

(2) 游戏产业在世纪华通产业中的占比逐年升高。2020 年游戏产业占据主营业务收入的 80%，成为世纪华通的支柱产业。从游戏产业的营业规模上看，有数量级的提升，营业规模呈进增长态势。

5.3.2 隐性市场效应分析

通过连续并购，世纪华通游戏产业在隐形市场的竞争力不断增强。主要体现在平台知名度、区域覆盖面等方面。

(1) 平台知名度提高。财报显示，无论是市场份额还是营收规模，世纪华通居于前列，在游戏平台占有一席之地。世纪华通在并购盛跃网络后，一跃成为 A 股市值最大的游戏公司。作为隐形市场竞争力的重要考核依据，品牌的知名度历来是企业关注的重点。主要体现在用户挖掘、游戏平台知名度两个方面。首先是用户挖掘。世纪华通并购一系列具有发展潜力的游戏公司，收获大量忠实的用

户。再者，通过对精品游戏的开发和经典 IP 的创立，使世纪华通的品牌知名度不断提升。

(2) 区域覆盖面扩大。通过连续并购，世纪华通产业板块从着眼于国内市场，转向国内和国际双市场的格局。世纪华通已经在东亚、东南亚、欧洲以及北美等地区取得成功。但是，对于中东地区、南美地区等这些新兴市场，还需继续拓展，实现全球化的板块耦合。而且，从海内外市场规模分析，海外市场的发展空间更加充裕。

5.4 世纪华通并购价值创造分析

5.4.1 企业增值能力——经济增加值（EVA）

通常情况下，企业的财务报表中的企业的税后净经营利润并不是企业真正的税后净经营利润，因为它没有扣除企业使用股东或者债券人资金所支付的费用。为了弥补会计计算上的误差，特恩在对诸多上市公司进行反复的论证之后，创造了 EVA。

EVA 的具体计算公式如下：

$$EVA = NOPAT - TC \times WACC$$

EVA 代表企业的经营现状；NOPAT 体现税后净营业利润；TC 反映资本投入总额；WACC 作为企业使用资金的加权平均资本成本。

(1) 税后净营业利润的计算

表 5.10 税后净营业利润计算表

单位：万元

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
净利润	9340	8279	21112	41015	50720	78465	96155	273548
加：研发费用摊销	0.00	69	1411	3272	6535	4345	1302	2436
加：资产减值损失	196	819	1047	3136	-68	1236	3757	-293
加：利息支出	293	453	226	1790	2085	2201	4008	2581
减：营业外收入	102	537	505	1953	1399	906	131	478
加：营业外支出	452	323	571	637	857	92	403	710
减：投资收益	227	112	67	89	-540	50882	13889	18573

续表 5.10 税后净营业利润计算表

单位: 万元

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
所得税税率	0.15	0.15	0.25	0.15	0.25	0.25	0.25	0.25
递延所得税调整	38	17	240	690	161	452	1066	18584
税后净营业利润	9484	8216	20903	40893	51235	79436	99063	292551

数据来源: CSMAR 数据库

(2) 资本投入总额的计算

表 5.11 资本投资总额计算表

单位: 万元

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
权益资本	158971	164626	234518	399331	439941	509714	1388447	2486875
债务资本	0.9	0.1	0.9	4.2	3.1	2.9	1.3	0.02
加: 资产减值损失	196	819	1047	3136	-68	1236	3757	-293
减: 递延所得税调整	350	367	608	1299	1460	1913	2979	2156
减: 应付账款	14737	24046	20570	31630	34653	45301	6686	106281
减: 预收账款	918	580	4387	5031	5498	4002	789	2414
减: 在建工程	11971	15631	3055	5674	2757	1917	7873	4343
资本投资总额	140689	125619	216144	40093	427402	486959	1387137	2352259

数据来源: CSMAR 数据库

(3) 加权平均资本成本的计算

表 5.12 加权资本成本计算表

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
一年期国债	0.0294	0.0401	0.0342	0.0241	0.0243	0.0203	0.0244	0.0242
β 系数	0.85	0.87	1.23	1.13	1.10	1.06	1.04	1.05
市场风险溢价	0.0684	0.0711	0.0719	0.0629	0.0618	0.0611	0.0620	0.0619
权益资本成本	0.087	0.102	0.122	0.095	0.092	0.09	0.097	0.096
债务资本成本(加权)	0.06	0.061	0.06	0.052	0.040	0.043	0.049	0.046
加权资本成本	0.085	0.102	0.122	0.091	0.089	0.101	0.092	0.090

数据来源: CSMAR 数据库

(4) EVA 的计算

表 5.13 经济增加值计算表

单位：万元

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
税后净利润额	9484	8216	20903	4089	51235	79436	99063	292551
资本投资总额	140689	125619	216144	400931	42740	486959	1387137	2352259
加权资本成本	0.085	0.102	0.122	0.091	0.089	0.101	0.092	0.09
经济增加值	-2474	-4596	-5466	4408	13196	30253	-28552	80847

数据来源：CSMAR 数据库

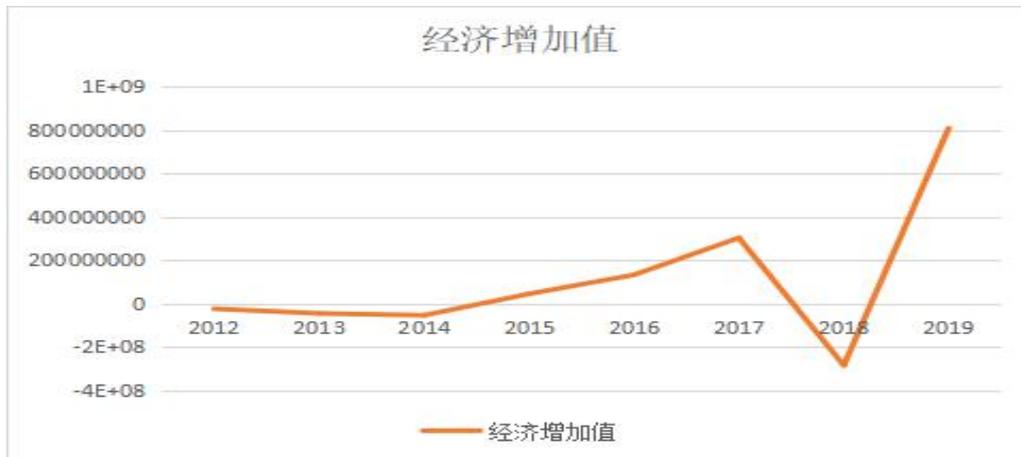


图 5.12 世纪华通经济增加值

从表 5.13 和图 5.12，我们可以清晰的看出：2012-2014 年，企业的 EVA 为负数；从 2015 年起不仅由负转正，而且持续增长；虽然在 2018 年经历了短暂的回落，2019 年以火箭的姿态飞速向上。这主要是因为，在 2012-2014 年，由于国内汽车行业的遇冷和海外市场的收缩，使得企业的净经营利润减少，导致经济增加值连续为负；2014 年企业相继并购天游软件和无锡七酷，并迅速调整企业的业务模式，仅用一年的时间，在 2015 年企业的经济增加值便由负转正，并朝着良好的趋势发展；2018 年企业使用大量资本并购点点互动和盛趣游戏，导致资本成本增加，EVA 下降；但在随后的 2019 年，企业并购完成，形成完成的游戏产业链。各企业发挥自身的竞争优势，使得企业的市场价值不断增加。

5.4.2 企业增值效率——经济增加值率（EVAPC）

虽然 EVA 相对于传统的财务数据指标更具可靠性，但是它仍然受到资本投入的影响。因此，下文中引用 EVAPC，剔除了经济增加值的影响因素，进一步分析企业的价值。

表 5.14 经济增加值率计算表

单位：万元

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
经济增加值	-2474	-4596	-5466	4408	13196	30253	-2855	80847
资本投资总额	140689	125619	216144	400931	427402	486959	1387137	235225
经济增加值率	-0.0175	-0.0365	-0.025	0.010	0.030	0.062	-0.020	0.034

数据来源：CSMAR 数据库



图 5.13 世纪华通经济增加值率

从表 5.14 和图 5.13，我们可以看出：2012-2014 世纪华通的 EVAPC 和 EVA 均为负数；从 2015 年起 EVAPC 不断上升，其变化程度相较于 EVA 更加明显；尽管 2018 年有所下降；但是经过调整后，2019 年重新出发，再次起飞。通过 EVAPC 的变化情况说明：世纪华通的经济增加值不断上升，不仅仅是因为连续并购多家公司，将企业的市值简单的叠加所致。而是充分做好了并购后的整合工作，发挥协调效应，实现了产业融合。

5.4.3 企业增值类型——经济增加值营收入率（EVAPRO）

通过上述的分析，我们认识到 EVA 与资本成本的关系。下面我们将经济增加值与营业收入这两个变量结合起来，分析世纪华通的经济增加值营收入率。

表 5.15 营业收入增长率计算表

单位：万元

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	92889	12274	171223	302582	345590	349082	812399	1468971
经济增加值	-2474	-4596	-5466	4408.	13196	30253	-28552	80847
经济增加值 营收入率	-0.026	-0.037	-0.031	0.014	0.038	0.086	-0.035	0.055
营收增长率	-6.99%	32.14%	39.50%	76.72%	14.21%	1.01%	132.72%	80.82%
增值类型	收缩型	自毁型	自毁型	价值型	价值型	收缩型	价值型	价值型

数据来源：CSMAR 数据库

根据表 5.15 显示，由于市场环境的恶化和自身经营效率的下降，世纪华通 2012 年的经济增加值营收入率和主营业务收入均为负数，企业的增值类型属于最糟糕的收缩性；虽然企业在 2013-2014 年采取了相应的整治措施，使得主营业务收入增加，但是经济增加值营收入率仍持续低迷，这时企业属于自毁性，需要改变原有的发展模式，寻求新的发展方向；2015-2016 年，企业的并购完成并逐步发挥功效，世纪华通的经济增加值营收入率和主营业务收入直接扭转，均为正值，企业的增值类型转为最理想的价值型；2017 年，由于天酷软件没有发行新的游戏产品，使得企业的收入和市场价值下降；但是随着企业之后连续并购点点互动和盛趣游戏，世纪华通的企业增值重回价值型。

6 结论与启示

6.1 研究结论

本文以世纪华通连续并购事件为切入点,通过对我国汽车零部件行业的发展困境和新兴行业游戏产业的前景进行对比研究,概括总结出世纪华通连续并购的动因,并从短期股价变动情况、长期财务指标发展状况和企业的市场价值提升三个方面,对世纪华通并购后的绩效进行评估,最终得出研究结论。

(1) 通过连续并购,顺应时代变革,形成新的发展业态

在国内汽车行业遇冷和国外订单下降的背景下,汽车零部件行业的经营状况每况愈下。世纪华通的管理层对现实情况进行理性分析,在“互联网+”政策的驱动下,连续并购多家知名的国内外游戏企业,实现了游戏全产业链的发展格局,推动传统制造业和新兴产业的融合。双轨制的多元发展策略,有利于不同企业之间取长补短,发挥协同效应,增强了世纪华通的竞争力,最终实现增加股东财富的企业目的。

(2) 通过连续并购,使企业摆脱困境,实现股东财富最大化的目标

短期股价的变动情况:世纪华通的并购事件公告发出后,均会引起股票价格的剧烈增长,企业的累计超额收益率超过 100%,表明投资者看好企业的发展前景,对企业的未来持乐观态度。

长期财务指标:盈利能力:通过连续并购,世纪华通的业务布局发生重大变化,游戏行业逐步成为主业,营业收入不断增加;企业的资产回报率不断提高,增强了股东和债权人的信心。**偿债能力:**世纪华通流动资产的变现能力为连续并购提供保障;随着轻资产运营模式—游戏企业的不断增多,世纪华通的资产负债率维持在较低的水平。**营运能力:**不同于汽车零部件企业,游戏行业的库存压力小,应收账款和资产的周转率快,资金回笼率高。充足的现金流保证了企业的生产,提高了世纪华通的经营效率。**成长能力:**游戏产业属于国家近年来扶持的重点行业,发展潜力大。世纪华通通过并购进入游戏产业,有利于发挥零部件行业与游戏产业各自的优势,提高企业的业绩,增加企业的利润。

企业的市场价值:经济增加值与投入的资本成本结合,对比 2012-2019 年的数据,我们可以看出世纪华通改变发展策略,使得企业的 EVA 和 EVAPRO,由

负转正并不断上升；经济增加值营收率和营收增长率结合，观察 2012-2019 年的图表，我们发现世纪华通通过进入游戏行业扭转；扭转了企业的增值类型，企业从最差的收缩型升级为最佳的价值型。

综上所述，世纪华通通过并购达到了预期的目标，实现了价值增值。

6.2 启示

（1）适应社会的发展变化，及时调整企业发展方向

从社会发展的自然规律看，任何事物都会经历从幼小到强大，从生存到灭亡，这是亘古不变的真理，只有不断的变革，适应新的时代特征，我们才能永恒的存续下去，将它运用到企业的发展中也是适用的。企业自身所处行业的环境往往对企业的发展起着至关重要的作用，并且行业环境的改变不受企业的控制。因此，当企业所处行业的生存环境恶化时，企业可以通过并购进入新兴的、具有发展潜力的行业，以改变企业当前被动的局面，谋求新的发展。当今中国处于不断的改革之中，任何事物都发生着新的变化。以传统汽车制造业为例，经历了 21 世纪初短暂的甜蜜期后，由于我国环保政策的实施和国外订单的突然下降，汽车行业进入“寒冬期”。作为汽车零部件制造的世纪华通，敏锐的洞察到严峻的汽车行业形势。从 2013 年起调整发展思路，将目光转向生机勃勃的游戏产业，借着“互联网+”和国家鼓励文娱产业发展的东风，通过连续并购建立起一套完整的游戏链条，形成汽车行业和游戏行业双轨制的发展模式。一方面减少零部件行业的比重，走出汽车行业的困境，一方面加大对游戏行业的投入，拥抱新市场。世纪华通策略的及时改进，增加了企业的收入，提高了抵御风险的能力，实现了公司价值的增加。

（2）在并购过程中合理使用对赌协议，降低并购风险

通过连续并购，世纪华通由传统的制造业转换为新兴的游戏产业，其经营活动受到诸多因素的限制，具有较强的不确定性。与此同时，游戏类产业属于轻资产产业，企业的核心资产为游戏内容的创造、发行和运营，固定资产较少，缺乏相应的估值方法进行量化。由于，游戏行业的特殊性，在并购过程中使用对赌协议，可以降低企业的并购风险。在并购中使用对赌协议，可以降低企业的估值风险，便于加强并购双方的信息交流，降低委托代理成本。在签订对赌协议时，通

常采用业绩补偿承诺的方式，推动并购行为的实现。一方面，被并购方管理层在业绩补偿承诺的激励下，积极主动的参与到企业的后续经营过程中，推动企业发展，实现并购目标；另一方面，若被并购后企业出现经营业绩不达标，市场竞争力下降的局面，并购方仍然可以根据业绩承诺，从被并购方取得一定的补偿，弥补并购行为造成的损失。

（3）深入推进整合工作，为企业的发展排除后顾之忧

企业并购是一个综合性的事件，不仅包括企业的发展方向、对被并方的选择、企业估值、并购方式的选择、并购资金的筹集等内容，对并购后的整个也是非常关键的环节。许多并购的失败都是整合的失败造成的，两个性质不同的企业，如何协调彼此的矛盾，实现协同效应，这是企业管理者重点要思考的问题。世纪华通在并购初期阶段就针对不同企业的整合问题探索了不同的道路。首先，传统行业的运营模式与新兴企业存在差异。世纪华通并没有将游戏企业强行按照本企业的管理模式限制它们的发展，而是保持他们的组织框架，给予足够的自主权；其次，连续并购游戏产业的不同领域。打通整个游戏产业做好各个环节的协调工作，发挥他们各自的竞争优势；最后，对企业内部的资源进行整合。成立专门的小组，对企业所拥有的资源统一调配，避免重复环节造成的浪费，实现管理协同。

（4）加强对上下游的融合，提升企业竞争力

产业链是指一个产业就是一个完整的链条，由上游、中游、下游三部分形成一个闭环，推动行业进步。游戏的产业链条主要有 IP、产品研发商、游戏发行商、专业的运营团队、用户构成。世纪华通出身于汽车零部件厂商缺乏关于游戏行业的发展经验，因此世纪华通的第一步是并购天游软件。天游软件的主要业务是游戏的运营，在产业链处于低端位置，进入门槛低。世纪华通通过天游软件，打破了游戏行业的障碍，顺利实现了跨行业发展的第一步。然后并购无锡七酷。无锡七酷是国内知名的游戏研发和发行公司，公司拥有 400 多人的游戏尖端人才，在业内享有极高的地位。世纪华通深刻的认识到创造能力对于企业发展的重要性，通过并购无锡七酷将核心竞争力牢牢地掌握在自己的手中，同时实现游戏开发到运营产业融合。接着并购点点互动。点点互动是知名的国际游戏公司，海外市场份额比重较大。世纪华通通过并购，进一步开拓国际市场。最后并购盛趣游戏。盛趣游戏是我国知名的游戏公司，诸多的成熟 IP 是老一代玩家的记忆。

世纪华通通过并购，拥有众多知识产权，为后续发展铺平道路。世纪华通的并购道路充分发挥产业链的优势，筑造了从 IP 到运营的全产业链的发展格局，同时连接国内国外两个市场，实现了跨行业发展。

参考文献

- [1]Agha S,Alrubaiee L.Effect of core competence on competitive advantage and organizational.[J].ournal of Financial Economics,2012(01):197-204.
- [2]Bendaş.FB.G.Igor Ansoff.Managing business portfolios in German companies[J], 2015(1):79-90.
- [3]Francoeur.Mc Corry,M.,S.Wealth effects of US banks takeovers[J].Journal of Financial Economic,2007(55):329-336.
- [4]Healy.PK,Pale.Pu,R.Ruback.Does performance improve after mergers[J].Journal of Financial Economics,1992(31):135-175.
- [5]Jensen,M.C. and W.Meckling.Theory of the firm:managerial behavior,agency costs and ownership structure[J].Journal of Financial Economics,2003(8):18-25.
- [6]Killian,The Euro and its Impact on the Number,Size,Performance and Spread of European Mergers and Acquisitions[J].Regional Studies,2015(8):1-16.
- [7]Lang.LHP,RM,StulzTobin's Q.Theory of the Firm: Managerial Behavior,Agency Costs,and Ownership[J].Journal of Political Economy,1994(102):1248-1280.
- [8]M.Jensen and R.Ruback.The Market for Corporate Control : the Scientific Evidence[J].Journal of Financial Economics,1983(11):10-15.
- [9]Neelam Bani,Surrender S Davy,P K Jain.Financial performance analysis of mergers and acquisitions:evidence from India[J].International Journal of Commerce and Management,2015(4):402-423.
- [10]Rhodes-Kropf,M, S.Viswanathan.Market valuation and merger Waves[J].Journal of Finance,2004(4):42-43.
- [11]Satish Kumar,Lalit K.Bansal.The impact of mergers and acquisitions on corporate performance in India[J].Management Decision,2008 (10):1531-1543.
- [12]蔡政元,巴曙松.基于国别估值视角下的跨国并购研究[J].上海金融,2018(10):1-11+22.
- [13]曹礼创.中国民营企业跨国并购动因研究[J].现代经济信息.2018,(15):147.
- [14]曹星亮,李秀媛.全球创新链视角的跨国并购技术创新能力提升效应——基于吉利并购沃尔沃的案例[[J].新疆社会科学,2018(03):42-50.

- [15]曾春华,李开庆.高管超额薪酬与公司并购绩效关系研究[J].财会通讯,2019(6):78-83.
- [16]曾蛟.我国企业并购战略动因分析[J].现代商业,2018(01):135-136.
- [17]陈茜.企业并购的财务动因分析[J].当代会计,2018(07):39-41.
- [18]陈仕华,姜广省,卢昌崇.董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角[J].管理世界,2013(12):117-132.
- [19]陈仕华,李维安.并购溢价决策中的锚定效应研究[J].经济研究,2016(6):114-127.
- [20]陈西婵.上市公司换股并购的绩效及影响因素研究[J].技术经济与管理研究,2017(1):8-11.
- [21]董学力.互联网企业跨界并购财务风险分析与整合策略——以阿里集团并购优酷土豆为例[J].财会通讯,2017(11),98.
- [22]范思远.企业并购重组的财务协同效应研究[J].企业改革与管理,2018(20):120+127.
- [23]高厚宾.跨国并购整合对技术创新绩效的影响和文化距离的调节作用[J].商业研究,2018(10):98-107.
- [24]韩忠雪,王闪,崔建伟.多元化并购、股权安排与公司长期财富效应[J].山西财经大学学报,2013(09):94-103
- [25]何璐伶.企业并购协同效应的财务分析——基于汉威电子的案例研究[J].财会通讯,2018(04):3-8.
- [26]黄嫚丽,张钺,李静.基于时间过程视角的连续并购研究综述[J].管理学报,2020(09):1412-1422.
- [27]雷倩.互联网企业并购的财务风险研究——以腾讯并购易迅为例[J].中国市场,2017(23):86-87.
- [28]刘柏,梁超.董事会过度自信与企业国际并购绩效[J].经济管理,2017(12):73-88.
- [29]刘玮.基于财务会计数据法现状窥探企业并购绩效评价[J].时代金融,2017(05):218.
- [30]刘焰.行业生命周期、企业生命周期与混并购绩效的实证研究[J].中南财经政法大学学报,2017(4):46-57.

- [31]刘莹,丁慧平,崔婧.上市公司并购次序对并购绩效影响的实证检验[J].统计与决策,2017(11):185-188.
- [32]刘莹,朱传华,丁慧平.企业系列并购绩效研究述评:表述方式、理论假说及实证研究结果[J].生产力研究,2017(01):157-160.
- [33]卢琳.天神娱乐连续并购高溢价成因分析[J].财富时代,2020(02):150.
- [34]陆青.我国上市公司并购后的绩效表现:比较行业内与多元化并购[D].复旦大学,2011.
- [35]罗林.H 天然气公司并购整合战略研究[D].电子科技大学,2019.
- [36]南金伟,付浩.连续并购的绩效分析研究——以海航收购 CWT 物流供应商为例[J].现代营销(下旬刊),2018(07):140.
- [37]佩群.管理层能力、内部控制有效性与跨国并购绩效探讨[J].中国市场,2018(28):78+80.
- [38]宋林,彬彬.我国上市公司跨国并购动因及影响因素研究——基于多项 Logit 模型的实证分析[J].北京工商大学学报(社会科学版),2016(05):98-106.
- [39]宋雪.基于长短期窗口的连续并购绩效分析——以复星医药为例[J].市场周刊,2019(07):3-6.
- [40]宋雨姗《互联网行业并购动因与财务风险研究》[J].企业科技与发展.2019(7):135-138.
- [41]孙世攀,赵息,李胜楠.股权控制、债务容量与支付方式——来自我国企业并购的证据[J].会计研究,2013(4):52-57.
- [42]万良勇,梁婵娟,饶静.上市公司并购决策的行业同群效应研究[J].南开管理评论,2016(3):40-50.
- [43]王蒋冠,蒋殿春.中国企业对外直接投资方式的选择[J].世界经济,2017(07):126-146.
- [44]王杏芬,胡艳梅.连续并购商誉减值风险研究——以天神娱乐为例[J].财会通讯,2019(35):43-48.
- [45]王轶南,王晓丽.中国对欧盟 FDI 中的跨国并购动因分析[J].商业研究,2014(07):55-59+93.
- [46]吴清.我国民营企业的跨国并购动机和目标选择——以恒安并购皇城为例[J].

- 会计友,2018(21):3-8.
- [47]夏扬,沈豪.基于长短期窗口的民企连续并购绩效研究——以均胜电子为例[J].财会通讯,2018(11):3-8.
- [48]肖轩.宝钢并购武钢的短期绩效研究[D].广西大学,2017.
- [49]谢洪明,章俨,刘洋,程聪.新兴经济体企业连续跨国并购中的价值创造:均胜集团的案例[J].管理世界,2019(05):161-178+200.
- [50]邢文茜.电影产业跨国并购战略选择及绩效分析[J].商业会计,2020(19):78-81.
- [51]徐晓慧.中国上市企业并购短期绩效研究——基于并购双方的行业相似性[J].当代经济科学,2015(3):89-98.
- [52]杨荟茗.并购重组中的协同效应研究综述[J].黑龙江工业学院学报(综合版),2017(10):67-71.
- [53]于鸿鹰,何青松,何宗明,杨诗韵.组织学习影响科技型企业连续并购决策的实证分析[J].科技进步与对策,2018(11):103-108.
- [54]云昕,辛玲,刘莹,乔晗.优酷土豆并购案例分析——基于事件分析法和会计指标分析法[J].管理评论,2015(9):231-240.
- [55]张白露.东方国信的并购动因及绩效研究[D].广州大学,2017.
- [56]张本照,盛倩文.互联网金融企业的并购绩效考析[J].财会月刊,2016(29):46-51.
- [57]张弛,余鹏翼.制度距离对中国企业跨国并购绩效影响的差异性——基于水平与垂直并购的比较[J].国际经贸探索,2017(02):44-58.
- [58]张建儒,王璐.企业并购财务整合及协同效应评价[J].财会通讯,2015(02):72-75.
- [59]张凯丹.跨界影视并购动因及效果分析——以海润影视借壳申科股份为例[J].财会通讯,2016(01):5-7.
- [60]张岚,范黎波,鲍驾.为什么企业会连续并购——来自我国制造业企业的证据[J].财会通讯,2018(30):10-17+129.
- [61]朱炳昇.吉利连续跨国并购提升企业价值研究[D].南昌大学,2020.
- [62]朱翼,乔元波,何小锋.我国上市公司并购绩效的经验与实证分析[J].财经问题研究,2015(1):60-66.

后 记

关于研究生的印象我的脑海中突然浮现出两个字：匆匆。不知是我们对学生时代的珍惜还是对校园生活的热爱，总感觉时间像细沙一般，慢慢从指尖划过，只留下痕迹，仿佛昨日我才背上行囊，带着父母的期望，第一次跨省求学。回顾这段美好的时光，遇到的每一个人都值得被铭记。因为有缘，所以相遇；因为相遇，所以感激；因为感激，所以怀念。

首先我要感谢我的导师。我依稀记得您第一次教我论文格式的模样，那时的我，像个呆萌的铁憨憨。您孜孜不倦的教诲，不仅帮我打开了学术的汪洋大海，还教我如何在海里遨游。

其次，我要感谢研究生期间遇到的每一位同学。在生命中最好的阶段遇到你们，我感到十分荣幸。因为你们，我体会到学习的快乐；因为你们，我感受到生活的丰富；因为你们，我的学生时代不再孤单。

最后，我要感谢答辩组的各位老师。论文从开题报告到最终成文，离不开您们的辛勤劳动。因为您们的无私奉献，因为您们的专业指点，因为您们的不厌其烦，我才能完成研究生的最后一次大考。