

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 天神娱乐多元化战略下的现金流量
管理问题研究

研究生姓名: 李明

指导教师姓名、职称: 胡凯 教授 胡海全 注册会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

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： 李明 签字日期： 2021.6.1

导师签名： 胡弘 签字日期： 2021.6.8

导师(校外)签名： 胡海金 签字日期： 2021.6.10

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： 李明 签字日期： 2021.6.1

导师签名： 胡弘 签字日期： 2021.6.8

导师(校外)签名： 胡海金 签字日期： 2021.6.10

**A study on cash flow management under
the diversification strategy of Dalian Zeus
Entertainment Co., LTD**

Candidate: Li Ming

Supervisor: Hu Kai Hu Haiquan

摘 要

在我国,多元化战略已经成为企业进一步发展的主要战略选择之一,这一战略的实施一方面需要依靠良好的现金流量状况;另一方面又会对现金流量状况造成明显影响,战略实施过程中的现金流量管理难度较高。而目前,多元化战略已经被众多互联网企业作为应对复杂经营环境、寻求高效发展的主要选择,这就给本就具有较高不确定性的互联网企业现金流量状况带来了更多的变数,有诸多互联网企业因此出现了严重的现金流量问题,其中甚至还包括天神娱乐、暴风集团、乐视集团这些上市公司。所以,重视互联网企业多元化战略下的现金流量管理,帮助它们去规避在多元化战略实施过程中普遍存在的各类现金流量管理问题就显得极其重要。

本文在进行了大量多元化战略、现金流量管理理论学习的基础上,选取了天神娱乐这一实施多元化战略的互联网企业作为研究对象,对其多元化战略下的现金流量管理问题进行研究。首先,对天神娱乐实施多元化战略这一案例进行了介绍,重点对多元化战略的实施过程及实施效果进行了梳理;其次,引入现金流量质量这一概念及相应的评价体系,对天神娱乐多元化战略实施过程中现金流量状况进行分析,重点是将现金流量状况的变化与实际的管理活动结合起来,挖掘出天神娱乐现金流量状况发生变化的原因;最后,基于对现金流量质量的分析,总结出天神娱乐多元化战略实施过程中存在的现金流量管理问题并给出相应的优化建议。

经过研究,发现天神娱乐多元化战略下的现金流量管理存在以下问题:第一,现金流量管理与战略实施不协调;第二,对于现金流量的内部控制不合理;第三,对于现金流量的外部风险不重视。根据这三类问题,本文从战略与管理协调、内部活动控制、外部风险预防这三个层面提出了具体的优化建议。希望能通过对这一案例的研究,为其他正在或是想要实施多元化战略的互联网企业提供借鉴,帮助它们更好地实施多元化战略,做好现金流量管理,得以蓬勃发展。

关键词: 多元化战略 现金流量管理 互联网企业 天神娱乐 现金流量质量

Abstract

In China, diversification strategy has become one of the main strategic choices for the further development of enterprises, and on the one hand the implementation of this strategy needs to rely on good cash flow situation; on the other hand, it will have a significant impact on the cash flow situation, and the cash flow management in the process of strategy implementation is more difficult. At present, the diversification strategy has been many Internet enterprises as a response to the complex business environment, seeking efficient development of the main strategy, which has brought more variables to the cash flow situation of Internet enterprises with high uncertainty, there are many Internet enterprises have serious cash flow problems, including Zeus Entertainment, Baofeng Group, LeEco such listed companies. Therefore, it is extremely important to attach importance to the cash flow management under the diversified strategy of Internet enterprises and help them avoid all kinds of cash flow management problems that are common in the implementation of diversification strategy.

Based on a large number of diversification strategies and the theoretical study of cash flow management, this paper selects Zeus Entertainment, an Internet enterprise that implements diversification strategy, as the research object, and studies the cash flow management under its diversification strategy. First of all, the case of the implementation of the diversification strategy of Zeus Entertainment is introduced, focusing on the implementation process and effect of the diversification strategy is combed; Secondly, the concept of cash flow quality and the corresponding evaluation system are introduced to analyze the cash flow status in the process of implementing the diversification strategy of Zeus Entertainment, focusing on combining the change of cash flow status with the actual management activities, and excavating the reasons for the change of the cash flow situation of Zeus Entertainment. Finally, based on the analysis of the quality of cash flow, the paper summarizes the cash flow management problems in the implementation of Zeus Entertainment Diversification Strategy and gives the corresponding optimization suggestions.

After the research, it is found that there are the following problems in cash flow management under Zeus entertainment diversification strategy: First, cash flow management is not in harmony with the implementation of strategy; Second, the internal control of cash flow is unreasonable; Third, the external risk of cash flow is not taken seriously. According to these three types of problems, this paper puts forward concrete optimization proposals from the three levels of strategy and management coordination, internal activity control and external risk prevention. It is hoped that the study of this case will serve as a reference for Internet companies that are or want to implement diversification strategies, help them better implement diversification strategies, manage cash flow, and thrive.

Keywords: Diversification strategy; Cash flow management; Internet companies; Quality of cash flow; Dalian Zeus Entertainment Co., LTD

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 多元化战略.....	3
1.2.2 现金流量管理.....	4
1.2.3 企业战略与现金流量.....	6
1.2.4 文献述评.....	7
1.3 研究方法、研究内容及研究框架.....	8
1.3.1 研究方法.....	8
1.3.2 研究内容.....	8
1.3.3 研究框架.....	10
2 相关概念及理论基础	11
2.1 相关概念.....	11
2.1.1 互联网企业.....	11
2.1.2 现金流量管理.....	11
2.1.3 现金流量质量.....	12
2.2 相关理论基础.....	12
2.2.1 协同效应理论.....	12
2.2.2 交易成本理论.....	13
2.2.3 资产组合理论.....	13
3 案例公司相关情况介绍	14
3.1 天神娱乐概况.....	14
3.2 天神娱乐多元化战略实施过程.....	14
3.3 天神娱乐多元化战略实施效果.....	16
3.3.1 业绩承诺顺利达标.....	16

3.3.2 泛娱乐产业布局初步形成.....	17
3.3.3 现金流量状况明显恶化.....	18
4 天神娱乐多元化战略实施过程中的现金流量质量分析.....	20
4.1 经营活动现金流量质量分析.....	20
4.1.1 经营活动现金流量概况分析.....	20
4.1.2 经营活动现金流量充足性分析.....	22
4.1.3 经营活动现金流量稳定性分析.....	23
4.1.4 利润对经营活动现金流量的影响分析.....	24
4.1.5 营运资本管理对经营现金流量的影响分析.....	26
4.2 投资活动现金流量质量分析.....	28
4.2.1 投资活动现金流量的扩展功能分析.....	29
4.2.2 投资活动现金流量的补充功能分析.....	30
4.3 筹资活动现金流量质量分析.....	32
4.3.1 筹资活动产生的现金流量适应性分析.....	33
4.3.2 筹资活动产生的现金流量多样性分析.....	34
4.4 三大活动整体现金流量质量分析.....	35
5 研究结论及优化建议.....	37
5.1 研究结论.....	37
5.2 优化建议.....	41
5.2.1 协调战略实施与现金流量管理间的关系.....	41
5.2.2 完善公司内部治理机制.....	41
5.2.3 进行合理的筹资规划.....	42
5.2.4 提高核心业务竞争力.....	43
5.2.5 加强对应收账款的管控.....	44
5.2.6 重视对外部风险的识别与管控.....	44
5.3 研究不足.....	45
参考文献.....	46
致 谢.....	49

1 绪 论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

在科学技术日新月异,外部环境变化万千,用户需求日趋多样化的大背景下,企业将面对许多机会与风险并存的复杂情况,在这一情况下,现金流量的重要性尤为凸显,因为它不仅是企业把握机会的基础条件,更是企业抵御风险和应对挑战的有力保障。随着现金流量重要性的不断提高,对现金流量的管理也逐渐得到理论界与实务界的重视,成为了学术研究与企业管理中绕不开的重要问题。

基于对美国企业多元化经营情况的深入研究,战略学家安索夫提出多元化战略这一概念,在这之后,多元化战略逐步成为国外企业重要的战略选择之一。而在我国,随着经济体制改革和对外开放的不断深化,企业逐步尝试实施这一战略,将自身的经营范围进行扩展,到上世纪 90 年代末,达到高潮。进入 21 世纪以来,尽管多元化战略面临着诸多质疑与批评,但其在我国各类型企业中仍然被广泛的实施。在这其中就包括大型国有企业海航集团、民营企业中的“独角兽”小米集团、医药行业的复兴集团、新兴零售行业的苏宁集团等一系列知名企业集团。诚然,存在很多企业因为多元化战略的实施得到了更好的发展,但多元化战略实施的结果却并不尽如人意,尤其是在互联网行业中,近几年有大量实施多元化战略的企业出现财务危机,甚至有企业因为现金流量无法满足其流动性需求而陷入重整或破产的境地。

我们都很清楚,多元化战略的实施必定会对企业的现金流量产生一定的影响,但这种影响却是不具有特定方向的,它有可能导致企业现金流量趋稳向好,也有可能导致企业财务风险的发生。所以,企业就更应该重视多元化战略实施过程中的现金流量管理,努力使这种影响与战略实施的目标达成一致。然而,目前关于多元化战略的研究往往只是将现金流量作为一个财务指标进行分析,没有重视现金流量在企业价值创造过程中的关键性作用,很少把现金流量视作一个管理对象来进行研究。此外,互联网企业一般具有以下四个特点:产品开发周期长,

毛利率较高且收入成本配比性不足，产品与服务更新换代快，企业间合作更为密切。这就导致互联网企业现金流量的波动性相对较大，更需要注意对其现金流量的管理。

所以，本文就将注意力放到了当前普遍存在的互联网企业多元化战略下的现金流量管理问题上，以天神娱乐这一具有典型性的实施多元化战略的互联网企业为研究对象进行研究。

1.1.2 研究意义

本文将多元化战略与现金流量管理联系在一起，以互联网企业天神娱乐作为研究对象，将其对外公布的年度报告作为研究基础，引入现金流量质量这一概念，选取适当的衡量指标，进行多元化战略实施过程中的现金流量质量的分析，在分析中将现金流量变化情况与天神娱乐实施多元化战略过程中的具体管理活动结合起来，找出引起现金流量质量变化的原因，揭示天神娱乐多元化战略下的现金流量管理存在的问题，并根据存在的问题给出合理的优化建议。以此案例的经验教训，为我国企业做好多元化战略下的现金流量管理提供借鉴，具有一定的理论意义和实践意义。

将多元化战略与现金流量管理联系在一起，采取“业财融合”这一研究思路。一方面，有可能对现金流量理论研究的深度和广度进行扩展；另一方面，对于企业战略理论的进一步发展也可能会有有一定的促进作用。

互联网企业中采取多元化战略作为主要发展战略的不在少数，在其多元化战略实施的过程中或多或少地也都面临一些现金流量管理问题。本文对天神娱乐多元化战略下的现金流量管理问题进行研究，首先能帮助案例企业天神娱乐发现其多元化战略实施过程中现金流量管理出现的问题并给出优化建议；其次，通过对案例企业的研究，可以给行业内的其他企业提供一定的借鉴和参考，帮助它们更好地实施多元化战略，做好现金流量管理。

1.2 文献综述

多元化战略作为企业战略管理的重要组成部分，自被提出以来就备受关注；而现金流量管理，企业财务管理的核心问题，也随着财务管理理论的不断发展和

发展,有着相当之多的文献资料。在对多元化战略与现金流量管理各自的研究中,许多学者已经发现了企业战略与现金流量之间存在着一定的联系,并运用了不同方法、选取了不同角度将两者结合起来进行研究,但这类研究相对较少具有一定的局限性。本文首先将分别对多元化战略与现金流量管理相关文献资料进行归纳总结,将多元化战略与现金流量管理内涵的发展与最新研究现状进行列示。然后,将之前学者们进行的企业战略与现金流量结合研究的成果进行梳理,找出两者间的关联及前人研究中关注较少的内容,为选题及论文的写作提供思路。

1.2.1 多元化战略

研究范围的确定往往是大多数科学研究的开端,但是由于多元化战略随着时代的进步而不断发展,迄今为止还没有一个绝对意义上的对多元化战略的正确定义。所以,本文将以往学者们对多元化战略的定义按照时间顺序进行了梳理。

在进入了著名的洛克希德公司工作后的第二年,安索夫就根据对 100 家美国企业的调查研究和自身认识总结出了企业发展的四类方向,这四类方向中就包括多元化。安索夫(1957)认为多元化战略必须满足通过新产品扩张新市场这一条件。在这之后,彭罗斯以企业长远发展视角定义了多元化战略,她(1959)的看法与安索夫略有不同,将原有产品持续生产经营所导致的最终产品的增加也作为多元化战略的一个方面。又经过一段时间的发展,高特突破性地将数量分析方法应用到了企业多元化战略相关研究之中,高特(1962)将多元化战略的重心落在了异质化市场之上,但他又认为多元化战略不单单是市场的异质化,而是一种产品更新与市场扩展的结合。鲁梅尔特通过长时间对于多元化战略的研究,提出了对于多元化战略定义的独到认识。他(1974)认为对于多元化战略的定义并不应该一成不变,而是应该随着研究目的的不同而进行适当调整。

由于政治环境与经济体制等因素的影响,我国多元化战略相关研究起步较晚。改革开放后,随着多元化战略在我国企业中的实施日益广泛,多元化战略也逐渐为我国理论界所关注。早在 1985 年,梁国豪(1985)就在论文中对其任职的南方大厦百货公司的改革过程进行了梳理,提到了多元化战略的实施。王翀(1994)在其论文跨国公司多元化发展战略研究中将多元化战略定义为:企业为了达到分散风险、提高收益这一目标,运用在不同市场中提供不同产品或服务这

一方式进行经营。其观点受安索夫的影响颇深。魏杰、徐有轲（1996）认为多元化战略的核心应该是大型企业根据其特点，进行产品品种的增加或者经营范围的扩大，以满足消费者日益变化的需求。我国学者尹义省从1997年开始就在一些讲座上陆陆续续地提出其对多元化战略的看法，基于多年的研究，在其专著中，他（1999）指出多元化战略是企业所采取的在两个及以上行业中同时进行产品或服务的提供的一种战略。芮明杰通过自己多年对于我国企业改革与发展的跟踪研究，撰写了专著《中国企业发展的战略选择》，他（2000）认为多元化战略是为了获得未来竞争优势而采取的多领域共同发展的经营战略。伴随着对多元化战略定义的研究逐渐走向成熟，理论界也对多元化战略相关研究的深度和广度进行了拓展，对于多元化战略的分类和分类量度标准、实施的动因及影响因素等问题都有一定程度上的研究。而近几年来，对于多元化战略的研究始终绕不开的问题就是通过各种方式分析多元化战略对各类型企业的影响。对于这一问题，众说纷纭。付玉梅等人（2019）发现多元化战略的实施可以帮助企业在宏观环境不稳定的情况下解决财务柔性问题。张耕、高鹏翔（2020）通过实证研究，发现以并购为主要方式实施多元化战略可以帮助企业更好地进行财务风险管控。肖建华及其团队（2020）将目光转向科研组织衍生企业，通过进行实证研究，发现在该类型企业中，多元化战略的实施能够有效地提高其绩效。孟善飞（2019）运用案例研究法，通过对暴风集团的深入研究，认为过于激进的多元化战略实施过程很容易造成财务危机。徐业坤等人（2020）通过对上市公司的实证研究发现：多元化战略的实施会加剧股价崩盘风险。到现在，依然没有哪一方的观点被证明是完全正确的，但已经有广泛的共识：多元化战略对企业的影响是内外部众多因素共同作用而产生的，其结果并不确定。

1.2.2 现金流量管理

现金流量情况的好坏代表企业流动性能力的高低，其重要性绝对不亚于利润表上的所呈现的利润数据，尤其企业遭遇经营不景气、面临生存保卫战时，它的影响力更大。企业财报上显示的利润很高但却因为现金流量无法满足其流动性需求而破产的情况并不少见，由此可见，企业在生产经营的各个方面都需要重视现金流量管理，将现金流量管理视为企业发展不可或缺的一环。而现金流量管理依

托的基础是现金流量表的编制和运用，所以在本节中，笔者将对现金流量表的发展及现金流量管理相关理论体系进行一个大致的梳理，重点对我国学者近几年现金流量管理相关研究成果进行介绍。

第二次工业革命以后，欧美发达国家工商业迅速发展，工商业的繁荣带来了对于现金管理的更高要求，逐渐出现了许多用以记录交易中现金运动情况的表，例如“现金交易整合表”及“现金来去表”。这些表的出现及应用，引起了理论界的关注，尤其是会计学界，大力推进相关内容的研究。随着研究的深入，对这类表的命名和记载内容的规定频繁发生变化，直到1987年现金流量表这个名字才被正式确定下来，此外，对现金流量表应该记载的内容也有了详细规定，再之后经过多次调整，现金流量表逐步为世界上众多国家的会计协会所接受并推广。

我国在改革开放以后，社会主义市场经济发展突飞猛进，为了适应这一阶段经济发展的状况，我国也开始逐步了解并引入现金流量表。1988年我国学者茅国平就根据国情提出了对于建立我国现金流量核算模式的建议。在同年，我国学者汪建熙紧跟时事，在论文中对现金流量表这一会计新事物进行了分析与评价，他（1988）还建议主管部门进行相应政策调整，推动现金流量表在合资企业中的运用。之后，财政部也多次颁布相关文件推广现金流量表。在政府、会计学界和实务界的共同努力下，现金流量表在企业经营管理中的重要性被越来越多人认可，现在已经成为了企业财务报表中不可缺少的部分。

对于现金流量管理的研究，西方是从为什么现金流量需要管理来展开的。他们认为企业现金流量会受到内外部环境变化以及企业各类活动的影响，在这种影响与企业的需求相悖时就需要进行现金流量管理。1984年，梅耶尔与梅基尔夫提出 Myers-Mejluf 模型，在此模型中，他们（1984）对企业投融资活动会对现金流量造成的可能影响进行了总结。康威与丹尼森（1986）通过研究发现在销售增长和通货膨胀的共同影响下，企业往往更容易出现现金不足这一问题。现金流量管理理论虽然传入我国并不算早，但是经过一段时间的发展，也已经形成了相对较为完整的理论体系，这其中既包括对于现金流量管理概念、目的、意义、影响因素这类理论性问题的归纳总结，也有选取某一行业中的某一企业研究其如何进行现金流量管理、构建现金流量管理体系的实证研究。后者在2000年以来现金流量管理相关研究中占据着重要地位，而且研究的对象呈现从制造业企业、房地

产企业、石油化工企业这类传统企业到新兴行业企业及医院、学校这类特殊主体发展的势头。张滨（2000）根据理论学习和其在哈尔滨制药总厂工作的经验，探讨了以现金流量管理为中心进行财务管理在我国医药制造行业的可行性。深圳石化集团作为我国现金流量管理的先进单位，也积极分享先进经验，力求帮助其他石油化工企业做好现金流量管理。任翠玉、魏红珠（2013）以圆城股份为研究对象，结合房地产行业现金流量特点，发现了圆城股份现金流量管理存在的问题，并从管理机构、管理思想、管理方法这三个层面提出了改进对策。王利（2013）将目光放到了我们熟悉又陌生的快速消费品中小企业身上，通过对 JL 公司的细致研究，尝试为其构建符合快消品行业特点与 JL 公司自身情况的现金流量管理模式。赵海鹰、吴兴伟（2020）针对民办学校的财务乱象，提出了以现金流量管理为主要角度的民办学校财务管理优化建议。在大量理论与实证研究的推动下，现金流量管理的内涵不断丰富，已经将战略实施、价值创造、风险控制等内容纳入了现金流量管理相关体系当中。

从对于相关文献的梳理中可以发现，现金流量管理相关研究的深度与广度已经得到了很大程度上的拓展，也形成了较为成熟的现金流量管理相关理论体系。但是对于新形势、新业态下的新兴企业的研究还相对较少，尤其是对于当前形势下互联网企业的研究明显不足。

1.2.3 企业战略与现金流量

多元化战略属于战略选择中的一种，是战略管理的一部分，而现金流量管理作为企业财务管理的核心，也属于企业经营管理中不可缺少的一环。在安索夫的理论中，战略管理与经营管理从来都不是割裂开来的，经营管理需要战略管理进行方向上的指引，战略管理也需要经营管理来落地，脱离战略管理指导的经营往往会使企业向不可预测的方向发展，而如果缺乏适当的经营管理，所谓的战略也只会是空中楼阁。从这一角度来说，多元化战略与现金流量管理存在着天然的学科间联系。

企业战略实施与其现金流量存在着密切关系，这已经是被诸多实务界事实所证实的事情，而在理论界，将企业战略与现金流量联系起来的研究也逐渐多了起来。在这个问题上国内外学者都认同一个观点：企业战略的选择、实施乃至最后

的评价都需要现金流量的支持。杨柱（1993）认为，企业成长过程中，在面临战略的选择与实施这一重要问题时要重点关注自身现金流量情况。陈志斌、韩飞畴（2002）认为现金流量与企业战略息息相关。一方面，不同的企业战略会使企业向着不同的经营方向发展，进而长远地影响企业现金流量；另一方面，良好的现金流量状况又是企业通过实施战略进行价值创造的基础。张新民、王秀丽（2005）对企业利润结构进行了细致地分析，他们认为企业现金流量结构的变化能够在一定程度上体现企业战略实施的结果。评价一个企业现金流量结构的好坏时应该紧密结合其实施的战略。郝玉英总结了我国经营失败的企业的经验教训，发现大多数企业经营失败的根源都是现金不足。所以她提出（2005）必须依据企业的战略进行现金流量管理，随着战略的变化进行资源配置的调整，以达成战略目标。很多学者认为多元化战略的实施可以在一定程度上降低企业现金流量管理的难度，例如：RAN&DUCHIN（2010）运用美国上市公司数据，研究了企业多元化战略实施与现金持有的关系，研究证明多元化战略实施与企业现金流动性之间存在着密切地联系。Kwon 及其团队对韩国实施多元化战略的企业进行了详细的数据采集与分析，他们（2011）指出实施多元化战略的大型企业集团会由于其内部要素市场的存在，有效地降低其所必须持有的现金，这一现象在面临融资约束的企业中体现得更为明显。但与他们相悖的意见也有很多，吴国鼎、张会丽（2015）探讨了多元化战略的实施是否会降低企业的财务风险这一问题。他们指出，在我国，由于多元化战略实施后所面临的各种问题的复杂性，现金流量管理难度大幅提升，财务风险难以被有效分散。

1.2.4 文献述评

通过对相关研究成果的整理分析，我们发现国内外学者对于企业战略与现金流量各自的研究已经到了一个比较成熟的阶段，并且研究的范围不断扩大，理论间的交叉越来越多。已经有学者将企业战略与现金流量联系起来，研究它们相互之间的影响关系，并取得了一定的成果。但是，国内外还缺乏将企业具体实施的某一战略与现金流量管理情况相互联系的研究。

企业战略的实施会对企业产生重要影响，这种影响有好有坏，正如多元化战略，一方面它在客观上存在着降低企业现金流量波动性的作用，而另一方面它又

是诸多企业出现现金流量问题的“罪魁祸首”。企业多元化战略的实施本身不必然导致企业出现现金流量问题，现金流量问题出现的根源往往是多元化战略实施过程中存在的各类问题，尤其是现金流量管理问题，需要我们格外重视。

此外，国内现金流量管理的案例研究大多集中于传统制造业企业与房地产企业，对互联网企业的研究相对较少。互联网企业受政策与市场等因素影响较大，再加上其经营模式及资产结构等方面存在一定的特殊性，现金流量管理本就比较复杂，再加上近几年有大量的互联网企业选择实施多元化战略进行下一步发展，战略的实施又进一步加大了互联网企业现金流量管理的难度。很多互联网企业就是因为无法做好多元化战略下的现金流量管理而陷入重整或破产的境地，笔者认为这一问题需要得到更多地关注与研究，所以就以此为研究方向将天神娱乐这一实施多元化战略的互联网企业作为案例研究对象进行研究。

1.3 研究方法、研究内容及研究框架

1.3.1 研究方法

（1）文献研究法。通过对于相关文献资料的大量阅读，梳理了国内外学者对多元化战略及现金流量管理所给出的概念界定与相关理论基础，对企业实施多元化战略的主要动因及影响、企业现金流量评价方法，企业现金流量管理等内容加深了认识，为行文奠定了坚实的基础。

（2）案例分析法。本文选取了天神娱乐这一极具代表性的实施多元化战略的互联网企业作为案例研究对象，在基本掌握相关概念及理论基础的前提下，深入了解天神娱乐多元化战略实施情况，并结合战略实施过程中的具体管理活动与2015-2019年天神娱乐年度报告信息对其多元化战略下的现金流量管理问题进行分析研究，找出天神娱乐多元化战略实施过程中现金流量管理存在的问题并提出对天神娱乐多元化战略下现金流量管理问题的优化对策，帮助天神娱乐和其他存在类似情况的企业更好地发展。

1.3.2 研究内容

本文以天神娱乐这一实施多元化战略的互联网企业作为案例研究对象，以其

发布在深圳证券交易所官方网站的 2015 到 2019 年年度报告为依据,梳理相关文献,总结已有研究成果,在国内外学者对于多元化战略和现金流量管理的深层次研究并初步提出企业战略与现金流量间联系的基础上,结合天神娱乐多元化战略实施过程,引入现金流量质量这一概念,尝试将多元化战略的实施、现金流量管理活动与现金流量质量结合起来,通过将多元化战略实施过程中的现金流量质量变化与企业现金流量管理相关做法结合进行分析,找出天神娱乐多元化战略下的现金流量管理存在的问题并给出优化建议。希望通过对此案例的研究能给那些已经或者想要实施多元化的企业提供一些经验与借鉴,帮助它们更好地实施多元化战略,做好现金流量管理。

本文根据写作思路分为五章,各章的基本内容如下:

第一章为绪论,简要介绍了本文的研究背景和意义,对与研究相关的文献资料进行了分类叙述,并对研究的思路与方法进行了说明。

第二章为相关概念及理论基础,主要对与论文写作高度相关的一些概念进行了界定,尤其是现金流量质量这类相对提出较晚的概念。还对多元化战略与现金流量管理相关的理论基础进行了回顾,为研究案例公司多元化战略下的现金流量管理问题提供理论上的支撑。

第三章为案例公司相关情况介绍。主要对案例公司天神娱乐的概况、多元化战略的布局、多元化战略的实施过程以及效果进行了一一说明,通过对这些内容的说明,为下文对天神娱乐多元化战略实施过程中的现金流量质量分析提供一定的事实依据。

第四章为天神娱乐多元化战略实施过程中的现金流量质量分析。选取了适当的数据指标结合具体管理活动进行了天神娱乐多元化战略实施过程中的现金流量质量分析。由于多元化战略的实施与企业经营活动、投资活动以及筹资活动密不可分,在进行分析时采取了先分后总这一方式,将数据指标与具体的管理活动结合起来,探究天神娱乐多元化战略实施过程中现金流量质量的变化情况与导致这种变化的原因,为总结天神娱乐多元化战略实施过程中存在的现金流量管理问题提供有力证据。

第五章为研究结论及优化对策。在第四章分析的基础上对天神娱乐多元化战略实施过程中现金流量质量变化背后存在的现金流量管理问题进行总结,并根据

这些问题出现的原因给出相应的优化建议，最后，将研究的不足之处进行说明。

1.3.3 研究框架

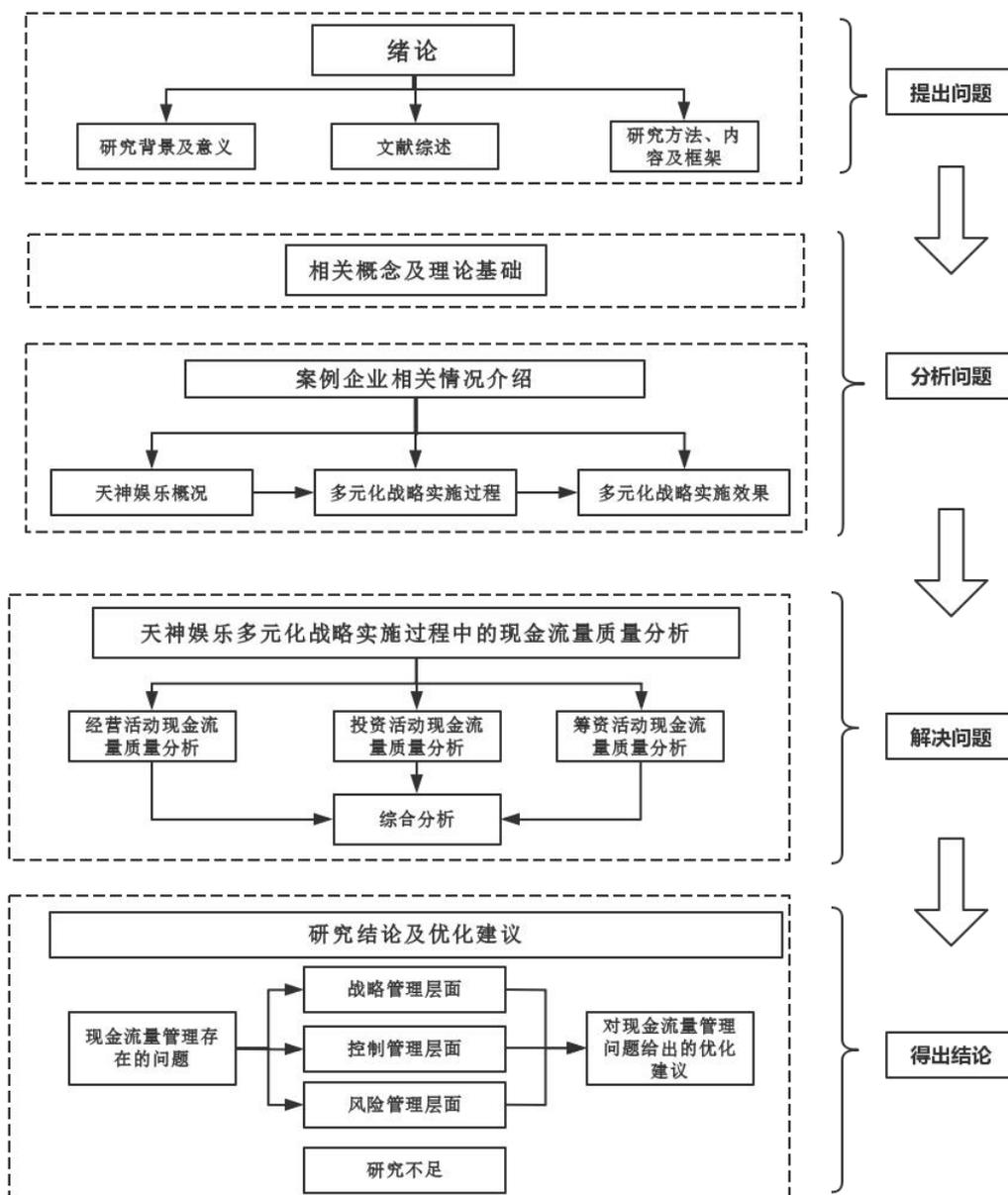


图 1.1 研究框架图

2 相关概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 互联网企业

本文所要研究的互联网企业并不是广义上的互联网企业,不包括从事基础互联网建设的相关企业。而是指通过互联网提供产品与服务,绝大多数收入来源于互联网相关业务的企业。

2.1.2 现金流量管理

由于我国现金流量管理理论的发展是在盈余管理理论的基础上展开的,所以在我国较早的文献中,很多学者认为现金流量管理就是盈余管理。但随着时代的发展、理念的进步,现金流量管理的内涵不断扩大,当代对于现金流量管理的认知与当年已经截然不同。本文所提到的现金流量管理即为现代观念上的现金流量管理。主要包括以下三个层次:

(一) 现金流量战略管理

现金流量战略管理主要强调将现金流量管理与企业发展战略紧密联系起来,根据企业发展战略总体规划及战略实施各阶段基本的现金流量特点,有针对性地进行现金流量管理,使企业现金流量能够持续满足战略实施过程中的各类需求,保证战略顺利实施,最终使战略实施的效果得以更好发挥。

(二) 现金流量控制管理

现金流量控制管理主要是指对企业内部活动的管理,其重点在于通过具体的内部管理方法使得投资、筹资、经营三大类活动的现金流量情况得到一定程度上的控制,更好地发挥其价值创造功能。

(三) 现金流量风险控制

现金流量风险是指企业在经营过程中,存在着很多不确定、不可以控制的外部因素,比如政策的变化、市场突然低迷、突发事件等,这些因素都会导致企业现金流入变少、流出变多,可能会对企业经营运转产生影响,从而给企业带来损

失，影响企业的名誉与信用，甚至造成财务危机。现金流量风险管理的目标就是提前发现这些可能会给企业现金流量带来不利影响的外部因素，通过合理的方法与手段将这种影响尽可能降低，保证现金流量的安全性、稳定性、持续性。

2.1.3 现金流量质量

本文中的现金流量质量主要是借鉴的对外经贸大学张新民教授的观点，他（2019）将现金流量与战略实施结合起来，指出如果企业现金流量状况与企业战略实施的预期目标变化相一致并且能够为战略的进一步实施提供有力支持，可以认为其现金流量质量在当时处于一个较高的水平。

根据张新民教授的观点，现金流量质量分析体系主要由经营活动现金流量质量分析、投资活动现金流量质量分析、筹资活动现金流量分析及综合分析四大类构成。在经营活动现金流量质量分析中存在稳定性分析和充足性分析两类非定量性标准，稳定性分析主要用以评价在战略实施过程中现金流量是否按照战略规划平稳变动；充足性分析主要用以评价战略实施过程中现金流量能否支持战略持续实施。投资活动现金流量质量分析主要包括投资活动对现金流量的扩展及补充功能这两大层面，其中，扩展功能主要分析战略实施过程中的对内、对外投资是否对企业现金流量起到扩展；补充功能主要分析战略实施过程中投资活动的投资收益和形成的各类非流动资产在必要时刻是否能对企业现金流量产生补充。筹资活动现金流量质量分析主要由适应性分析和多样性分析组成，适应性分析只要是对战略实施过程中筹资活动现金流量与战略相适应的程度进行评价；多样性分析则是对筹资活动资金来源的多样性进行评价。

此外，张新民教授还强调现金流量质量分析的重点在于对现金流量状况的变化过程及变化原因的分析。可以通过分析导致现金流量状况发生变化的原因来找出企业在现金流量管理方面存在的问题。

2.2 相关理论基础

2.2.1 协同效应理论

美国著名战略管理学家 Ansoff 在“多元化战略”一书中首次定义了协同效

应，即各独立企业可以通过形成一个企业整体来获得价值提升，可以简单表示为“1+1>2”效应，自此以后，协同效应理论就成为企业多元化战略的基本理论依据。Ansoff认为，协同效应可以像桥梁一样帮助企业更好地进行内外部沟通合作，通过优势互补、资源共享，有效地提升整体的经营绩效。

当互联网企业当前的经营模式不能创造更高的利润时，它们通常会实施多元化战略，通过创新及拓展新的业务领域，寻求协同效应，进而将各种业务有效联结起来，合理配置资源，运用经营多元化提高自身绩效。

2.2.2 交易成本理论

交易成本理论的内涵十分明晰，对于某项产品或服务，企业通过自身条件来制造或者提供会花费一定的成本（可能只包括简单的原料成本和手工成本，也有可能是复杂的成本构成），从市场中购买则会花费另一种成本（可能是一手交钱、一手交货的直接交易成本，也有可能是监督契约履行成本、信息搜集成本等等）。两种成本的大小，决定了企业会倾向于选取那种方式。

当互联网企业认为采取多元化战略扩展经营范围以满足自身发展要求的交易成本小于从市场中获得同样的产品或服务以满足该要求的交易成本时，互联网企业就倾向于选择实施多元化战略。

2.2.3 资产组合理论

在投资过程中，投资者需考虑诸多因素，其中分析预期收益和风险的关系最为重要。把鸡蛋放到不同的篮子里，会保证在风险一定时投资组合能获得较多预期收益或在预期收益一定时风险较小，该理论倡导分散投资，在规避投资风险方面有一定的价值，其应用现在已经从投资活动扩展到了企业生产经营的方方面面。

根据资产组合理论，互联网企业可以通过实施多元化战略开展新业务对自身面临地风险情况进行调整，哪怕开展的新业务与自身原有业务存在一定的相关性。

3 案例公司相关情况介绍

3.1 天神娱乐概况

2010年3月9日,朱晔斥资三百余万成立了北京天神互动科技有限公司(以下简称天神互动),天神互动成立之初主要从事的是网页游戏开发,受我国互联网用户大幅上升、网页游戏市场蓬勃发展等利好因素影响,天神互动发展迅速,公司2010年开发、2011年初发行的页游《傲剑》广受好评,单月营收最高达到过八千万以上。之后,公司又相继研发了《飞升》、《苍穹变》、《傲剑2》等网页游戏,皆取得了不错的营收。天神互动逐渐成长为了中国最具实力的网页游戏研发商之一。

凭借众多优质产品带来的大量收益和良好口碑,2014年,天神互动成功借壳上市。上市之后,公司名称与发展战略逐渐都发生了改变,名称在2015年改为了“大连天神娱乐股份有限公司”(以下简称为天神娱乐)。发展战略则变为了构建泛娱乐版图,进行全产业链布局的多元化战略。在上市之后,天神娱乐通过一系列投资、并购,将业务范围扩展到了广告营销,影视传媒等多个领域,规模急剧扩大,营收飞速上升,股价也持续上涨。

但是,隐藏在亮眼的财务数据与持续攀升的股价背后的是极为严重的现金流量管理问题,2018年游戏与影视行业的寒冬让天神娱乐多元化战略实施过程中的现金流量管理问题完全暴露出来,公司现金流量状况到达了十分糟糕的境地,开始一步步地消耗公司的积累。之后的两年,在游戏、影视行业逐渐复苏的大环境下,天神娱乐仍旧因为沉重的债务偿还负担而举步维艰,面临退市与破产。

3.2 天神娱乐多元化战略实施过程

从天神娱乐年报披露的信息以及相关管理层的采访资料中,可以发现天神娱乐多元化战略实施主要依靠外延式投资并购。2015至2017年间,天神娱乐通过换股、现金支付这两种方式,进行了十余次并购与投资,迅速扩展了其业务范围。笔者对这些并购与投资活动按照业务类型与并表时间进行了整理,见表3.1

表 3.1 天神娱乐情况并购、投资一览表（换股、现金支付方式）

公司名称	持股比例	主要业务	交易方式	并表日期
游戏竞技业务				
妙趣横生	5%+95%	网络游戏研发	现金 0.66 亿元 股票 5.54 亿元	2015.10
雷尚科技	100%	网页游戏和移动游戏的研发与发行	现金 2.2 亿元 股票 6.6 亿元	2015.10
一花科技	100%	以德州扑克为主的休闲棋牌游戏的开发运营	现金 9.86 亿元	2016.10
嘉兴乐玩	42%	地方特色休闲游戏开发与运营	现金 4.69 亿元	2017.02
幻想悦游	93.54%	网络游戏海外发行（对外品牌为绿洲游戏）	现金 17.11 亿元 股票 17.05 亿元	2017.04
移动数字营销				
为爱普	100%	iOS 应用分发平台爱思助手	现金 6.0 亿元	2015.02
Avazu. Inc	100%	互联网广告业务	现金 5.26 亿元 股票 15.44 亿元	2015.10
麦橙网络	100%	互联网广告技术支持	现金 0.1 亿元	2015.10
DotC	30.58%	海外市场移动应用的开发、运营及商业化变现	Avazu Inc. 100% 股份	
初聚科技	100%	移动精准营销	幻想悦游全资子公司	2017.04
品牌内容营销				
合润德堂	96.36%	内容整合营销服务	现金 3.83 亿元 股票 3.89 亿元	2017.04

数据来源：根据 2015-2019 年天神娱乐年度报告自行整理得到

除了现金支付与换股这两种方式，天神娱乐还采取了参与设立产业基金进行投资这一方式，加快了多元化战略的实施。从 2015 年开始，天神娱乐先后参与设立了宁波天神文创、深圳天神中慧、上海凯裔、深圳泰悦、宁波天神乾坤问道、深圳浦睿等产业基金进行投资，投资标的主要为影视公司及游戏公司。笔者在表 3.2 中对相关情况进行了整理。

表 3.2 天神娱乐产业基金投资一览表

单位:(元)

基金名称	标的公司名称	标的公司主要业务	投资金额	获得股权份额	投资时间
宁波天神娱乐文创股权投资中心(有限合伙)	儒意影业	影视剧的策划、制作及其衍生业务	13.23 亿	49%	2015.10
上海凯裔投资中心	无锡新游	在线棋牌类游戏开发及平台运营	9 亿	90%	2016.6
深圳天神中慧投资中心(有限合伙)	微影时代	电影在线票务	4 亿	3.46%	2016.6
宁波梅山保税港区天神乾坤问道股权投资合伙企业(有限合伙)	工夫影业	影视制作	2.7 亿	15%	2016.12
深圳泰悦投资中心(有限合伙)	口袋科技	在线棋牌类游戏开发及平台运营	10.67 亿	51%	2017.2
深圳浦睿投资中心(有限合伙)	嗨乐影视	影视制作	3.84 亿	32%	2017.8

数据来源:根据 2015-2019 年天神娱乐年度报告自行整理得到

3.3 天神娱乐多元化战略实施效果

3.3.1 业绩承诺顺利达标

表 3.3 天神娱乐业绩承诺完成情况表

单位:(万元)

	2014 年	2015 年	2016 年	合计
业绩承诺扣非净利润	18610.00	24320.00	30300.00	73230.00
实际达成扣非净利润	19101.00	29089.05	29579.25	77769.30

数据来源:根据 2014-2016 年天神娱乐年度报告及相关协议内容自行整理得到

在上文对天神娱乐概况的介绍中,就已经提到了其上市是通过借壳方式完成的。在借壳上市过程中,为了符合政策要求及保护售壳公司科冕木业原有股东利益,天神娱乐管理层对未来三年(2014、2015、2016)的扣非净利润进行了承诺并与科冕木业原有股东签署了相关补偿协议。而天神娱乐在 2014 年的扣非净利润就险些不达标,仅高出业绩承诺几百万元,且由于 2015 年没有能够投入市场的游戏产品,缺乏利润增长点,业绩承诺完成难度较高。所以,天神娱乐在 2015

年加快了多元化战略实施的步伐，通过大量并购，将众多有发展前景且净利润较高的公司吸收进来，大幅提升了净利润，最终顺利地达到了业绩承诺累计标准。

3.3.2 泛娱乐产业布局初步形成

从天神娱乐年报披露的信息以及相关管理层的采访资料中，可以了解到天神娱乐在多元化战略实施后，迅速从一个业务单一的游戏研发公司转变成了拥有游戏竞技、移动数字营销、品牌内容营销、影视娱乐等业务板块的泛娱乐集团。

（一）游戏竞技板块

游戏竞技板块是天神娱乐战略布局中最基础也是最核心的板块，经过成立至今十余年的积累和对并购企业的整合，天神娱乐游戏竞技板块主要业务内容现在有三大类：

游戏研发业务。无论是上市之前的天神互动，还是多元化战略实施过程中并购的雷尚科技、妙趣横生等公司，游戏研发业务都是其根本业务，是天神娱乐实施多元化战略的基础和保障。

游戏发行业务。在上市之前天神娱乐就有了一定的国内游戏发行经验。上市后，天神娱乐并购了幻想悦游，这是一家在东欧、南美、东南亚等地区具有一定影响力的海外游戏发行公司，极大的填补了天神娱乐海外游戏发行业务的空白，也使得天神娱乐营收结构发生了有利变化。当前，天神娱乐在海外发行的游戏已经接近 100 款，发行地区遍布东南亚、南美、北美、欧洲近 100 个国家和地区，已经有近 1.5 亿用户注册了其海外发行的游戏。

棋牌竞技业务。为了帮助多元化战略实施过程中并购的大量棋牌游戏公司摆脱用户数量与活跃度日益下降、资源整合不力的状况，天神娱乐在 2019 年设立了专门的棋牌游戏发展与运营中心，针对棋牌游戏涉赌问题进行了深入研究，探索出了一条将棋牌游戏与电子竞技结合起来、公司与政府共同参与的棋牌游戏发展新路径。经过与大连市政府及世界电竞大赛的密切合作，天神娱乐棋牌竞技业务逐渐恢复往日活力，用户数量与活跃度也有了很大的提升。

（二）移动数字营销板块

移动数字营销板块是天神娱乐上市后通过一系列并购与投资形成的，目前该板块主要由以下三部分内容构成：

天神娱乐 2015 年并购的深圳市为爱普信息技术有限公司开发的爱思助手。爱思助手可以为苹果手机使用者带来免费而专业的苹果手机“刷机”、“越狱”“验机”等服务，满足了大量苹果手机使用者的实际需求，因而拥有极高的用户规模与活跃度，爱思助手就利用了这种流量优势，帮助其他企业进行游戏联运和程序推广，获取收益。目前，爱思助手已经拥有了海外版，逐渐将其影响力扩展到了世界各地。

Altamob 数字营销平台。Altamob 是 2016 年被天神娱乐并购的北京初聚科技有限公司的对外称谓，是一家帮助有海外广告投放需求的国内企业更好地达成其目的的互联网广告平台。企业可以在该平台购买高质高效的海外广告投放服务，还可以对广告投放的效果进行实时监控。

参股公司 DotC。DotC 的主要业务是帮助国内外企业进行移动互联网营销。可以为企业提供基于数据和信息的商业化运用方案和进行按照效果付费的广告营销。据最新消息，DotC 已成功开发出了区块链服务平台 BitPub，未来可能会加大在该领域中的投入。

（三）品牌内容营销板块

以 2016 年 10 月并购的合润传媒作为品牌内容营销的核心，合润传媒的主要业务是帮助有需求的企业在电影、电视剧、网络剧、综艺节目、体育赛事甚至直播中进行广告植入。此外，合润传媒还有一定的线下推广及影视剧宣传推广业务。

（四）影视娱乐业务板块

天神娱乐运用产业基金及自有资金对影视行业进行了投资布局。以嗨乐影视、工夫影业为核心，依托嗨乐影视业内领先的电影制作技术水平及工夫影业优质的导演资源大力发展自身的影视制作业务。此外，天神娱乐还投资了微影时代，涉足电影票务相关业务。还有 IP 运营方面，天神娱乐拥有《琅琊榜》、《武动乾坤》等许多优质的 IP 资源，可以通过已经初步成型的泛娱乐产业布局进行一系列的 IP 资源运作，实现 IP 资源价值最大化。

3.3.3 现金流量状况明显恶化

天神娱乐在 2015-2017 年通过大量的并购、投资，迅速进行着由一个业务单一的游戏公司到一个泛娱乐集团的转变。但是，这种转变却没有为天神娱乐带

来预想中的高质量发展，反而使天神娱乐现金流量质量出现了明显的下降，无法继续支持多元化战略的进一步实施，加大了天神娱乐持续经营的不确定性。在2018年与2019年不同审计机构出具的审计报告中，都对天神娱乐流动负债远远高于其流动资产这一情况进行了重点说明，提醒报表使用者注意相关风险。

天神娱乐多元化战略的实施主要依靠外延式的投资、并购，投资活动在其中起着重要的作用。但在投资活动中，管理层无视风险，高溢价、高杠杆特点明显，加大了投资活动现金流出，导致自有资金与经营活动现金流入难以满足投资活动的需求，只能通过筹资活动从外部获得大量现金，这使得天神娱乐负债规模迅速上升，极大地加重了天神娱乐的债务负担。

2018年以来，受外部经营环境剧烈变化与自身竞争力大幅下降双重因素影响，天神娱乐母公司及通过外延式并购获得的众多子公司、通过产业基金投资的公司以及其他被投资公司总体业绩持续下降，天神娱乐出现巨额亏损，这不仅使天神娱乐经营活动与投资活动的现金流入明显减少，还导致其由于高杠杆投资而承担了大量的回购与差额补足义务，产生了大量的相关债务。

巨额亏损之后，投资者对天神娱乐失去了信心，天神娱乐股价快速下跌，在2018年末跌破5元每股后再也没有回到过这一价位；资信评估机构也并不看好天神娱乐的发展前景，对天神娱乐主体及其债券“17天神01”的信用等级进行了多次下调，据最新评级报告，天神娱乐主体与其债券信用等级都已经被下调为了C。这意味着，天神娱乐已经基本失去了通过股票市场与债券市场获得外部资金的能力。

2018年以来天神娱乐呈现自有资金有限、经营活动获现能力不足、筹资活动获现能力基本丧失、投资活动现金净流入微薄这一状况。但其债务负担却不断加大，截至2019年12月31日，天神娱乐一年以内到期的各项负债合计约29.86亿元，一年以上到期的各项债务合计约23.88亿元。巨额债务不仅使天神娱乐面临着严重的财务流动性风险，还产生了大量财务费用影响着经营活动的正常开展，经营活动无法正常开展又会导致资产再次面临减值，形成一个非良性循环，与多元化战略实施的目的背道而驰。

综上所述，天神娱乐多元化战略实施过程中存在诸多问题，导致了其现金流量情况明显恶化，无法支持多元化战略目标的达成，甚至还起到了反作用。

4 天神娱乐多元化战略实施过程中的现金流量质量分析

“所谓现金流量质量,是指企业的现金流量能够按照企业的预期目标进行顺畅运转的质量。”所以,可以根据企业所实施的战略的特点及战略的目标来假设一个战略实施过程的现金流量理想情况,将此理想情况与战略实施过程中的现金流量实际情况进行对比,以此来分析企业在战略实施过程中的现金流量质量变化情况,并据此找出引起现金流量质量变化的原因。

天神娱乐多元化战略实施过程中的现金流量质量分析将会采取先对经营、投资、筹资活动现金流量质量分别进行分析,然后进行综合分析这一思路。

由于天神娱乐多元化战略实施的标志是2015年1月并购深圳为爱普,所以本文将2015-2019年作为研究区间,根据天神娱乐2015-2019年共5年的年度报告数据,选取合适的分析指标结合相关管理活动对天神娱乐多元化战略实施过程中的现金流量质量进行综合分析,找出导致现金流量质量出现变化的原因。

4.1 经营活动现金流量质量分析

4.1.1 经营活动现金流量概况分析

天神娱乐多元化战略的实施很大程度上依赖于外延式并购,其战略目标是分散经营风险、获得协同效应、发挥内部市场优势。按照外延式并购特点及多元化战略的目标,在多元化战略实施的过程中,其经营现金流量理想情况应该是:在多元化战略实施过程中经营活动一直拥有较高的现金净流入,在支付筹资活动所带来的成本之外还能够给未来扩大再生产及进行投资并购提供良好的现金支持。由于进行并购活动导致了企业经营规模的扩大,经营活动现金流量也会呈增长态势,再之后,随着并购后的整合逐步进行,经营活动产生的现金流入还会继续稳定增长,而现金流出则会趋于稳定并有所降低,整体上的经营活动现金流量的稳定性较多元化战略实施之前会有一个显著的提高。

据天神娱乐年度报告数据,笔者将其经营活动产生的现金流量概况进行了整理,见表4.1。

表 4.1 经营活动产生的现金流量概况

单位: (万元)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
销售商品、提供劳务收到的现金	92881.39	177839.62	292588.00	235851.79	157955.67
收到的税费返还	6.85	478.56	452.53	43.94	922.93
收到其他与经营活动有关的现金	1038.92	4998.29	32562.60	29281.30	38488.03
经营活动现金流入	93927.16	183316.47	325603.14	265177.03	197366.63
购买商品、接受劳务支付的现金	28524.80	73114.02	100783.71	106071.65	72016.99
支付给职工以及为职工支付的现金	13449.39	18997.48	39752.87	49952.50	33476.43
支付的各项税费	5539.47	8734.55	11937.06	13113.30	11725.19
支付其他与经营活动有关的现金	14431.95	32254.25	83703.57	68510.05	33603.51
经营活动现金流出	61945.61	133100.30	236177.21	237647.50	150822.13
经营活动产生的现金流量净额	31981.54	50216.17	89425.92	27529.53	46544.51

数据来源: 根据 2015-2019 年天神娱乐年度报告自行整理得到

由表 4.1 可以看出, 在 2015-2017 年间天神娱乐经营活动产生的现金流入、流出情况与其多元化战略的实施情况基本吻合, 大量进行外延式并购, 经营规模扩大, 的确会导致经营活动现金流入与流出出现明显的上升趋势。但 2018 年以后, 天神娱乐经营活动产生的现金流入逐年下降, 与多元化战略实施后的理想情况存在明显差别。天神娱乐在年报中对这一情况进行了解释, 将 2018-2019 年经营活动现金流入持续降低的原因完全归咎于政策、市场等外部因素, 笔者认为这是不完全合理的。实际上, 自重新恢复版号审核以来, 2019 年我国共有 1570 款游戏成功获得了版号, 虽然还是进行了总量调控, 但已经可以满足基本的市场需求, 受此影响, 游戏市场逐渐复苏, 相关统计数据显示, 2019 年中国游戏市场实际销售收入同比增长了 7.7%, 达到了 2308.8 亿元。在政策相对放宽、市场逐渐转暖的情况下, 天神娱乐经营活动现金流入下降趋势却还高于 2018 年, 这就能够说明, 除了政策、市场因素以外, 天神娱乐自身在经营活动中, 也存在着问题。

多元化战略的实施在一定时间段内确实使得天神娱乐获得了较高的经营活动现金流入量的增长，但未能有效地降低天神娱乐经营活动现金流量的不稳定性，受政策、市场因素影响明显且调整能力差。所以，总体来说，天神娱乐多元化战略下的经营活动现金流量总体情况与理想情况还存在着较大的差距。

4.1.2 经营活动现金流量充足性分析

表 4.2 天神娱乐经营活动现金流量充足性情况 单位：(万元)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动产生的现金流量净额	31981.54	50216.17	89425.92	27529.53	46544.51
1、长期待摊费用摊销	411.92	898.43	5993.11	8180.06	6145.09
2、偿还债务支付的现金	4200.00	47380.00	40292.14	51045.34	50932.55
3、分配股利或偿付利息支付的现金	4978.40	12514.01	31498.20	45994.69	24208.56
可用于未来扩大再生产资金余额（资金短缺规模）	22391.22	-10576.27	11642.47	-77690.57	-34741.69

数据来源：根据 2015-2019 年天神娱乐年度报告自行整理得到

理想情况下天神娱乐在多元化战略实施过程中应该拥有较高的现金流量充足性，这是多元化战略能够以一个相对健康的方式得以实施的重要保证。但根据上表 4.2，可以发现，尽管天神娱乐在 2015-2019 年经营活动产生的现金流量净额均为正值，但是天神娱乐经营活动产生的可用于未来扩大再生产的资金余额的情况却与之差别较大。2016 年天神娱乐就有了一亿多的资金短缺规模，在 2018 年和 2019 年这一情况愈发严重。综合 2015-2019 年数据，天神娱乐这五年内经营活动产生的现金流量净额在摊销完长期待摊费用、偿还完债务、分配完股利、支付完利息之后，其资金短缺规模达到了将近九亿元。这意味着，天神娱乐多元化战略的实施缺乏经营活动产生的现金流量的支持，其多元化战略的实施主要依靠的是筹集的外部资金，这明显不是一个健康可持续的多元化战略实施方式。

4.1.3 经营活动现金流量稳定性分析

天神娱乐实施多元化战略的愿景是成为中国领先的泛娱乐平台型企业，而泛娱乐产业布局由于涉及的领域较多，实施起来周期较长。此外，天神娱乐在实施多元化战略进行泛娱乐产业布局的过程中基本是通过外延式投资并购这一方式，并购后的整合也需要一定时间。所以，多元化战略实施过程中经营活动现金流量是否稳定就成为了决定战略实施效果的关键。

表 4.3 经营活动产生的现金流量稳定性情况 单位：(万元)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	93927.16	183316.47	325603.14	265177.03	197366.63
同比增长率	95.91%	95.17%	77.62%	-18.56%	-25.57%
经营活动现金流出量	61945.61	133100.3	236177.21	237647.5	150822.13
同比增长率	77.40%	114.87%	77.44%	0.62%	-36.54%
经营活动产生的现金流量净额	31981.54	50216.17	89425.92	27529.53	46544.51
同比增长率	145.54%	57.02%	78.08%	-69.22%	69.07%

数据来源：根据 2015-2019 年天神娱乐年度报告自行整理得到

由表 4.3 可以看出，2015-2017 年天神娱乐经营活动现金流入量呈现了一个上升趋势，但是增长率却呈现下降趋势，而到了 2018 年及以后，天神娱乐经营活动现金流入量持续下降，且下降幅度逐渐加大。此外，在 2015-2019 年天神娱乐经营活动现金流出量变化也非常明显，并且与其经营活动现金流入量变化情况存在一定的差异。这就导致了经营活动产生的现金流量净额变化十分剧烈，2015 年同比增长近 1.5 倍，2018 年同比下降了大约 70 个百分点，经营活动产生的现金流量净额甚至低于了 2015 年水平。

通过对于天神娱乐多元化战略实施过程的梳理，可以发现在 2015-2017 年间天神娱乐通过外延式并购吸收了大大小小十余家公司，大量并购后的报表合并使得天神娱乐现金流入、流出大幅增加，这属于是多元化战略的实施会给企业带来的正常变化。但 2018-2019 年，在外延式并购放缓，进入整合阶段后，经营活动

产生的现金流入出现明显下降,降幅还在扩大,这就与理想情况下经营活动现金流入情况存在明显差异,对此,天神娱乐在其年报中进行了解释,称此现象的发生是由于市场与政策等外部因素的影响而产生的,有一定的合理性。但是,在政策监管相对放松、市场逐步复苏的2019年,天神娱乐经营活动产生的现金流入不但没有增长,降幅还有所增大,这就体现出了天神娱乐在市场中的竞争能力的下降,也体现出了天神娱乐经营活动产生的现金流量存在较高的不稳定性。

4.1.4 利润对经营活动现金流量的影响分析

表 4.4 天神娱乐 2015-2019 年利润表相关情况 单位: (万元)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	94084.76	167486.06	310137.50	259881.12	133490.62
游戏竞技业务	35570.30	49485.13	143026.13	126840.42	71858.41
占营业收入的比重	37.81%	29.55%	46.12%	48.81%	53.83%
营业成本	29273.04	68243.83	107365.81	90124.85	67622.56
游戏竞技业务	4560.74	4592.81	32692.89	36816.00	27432.85
占营业成本的比重	15.58%	6.73%	30.45%	40.85%	40.57%
期间费用					
销售费用	1481.46	7614.35	23503.94	33149.64	21921.54
管理费用	22625.57	34375.19	24439.72	34484.91	30619.23
财务费用	5122.09	1449.39	12103.03	15628.49	36006.95
研发费用	12423.83	16157.31	40034.93	36674.49	21327.23

数据来源: 根据 2015-2019 年天神娱乐年度报告自行整理得到

企业利润情况,不仅仅会在利润表中体现,还会对现金流量情况产生比较大的影响,而在进行利润情况的分析时,利润是如何形成的是最为关键的问题。所以,需要对营业收入、营业成本及各类期间费用这些影响利润形成的要素进行细致的分析,判断其对经营活动现金流量的影响。

从上表 4.4 中,可以发现游戏竞技业务收入占营业收入的比重在这五年间始

终大于游戏竞技业务成本占营业成本的比重，这表明，尽管天神娱乐经过多元化战略的实施，扩展了其业务范围，但拓展的其他业务发展的并不是很顺利，毛利率要低于游戏竞技业务，这就导致了游戏竞技业务仍然是天神娱乐利润的主要来源。但近五年来，天神娱乐游戏竞技业务营业收入呈现先上升后下降的趋势，尤其是 2019 年，在游戏行业发展逐渐回暖、游戏销售收入同比增长的大背景下，天神娱乐游戏竞技业务营业收入同比下降 43.35%，已经充分说明了天神娱乐在激烈的游戏市场竞争中已经逐渐居于劣势地位。但就是这在竞争中逐渐居于劣势地位的游戏竞技业务，其收入占总的营业收入的比重，除 2016 年同比下降之外，其他年份的比重都是呈现上升的趋势，这意味着天神娱乐近三年来不仅没有随着多元化战略的实施而逐渐降低对游戏竞技业务的依赖，反而加深了对游戏竞技业务的依赖程度。这就与分散单一游戏竞技业务存在的经营风险、产生协同效用强化竞争力的多元化战略实施目的背道而驰。

期间费用在利润形成过程中的作用也不能被忽视。天神娱乐在 2015-2017 年间通过大量投资并购实施多元化战略的过程中，期间费用各项目都在大幅上升，但这并不必然导致企业净利润的下降，只要经营利润的增长幅度能够高于期间费用的增长幅度，企业净利润仍会呈上升趋势。但从 2018 年开始，天神娱乐营业收入出现下降，2019 年营业收入更是同比下降近 50%。在这种情况下，期间费用规模仍与 2017 年相近，这就使得营业利润大幅下降。面对此情况，天神娱乐也进行了相应的现金流量管理工作，2019 年销售费用、管理费用、研发费用都有一定的削减，但高昂的财务费用使得现金流量管理工作收效甚微。天神娱乐高昂财务费用的形成主要与其投资与筹资活动中现金流量管理存在的问题息息相关，在后续分析中会进行详细介绍。

除了财务费用外，研发费用的变化也值得关注，无论是为了有意为之还是无可奈何，近三年来天神娱乐对研发费用的缩减都不是一个好的讯息。与天神娱乐业务构成相近、存在明显竞争关系的三七互娱 2017 年以来的研发费用支出分别为 5.4 亿、5.38 亿和 6.2 亿，在整个行业及主要竞争对手继续加大研发费用支出的大环境下，天神娱乐研发费用的大幅缩减可能会导致其在互联网企业愈发激烈的技术竞争中失去发展的核心能力。

4.1.5 营运资本管理对经营现金流量的影响分析

表 4.5 天神娱乐 2015-2019 年应收预收、应付预付账款情况

单位: (万元)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
1. 应收账款	41632.36	40815.27	64348.04	63814.70	28286.87
增长率	393.24%	-1.96%	57.66%	-0.83%	-55.67%
占流动资产比率	29.71%	35.68%	18.36%	22.45%	18.25%
周转率	3.74	4.06	5.90	4.05	2.90
2. 预收账款	2350.83	1486.41	8121.90	5780.31	7156.00
增长率	1870.19%	-0.50%	247.22%	-28.83%	23.80%
3. 应付账款	9043.11	8965.63	31646.77	27830.05	24495.59
增长率	930.75%	-0.86%	252.98%	-12.06%	-11.98%
占流动负债比率	9.28%	9.65%	9.18%	6.21%	6.27%
4. 预付账款	8096.88	2339.14	14531.70	20399.03	15560.11
增长率	2088.05%	-71.11%	521.24%	40.38%	-23.72%
占流动资产比率	5.78%	2.04%	4.15%	7.18%	10.04%
5. 流动资产合计	140133.58	114402.50	350420.70	284270.71	155000.67
增长率	319.42%	-18.36%	206.31%	-18.88%	-45.47%
6. 流动负债合计	97424.76	92942.95	344597.35	448072.39	390444.97
增长率	1693.94%	-4.60%	270.76%	30.03%	-12.86%

数据来源: 根据 2015-2019 年天神娱乐年度报告自行整理得到

由于企业性质原因, 存货较少, 对各项指标的影响不显著, 所以没有具体对其进行分析。所以这一部分主要对天神娱乐营运资本中比较具有研究意义的往来账款进行分析。

(1) 应收账款和预收账款分析

从表 4.5 可以看出, 天神娱乐的应收、预收账款在 2015 和 2017 年经历了大幅度增长, 这与天神娱乐多元化战略实施的轨迹相一致。并购的为爱普、Avazu Inc.

于 2015 年并表；2017 年合润传媒与初聚科技也正式并入天神娱乐的报表中，这四家公司都存在着大量营销业务，而营销业务的特点就是周期较长，会产生大量的应收、预收款项，导致了天神娱乐在这两年应收、预收款项上变动较大。

天神娱乐应收账款规模呈现先上升后下降的趋势，但形成这一趋势的原因并不是天神娱乐在多元化战略实施过程中实现了对应收账款管理的优化，而是客户信用风险不断加大导致的结果，2017-2019 年，天神娱乐计提的应收账款坏账准备分别为 6321 万元、1.09 亿元和 2.57 亿元。大量坏账的出现降低了天神娱乐能够在经营活动中获得的现金流入，还反映出了天神娱乐在多元化战略实施过程中新拓展的移动数字营销业务及品牌内容营销业务发展的不顺利，由于进入相关业务领域较晚，知名度不足，为了吸引客户，提高收入，天神娱乐选择了较为宽松的信用政策，提供营销服务的客户一般是规模较小的互联网公司，这类公司经营风险较大，破产概率较高，宽松的信用政策很容易给天神娱乐带来信用风险。同时，天神娱乐应收账款周转率较低，也是由于宽松的信用政策这一原因。

天神娱乐的预收账款在 2017-2018 年有一定的波动，但是总体上是呈上升趋势的，这体现出了多元化战略实施后天神娱乐营运资本管理中好的方面，可以运用其他企业的资金来进行自身发展，但其金额较小，对天神娱乐经营现金流量的影响并不明显。

（2）应付账款和预付账款分析

除去因面临严重现金流量问题而全方位缩减支出的 2019 年，2015-2018 年天神娱乐应付账款与预付账款都因为多元化战略的实施而呈整体上升态势，但总体而言，应付账款数额还是大于预付账款数额的，这对于一个上下游管控能力强的企业来说，是免费的沉淀资金；但对于经营不善的企业，则是一份负担。另外，2018 年，预付账款大幅上升与当时市场环境及年报中公司经营情况描述存在一定的不相符，对其真实性需要谨慎看待。

天神娱乐 2016 年以后的预付账款占流动资产的比重逐年上升，一般来说，预付账款占流动资产比重的增加往往代表着企业对于上游供应商的议价能力的下降以及企业风险的上升。将预付账款与预收账款结合起来进行分析，我们可以发现，天神娱乐预付账款的数额在 2015-2019 年全部大于预收账款的数额，这表明，虽然多元化战略的实施使得天神娱乐在游戏行业的上下游都进行了一定的布

局，但是，天神娱乐在整个行业中的议价能力还是比较弱的，有一定数量的资金在交易中是被其他企业占用的，这一方面会使得天神娱乐经营活动现金流量质量下降，另一方面，如果遇到信用度较差的客户，还有可能导致企业蒙受较大损失。

4.2 投资活动现金流量质量分析

表 4.6 天神娱乐 2015-2019 年投资现金流量概况 单位：(万元)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
收回投资的现金	1600.00	174374.08	58309.98	65547.20	50712.79
投资收益获得的现金	522.61	1526.08	1321.47	502.18	1125.18
处置资产收回的现金净额		34.74	96.57	3.40	206.38
处置子公司等收到的现金				1008.88	1.00
收回其他有关投资活动的 现金				36127.59	3003.50
投资现金流入小计	2122.61	175934.90	59728.02	103189.25	55048.86
购建资产支付的现金	1887.94	1077.38	2071.01	14623.95	4528.41
投资支付的现金	150406.34	43915.69	156190.42	30856.04	29428.90
取得子公司等支付的现金 净额	96549.43	38147.00	52096.67	111500.60	
用于支付其他与投资相关 的现金			47736.68		12901.20
投资现金流出小计	248843.71	83140.06	258094.78	156980.59	46858.51
投资现金流净额	-246721.10	92794.84	-198366.76	-53791.34	8190.35

数据来源：根据 2015-2019 年天神娱乐年度报告自行整理得到

天神娱乐以成为国内领先的泛娱乐集团为目标，在坚持网络游戏研发和发行的同时，通过外延式投资并购，迅速扩大自身经营范围。按照其多元化战略的实施方式及天神娱乐的战略目标，其理想情况下的投资活动现金流量情况应该为：利用经营活动产生的可自由支配的现金和必要的筹资活动获得的外部现金流入进行内部发展和外部扩张，以增加经营活动产生的可自由支配的现金或获得稳定增长的投资活动现金流入，来保证筹资活动获得的外部现金流入的偿还及满足下

一步投资活动的需要。下文将结合此理想情况与天神娱乐多元化战略实施过程中具体的投资活动现金流量变化情况,进行天神娱乐多元化战略下的投资活动现金流量质量分析。

4.2.1 投资活动现金流量的扩展功能分析

由表 4.6 可以看出,天神娱乐投资活动现金流出在 2015-2018 年都处于一个很高的水平,尤其是 2017 年,其投资活动现金流出达到了近 26 亿元,是未实施多元化战略的 2014 年投资活动现金流出的七倍多。这可以说明近几年来,天神娱乐在以一个较快的速度进行其多元化战略的实施,这就对其经营活动以及筹资活动提出了较高的要求。

(一) 内部发展

从表 4.6 中可以发现,在 2015-2019 年这 5 年中,天神娱乐购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金占当年投资活动现金流出的比重一直处于较低水平,在 2015-2017 年甚至都不到 5%,这与其行业性质以及从事的主要业务有一定关联,但是,还是可以从了解到天神娱乐内部发展存在着一定的不足,其多元化战略的实施过分依靠对外投资。

(二) 外部扩张

从天神娱乐 2015-2019 年对外披露的信息进行整理可以计算出,2015-2017 这 3 年间天神娱乐通过公司本身、子公司天神互动以及天神娱乐及其子公司发起设立产业基金等共投资、收购了 15 家公司,并购金额高达 127.21 亿元,其中现金支付为 56.6 亿元,股份支付为 70.61 亿元。由于自有资金及经营活动产生的现金流入远远无法满足投资活动的需求,天神娱乐在 2015 年至 2017 年间通过增发、质押、贷款、借款、发放债券等多种筹资活动筹集了大量资金。通过一系列的投资活动,在 2015-2017 年,天神娱乐业务范围迅速扩展,营收不断提高,在 2017 年营收超过 30 亿元,获得了近 10 亿净利润,在当时的 A 股游戏类公司排名第六。但 2018 年以后,受政策、市场以及自身竞争力不足等因素影响,天神娱乐投资与并购的这些公司营收大幅下滑,大多数由盈利转为亏损,不仅没有对其他活动获得的现金流入起到扩展作用,还给经营活动与筹资活动带来了巨大的负担,天神娱乐已经将部分子公司注销。

此外，2016 以来，天神娱乐通过参与设立六支产业基金对两家游戏公司和四家影视公司的部分股权进行了收购。由于当时朱晔领导的管理层对棋牌游戏市场及影视行业未来发展前景过度看好，所以采取了极为激进的投资策略。对投资标的估值相较其归母净资产溢价严重，而且选取了结构化基金这一产业基金设立模式。在结构化基金中，上市公司作为劣后级合伙人，对投资具有一定的主导权，可以运用相对较少的自有资金撬动较大规模的外部资金进行投资，但是承担的风险也会极大的提高，因为作为劣后级合伙人的上市公司在收益分配时排位靠后，还需要为其他层级基金参与者的出资份额及收益承担回购和差额补足义务。

除了 2015 年投资的儒意影业股份在 2016 年实现转让，产业基金成功退出并使天神娱乐获得 2.94 亿投资收益以外，天神娱乐其他产业基金均面临难以退出的问题。2018 年以来，国家加强了对棋牌类游戏的监管，尤其是对于带有赌博性质的棋牌游戏进行了严厉整顿，天神娱乐运用产业基金投资的两家游戏公司受此影响，营收激烈下滑，市场反响也迅速变差。产业基金基本无法正常退出且持续减值；另外三家影视企业经营业绩也远远未达到预期，在整个影视行业低迷的大环境下，产业基金减值明显且未能顺利退出。这就使得天神娱乐不仅仅要对产业基金计提大量减值准备，还面临近 20 亿因为违约产生的提前回款义务，需要大量的现金进行履行，这就使得投资活动不仅没有带来期望中稳定的现金流量流入，还给经营活动和筹资活动带来了巨大负担。

4.2.2 投资活动现金流量的补充功能分析

（一）投资收益提供的现金流量分析

从表 4.6 可以发现，天神娱乐 2015-2019 年收到的投资收益现金流入量较小，且对于企业整体投资活动现金流量来说有些微不足道，因此本部分将分析的重点放在了天神娱乐长期股权投资情况，子公司的经营效益及对天神娱乐合并利润表的贡献情况。

根据下表 4.7，天神娱乐年报显示其 2016 年长期股权投资的大幅度变动系处置对儒意影业的股权投资进行处置而导致。随后 2017 年天神娱乐以全资子公司 Avazu 100% 股权作价投资 DotC，交易完成后，天神娱乐持有 DotC 30.58% 股权，长期股权投资金额大幅上升。DotC 在今年跻身新经济独角兽 150 强榜单，市场

评价较好,但其净利润在 2018 与 2019 年均为负值,短时间内无法完成上市计划,最近外界也没有对于该企业的估值,所以无法对其长期股权投资的收益进行评价。所以,总体来讲天神娱乐长期股权投资并未给其带来大量的投资收益,此外,由于主要的股权投资对象 DotC 并未上市,其变现能力也较差。

表 4.7 天神娱乐 2015-2019 年长期股权投资情况表 单位:(万元)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
长期股权投资	139523.10	6765.38	231970.25	193911.50	221030.00
占总资产比例	19.10%	0.92%	15.88%	22.63%	34.77%

数据来源:根据 2015-2019 年天神娱乐年度报告自行整理得到

再看天神娱乐子公司的情况,天神娱乐全资收购的众多子公司在 2015-2017 年的确产生了一些营业利润,但这部分营业利润在天神娱乐总体营业利润中占比不大,而在天神娱乐面临内外部冲击,营业利润大幅下降时,众多子公司纷纷出现亏损现象,导致天神娱乐不得不将部分子公司注销或者处置,据 2019 年年报显示,2019 年对公司净利润影响达 10%以上的子公司仅剩北京幻想悦游和合润德堂,而它们 2019 年的营业利润分别为-3.32 亿和-1.3 亿。这说明,天神娱乐对外投资所带来的收益其实是比较低的。

(二) 非流动资产变现价值及变现能力

① 无形资产

从年报中可以得知,天神娱乐对其无形资产基本不计提减值准备,因此单纯从账面价值上看,天神娱乐的无形资产还是有一定的变现价值的。

但是,从年报中可以发现天神娱乐对无形资产的摊销一直采取的是直线摊销法,但这一摊销方法在近几年来受到了一定的质疑,许多学者认为该方法无法很好的反应资产受外部环境变化的影响。另外,天神娱乐的无形资产主要是软件及著作权,天神娱乐对此类无形资产默认为使用寿命为授权期或 10 年寿命,但是在当今科技飞速进步、大众对阅读的喜好与要求飞速变化的情况下,软件与著作权能够获得的流量与收益主要集中在第一年,后期流量与收益会大幅降低。这样看来,直线摊销将会显著的后移采购成本,让短期业绩更亮眼,同时形成大量在

报表上存在却无法为企业带来预期收益的无形资产。另外，在如此复杂的市场变化与如此迅猛的科技进步的背景下，天神娱乐基本不对无形资产计提减值准备这一做法的合理性也值得考量。

②可供出售金融资产

从账面上看，天神娱乐有一定数量的可供出售金融资产，但其可供出售金融资产的质量不佳，被投资单位多为游戏、影视公司，在这两年市场大幅降温的条件下，变现能力较差，而且有极高的减值风险，在 2018 年天神娱乐就对其可供出售金融资产计提了 10 亿多元人民币的减值，在 2019 年末其可供出售金融资产账面已经不足一亿元。所以，天神娱乐可供出售金融资产的变现价值与能力都存在着很大的问题。

③长期股权投资

我们在上文分析了天神娱乐长期股权投资主要是对 DotC 的投资。但是由于 DotC 目前尚未上市，另外在 2018-2019 年也面临亏损情况，无法确定其变现价值。

④固定资产

天神娱乐固定资产中有极高的比例为电子设备，其变现价值与变现能力一般随着资产的使用会迅速降低，而且受市场、技术等因素影响较大，但由于天神娱乐 2015-2019 年固定资产基本仅占总资产的 5% 不到，占比较小，对总的非流动资产变现价值与变现能力影响也不大，因此不做重点分析。

综上所述，天神娱乐非流动资产虽然具有较高的账面价值，但其变现能力与变现价值却已经大幅下降，恐怕很难给天神娱乐带来较好的现金流量补充。

4.3 筹资活动现金流量质量分析

筹资活动是投资活动与经营活动的重要支持，可以帮助企业更灵活的应对投资与经营需要。根据天神娱乐多元化战略实施过程及动因，理想情况下的筹资活动现金流量应该为：企业通过对未来现金流量的合理预估，运用类型多样、结构合理的筹资方式获得资金支持自身更好地进行经营活动和投资活动，并按照企业经营活动与投资活动状况，进行合理有序的筹资活动现金流出规划，按时还本付息。在保证不会面临较为较高的筹资活动现金流量流出压力的前提下，拥有能够

持续通过筹资活动获取现金流入的能力。

表 4.8 天神娱乐 2015-2019 年筹资活动产生的现金流量概况 单位：(万元)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
吸收投资收到的现金	115743.00		100208.00	600.00	90.00
取得借款收到的现金	35980.00	31690.00	95825.00	35575.00	
发行债券收到的现金			98833.00		
收到其他与筹资活动有关的现金	132000.00	5500.00		37900.00	
筹资活动现金流入小计	283723.00	37190.00	294866.00	74075.00	90.00
偿还债务支付的现金	4200.00	47380.00	40292.00	51045.00	50933.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	4978.00	12514.00	31243.00	45995.00	24209.00
支付其他与筹资活动有关的现金	10714.00	138627.00	5550.00	68988.00	5812.00
筹资活动现金流出小计	19893.00	198521.00	77085.00	166028.00	80953.00
筹资活动产生的现金流量净额	263830.00	-161332.00	217782.00	-91953.00	-80863.00

数据来源：根据 2015-2019 年天神娱乐年度报告自行整理得到

4.3.1 筹资活动产生的现金流量适应性分析

从天神娱乐年报以及上文分析可知，近几年来，天神娱乐在经营活动流入较低的情况下，仍然没有停下对外扩张的脚步，甚至对外扩张的速度不断加快。这就导致其自有资金和经营活动产生的现金流入难以支撑，企业只能依靠外部筹资手段。而从近几年的筹资情况来看，在 2016 年、2018 年、2019 年天神娱乐通过筹资活动产生的现金流量净额都是负数，2015 年和 2017 年天神娱乐筹资活动获得的现金流量净额很高，2015 年天神娱乐非公开发行股票获得 10 多亿元人民币的投资以及获得经营合作者投资 13 亿，2017 年通过非公开发行股票以及大量的借款、发债才获得了如此之高的现金流量净额，这导致了天神娱乐资产负债率持续上升。但 2018 年以后天神娱乐由于业绩“暴雷”，净利润亏损近 70 亿，其股

票价值急剧下降，市场对于天神娱乐的认可度也接近冰点，在这样的情况下，天神娱乐 2018-2019 年通过筹资活动获得外部资金的能力已经基本丧失。另外，过高的资产负债率也使得天神娱乐申请银行借款和申请发行债券面临重重困难，天神娱乐筹资活动现金流量流入大幅下降。远远不足以为天神娱乐在经营规模的扩大，以及对外投资的扩张提供足够的支持。

4.3.2 筹资活动产生的现金流量多样性分析

根据天神娱乐 2015-2019 年筹资活动产生的现金流量相关情况，并结合天神娱乐 2015-2019 年财务报告中的附注信息，对天神娱乐收到其他与筹资活动有关的现金进行了细致深入的分析。2015 年天神娱乐收到此类现金 13.2 亿元，2016 年将其连本带息归还，在财务报表附注中，天神娱乐对这笔款项的解释是合伙企业投资人投资款，但从严格意义上来讲，其应该属于借款。2016 年收到此类现金 5500 万元的来源是股东朱晔的借款，虽然股东借款相较于银行借款与外部借款还款压力小、利息水平低，但其本质上仍然是借款，在 2017 年天神娱乐也将这笔款项归还，也应该将其划分到取得借款收到的现金这部分。2018 年收到此类现金 3.79 亿元的来源在财务报表附注中被分为三部分：融资租赁款 1.92 亿元、外部借款 1 亿元，股东借款 0.87 亿元，按照会计上的实质大于形式的原则，融资租赁款应当作为企业出售资产或存货的收入，不应该在收到其他与筹资活动有关的现金这一项中填列，其他两项都应属于借款。另外，由于 2019 年天神娱乐筹资活动现金流入数额过于微小，难以对企业产生影响。所以，本文剔除了 2019 年的数据并按照实际情况对天神娱乐 2015-2018 年筹资活动产生的现金流量的报表数据进行了调整，并按照调整后的数据制作了筹资活动产生的现金流量各项目比重表,见表 4.9:

表 4.9 天神娱乐筹资活动项目比重表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
吸收投资收到的现金占比	40.79%	0.00%	33.98%	1.1%
取得借款收到的现金占比	59.21%	100%	32.50%	98.9%
发行债券收到的现金占比	0.00%	0.00%	33.52%	0.00%

数据来源：根据 2015-2018 年天神娱乐年度报告自行整理计算得到

由表 4.9 可以发现天神娱乐筹资活动中债务融资占比较高，尤其在 2016 年和 2018 年，其筹资活动基本都是债务融资，而且上文中我们提到天神娱乐在实施多元化战略过程中进行股份支付 18.03 亿元，这部分支付也算进了当年的吸收投资收到的现金。所以，在其经营活动产生的现金流量不足，投资活动又需要大量现金来实施多元化战略的处境下，天神娱乐主要依靠债务融资支持其多元化战略的继续实施。而债务融资的比例过高，不仅使天神娱乐面临较高的付息偿债压力，还使得天神娱乐的资产负债率逐年增大，过高的资产负债率可能会使银行及企业外部潜在的债权人对天神娱乐的偿债能力产生怀疑，不利于天神娱乐筹资活动的持续进行。

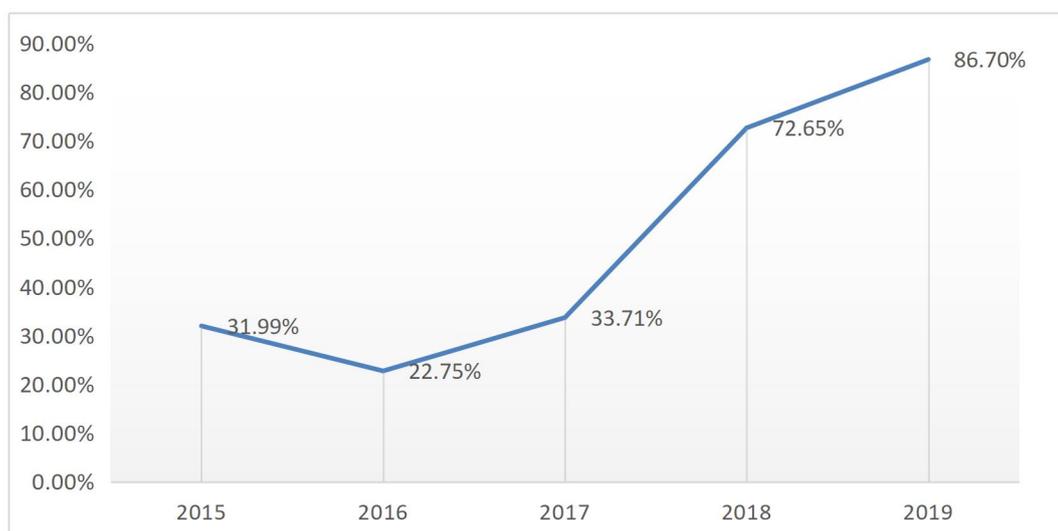


图 4.1 天神娱乐 2015-2019 年资产负债率变化图

数据来源：根据 2015-2019 年天神娱乐年度报告自行整理得到

综合来看，天神娱乐股权融资能力急剧下降，融资渠道逐渐变得单一，资产负债率攀升，面临较大的财务风险。

4.4 三大活动整体现金流量质量分析

结合天神娱乐 2015-2019 年三大现金流量整体概况与前文分别对经营、投资、筹资活动进行的现金流量质量分析，可以发现天神娱乐整体现金流量在多元化战略实施过程中逐渐无法满足其需要，总体上现金流量质量由好转差，说明了其在

多元化战略实施过程中的现金流量管理方面存在较多问题。

表 4.10 天神娱乐 2015-2019 年三大现金流量整体概况 单位：（万元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动产生的现金流量净额	31,982	50,216	89,426	27,530	46,545
投资活动产生的现金流量净额	-246,721	92,795	-177,567	-53,791	8,190
筹资活动产生的现金流量净额	263,830	-161,332	217,782	-91,953	-80,863

数据来源：根据 2015-2019 年天神娱乐年度报告自行整理计算得到

5 研究结论及优化建议

5.1 研究结论

多元化战略的实施一方面需要依靠良好的现金流量状况；另一方面又会对企业现金流量状况造成明显影响，这已经成为不争的事实。所以，企业更应该注意多元化战略下的现金流量管理，将战略目标的达成与现金流量管理紧密结合起来，以达成企业长期的发展目标。而目前，我国众多互联网企业选择多元化战略作为其应对复杂的经营环境的对策，这就给其本身就充满变数的现金流量情况带来了更多的不确定性，有诸多互联网企业就因为现金流量出现问题而黯然退场，其中还包括熊猫互娱、暴风集团、天神娱乐这种上市公司。所以，重视互联网企业多元化战略下的现金流量管理，帮助它们去规避在多元化战略实施过程中普遍存在的各类现金流量管理问题就变得极其重要。

本文在大量对于多元化战略、现金流量管理理论学习的基础上，以天神娱乐为研究对象，对于天神娱乐多元化战略实施动因及实施过程进行了详细梳理，将多元化战略实施过程中的现金流量质量变化情况与具体的管理活动结合起来，深入挖掘天神娱乐多元化战略下存在的现金流量管理问题。通过对于战略实施过程中现金流量质量情况的分析，我们发现了天神娱乐在多元化战略实施过程中存在一些现金流量管理问题，下面将会按照现金流量管理的三大层面进行分类说明。

（一）战略管理层面

通过上文的分析，我们可以发现，天神娱乐实施的是多元化战略，想要通过外延式并购，打通产业链上下游，形成泛娱乐产业布局。这一战略目标的达成，需要以自身现金流量状况的合理评价为基础，通过对自身现金流量状况的合理评价选择适合的战略实施时机及实施方式；也需要天神娱乐以战略实施作为重点进行现金流量管理，规划好战略实施的每一步的现金流量情况，以保证多元化战略能够持续高效地进行实施。但实际上，天神娱乐在实施多元化战略的过程中，未能根据自身现金流量情况出发择适合的战略实施时机及实施方式，过于激进；现金流量管理也没有以多元化战略最终目标为导向，缺乏系统性规划及对战略实施的针对性管理，现金流量管理与多元化战略的实施严重割裂开来。这导致 2018 年以后，天神娱乐多元化战略的进一步实施就已经停滞了下来，自身也面临严重

的财务风险。

具体分析,在 2015-2016 年业绩补偿承诺压力下,2015 年天神娱乐采取增发股权与现金支付方式进行了大量并购,其投资活动产生的现金流出过多,天神娱乐内部产生的现金流量无法满足其需求,天神娱乐只能寻求外部融资,但在筹资过程中,天神娱乐主要选择的是短期的债务融资,一方面没有对之后的多元化战略实施预留出所需的资金;另一方面,又导致了在 2016 年并购整合不足无法获得较高的现金流量净额的情况下面临较高的偿还债务压力,受此影响,天神娱乐无奈转让儒意影业 49%股权,收回了投资本金和投资收益,以此来支付到期的短期借款。较大的还款压力也使 2016 年天神娱乐暂缓以现金和股权方式大量进行并购,全年只通过子公司天神互动自有现金并购了一花科技,转而通过参与设立产业基金进行投资,分别创立了上海凯裔、乾坤问道、深圳泰悦、天神中慧及深圳浦睿等产业基金对游戏行业和影视行业投资。

一般以投资并购方式进行多元化战略的实施,都会考虑到投资并购后各子公司间存在的协同效应,而天神娱乐在 2016-2017 年投资或并购的公司中,有三家的主要收入来源都是德州扑克类棋牌游戏,四家同为棋牌休闲类游戏公司,存在着极高的竞争性,让人不得不对这些投资与并购的目的产生怀疑。

(二) 控制管理层面

在企业内部活动中,天神娱乐的现金流量管理也存在诸多问题。由于天神娱乐多元化战略的实施主要运用的是外延式投资并购的方式,所以,对投资活动进行现金流量管理的重要性不言而喻,首先对这方面存在的问题进行说明。

天神娱乐并购溢价过高,普遍高出并购标的资产价格的十倍左右,甚至有个别高出近百倍。这一方面给筹资活动带来了巨大的压力,另一方面,形成了近 65 亿元巨额商誉,为经营活动埋下了深深的隐患。这与朱晔在天神娱乐内部掌握的过高且无人制衡的权力有直接关系。

缺少现金流量风险的防范。其并购与投资的范围集中于游戏上下游行业及影视行业,这些行业的现金流量特点相近且具有较高的相关性,受政策与市场影响程度较高,容易出现现金流量风险。此外,企业在参与设立的结构性产业基金中,身份为劣后级合伙人,需要基于协议在优先级合伙人、中间级合伙人提出申请后,回购按其出资份额获得的股票,同时如果优先级合伙人、中间级合伙人预期获取的收益并未得到满足,对于其中所存在的差额,公司有义务去补足。这种投资方

式，承担了过多风险，一旦投资标的业绩不达标，天神娱乐不仅难以收回投资本金，还会承担极高的超额损失，导致现金大量流出。

接下来是筹资活动现金流量管理问题。前文也提到过，天神娱乐多元化战略的实施需要大量的资金，而其经营活动又无法提供如此庞大的资金规模，只能依靠筹资活动从外部获取资金。但是天神娱乐资金的获取主要通过债务融资方式，这种方式容易给公司带来较大的偿债压力，也使得天神娱乐资产负债率不断升高，给进一步筹资加大了难度。另外，天神娱乐在债务还款期的安排上也不够合理，2015年债务融资全部为短期借款，虽利率较低，但在客观上却阻碍了多元化战略实施的进展。

最后，在经营活动现金流量管理上，天神娱乐也存在诸多问题。

业务范围的扩大，分散了天神娱乐的资金、人才和注意力，使得天神娱乐未能专注于其核心能力——游戏研发能力的构建。从下图 5.1 可以看出，天神娱乐研发人员数量与占比均呈整体下降趋势，另外，2018-2019 年受债务负担影响，研发费用也大幅下降，这就导致了天神娱乐在游戏研发业务上存在的竞争优势逐渐消失，甚至已经居于落后地位，在 2019 年游戏市场转暖，2020 年受疫情影响游戏行业复苏明显的大环境下，天神娱乐游戏竞技业务营业收入持续下降，带来的现金流入大不如前。

天神娱乐的信用管理政策过于宽松。由于游戏发行业务、数字营销业务与品牌内容营销业务都是通过并购扩展而来的，在业内竞争力较弱、知名度不足。为了吸引更多客户，天神娱乐放宽了其信用管理政策，对客户的筛选评级工作也没有做好，这就导致天神娱乐在多元化战略实施过程中，出现了大量的信用减值损失，2017-2019 年，天神娱乐计提的坏账准备分别为 6321 万元、1.09 亿元和 2.57 亿元。大量坏账的出现降低了天神娱乐能够在经营活动中获得的现金流入，拉低了天神娱乐的净利润。



图 5.1 天神娱乐研发人员变动情况图

数据来源：根据 2015-2019 年天神娱乐年度报告自行整理计算得到

（三）风险管理层面

现金流量风险管理，主要针对的是外部因素对企业现金流量产生的非期望效用。天神娱乐多元化战略实施前后所涉及的业务范围都存在着较大的受外部因素影响的可能性。2018 年政策因素对天神娱乐现金流量的影响全面爆发，2018 年 3 月游戏审批办理暂停，无法获取版号这一问题使得没有版号储备的天神娱乐研发完成并预计 18 年上线的近三十多款游戏全部无法上线运营，再加上之前上线运营的游戏纷纷进入衰退期，游戏竞技业务营收大幅下降。

此外，2018 年，由于德州扑克类游戏成为监管整顿的重点，天神互娱在 16-17 年并购的一花科技、口袋科技及无锡新游纷纷停止运营该类型游戏，由于该类型游戏属于这三家公司核心游戏类型，营收占比极高，三家公司营收均大幅度下降。

还有，2018 年以来，国家对于影视行业的监管一改过往较为宽松的态势，对出现的一系列行业乱象加大了整治力度，政策的实施全面收紧，台网管理实现了统一，对于影视剧内容与题材的审核也愈发严格，还对明星的能从影视剧中获得的报酬进行了严格规定并惩处了一批涉嫌偷税漏税的艺人。在这些艺人中，包括天神娱乐投资的嗨乐影视的主要合作艺人范冰冰，受此影响，嗨乐影业参与制作的电视剧《赢天下》未能顺利播出，损失严重。这些因素导致天神娱乐通过产业基金投资的相关影视公司业绩下滑明显。

但是，从 2017 年前后相关报道及政府部门相关文件来看，游戏行业与影视行业的监管收紧已经是必然趋势，在这种情况下，天神娱乐忽视政策因素带来地

风险，没有进行必要的游戏版号储备。此外，德州扑克类游戏一直存在涉赌问题，违法违规，天神娱乐存在侥幸心理，通过投资并购涉及此类游戏，忽视其明显的政策与监管风险。综合来看，天神娱乐完全忽视政策等外部因素会给企业现金流量带来的不利影响，未能及时规避或者通过合理合法的手段降低这种不利影响，其现金流量风险管理做得十分糟糕。

5.2 优化建议

5.2.1 协调战略实施与现金流量管理间的关系

天神娱乐应该将多元化战略的实施与现金流量管理协调起来。在合理评价自身现金流量情况的基础上选择多元化战略的实施时机与实施方式，这样才能保证多元化战略的实施能够在现金流量管理的能力范围内进行，增加战略实施的成功率。最近几年，中国游戏、影视行业发展进入瓶颈期，无法再现往日高速增长的局面，未来政策因素影响也不确定，天神娱乐还面临严重的债务问题。在这种情况下，天神娱乐下一步战略的规划与实施，需要充分的考虑未来市场需求的变化情况，结合整体经济环境，同时还需要对企业当前的现金流量状况有一个全面的认识，只有这样，才能保证战略实施的可行性和有效性，从而帮助企业扭转困境，重铸辉煌。

另外，如果确实还需要继续实施多元化战略，那么在战略实施过程中，要建立有效的预算体系，保证现金流量管理对多元化战略实施的计划性和针对性，合理安排多元化战略实施过程中现金流量情况。只有这样，才能解决好其多元化战略实施过程中存在的现金流量战略管理问题。

面对多元化战略实施后，形成的诸多子公司导致的预算体系难以建设，资金管控效率低下的问题，天神娱乐可以考虑引入财务共享模式，建立财务共享中心对各子公司的财务情况进行总体把握与实时监控，做好预算与监督工作。

5.2.2 完善公司内部治理机制

天神娱乐现金流量危机的出现，其董事长和总经理朱晔有不可推卸责任。但是，企业内部存在的治理混乱问题，也是导致这次危机的重要原因。

天神娱乐借壳上市以后，公司的高管几乎全部换成了朱晔曾经的下属，第二大持股人石波涛与朱晔是多年好友，并签署了《一致行动协议》，全力配合朱晔的决策。这就使得朱晔在董事会与管理层中均掌握绝对权力，分散的中小股东尽管对其决策的合理性存在异议，但却无法阻止决策的实施，更无法对决策实施过程中的具体情况得以掌握。天神娱乐内部人控制问题突出，导致了公司多元化战略的实施过于激进，高溢价并购和违规担保频发，完全忽视了风险的存在。此外，天神娱乐财务机构原负责人尹春芬还是朱晔的母亲，这就使得财务机构非常容易受到以朱晔为首的管理层的干扰，缺乏独立性，没有对朱晔与石波涛频繁的股权质押和不合理的资金抽调作出任何反应。

在 2019 年 8 月，天神娱乐中小股东就联合起来要求撤换董事会成员、监事会成员及高级管理层，至 2019 年 10 月，朱晔“旧部”相继离职，中小股东推举的新管理层顺利接管公司。看似，治理问题得到了圆满解决，但还是存在着诸多潜在的治理问题，所以为了不重蹈覆辙，使天神娱乐能够成功渡过危机，未来更好地发展，天神娱乐应该对现有治理机制进行不断的优化，明确管理层的权责，制定严格的内部控制规章，进一步完善治理体系，减少个人独断的负面影响。

5.2.3 进行合理的筹资规划

天神娱乐还需要对自身的筹资活动进行更为细致的规划，在进行筹资时不仅要考虑当前的需要还要考虑到未来的付息还款安排，特别是在多元化战略实施的过程中，对未来所需要的现金要有一个比较明晰的认知，这样才能使筹资活动能够更好地服务于战略的实施，而不是成为战略实施的阻碍。如果想要在频繁的对外投资中维持健康的现金流量，在筹资策略方面必须要做到足够细致，要对投资目标进行充分的考察，结合公司自身情况，以此为基础来进行筹资策略的制定，努力寻求一个最佳的筹资方式组合。在实施筹资规划的过程，还要对潜在的风险进行充分考量，根据潜在风险预留出一定的现金来应对其可能导致的现金支出，通过这一系列的措施，使得企业筹资风险能够得以降低。

天神娱乐还需要对财务部门的权限进行调整，让财务部门不仅仅只负责基础的财务工作，还能参与到公司发展战略的制定当中，让财务部门可以更好的服务于企业发展。这就要求天神娱乐要做好财务人员的能力培养工作及财务数字化、

信息化、智能化建设工作。只有在整体上提高公司的财务能力与水平，才能帮助天神娱乐进行科学的现金流量预算工作，实现现金流量模型的完美构建，根据未来资金需要，科学的规划筹资活动，使得筹资活动效益最大化并将财务风险降低到相对较低的水平。

从天神娱乐的多元化战略的实施过程来看，其对资金的需求长时间保持在一个较高的水平，但是融资方式却一直比较单一。相比于别的企业倾向于股权融资，天神娱乐很明显的更倾向于债务融资。即使资产负债率已经到了一个比较高的水平，也仍旧采取了债务融资的方式。

对于天神娱乐来讲，需要对现有的融资渠道进行拓展。尝试一些新的筹资方式，虽然产业基金的设立给天神娱乐带来了巨额的债务问题，但其本身的筹资效果还是不错的，只是天神娱乐在使用时选择了风险较大的模式，如果有合适的机会，还是可以继续通过参与设立产业基金这一方式进行资金的募集。另外，天神娱乐有一些比较优质的 IP 资源，但现在缺乏资金进行 IP 资源的进一步开发运作，可以尝试将这些 IP 资源未来开发运作所带来的收益分成比例作为担保，吸引外部资金进入，共同进行 IP 资源的开发运作。另外，天神娱乐旗下子公司幻想悦游主要业务面向海外诸多国家，有一定的外币储备，天神娱乐可以利用这些外币储备，利用汇率差取得一定的收益，减轻筹资活动负担。

5.2.4 提高核心业务竞争力

天神娱乐应该削减在竞争中明显处于巨大劣势的业务的支出，集中人力、物力、财力提高其核心业务竞争力。天神娱乐试图打造一个领先的泛娱乐集团，通过多元化战略的实施扩展了多个业务板块，却忽视了最核心的游戏开发业务板块的竞争力的保持与提高。如果缺少游戏开发业务板块带来的大量现金流入，天神娱乐的多元化战略是不可能维持的。另外，如果游戏开发业务板块发展不利，在产业链上游为其提供 IP 资源的影视娱乐板块与在产业链下游为其进行宣发营销的移动互联网数字营销板块间的协同就无法实现，那么天神娱乐多元化战略实施的最终目的也就难以达到。

因此天神娱乐应该尽快剥离竞争力不足的业务，集中现有资源，以游戏竞技业务为核心，对现在已经具有一定影响力的“电竞+棋牌”模式继续深入探索，

并运用在多元化战略实施过程中取得的产业链上下游子公司的相应渠道,对这一模式进行优化包装及海内外营销,吸引更多的玩家,帮助天神娱乐重新获得在游戏行业中的领先地位。

5.2.5 加强对应收账款的管控

公司必须要及时收回应收账款,因为这在很大程度上左右着其长远发展,想要更好的管理应收账款,应收账款管理部门的设立是非常有必要的。对内,天神娱乐需要颁布合理的规章制度与奖惩办法以提高应收账款管理部门的工作效率与工作水平;对外,天神娱乐需要针对当前形势下的客户情况设计相配套的信用政策。只有这样才能形成良好的应收账款管控体系。另外,针对天神娱乐由于竞争力不足,无奈选择服务风险较大的小规模互联网企业这一问题,天神娱乐需要从以下几个方面来改进对这些小规模互联网企业的应收账款的管理:

第一,成立专业的客户征信管理部门,平行于其他部门,与大股东相互独立,不受其影响。积极推动有业务合作关系的公司的信用档案的建立,通过对合作公司各项情况的调查及日常交易活动中的信用表现对合作公司的信用等级进行科学的判定,在这一基础上还需要与合作公司加强沟通联系与信息共享,做到在合作公司经营出现问题时能够及时得知情况,对其信用等级进行及时地调整并在力所能及的范围内对合作公司提供帮助,将逾款风险控制在最低程度。平等对待关联方与非关联方,对关联方的信用等级进行客观的评判,在推进关联交易的过程中必须要足够的谨慎,减少因不当关联交易而导致的应收账款坏账的出现。

第二,对于应收账款的核算与追回需要进一步强化。对合作公司经营状况需要进行全面的了解,若客户经营异常,需要在最短的时间内跟进,提前制定防范措施,避免坏账的集中出现。

5.2.6 重视对外部风险的识别与管控

天神娱乐在实施多元化战略扩大业务范围后,所面临的外部风险也变得更复杂起来。在这种情况下,天神娱乐需要成立专业的风险管控部门,通过风险管控部门全面掌握能够影响现金流量情况的外部风险因素信息,并对其发生的概率及能够给现金流量带来的影响进行分析,内容如下:对于市场所呈现出的波动性需

要认真调查研究；对于市场所达到的风险水平需要定期进行评估；对于政策及监管所表现出的变化趋势要及时的把握；对数据质量要进行定期检查等，在进行风险识别的基础上评估企业自身抵御现金流量风险的能力，判断公司以现有条件能否实现对识别出的现金流量外部风险进行规避或控制，如若不能还需要向管理层进行汇报，由管理层邀请相关领域的专家以合理的手段帮助风险管控部门对这些风险进行管控，做好现金流量风险管理工作。

5.3 研究不足

本文选取天神娱乐为案例研究对象，进行多元化战略下的现金流量管理问题研究，具有一定的普遍适用性，但是并不是所有实施多元化战略的企业的情况都与之相同，因此该结论的使用范围是有限的，并不能运用到市面上的所有企业，还是需要基于具体情况进行具体分析。

此外，由于 2018 年业绩“暴雷”，股价狂跌之后，天神娱乐受到股民与外界巨大的舆论压力，在信息披露方面十分保守，也没有接受笔者多次的信息咨询和访问请求。笔者本想进入该公司实习以收集资料，但由于该公司面临偿债压力巨大，今年工作核心为债务重整，人事以笔者没有债务重组经验为由拒绝了笔者。这导致笔者无法掌握内部信息，在文章的写作中可能会存在一些不够准确的地方，也无法根据具体的情况为其量身定制适合的现金流量管理体系，这是本文比较遗憾的地方。

最后，由于笔者实践经验比较匮乏，另外也没有实地参与调查，所以本文仍存在对公司内部某些问题不够了解、分析时针对性不足、提出的建议有待检验并进一步完善等问题，笔者将通过之后的学习与工作积累相应经验，提高自己分析问题、解决问题的能力。

参考文献

- [1] Ansoff H.I. Strategies for diversification[J].Harvard Business Review,1957,33(5)
- [2] Bae S C,Kwon T H,Lee J W.Does corporate diversification by business groups create value? Evidence from Korean chaebols[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2011,19(5):535-553
- [3] Coase R H . The Nature of the Firm[M]// The Nature of the firm :.Oxford University Press, 1991
- [4] Conway R K, Denison E.F. Trends in American Economic Growth, 1929-1982[J]. American Journal of Agricultural Economics, 1986, 68(3):751
- [5] Eaton G W,Paye B S.Payout Yields and Stock Return Predictability: How Important Is the Measure of Cash Flow?[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2017, 52(4):1639-1666
- [6] Gort M. Diversification and Integration in American Industry[J]. Journal of the Royal Statistical Society, 1962, 15(15):621
- [7] Markowitz H M . Portfolio Selection[J]. Journal of the Institute of Actuaries
- [8] Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have [J]. Journal of Financial Economics, 1984,13 : 187 - 221
- [9] Penrose E.T. The theory of the growth of the firm, 1959[J]. Managerial&Decision Economics, 1995, 2(3):192-193
- [10] Ran, Duchin, and, et al. Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis[J]. Journal of Financial Economics, 2010
- [11] Rumelt R P. Strategy, structure and economic performance [M]. Boston: Harvard University press, 1974.(23):158-159
- [12] 曹向,秦凯羚,李春友.融资约束、环境不确定性与多元化战略有效性[J].财经科学,2019,(11) :67-79
- [13] 陈志斌,韩飞畴.基于价值创造的现金流管理[J].会计研究,2002,(12):45-50
- [14] 陈志斌,王诗雨.产品市场竞争对企业现金流风险影响研究--基于行业竞争程度和企业竞争地位的双重考量.中国工业经济[J].2015(03):96-108

- [15] 付玉梅,张丽平,李文聪.宏观经济不确定性、多元化与财务柔性[J].财经论丛,2019(01):61-70
- [16] 郝玉英.企业现金流量控制的对策探析[J].东北财经大学学报,2005,(3):49-51
- [17] 金燕.企业多元化经营与绩效关系研究[D].中国科学技术大学,2016
- [18] 李娟,马慧敏.集团公司国际化、行业多元化与企业绩效关系研究[J].财会通讯,2017(24):21-25
- [19] 梁博.多元化经营与企业绩效--基于代理成本的分析[J].财会通讯,2013 (09):81-83
- [20] 梁国豪.多功能服务,多元化经营--大型零售企业改革初探[J].商业经济研究,1985(05):16-18+24
- [21] 林钟高,郑军,卜继栓.环境不确定性、多元化经营与资本成本[J].会计研究,2015, (2):36-43
- [22] 刘金霞,韩立岩,娄静,王哲兵.现金流风险研究综述.管理评论[J].2012, (02):65-70
- [23] 伦淑娟.多元化战略下企业财务风险与控制--以恒大地产为例[J].财会通讯,2018(32):118-121
- [24] 茅国平.建立我国资金流量核算模式初探[J].财经研究,1988(07):60-63
- [25] 孟善飞.企业多元化扩张中财务危机成因分析--以暴风集团为例[J].财会通讯:中,2019,000(006):41-44
- [26] 欧阳艳艳,关红玲,施养劲.行业多元化、国际化与企业业绩--基于2010-2017年中国上市公司的实证研究[J].山西财经大学学报,2020,42(3):76-86
- [27] 任翠玉,魏红珠.房地产企业现金流管理存在的问题与对策--以园城股份为例[J].财务与会计,2013,(3):28-30
- [28] 芮明杰.中国企业发展的发展战略选择[M].上海:复旦大学出版社,2000
- [29] 深圳石化的现金流量管理[J].中外管理,2000 :62-63
- [30] 汪建熙.现金流量表--美国一项新的会计标准[J].会计研究,1988(05):49-56
- [31] 王翀.跨国公司多元化发展战略研究[J].世界经济研究,1994(05):44-47
- [32] 王利.快速消费品类中小企业现金流管理模式研究[D].山东大学,2013
- [33] 王秀丽,张新民.企业利润结构的特征与质量分析[J].会计研究,2005(09):65-70+98

- [34]王媛,乔鑫.从利润表改革看我国现金流量表的跟进与完善[J]. 会计之友, 2020, No.642(18):91-94
- [35]魏杰,徐有轲.多元化经营: 运作偏差及其矫正[J].学术界,1996(06):69-72
- [36]吴国鼎,张会丽.多元化经营是否降低了企业的财务风险?--来自中国上市公司的经验证据[J].中央财经大学学报,2015(08):94-101
- [37]肖建华,邵靖婷,王若凡.科研组织衍生企业多元化战略有利于其绩效吗? --来自我国上市公司的证据[J].科技管理研究,2020,40(20):117-122
- [38]徐业坤,陈十硕,马光源.多元化经营与企业股价崩盘风险[J].管理学报,2020,17(03):439-446
- [39]薛峻.民营集团多元化战略的财务风险研究--基于雅戈尔的案例研究[J].经济师,2016, (9) :142-143
- [40]杨杜.企业成长论[M].北京:中国人民大学出版社,1996
- [41]尹义省.适度多角化企业成长与业务重组[M].北京:生活读书新知三联书店,1999
- [42]张滨.以现金流量为重点的财务管理探讨[J].商业研究,2000,(4):108-109
- [43]张耕,高鹏翔.行业多元化、国际多元化与公司风险--基于中国上市公司并购数据的研究[J].南开管理评论,2020,23(01):169-179
- [44]张华青,张敏.农业上市公司多元化经营的财务风险实证分析[J].财会月刊(理论版),2014,(12):18-22
- [45]张新民,钱爱民,陈德球.上市公司财务状况质量:理论框架与评价体系[J].管理世界,2019,35(07):152-166+204
- [46]张新民.偶发原因致企业临时性财务危机:特征与对策[J]. 财会月刊, 2020, No.879(11):4-8
- [47]张新民.资产负债表:从要素到战略[J].会计研究,2014,(5):19-28
- [48]赵海鹰,吴兴伟.强化民办学校财务管控的路径研究--基于现金流量的角度[J].生产力研究,2020,(3):149-153
- [49]赵晓丹.基于企业价值创造的现金流管理的探讨.财经界(学术版)[J].2016, (23):158-159

致 谢

人生诸多别离，不舍别离，却总要别离。

时光总是匆匆，不觉匆匆，但已是匆匆。

三年的硕士研究生求学生涯即将结束，在此我心怀感激。感谢我的家人们对我的养育之恩及对我研究生三年学习生活的默默支持，没有家人们对我的支持，现在的我可能只是个在偏远乡村生活着的、没有文化的、没有梦想的放牛娃。感谢家人，感谢你们用汗水与泪水照亮我的人生；感谢我的母校兰州财经大学在对我进行了四年本科培养的基础上又给了我研究生三年深造的机会，让我能够继续踏实地学习知识和提高能力，一步步走向成熟，最终走上自己所期望的工作岗位。感谢母校，感谢你七年如一日相伴我成长；感谢我的老师和我的同学们，能够在我迷茫时指引方向、在我痛苦时尽力分担、在我困厄时积极帮助、在我孤单时相伴左右，感谢你们，你们将会是我在人生最美好时光中的难忘回忆。感谢师友，感谢你们为我的生活带来的爱与感动。

本论文是在我的导师胡凯和校外导师胡海全的悉心指导下完成的。导师们渊博的专业知识，严谨的治学态度，精益求精的工作作风，诲人不倦的高尚师德，严以律己、宽以待人的崇高风范，朴实无华、平易近人的人格魅力对我影响深远。不仅使我树立了远大的学术目标、掌握了基本的研究方法，还使我明白了许多待人接物与为人处世的道理，相信这些经历和积累都将成为我人生道路上的宝贵财富，在以后的工作和学习中，我将继续努力，不断完善、提高自己，争取取得更大的成绩。

别离之际，为母校与会计学院送上真挚的祝福，希望兰州财经大学越办越好，能够培养出更多优秀的人才，将“博修商道”四个字发扬光大；也希望会计学院在已有成绩的基础上锐意进取，继续为西北地区乃至全国培养更多的、优秀的财务相关人才。最后，也对我的老师和同学们道声再见，祝大家身心健康，前途远大。