

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 公开  
编号 10741



# 硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 中文在线并购晨之科的财务风险研究

研究生姓名: 陈小芳

指导教师姓名、职称: 高天宏 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： 陈小芳 签字日期： 2021.6.1

导师签名： 高天彦 签字日期： 2021.6.7

导师(校外)签名： 胡海生 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内容。

学位论文作者签名： 陈小芳 签字日期： 2021.6.1

导师签名： 高天彦 签字日期： 2021.6.7

导师(校外)签名： 胡海生 签字日期： 2021.6.10

# **Research on Financial Risks of Chinese Online M&A Chenzhike**

**Candidate :Chen Xiaofang**

**Supervisor:Gao Tianhong Hu Haiquan**

## 摘 要

在“文化+科技”的双轮驱动效应下，文化传媒企业为了增强市场占有率，塑造自身竞争优势，并购毫无疑问成为企业完成扩张的第一选择。鉴于近年来以游戏为代表的数字文化产业表现突出，利润可观，在并购标的的选择上游戏企业的受欢迎程度也在与日俱增。中文在线作为中国数字出版的开创者之一，在泛娱乐战略的布局规划方面一直走在行业的前沿，为整合 IP 资源，促进企业发展。2017 年中文在线布局展开对晨之科 80% 股权的并购活动，在第二年 4 月完成此次并购。然而，并购作为一种投资活动，展开的同时就伴随着各种风险，关系到并购活动的成败。因此，重视风险管控，对并购的顺利实施和整合尤为重要。

本文对并购动因及并购财务风险的相关文献做了梳理归纳，为中文在线并购财务风险研究提供了理论基础。随后将中文在线和晨之科的相关情况进行介绍，通过对并购过程的梳理和动因的分析，运用财务分析法对中文在线的并购结果进行分析，绘制流程图识别并购过程中的财务风险，发现中文在线在对晨之科进行估值时，过于看好其未来的发展，出现高溢价；在融资和支付上，选择股权+现金的混合支付方式，一定程度上缓解了资金压力，但存在原大股东股权被稀释的现象及现金支付带来的短期偿债压力；同时，中文在线在并购后的整合阶段对晨之科的整合效果不佳，加剧了风险。中文在线在并购晨之科后采取的应对风险的措施不到位，结果并不理想。最后，针对并购过程中的财务风险提出相关的管控启示，希望能对日后文化传媒企业的并购带来借鉴作用。

**关键词：**中文在线 并购财务风险 管控启示

## Abstract

Under the two-wheel drive effect of "culture + technology", in order to increase market share and shape their own competitive advantages, cultural media companies have undoubtedly become the first choice for companies to complete their expansion. In view of the outstanding performance of the digital cultural industry represented by games in recent years, and considerable profits, the popularity of game companies in the selection of M&A targets is also increasing day by day. As one of the pioneers of digital publishing in China, Chinese Online has been at the forefront of the industry in terms of pan-entertainment strategic layout planning. In order to integrate IP resources and promote corporate development, in 2017, Chinese Online began to take an 80% stake in Chenzhike. Of M&A activities and completed the merger in April of the following year. However, as a kind of investment activity, mergers and acquisitions are accompanied by various risks at the same time, which are related to the success or failure of mergers and acquisitions activities. Therefore, paying attention to risk control is particularly important for the smooth implementation and integration of mergers and acquisitions.

This article first uses the literature induction method to summarize and summarize the literature on the motivations of mergers and acquisitions and related financial risks, which provides a theoretical basis for the research on financial risks of Chinese online mergers and acquisitions. Subsequently, the relevant situation of Chinese Online and Chenzhike will be introduced. Through the analysis of the merger process and the analysis of the motivation, the financial analysis method is used to analyze the results of the merger of Chinese Online, and the flow chart is drawn to identify the financial risks in the merger process. When Chinese Online evaluated Chenzhike, it was too optimistic about its future development, resulting in a high premium; in terms of financing and payment, the choice of a mixed payment method of equity + cash has eased the financial pressure to a certain extent, but there is an original big The phenomenon of shareholder equity dilution and short-term debt

repayment pressure caused by cash payments; at the same time, Chinese Online's poor integration effect on Chenzhike in the post-merger integration stage has increased risks. However, for the financial problems that occurred after the merger, the response measures taken by Chinese Online were not in place, and the effect was not satisfactory. Finally, it puts forward relevant management enlightenments for the financial risks in the process of M&A, hoping to provide some reference for future mergers and acquisitions of cultural media companies.

**Keywords:** Chinese online;M&A financial risk ;enlightenment of management and control

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	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.....	1
1.2 国内外研究现状.....	2
1.2.1 国外研究现状.....	2
1.2.2 国内研究现状.....	4
1.2.3 文献述评.....	7
1.3 研究内容与方法.....	7
1.3.1 研究内容.....	7
1.3.2 研究方法.....	8
<b>2 相关概念及理论基础</b> .....	9
2.1 相关概念.....	9
2.1.1 企业并购.....	9
2.1.2 并购财务风险.....	9
2.2 基础性理论.....	10
2.2.1 信息不对称理论.....	10
2.2.2 协同效应理论.....	11
2.2.3 财务风险管理理论.....	11
<b>3 中文在线并购晨之科案例概述</b> .....	12
3.1 并购双方基本情况.....	12
3.1.1 并购方介绍.....	12
3.1.2 被并购方介绍.....	12
3.2 并购动因分析.....	13
3.2.1 实现泛娱乐产业战略.....	13
3.2.2 获取优质资源.....	13
3.2.3 寻求新的利润增长点.....	14

3.3 并购过程.....	14
3.4 并购结果分析.....	16
3.4.1 市场反应分析.....	17
3.4.2 财务指标分析.....	17
<b>4 中文在线并购财务风险分析.....</b>	<b>21</b>
4.1 中文在线并购财务风险的识别.....	21
4.2 并购前目标企业选择不当的风险分析.....	22
4.3 并购前的估值风险分析.....	25
4.3.1 信息不对称分析.....	25
4.3.2 估值合理性分析.....	26
4.3.3 业绩补偿协议分析.....	28
4.4 并购中的融资支付风险分析.....	30
4.4.1 股东控制权分析.....	30
4.4.2 资本结构分析.....	31
4.4.3 现金流分析.....	33
4.5 并购后的财务整合风险分析.....	35
4.5.1 业务整合分析.....	36
4.5.2 资产负债整合分析.....	38
4.5.3 人力资源和财务组织机构整合分析.....	39
4.6 F 值模型综合评价整体财务风险水平.....	40
<b>5 中文在线并购晨之科财务风险的管控启示.....</b>	<b>43</b>
5.1 并购前财务风险的管控.....	43
5.1.1 慎重选择目标企业.....	43
5.1.2 全面充分的尽职调查.....	43
5.1.3 合理选择估值方法.....	44
5.1.4 签订业绩补偿协议.....	44
5.2 并购中财务风险的管控.....	45
5.2.1 选择合理的融资方式.....	45
5.2.2 采取适当的支付方式.....	45

5.2.3 把握恰当支付时点.....	46
5.3 并购后财务风险的管控.....	46
5.3.1 优化资源配置和战略调整.....	47
5.3.2 建立财务整合制度.....	47
5.3.3 完善公司内部治理.....	48
<b>6 结论与展望.....</b>	<b>49</b>
6.1 结论.....	49
6.2 展望 .....	50
<b>参考文献.....</b>	<b>51</b>
<b>后 记.....</b>	<b>54</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

随着互联网与传统媒体融合的深入,我国传媒业迎来了新的生机,发展迅速,其规模占世界传媒业的 1/7。国家对文化产业的政府补助力度加大,促进了文化传媒产业的蓬勃发展。自 2013 年开始,文化传媒企业成为并购市场上的活跃者,直到 2017 年,整个行业的并购金额下滑,市场趋于理性。但于同年,传媒巨头开始加码游戏主业,移动游戏成为重要增长点,游戏行业成为文化传媒企业并购标的选择的热点,高质量的游戏公司尤其受欢迎。一方面,互联网行业的巨头展开大规模并购活动,旨在扩展游戏主营业务,完善文化产业链。另一方面,文化传媒企业希望借助游戏资产完成转型。据统计数据显示,2019 年中国传媒产业总产值达到 22625.4 亿元,增速为 7.95%。从细分市场的收入占比来看,网络游戏收入占比仅次于移动内容及增值收入和网络广告收入。可以看出,文化传媒产业蕴含巨大的发展潜力,游戏企业在并购标的的选择上仍然保持着一定的热度。

随着我国经济走上高质量发展道路,国内并购市场也趋向规范化。近年来,在文化传媒行业有着一定地位的公司,为求在本领域独占鳌头,开始采取并购的方式整合资源,以期实现更长远的发展。然而,在文化传媒行业的并购中,成功率并不高,高估值、高溢价成为文化传媒企业并购的“新常态”。可以看出,虽然文化传媒行业的并购热度居高不下,但我国文化传媒企业的并购结果并不理想,形势十分严峻。根据以往经验教训来看,财务风险是导致并购失败的主要原因。而文化传媒产业更是有着其特有的高估值、业绩承诺及产品不稳定带来的并购风险。因此对文化传媒企业财务风险的识别、评价和管控至关重要,这不仅关系企业的现在,也影响着企业未来的发展。

### 1.1.2 研究意义

#### (1) 理论意义

随着新媒体和高新科技的发展,文化传媒行业为更好地应对市场发展,加速与互联网的融合,新领域的不断拓展为文化传媒行业带来新格局。但在并购活动中,文化传媒企业的轻资产特性,以及产品稳定性较低的特性,无疑会在并购时加剧企业的财务风险。文化传媒企业更是因为发展起步晚及近年才出现的并购热,关于本领域的并购案例研究较少。所以,将中文在线并购晨之科作为案例进行研究,识别并购各阶段存在的财务风险,对此进行深入分析并提出相应的管控措施,以期能够丰富我国文化传媒企业在并购财务风险防范方面的理论库,这也是本次研究的理论意义所在。

## (2) 实践意义

目前,并购是不少上市公司拓宽业务布局或转型的第一选择。一方面,利用并购重组的方式,文化传媒企业可以完善产业链,丰富客户群体,提升忠实客户的比例,运营模式更符合市场发展规律;另一方面,通过对热门领域的并购融资,有助于传统媒体实现转型及互联网巨头完善产业链,并打造新的流量入口。但国内的游戏市场仍处于成长期,存在诸多不确定因素,可能引发不可预测的风险,进而直接影响到并购结果。本文以文化传媒企业并购游戏企业的事件为研究案例,分析其并购动因,利用分析流程图法识别并购全过程中的各种财务风险,并提出对应的管控策略。希望通过对此案例的深入分析,能够为后续同类型的企业并购提供一定的参考和现实指导作用。

## 1.2 国内外研究现状

### 1.2.1 国外研究现状

#### (1) 并购财务风险的成因

国外学者对并购财务风险的成因研究主要集中在以下方面。

一是在并购策划阶段,管理者过度自信,对自身能力认识不足,战略规划不完善等原因会导致并购财务风险发生。Roll R(1986)最早提出管理者过度自信更容易在并购过程中采取大胆激进的举措,高估自身实力和预期收益,从而引发财务风险,给企业造成巨大的损失和负面影响。Evy B(2019)等人认为企业错误的战略会引发超越自身实力的并购,导致并购决策不谨慎,造成“冲动并购”,从

而对企业造成巨大的损失。二是在并购中，估值失误、融资和支付方式选择不合理、后期财务整合出现问题等原因也会引发财务风险。Douka (2009) 明确指出，并购财务风险产生的三大原因分别为：对标的公司的估值出现偏差、交易方式的选择不当和双方整合不利，并对此进行了具体分析。Tomas (2009) 认为企业已经存在的经营风险也会对并购结果产生影响，在此情况下，如果企业选择债务融资方式会进一步加剧企业的偿债压力。此外在并购完成后，Boom (2019) 认为缺乏有效的风险管理也会造成并购财务风险。

### (2) 并购财务风险的识别

从国外的相关研究来看，在并购财务风险的识别上，学者们基本取得了一致意见。识别方法一般采取专业意见法、流程图分析法和决策树分析法等，在此基础上，还进行了下一步细分。

Michael (2001) 提出并购财务风险的识别可以选择流程图法，使用本方法识别要重点关注各环节的风险多发事项。Bille (2008) 构建了系统的定性定量风险识别模型，针对并购过程中出现的财务风险进行辨识分析后得出结论：标的公司难以融入主并方的企业文化以及管控机制，造成工作效率不高等不良现象，进而导致盈利能力降低；并购的预期效益很难实现；前期的投资对价与后期经营资金很难回收。Bruner R F (2009) 在并购过程划分为三个阶段的基础上，根据管理评审和财务数据，构建出复杂性、灵活性、商业波动、非理性、管理者选择和团队整合这六要素的定性分析框架，准确识别了整个过程中的财务风险，并将该框架应用于实证研究，验证其有效性。Ran D (2013) 特别指出，比如行业未来的发展潜力、并购双方企业的行业地位等这些因素都可能影响到并购结果，而不同的因素导致不同的支付方式，由此引发的财务风险也不尽相同。他认为，并购风险的识别要考虑到公司所处的内外部环境及并购过程中的各个风险点，重视各个阶段的关注事项从而进行全面把控。

### (3) 并购财务风险的评价

国外学者在并购财务风险评价方面已经形成了系统的框架体系，评估方法也相对成熟。Edwards William J (1994) 认为要想评价并购财务风险的程度，还是要依靠财务指标。Kurt (2002) 在对案例进行研究时，也是依赖于财务指标，通过整理分析后选用 Z 值模型评价财务风险。Ghulam, Kevin (2010) 构建风险评价体系

时,采用了层次分析结合模糊评价法,这在很大程度上可以提高风险衡量的精准度。Karimi, Marzie (2012)在对财务风险的评价中采用综合评价方法,将多种评价方法以合理的方式结合起来,既有专家评估,也涉及到指标评估,这种综合的评价方法能更好的加强财务风险管理并进行有效的资源配置。

#### (4) 并购财务风险的管控

国外学者对并购风险管控研究可以分为两部分,可以通过转移或规避的方式降低风险。

Williams (2000)提出采取制定业绩承诺或补偿的方式进行风险管控,而这种转移法更适合早期风险的管控。Hi UMA (2009)提出主并方可以选择主动的风险转移方式,主要就可能产生的并购风险向专业的保险公司投保,以达到风险转移的目的。Halil K (2009)认为并购前的信息收集要全面准确,正确评估自身经济实力,以自身发展战略为基石,考虑对方战略是否能与自身的发展有着高度的契合,避免盲目收购,并且尽可能客观评价并购带来的价值创造,这是风险规避的重要手段。Frank W (2014)等人认为,制定并购方案时就应该将注意力放在风险的评估上,择优而定。并购前要着重完善战略规划,合理估值;在支付方式的选择上,降低现金支付比例,以减轻企业的财务压力。Smidt (2015)提出在最后的并购整合阶段,选择规避风险的方式较为有效,并购完成后,结合公司的实际经营情况,编制并购规划,对标的公司的尽职调查一定要认真详尽,对并购后的文化整合也要加以重视。Peter S (2017)等人则认为要想降低风险,在目标企业的选择上要极为谨慎,必须加强对目标企业的责任约束,并且要保障目标企业人员的稳定性考虑企业的稳定性。并购的管控要利用各种具体的有效措施,优化双方的财务组织机构,顺利完成整合并创造预期的价值。

## 1.2.2 国内研究现状

#### (1) 并购财务风险的成因

国内学者对企业并购财务风险成因的研究较为全面,对各类风险的成因进行了研究分析。沈静 (2015)认为并购前期评估的真实度和准确性对估值风险的大小产生直接影响。并购双方的信息获取程度、估值是否合理及中介组织的专业性都是估值风险的主要影响因素。王宗光、常文芳 (2009)认为并购过程中融资风险的

主要成因为不同来源的资金的占比不同,引起资本结构的变化,以及融资成本的控制不当。徐静、姜永强(2019)通过案例分析得出,支付方式和时点的不合适,以及不可避免的支付方式固有的缺点,都可能引发支付风险。部分学者将企业并购财务风险的成因分为内外部因素进行研究,王小华(2004)认为一旦出现并购双方在发展目标和内部治理方面的一致,财务风险发生的概率极大。此外,并购的形式和动机也是风险的导火索。令狐谔,黄速建(2016)提出诸如市场或政策相关的非企业所能控制的外部因素,也会引发风险。

### (2) 并购财务风险的识别

关于财务风险的识别,我国众多学者进行了大量研究。吴辉(2018)认为风险在不同阶段需重点关注的事项不同,前期不仅要重视目标公司的经济状况,也要对本企业的资金状况和管理能力进行客观评价;谈判交易阶段的融资支付是并购风险的高发阶段,要重视不同融资支付方式引发的风险;整合阶段的风险点集中在财务方面的整合上,要重视业务、资产负债以及财务制度的整合。此外,谢诗蕾(2006)提出资本结构、业绩以企业的资金流动都能反映风险程度,可以基于此对风险进行识别,可以采取成本收益分析法、每股收益分析法、杠杆分析法、现金存量分析法及模型分析法等方法,识别企业是否面临过高的财务风险。陈会英(2009)认为可以采用德尔菲法、财务报表识别法及幕景识别法等方法对并购过程中的财务风险进行识别。徐义明、孙方社(2015)将风险识别方法分为定量风险识别和定性风险识别,他认为模糊层次分析法是识别企业财务风险最准确的方法。张建儒、张洁(2014)则从现金流量的角度,利用因子分析和判别分析,对目标公司的现金流及其财务状况等进行分析,精准识别了公司的财务风险。张晓慧(2017)认为可以采用分析流程图法对企业并购各阶段的实际情况进行分析,进而绘制业务流程图,根据流程图中描述的各阶段的重要事项识别财务风险。

### (3) 并购财务风险的评价

国内学者在风险评价方面的研究热点主要集中在风险评价模型上,所采用的方法更综合全面。

周首华,杨济华(1996)挖掘大量的样本数据,考虑到现金流量因素,在Z值模型的基础上建立F值模型综合评价财务风险。王宗光、常文芳(2009)首先利用故障树法进行分析,得出财务风险度量的层次结构,在此基础上制定一级指标

和二级指标,采用德尔菲法确定指标值,最后采用模糊数学方法进行建模,使并购过程中产生的财务风险得到准确量化。刘文华(2014)认为诸如德尔菲法、模糊综合评价法等方法,相较于指标法,更具主观性,主要是因为其在一定程度上依赖专家的判断。张丽英、张福玲(2017)在案例研究中选择取级数的方法选取各层指标,从而实现风险的度量。裴玉、吴洁(2014)认为通过因子分析法建立风险评价体系,也能对并购财务风险做出有效的评价。王力召、蒋致远(2020)在建立财务风险评价体系时,为避免单独赋权对风险评价结果的影响,也为了避免综合赋权操作性不高的缺陷,采用结构熵权法对风险评价指标进行赋值。

#### (4) 并购财务风险的管控

国内学者对并购财务风险管控的研究充分,主要针对并购不同阶段产生的财务风险进行防范和管控,也有学者提出针对风险产生的宏观原因和微观原因,采取相应的管控措施。

郑和平(2011)等学者认为:并购前,并购方应基于自身发展战略,慎重选择标的公司,对其进行合理估值;并购过程中的融资方式的选择和融资结构的设计都应谨慎合理;为降低支付风险,支付过程中应采用混合支付的方式;完成并购后,企业要协调处理好与标的公司之间在经营管理方面的差异,融合形成一套高效的财务管理控制体系。胡晓明(2013)提出要全面考虑各方影响因素,才能有效降低估值风险。罗敏(2015)认为并购后的整合也应该是主并方的重点关注事项,交易完成后,制定合理有效的发展规划,权责划分清晰,加强沟通,可以有效降低并购的财务风险。王梦环等(2015)认为采用适当的评估方法、提高估值信息质量,构建完善的财务预警指标系统,监控风险处理的各个环节,能够对并购财务风险进行有效防范和管控。吴辉(2018)认为管控并购财务风险应该从三方面着手:重视对标的公司前景的分析、并购交易价格应更多考虑非财务因素以及企业应该选择购买部分股权或选择分期支付。杨超、谢志华、宋迪(2018)对签订了业绩承诺的并购事件为样本进行研究,得出了签订业绩承诺的企业完成并购后,其财务整合效果和绩效都优于未签订业绩承诺的企业。张晨燕、严佳佳(2019)认为在并购前后,要时刻关注目标企业的变化,尤其是财务状况是否恶化的现象,以免在并购时出现估值不合理及后续的风险。此外,针对外部环境的影响,张苑(2015)指出政府在协调并购相关关系时发挥积极作用,所以在并购前需要了解政

府的态度,同时对标的企业同意被并购的原因进行深入分析,做到信息全面化。

### 1.2.3 文献述评

通过以上对并购财务风险的成因、识别、评价及管控四个方面研究成果的梳理,可以看出,目前理论界在并购财务风险的研究上基本有着统一的认知。关于财务风险的成因,主要归结于管理者过于自信导致高溢价收购、在并购过程中使用不恰当的融资支付方式及前期规划不全面以至于面对政策和环境的变化毫无应对之策等,并推荐了数种风险识别和评价方法,以及相关的管控措施。

根据对国内外学者的研究成果进行系统梳理后发现,并购不仅仅是一种简单的投资行为,所面临的风险也不仅限于理论界概括的估值风险、融资支付风险和整合风险,国家政策或产业发展环境一旦有变,也会对企业的并购产生影响,且行业本身的特点也会成为并购财务风险的影响因素。目前相对成熟的风险管理体系是建立在对传统行业的研究上的,针对新兴产业的研究有限。文化传媒企业有着巨大的发展潜力,为扩大影响力,不少企业选择并购的方式进行资源的整合,因此,有必要展开对此类企业并购财务风险的研究。本文在已有的理论上,对中文在线并购晨之科的案例进行深入研究,采用分析流程图法对并购三阶段的财务风险进行识别,并用F值综合评价模型完成对本案例并购风险的评价,最后提出相关措施以期管控风险。

## 1.3 研究内容与方法

### 1.3.1 研究内容

第一部分:绪论。主要阐述研究背景、目的及意义,对已有的相关文献进行综述,并简单概括研究内容。第二部分:理论基础。阐述有关并购财务风险的相关概念及理论。第三部分:案例介绍。结合中文在线并购晨之科的案例背景,介绍双方公司概况,分析并购动因、流程及结果。第四部分:案例并购财务风险分析。从中文在线并购晨之科的流程图入手,识别风险并对其进行深入分析,最后的风险评价选择F值综合评价模型。第五部分:案例并购财务风险管控的启示。结合第四章的财务风险分析,提出风险管控启示。第六部分:结论与启示。概括

本文的研究结论，并提出对后续研究的启示。

### 1.3.2 研究方法

本文的研究是把理论与实践相互结合起来进行的，识别评价中文在线与晨之科的并购风险，并提出管控措施。全文的研究方法包括三种：

第一，文献研究方法。基于学习积累的有关财务风险方面的文献及案例分析，了解、识别并评价并购全过程中的各类风险，并提出有针对性的管控措施，为接下来的案例研究提供理论基础。

第二，案例分析方法。本文的研究对象为中文在线并购晨之科的案例，识别和分析整个并购过程中的财务风险，基于此得出结论。

第三，定量分析方法。运用财务指标分析法对比分析中文在线并购前后的财务状况，采用分析流程图法识别中文在线并购的财务风险，并用 F 值综合模型评价其风险程度。

## 2 相关概念及理论基础

### 2.1 相关概念

#### 2.1.1 企业并购

并购含有兼并和收购两层含义。兼并是指由两家或两家以上合并成一个整体，完成合并后经营权只能在一家企业手中，即就是实力强的一方来掌握后续经营，剩余的一方或数方不具备法人资格。而收购更多针对两家企业而言，一方为了获取另一方的经营权，亦或是控制权，购买对方股权，或者另一方以资产转让的方式让出控制权。上市公司收购就是投资者通过股份转让活动或股份控制关系获得对一个上市公司的实际控制权的行为。根据不同的划分标准，并购可以分为不同类型，具体如表 2.1 所示。

表 2.1 企业并购类型划分

划分标准	类型
并购行业相关性	纵向并购、横向并购、混合并购
出资方式	现金收购、股票收购、混合支付收购
并购态度	善意并购、恶意并购
并购场所	公开市场并购、非公开市场并购
并购股权份额	全面收购、控股并购

#### 2.1.2 并购财务风险

并购财务风险是特定环境和条件下，并购活动所致使的财务情况不佳及效益亏损等财务不确定性，大致可分为：

##### (1) 并购前的财务风险

并购前的决策对于并购的整体流程而言至关重要，在此阶段企业要决定选择哪家公司、明确未来的发展规划、以何种方式进行并购。此外，还要对项目的可行性进行初步评估。此阶段涉及的并购风险有两种：

目标企业选择不当的风险。在并购活动中，具有发展潜力的并购标的能对主并方的发展起到正面促进作用，反之，如果在并购标的的选择上不够谨慎、选择不当，就可能导致整个并购活动无法达到预期结果，不能为主并方带来利润增长点，甚至会使主并公司的原有市场地位下降。

估值风险。由于对标的企业现有的资产价值和发展潜力的判断不准确，掌握的信息不充分，对行业发展环境和政策变化的敏锐度不高，或是选用不适当的评估方法，导致出现高估企业价值的可能性。且在此过程中，无可避免地会涉及到评估人员的主观判断，对评估人员的专业性要求较高，这就意味着估值面临着更大的不确定性。

### （2）并购中的财务风险

在选定标的企业，完成价值评估后，并购就进入了并购中的交易执行，此阶段主并方要完成并购融资及支付对价，因此会面临融资支付风险。

融资支付风险。并购本质上是一种投资活动，必然要投入大量资金，大多数管理者并不会过多使用内部资金，而偏向于通过外部融资获取交易资金。引发融资风险的原因在于融资方式的不当选择，对资本结构造成不良影响，进而导致资源配置不合理，加剧企业的偿债压力。同样，支付风险由于支付价款的方式不合理，导致企业在后续的发展中可能面临控制权稀释风险、经营风险或偿债风险的可能性。由于二者紧密相关，所以本文中将其合称为融资支付风险进行分析。

### （3）并购后的财务风险

并购完成后两家企业的整合亦是能否让并购活动画上一个圆满句号及未来能否带来利润的关键。整合涉及到人力、物力、财力三方面的内容，如果整合不当，不仅无法完成双方的融合，甚至前期的财务风险也会全面爆发，对企业的日常经营造成难以预估的影响。

## 2.2 基础性理论

### 2.2.1 信息不对称理论

在信息的获取和掌握上，市场上不同的活动对象必然存在差距，这就导致了信息获取量不同的人，在市场上的处境差异。也就是说，市场上的买卖双方的收

益程度和风险程度都有赖于信息量的多寡和信息来源的不同。在并购市场上，主并方主要通过事前调查的方式掌握被并购方的情况，会存在对被并购方企业的了解不够深入、信息掌握不全面或遗漏关键信息等情况，因此产生信息不对称现象，进而导致对对方公司的价值判断不准确。如果标的企业极力隐瞒对自己不利的真实财务状况，提供有缺失或者失真的资料，会造成主并方对目标公司的盈利能力有过高的估计，无法意识到潜在的财务风险，最终影响并购结果。

### 2.2.2 协同效应理论

并购后的企业与展开并购活动前相比，在业务范围和经营内容方面都会产生正面扩大效应，整体竞争力又上一台阶，未来能获取的收益也会大于以前两者的总和，形成“1+1>2”效应，研究人员将其称为协同效应并分为三个部分：（1）经营协同效应。并购完成后，两家企业在业务范围和资源上的相互补充，合并为一家以后，收入能有所增加，而成本则可以下降。（2）财务协同效应。并购后的企业共享财务资源，并将资源进行有效整合，使得公司拥有更强的资金实力和更高的资金利用率，从而实现增强自身竞争力的意图。（3）管理协同效应。通过并购，高效的管理方式和团队会普及集团内部，并购双方的管理资源得以充分利用，整体管理水平完成统一。

### 2.2.3 财务风险管理理论

财务风险管理理论旨在以风险管理手段对企业面临的财务风险进行管控，将其降至最低水平。格理森在《财务风险管理》中，提出从三个方面来对管理财务风险：（1）对企业当前正面临的财务风险进行及时识别和客观评价；（2）构建合理的财务风险评估体系来评估财务风险的大小，以确定其风险程度；（3）建立风控部门，对财务风险进行动态管控，将损失降到最低。对于并购活动而言，并购方要根据标的企业的行业特点和财务状况提前做好财务风险预估和应对措施，在并购实施过程中不断修正和补充，以此来保证并购财务风险管理的有效性。

### 3 中文在线并购晨之科案例概述

#### 3.1 并购双方基本情况

##### 3.1.1 并购方介绍

素有中国“数字出版第一股”的中文在线，成立于 2000 年，并于 2015 年 1 月 21 日在深圳证券交易所创业板上市，主要以经营数字出版产品为主。因其“一种内容、多种媒体、同步出版”的特色模式成为行业内的佼佼者。中文在线的发展战略为“文学+”、“教育+”双翼飞翔。“文学+”领域以数字阅读业务为主，知识产权业务及版权衍生业务等增值服务为辅，以自有原创作家、平台、版权机构为正版数字内容来源，拥有海量文学 IP 资源，且业务范围涉及产业链的上、中、下游，形成全覆盖，极具代表性。“教育+”领域的业务包括教育服务业务及教育阅读业务，拥有一套完善的应用指导服务体系，积累了许多教育领域的渠道资源及客户群体，这也是借助公司海量的数字教育内容资源，并且在本领域深耕细作，才能在教育领域具有良好的口碑。

##### 3.1.2 被并购方介绍

上海晨之科信息技术有限公司成立于 2013 年，注册资本为 100 万元。晨之科属于互联网企业，专注动漫及游戏的研发。晨之科经营国内较早的专业二次元文化交流社区 G 站，并以该社区为基础，通过自营或联合运营的方式，经营具有泛二次元属性的移动网络游戏业务，同时兼营广告业务，并为直播平台提供二次元相关的直播内容设计策划及培训等服务。并购前，晨之科资产合计 39613.13 万元，流动资产占比为 80%；负债合计 5832.46 万元，全部为流动负债。并购前的晨之科经营状况良好，2016 和 2017 年的毛利率分别为 70.95%和 67.32%，盈利主要依托于晨之科的游戏业务。由于晨之科的主营业务为游戏开发，故将其定位为游戏企业。图 3.1 为晨之科在移动游戏产业链中的位置。

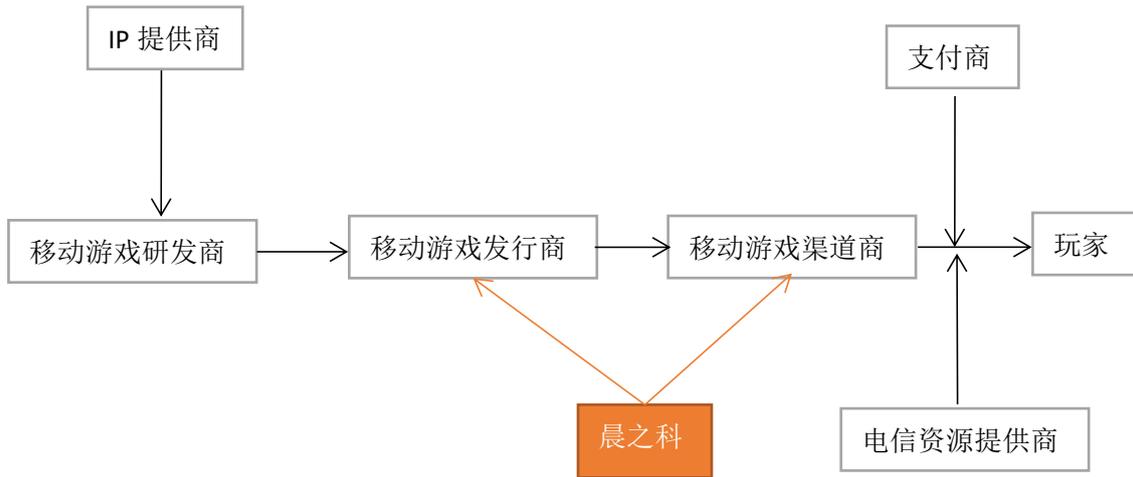


图3.1 晨之科在移动游戏产业链中的位置

## 3.2 并购动因分析

### 3.2.1 实现泛娱乐产业战略

自 2015 年我国文化消费进入新时代以来，IP 资源以及 IP 衍生价值成为文化传媒企业的最具影响力的发展力量。小说、漫画等文学领域的内容与影视剧、游戏等互联网传媒领域的融合不断深入，互动频繁，IP 资源成为了各大文化传媒企业的争夺热点。IP 资源代表了极大的扩展空间和变现能力，因此中文在线敏锐地把握市场机会。中文在线不仅以投资、合作的方式涉猎娱乐产业，还深度挖掘文化细分领域的精品内容，以期成为行业内的领军人物，而二次元在文化传媒领域的发展势头强劲。并购晨之科是中文在线落实其泛娱乐产业战略的第一步棋，晨之科的优质游戏资源在并购后将成为中文在线继文学、教育版块的内容后的又一大拓宽业务范围和影响力的娱乐化内容。中文在线将以数字出版内容为基石，围绕 IP 资源，打造一体化发展模式，形成全产业链发展的服务模式，为客户提供多层次、多种类的服务和娱乐体验，使最终客户多元化的、日益增长的精神需求得以满足，实现数字出版业务衍生价值的快速增值。

### 3.2.2 获取优质资源

随着国内文化娱乐消费升级，游戏行业的发展潜力得到爆发，高昂的利润吸

引了试图扩大产业链的各类公司的关注。如果企业想进入游戏动漫行业，首先要具备足够的资金以支持前期大规模的研发投入；其次要拥有实力较强的研发队伍，而吸引有能力的研发人才必须支付高额的成本；此外，作为新晋厂商，后期的宣传费用也必然是一笔不小的支出；最后，产品研发完成进入市场，依然面临着消费者不买账的风险。综上，不难发现进入动漫游戏行业的壁垒过高，传统企业想要进入新兴的对研发要求高的行业，展开对游戏业务的自主研发风险更大、成本更高，而并购不失为一个好的选择。而晨之科创始之初，就专注于动漫、游戏的研发，在本领域累积了大量的人脉和经验，有着忠实的客户群体，并且在海外二次元游戏行业也有着良好的口碑，这也能让中文在线在二次元游戏及 IP 领域快速而广泛的接触到优质资源。因此中文在线通过并购晨之科，继而进入游戏行业是相对明智的选择，在绕开进入壁垒的同时，还可以将晨之科的企业资源和市场份额收入囊中。

### 3.2.3 寻求新的利润增长点

中文在线与晨之科从本质上来讲，都属于文化领域，中文在线的数字阅读和晨之科的二次元游戏，要想在市场上具有竞争力，就必须依托优秀的文化创意和好的设计理念。而晨之科处于文化产业链的下游，中文在线完成并购不仅能巩固“文学+”战略，形成战略上的协同效应，也能降低产业链上下游的贸易成本，进而形成财务上的协同。并购后，中文在线可以共享晨之科在二次元行业的资源和技术，有利于中文在线规模化、一体化地开发 IP，晨之科则可以将手游资源和中文在线的原创文学作品结合，开发新产品，运营衍生游戏，形成经营协同效应。因此中文在线可以通过本次并购，与晨之科实现优势融合，降低企业成本，实现更高水平的盈利。

## 3.3 并购过程

早在 2016 年，中文在线就出资 2.5 亿元购买了晨之科 20%的股权，其中以现金出资 12000 万元增资晨之科，认购其 9.6%的股权；以现金 13000 万元收购晨之科股东朱明 10.4%的股权。此次并购中文在线意图收购晨之科剩余 80%的股份，将其纳为自己的全资子公司。本次并购过程见表 3.1：

表 3.1 中文在线并购晨之科进展表

时间	事项
2017. 8. 9	中文在线与晨之科签署《发行股份及支付现金购买资产协议》、《业绩承诺补偿协议》。
2017. 8. 9	中文在线召开董事会会议，审议通过关于并购晨之科的重大资产重组相关议案。
2017. 9. 20	中文在线召开股东大会，审议通过关于并购晨之科的重大资产重组相关议案。
2018. 1. 4	中国证监会并购重组委员会审核通过中文在线并购晨之科的议案。
2018. 1. 5	中文在线股票复盘。
2018. 1. 30	中国证监会核准本次交易。
2018. 3. 5	完成标的资产的过户手续。

资料来源：东方财富网

晨之科的 80%股权是本次交易的标的资产，中文在线以股份+现金的混合支付方式支付对晨之科的对价，以 2017 年 5 月 31 日为评估基准日，对晨之科 80%股权的评估结果为 148824 万元，最后在中文在线和晨之科的协商下，晨之科 80%股权的作价为 147260 万元。其中中文在线拟向交易对方朱明、海通数媒、贝琛网森、朗泽稳健、优美缔、王小川、孙宝娟和国鸿智臻支付股票对价 102303.97 万元，支付现金对价 44956.03 万元。根据上述交易价格及支付方式，按照 15.98 元/股的发行价格，拟向朱明、海通数媒、贝琛网森、朗泽稳健、优美缔、孙宝娟和国鸿智臻发行 64020004 股股份，交易完成前后中文在线的股权结构如表 3.2 所示：

表 3.2 并购前后中文在线股权结构表

序号	股东	本次交易前		本次交易后	
		持股数（股）	持股比例	持股数（股）	持股比例
1	童之磊	111,379,416	15.65%	111,379,416	14.36%
2	萍乡睿文	41,965,205	5.90%	41,965,205	5.41%
3	启迪华创	80,490,900	11.31%	80,490,900	10.38%
4	朱明	-	-	50,509,831	6.51%
5	海通数媒	-	-	3,843,868	0.50%
6	贝琛网森	-	-	2,682,260	0.35%
7	朗泽稳健	-	-	2,835,576	0.37%
8	优美缔	-	-	1,672,716	0.22%
9	王小川	-	-	1,060,232	0.14%
10	孙宝娟	-	-	967,773	0.12%
11	国鸿智臻	-	-	447,748	0.06%
12	其他公众 股东	477,818,560	67.14%	477,818,560	61.60%
	合计	711,654,081	100.00%	775,674,085	100.00%

资料来源：东方财富网

### 3.4 并购结果分析

2018年1月，中文在线最终以14.73亿的支付对价取得晨之科80%的股权，此外，加上2016年向晨之科参股20%的2.5亿，前后一共支付了17.23亿使得晨之科成为其全资子公司。此次并购看似实现了泛娱乐产业的战略布局，然而高溢价引发的是市场上的质疑，中文在线对于晨之科的游戏业务的发展前景过于乐观，而晨之科财务数据反映出的利润骤增以及并购的高估值，都给此次并购带来了不少的关注和质疑。从市场反应及财务指标两个角度来看，中文在线的并购结果不算成功，具体分析如下。

### 3.4.1 市场反应分析

企业在并购后，如果市场上的投资者看好其发展情况，在股价上会有直观的反应。中文在线于 2018 年 1 月 5 日复盘，当日开盘价为 9.98 元/股，收盘价为 9.67/股，呈现高开低走的趋势，在此后的一段时间内，市场并没有对中文在线收购晨之科事件给予积极的回应，股价呈现较为明显的下跌趋势。并且在完成晨之科股权过户的短短 5 个月间，中文在线的股价腰斩——从 12 元跌至 6 元，说明投资者对并购后中文在线的发展并不具备信心。

从股价的长期趋势来看，2018 年 1 月 5 日中文在线股价为每股 9.98 元，而 2018 年全年股价最高为 13.3 元/股，最低则跌到了 4.62 元/股，在 5 月 25 日之后，股价更是跌破 10 元大关，自此一路下跌。中文在线收购晨之科时发行的新股价格为每股 15.98 元，但根据股票行情来看，当时中文在线的股价已不足 12 元每股，说明中文在线的管理者对于晨之科的发展前景十分看好，认为并购后晨之科能为母公司带来新的利润增长点，提高盈利能力。但市场反应却和中文在线的预期不一致，收购完成后股价悬崖式的下跌，说明市场上对于此次并购效果的判断归于理性，投资者对中文在线并购游戏业务的发展前景并不看好，表明中文在线的经营业绩与投资者的预期还有一定的差距。

### 3.4.2 财务指标分析

本文对中文在线并购结果的财务指标分析从盈利、偿债和营运能力三个方面展开。

#### (1) 并购对盈利能力的影响

并购活动的最佳结果就是提升主并方的盈利能力，达到  $1+1>2$  的正效应。本文在对中文在线并购前后的盈利能力分析时，选取了销售毛利率、销售净利率和净资产收益率三个指标。

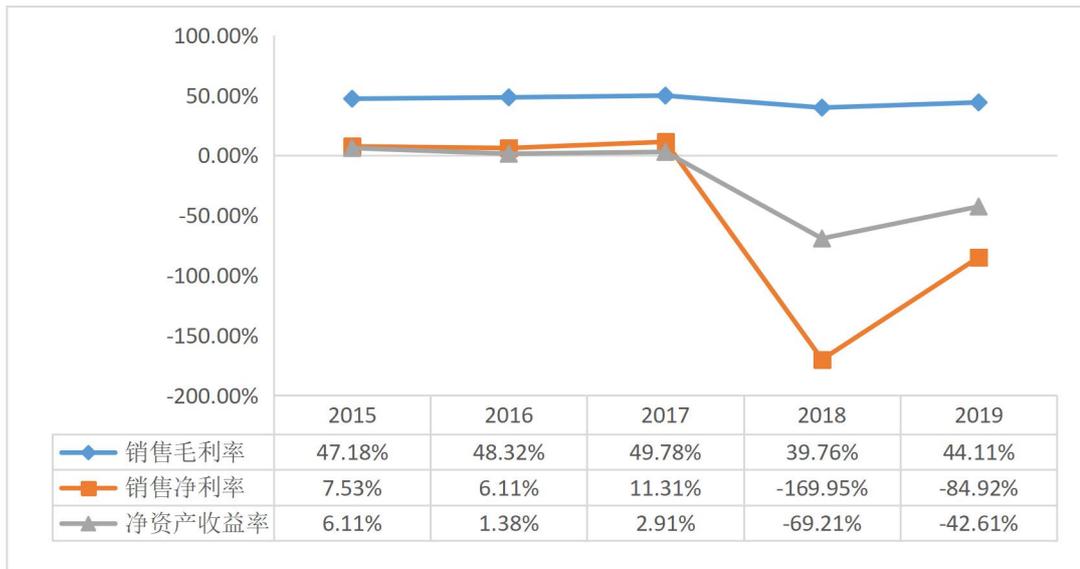


图 3.2 并购前后中文在线盈利能力对比分析

图 3.2 反应了中文在线 2015—2019 年有关盈利能力的指标的数值及变动。从变动趋势上来看，各指标 2018 年都出现了下降，尤其是销售净利率和净资产收益率，意味着 2018 年中文在线的盈利情况出现危机。晨之科自 2018 年度纳入中文在线的合并范围，而 2018 年销售净利率和净资产收益率就出现大幅下降的现象，归于游戏行业在 2018 年遭遇国家政策的严管，晨之科的游戏版号申请被搁置，而此前晨之科研发的游戏也因版号问题造成无法推出，以至于中文在线游戏业务的收入与预期出入很大。此外，晨之科没有完成对赌协议所要求的业绩，因此中文在线计提商誉减值损失，严重影响了中文在线的经营绩效。到 2019 年晨之科的亏损依然没有止步，中文在线为了公司整体的经营，只能选择终止相关的游戏业务，所以本年度中文在线销售毛利率、销售净利率和净资产收益率停止下降并且有所回升。上述情况说明：并购晨之科对于中文在线的盈利能力不仅未能出现预期的正效应，反而在一定程度上拖垮了中文在线的经营。

## (2) 偿债能力分析

中文在线与晨之科都属于轻资产企业，流动资产占比较高，因此在分析并购晨之科对中文在线偿债能力的影响时，选择流动比率和资产负债率指标。



图3.3 并购前后中文在线偿债能力对比分析图

图 3.3 反应了中文在线 2015 年—2019 年的偿债能力情况。从指标的反应上来看，中文在线的偿债能力较为乐观。虽然流动比率从 2016 年开始呈明显下降趋势，但一直高于合理的流动比率值，不过这也说明在一定程度上，中文在线的资金运营效率不高，可能存在资金闲置的不良情况；资产负债率一直低于 50% 的临界值，但从 2017 年开始总体呈现上升趋势，因此，中文在线存在一定的风险。此次并购的大部分对价选择了以股权换股权的方式，可以降低融资风险，但是其现金部分对价的支付产生了 10000 万元的银行借款，这会使得中文在线面临短期的偿债风险。

### (3) 并购对营运能力影响分析

在营运能力分析指标的选取上，考虑到中文在线的轻资产特性，选择应收账款周转率、流动资产周转率和总资产周转率来进行分析。

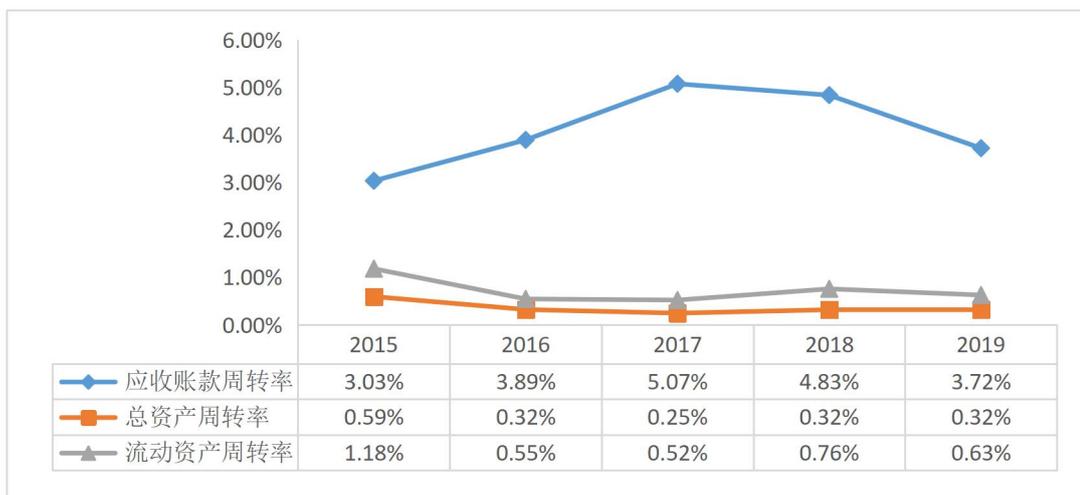


图3.4 并购前后中文在线营运能力对比分析图

2015 年—2019 年上述三个指标的数值及变动如图 3.4 所示。总体来看，中文在线应收账款周转率从 2017 年开始存在明显下降趋势，这也与并购晨之科之后增加晨之科应收账款有关。此外，总资产周转率及流动资产周转率的变动情况相对稳定，说明此次并购对其营运能力的影响不大。

总之，中文在线在完成对晨之科的兼并后，偿债能力和营运能力受到的影响不大，但是盈利能力发生了明显恶化。2018 年和 2019 年连续两年利润为负，晨之科作为造成亏损的根源，中文在线不得不让晨之科停止其全部业务，且为了规避晨之科的游戏版块在后期可能因为政策和环境方面带来的风险，尽可能降低中文在线的损失，最终拟以 4567 万的价格低价甩卖给上海舜非，仅仅 20 个月，晨之科的资产估值缩水高达 97.33%。综上，不管是本次并购的市场反应还是财务指标的变化趋势，都能充分说明其结果是失败的，而并购时中文在线对风险的管控不够及时有效，这就导致了中文在线最后的并购失败。

## 4 中文在线并购财务风险分析

### 4.1 中文在线并购财务风险的识别

本文将中文在线的并购划分为三个阶段，在不同阶段所要关注的事项不一样，但前者的风险必然后影响到后者，具体如图 4.1 所示。

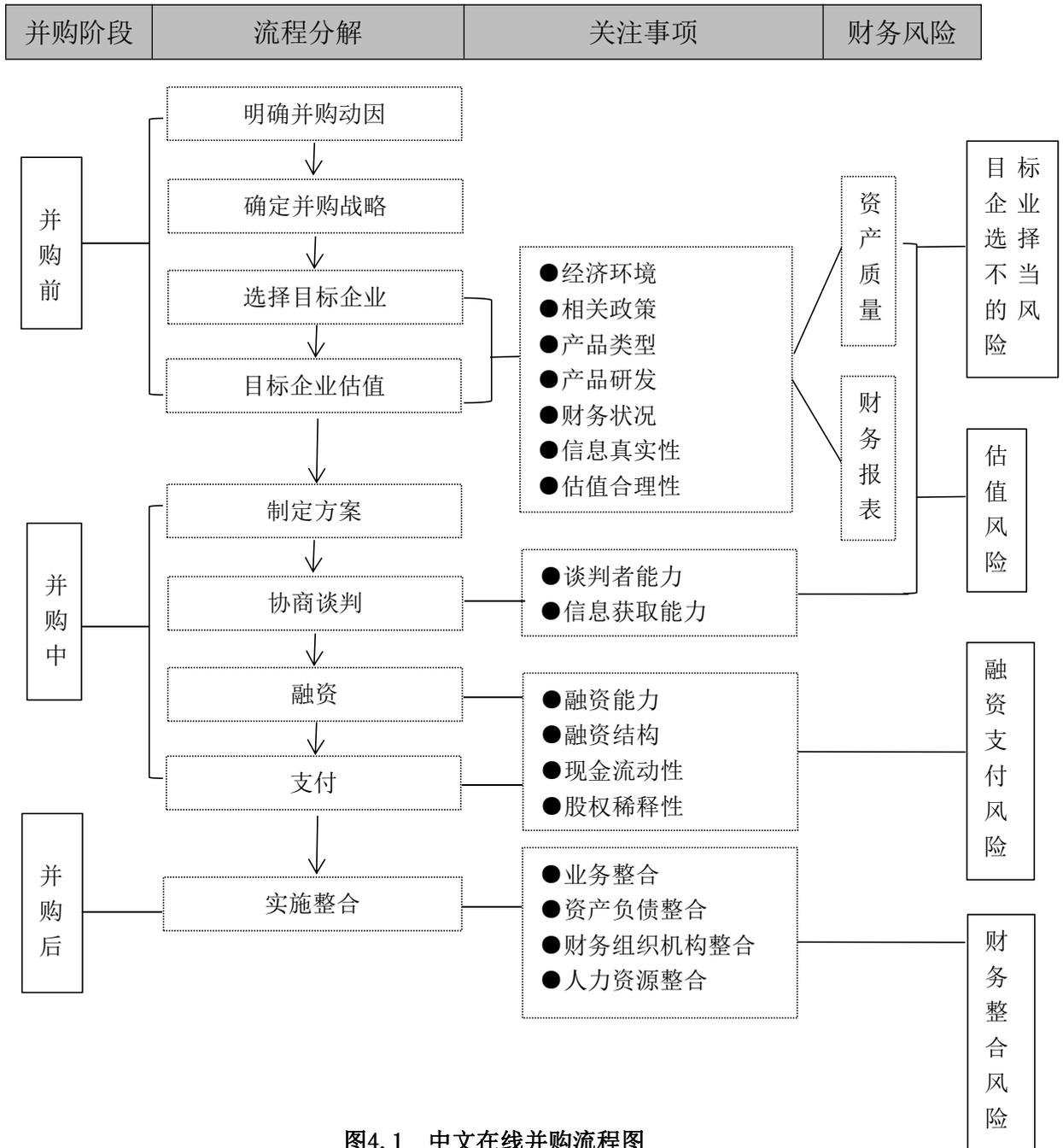


图4.1 中文在线并购流程图

根据中文在线的并购流程图来看,并购前要重点关注晨之科所面临的经济环境、行业政策等因素,通过分析目标企业的产品类型、研发情况及财务状况评估其资产质量,进而对其进行估值。并购中主要关注中文在线的融资能力、融资结构、现金流动性及股权稀释程度,目的是衡量融资支付风险的程度。并购后的业务整合、资产负债整合、财务组织机构及人力资源的整合情况,都是主要风险点。

## 4.2 并购前目标企业选择不当的风险分析

中文在线通过对晨之科的并购,拓展游戏板块的业务,形成泛娱乐的产业战略。但在并购完成后就遭遇了游戏行业的严管政策,造成整个集团的财务危机。这让投资者不得不怀疑中文在线在目标企业的选择上不够慎重。2018年游戏行业的游戏版号发行的数量控制,使得一众小公司,尤其是游戏生命周期较短的企业遭遇了重创,晨之科也未能躲过这次游戏行业的“寒流”。原本打算推出的新游戏由于版号问题未能上线,已上线的游戏又因为生命周期较短,后续更新和完善力度不够,造成整体盈利不佳。此外,让中文在线看好的海外市场虽有收入,但不足以支撑过高的成本。整体上,游戏板块的经营情况与预期形成了巨大的差距,游戏业务造成巨额亏损,晨之科也未能完成2018年的业绩承诺。

中文在线对目标企业的选择主要是关注自身泛娱乐产业战略的实施,且将目光集中在晨之科的优势资源上,忽略了游戏行业的特性和所面临的政策风险。虽然游戏行业的严管政策于2018年下半年才正式出台,实施网游总量调控,这一政策很大程度上对游戏行业的收入产生了负面影响。但细细审视游戏行业的管控政策,自2005年以后,国家就先后出台了限制措施,旨在引领中国游戏行业的发展更具规范化,提升游戏质量。在游戏行业飞速发展的同时,提高产品质量是必然举措。这也对游戏产品的生命周期提出了更严苛的要求,“长寿”成为营收的重要考量因素,而晨之科作为一家中小型游戏公司,数量严管政策势必会造成对其的冲击,使得其盈利能力具有很大波动性。

此外,本文还对晨之科人员结构、核心研发人员及研发投入情况进行了分析,根据游戏行业的运营模式,将晨之科自营游戏与联营游戏数量、收入和毛利率做了对比分析,情况如表4.1—4.6所示,以下为具体分析内容:

表 4.1 晨之科人员结构

科目	分类	数量 (人)	占比 (%)
员工岗位结构	研发及技术人员	66	40
	市场及销售人员	56	33
	财务人员	6	4
	客服人员	6	4
	行政人员	10	6
	管理人员	21	13
员工学历结构	研究生	3	2
	本科	73	44
	大专	86	52
员工年龄结构	大专以下	3	2
	25 岁以下	51	31
	25—35 岁	98	59
	35—45 岁	16	10

资料来源：东方财富网

表 4.2 晨之科核心研发人员情况

姓名	学历	从业时间	职务及工作内容
吕炜波	大专	11 年	游戏项目美术主管
李旭东	本科	7 年	游戏数值主管
陶文	本科	9 年	IP 及游戏孵化制作人
王海韵	大专	8 年	游戏 3D 场景地图编辑
张薇	大专	13 年	游戏动画制作主管

资料来源：东方财富网

表 4.3 晨之科研发投入情况

项目	2017 年 1-10 月	2016 年	2015 年
研发投入（万元）	1161.77	1170.63	157.34
营业收入（万元）	19342.43	19343.42	2032.52
研发投入占营业收入比重	6.01%	6.05%	7.74%

资料来源：东方财富网

截至 2017 年 10 月 31 日，晨之科及其旗下子公司共拥有 165 位员工，通过表 4.1、4.2 可以看出，54%的员工学历处于大专或大专以下水平，其核心研发人员的学历也不高，总体上来说缺乏高层次研究人才。通过表 4.3 研发投入情况来看，公司自成立以来，研发资金的投入比重并不高，且处于连年下降的趋势。对于游戏类企业而言，技术人才和精品游戏代表着核心竞争力，研发资金的投入和高水平的研发团队至关重要，关系着企业的未来，但晨之科似乎核心竞争力上不存在这种优势。

表 4.4 晨之科报告期内游戏数量

项目	2017 年 1-5 月	2016 年	2015 年
自营游戏数量（个）	7	5	6
联营游戏数量（个）	3	3	-

资料来源：东方财富网

表 4.5 晨之科报告期内游戏收入

项目	2017 年 1-5 月	2016 年	2015 年
游戏收入总额（万元）	7074.90	13410.70	2032.52
自营游戏收入（万元）	6070.66	8357.74	1874.46
占比	85.81%	62.32%	92.22%
联营游戏收入（万元）	787.85	3024.32	-
占比	11.14%	22.55%	0.00%

资料来源：东方财富网

表 4.6 晨之科报告期内游戏毛利率

项目	2017 年 1-5 月	2016 年	2015 年
自营游戏 (%)	23.74	48.17	14.46
联营游戏 (%)	96.75	98.60	-

资料来源：东方财富网

通过对晨之科报告期内自营游戏和联营游戏数量对比来看，游戏数量较少，尤其是自营游戏数量，与同规模企业相比，其数量处于同行业较低水平。而自营游戏的发行极大地依赖于企业的研发实力，从晨之科的研发人员情况和研发投入水平来看，在研发方面并不具备强劲的实力。从报告期内的收入情况来看，自营游戏收入的占游戏收入的比重很高，但结合毛利率情况来看，确实仅占游戏收入比重较小的联营游戏带来高额的利润，其毛利率高达 98.60%。总体来看，晨之科的盈利很大程度上依赖于联营游戏，这也反映出公司对合作方依赖程度较高。

综上，中文在线在并购前期并未做好充分的市场调查和战略布局，对游戏行业的发展持有过于乐观的态度，对目标企业的选择存在一定的盲目性，最终导致面临此次并购产生负效应。

### 4.3 并购前的估值风险分析

对目标企业估值不准确的风险是并购前的决策阶段要面临的另外一个主要风险。如果目标企业提供的财务信息不正确，出现信息不对称现象，从而导致对标的企业的价值评估高于其实际价值，或者主并方在估值时选择的方法不合适，都会对目标企业的估值产生严重的影响。

#### 4.3.1 信息不对称分析

主并方对标的公司财务状况的了解不够详实准确，会造成信息不对称现象。在中文在线并购晨之科的案例中，信息不对称引发的财务风险主要体现在以下方面：

第一，晨之科作为一家中小型游戏企业，其经营信息不需要向外部信息使用者披露相关情况，因此，中文在线在估值时可能面临较大的财务报表信息不真实

的风险。根据并购前对晨之科的审计报告来看，晨之科 2015 年的净利润为 -1761.55 万元人民币，到了展开并购的前一年 2016 年，净利润增长到了 9692.93 万元人民币，仅仅一年，晨之科的盈利情况发生了如此巨大的转变，让人不得不怀疑晨之科的报表真实性。财务信息是进行估值的基础，对于中文在线而言，并购前面临着较大的信息不真实的风险。

第二，除了源于报表上的财务信息，对于晨之科这类轻资产的游戏公司而言，更重要的是诸如核心技术、研发实力以及游戏用户等这类无法在报表上直观体现的重要信息，这就说明信息收集过程中要做好调查工作。而中文在线急于借助晨之科的二次元游戏业务达到自身 IP 一体化的战略，在调查方面的工作量不够，未能深入客户群体做详尽调查，对晨之科的财务数据的真实性也未使用综合方法加以审计，很容易造成估值的不合理。

第三，中文在线是一家以数字出版运营相关内容为主营业务的文化传媒企业，而晨之科是以游戏及广告业务为基础的企业。这两家公司虽同属文娱产业，但其经营的业务不同，中文在线对晨之科的主营内容在此前不曾涉及过，可能会导致中文在线对晨之科了解不够。在估值时，仅根据晨之科之前的业绩和财务指标很难对实际价值进行准确评估。而且仅根据财务指标等相关数据无法对其实际经营情况和价值进行准确的判断，从而增加估值不合理的财务风险。

总之，中文在线此次并购晨之科，在信息不对称方面的风险比较大。根据对以往并购案例的观察，不难发现，成功并购的案例都有一个共通之处——对并购标的的估值合理。如果对标的企业的估值超过其实际价值，主并方不仅要付出大量的资金成本，也会对标的企业未来的盈利预测过于乐观，这必然会使得后期的战略规划脱离企业的实际经营能力，增加企业的经营风险。此外，主并方在估值时，如果未能结合自身的经济实力做出合理评估，很容易支付超过自身实力的对价，影响企业的资本结构及未来的正常经营。而对于标的企业而言，主并方给出高昂的支付对价，也会影响其对本企业的盈利能力的判断，从而加大业绩承诺的筹码，增加业绩承诺不达标的风险。

### 4.3.2 估值合理性分析

当前在对公司进行价值评估时，常用的方法有资产基础法、市场法和收益法。

具体如表 4.7 所示：

表 4.7 企业价值评估方法

评估方法	评估原理	案例企业方法选择
资产基础法	根据对企业资产和负债的价值评估，确定其价值。	
市场法	从当下资本市场上选择与案例公司行业特征、经营模式、业务结构具有可比性的企业，通过对比分析评估企业价值。	√
收益法	对企业未来的经营情况进行预测，在此基础上，根据一定的折现率，进行折现。	√

在方法的选择上，由于晨之科属于轻资产类企业，如果使用资产基础法进行评估，那么晨之科有关游戏研发方面的团队以及产品受众等核心的资源，在报表上清晰量化出来。因此，以财务报表为基础的所评估出来的晨之科的实际价值是有失偏颇的，所以不选用资产基础法，在对晨之科的实际价值进行估计时，分别使用市场法和收益法展开估值，最后通过比较二者的差异，择优而定。评估价值如表 4.8 所示：

表 4.8 晨之科价值评估情况

评估方法	账面价值（万元）	评估价值（万元）	评估增值率
收益法	29594.08	186400	529.86%
市场法	29594.08	186030	528.61%

资料来源：东方财富网

从表 4.8 的评估情况来看，经审计后晨之科的净资产为 29594.08 万元，采用收益法和市场法评估，全部股东权益价值分别为 186400 万元和 186030 万元，净资产增值分别为 156805.93 万元和 156435.92 万元，增值率分别为 529.86%和 528.61%。中文在线此次并购的是晨之科 80%的股份，因此对应价值分别为 149120 万元和 148824 万元。

中文在线以市场法的结果作为对晨之科的股权价值，这是因为基于收益法的评估结果是以晨之科原来的游戏及市场上类似游戏的获利情况为基础，就会导致

在预测晨之科将来推出的游戏收入时,可能出现实际情况与预期收入之间的较大的差距。而市场法能从可比案例的对比评估中,得出更能反映晨之科真实价值的结果。故中文在线以市场法的评估结果为准。

表 4.9 估值可比性分析

收购方	可比公司	市盈率倍数
富春通信	摩奇卡卡	12.41
三七互娱	墨鹍科技	11.10
中南文化	极光网络	13.03
天神娱乐	幻想悦游	12.30
赛为智能	开心人	12.98

资料来源:东方财富网

表 4.9 中选取的 5 家可比公司,主要是从业务类型、公司规模等方面与晨之科进行比较选出的。东洲评估公司选择的可比公司都是在业务和运营模式上与晨之科具有较高的相似性,均为游戏类企业,可比性较强。此外,选择的可比案例的收购时点均在 2015 年以后,考虑到并购实施时间的差异,在估值时根据市场情况修正了可比案例对应的市盈率水平,在一定程度上规避了由宏观经济条件和所处经营阶段不同给估值带来的负面影响。可见,此次估值可比公司的选择相对合理。最终,交易价值折价 1.05%,以 147260 万元的价格完成对晨之科 80%股份的收购。

显然,中文在线对晨之科的估值增值较大,直接导致的结果就是中文在线在合并报表以后,将要确认 139160.18 万元的巨额商誉。而在确认之后,商誉要占到当时总资产的 29.43%,这就意味着晨之科的经营状况一旦发生恶化,不能为中文在线带来利润增长或者出现亏损,中文在线就要面临商誉减值的风险,对当期利润产生负面影响。

### 4.3.3 业绩补偿协议分析

为了保护中文在线的利益相关者的权益,降低估值不准确带来的负面影响,中文在线选择与晨之科签订业绩补偿协议。2017 年 8 月 9 日,中文在线与晨之

科的实际控股人朱明签署了《业绩承诺补偿协议》。晨之科对中文在线作出了未来三年的业绩承诺，具体如表 4.10 所示：

**表 4.10 业绩补偿协议内容**

事件	内容
业绩承诺	晨之科在 2017-2019 年度净利润分别不低于 1.5 亿元，2.2 亿元和 2.64 亿元，合计不低于 6.34 亿元。
业绩补偿	朱明为本次交易的利润补偿方，未能实现业绩承诺时，首先以并购时的股份补偿，不足部分以并购现金对价进行补偿。
违约责任	朱明未能按约定履行补偿的，从逾期之日算起，每日按补偿金额的 5% 计算违约金，直至偿还完成。

资料来源：东方财富网

2017 年晨之科实现业绩承诺，赚取 15371.26 万元的净利润。2018 年 4 月 1 日中文在线合并了晨之科的报表，本年为非同一控制合并后的第一年，同时也是业绩承诺第二年，2018 年业绩承诺 2.2 亿元。由于 2018 年游戏行业受到的政策影响，限制版权号的申请发放，晨之科未完成业绩承诺 2.2 亿元；2019 年受市场环境的影响，晨之科原有的老游戏的更新和漏洞弥补未能及时跟进，而新游戏未能面世，盈利能力逐渐下降，没有新的利润增长点，因此也未完成业绩承诺 2.6 亿元，具体补偿情况如表 4.11 所示：

**表 4.11 晨之科业绩补偿情况**

年份	业绩补偿金额(万元)	补偿股份数(万股)	补偿现金数(万元)	每股价格(元)
2018 年	71435.30	4470	0	15.98
2019 年	26976.41	5806.90	17697	15.98

资料来源：东方财富网

总之，中文在线签订的业绩补偿协议使小部分的溢价支付得到补偿，三年的业绩承诺总和为 6.34 亿元，与 14.73 亿元的对价相比相差甚远。且中文在线在 2019 年年报中披露，业绩补偿人朱明因为一些财产诉讼，部分资产被冻结，其中就包括中文在线的 5806891 股份，直到 2022 年年底才有望解冻。此外，现

金补偿部分能否收回也存在重大不确定性。

#### 4.4 并购中的融资支付风险分析

企业在并购中的主要活动为筹集资金以支付并购对价，此阶段产生的融资风险与支付风险息息相关，故在本案例中将二者结合起来分析。

##### 4.4.1 股东控制权分析

中文在线选择以发行股份+现金的方式支付对价，按照交易方案，中文在线通过发行股份及现金支付的方式获得晨之科 80%的控制权，本次晨之科 80%股权的交易价格确定为 147260 万元，中文在线购买晨之科需发行股份总数量预计为 64020004 股，支付的现金对价总额为人民币 44956.03 万元，具体内容如表 4.12 所示：

表 4.12 交易对方获得对价情况表

交易对方	持股比例	现金对价		股票对价			合计金额（万元）
		金额（万元）	占比	金额（万元）	发行股份数（股）	占比	
朱明	50.43%	24,313.29	23.15%	80,714.71	50,509,831	76.85%	105,028.00
海通数媒	9.10%	6,142.50	50.00%	6,142.50	3,843,868	50.00%	12,285.00
贝琛网森	6.34%	4,286.25	50.00%	4,286.25	2,682,260	50.00%	8,572.50
朗泽稳健	5.00%	4,531.25	50.00%	4,531.25	2,835,576	50.00%	9,062.50
优美缔	3.96%	2,673.00	50.00%	2,673.00	1,672,716	50.00%	5,364.00
王小川	2.51%	1,694.25	50.00%	1,694.25	1,060,232	50.00%	3,388.50
孙宝娟	1.59%	600.00	72.05%	1,546.50	967,773	27.95%	2,146.50
国鸿智臻	1.06%	715.50	50.00%	715.50	447,748	50.00%	1,431.00
合计	80.00%	44,956.03	-	102,303.97	64,020,004	-	147,260.00

资料来源：东方财富网

本次并购中文在线选择股权融资方式，虽然可以避免对企业负债的不利影响，在一定程度上减轻偿债风险，但是股份支付会使得主并方股份被稀释，存在

削弱企业控制权的风险，使得原股东的利益受损，表 4.13 是交易前后中文在线持股 5% 以上的主要股东的持股情况。

表 4.13 交易前后中文在线主要股东持股情况

序号	股东	本次交易前		本次交易后	
		持股数（股）	持股比例	持股数（股）	持股比例
1	童之磊	111,379,416	15.65%	111,379,416	14.36%
2	萍乡睿文	41,965,205	5.90%	41,965,205	5.41%
3	启迪华创	80,490,900	11.31%	80,490,900	10.38%
4	朱明	-	-	50,509,831	6.51%

资料来源：东方财富网

从表 4.13 交易前后主要股东的持股情况来看，在中文在线完成对晨之科的并购后，其持股比例在 5% 以上的股东增加一位，也就是原晨之科的实际控制人朱明。虽然童之磊与启迪华创仍然是中文在线持股比例最高的前两位股东，其持股数与交易前一致，但持股比例分别从 15.65% 和 11.31% 下降到 14.36% 和 10.38%；萍乡睿文在交易前后的持股数未发生变化，但持股比例下降了 0.49 个百分点，而朱明以 6.51% 的持股比例，一跃成为中文在线的第三大股东。显然，这次股权融资对中文在线大股东的控制权有着较大的影响，控制权被稀释，由此产生的财务风险也是不容忽视。

#### 4.4.2 资本结构分析

当企业并购进行到融资支付阶段时，势必会对企业的资本结构造成影响。中文在线选择股权+现金这样的混合支付方式，在一定程度上控制了中文在线的债务风险。但是，对企业而言现金流在日常运营中担任着至关重要的角色，而股权融资虽不会带来债务压力，但要展开面临的要求很高，如果近期内中文在线还想利用这种方法筹资，是有很大难度的。本案例对中文在线并购前后的资本结构、资产结构、负债结构及并购期间的偿债水平进行对比分析，来研究并购融资支付对企业带来的影响。图 4.2—4.4 反映了中文在线 2015—2019 年资本结构的相关情况。

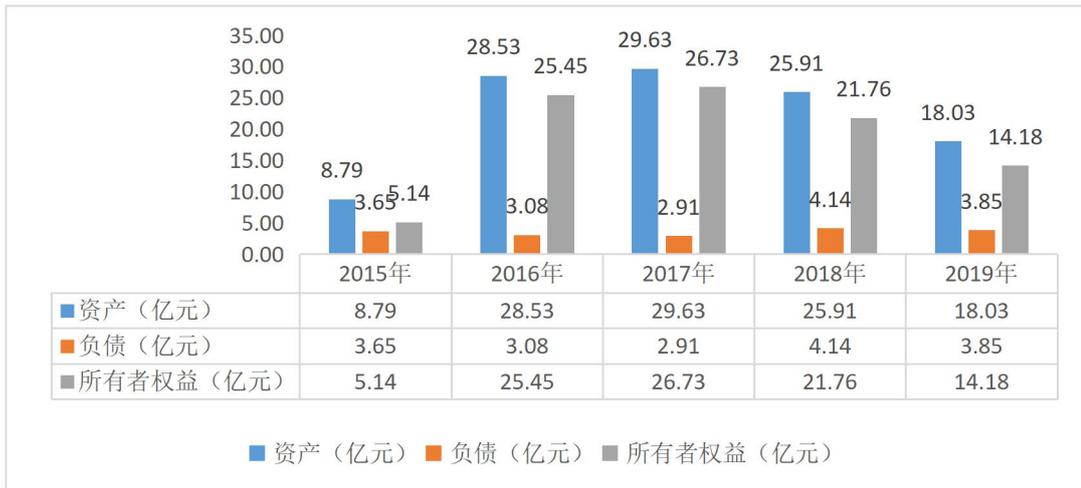


图 4.2 2015—2019 年中文在线资本结构图

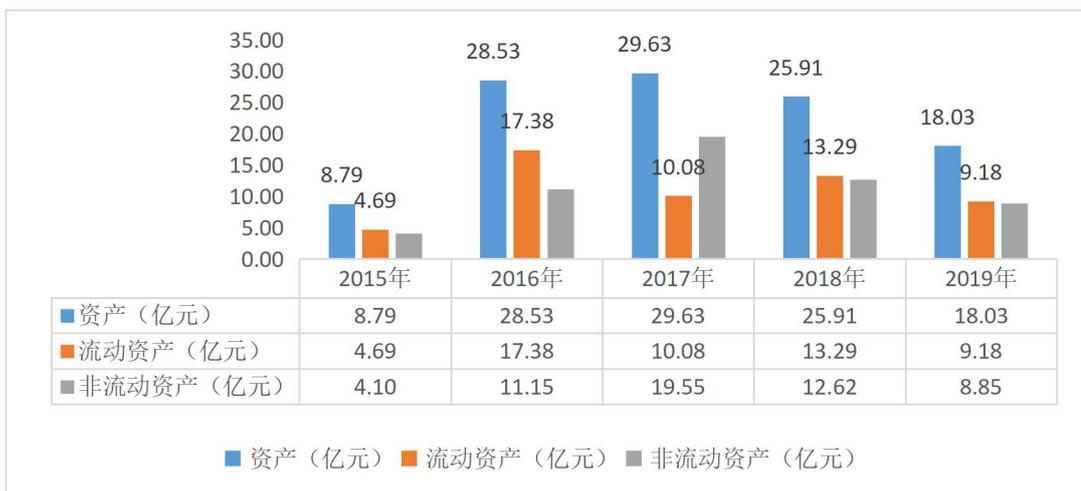


图 4.3 2015—2019 年中文在线资产结构图

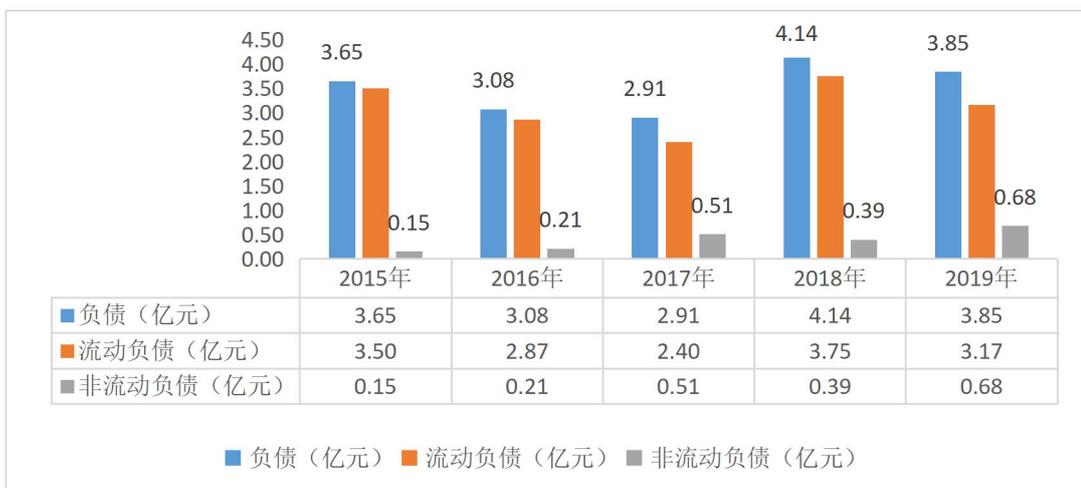


图 4.4 2015—2019 年中文在线负债结构图

通过图 4.2 所示,从并购前后的资本结构来看,中文在线 2015 年—2019 年期间的资本结构并不稳定,处于先增后降的趋势。结合图 4.3 和 4.4 分析发现,中文在线的资产规模在并购完成时达到巅峰,而在完成并购后的 2018 年和 2019 年资产规模骤减,归因于晨之科业绩太差,没有完成承诺的利润额,中文在线必须计提商誉减值和长期待摊费用减值所致;负债规模在 2018 年出现了大幅增长的现象,原因在于为支付并购对价,中文在线向银行借贷了 10000 万元的短期借款,以及与业绩承诺有关的交易性金融负债的增加。可以看出中文在线在完成对晨之科的收购后,资产规模不但没有出现正向发展,反而出现骤减的情况;而负债规模却在完成合并的第一年大幅上升,说明此次并购对中文在线的资产结构有着负面的影响。

#### 4.4.3 现金流分析

此次并购,中文在线需向晨之科支付的 44956.03 万元的现金对价,中文在线选择向银行借款 10000 万元,其余对价以公司的自有资金完成支付。双方协议约定,对现金对价部分,中文在线选择分期方式,并分四期进行支付,而对海通数媒等其他交易方的现金对价,要在完成资产交割之日起的 10 日内,分别对其进行全额支付。表 4.14 为中文在线对朱明现金对价支付的具体时间和数额情况。

表 4.14 中文在线对朱明的现金对价支付计划表

	支付时点	支付金额(万元)
1	完成标的资产交割起 30 日内	11081.00
2	完成 2017 年业绩承诺	6616.00
3	完成 2018 年业绩承诺	4410.70
4	完成 2019 年业绩承诺	2205.59

资料来源:东方财富网

中文在线选择现金支付的方式需要考虑自身资产的流动性,需要结合企业的现金流情况综合分析此次对价支付是否会对中文在线的带来支付风险,以及是否会对后续经营的资金运转带来压力,具体分析如表 4.15 所示。

表 4.15 2015-2019 年中文在线现金流量主要数据表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流量	3610.55	20002.49	23925.23	-8938.94	3421.86
投资活动现金流量	-19886.01	-84730.74	-89796.54	-25415.02	14809.40
筹资活动现金流量	19657.20	197277.90	-3257.91	9929.63	-7276.67
现金及等价物增加额	3381.62	132171.24	-69158.26	-24343.73	10954.59
现金及等价物期末余额	9295.70	141466.95	72308.69	47964.95	58919.54

资料来源：东方财富网

从表 4.15 可以看出，中文在线 2018 年的经营情况不佳，与 2017 年相比的经营现金流量相比，下降了 137%；从中文在线的现金及等价物余额来看，其 2015-2019 年的资金量比较充足，2017 年和 2018 年，其规模有所下降，尤其是 2018 年的现金及等价物的资产规模，与 2017 年相比，降幅达到 33.67%，这与中文在线收购晨之科时支付的现金对价有关。

接下来，选择中文在线 2015—2019 年、资金流动性、流动资产变动情况以及现金的占比对其现金流动情况加以分析，表 4.16 及表 4.17 为具体的变动情况。

表 4.16 2015-2019 年中文在线现金占流动资产比例情况表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
现金及等价物（万元）	9295.70	141466.95	72308.69	47964.95	58919.54
流动资产（万元）	46855.91	173794.98	100839.93	132905.87	91802.71
占比	19.84%	81.40%	71.71%	36.09%	64.18%

资料来源：东方财富网

表 4.17 2015-2019 年中文在线资产流动性情况表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
流动资产（万元）	46855.91	173794.98	100839.93	132905.87	91802.71
流动负债（万元）	35040.46	28677.34	23975.46	37531.74	31666.63
流动比率	1.34	6.06	4.21	3.54	2.90
速动比率	1.31	6.04	4.16	3.49	2.86

资料来源：东方财富网

结合 4.16 和 4.17 来看,中文在线的现金及等价物在流动资产中的占比较高,尤其是 2016 年占比高达 81.40%,但在 2018 年现金及等价物的规模有所下降原因在于支付了高额的并购现金对价;流动负债的比例在 2018 年有所提升,增幅为 56.54%,归因于为了向晨之科支付现金对价,中文在线向银行借款 10000 万元;从流动比率与速动比率的数值来看,中文在线的资金流动性较好,说明其拥有的货币性资产较多,这也意味着此次并购的现金支付对价对中文在线的整体资产规模不会带来过多的负面影响。

总体而言,本次并购选择以股权换股权的方式,带来的融资成本相对较低,但在一定程度上稀释了中文在线原大股东的控制权,其资本结构也发生了变化,可能会产生一些负面影响。在现金支付方面,从中文在线的现金流来看,企业的资产流动性较高,货币性资产的储备充足,在对价支付时不会有太大的资金负担,并且采用部分对价分期支付的方式,可以极大地缓解企业在后续经营中的资金压力。但是中文在线向银行借取了 10000 万元的短期借款,短期内还是面临着比较大的偿债压力。综上,中文在线此次并购选择的融资支付方式相对合理,所面临的融资支付风险较小。

#### 4.5 并购后的财务整合风险分析

并购后期主要面临结合后的两家企业如何完成良好整合的问题,整合的效果关系到并购后的企业实力能否有一个大跨度的提升,经营业绩能否给投资者一个满意的答复。其中最关键的就是财务整合,其内容不仅涉及到业务、资产负债,还包括制度及人员方面的整合。对于此阶段存在的问题,要进行及时地沟通和解决,如果不能有效解决,有可能影响企业自身的生产经营,甚至导致并购的失败。因此,要格外关注并购后的财务风险,以免此前的努力付之一炬。在本案例中,中文在线与晨之科虽然同属于轻资产类公司,但两家公司的企业文化不一致,面临的政策环境和经营环境有着差距,而且晨之科的规模更小,其管理模式简单不具规范性,因此,中文在线对于晨之科的财务整合仍然具有难度,面临着较大的财务整合风险。

### 4.5.1 业务整合分析

晨之科在国内算得上是早期从事研发游戏动漫业务的公司,这也正是吸引中文在线的优势,晨之科在游戏方面的开发时间长,有比较多的经验,中文在线才斥巨资将晨之科纳入麾下。中文在线试图通过并购实施超级 IP2.0 战略,但结果似乎并不像中文在线管理者预期的那样乐观,通过表 4.18—4.20 的具体数据对业务整合情况进行分析。

表 4.18 2018 年-2019 年中文在线游戏业务经营情况

	2018 年	2019 年
游戏业务成本(万元)	3461.16	6349.56
占营业成本比重	6.49%	16.11%
游戏业务收入(万元)	12584.34	2076.12
毛利率	72.50%	-205.84%
收入占比	14.21%	2.94%

资料来源:东方财富网

其一,通过并购后游戏业务经营情况来看,2018 年晨之科的二次元游戏业务带来的收入占营业收入的比重为 14.21%,其毛利率高达 72.50%,说明并购晨之科确实在一定程度上为公司增加了收入。但是好景不长,2019 年并购的晨之科的游戏业务成本占营业成本比重增加至 16.11%,但获得的游戏收入只有营业收入的 2.94%,原因在于预期发行的新游戏由于政策监管日趋严格未能如期上线,导致业绩未达预期。虽然营业成本大幅增加,但是营业收入的增加不相匹配,毛利率更是跌至-205.84%,说明游戏行业虽然利润可观,但是也面临着不可估量的风险。

其二,选取中文在线 2015 年至 2019 年的相关数据进行分析,通过对比分析并购前后中文在线的收入与成本情况和相关财务指标的变化趋势及幅度,试图找出由新增二次元游戏业务所带来的影响。

表 4.19 2015 年-2019 年中文在线的收入和成本

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入（万元）	39024.62	60151.56	71677.96	88548.99	70537.70
营业成本（万元）	20612.05	31085.51	35996.94	53338.51	39421.08
销售费用（万元）	4255.70	6272.57	10508.34	31256.75	38367.41
管理费用（万元）	12053.98	19963.28	22294.21	12935.13	13087.38
研发费用（万元）	6385.98	9311.06	7771.57	8802.51	6921.67
财务费用（万元）	41.55	-310.81	-2278.02	-1193.14	-983.04

资料来源：东方财富网

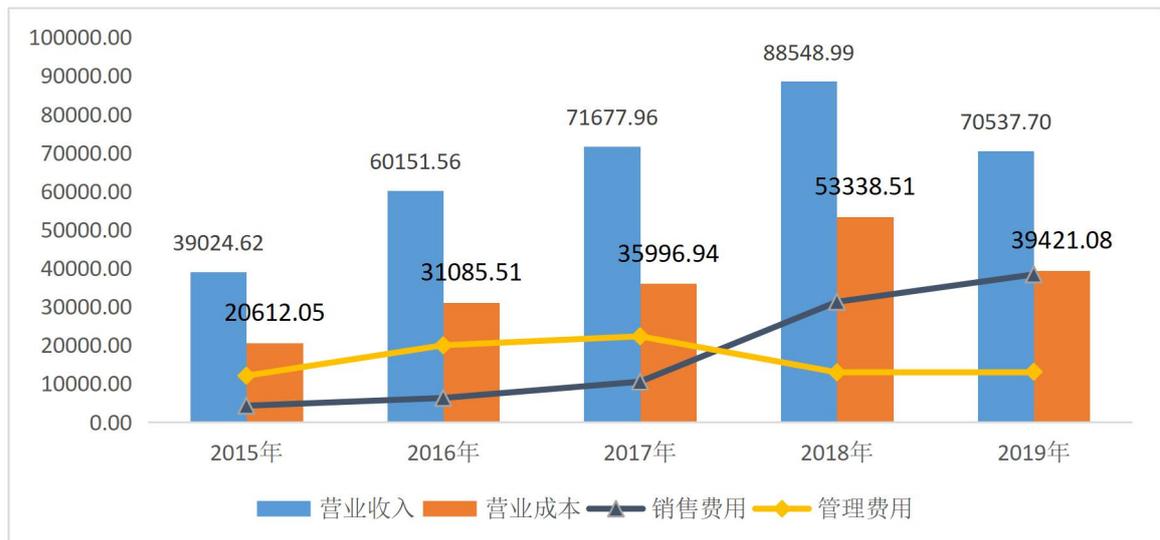


图 4.5 2015—2019 年中文在线收入与成本情况

如表 4.19 和图 4.5 所示，2018 年中文在线的营业收入和营业成本和以前年度相比，都出现了大幅增长的现象，营业收入早在 2017 年就有了大幅增长，归因于晨之科 2017 年超过 1.5 亿元的业绩；在 2018 年又增长到 88548.99 万元，同时，营业成本的大幅增长也是不容忽视的，2018 年收入的涨幅仅有 23.54%，而成本涨幅却达到了 48.17%。中文在线并购后的研发费用变化幅度不大，由于中文在线是轻资产企业，从事的互联网文化传媒板块的业务本身对研发投入有较高的要求，所以并购以后研发投入的增幅很小。销售费用从 2017 年开始增幅明显，主要是晨之科的相关业务需要巨额的营销推广费用所致。2017 年财务费用

降幅高达 632.92%，主要因为加强现金管理后利息收入有增加系加强带来的，并未与并购有直接关系。

表 4.20 2015-2019 年中文在线主要财务数据

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
归属于母公司所有者净利润（万元）	3125.47	3504.47	7752.71	-150846.13	-60329.06
扣非后归属母公司净利润（万元）	1717.25	697.40	4562.56	-196614.16	-64508.90
非经常性损益（万元）	1408.22	2807.06	3190.15	45768.02	4179.84

资料来源：东方财富网

从表 4.20 中可以看出，2017 年是中文在线的一个重要节点，本年度的利润较 2016 年相比，产生了 122% 的增幅，原因在于晨之科完成当年的业绩承诺，贡献了 15371.26 万元的净利润。但在 2018 年，也就是晨之科完全纳入到中文在线的财务报表中的一年，中文在线的盈利状态急剧恶化，中文在线的净利润比上年递减 2045.72%，扣除非经常性损益的净利润比上年递减 4409.29%，主要原因为计提了大额资产减值，在合并了晨之科的报表后，晨之科未完成业绩承诺，商誉减值及一系列补偿和摊销等影响中文在线合并净利润-117481.51 万元，占公司净利润的比重为 78.07%，其中计提的商誉减值 125421.46 万元，可辨认净资产计提减值准备 16841.45 万元。上述两种净利润在 2019 年的情况有所好转，比 2018 年分别增加 60.01% 和 67.19%，但依然处于亏损状态，主要受营业收入下降以及资产减值影响，2019 年度对晨之科的相关资产计提了 19054 万元的减值。所以以上分析可以表明，此次并购不仅没有为公司的盈利带来正面效应，反而在 2018 年拖垮了中文在线的正常经营。

#### 4.5.2 资产负债整合分析

企业在完成并购后，如果不能对资产和负债进行有效整合，很可能对企业现金流产生不利影响，进而影响日常经营。中文在线完成对晨之科的并购后，晨之科的资产、负债及人员都归属中文在线管理，资产负债方面的整合不利，也会使得并购的结果大打折扣。根据并购前后的中文在线资产负债情况的对比分析，以

下为分析内容：

从资产方面来看，在并购完成后中文在线的资产总额增加至 478959.71 万元，与交易前相比，增长了 168975.66 万元，增幅为 54.51%。其中应收账款增加了 7941.16 万元，且这些应收账款处于信用期内，倘若发生客户延期付款的情况，很可能造成中文在线经营现金的周转问题，而未收回的应收账款有可能出现无法收回的恶劣结果。此外，本次并购前后，商誉占中文在线资产总额的比例分别为 0.57%和 29.43%，并购完成后，中文在线的商誉为 140935.40 万元，较并购前增长 139160.18 万元，在后续经营中面临较大的商誉减值风险。

从负债方面来看，并购完成后中文在线的负债总额为 103506.49 万元，增幅达到 123.53%，其中非流动负债的增加比重较大，比并购前增加了 1015.82%，主要是晨之科的长期借款较多，占到非流动资产的 92%。从负债结构上看，并购前后中文在线流动负债的比例从 89.91%降低至 49.64%，同时，非流动负债的比例从 10.09%增加至 50.36%，二者的前后变化较大。而并购前中文在线的负债为 46304.54 万元，从二者的规模来看，晨之科的负债规模较大，对中文在线来说，并购后要承担的债务负担加重，偿债能力也会受到影响。

### 4.5.3 人力资源和财务组织机构整合分析

人力资源的整合对中文在线来说也是一个难题。对于游戏行业而言，能研发出精品游戏并具备研发实力强的队伍，才能有竞争力。通过对并购前后中文在线研发人员数量和研发投入占比的对比研究发现，2017 年中文在线研发人员数量为 216 人，占公司员工的 27.03%，完成对晨之科的并购之后，2018 年研发人员数量达到 291 人，占比同期增加了 14.8%，但 2019 年研发人员数量骤减，减少至 159 人；2017 年—2019 年期间，研发投入占营业收入的比重基本保持在 15%左右，与行业均值相比，中文在线的研发投入力度并不大。对晨之科所处的游戏开发行业而言，技术研发和专业人才是企业的生命力，要想形成强大的品牌竞争力，必须要具备在技术、口碑和营销方面过人之处，加大产品开发投入，以形成差异化竞争力，但中文在线在后期研发人员的整合上出现失利，造成人员流失，不利于企业发展。

此外，中文在线作为上市公司，面对证券机构和广大投资者的监管，其财务

管理制度和财务人员的培训必然比晨之科更加规范和到位,两者在财务组织方面存在着一定的差距。因此,完成并购后在财务组织方面的整合会存在困难,二者要想形成数据共享和财务协同,需要经过一段时间的磨合和管理,在此阶段可能会面临二者财务管理整合不善的风险。

综上,中文在线在并购后应对业务整合风险、人力资源以及财务组织机构整合风险的措施并不到位,导致并购完成后不仅没有出现  $1+1>2$  的协调效应,反而使自身陷入经营困境。

#### 4.6 F 值模型综合评价整体财务风险水平

F 值模型是我国学者杨济华、周首华综合 Z 值模型的优点,又补充了现金流量因素,建立的一种更综合全面的风险评价模型。众多的风险评估案例都使用了 F 值模型,在风险的评估方面更具客观性。因此,本文选择 F 值模型对中文在线并购晨之科前后的整体财务风险进行衡量。F 值模型的介绍如表 4.21:

表 4.21 F 值模型简介表

项目	公式	含义
$X_1$	(流动资产-流动负债)/总资产	反映短期偿债能力的大小
$X_2$	留存收益/总资产	反映的是利润的累计数与总资产的比例
$X_3$	(净利润+折旧)/平均负债	反映的是企业在该报告期内的经营现金净流量能否足以偿还债务
$X_4$	股权市值/总负债	反映股东提供的资本与债权人提供的资本之间的关系。
$X_5$	(净利润+利息+折旧)/平均资产	判断企业所拥有的资产创造现金的能力

计算公式:  $F = -0.1774 + 1.1091X_1 + 0.1074X_2 + 1.9271X_3 + 0.0302X_4 + 0.4961X_5$ 。本文用 F 值来衡量中文在线并购晨之科前后的整体财务风险,分析其财务风险的变化情况,以下是具体的分析过程:

表 4.22 中文在线财务数据

项目	2019 年	2018 年	2017 年
流动资产（百万）	918.03	1329.06	1008.4
流动负债（百万）	316.67	375.32	239.75
总资产（百万）	1802.58	2590.58	2963.33
总负债（百万）	384.46	414.45	290.49
净资产（百万）	1,418.12	2,176.13	2,672.83
平均总资产（百万）	2196.58	2776.96	2908.00
平均总负债（百万）	399.45	352.47	299.15
留存收益（百万）	-1785.06	-1217.55	301.77
股权价值（百万）	2989.18	3736.47	6563.98
净利润（百万）	-599.03	-1504.93	81.09
折旧（百万）	38.24	34.64	16.60
利息支出（百万）	123.36	332.06	525.50

资料来源：东方财富网

表 4.23 F 值数据

项目	2019	2018	2017
$X_1$	0.33	0.37	0.26
$X_2$	-0.99	-0.47	0.10
$X_3$	-1.40	-4.17	0.33
$X_4$	7.78	9.02	22.60
$X_5$	-0.20	-0.41	0.21
F 值	-2.48	-7.79	1.54

资料来源：东方财富网

0.0274 是 F 值模型的临界值，评估后的 F 值小于 0.0274，意味着公司存在破产风险，F 值大于 0.0274，说明公司财务状况较好。F 值越大，公司面临的破产风险越小。从中文在线风险的评价结果来看，并购前的 2017 年，中文在线的 F 值为 1.54，远高于 0.0274，说明中文在线在并购前面临的的财务风险小，破

产风险小；但是在晨之科并入中文在线的第一年，F 值降至-7.79，下降幅度较大，并且在 2019 年 F 值依然处于临界值以下，说明并购给中文在线造成了较大的财务负担。

## 5 中文在线并购晨之科财务风险的管控启示

中文在线的并购虽已落下帷幕，其结果也不得不让人感叹资本市场的风云诡谲。但在这个机遇与挑战并存的时代，企业为扩大自己的影响力，寻求新的突破点，通常会采用并购的方式拓宽业务领域。文化传媒行业也有越来越多的企业走上泛娱乐战略的发展道路，而游戏公司的高利润率受到众多企业的青睐，纷纷抛出橄榄枝。要想取得成功，必须在风险的管控上加大力度，将风险降到最低。

### 5.1 并购前财务风险的管控

#### 5.1.1 慎重选择目标企业

并购活动的开展一般基于企业发展战略的需要，而目标企业的选择应该建立在战略规划明确定位的基础上。结合行业前景、企业未来发展规划和企业自身实力进行综合分析，从而选择与自身发展相匹配适应的标的公司进行收购。在目标企业的选择上，不仅要重点考察目标企业的经营状况、利润收入和发展潜力，还要关注企业在技术和人才方面的优势。值得注意的是，中文在线在目标企业的选择上，忽视了游戏行业特有的经济环境风险和政策风险，而这正是引发一系列风险的源头。当下，游戏行业的法律监管正处于不断完善和发展的过程中，监管政策在不断调整变化，一旦政策方面出现不利变化，势必会对企业的经营业绩产生负面影响。产品和市场的优势是晨之科吸引中文在线抛出橄榄枝的原因，但移动游戏的一大特点是产品生命周期短，这就意味着新产品和新技术的研发才是维持企业生命力的元素，而晨之科的研发实力并不具备优势，这也导致了后期严重的经营风险。因此，在目标企业的选择上，一定要慎重综合考虑，避免盲目决策。

#### 5.1.2 全面充分的尽职调查

信息不对称是造成估值不合理的重要因素，为了降低信息不对称带来的风险，就需要并购前企业进行全面充分的尽职调查。在实际操作中，聘请独立性强的可靠专业的第三方作为中介机构，进行多维度的调查和评估，有利于降低信息不对称的风险。尽职调查的信息是进行价值评估的依据，对信息的真实性要重点

把控。对于报表中出现的不尽合理之处应该重新客观评估，将财务信息与非财务信息进行综合分析，客观评价目标企业的经营实力和管理水平，合理预判其发展前景和盈利水平。

晨之科作为典型的轻资产企业，中文在线在对其进行尽职调查时应该重点审查轻资产，针对这些有特殊性的资产应该成立由专业人才组建的专门的调查小组，加强同类型企业的横向比较，不仅要关注晨之科的产品市场份额、前期的经营状况及资本结构，还要综合考虑游戏行业的市场前景、市场占有率、晨之科的品牌效应以及技术研发能力等不能反映在报表上的重要信息。此外，还要在估值前充分考虑游戏行业市场竞争加剧、市场变化过快以及新产品开发的风险，对晨之科当前在线运行游戏的生命周期及盈利能力重新进行预估，与此同时，重视用户满意度和忠诚度的调查等，以期降低估值风险。

### 5.1.3 合理选择估值方法

当下并购市场上大额交易频频出现，一旦估值失误就会导致不可逆转的危机，这就要求估值方法的选择一定要合理。中文在线对晨之科的估值采用了市场法和收益法相结合的方式，最终以市场法的结果为准。对游戏企业的估值，应该考虑到游戏行业的背景、产品特性及游戏行业特有的风险，在评估方法的选择上，应结合多种估算方式综合考量，加以验证。选择市场法进行估值时，可比案例的选择应该建立在产品性质、经营能力等均具有较强可比性的基础上。另外，在进行估值时，会涉及到法律因素、风险因素、潜在价值、行业地位等无法实现量化的指标，因此可以综合利用 EVA 价值管理模型，量化客户满意度、市场份额、企业学习能力以及员工满意度等一系列指标，通过非财务指标的量化结果，按照恰当的标准评定目标企业的分数，从而为企业提供更全面的依据提升目标企业价值评估准确性。

### 5.1.4 签订业绩补偿协议

市场和政策的变化往往是不易预测的，信息获取则面临着很多人为了的干扰因素，想要保证其准确性亦有难度，而本身就带有预测性质的价值评估更是受到多重因素的影响，估值的准确度无法得到保证。因此，签订业绩补偿协议能够在

定程度上降低风险程度。本次并购中，晨之科承诺未来三年给中文在线带来不低于 6.34 亿元的利润，并签订业绩补偿协议，虽然晨之科只完成了第一年的业绩承诺，但业绩补偿在一定程度上缓解了中文在线的财务危机，倘若没有业绩补偿，中文在线将面临更加严峻的形势。此外，从中文在线 2019 年年报中反映出业绩补偿的主要利润补偿方朱明因为个人财产诉讼，部分资产被冻结，其中就包括中文在线的 5806891 股份，因此，在签订业绩补偿协议时不仅要考虑到利润补偿方因为个人债务原因不能偿还的风险，增加违约条款，还要协商签订相应的担保协议，以保证补偿资金的回笼。

## 5.2 并购中财务风险的管控

此次中文在线并购晨之科的案例涉及金额就高达 14.73 亿元，如此高昂的对价，中文在线必然会选择通过各种方式筹集资金以支付对价，因而一定会面临融资风险。按交易的支付要求，中文在线要向晨之科支付现金 44956.03 万元，且要在资产完成交割后的 10 日内向交易对方全额付清，这也具有一定的财务风险，所以企业有必要对融资支付风险进行提前分析和合理管控。

### 5.2.1 选择合理的融资方式

融资方式的选择不当会带来财务风险。股权融资方式的使用，会导致股东控制权被稀释，加大融资成本；若选择大额的现金支付，可能会导致现金流短缺，加大公司的经营压力。中文在线选择以股权换股权的方式，在降低融资风险的同时，又有效地缓解了现金流压力。企业一定要立足于自身的资本结构和资金实力，以此来选择融资方式，选择科学合理的方式，在降低融资成本的同时，将风险控制在合理范围内。总体来说，融资方式的选择要综合考量并购双方权益资本和债务资本的比例，合理安排，使得并购后的资本结构达到最优状态。

### 5.2.2 采取适当的支付方式

本次并购，中文在线选择股权+现金混合支付的方式，对于企业来说混合支付的方式，能够有效地降低企业的支付风险，也能确保有充裕的资金为企业未来

的经营保驾护航。虽然本次并购，中文在线需向晨之科支付 44956.03 万元的现金对价，但其中向朱明支付的 24313.29 万元采取了分期支付的方式，约定在晨之科完成当年的业绩承诺之后再支付，合理规避了支付风险，有效减轻现金流压力。因此，在支付方式的选择上，企业必须充分考虑自身的财务状况，客观评价企业的经济实力，选用灵活的支付方式，尽量避免单一的现金支付方式，以免造成企业资金链断裂的不利情况。如果需要现金支付，可以与目标企业协商选用分期支付的方式，以缓解企业的现金流压力。相对来说，混合支付具有更高的灵活性和安全性，可以有效地避免单一支付带来的风险。

### 5.2.3 把握恰当的支付时点

支付时点的选择也会对支付风险产生不同的影响。一般来说，支付时点的选择应该与企业自身状况和融资支付方式的选择相匹配，并购方在支付时点的选择上倾向于更晚支付，可以与交易对方谈判协商，选择延长支付期，有利于企业缓解资金压力。另外，支付时点的选择也与目标公司的未来收益相关，若目标公司在交易完成后迅速为企业带来收益和新的利润增长点，对价的支付与其盈利能力相适应，就能有效降低支付风险；反之，若目标公司经营状况较差，与预期收益出现偏差，短期内无法创收，则支付的对价就要与企业自身的财务状况相适应，否则会引起财务危机。总之，企业要想把握恰当的支付时点，就必须在前期准备阶段精心策划融资支付方案，以最低的融资成本、最利于企业的支付方式和支付时点合理准确地安排资金，将风险管控在最低水平。

## 5.3 并购后财务风险的管控

并购后中文在线连续亏损的主要原因是晨之科在并购前已经投入研发的新游戏，在遭遇政策严管的重创下，未能按计划推出，导致中文在线在游戏版块不仅没有盈利，还产生了大量的成本，造成亏损。游戏业务没有很好的变现能力，导致中文在线面临巨大的财务危机。不得不说成功的并购极大的依赖于归功于并购后的有效整合，使并购双方的发展战略归于统一，将二者的资源重新配置，增强核心竞争力，最终达到经营、财务及管理三方面的协同效应。

### 5.3.1 优化资源配置和战略调整

及时进行战略调整和资源配置的优化是并购后的第一项工作，也是避免整合风险的关键所在。

并购完成后，首先要重新审视企业的战略布局，确定企业的核心经营内容和重点发展方向；其次要重视对市场环境的评估，学习行业内佼佼者的发展战略，做到知己知彼；最后制定符合自身战略的发展规划，提高资源利用率，优化资源配置。中文在线在战略调整方面应该更重视精品内容的供应，并购晨之科以后，加大对游戏的研发力度，以出品精品游戏为目标拓宽市场。鉴于游戏业务面临不确定性极强的政策风险，对游戏的研发应该着眼于高质量且具有较长的生命周期的游戏，加大研发力度，缩短研发周期，提升研发质量。重视自研游戏的开发，完善旗下游戏产品线，积极储备优质内容，贴近客户需求，形成差异化竞争力。利用晨之科G站的平台优势，减少宣传费用的支出，共享客户资源，形成协同效应。此外，中文在线的主要营业成本为人工成本，因此在并购后应重视优化人员结构，提高研发及核心人才的储备，并为之配套一定的激励政策。同时，进一步优化管理层级，减少辅助人员的占比，降低公司的用工成本。

### 5.3.2 建立财务整合制度

由于此前两家企业所处的行业、发展战略及经营状况不同，二者的财务管理理念、财务制度及财务人员构成也不尽相同，如果在财务制度方面没有顺利完成整合，往往会使企业的经营效率受到影响，所以建立财务整合制度，加强整合是十分有必要的。

为防范财务风险的发生，企业应结合交易双方的经营内容、业务特点及财务状况建立统一的管理制度，统一两方的报表口径，完善财务管理制度和内部控制制度，实行统一的薪酬管理和绩效考核制度。实施一体化监督流程，确保内审部门的独立性，权责划分，加强内部监管，完善奖惩制度。由于并购后企业将面临诸多不确定因素的影响，加上整合必须要花费大量的人力、物力及财力，因此建立财务预警机制可以及时监测到不利于企业发展的因素，能及时反馈并购后可能出现的财务风险，在掌握企业财务状况的同时规避可能发生的财务风险。

### 5.3.3 完善公司内部治理

内部治理的完善是并购后的重点整合方向，中文在线在并购晨之科后，大股东数量增加，资本结构也发生了变化，加上双方企业具有不同的企业文化，这都是影响并购效果的重要因素。对此，中文在线应该格外重视公司内部的管理。首先，增加游戏版块的业务后，要避免晨之科研发团队的人才流失，汲取原团队的成功经验，融入本企业的管理人员进行总体把控，这样不仅能保障目标公司的经营管理层的合法权益，也能最大程度的保留人才，顺利完成整合。此外，并购后要极其注意公司表现、外部环境的变化以及竞争对手的战略规划，基于此调整企业管理结构，以应对市场上的突发情况，使得中文在线顺利度过并购过渡期。最后，为提升并购效果，可以制定合理的人才激励机制，加强双方的文化融合，保持双方的有效沟通，挖掘有潜力的人才，最大程度发挥协同效应，从而降低整合风险。

## 6 结论与展望

### 6.1 结论

近年来，文化传媒行业发展态势喜人，不少企业纷纷布局泛娱乐战略，而游戏企业凭借高额的毛利率，成为并购目标的第一选择。本文以文化传媒行业的中文在线并购游戏行业的晨之科的案例为研究对象，从并购流程着手，分析动因及并购结果，发现此次并购结果并不理想，进而完成并购财务风险的识别、分析及评价，并针对并购中的财务风险提出了相关的管控启示。通过研究，本文得出了以下结论：

在并购前，中文在线为布局泛娱乐化战略，完善企业价值链，选择收购游戏公司晨之科，在目标企业的选择上不够谨慎，将目光局限在游戏企业的高利润，忽视经济环境、政策及市场变化带来的风险；对并购后的战略布局过于自信，对晨之科的预期利润有着过高的估计，存在信息不对称的风险，最终导致此阶段的估值不合理，在晨之科无法完成业绩承诺时，不得不计提巨额的减值准备，造成亏损。过高的溢价加剧了中文在线的资金压力，造成较大的经营风险，进而使得投资者对中文在线失去信心，股价一路下跌，影响公司价值。

在并购中，中文在线选择发行新股和现金结合的混合支付方式，对于大股东朱明的现金对价的支付选择分期付款的方式，并且协议在对方完成业绩承诺后才予以支付。这种方式有效缓解了中文在线的支付压力，有利于后期经营的资金安排。但股权融资造成了对中文在线原大股东童之磊等人控制权的稀释，不利于原大股东的权益。

在并购后，中文在线缺乏对业务整合的有效举措，游戏业务的亏损导致整个企业陷入巨大的危机之中。晨之科作为游戏企业，优秀的研发人才和精品游戏是其核心竞争力的重要组成部分，在完成整合后，中文在线并没有加大研发投入占比，整合吸收晨之科的优秀研发人员和研发经验，推出生命周期长的优质游戏，导致游戏业务拖垮中文在线的正常经营，说明并购后的整合是失败的。

## 6.2 展望

当前，我国游戏行业的发展迅猛，诸多上市公司被高利润吸引，试图拓展游戏业务，而文化传媒企业更是试图并购游戏公司来布局泛娱乐产业战略，实现多元化发展。值得注意的是，并购毕竟是一种投资行为，一旦展开就势必会面临风险，如果对于风险的管控不够及时和到位，很可能导致并购失败。本文以中文在线的并购为例，对并购晨之科过程中的各个风险点进行逐一分析，并提出针对性的管控启示，以期为后续试图并购游戏公司的企业提供参考和借鉴，尽量规避和降低各类并购财务风险，提高并购成功率。

本文对文化传媒企业并购财务风险的管控启示仅源于对中文在线的研究，有一定的局限性。但无论何种类型的企业进行并购，都应当结合当前的发展形势，不被眼前的利益所左右，深入分析其中的风险，并做好应对措施，尽可能将风险降至最低，以达到并购双方双赢的目的。

## 参考文献

- [1]Bille.Are overconfident CEOs born or made? Evidence of self-attribution bias from frequent acquirers [J].Management science,2008.
- [2]Bruner R F.Deals from hell:M&A lessons that rise above the ashes.John Wiley&Sons,2009,62-64
- [3]Edwards William. Does corporate performance improve after mergers?[J]Journal of Financial Economics(1994): 135-156.
- [4]Evy B, Meziane L, Wouter DM, et al. The performance of acquisitions by high default risk bidders[J]. Journal of Banking & Finance, 2019(4):37-58.
- [5]Frank W.Bacon,Tai S.Shin,Neil B.Murp.Factors motivating mergers:The case of rural electric cooperatives[J]. Journal of Economics and Business, 2014(3):129-134.
- [6]Ghulam, Kevin.Strategies of Merges and Acquisitions[M].Ovidius University Annals,Economic Sciences Series,2010.
- [7]Halil Kiymaz.The impact of country risk ratings on U.S.firms in large cross-border acquisitions[J]. Global Finance Journal, 2009(3):235-247.
- [8]Hi UMA.Managing M&A Risk with Collars,Earn-outs,and CVRs[J].Journal of Applied Corporate Finance, 2006,18(4): 91-104.
- [9]John A.Douka.The Study of Financial Risk in M&A.International Journal of business and management[J].January,2009(13):56-78.
- [10]Kurt.Financial ratios as predictors of failure[J].Journal of accounting research, (2002):71-111.
- [11]Malmendier U.,G. Tate. Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Markets Reaction[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 89(1): 20-43.
- [12]Peter S.Rose.The impact of mergers in banking: Evidence from a nationwide sample of federally chartered banks[J].Journal of Economics and Business,2017(4):289-312.
- [13]Ran D. Riding the merger wave: Uncertainty reduced monitoring and band

- acquisitions[J].Social Science Electronic Publishing, 2013: 69-88.
- [14]Roll R.The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers[J].Journal of Business , 1986,59(59):197-216.
- [15]Smidt. Mergers and Acquisitions Performance System: Integrated Framework for Strategy Formulationand Execution Using Flexible Strategy Game-Card[J].Global Journalof Flexible Systems Management.2015.31.
- [16]Tomas M. Mitigating Risks in Cross-border Acquisitions[J]. Banking & Finance, 2009, 33:64-65.
- [17]van den Boom, R. P. (2019). Financial Risk Management in Dutch SMEs: An Empirical Analysis. Journal of Financial Risk Management, 8, 55-72.
- [18]陈会英. 企业财务风险的识别方法及防范[J]. 财会月刊, 2009, (02) :26-27.
- [19]胡晓明, 赵东阳, 孔玉生. 企业异质与可比公司赋权——基于并购的上市公司估值模型构建与应用[J]. 会计研究, 2013(11) :53-59+96.
- [20]黄麟. 探析我国互联网企业风险管理模式及内控机制[J]. 管理观察, 2015, (23) :65-67.
- [21]黄速建, 令狐谱. 并购后整合:企业并购成败的关键因素[J]. 经济管理, 2016:9(15) :6-13.
- [22]刘文华. 企业并购的财务风险评价研究. [J]. 财务与金融, 2011(03) :46-49.
- [23]罗敏. 基于核心竞争力思维的企业并购财务风险防控探究[J]. 财会通讯. 2015, (2) :119-122.
- [24]裴玉, 吴洁. 基于因子分析法的上市公司财务风险实证研究——以银行业为例[J]. 财会通讯, 2014(26) :112-114.
- [25]沈静. 企业并购财务风险分析与控制[J]. 财会通讯. 2015, (20) :105-107.
- [26]王力召, 蒋致远. 基于结构熵权法的 P2P 平台财务风险评价研究[J]. 系统科学学报, 2020, 28(02) :95-99+128.
- [27]王梦环, 娄阳. 光明食品跨国并购财务预警与风险管理[J]. 财务与会计, 2015(24) :17-19.
- [28]王宗光, 常文芳. 企业并购财务风险及其度量模型探析[J]. 财会通讯. 2009, (5) :143-144.

- [29] 吴辉. \*ST 三泰商誉大减值的原因探析[J]. 财务与会计, 2018(15):33-35.
- [30] 谢诗蕾. 并购财务风险的识别与控制[J]. 财会通讯. 2006, (8):39-40.
- [31] 徐静, 姜永强. 互联网企业并购中财务风险研究——以去哪儿网并购案为例[J]. 财会通讯. 2019, (14):107-110.
- [32] 徐义明, 孙方社. 企业财务风险识别研究[J]. 财会通讯, 2015(17):96-98.
- [33] 杨超, 谢志华, 宋迪. 业绩承诺协议设置、私募股权与上市公司并购绩效[J]. 南开管理评论, 2018(06):198-209.
- [34] 杨利红, 陈琦, 邓敏. LD 集团财务风险评价及其预警研究[J]. 财会月刊, 2017(35):72-79.
- [35] 张晨燕, 严佳佳. 新形势下我国房地产企业混合并购风险控制研究——以嘉凯城并购明星时代与艾美影院为例[J]. 财务与会计, 2019(24):46-48.
- [36] 张建儒. 基于现金流量的财务风险识别与评价[J]. 财会通讯, 2014(05):112-114.
- [37] 张丽英, 张福玲, 王妍, 尹泊然. 基于突变级数法的港航企业并购财务风险评价与控制[J]. 大连海事大学学报(社会科学版), 2017, 16(05):68-72.
- [38] 张晓慧. 财务风险的分析与防范对策[J]. 财会研究, 2017(11):76-80.
- [39] 张友棠, 黄阳. 基于行业环境风险识别的企业财务预警控制系统研究[J]. 会计研究, 2011:41-48+95.
- [40] 张苑. 企业并购财务风险分析与防范对策研究[J]. 经济研究导刊, 2015(07):91-92.
- [41] 郑和平. 企业并购的财务风险及其防控[J]. 财会研究, 2011(56):23-35.
- [42] 周首华, 杨济华, 王平. 论财务危机的预警分析——F 分数模式[J]. 会计研究, 1996(08):8-11.
- [43] 左晓慧, 吕洁瑶. 基于 EVA 的上市公司并购绩效研究[J]. 财经理论与实践, 2014, 35(6):34-39.

## 后 记

三年时间转瞬即逝，行文至此，意味着我的研究生阶段的学习生活就要画上句点。

感谢我的导师，在这三年里给我的帮助和关怀。从开题到撰写、再到一次次的修改，每一环节老师都给了我诸多帮助和鼓励。正因为如此，论文的修改和润色才有了方向。学术上严谨、生活中亲切，正是老师的真实写照，也是我学习的榜样。

感谢兰州财经大学会计学院的每一位老师，为我专业知识的储备打下了坚实的基础。此外，要对导师组的各位老师表示感谢，每一次的指导、每一条建议都凝聚了老师的心血，使我能够提高论文质量。同时，感谢我的朋友和同学们，在研究生期间，不断鼓励我，给了我很多帮助。

最后我满怀爱意，深深感谢我辛劳的家人。