

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 资源编排视角下蓝色光标连续并购的
价值创造研究

研究生姓名: 张馨

指导教师姓名、职称: 雒京华 教授 高杰 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2023年6月19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： 张馨 签字日期： 2023.6.12

导师签名： 雒永华 签字日期： 2023.6.13

导师(校外)签名： (张馨) 签字日期： 2023.6.14

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： 张馨 签字日期： 2023.6.12

导师签名： 雒永华 签字日期： 2023.6.13

导师(校外)签名： (张馨) 签字日期： 2023.6.14

Research on Value Creation of Blue Focus Continuous M&A from the Perspective of Resource Orchestration

Candidate : Zhang Xin

Supervisor: Luo Jinghua Gao Jie

摘 要

近年来,全球经济增速放缓,市场竞争加剧,许多行业面临严峻的市场形势。同时,我国经济正处于转型加速升级阶段,企业为了避免被市场淘汰,就需要不断增强核心竞争力,争取更大的进步。并购可以帮助企业在激烈的市场竞争中快速实现资源获取、市场扩张及业务整合等战略目标,促进企业提升竞争力和实现价值创造。企业往往会通过连续一系列的并购行为实现整体战略目标,各个并购活动之间具有相关性。然而,只是取得优质资源并不会形成持续的竞争优势,并购后的资源整合与应用才能带来价值创造。同时,资源整合并不是一个稳定的过程,管理者需要不断编排公司现有的及未来可能获取的各种资源帮助企业实现价值创造。因此,从全局出发,将所有并购活动看成连续并购,并运用强调动态配置资源的资源编排理论,可以为我们研究并购活动的价值创造提供新视野。

本文以资源编排理论为研究视角,以蓝色光标为案例公司,对其2010年至2021年间并购活动进行研究,探究企业连续并购进行价值创造的过程和效果。首先,文章在整理资源编排和连续并购的价值创造研究成果的基础上,梳理出本文的理论思路。其次,对蓝色光标连续并购历程进行整理,并根据其战略目标和并购标的特征将并购活动划分为业务扩展和数字化转型两个阶段。再次,以“动因→过程→结果”为逻辑,分析蓝色光标各并购阶段的并购动因,并以资源编排框架为基础分析其连续并购实现价值创造的路径。最后,使用经济增加值和适当的非财务指标对蓝色光标连续并购的价值创造效果进行评价。

文章通过分析发现,蓝色光标并购后的资源编排过程对于实现连续并购的价值创造具有重要作用,并购后的资源整合方式差异将会影响连续并购的价值创造效果。与此同时,认为企业应当重视并购后的资源编排以促进并购协同效应的发挥,还要合理选择并购标的以避免盲目并购。通过上述研究,以期对我国企业连续并购的价值创造研究提供一些参考,并在一定程度上丰富案例研究。

关键词: 资源编排 连续并购 价值创造 蓝色光标

Abstract

In recent years, global economic growth has slowed down, market competition has intensified, and many industries are facing a severe market situation. At the same time, China's economy is in the stage of accelerated transformation and upgrading. In order to avoid being eliminated by the market, enterprises need to continuously enhance their core competitiveness and strive for greater progress. M&A can help enterprises quickly achieve strategic goals such as resource acquisition, market expansion and business integration in the fierce market competition, and promote enterprises to enhance their competitiveness and realize value creation. Enterprises often achieve their overall strategic goals through a series of M&A activities, and there is a correlation between M&A activities. However, just obtaining high-quality resources will not form a sustainable competitive advantage, and the integration and application of resources after mergers and acquisitions can bring value creation. At the same time, resource integration is not a stable process, and managers need to constantly arrange the existing and future resources of the company to help enterprises achieve value creation. Therefore, from the overall situation, treating all M&A activities as continuous M&A, and applying the resource arrangement theory that emphasizes

dynamic allocation of resources, can provide us with a new vision for studying the value creation of M&A activities.

From the perspective of resource arrangement theory, this paper takes Blue Focus as a case company to study its M&A activities from 2010 to 2021, exploring the process and effect of value creation by continuous M&A. First, on the basis of sorting out the research results of resource arrangement and value creation of successive mergers and acquisitions, the paper combs out the theoretical ideas of this paper. Secondly, it sorted out the M&A process of Blue Focus, and divided the M&A activities into two stages: business expansion and digital transformation according to its strategic objectives and the characteristics of the M&A targets, and analyzed the value creation process of the M&A by using the resource choreography framework. Thirdly, with the logic of "motivation → process → result", this paper analyzes the M&A motivation of Blue Focus in each M&A stage, and analyzes the path of continuous M&A to achieve value creation based on the resource arrangement framework. Finally, using economic added value and appropriate non-financial indicators to evaluate the value creation effect of Blue Focus continuous M&A.

Through analysis, this paper finds that the resource arrangement process after Blue Focus M&A plays an important role in realizing the value creation of continuous M&A, and the difference of resource

integration mode after M&A will affect the value creation effect of continuous M&A.. At the same time, it is considered that enterprises should pay attention to the arrangement of resources after continuous mergers and acquisitions to promote the synergy of M&A, and also choose the target of mergers and acquisitions reasonably to avoid blind mergers and acquisitions. Through the above research, it is expected to provide some reference for the value creation research of continuous M&A of Chinese enterprises and enrich case studies to some extent.

Keywords: Resource Orchestration; Continuous M&A; Value Creation; Blue Focus

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景与意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	3
1.2 研究内容与方法.....	3
1.2.1 研究内容.....	3
1.2.2 研究方法.....	4
1.3 研究思路.....	5
2 文献综述与理论分析	7
2.1 文献综述.....	7
2.1.1 连续并购.....	7
2.1.2 资源编排.....	10
2.1.3 文献评述.....	12
2.2 理论分析.....	13
2.2.1 并购的价值创造理论基础.....	13
2.2.2 资源编排理论与并购的价值创造关系分析.....	14
2.2.3 理论分析小结.....	15
3 蓝色光标连续并购概况及动因分析	17
3.1 案例介绍.....	17
3.1.1 案例选取的原因.....	17
3.1.2 蓝色光标简介.....	17
3.1.3 营销传播行业介绍.....	18
3.2 蓝色光标连续并购历程及阶段划分.....	20
3.2.1 连续并购历程.....	20
3.2.2 业务扩展阶段.....	23

3.2.3 数字化转型阶段	24
3.3 蓝色光标连续并购各阶段动因分析	25
3.3.1 业务扩展阶段并购动因	25
3.3.2 数字化转型阶段并购动因	27
4 资源编排视角下连续并购的价值创造过程分析	29
4.1 业务扩展阶段价值创造过程	29
4.1.1 聚焦产业链的资源构建	29
4.1.2 丰富式资源重组	30
4.1.3 国内市场为主的资源撬动	32
4.2 数字化转型阶段价值创造过程	33
4.2.1 聚焦数字化的资源构建	33
4.2.2 开拓式资源重组	35
4.2.3 国际市场为主的资源撬动	36
4.3 本章小结	37
5 蓝色光标连续并购的价值创造效果分析	40
5.1 财务方面的连续并购价值创造效果分析	40
5.1.1 税后净营业利润计算	41
5.1.2 资本总额计算	46
5.1.3 加权平均资本成本计算	49
5.1.4 经济增加值计算及分析	52
5.2 非财务方面的连续并购价值创造效果分析	54
5.2.1 品牌竞争力增强	54
5.2.2 行业地位领先	55
6 研究结论与启示	56
6.1 研究结论	56
6.2 启示	57
6.2.1 重视并购后资源编排以促进协同效应发挥	57
6.2.2 合理选择并购标的以避免盲目并购	58

参考文献.....59

后记.....64

1 绪 论

此处主要介绍连续并购的价值创造研究背景和意义，阐明文章的主要内容和研究方法，并梳理出本文的研究思路，从而引出论文研究的主体内容。

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

近年来，全球经济增速放缓，市场竞争加剧，许多行业面临严峻的市场形势。同时，我国经济正处于转型加速升级阶段，企业为了避免被市场淘汰，就需要不断增强核心竞争力，争取更大的进步。企业成长方式主要有两种，即内生性和外生性^[20]。其中，前者是指企业通过能力的不断积累或是内部资源的高效利用实现的成长；后者是指企业通过并购、战略联盟或新建投资等方式成长起来。相较于来说，内生性的发展方式需要长期的积累，难以满足企业短期内快速成长需要，而外延式的并购可以使企业获得较快的成长速度。因而，许多企业选择通过并购方式进行规模扩张或转型升级，以期尽快走出困境，获得更长远的发展。如图 1.1 所示，中国企业的并购交易活动十分频繁，历年披露并购预案数量均达到 6000 笔以上；披露并购金额于 2015 年达到峰值后开始下降，到 2022 年在疫情等因素影响下披露金额降至 2851.31 亿美元，但整体仍保持了一个较大的规模。

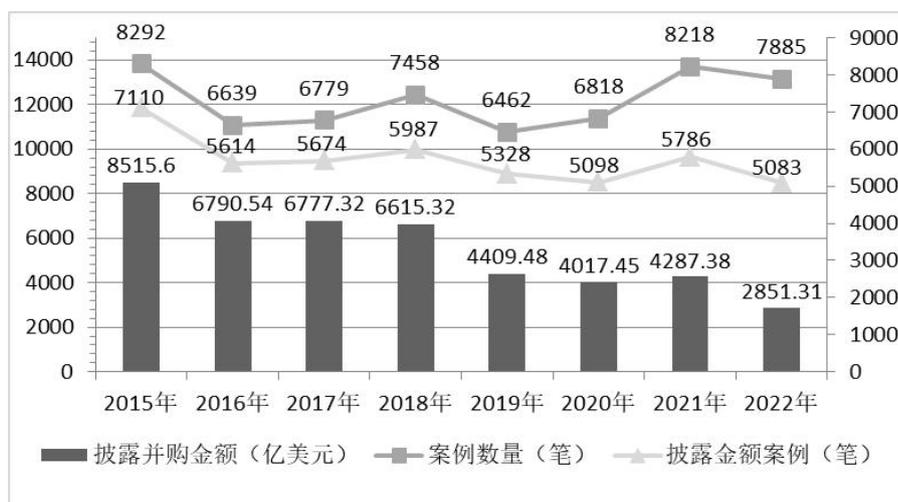


图 1.1 2015 年-2022 年中国企业并购市场宣布交易情况

资料来源：CVSource 投中数据

并购可以帮助企业在激烈的市场竞争中快速实现资源获取、市场扩张及业务整合等战略目标，促进提升竞争力和实现价值创造。战略目标是企业未来发展的行动指导，并受经营环境等的影响而处于动态调整的状态，单次的并购活动很难确保企业战略的实现。现实中的企业一般会频繁地并购或是短期内连续多次并购来推进战略目标的实现，各项单次并购往往是多年并购计划的一部分^[29]。连续并购是指企业在一定时期内进行多次并购交易的现象，这是站在企业全局层面并结合企业战略目标所进行战略决策，各个并购活动之间往往具有关联性。因此，从全局的角度出发，将企业战略指导下的所有并购看成连续并购，可以为我们的研究并购活动提供更广泛的视野。

企业通过连续并购获取的资源并不会直接形成核心竞争力或是带来企业价值的提升，只有将这些资源充分整合才能发挥出更大的价值，为企业创造价值。连续并购究竟如何帮助企业创造价值一直以来都有待讨论，但现有文献较少的关注并购后的资源整合策略及路径。资源整合的过程与企业自身发展阶段及所处环境紧密相关，管理者需要不断编排公司现有的及未来可能获取的各种资源以帮助企业实现价值创造。研究企业在连续并购中如何进行资源编排使其转化为能力，以及整合后达到的效果如何等问题时，强调动态配置资源的资源编排理论为解读这一过程提供了一个契合视角。

随着互联网、大数据的迅猛发展，消费方式和信息媒介逐渐转变，营销传播行业需要转型升级，进行战略调整。为了抓住市场机遇和完善营销传播产业价值链，连续并购成为重要途径。营销传播行业的龙头企业 WPP 集团、阳狮集团和电通集团等都是通过一系列的并购实现了快速发展。在我国，北京蓝色光标数据科技股份有限公司（以下简称：蓝色光标）也采用相似的发展方式。蓝色光标自上市之初就坚定“内生式生长+外延式发展”的战略，其获得的巨大成功和企业发展战略有着密切关系。一方面，企业不断提高管理能力和效率，优化运营流程和业务模式。另一方面，企业通过连续并购扩大经营优势，优化和补足业务短板。蓝色光标并购后有效的资源整合行为更是促进了企业价值的提升，使其短时间达到行业领先地位。鉴于以上背景，本文以蓝色光标为例，以“资源编排视角下，企业连续并购实现价值创造的具体过程及其效果”为研究主题，通过探究企业连续并购后进行价值创造的资源行为，打开资源编排与价值创造之间的“黑箱”。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

首先,企业并购决策往往结合了自身发展战略,并经过了全面的谋划与布局。现有文献多将并购看作单独的行为来研究并购的价值创造问题,忽略了并购活动的动态性和并购决策间的关联性。归纳连续并购的价值创造路径,对从整体层面探究连续并购各环节的联系具有意义。其次,数字经济推动了我国经济高质量发展目标的实现,企业的资源编排对象和价值创造路径随之变化。研究蓝色光标这一典型案例,可以在一定程度上扩展现有的理论外延,丰富数字经济下企业资源编排的理论研究。最后,探究企业连续并购后实施资源编排实现价值创造的过程,可以弥补传统静态分析框架的不足,回答企业各阶段如何通过有效的资源编排优化价值创造,打开企业价值创造背后的资源行为“黑箱”。

(2) 现实意义

首先,企业通过并购活动可以获取相应的资源,但仅得到资源还不够,并购后合理有效的使用整合策略、发掘资源优势进而实现价值创造的过程更加重要。以价值视角看待企业并购的资源管理活动,研究并购如何影响企业价值,以促进我国企业对价值提升与改善的重视。其次,在后疫情时代,企业经营环境复杂且呈现高度不确定性,企业数字化转型已成为发展的必经之路。蓝色光标正是通过一系列的并购完成了快速的数字化转型。因此,研究蓝色光标并购后价值创造路径可以为一些企业提供借鉴。最后,“并购大王”蓝色光标通过连续并购后恰当的编排整合实现快速发展。因此,探究蓝色光标连续并购价值创造的动态演化模型可以为想通过连续并购实现战略转型的企业或者正在进行连续并购的企业提供借鉴与启示。

1.2 研究内容与方法

1.2.1 研究内容

论文的选题是蓝色光标连续并购的价值创造过程及效果分析。文章将以资源编排理论为研究视角,以资源构建—资源重组—资源撬动为结构,分析得出企业

不同并购阶段资源编排的演化路径，明确资源编排到连续并购的价值创造之间的作用机理，并使用价值管理指标经济增加值评价企业连续并购的价值创造效果，最后得出相应的结论和启示。本文将从以下六个部分展开。

第一章：绪论。主要阐述连续并购的价值创造的研究背景与意义，说明论文研究的主要内容和方法，并指出文章整体研究思路。

第二章：文献综述与理论分析。阐述连续并购的价值创造与资源编排理论的国内外研究现状，通过整理归纳，在现有研究的基础上提出尚未研究的缺口与不足。并且介绍与连续并购的价值创造相关的理论基础，阐明资源编排理论与连续并购价值创造间的关系。

第三章：案例介绍。明确案例公司的选择理由，简要介绍蓝色光标公司和营销传播行业的基本情况，并对蓝色光标连续并购历程进行描述和阶段划分。同时，对不同战略指导下的各阶段并购动因进行分析。

第四章：资源编排过程分析。分析蓝色光标在资源构建阶段进行了哪些资源积累、获取和剥离；资源重组阶段进行了何种形式的资源捆绑；资源撬动阶段如何进行资源的调动、协调和配置，并且总结出蓝色光标连续并购的价值创造路径。

第五章：价值创造效果评价。一方面，通过 EVA 的计算，从量的角度评价蓝色光标并购后对股东财富的创造情况。另一方面，对蓝色光标连续并购的价值创造效果进行定性评价，此处会采用适当的非财务指标进行说明。

第六章：研究结论与启示。根据前文对于蓝色光标连续并购价值创造过程及效果的探究，得出本文主要结论和相关启示。

1.2.2 研究方法

本文针对连续并购的价值创造的过程及效果进行研究，使用案例研究法，以蓝色光标公司为研究对象，对单一但非常具有代表性的案例企业进行分析，探究蓝色光标自 2010 年上市以来进行连续并购实施资源编排的动态变化，剖析其连续并购价值创造的演化路径，同时利用财务和非财务方面的指标对其价值创造的效果进行分析，进而实现本文的研究目标。分析过程中，运用文献研究法，借助中国知网、各种数据库、书籍及文献资源查阅相关资料，整理文章研究的相关文献和获取相关数据资料，为论文写作提供充分的理论与数据依据。

1.3 研究思路

资源编排理论在并购的价值创造研究中，开始尝试构建从获取资源行为到实现企业连续并购的价值创造路径。如图 1.2 所示，本文在已有研究的基础上，以资源编排理论作为全文研究的理论视角，从动态的角度关注企业连续并购的价值创造问题。文章重点关注案例企业连续并购实施的资源编排行为，将案例企业为实现某一战略目标而进行的连续并购整体看作研究对象，并按照“动因→过程→结果”的分析逻辑来探究企业并购后资源编排到实现价值创造的影响路径。在分析部分将结合内外部环境分析连续并购动因，并借助于并购的价值创造相关理论探究各阶段并购后企业构建资源组合、捆绑资源形成能力和利用能力创造价值的过程。最后，在价值管理理论的指导下，从不同角度对企业连续并购的价值创造效果进行评价，并得出相应研究结论。

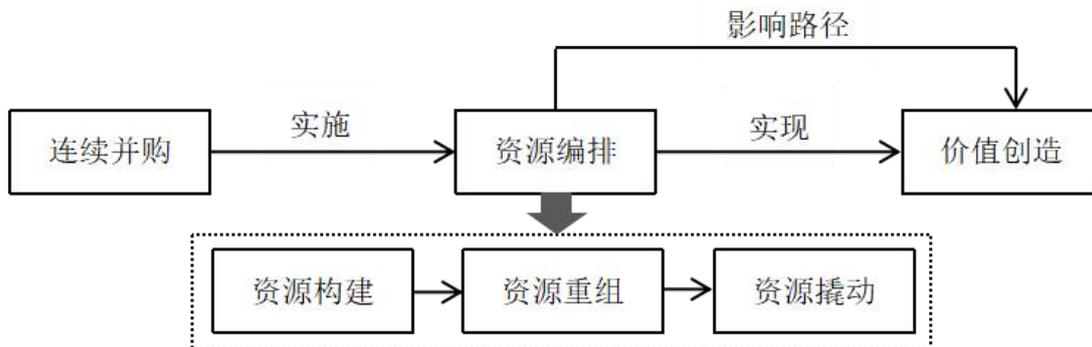


图 1.2 文章整体思路

基于以上思路构建出了本文的研究框架，如图 1.3 所示。

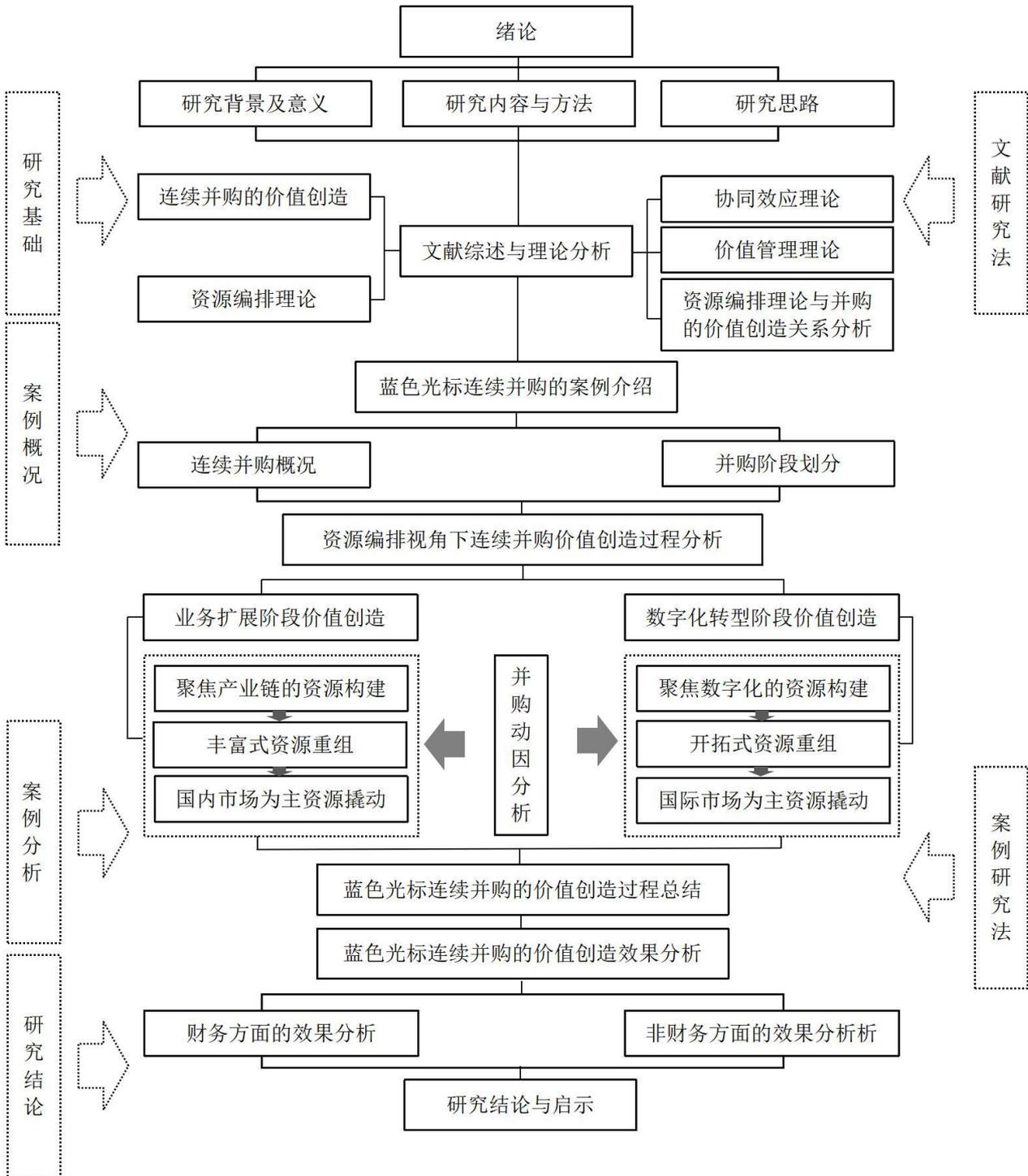


图 1.3 研究框架

2 文献综述与理论分析

本章主要梳理连续并购和资源编排的相关文献，并在现有研究的基础上，提出可能存在的尚未研究之处。同时，还将说明本篇论文的主要理论基础并进行理论分析，以理清文章写作的理论逻辑。

2.1 文献综述

2.1.1 连续并购

并购可以看作企业使用自身可控制的资产来购买目标企业的实物资产或股权，从而取得被并购企业的部分或全部控制权，使目标企业法人实体地位消失或控制权改变的行为^{[54][41]}。随着市场并购活动变得活跃，企业在一定时间段进行并购的次数逐渐增多，且许多企业的各项并购往往有一定的关联性，因此学者们从研究一次并购逐渐拓展到研究公司连续一系列的并购活动。

(1) 连续并购的内涵

目前通常以时间和频率为标准对连续并购进行定义。Schipper 和 Thompson (1983) 最早对“并购计划”的频率设定为“企业在三年间进行大于等于三次并购”^[17]。后来，Doukas 和 Petmezas (2007) 在研究连续并购动因时，将频率设定为“企业三年内不少于五次的并购行为”^[8]。韩立岩和陈庆勇 (2007) 将频次设定为“五年内不少于两次的并购交易”来研究并购绩效^[25]；杨君慧 (2012) 则设定“2 年内进行 3 次以上并购”来研究连续并购的市场反应研究^[55]。总体来说，学术界目前对于连续并购发生频数的界定尚无统一标准。黄嫚丽 (2020) 等指出，相较于动因研究，连续并购绩效研究中对并购频率的界定更加清晰和严格^[29]。

本文关于连续并购的概念界定继承了以往学者的研究基础，结合自身的研究目的和内容，并区别于多次并购，认为连续并购是在某一战略目标下持续且动态的过程，将其频次界定为“三年及以上发生三次以上的并购”。本文的研究对象蓝色光标围绕其战略目标的不断演进，在连续十年的时间里进行了六十多起并购交易，可见其符合本文对连续并购的界定。

（2）连续并购的动因

随着研究的深入，国外较早的对连续并购动因做了许多探究，国内在学习借鉴国外研究的基础上形成了新的观点。

公司治理视角主要基于委托代理关系，研究管理层与治理层之间的关系或是管理层特征与并购行为的关系。毛雅娟（2013）研究发现管理者与股东间代理冲突越大则管理者连续并购的意愿越强烈^[36]。管理层过度自信和其薪酬水平均是促使企业并购的重要动因这一结论被 Brown 和 Sarma（2007）实证研究发现^[16]，欧思嘉和郑勇等（2014）从行为金融学的角度对此进行了进一步的证实^[39]。

经验学习视角认为经验学习是企业连续并购的重要动因。张岚等（2018）研究了 450 家制造业上市企业得出，跨地域或跨行业并购经验丰富更易引发企业的连续并购^[57]。郭冰等对我国上市公司四年间 1480 起并购事件研究发现，经验学习促进了企业对并购能力的掌握^[24]。陈仕华等从知识基础理论和成长压力理论的角度对 2007~2018 年沪深 A 股上市公司的并购数据研究发现企业过去对并购战略的依赖程度越强，企业当前继续选择并购战略的可能性越大^[21]。

市场势力视角基于市场势力理论，研究企业为了获取更大的市场地位，而进行上下游整合等方面的连续并购。虽然 Eckbo（1983）在并购公告中竞争者股票反应的实证结果中拒绝了市场势力假说^[9]，但 Mullin 等（1995）研究证实了市场势力的存在^[11]。林波（2014）等认为，通过内生性的发展方式可能会使企业原有的竞争优势消失，而并购可以通过快速的发展帮助企业应对市场竞争^[33]。

技术寻求视角的研究中，苏敬勤（2013）认为，企业并购的目的是为了取得标的方优质的核心技术人员、管理经验、品牌效应以及客户等资源，并进行资源的转移、互换以及整合，发挥资源互补的作用^[41]。何伟军（2022）研究发现，通过并购，产业链上下游的企业之间可以进行技术、业务、人员等资源的转移与整合，资源的优势互补进而推动企业业绩的增长^[27]。

以上四个视角属于微观视角的连续并购动因探究。从宏观层面看，行业冲击、估值浪潮、机会选择的增加以及模仿或是制度同构压力也会驱动连续并购行为。如 Harford（2004）发现，经济调控等宏观因素将导致大规模并购活动^[12]。

（3）连续并购的价值创造

通常以并购行为是否实现了企业价值的增值来判定并购行为的效果。学者们

普遍对于并购的价值创造的判断方式为：并购前后企业总体效益是否增长。具体来说，就是并购后的企业价值是否超过并购前双方价值之和。

首先，连续并购与价值创造的关系方面。对于连续并购是否能够创造价值，Abdul 和 Nazia（2016）研究认为，连续并购可以为企业创造价值，并体现在提高品牌知名度、公司竞争力和增加股东价值等方面。国内学者对不同行业连续并购的价值创造进行了研究。其中，余鹏翼和曾楚宏（2016）对我国制造业企业研究发现，通过连续并购可以优化企业内部资源配置、提升企业竞争力和企业价值^[56]。曹翠珍和吴生瀛（2017）对消费电子行业研究发现，短期内并购或许可以带来财务协同效应的增加，而长期企业并购协同效应表现不佳^[19]。然而，连续并购与企业的战略规划紧密相关。谢洪明（2019）提出企业连续并购是为了进行价值创造，而且企业的连续并购行为多是基于企业战略^[48]。总的来说，大多数学者认为通过连续并购可以实现企业的价值创造。但实际中连续并购活动涉及到的各方在管理体系亦或是文化方面可能会存在差异，这都会影响价值创造的效果。

其次，并购的价值创造影响因素方面。学术界主要从四个领域进行了探究。第一，战略管理领域。研究认为实施并购活动前，并购方与被并购方的战略拟合程度是影响并购实现价值创造的重要因素。唐兵等（2012）研究指出协同效应、市场力量和战略动因等因素会驱动并购的价值创造^[42]。第二，财务领域。学者们研究发现较高的股权支付比例对并购后管理层产生正向的激励作用，带动并购价值创造的表现。第三，组织行为领域。Datta（1991）发现企业管理者风格的差异不利于并购后整合水平高低的并购绩效的实现^[4]。闵剑和叶贝（2019）指出，管理层能力与并购的价值创造之间同向变化^[38]。第四，并购整合领域。王艳等（2020）认为企业并购后整合阶段是并购的关键环节和价值创造的主要来源^[46]。同样，Chen 等（2021）认为并购双方的资源整合是实现协同价值创造的有效方式^[10]。谢洪明等（2019）指出并购后资源整合，主并公司能够获得独特的技术、人员、市场、网络、管理经验等战略性资产，可以扩大协同效应，不断增强企业管理与创新能力，从而实现企业价值创造^[48]。然而，杨勃和张宁宁（2020）研究跨国并购行为时，发现国内企业很少整合利用通过并购获取的资源^[53]。因此，为了充分发挥并购的价值创造效果，实践中应该重视并购后的资源整合过程。

最后，连续并购的价值创造效果评价方面。由于资本市场有效性等方面的差

异,国内外学者进行效果评价时采用的指标有所不同,其中国外学者多采用事件研究法,国内学者多使用会计研究法。但徐鹿和刘伟(2013)指出,使用传统财务指标衡量价值创造,企业易操纵利润粉饰业绩^[50]。价值管理的出现使企业不再仅仅关注一定时期的利润增减情况,转向使用经济增加值(EVA)或是市场增加值(MVA)等价值管理指标来评价企业连续并购的价值创造情况,促进了企业对自身长远价值提升的关注。舒强兴和郭海芳(2003)认为经济增加值指标考虑了所有投入资本的成本,能真实地衡量公司并购的价值创造水平^[40]。张煦林(2019)使用EVA的基础上增加对MVA的计算,结合市场和财务两个方面衡量连续并购的整体价值创造效果^[61]。此外,还有学者如张玉兰等(2016)结合价值创造、海外并购及核心竞争力理论,从企业六方面能力构建我国民营企业海外并购的价值创造能力评价体系^[62]。刘吉成等(2019)在光伏企业价值创造能力研究中通过筛选关键因素来创建价值创造评价指标体系^[35]。可见,现有研究中连续并购的价值创造效果可以通过财务状况、股价变化和价值管理相关指标等进行反映,也能通过构建综合性的指标体系来反映。

2.1.2 资源编排

(1) 资源编排的内涵

资源编排理论是战略管理发展的最新前沿,以资源基础观和动态能力观为基础,并从行动视角对资源基础观进行了完善。Wernerfelt(1984)提出资源基础理论,对资源的特性、核心能力及竞争优势间的关系进行了研究,并指出有价值、稀缺、不完全模仿和不完全替代这四种异质性战略资源对企业核心竞争力是有重要作用^[3]。随着社会的发展,企业不断改变资源组织方式,在动态中进行资源管理变得越来越重要。Teece(1997)提出动态能力理论,认为持续竞争优势源自感知外部环境变化,抓取市场机会,进而重新配置组织资产,实现与环境的动态匹配^[7]。但该理论并未说明资源与能力的动态演化机理及其在领先竞争对手过程中担任的角色。Huy和Zott(2019)指出,演化过程的缺失促使战略学者从企业配置、编排、管理和转换资源的管理者行动之中寻求答案^[15]。随着资源编排理论从动态能力中分支出来,Sirmon等(2007)发展了该理论,并将资源编排定义为旨在给客户创造价值并为企业创造竞争优势而构建、整合并利用资源的综合过程

[6]。它更加关注对占有的异质性资源的编排过程。韩炜等（2021）指出，资源编排强调资源配置的动态过程，并使得资源“拥有观”逐渐向资源“利用观”拓展，为企业进行资源的管理和利用资源构建持续竞争优势提供了全新的研究视角^[26]。

Sirmon 等（2007）基于一系列研究，构建了资源管理框架，即构建资源组合、捆绑资源形成能力到利用能力创造价值^[6]。一般将资源管理流程等同为资源编排流程。如表 2.1 所示，企业进行资源编排的过程一般有三个步骤和九个子流程。企业通过资源编排达到为消费者创造价值、为股东降低成本、提升自身竞争优势以及适应不确定竞争环境的目的。Jing Zeng 和 Zaheer Khan（2019）指出资源管理的各个阶段及其子阶段实现同步才能优化价值创造^[14]。



图 2.1 资源编排的三个步骤和九个子流程

（2）资源编排的研究现状

资源编排理论最开始多用于创新创业方面。如 Davis-Sramek 等（2015）进行了创新资源投入产出比和资源编排行动之间关系的研究^[2]。孟韬等（2019）演绎了创业者在共享办公空间内的资源编排路径^[37]。此外，探索能力的形成和演化也是该理论的研究热点之一。许晖和张海军（2016）描绘了编排行动和服务创新能力的共演路径^[52]。张璐等（2019）在资源编排基础上阐述了动态创新能力的形成和演化过程^[58]。战略变革方面。Sune 和 Gibb（2015）对有目的的深层组织变革所涉及的管理过程进行探讨^[18]。王世权等（2021）提出高管团队注意力通过资源编排正向推进战略更新的理论框架^[45]。企业并购方面。谢洪明等（2019）将资

源编排理论用于企业并购研究，提出新兴经济体连续跨国并购过程演进模型^[48]。

学术界目前对资源编排理论的研究更加关注平台组织的管理过程。范黎波和林琪（2020）基于双案例，从市场环境、管理行为、能力形成三个层面对平台企业资源管理能力构建和演化路径进行分析^[23]。王进富等（2021）对案例企业进行扎根理论剖析，探索科研院所平台型组织结构和运行机制及对衍生创业的作用机理^[44]。谢秋华和刘潇（2021）运用单案例研究法，探究平台型企业在技术范式转移下重塑商业生态系统的微观过程机制，并构建概念模型^[49]。

近两年，资源编排理论已经开始被应用到企业数字化方面。胡海波等（2022）利用资源编排模型打开数据赋能实现路径的“黑箱”^[28]。张媛等（2022）以企业连续数字化转型为例，探究了数字化转型价值创造的演化问题^[63]。苏敬勤等（2022）探索连续数字化转型背景下数字化能力的形成前因、效应机制和进阶路径^[41]。然而，资源编排理论虽被应用于数字时代背景下企业成长及企业数字化转型价值创造的演化方面，但数字背景下资源编排规律仍缺乏深入研究^[59]。

2.1.3 文献评述

综合以上文献可见，现有资料对于企业并购的价值创造进行了一定数量的研究，可以为论文分析提供相关思路。现有研究可以归纳为以下几点：

第一，连续并购研究方面。学术界对于“连续并购”频率界定尚无统一标准。国内外学者大多以主观看法和研究方向来进行界定。因此，在研究连续并购时，研究对象的选择标准可能会因此产生一些的差异。此外，关于连续并购的研究在不断丰富和完善，但现有研究多数仍是从静态视角出发，忽视了并购交易之间的关联性和动态演化。

第二，连续并购的价值创造方面。现有文献对于并购的价值创造研究涉及到了并购的价值创造关系、效果评价以及驱动因素方面，但是很少从动态视角出发，站在全局关注企业的连续并购实现价值创造的路径。价值创造在连续并购中，不仅在于并购标的资源获取结果，更重要的是并购后的资源整合策略。此外，现有研究多采用事件研究法和会计研究法评价连续并购的价值创造效果，但从价值的角度看待企业管理，由于价值本身的多样性和复杂性，形成了各种不同的评价方法。其中，经济增加值指标法使用相对较多。

第三，资源编排研究方面。资源编排有关的实证研究主要用以确定资源编排的实效性，案例研究主要为了探索资源编排机制。该理论已在创新创业、能力构建、战略变革和平台组织等研究议题中得到广泛应用。但是，数字化彻底颠覆了企业传统的价值创造逻辑，其价值创造的实现路径仍然不甚清晰。同时，现有研究大多从静态的资源基础观进行分析，无法全面呈现资源对价值创造的作用机制。随着资源编排理论视角的价值创造研究逐渐兴起，通过资源行为解释创造价值将会更加细致和清晰。

总的来说，以往文献较少将资源编排与连续并购的价值创造结合在一起来探究连续并购背后资源行为对企业价值创造的影响，然而，这二者之间是存在着一定关联的。进行连续并购的企业，并购后的效果却大有差异，这其中可能是资源编排起到关键作用。同时，现有研究往往着重于企业绩效，运用实证大样本研究，但无法厘清连续并购实现企业价值创造的过程机理。并且连续并购的静态研究较多，但是企业内外环境是在动态变化的，为抵御经营环境的复杂变化而进行资源编排是很有必要的，对连续并购的动态发展过程进行探讨具有意义。

2.2 理论分析

2.2.1 并购的价值创造理论基础

(1) 协同效应理论

1965年美国战略管理学家Ansoff提出了协同效应的概念，并将协同的思想引入企业管理领域。该理论认为企业并购可以通过资源共享或者企业间优势互补产生更高的集体收益，达到“1+1>2”的效果。并购协同效应的实现往往意味着并购双方的优势资源要素得到重新配置，已有资源配置效率得到提升，企业并购后的整体管理水平和经营效率提高，交易成本降低，有效的促进了并购交易双方的“双赢”，实现企业价值的再创造和增值^[34]。张先治（2018）指出，并购价值创造的源泉就是要产生协同作用^[60]。根据国内外学者对于协同效应分类具有较为统一的观点，认为协同效应可以分为带来规模扩张和经营优势的经营协同，提高运营效率的管理协同以及减少资金压力的财务协同^[65]。对于协同效应在并购的价值创造中的研究，曹翠珍和吴生瀛以2013年我国发生并购的79家上市公司为样

本进行实证研究,得出长期来看企业并购实现财务协同效应会减弱,其原因是企业没有注重并购后资源的整合行为,一味追求规模扩张忽视了资本管理的重要作用^[19]。可见,并购后有效的资源整合促进协同效应更大程度的发挥。

(2) 价值管理理论

价值管理是指以企业价值评估为基础,以价值增长为目的的一种综合管理模式^[18]。价值管理的思想认为,企业进行价值管理是对价值进行有效的管理,创造帮助企业持续发展的竞争优势和实现企业价值的增值。李仁良(2003)指出,企业价值管理是现代企业管理的核心,企业需要通过有效管理来实现企业的价值增值,并运用价值管理的思路指导企业的战略管理、投融资决策和绩效分配^[31]。国内外学者多沿着两个方向进行价值管理的研究,其一是将价值管理作为一种相对成熟的理论框架,主要进行探索其实施的流程,重塑战略管理体系、财务管理体系等。另一个方向是对价值管理理论本身进行的拓展和深化研究。当前企业价值管理的思想已运用到企业战略决策、业绩评价、公司治理乃至连续并购等方面。

2.2.2 资源编排理论与并购的价值创造关系分析

资源编排理论的提出时间是2011年^[5],该理论是战略管理领域中最新的内生成长理论之一。张青和华志兵(2020)认为,资源编排理论重点诠释了“资源—能力—行动”的转化过程,揭示了企业如何捆绑零散资源形成能力,进而形成持续竞争优势实现价值创造的中间过程^[59]。资源编排理论可以帮助我们探究企业如何通过资源的整合利用,来实现价值获取和价值创造的。

资源是企业创造价值的基础,也是企业形成持续竞争优势的源泉^[13]。因而有关价值创造的研究往往会考虑到资源问题,许多研究通常以资源相关理论为视角,通过分析资源行为和内容,研究价值造成因和演化。而资源编排理论可以作为连接资源与价值创造的桥梁,近年来资源编排理论日益成为学者探讨资源和价值创造之间关系的重要基础。杜占河等(2017)研究证实,资源编排方式在价值创造和企业资源之间起调节作用^[22]。Amit和Han(2017)基于系统的视角,将资源编排理论应用在了以价值创造为目的商业模式设计中,提出数字化背景的资源配置框架^[1]。陈昀等(2018)指出在资源编排过程中的动态协调是影响价值创造的关键之处。许晖等(2019)认为企业拥有的资源和能力只有有效地转化为

满足客户需求的服务或产品，才能为客户以及企业的所有者、利益相关方创造价值^[51]。李纯青等（2020）指出通过资源编排可以实现企业与利益相关者之间的资源的构建、绑定和利用，从而扩大企业资源基础，优化资源配置，调和多元企业身份张力，实现价值提升^[30]。实践中由于企业资源管理上存在差异，许多拥有同质资源的企业却呈现出异质的核心能力。对此，谢洪明等（2015）指出企业要在管理有效的情况下，充分整合双方资源，使得协同效应最大发挥，为企业创造价值^[47]。现有文献大多通过案例研究等方式证实了资源编排与企业价值创造之间的联系。

目前对于资源编排与并购的价值创造的研究相对较少，而多将并购的价值创造与资源基础理论相联系。事实上，资源编排理论产生于资源基础观，在一定范围内解释了资源编排在价值创造中的作用。企业利用并购进行单纯的资源转移并不能为企业带来价值增值和获取竞争优势，资源有效的积累、整合和利用是创造价值的基础。因此，资源编排理论为企业从资源的动态视角利用并购实现价值创造，提升并购效果提供了理论支撑。从资源编排的视角去研究企业的连续并购行为，根据资源编排理论从资源的“获取构建——有效整合——资源利用”流程去探究连续并购如何使企业价值提升，可以得出企业的并购行为之间存在内在逻辑联系，进而探索出企业并购后的资源编排到实现价值创造过程。在现有研究中，部分学者已将资源编排理论的应用领域拓宽至并购活动，研究企业如何识别、获取、配置以及重构资源来实现价值创造，提升并购的效果。谢洪明等（2019）在研究跨国企业并购的过程中，将案例公司开展的一系列并购活动进行阶段划分，并使用资源编排理论分析企业不同并购阶段的资源行为，探究企业价值创造内在机理不断优化的过程^[48]。李雨晴（2021）通过对连续并购的案例研究，指出并购协同效应的发挥得益于并购后资源的合理编排^[32]。

2.2.3 理论分析小结

综上所述，本文在研究过程中主要使用到的基础理论包括协同效应理论、价值管理理论和资源编排理论。

首先，协同效应理论强调在并购行为发生后通过企业资源的重新配置，从而实现财务、管理以及经营等方面的协同，各个方面协同效应的充分发挥可以激发

企业各项“能力”，驱动企业的价值创造。协同效应理论将会贯穿在文章主体的分析过程中，主要体现在分析案例企业连续并购如何进行资源编排，进而实现各项协同以及各项协同效应的具体表现。

其次，价值管理理论强调通过对企业价值进行有效管理，为企业创造更大更长远的价值。本文中更多的将价值管理看作一种管理理念，该理论主要体现在对实现企业价值创造效果的关注上，以及对连续并购的价值创造效果评价上。

最后，资源编排理论是文章的研究视角。本文以资源编排理论来构建分析框架。从资源的角度出发，对企业连续并购后的整合行为进行深入探究，分析案例企业连续并购如何进行资源编排，并得出连续并购中企业如何通过资源结构化、有效整合、撬动利用从而实现价值创造。

总的来说，如下图 2.2 所示，本小结在介绍了协同效应理论、价值管理理论和资源编排理论的基础上，对资源编排理论与并购的价值创造之间的关系进行了梳理。通过理论分析认为，企业并购后并不会仅仅因为占有的一些资源而实现价值创造，更重要的是对获取的资源进行整合，才能发挥出资源更大的价值，实现协同效应，进而驱动企业实现价值增值。

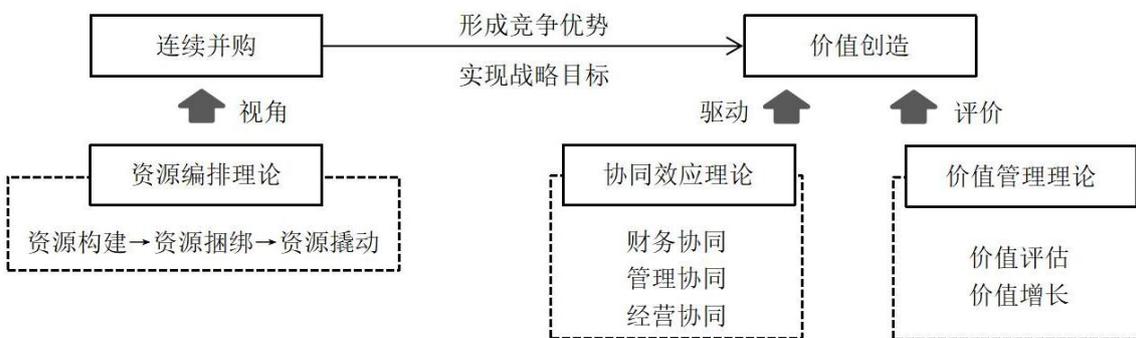


图 2.2 理论分析小结

3 蓝色光标连续并购概况及动因分析

本章主要阐明选取蓝色光标作为案例公司的原因,介绍公司基本情况及其行业发展状况,并在对其连续并购概况进行描述的基础上进行并购阶段划分,进而对不同阶段并购动因进行分析,为后文的分析部分做好铺垫。

3.1 案例介绍

3.1.1 案例选取的原因

本文研究的案例公司为蓝色光标。案例公司选取原因有:第一,符合连续并购的价值创造研究需要。蓝色光标上市以来就连续不断的通过外延式的并购活动实现了规模的快速扩张和战略转型等目标,其并购决策紧密跟随战略目标的变化进行动态调整,选择并购标的也与行业和公司发展方向相一致,连续并购总体呈现出较为明显的阶段性特征。同时,蓝色光标通过连续并购活动,快速成长为国内第一、全球第八的营销传播集团,可见其连续并购确实带来了企业价值的增长,以蓝色光标作为案例对加强研究结论显著性有所帮助。第二,满足资源编排理论的研究需要。一方面,资源编排是一个动态的过程,案例企业的并购活动需要进行资源编排。以蓝色光标为研究案例,其连续并购的资源行为数据资料获得性较高,且各次并购有一定的战略意图和内在联系。另一方面,蓝色光标于2013年开始布局数字化营销,经过连续并购实现了数字化转型,以蓝色光标为案例可以在一定程度上丰富资源编排理论在数字化转型演化方面的理论研究。

3.1.2 蓝色光标简介

北京蓝色光标数据科技股份有限公司主要经营品牌管理与营销服务相关业务,在大数据和社交网络时代,已逐渐成长为一家营销科技公司,其业务最早可以追溯到1996年。蓝色光标的前身是北京蓝色光标数码科技有限公司,在2008年通过整体变更成为股份有限公司,2018年由北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司改为现在的公司名字。蓝色光标于2010年2月在深圳证券交易所创业板

上市（股票代码：300058），是中国首家上市的公关公司，也是国内首家市值超过百亿的营销巨头。蓝色光标聚焦于营销传播服务行业，经过多年发展，其业务和服务范围不断扩大，营业收入稳步增长。如今，蓝色光标业务类型包含数字营销、公共关系、活动管理、数字广告和元宇宙等方面，服务内容涵盖营销传播整个产业链并且服务地域基本覆盖全球主要市场。如图 3.1 所示，2021 年公司营业收入已经达到 400 多亿元。蓝色光标逐步发展成为中国第一、全球第八的公关公司，也是国内唯一进入全球前十的本土公关企业。

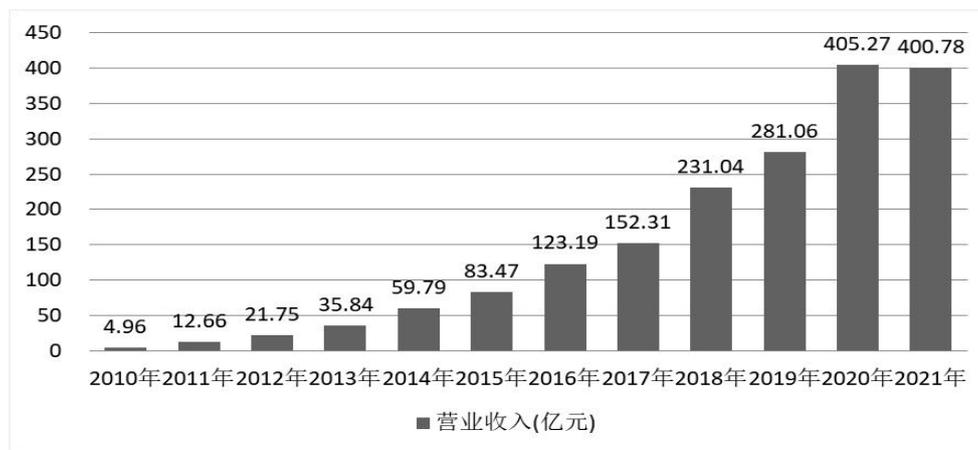


图 3.1 蓝色光标 2010 年-2021 年营业收入

数据来源：蓝色光标 2010 年-2021 年年报

3.1.3 营销传播行业介绍

营销传播可以帮助品牌与消费者进行“对话”，构建起品牌和消费者之间的关系与联系。营销市场的发展与社会经济发展状况具有密切关联。营销市场发展一定阶段便形成了营销传播行业，由专业的公司为客户提供品牌管理服务，并通过自身专业的营销能力帮助所服务的客户实现产品销售。在国内经济结构转型和消费升级的背景下，企业更加关注自身的品牌价值及营销效果，进而增大公关和广告方面的投入。营销传播行业的市场地位随之得到提升，国内的广告市场和公关市场也进入极度扩张时期。信息化时代营销传播公司之间的竞争不再局限于某一地域，营销传播行业竞争进一步加剧，各公司将会在在知识生产力的层面上与全球友商角力^[43]。营销传播行业属于文化行业下的一个分支，具体可以分为公共关系和广告两个细分行业。

公共关系最早可以追溯到20世纪80年代,随后一些外资公关企业进入我国,带动了国内公关行业的初步发展。到21世纪,越来越多的企业认识到品牌塑造在企业的日常经营活动中不可或缺,公关服务市场需求越来越大。在对服务业进行政策支持和经济形势向好的背景下,我国公共关系进入迅猛发展阶段。随着互联网、大数据时代的到来,整个消费市场出现重大变革,市场环境发生巨大变化,公关服务也面临着以内容技术驱动为核心的转型趋势。加之公关市场不断规范化和公关服务逐渐专业化,企业为了迎合行业发展趋势,避免被市场淘汰开始转型升级,其中数字营销的市场占有率不断提高。总体来看,我国的公关行业发展较快,经过十多年的发展,增速已趋于平稳,但仍有许多的发展机遇。如下图3.2所示,2010年以来我国公关市场规模不断扩大,到2021年市场营业规模已达到745.9亿元人民币,增速8.3%超过当年国内生产总值增长率8.1%。随着国家鼓励企业提升知识产权保护及品牌意识,以及自媒体行业高速发展,带动传统公关行业积极转型,到2023年行业市场规模有望突破千亿元。

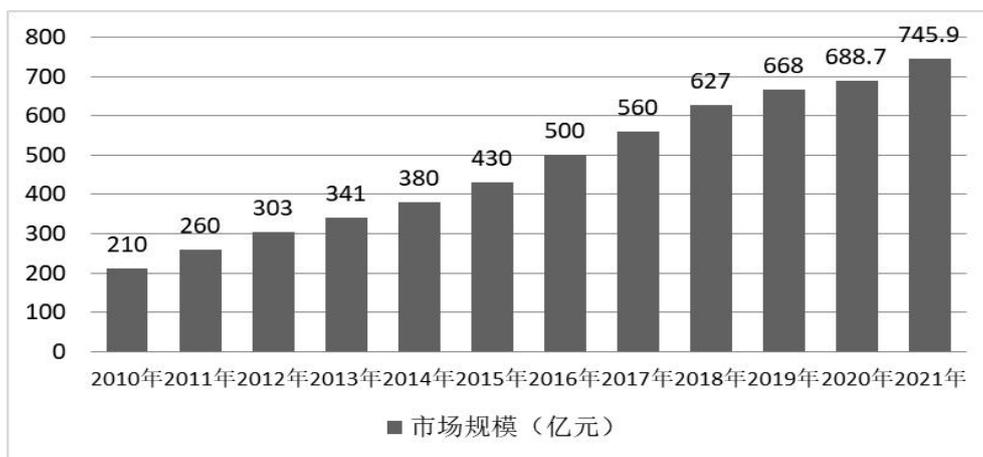


图 3.2 2010 年-2021 年我国公关行业市场规模

数据来源: CIPRA、智研咨询

广告市场是营销传播行业下的另一细分领域。我国广告行业具有市场规模大、市场集中度低的特点。经济快速发展带动了广告市场的进一步发展。伴随互联网和大数据的发展,企业更偏向于针对用户喜好精准投放广告。互联网广告越来越受青睐,极大地冲击了传统广告的市场规模和发展空间,电视广播等的主要传播方式的市场占比有所下降。技术进步的背景下,数字化转型将是传统广告行业经营转型的主要方向。同时,元宇宙的出现将革新广告沟通方式,使广告客户

管理中沟通活动更接近线下沟通场景,通过可穿戴设备来达成身体全感官与认知环境的深层次互动,从而提升商务沟通效率^[64]。从图 3.3 可见,我国广告市场规模逐年稳步增长,到 2021 年我国广告行业市场规模已超千亿水平。

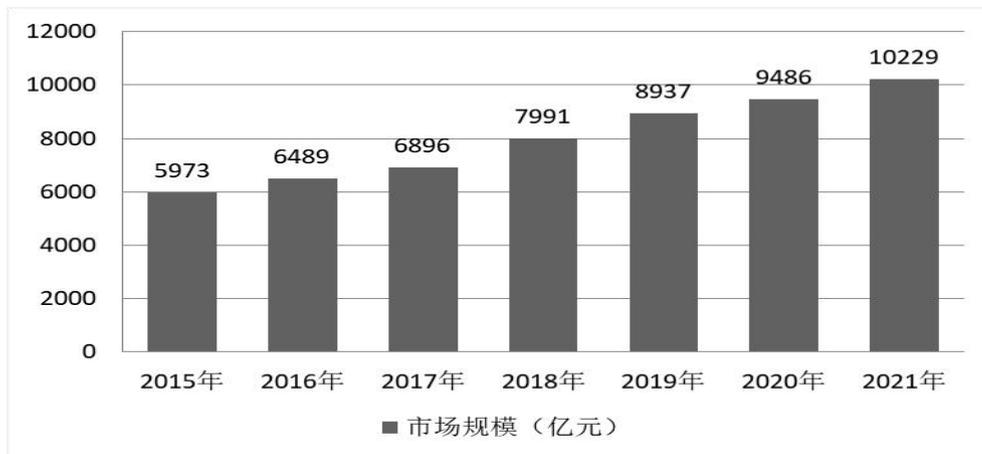


图 3.3 2015 年-2021 年我国广告行业市场规模

数据来源:中商产业研究院

3.2 蓝色光标连续并购历程及阶段划分

3.2.1 连续并购历程

蓝色光标的发展战略追求内生式增长和外延式扩张双重增长模式。一方面,通过内生式增长,企业不断强化品牌影响力和增强业务服务能力,提升公司核心竞争力,为公司客户提供更具吸引力的产品和服务。另一方面,外延式扩张战略主要通过并购有实力且能够促进公司现有业务发展的企业来实现。蓝色光标的快速发展与其不断地进行资本运作和资源整合密不可分。下图 3.4 列示了蓝色光标 2010 年至 2021 年间各年的主要并购活动次数。整体来看,公司 2010 年上市以来便展开了一系列的并购活动。2010 年至 2013 年公司采取的并购策略总体上较为谨慎,但每一年都有 2 起以上的主要并购活动发生,甚至 2011 年达到了 8 项。2014 年开始公司进入了并购高潮,当年便进行了 28 项主要的并购活动,随后的 2 年依旧并购活动频繁。2017 年开始到 2021 年蓝色光标没有再实施大型并购活动,企业开始主要依靠内生性的增长方式。

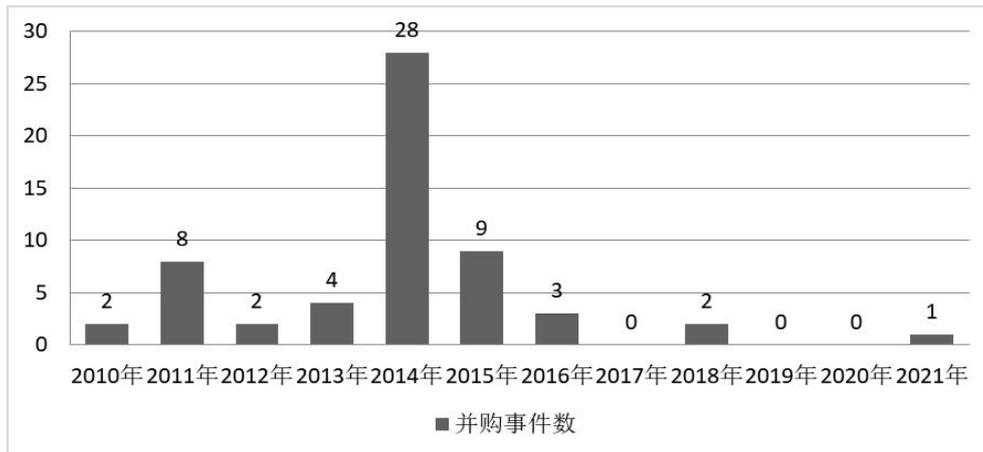


图 3.4 蓝色光标各年主要并购活动次数

资料来源：根据蓝色光标 2010 年-2021 年年报及其他公开资料整理

具体来说，蓝色光标自 2010 年上市后，借助资本力量开启了并购之路。2010 年，公司上市之时主营业务仍为公共关系类。在并购初期，蓝色光标主要对公共关系或广告行业企业进行收购，此时采用了横向并购方式。2011 年，蓝色光标收购了思恩客、美广互动以及精准阳光等目标企业。其借助上市筹集的大量款项发展了公司业务与服务，顺利将业务范围扩展至广告细分领域，服务客户数量增长了 330 个，客户涵盖网络游戏、初创科技公司等。2012 年，蓝色光标一次性收购了今久广告全部股权，公司业务扩展至房地产广告策划。收购上海励唐的股权进一步发展了会展策划业务。2013 年，公司收购了博杰广告。该公司掌握着央视多个频道和栏目的独家广告代理权，由此蓝色光标业务拓展至电视广告代理领域。同年，并购数字营销公司 We Are Very Social 以及英国公关公司 Huntsworth 等。通过积极进行国际化拓展，公司业务网络由原来单一的国内市场延展至欧洲、北美、南美、东南亚等地区。随后，蓝色光标进入了并购的高潮阶段，横向、纵向和多元化并购同时进行，不断完善价值链，全方位整合上下游。2014 年，蓝色光标收购了北联伟业等电子商务公司，正式进入电子商务领域。同时，迈向国际化加速海外市场的布局，收购了加拿大最有影响力的营销传播集团 Vision 7 以及全球顶级工业设计公司 Fuse project 等。蓝色光标还着眼于数字化，进行转型科技公司的布局。2015 年，公司收购多盟和亿动等公司，奠定了蓝色光标在移动广告行业的领先地位。在此之后，蓝色光标逐渐放慢了并购脚步。2016

年收购了部分公司的少数股权。2017 年并未进行大规模的并购活动。2018 年，蓝色光标继续在互联网领域扩张，收购了深圳众赢、Socialize 以及 Eleven 等主要从事软件开发研发和数字广告业务的公司，继续完善海外业务布局和扩展数字业务。同时，公司开始转向内生性为主的发展阶段。蓝色光标经过一系列的并购活动，打通了公司业务的横向纵向扩展，打造了一个市场领先的国际传媒集团。下图 3.5 展示了蓝色光标的并购历程。



图 3.5 蓝色光标并购历程

资料来源：根据公开资料整理

从蓝色光标连续并购历程可见，其在上市之后积极布局广告业务，并向产业链上下游进行延伸。随后，实施国际化战略进行全球布局，积极拓展海外业务。与此同时，还向营销科技公司的转型，并通过资本并购推动技术加速转型。表 3.1 整理了蓝色光标年报中对于各年的发展目标描述，可以发现蓝色光标的发展战略呈现出一定的阶段性特征。为了使研究更加细致和严谨，在此综合考虑蓝色光标的上市以来各年的战略目标及其目标公司选择的特征等因素，认为可以将蓝色光标的并购历程大致分为两个阶段，即 2010 年到 2013 年上半年期间蓝色光标的并购策略主要进行业务类型的丰富和业务范围的扩张，可以看作“业务扩展阶段”；2013 年下半年至今期间，蓝色光标的并购策略是进行数字化转型并布局国际市场，力求建立数字化智能营销的具有全球化视野的国际营销传媒集团，可以看作“数字化转型阶段”。其中，2013-2016 年为数字营销业务全面转型时期，2017 年以后为智能营销升级时期。

表 3.1 蓝色光标年度报告中各年发展目标描述的整理

年份	描述
2010 年	“区域扩张、行业拓展、服务延伸”业务发展战略
2011 年	“区域扩张、行业拓展、服务延伸”业务发展战略
2012 年	“区域扩张、行业拓展、服务延伸”业务发展战略
2013 年	实施数字化转型和国际化发展战略
2014 年	继续沿着“数字化，国际化”的战略大步前进
2015 年	坚持推进“国际化”与“数字化”战略逐步落地
2016 年	坚持“国际化、数字化”发展战略
2017 年	坚持“营销智能化、业务全球化”的核心战略
2018 年	坚持“营销智能化，业务全球化”的公司战略
2019 年	坚持“营销智能化，业务全球化”的公司战略
2020 年	坚持“营销智能化，业务全球化”的公司战略
2021 年	以“营销智能化”和“业务全球化”为发展战略

资料来源：根据蓝色光标年报整理

3.2.2 业务扩展阶段

业务扩展阶段蓝色光标的主要并购活动如表 3.2 所示。2010 年到 2012 年期间，蓝色光标的并购交易数量较少，并购决策整体较为谨慎。2010 年公司秉承坚持“区域扩张、行业拓展、服务延伸”的发展战略，将并购目光集中到行业中的公共关系和广告公司。于是在 2010 年上市获得大量资金支持后，公司开始扩展公司业务类型，开始收购互联网广告、公共关系服务以及活动管理等传播服务企业。在之后的三年时间里，蓝色光标的并购活动继续着力于业务服务区域的扩大，业务类型的扩张以及服务范围的提升上，并选择符合公司规模较大，市场地位较高的并购目标开展积极的并购活动。到 2013 年结束，蓝色光标已打造起一条覆盖营销传播服务上下游业务的全产业链，基本完成了此阶段的发展目标。

表 3.2 蓝色光标业务扩展阶段主要并购活动

时间	持股比例	目标公司	所属行业	主要业务
2010 年 4 月	17%	博思瀚扬	公关	企业形象策划
2011 年 3 月	16%			
2012 年 3 月	16%			
2010 年 8 月	5%	蓝色方略	公关	公关活动组织策划 会务服务 市场营销策划
2013 年 4 月	46%			
2014 年 4 月	46%			

续表 3.2 蓝色光标业务扩展阶段主要并购活动

时间	持股比例	目标公司	所属行业	主要业务
2011年3月 2011年4月 2012年3月	10% 41% 49%	思恩客	广告行业	互联网广告
2011年3月 2012年2月 2013年4月	20% 69.50% 10.50%	上海励唐	公关行业	会展策划服务
2011年7月	100%	今久广告	广告行业	房地产广告
2011年7月 2014年3月	51% 39.97%	精准阳光	广告行业	高端社区户外广告
2011年7月 2014年3月	51% 49%	美广互动	广告行业	互联网广告业务
2013年1月 2013年4月	11% 89%	博杰广告	广告行业	电影及影院广告

资料来源：根据蓝色光标年报及公开数据整理

3.2.3 数字化转型阶段

数字化转型阶段蓝色光标的主要并购活动如表 3.3 所示。2013 年，蓝色光标提出数字化转型和国际化战略，继续积极贯彻外延式发展的战略部署。于是蓝色光标 2013 年后的并购标的特征发生了变化。蓝色光标一方面瞄准国内数字营销领域内的公司，另一方面并购知名的海外公司。2014 年和 2015 年蓝色光标继续沿着“数字化，国际化”的战略大步前进，并重点开始进行企业数字营销升级。这一时期，蓝色光标准确研判行业发展趋势，选择电子商务、移动互联网领域的重点企业开展并购交易。2016 年末，蓝色光标业务数字营销全面转型目标顺利完成，当年数字营销收入同比增长 70.41%。2017 年后，开始进入向智能营销全面升级时期，提出全面推进实现“营销智能化，业务全球化”发展目标，开始探索营销科技公司转型，蓝色光标逐渐放慢了并购进程，主要依靠内生性发展。

表 3.3 蓝色光标数字化转型阶段主要并购活动

时间	持股比例	目标公司	所属行业	主要业务
2013年5月	19.80%	Huntsworth	公关	全球金融和企业通讯 全球医疗通讯及品牌公关

续表 3.3 蓝色光标数字化转型阶段主要并购活动

时间	持股比例	目标公司	所属行业	主要业务
2013年12月 2017年8月	82.84% 17.16%	WAVS	公关	公共关系服务
2014年3月	100%	密达美渡	广告	综合性广告服务
2014年7月 2017年5月	75% 25%	Fuse project	智能硬件	客户设计服务
2014年8月 2015年9月	51% 49%	北联伟业	电子商务	电商销售及品牌营销
2014年10月 2017年8月	51% 28%	捷报数据	营销传播	计算机硬件开发技术服务
2014年12月	85%	Vision 7	营销传播	全方位广告和营销服务
2014年12月	51%	沈阳维新	广告	设计、制作、代理、发布广告
2015年6月	95%	多盟智胜	广告	设计、制作、代理、发布广告
2015年6月	100%	多盟开曼	广告	设计、制作、代理、发布广告
2015年6月	54.77%	Madhouse INC.	广告	设计、制作、代理、发布广告
2015年11月	96.32%	蓝瀚科技	智能硬件	计算机硬件开发、技术服务
2018年3月	25%	深圳众赢	软件开发	投资咨询、金融科技研发
2018年6月	51%	Socialize	公关	公共服务及广告业务
2018年10月	100%	Eleven	广告	数字广告业务
2021年1月	20%	海南云兔	广告	咨询服务及广告设计服务

资料来源：根据蓝色光标年报及公开数据整理

3.3 蓝色光标连续并购各阶段动因分析

3.3.1 业务扩展阶段并购动因

(1) 市场扩张动因

这一时期的我国公共关系行业还比较年轻行业，发展历程较短。一方面，现有企业间竞争激烈。此时的公关行业各公司规模较小，企业之间业务和服务相似度较高。由于此时的很多公关公司还未形成核心竞争力，以及公关行业属于轻资产运营产业，对资本规模的要求不高，容易通过并购实现企业价值的提升的原因，许多公司会选择通过并购来构建和重组企业核心竞争力。另一方面，新进入者容易对现有企业造成威胁。公关行业在国内属于新兴行业，伴随着在服务业的大力发展，国家出台政策扶持等背景，以及传播营销的高利润率吸引了众多企业通过并购的方式进入该领域。此外，出于国内营销传播市场规模较大，尚无大型公关

公司等情况,许多国外公关公司借助前期积累的资本优势和并购经验,积极布局,通过并购快速的进入国内公关市场。因而,这一时期公关行业竞争尤为激烈。在市场因素驱动下,国内公司积极学习国际公关公司的并购经验,希望通过连续一系列的并购活动增强公司实力,实现快速发展。因此,蓝色光标以 WPP 集团为学习榜样,期望通过并购形成自己的市场势力,实现公司业务规模的扩张。

(2) 经营管理动因

蓝色光标业务扩张阶段的发展战略是“区域扩张、行业拓展、服务延伸”。战略目标指导下,蓝色光标需要通过并购来实现业务和服务的结构优化,也需要与新并入公司在管理方式和经验流程上进行整合,以促进协同效应的实现。结合行业发展背景,随着品牌的传播效应逐渐被企业重视,广告行业逐渐兴起。此时,蓝色光标需要将原本单一的公共关系服务业务进行扩展和优化,因而其选择通过并购快速的将业务扩展至营销传播行业下的广告领域。蓝色光标期望转型成为中国领先的一流的专业传播集团,打造属于中国的世界级传播品牌。而自有品牌的建立时需要一个长期的过程的,通过并购获取品牌资源成为了营销传播行业企业的选择。同时,在进行了一系列并购后,蓝色光标此时的管理模式还存在业务信息割裂、业务流程缺乏体系等管理上的难题,其同样选择通过并购来补足企业经验管理方面的短板,扩大优势。

(3) 经验学习动因

蓝色光标在上市之初就将“内生式增长”和“外延式发展”结合起来,但仅仅依靠内生性的成长方式无法实现企业短期内的快速发展,因而公司需要依靠外延式的连续并购以在行业中构建更大的竞争力以及实现快速发展。在此因素的驱动下,蓝色光标想要优化业务构成,提高业务覆盖范围,提升经营效率,就需要通过横向并购来实现。想要获得规模效益,优化企业成本支出,提高经营利润率,就需要通过纵向并购,整合产业链上下游企业。因此,蓝色光标积极进行产业布局,选择并购标的,逐步开展并购活动。随着蓝色光标并购交易的增多,且成功并购经验的积累以及并购对于企业业绩的显著提升等现象,其并购活跃度再次上升。同时,公司十分重视并购后的资源整合,将获取的资源进行高效配置并与已经拥有的资源结合创造出价值。进而,经验学习的积累又会促进企业实施新一轮的并购交易。

3.3.2 数字化转型阶段并购动因

(1) 业务转型动因

经过前期的并购活动，蓝色光标已经实现了广告行业和公关行业布局，服务客户的范围不断扩大。互联网时代的到来改变了信息传播渠道，加快了信息传递速度，致使企业网络危机事件频发。为了减少损失，企业需要专业机构及时提供公关服务、维护公共关系。因而，传播营销类的服务需求高涨。互联网和大数据的出现与发展背景下，新技术的出现和消费者消费方式的转变促使营销传播行业进行进一步的转型升级。此时，传统的广告和公关服务业务模式已不再适用企业的长期发展，数字营销和网络公关成为新的发展方向。企业发展战略应当具有前瞻性，蓝色光标准确预估了技术及行业发展方向，积极准备业务和经营管理的数字化转型。同时，蓝色光标已经撬动了国内市场，成为国内行业龙头。蓝色光标想要进一步走出中国走向国际，就要顺应市场发展和市场需求变化，进行技术型营销公司转型。出于以上因素，并购变成为了蓝色光标的选择。

(2) 技术获取动因

技术发展促使营销传播行业转型升级，传统营销传播行业开始迈入数字营销阶段，此时技术资源成为企业构建核心竞争力的重要因素。然而，蓝色光标通过自己进行技术研发进而转型升级数字营销乃至智能营销存在一定的困难。一来是因为从营销传播转向技术研发需要投入大量的人力财力且存在一定的技术壁垒。二来自行研发需要的时间较长且技术成果产出存在较大的不确定性，加之行业发展速度较快，企业研发产出的过程中很有可能被对手反超而丧失现有竞争力和市场地位。此外，随着数字传播媒介的普遍化，网络成为广告宣传的重要途径。数字营销成为营销传播行业发展的新方向。相较于传统的营销手段，数字营销需要进行数字平台的建设以及精准化的广告投放，以进行准确的品牌推广和宣传。因而，其出于快速技术获取的目的进行连续并购。

(3) 品牌建设动因

随着中国经济的高速发展，中国逐渐从“制造工厂”向“品牌工厂”转变。本土企业的品牌价值意识不断提高，相继开始注重品牌建设以扩大品牌影响力、提升市场占有率，本土企业品牌建设方面需求愈加强烈。并且，对于营销传播行业来说，需要获取更多的品牌数量，以获取客户的青睐。经过前期并购的资源积

累，蓝色光标已经逐渐形成以公关、广告及活动管理为主的业务范围，形成了行业领先地位。但为了进一步的发展，蓝色光标需要顺应科技与社会发展，进行数字营销和智能营销的转型。蓝色光标在数字化转型并购阶段，继续坚持“内生性成长”和“外延式发展”的双重成长模式。这一阶段，蓝色光标的战略目标是打造国际化品牌，成为一家科技型营销公司。对此，蓝色光标在营销业务数字化转型因素的驱动下，需要通过多元化的并购手段获取并购标的的技术资源、业务资源等方面。在国际化品牌建设目标的驱动下，蓝色光标需要积极开展海外并购，选择海外业务资源丰富的传播营销公司作为并购目标，以快速打开国际市场，进入行业国际领先地位。

4 资源编排视角下连续并购的价值创造过程分析

本章将从资源编排理论的视角出发,以资源编排的三个步骤和九个子流程为框架,对蓝色光标连续并购后的资源整合行为进行分析,并由此得出蓝色光标不同战略指导下的并购阶段实施资源编排到实现企业价值创造的路径。

4.1 业务扩展阶段价值创造过程

4.1.1 聚焦产业链的资源构建

从资源编排框架来看,企业首先需要进行资源的构建。资源构建,主要是指企业在战略要素市场购买所需资源,内部自行开发相应资源以及剥离或是削减不能为企业带来核心竞争力的资源。

业务扩展阶段,蓝色以“区域扩张、行业拓展、服务延伸”作为发展战略,着重开发国内市场,力求成为国内领先的营销传播集团。蓝色光标以战略为指导,选择相应的并购标的,开展了一系列的并购活动。这一阶段,蓝色光标连续并购后的资源构建主要表现在优势资源获取上。

(1) 品牌资源

对于这一时期的营销传播行业来说,品牌资源优势是其核心竞争力的重要构成部分。品牌资源数量越多,品牌影响力越大,对公司营业收入的增加和行业地位的提升有着重要影响。并购可以帮助企业快速的获取标的公司成熟的品牌资源。因此,这一阶段蓝色光标着眼于国内市场进行业务扩展,实施了一系列的并购活动。蓝色光标上市初期,其业务类型较为单一,仅仅是一家从事公共关系服务的品牌管理公司。通过并购,蓝色光标从2010年只有一个蓝标品牌,到2013年公司已拥有今久广告、思恩客、博杰广告以及上海励唐等众多品牌。具体来说,通过并购,蓝色光标获得了有万科、保利等大型房地产企业作为客户的房地产广告品牌今久广告;获得了拥有央视电影频道和新闻频道多个栏目、多个时间段广告独家代理权的广告和信息咨询服务品牌博杰广告;以及互联网广告服务品牌思恩客、上海励唐以及美广互动等。并购后,蓝色光标加大了自己的品牌资源优势,进一步了扩大自身优势。

（2）业务资源

蓝色光标起初业务类型单一，只涉及传播营销行业下的公共关系领域。蓝色光标连续并购的主要目标之一就是优化业务构成。因此，获取业务资源成为构建业务扩展阶段连续并购价值创造路径的重要步骤。蓝色光标利用上市获取的资金支持，积极开展并购活动，收购目标对准各个细分领域的优质企业。蓝色光标通过并购思恩客广告、美广互动和精准阳光，由原来单一的公共关系业务扩展至广告业务领域也将业务类型拓宽至互联网广告领域。具体来说，通过并购今久广告，成功进军房地产广告服务领域。通过并购博杰广告，其获取了优质的媒介业务资源，蓝色光标的业务类型发展至央视频道媒体，也进一步增加了业务服务渠道。总的来说，蓝色光标通过连续并购获取了许多业务资源，扩展了业务范围，实现了公司业绩的增长。

（3）客户资源

蓝色光标并购后，实现了双方各项资源的汇总和累积。并购不只是两个公司控制权的转移，更是双方优势资源的合作共享。即使只是简单的横向并购，并购前双方公司在服务的客户群体、经营理念、管理流程等方面都会存在一些差异。通过并购，蓝色光标获取了丰富的客户资源。具体来说，这些客户资源包括通过2011年收购思恩客，蓝色光标获得了腾讯、网易等的大型游戏企业客户的合作机会。2012年收购今久广告，蓝色光标获得了包括绿地集团、华润置地、中粮地产、保利集团和万科集团等一系列的客户资源。这次并购使得蓝色光标的客户服务范围扩大至房地产领域。2013年通过并购博杰广告，蓝色光标获取了其在电视、电影行业的重要优质客户资源。并购后，通过客户资源的共享，蓝色光标拥有央视电影频道和新闻频道多个栏目、多个时间段的广告独家代理权。此外，通过并购美广互动、精准阳光等公司，获取了其在高端户外社区广告和互联网广告业务中的优质客户。总体来说，经过这一阶段的并购活动，蓝色光标服务客户构成更加多样化，数量由2010年的220家提高到2013年末的905家。

4.1.2 丰富式资源重组

资源重组是指企业对已经获取的资源进行整合，与现有的资源结合起来形成可以构建持续竞争优势的能力。资源重组中包括只对现有能力进行微小调整的稳

定式资源重组、拓展和组合现有的能力的丰富式资源重组以及整合新资源与已积累的资源创造出新的能力的开拓式资源重组。业务扩展阶段，公司采用丰富式重组策略，其目标是扩展和细化当前的能力，通过增加互补资源丰富能力。蓝色光标并购了思恩客、上海励唐、美广互动、今久广告、精准阳光、博思瀚扬、蓝色方略和博杰广告等企业，通过资源的重组，提升了企业的服务能力和管理能力。

(1) 品牌整合提高服务能力

企业连续并购获取了众多资源，资源的积累可以为企业带来一定的价值，但只有并购后对资源的有效整合与利用才能激发资源的创造力，充分发挥资源价值，实现企业价值的增值。蓝色光标在业务扩展阶段的四年时间开展了丰富的并购交易，短时间内获取了大量的业务资源，而并购前这些品牌并不属于同一细分市场，品牌服务、品牌市场地位均有所不同。同时也并不会仅因公司持有这些品牌资源为公司带来价值，公司需要对获取的资源进行有效整合，以使促进并购后协同效应的实现。连续并购属于外延式的发展方式，而对获取的品牌、客户以及业务资源进行整合主要依赖于内生性的发展。蓝色光标在资源重组过程中，首先进行了业务资源的整合利用，加强了内部资源整合管理。2010年上市之前，蓝色光标主要有蓝标品牌，智扬品牌，欣风翼品牌这三大公共关系服务类的品牌。在之后开展连续并购活动后，到2012年年报显示增加了博思瀚扬品牌、思恩客品牌、精准品牌、今久品牌等。在品牌资源的整合上，蓝色光标积极借鉴国际领先营销传播集团的成功经验，展开并购整合。最明显的就是其借鉴WPP集团的并购整合模式，并购结束继续保持品牌的独立性，给予其自主处理事务的权利，这体现了蓝色光标管理层的长远眼光和关注企业长期价值的思想。具体来说，蓝色光标在并购了思恩客公司后，并没有立即将获取的这些业务、客户和品牌资源与之合并，而是保持其独立运作，并且在资金、管理团队等方面提供大量支持。并购后思恩客借助于母公司的支持取得了一定发展时，再将其并入。这么做着眼于集团整体的价值创造最大化，保持了并入品牌资源的独立性，防止了客户资源的流失，也实现了业务资源的协同发展。

(2) 强化团队提升管理能力

蓝色光标连续并购的业务扩展阶段，我国营销传播行业还比较年轻，正处于高速发展的阶段。并且，此时的传统公关和广告业务的技术依赖度还不高，人力

资源是构成企业持续竞争优势的重要因素。蓝色光标通过连续并购活动，取得的不同并购标的业务优势不同，核心能力也不同。如果没用并购的整合作用，各个公司的经营业务和服务客户可能出现交叉情况，这样就会降低公司的经营管理效率。因而，为了实现并购的有效资源整合，蓝色光标需要充分发挥人力资源的优势，构建公司人才团队，组建优秀的管理团队。蓝色光标通过并购后人力资源的整合发展，推动内部组织管理人员的优化。在对高层次的人才进行整合方面，为了满足业务范围扩大的产生的人才需求，蓝色光标保持原有管理团队和骨干人才的稳定的基础上，积极引进优秀人才、培养专业管理团队，促进公司优势业务资源得到进一步发挥。与此同时，蓝色光标重点对集团员工进行整合，以发挥人力资源的优势，促进公司人力资源与新获取的业务资源、品牌资源以及客户资源相结合，激活资源的创造力，促进下一步价值创造协同效应的实现。

4.1.3 国内市场为主的资源撬动

资源编排理论下，资源撬动环节实质上就是企业通过资源整合实现价值创造的过程，资源编排的最终环节就是撬动资源为企业创造价值。在资源构建、资源重组的基础上，企业可以利用之前形成的能力来实现资源的撬动。

(1) 资源协调拓宽了业务范围

在业务扩张阶段，蓝色光标通过连续并购国内公司，实现品牌、业务、客户等资源的不断积累，不断抢占市场份额，获得了规模经济。并购后有效的资源行为丰富了公司业务类型和业务服务区域，提升了公司竞争力。这一阶段，蓝色光标将并购作为实现企业业务扩展，形成企业市场势力的重要方式。通过并购的资源获取和并购后的资源重组，蓝色光标按期完成了“区域扩张、行业拓展、服务延伸”的发展战略要求。起初，其业务范围较为局限，仅包含公共关系服务，且服务领域和客户数量也十分有限，但通过这一阶段连续对多个大品牌的并购，蓝色光标业务范围更加广泛，业务类更加丰富，加之与内部资源的重组，提高了公司的服务水平和管理能力，逐渐成为了国内市场行业龙头。同时，为后期的国际化战略的开展奠定了基础。上述这些都体现在了蓝色光标并购的业务扩展阶段的经营业绩上，2013年时蓝色光标实现营业收入358399.81万元，同比增长64.75%，实现净利润48,397万元，较上年增长240%。

(2) 资源配置形成了国内市场优势地位

业务扩展阶段，蓝色光标聚焦于国内市场，资源的获取、重组过程也是以国内市场为主进行的。这一时期，蓝色光标计划将业务范围扩展至广告行业，逐步成为一个贯穿整个营销传播产业链的国内一流的综合性传播集团。在国内市场资源撬动步骤中，蓝色光标主要着手于两个方面，其一是继续着手于原有的公关关系服务业务，另一方面对新业务的整合。经过连续一系列的并购，蓝色光标拥有了各个行业的服务对象，受到客户的广泛认可，品牌影响力大幅提升。与此同时，蓝色光标企业规模迅速变大，企业市值不断飙升，形成了自己的市场势力。到2013年底，蓝色光标已经完成“区域扩张、行业拓展、服务延伸”业务发展战略，并且成为国内公关行业的龙头企业。

(3) 资源调动构建了持续的竞争优势

蓝色光标属于传播营销行业，主要为客户提供公共关系服务为主，因而有着资本密集和轻资产的特点。企业并购的价值创造主要来自于并购后获取并重塑企业核心竞争力，让这些资源成为可以为企业带来持续竞争优势的源泉。因此，蓝色光标在并购标的的选择上紧密结合发展战略要求，选择并购行业中的已有一定地位或是专注于某一细分市场公司。与此同时，蓝色光标还注重挖掘优势管理团队，提高并购后资源整合能力和效率，促进并购后经营、管理以及财务协同效应的发挥。由于连续并购后企业实施的资源编排行为，蓝色光标构建了品牌和管理方面的持续竞争优势，提升企业服务能力和品牌间的协同效应，这为企业下一阶段战略目标的落地奠定了基础，也为企业并购实现价值增值创造了条件。

4.2 数字化转型阶段价值创造过程

4.2.1 聚焦数字化的资源构建

在数字化转型阶段，蓝色光标通过连续并购实现了从传统公共关系向数字营销的转型，并在海外拓展版图。2013年下半年到2021年这段时间里，蓝色光标积极开展数字化布局，加强海外经营扩展，其选择的并购标的更加多元化，涉及数字广告、电商销售以及软件开发等领域。蓝色光标并购的战略目标由之前的中国领先的一流的专业传播集团转变为基于商业智能的端到端整合营销解决方案

服务商，并进一步升级为成为一家以数据算法为核心驱动的新型营销科技公司，打造属于中国的世界级传播品牌。

（1）品牌资源

在数字化转型阶段，蓝色光标所并购的企业多是互联网类型的企业，这一阶段企业发展目标是“数字化”和“全球化”。其中，2013年下半年起积极开展数字营销全面升级布局，同时积极开展海外并购，不断扩展国际业务。2016年向智能营销转型，并购标的更加多元化，包括电子商务、智能硬件行业企业，同时继续进行海外扩张。在这个过程中，蓝色光标紧跟技术发展趋势，不断探索进入互联网广告和数字营销领域。尤其在2014年和2015年，蓝色光标开展了三十多起并购交易，获取了许多关键资源及相应的品牌。具体来说，2013年后半年，通过并购得到了英国公关公司Huntsworth的部分股权，以及之后完成的对WAVS公司、密达美渡、北联伟业、捷报数据、多盟和亿动等的收购。这些品牌资源的获取，使得蓝色光标的国内品牌优势得到进一步发挥，也进入了北美、欧洲、北美、南美、东南亚等地区的传播营销市场。

（2）技术资源

随着互联网和大数据技术的发展，营销传播行业开始转型升级。蓝色光标准确判断行业发展方向并提前布局，于2013年提出了数字化、全球化的发展目标，并且再2016年后进一步指出要“营销智能化”和“业务全球化”。此时，技术成为构成企业持续竞争能力的重要资源，蓝色光标选择通过并购快速获取优势资源。蓝色光标选择收购了智能硬件Fuse project公司和蓝瀚科技以及软件开发公司深圳众赢，在一定程度上实现了技术领域的转型。同时，通过并购获取了Blab、晶赞科技以及精硕科技在大数据的分析处理以及应用方面的技术资源。

（3）业务资源

通过前阶段的并购交易，蓝色光标的业务已扩展至产业链上下游，成长为国内领先的营销传播集团。这一阶段，蓝色光标紧密结合科技发展背景，判断营销传播行业发展方向及时进行业务布局。蓝色光标首先进行了数字营销升级，接着进行了智能营销转型，以顺应市场发展。通过并购，蓝色光标的业务延伸至互联网广告市场，其经营业务方位也已经涉及了全球公共关系和公共事务等方面。具体来说，蓝色光标首先聚焦北美市场，收购Fuse project使得公司业务链条延

伸并形成闭环；收购了 V7 集团，将加拿大市场排名第一最具影响力的传播品牌收入旗下。此外，还并购了多盟智胜、多盟开曼、Madhouse INC 等从事互联网广告的公司，以及在移动广告领域具有很强技术优势以及行业优势的亿动广告。这些优势业务资源的获取，进一步丰富了蓝色光标的业务服务范围，满足了多元化的客户需求。

4.2.2 开拓式资源重组

数字化转型阶段，蓝色光标主要采用了开拓式整合方式。开拓式资源重组是指整合新资源与现有资源创造出新的能力。通过积极布局和有效的并购后资源整合行为，转化资源为能力，进而实现价值创造，蓝色光标已经成为全球市场提供营销服务的中国本土品牌。

(1) 构建智能营销核心

在数字化转型阶段，蓝色光标通过并购主要获取了技术资源、品牌资源与业务资源，为了持续推进“国际化”和“数字化”战略推进布局，蓝色光标积极匹配自有资源和并购获取的资源，使其重新组合形成新的能力。对此，蓝色光标逐步打造新型智能营销领导者所必备的核心三要素，即“客户+技术+资源”。同时，根据智能营销核心进行品牌管理。蓝色光标划分出了领先业务、成长业务和成熟业务三大业务板块。其中，领先业务是公司的核心业务，涵盖了公司的主要品牌，包括蓝标数字、智扬公关、今久广告、SNK、蓝色方略、Vision7 等。这些品牌资源都是蓝色光标连续并购而获取的优质资源，并经过并购后的整合管理以及现阶段的重新组合，构成了公司的核心业务能力。蓝色光标核心品牌各有专攻，有效减少了资源的交叉浪费。其中，蓝标数字聚焦数字全案传播业务，智扬公关专注于公共关系服务领域，今久广告深耕地产传播，SNK 主营游戏市场广告业务，蓝色方略进行大型活动的管理业务等等。对于成长业务的品牌，多为数字化转型并购阶段并购得到的品牌资源，主要进行移动广告，舆情监控数据分析等数字营销业务，这些品牌包括多盟、Madhouse、蓝标电商（原博思瀚扬）、捷报数据、We Are Very Social 以及 Fuse Project。成熟业务则包含博杰传媒和精准阳光，它们充分保留了原来的业务优势。通过智能营销核心的构建和品牌分类管理，蓝色光标形成了能为客户提供范围覆盖全球主要市场的智能营销传播服务链条。

（2）开展企业文化整合

数字化转型阶段，蓝色光标主要通过海外并购进行海外市场布局。2014年以后，蓝色光标的并购标的多为海外优秀的互联网广告、软件制作类公司。由于海内外文化差异的存在，如果并购只是获取了并购标的带来的资源是远远不够的，文化整合尤为重要。企业文化往往是在企业发展过程中逐渐形成的，是企业愿景、价值观念、行为准则等都属于企业文化的组成部分。文化差异可能会增加并购后资源整合的难度，文化差异产生的冲突更是不利于企业并购整合效率提升。尤其在企业的海外并购过程中，文化差异不可避免。对此，文化资源的整合是十分必要的。蓝色光标在基于“全球化”的海外并购中，既坚持自己的企业文化，也包容和吸收被并购方优质的企业文化，促进文化融合。具体来说，蓝色光标考虑到并购后文化整合需要一个较长的期间，不能一蹴而就，于是尽量减少对并购标的经营管理上的干预，蓝色光标甚至让渡一部分的股权给标的企业的高层管理团队，被并购企业具有高度的自主权，企业双方可以通过商业行为的协调，实现共赢。蓝色光标通过有效的文化整合，增强了组织的凝聚力，成功促进了并购协同效应的发挥，最终对企业连续并购的价值创造产生正向影响。

4.2.3 国际市场为主的资源撬动

在数字化转型阶段，蓝色光标积极布局数字营销转型和智能营销升级。这一阶段，蓝色光标继续选择行业内发展较好的企业进行并购，获取了并购优质的品牌、业务以及技术资源。并购后，企业积极探索资源重组方式，构建了智能营销核心，进一步将资源的价值得以发挥。基于上述分析，可以发现蓝色光标逐步打开了国际市场并实现了向技术型营销企业的转型。

（1）资源协调拓宽了业务服务网络

2013年之前，蓝色光标主要发展了营销行业的传统业务，但随着市场环境的变化，蓝色光标传统营销手段必将难以满足客户需要。互联网的兴起，营销传播行业转型升级成为大势所趋。蓝色光标首席运营官毛宇辉也指出：“在数字营销方面领先布局的公司必将成为未来市场领导者。”2013年下半年开始，公司开始通过连续并购布局数字营销领域，并购了互联网、移动互联网、电子商务、网络技术等领域的优质企业。完成并购后，蓝色光标并没有停下来，而是对并购获

取资源进行有效的整合和利用。资源撬动时，蓝色光标积极协调各项资源，使之形成能力，进一步扩展了企业的业务网络。同时，基于企业营销科技转型需求，蓝色光标还转向自行研发，持续加大研发投入，进行信息化管理平台、舆论监测平台以及精准广告投放平台的持续研发。外延式并购高涨的同时，企业内生性的发展也迎头赶上，同时两个部分促进企业发展。蓝色光标通过外部获取资源和内部研发相协调，不断优化企业业务服务网络，将营销传播科技化。2021年，蓝色光标已经成长为行业知名的新型数字广告和营销科技公司，其业务范围覆盖至全球主要市场。随着蓝色光标向数字科技公司转型的不断深入，未来数字营销业务营收占比将有望进一步提升。

(2) 资源配置实现了全球市场领先地位

蓝色光标在数字化转型并购阶段，一方面进行数字营销转型和智能营销升级的布局，另一方面基于实现全球领先的营销传播集团目标进行了国际化的拓展。蓝色光标通过并购了英国的 Hunts worth 公司和 We Are Very Social 公司、美国的 Fuse Project 公司和 Blab 公司、加拿大的 Vision 7 公司等优质国外企业，快速的走向全球市场。到 2021 年蓝色光标营业收入中有七成来自于海外业务。其海外业务的快速增长得益于企业并购有效的资源整合和资源价值的撬动。连续并购的资源编排促进企业价值创造的实现，促使公司不断壮大。经过多年的海外并购布局，和并购后有效的整合，公司形成了自己的核心竞争力。目前，蓝色光标已经连续六年蝉联全球营销控股集团前十的营销传播集团，2021 年排名位列第 8 名，已经形成了全球市场领先优势。

4.3 本章小结

并购是企业实现快速的资源获取、业务扩展和转型升级的重要途径。国际知名的传播营销公司都是通过并购实现了快速发展的。蓝色光标同样借助于连续并购形成了今天的规模。然而，并购活动只能为企业带来资源，并购后的资源整合行为才是实现连续并购价值创造的重要环节。结合前文的并购动因，以资源编排理论为框架，本章分别对蓝色光标业务扩展阶段和数字化转型阶段的价值创造路径进行分析总结。图 4.1 和图 4.2 中可以较为清晰的展示了蓝色光标连续并购的资源编排路径。

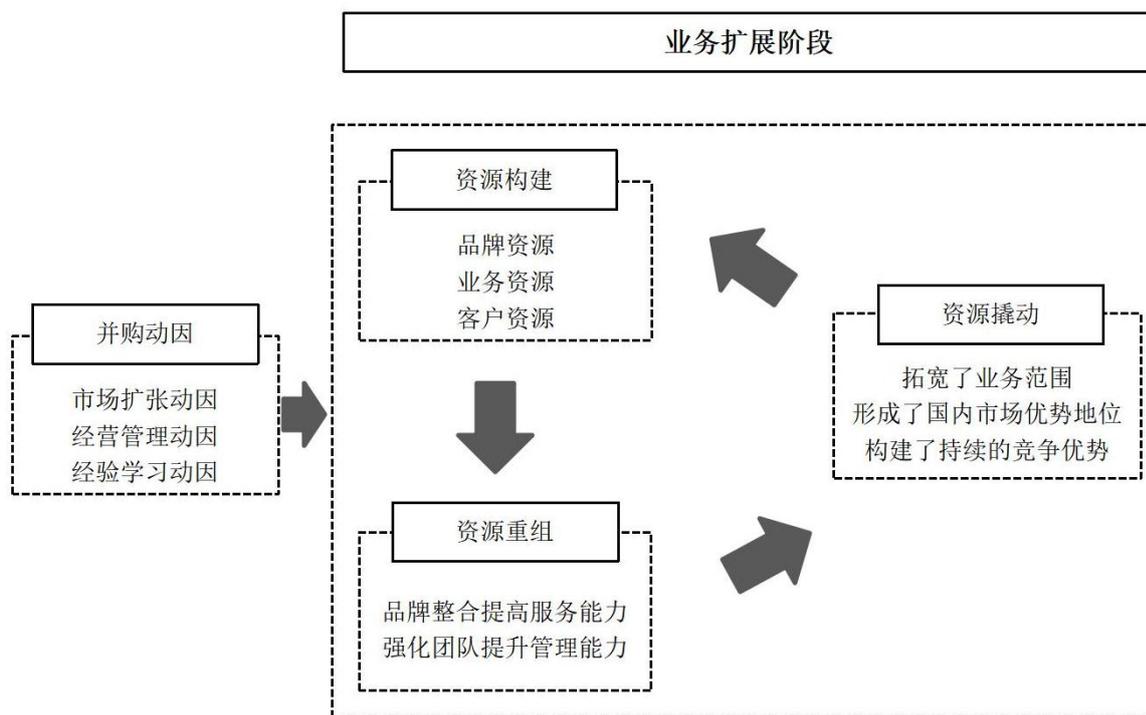


图 4.1 业务扩展阶段的资源编排过程

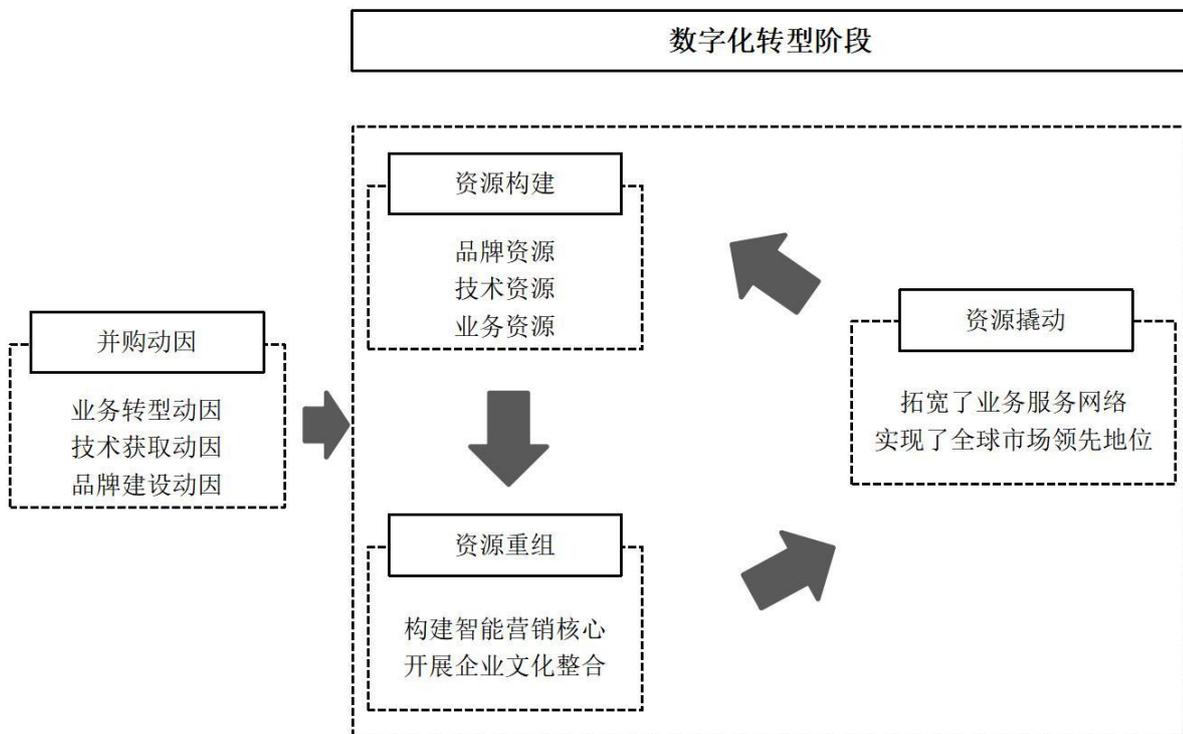


图 4.2 数字化转型阶段的资源编排过程

在业务扩展阶段，蓝色光标以“区域扩张、行业拓展、服务延伸”业务发展战略为指导，积极进行业务种类的扩大，服务范围的扩展。同时面对激烈的市场竞争，蓝色光标期望构建自己核心竞争力以增强企业的实力并在营销传播行业站稳脚跟。于是谨慎选择并购标的，进行了连续一系列的并购活动。在并购的资源构建阶段，企业获取了实现战略目标的优质品牌、业务以及客户资源；随后，在资源重组阶段，企业将获得的资源与现有能力进行结合以提升自身业务服务能力和管理能力。最后实现了在业务范围、市场地位以及核心竞争力方面的资源撬动。

在数字化转型阶段，蓝色光标具有前瞻性的眼观，准确研判了行业发展方向，进行企业的数字化转型。蓝色光标在“数字化”和“国际化”发展目标的要求下，在互联网、电子商务、技术等领域展开了连续并购，并购范围也更多的面向海外，以期成为国际领先的营销传播集团。在资源编排的过程中，蓝色光标首先构建了以品牌、技术和业务为主的各项关键资源，并在重组的过程中将新获取的资源与企业原有资源进行整合，构建了智能营销中心并进行企业文化整合，以期促进并购的协同效应实现。最后，实现了公司业务网络的完善和全球行业领先的地位。

从上述分析可以看出蓝色光标的并购过程呈现出一定的资源编排规律。从资源编排过程可以看出蓝色光标的每一步资源编排流程都紧密联系了企业这一阶段的发展目标。其中可见，对于营销传播行业来说，品牌资源的获取和业务资源的积累相当重要的。蓝色光标在不同战略指导下的各个并购阶段，对于品牌资源和业务资源的构建总是放在关键位置。然而，不同阶段的资源编排流程虽然相同，但所进行的编排行为存在差异性。尤其在数字化转型阶段企业仔细选择并购标的获取技术资源，实行以技术核心的资源重组，最后实现了企业营销科技公司的转型升级。可见，并购后重视对获取资源的整合，使之获取到的资源形成能力，利用能力实现企业的价值创造，促进了并购协同效应的发挥。

5 蓝色光标连续并购的价值创造效果分析

前文对蓝色光标战略指导下不同发展阶段的资源编排过程进行分析总结,归纳出了蓝色光标连续并购到实现价值创造的路径。本章将进行连续并购的价值创造效果分析,从财务和非财务两方面来综合考量其价值创造效果,以期通过较为直观的衡量方式验证蓝色光标连续并购为企业创造价值的情况。

5.1 财务方面的连续并购价值创造效果分析

蓝色光标连续并购实施资源编排,而资源编排的过程实质上就是企业对资源的选择、获取到整合和利用的过程,通过不同的整合方式最终实现企业不同阶段的战略目标,进而实现并购的价值创造。然而,资源编排过程的分析更多的是在探究企业连续并购为了实现价值创造的过程,具体并购带来的价值增值却无法直观的进行衡量。企业的经营活动目的就是为了给股东创造价值,这些价值一部分会体现在企业财务业绩的提升上。因此,从财务数据的方面对企业并购带来的价值进行量化,可以更加清晰的反应并购的价值创造的效果。

此处选取经济增加值(EVA)这一指标进行分析,选择理由如下:第一,价值管理理论的出现和发展,促进了企业对自身长期价值的关注。价值管理的指标经济增加值将企业利益、股东利益、员工利益等方面较好的统一起来,引导企业经营者不要过度关注单一的利润指标,而要注重长远价值的实现。第二,经济增加值与企业价值相关性更高,现有研究中多使用经济增加值来评价企业并购后的价值创造效果,相对来说经济增加值指标在衡量企业价值增值时可以更加精准和直观。第三,EVA是一个较为综合的指标,在计算的过程中考虑了股权资本成本和债务资本成本,可以更为真实的反应企业的价值创造情况,也可以反映出企业创造价值的能力。经济增加值的思想认为,企业投入的全部资本的成本小于投入资本带来的收益时,就会认为企业为股东创造了价值,实现了价值的增值;反之,则认为不但没有创造价值还损毁了股东价值。

经济增加值计算公式为:经济增加值(EVA) = 税后净营业利润(NOPAT) - 资本总额(TC) × 加权平均资本成本(WACC)

5.1.1 税后净营业利润计算

税后净营业利润（NOPAT）是在企业实现净利润基础上进行相应的会计调整而得到的。通过对数据的调整，可以更加真实的反映出与企业经营活动相关的资本投入带来的收益情况。由于目前在计算 EVA 时的调整项目没有形成统一的标准，在此以 EVA 会计调整的可操作性、重要性、可控性、平衡性等为遵行的指导原则，以财务报表数据为基础，综合蓝色光标的行业特征和业务特点等具体情况，对相关科目进行调整。主要需要调整的项目有财务费用、研发支出、非经常性损益、各项减值准备、递延所得税。

（1）财务费用的调整

企业会计准则对于财务费用的会计处理是作为期间费用计入当期损益，财务费用中很大一部分为利息支出。而在 EVA 的计算过程中，将企业筹集资金支付的利息作为债务资本的成本进行考虑。因此，为了避免计算的重复，需要在税后净营业利润中加上已经减掉的利息支出。蓝色光标的财务费用中包括了利息收支、汇兑损益、手续费几个部分。由于蓝色光标业务板块的扩展和海外扩展，汇兑损益公司属于不可控的经营要素，手续费属于企业的非经常性项目，综合可考虑后对此项的调整方法为：在净利润的基础上加上财务费用的税后值。NOPAT 计算中财务费用项目调整如表 5.1 和 5.2 所示。

表 5.1 2010 年-2015 年 NOPAT 计算中财务费用项目调整（单位：人名币百万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
财务费用	-4.94	-13.34	1.86	26.10	20.17	184.00
税后财务费用	-3.71	-10.01	1.40	19.58	15.13	138.00

资料来源：作者根据蓝色光标 2010 年-2015 年年报数据计算

表 5.2 2016 年-2021 年 NOPAT 计算中财务费用项目调整（单位：人名币百万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
财务费用	150.92	289.64	245.06	140.40	158.30	97.16
税后财务费用	113.19	217.23	183.80	105.30	118.73	72.87

资料来源：作者根据蓝色光标 2016 年-2021 年年报数据计算

（2）研发支出的调整

会计处理中将研究阶段的全部支出和开发阶段不符合资本化条件的支出予以费用化,计入当期损益。而 EVA 的思想认为,研发支出属于企业的必要的投资,将会在未来为企业带来价值,如果直接计入期间费用,就会使利润偏低,影响经营者对研发活动的投入,不利于企业的长期发展。因而,研发费用项目的 EVA 调整方法是:将研究阶段和开发阶段的全部投入资本化,在净利润的基础上加回当期费用化的研发支出的税后值,并且减去本期与前期累计的费用化研发支出的本期摊销额税后值,这样可以在一定程度上规避经营者的短期行为。蓝色光标公司自 2015 年开始重视研发活动,进行大量的研发投入,相应的产生了研发费用。其中,对实现内外部资源整合协同和提高信息传递效率的信息化的管理平台进行了升级,并重点开发了精准广告投放、互联网舆情监测和电商综合服务数字营销产品。根据蓝色光标对于无形资产的摊销年限的规定,以及不同项目研发投入的比例,本文确定 EVA 调整费用化研发支出的摊销年限使用企业精准广告投放的摊销年限 8 年。NOPAT 计算中研发支出项目调整如表 5.3 和 5.4 所示。

表 5.3 2010 年-2015 年 NOPAT 计算中研发支出项目调整 (单位: 人名币百万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
费用化研发支出	0	0	0	0	0	24.01
摊销年限 (年)	8	8	8	8	8	8
当期摊销额	0	0	0	0	0	3.00
应摊销的费用化研发支出	0	0	0	0	0	3.00
税后费用化研发支出	0	0	0	0	0	18.01
税后应摊销的费用化研发支出	0	0	0	0	0	2.25

资料来源:作者根据蓝色光标 2010 年-2015 年年报数据计算

表 5.4 2016 年-2021 年 NOPAT 计算中研发支出项目调整 (单位: 人名币百万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
费用化研发支出	33.22	80.97	65.79	31.99	46.82	65.42
摊销年限 (年)	8	8	8	8	8	8
当期摊销额	4.15	10.12	8.22	4.00	5.85	8.18
应摊销的费用化研发支出	7.15	17.27	25.50	29.50	35.35	43.53
税后费用化研发支出	24.91	60.73	49.34	23.99	35.12	49.07
税后应摊销的费用化研发支出	5.36	12.96	19.12	22.12	26.51	32.65

资料来源:作者根据蓝色光标 2016 年-2021 年年报数据计算

(3) 非经常性损益的调整

EVA 理论关注企业价值创造的持续性和经常性，而企业的非经常性损益不属于企业正常的经营活动，且一些组成部分的发生具有偶然性，企业很难进行控制，所以需要在 EVA 的计算过程中予以扣除。蓝色光标的非经常性损益主要包括处置非流动资产损益、政府补助以及资产的公允价值变动损益等项目，需要进行扣除以消除其对税后净营业利润的影响。并且企业的非经常性损益主要体现在营业外收支科目和公允价值变动损益科目。因而，需要在净利润中扣除营业外收入的税后值，加回营业外支出的税后值。由于公允价值变动损益对税的影响在递延所得税中有所考虑，为了避免重复，此处需要加回当期公允价值变动损失或是扣减公允价值变动收益。NOPAT 计算中非经常性损益项目调整如表 5.5 和 5.6 所示。

表 5.5 2010 年-2015 年 NOPAT 计算中非经常性损益项目调整（单位：人名币百万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
营业外支出	0.55	0.24	0.81	4.49	1.17	2.93
营业外收入	1.82	14.92	41.84	87.99	37.63	581.00
营业外支出-营业外收入	-1.27	-14.67	-41.04	-83.50	-36.47	-578.07
税后营业外收支调整额	-0.95	-11.00	-30.78	-62.63	-27.35	-433.55
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	22.88	95.78

资料来源：作者根据蓝色光标 2010 年-2015 年年报数据计算

表 5.6 2016 年-2021 年 NOPAT 计算中非经常性损益项目调整（单位：人名币百万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业外支出	10.89	11.66	16.02	35.00	35.61	4.84
营业外收入	137.87	24.62	31.66	37.96	75.76	10.95
营业外支出-营业外收入	-126.98	-12.96	-15.63	-2.96	-40.15	-6.10
税后营业外收支调整额	-95.23	-9.72	-11.72	-2.22	-30.11	-4.58
公允价值变动收益	29.71	-24.81	-70.11	314.09	-114.70	-247.78

资料来源：作者根据蓝色光标 2016 年-2021 年年报数据计算

(4) 各项减值准备

企业会计处理出于谨慎性的考虑，会对应收账款、存货、固定资产、无形资产等项目进行减值测试，计提减值准备。此做法是为了反应资产的真实价值，但是这部分减值的计提存在一定的主观性并且与当期实际的现金流出产生了较大

差异，同时计提的减值准备在一定程度上降低了企业的利润。在计算 EVA 时，需要在净利润的基础上对各项减值准备予以加回，以降低主观判断对企业税后净营业利润的影响。考虑到减值准备在后期有转回的可能，而在此使用利润表中的信用减值损失和资产减值损失科目的数据。计算过程如表 5.7 和 5.8 所示。

表 5.7 2010 年-2015 年 NOPAT 计算中各项减值准备项目调整（单位：人名币百万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	2.42	-10.84	4.12	11.28	6.14	983.11
各项减值准备调整额	2.42	-10.84	4.12	11.28	6.14	983.11

资料来源：作者根据蓝色光标 2010 年-2015 年年报数据计算

表 5.8 2016 年-2021 年 NOPAT 计算中各项减值准备项目调整（单位：人名币百万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	126.04	114.23	154.36
资产减值损失	100.34	136.73	90.76	26.04	1.47	-0.01
各项减值准备调整额	100.34	136.73	90.76	152.08	115.70	154.35

资料来源：作者根据蓝色光标 2016-2021 年年报数据计算

（5）递延所得税

税法和企业会计准则计税基础的差异而产生了递延所得税资产和递延所得税负债。EVA 理论认为，企业在当期利润总额中扣除当期实际缴纳的所得税税额，不包括由于时间差异造成的未来需要缴纳的所得税。因此，在计算 EVA 时对递延所得税的调整方式为在净利润基础上调增递延所得税负债增加额和调减相应调整后的递延所得税资产增加额。以此来使计算出的所得税更加接近企业实际应该缴纳的所得税税额。NOPAT 计算中递延所得税项目调整如表 5.9 和 5.10 所示。

表 5.9 2010 年-2015 年 NOPAT 计算中递延所得税项目调整（单位：人名币百万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	281.40	298.42
递延所得税负债增加额	0.00	0.00	0.00	0.00	281.40	17.02
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	7.68	6.89	22.58
递延所得税资产增加额	0.00	0.00	0.00	7.68	-0.79	15.68

资料来源：作者根据蓝色光标 2016 年-2021 年年报数据计算

表 5.10 2016 年-2021 年 NOPAT 计算中递延所得税项目调整 (单位: 人名币百万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
递延所得税负债	350.30	329.91	292.57	444.42	382.28	268.91
递延所得税负债增加额	51.88	-20.39	-37.34	151.85	-62.14	-113.36
递延所得税资产	84.36	172.02	222.70	271.67	270.75	287.27
递延所得税资产增加额	61.78	87.66	50.68	48.97	-0.92	16.52

资料来源: 作者根据蓝色光标 2016 年-2021 年年报数据计算

税后净营业利润 (NOPAT) = 净利润 + (财务费用 + 营业外支出 - 营业外收入 + 费用化的研发支出 - 应摊销的费用化研发支出) * (1 - 所得税税率) + 信用减值损失 + 资产减值损失 + 公允价值变动损益 + 递延所得税负债增加额 - 递延所得税资产增加额。税后净经营利润具体计算如表 5.11 和 5.12 所示。

表 5.11 蓝色光标 2010 年-2015 年税后净营业利润 (单位: 人名币百万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
净利润	62.72	145.28	260.88	483.97	742.12	77.52
加: 税后财务费用	-3.71	-10.01	1.40	19.58	15.13	138.00
税后费用化研发支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	18.01
税后营业外收支调整额	-0.95	-11.00	-30.78	-62.63	-27.35	-433.55
各项减值准备调整额	2.42	-10.84	4.12	11.28	6.14	983.11
递延所得税负债增加额	0.00	0.00	0.00	0.00	281.40	17.02
减: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	22.88	95.78
税后应摊销的费用化研发支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.25
递延所得税资产增加额	0.00	0.00	0.00	7.68	-0.79	15.68
税后净营业利润	60.49	113.42	235.62	444.52	995.34	686.38

资料来源: 作者根据蓝色光标 2010 年-2015 年年报数据计算

表 5.12 蓝色光标 2016 年-2021 年税后净营业利润 (单位: 人名币百万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
净利润	689.45	247.97	412.32	723.31	742.86	518.09
加: 税后财务费用	113.19	217.23	183.80	105.30	118.73	72.87
税后费用化研发支出	24.91	60.73	49.34	23.99	35.12	49.07
税后营业外收支调整额	-95.23	-9.72	-11.72	-2.22	-30.11	-4.58
各项减值准备调整额	100.34	136.73	90.76	152.08	115.70	154.35
递延所得税负债增加额	51.88	-20.39	-37.34	151.85	-62.14	-113.36
减: 公允价值变动收益	29.71	-24.81	-70.11	314.09	-114.70	-247.78
税后应摊销的费用化研发支出	5.36	12.96	19.12	22.12	26.51	32.65
递延所得税资产增加额	61.78	87.66	50.68	48.97	-0.92	16.52
税后净营业利润	787.68	556.74	687.46	769.12	1009.26	875.04

资料来源: 作者根据蓝色光标 2016 年-2021 年年报数据计算

5.1.2 资本总额计算

企业的投入资本总额来自于权益和债务两方面。但是在 EVA 理论的指导下，计算时需要对投入资本的金额进行一定的调整，这些项目包括研发支出、各项减值准备、递延所得税以及在建工程。

资本总额的计算公式是：资本总额（TC）=平均权益资本+平均有息负债+调整事项

其中：平均权益资本=归属于母公司的普通股股东权益+少数股东权益

平均有息负债=短期借款+长期借款+一年内到期的长期借款+应付债券+长期应付款

调整事项=研发费用累计未摊销额*(1-所得税税率)+各项减值准备+递延所得税负债余额-递延所得税资产余额-平均在建工程

（1）研发支出的调整

根据前文对于 EVA 理论中研发支出的介绍，在计算投入资本总额时，仍然需要将研发支出资本化，并予以调整。具体的调整方法是在加总权益资本和股权资本的基础上加上税后研发费用累计未摊销额。TC 计算中研发支出项目调整如表 5.13 和 5.14 所示。

表 5.13 2010 年-2015 年 TC 计算中研发支出项目调整（单位：人名币百万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
费用化研发支出	0	0	0	0	0	24.01
应摊销的费用化研发支出	0	0	0	0	0	3.00
费用化研发支出累计未摊销额	0	0	0	0	0	21.01
研发支出调整额	0	0	0	0	0	15.75

资料来源：作者根据蓝色光标 2010 年-2015 年年报数据计算

表 5.14 2016 年-2021 年 TC 计算中研发支出项目调整（单位：人名币百万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
费用化研发支出	33.22	80.97	65.79	31.99	46.82	65.42
应摊销的费用化研发支出	7.15	17.27	25.50	29.50	35.35	43.53
费用化研发支出累计未摊销额	47.07	110.76	151.05	153.55	165.02	186.92
税后研发支出调整额	35.30	83.07	113.29	115.16	123.77	140.19

资料来源：作者根据蓝色光标 2016 年-2021 年年报数据计算

(2) 各项减值准备的调整

在 TC 计算中，各项减值准备的调整额与 NOPAT 计算的调整额相同。

(3) 递延所得税的调整

根据前文描述的 EVA 思想，在计算 TC 时递延所得税的调整方式为投入资本中调增递延所得税的负债期末余额，并且调减递延所得税资产的期末余额。

(4) 在建工程的调整

在 EVA 计算时，认为在建工程的投入不在当期产生价值，是企业对于未来的投资，在建工程项目计入企业当期投入资本会降低 EVA，从而影响经营者对投资的积极性。因此，计算 TC 时需要将平均在建工程予以扣除。蓝色光标由于其行业属性和经营业务的特点，在建工程项目数额较小，仅在 2013 年产生了 247157.32 元的在建工程。

(5) 平均权益资本的计算

TC 计算中平均权益资本如表 5.15 和 5.16 所示。

表 5.15 2010 年-2015 年 TC 计算中平均权益资本（单位：人名币百万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
归属于母公司股东权益	873.15	976.27	1375.07	3767.91	4473.61	4215.78
少数股东权益	11.43	90.46	76.75	95.74	166.84	1227.04
权益资本合计	884.58	1066.73	1451.82	3863.65	4640.44	5442.82
平均权益资本	884.58	975.65	1259.28	2657.74	4252.05	5041.63

资料来源：作者根据蓝色光标 2010 年-2015 年年报数据计算

表 5.16 2016 年-2021 年 TC 计算中平均权益资本（单位：人名币百万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
归属于母公司股东权益	5422.18	6170.03	6333.76	8694.01	8978.41	9402.91
少数股东权益	453.13	174.89	121.30	132.96	5.97	0.23
权益资本合计	5875.32	6344.92	6455.06	8826.97	8984.39	9403.14
平均权益资本	5659.07	6110.12	6399.99	7641.02	8905.68	9193.77

资料来源：作者根据蓝色光标 2016 年-2021 年年报数据计算

(6) 平均有息债务的计算

根据蓝色光标资产负债表数据，此处认为蓝色光标的有息债务由短期借款、长期借款、长期应付款部分、一年内到期的长期借款以及应付债券构成。其中，

由于蓝色光标长期应付款由融资租赁款和股权转让款两部分组成,这里计算时只使用融资租赁款的部分。TC 计算中平均有息债务如表 5.17 和 5.18 所示。

表 5.17 2010 年-2015 年 TC 计算中平均有息负债 (单位: 人名币百万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
短期借款	0.00	0.00	150.00	100.00	1391.63	846.32
长期借款	0.00	0.00	44.38	365.83	1148.30	236.30
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	10.00	0.00	199.05	601.52
应付债券	0.00	0.00	197.17	198.06	0.00	2837.26
长期应付款中融资租赁款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.14
有息负债合计	0.00	0.00	401.54	663.89	2738.99	4524.54
平均负债	0.00	0.00	200.77	532.72	1701.44	3631.76

资料来源: 作者根据蓝色光标 2016-2021 年年报数据计算

表 5.18 2016 年-2021 年 TC 计算中平均有息负债 (单位: 人名币百万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
短期借款	1212.00	1591.94	853.34	1446.66	1695.66	1597.46
长期借款	138.54	0.00	299.35	451.40	358.47	0.00
一年内到期的非流动负债	1093.36	185.01	463.18	180.64	134.16	58.92
应付债券	2684.67	2133.04	1415.47	0.00	0.00	0.00
长期应付款中融资租赁款	0.00	92.68	39.81	40.00	0.00	0.00
有息负债合计	5128.57	4002.66	3071.14	2118.71	2188.28	1656.38
平均负债	4826.55	4565.61	3536.90	2594.93	2153.50	1922.33

资料来源: 作者根据蓝色光标 2016 年-2021 年年报数据计算

资本总额具体计算如表 5.19 和 5.20 所示。

表 5.19 蓝色光标 2010 年-2015 年资本总额 (单位: 人名币百万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
平均所有者权益	549.81	975.65	1259.28	2657.74	4252.05	5041.63
平均负债	20.00	0.00	200.77	532.72	1701.44	3631.76
股权与债务资本合计	904.58	975.65	1460.05	3245.23	5953.48	8673.39
加: 研发支出调整额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	21.01
各项减值准备	2.42	-10.84	4.12	11.28	6.14	983.11
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	281.40	298.42
减: 递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	7.68	6.89	22.58
平均在建工程	0.00	0.00	0.00	0.12	0.12	0.00
投入资本	907.01	964.81	1464.16	3248.70	6234.01	9953.35

资料来源: 作者根据蓝色光标 2010 年-2015 年年报数据计算

表 5.20 蓝色光标 2010 年-2015 年资本总额（单位：人名币百万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
平均所有者权益	5659.07	6110.12	6399.99	7641.02	8905.68	9193.77
平均负债	4826.55	4565.61	3536.90	2594.93	2153.50	1922.33
股权与债务资本合计	10485.62	10675.73	9936.90	10235.94	11059.17	11116.10
加：研发支出调整额	47.07	110.76	151.05	153.55	165.02	186.92
各项减值准备	100.34	136.73	90.76	152.08	115.70	154.35
递延所得税负债	350.30	329.91	292.57	444.42	382.28	268.91
减：递延所得税资产	84.36	172.02	222.70	271.67	270.75	287.27
平均在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投入资本	10898.97	11081.12	10248.58	10714.32	11451.43	11439.01

资料来源：作者根据蓝色光标 2016 年-2021 年年报数据计算

5.1.3 加权平均资本成本计算

加权平均资本成本（WACC）的计算公式如下：

$$WACC=R_d \times D / (D+S) \times (1-T) + R_s \times S / (D+S)$$

其中： R_d 为债务资本成本； R_s 为股权资本成本； S 为权益资本； D 为债务资本； T 为税率

（1）债务资本成本率的计算

这里采用蓝色光标短期债务资本成本和长期债务资本成本的加权平均值进行计算。计算公式为：债务资本成本率=（短期债务资本占比×短期债务资本成本+长期债务资本占比×长期债务资本成本）

其中，此处选择中国人民银行一年期的贷款利率作为短期债务资本成本，选择中国人民银行三至五年期贷款利率作为长期债务资本成本。

债务资本成本具体计算如表 5.21 和 5.22 所示。

表 5.21 2010 年-2015 年 WACC 计算中债务资本成本率（单位：人名币百万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
短期负债合计	0.00	0.00	150.00	100.00	1391.63	846.32
平均短期负债	0.00	0.00	75.00	125.00	745.82	1118.98
长期负债合计	0.00	0.00	251.54	563.89	1347.35	3678.22
平均长期负债	0.00	0.00	125.77	407.72	955.62	2512.78
有息负债合计	0.00	0.00	200.77	532.72	1701.44	3631.76

续表 5.21 2010 年-2015 年 WACC 计算中债务资本成本率 (单位: 人名币百万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
其中: 短期负债占比	0.00%	0.00%	37.36%	23.46%	43.83%	30.81%
长期负债占比	0.00%	0.00%	62.64%	76.54%	56.17%	69.19%
短期负债资本成本率	5.81%	6.56%	6.00%	6.00%	5.60%	4.35%
长期负债资本成本率	6.22%	6.90%	6.40%	6.40%	6.00%	4.75%
债务资本成本率	0.00%	0.00%	6.25%	6.31%	5.82%	4.63%

资料来源: 中国外汇交易中心全国银行间同业拆借中心

表 5.22 2016 年-2021 年 WACC 计算中债务资本成本率 (单位: 人名币百万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
短期负债合计	1212.00	1591.94	853.34	1446.66	1695.66	1597.46
平均短期负债	1029.16	1401.97	1222.64	1150.00	1571.16	1646.56
长期负债合计	3916.57	2410.72	2217.81	672.05	492.63	58.92
平均长期负债	3797.39	3163.64	2314.26	1444.93	582.34	275.77
有息负债合计	4826.55	4565.61	3536.90	2594.93	2153.50	1922.33
其中: 短期负债占比	21.32%	30.71%	34.57%	44.32%	72.96%	85.65%
长期负债占比	78.68%	69.29%	65.43%	55.68%	27.04%	14.35%
期负债资本成本率	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%
长期负债资本成本率	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%
债务资本成本率	4.66%	4.63%	4.61%	4.57%	4.46%	4.41%

资料来源: 中国外汇交易中心全国银行间同业拆借中心

(2) 权益资本成本率的计算

此处采取资本资产定价模型 CAPM 来计算股权资本成本率。计算公式为: $Ke = Rf + \beta (Rm - Rf)$ 其中, Rf 为无风险报酬率, 国外普遍的做法是采用安全性高的短期国债收益率作为无风险报酬率, 但因我国资本市场波动较大, 综合国内相关研究, 决定采用中国人民银行人民币一年期存款利率。 β 为风险系数, 此处数据来源于国泰安数据库。 $(Rm - Rf)$ 为市场风险溢价, 本文在参考学者相关研究后, 选取 4% 作为市场风险溢价。具体计算过程如表 5.23 和 5.24 所示。

表 5.23 2010 年-2015 年 WACC 计算中股权资本成本率

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
无风险报酬率	2.75%	3.50%	3.00%	3.00%	2.75%	1.50%
β 系数	1.00	0.98	0.92	0.98	1.01	1.12
市场风险溢价	4%	4%	4%	4%	4%	4%
股权资本成本率	6.76%	7.40%	6.66%	6.91%	6.78%	5.96%

资料来源: 国泰安数据库

表 5.24 2016 年-2021 年 WACC 计算中股权资本成本率

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
无风险报酬率	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
β 系数	1.02	1.31	1.37	1.32	1.42	0.73
市场风险溢价	4%	4%	4%	4%	4%	4%
股权资本成本率	5.58%	6.73%	6.98%	6.78%	7.17%	4.40%

资料来源：国泰安数据库

加权平均资本成本具体计算如表 5.25 和 5.26 所示。由于负债资金具有免税的作用，因而在计算 WACC 时，债务资本成本使用的是税后值。

表 5.25 蓝色光标 2010 年-2015 年加权平均资本成本（单位：人名币百万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
平均所有者权益	884.58	975.65	1259.28	2657.74	4252.05	5041.63
平均负债	20.00	0.00	200.77	587.49	1701.44	3631.76
股权与债务资本合计	904.58	975.65	1460.05	3245.23	5953.48	8673.39
股权资本占比	97.79%	100.00%	86.25%	81.90%	71.42%	58.13%
债务资本占比	2.21%	0.00%	13.75%	18.10%	28.58%	41.87%
股权资本成本率	6.76%	7.40%	6.66%	6.91%	6.78%	5.96%
债权资本成本率	0.00%	0.00%	6.25%	6.31%	5.82%	4.63%
税后债务资本成本	0.00%	0.00%	0.64%	0.86%	1.25%	1.45%
股权资本成本	6.61%	7.40%	5.74%	5.66%	4.84%	3.47%
加权平均资本成本	6.61%	7.40%	6.39%	6.52%	6.09%	4.92%

资料来源：作者根据相关数据计算

表 5.26 蓝色光标 2016 年-2021 年加权平均资本成本（单位：人名币百万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
平均所有者权益	5659.07	6110.12	6399.99	7641.02	8905.68	9193.77
平均负债	4826.55	4565.61	3536.90	2594.93	2153.50	1922.33
股权与债务资本合计	10485.62	10675.73	9936.90	10235.94	11059.17	11116.10
股权资本占比	53.97%	57.23%	64.41%	74.65%	80.53%	82.71%
债务资本占比	46.03%	42.77%	35.59%	25.35%	19.47%	17.29%
股权资本成本率	7.18%	6.73%	6.98%	6.78%	7.17%	4.40%
债权资本成本率	4.66%	4.63%	4.61%	4.57%	4.46%	4.41%
债务资本成本	1.61%	1.48%	1.23%	0.87%	0.65%	0.57%
股权资本成本	5.58%	6.73%	6.98%	6.78%	7.17%	4.40%
加权平均资本成本	7.19%	8.21%	8.21%	7.65%	7.82%	4.97%

资料来源：作者根据相关数据计算

5.1.4 经济增加值计算及分析

经济增加值具体计算如表 5.27 和 5.28 所示。

表 5.27 蓝色光标 2010 年-2015 年经济增加值（单位：人名币百万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
NOPAT	60.49	113.42	235.62	444.52	995.34	686.38
TC	907.01	964.81	1464.16	3248.70	6234.01	9953.35
WACC	6.61%	7.40%	6.39%	6.52%	6.09%	4.92%
EVA	0.56	42.03	142.08	232.77	615.60	196.68

资料来源：作者根据相关数据计算

表 5.28 蓝色光标 2016 年-2021 年经济增加值（单位：人名币百万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
NOPAT	787.68	556.74	687.46	769.12	1009.26	875.04
TC	10898.97	11081.12	10248.58	10714.32	11451.43	11439.01
WACC	7.19%	8.21%	8.21%	7.65%	7.82%	4.97%
EVA	4.04	-353.35	-154.11	-50.72	113.59	306.10

资料来源：作者根据相关数据计算

蓝色光标 EVA 的计算结果可以在一定程度上反应企业价值变化的情况。其中：当 $EVA > 0$ 时，说明企业经营活动投入的资本为股东创造了价值，企业处于价值增长的状态；当 $EVA < 0$ 时，说明企业处于价值减少的状况，不但没有创造价值还损毁了股东价值；当 $EVA = 0$ 时，说明企业投入资本创造的价值刚好抵消了投入资本的成本，既没有价值增值也没有价值减少。可见，除了 2017-2019 年以外，其余各年的企业经营活动均为股东创造了价值，其中，2013 年-2015 年企业创造价值的情况最好，这与蓝色光标在这三年间进行了大量主要并购活动的背景相同。从上表数据可以看出，蓝色光标 2010 年上市以来，到 2014 年 EVA 呈现上升趋势，企业处于价值高速增长阶段。2015 年之后，随着蓝色光标并购活动的较少，以及一些并购后商誉减值等因素的影响，导致经济增加值出现了三年负值，直到 2020 年有所好转。

从表 5.27 和 5.28 的蓝色光标 EVA 指标分解情况进行进一步分析。可见，蓝色光标的经济增加值在其连续并购业务扩张阶段的价值创造趋势是快速上升的，2013 年的经济增加值较 2020 年上市时已经上涨了 415 倍之多。从分解指标看，蓝色光标 2010 年-2013 年的税后净营业利润上升态势明显，投入资本也成

倍增长，加权平均资本成本有所下降。通过分析，2011年经济增加值上升原因是进行了主要8起并购活动，并且这一阶段主要以横向并购来扩张业务，并购后的资源整合难度较小。此后，2012年和2013年分别进行了主要并购活动2起和4起，虽然并购数量变少，但是由于前期并购后的资源整合，撬动了企业价值创造，其效果在之后的两年内依旧有所发挥。蓝色光标进入数字化转型阶段的开局之年主要并购交易数量快速增加，达到28起，其经济增加值达到峰值，高至6亿多元。2014年同样的大量并购活动使得蓝色光标在短期内获取了大量的资源，从EVA数值也印证了这一情况。但是在2015年，蓝色光标的EVA有所下降，甚至到2017年出现了负值。在蓝色光标2015年的财务报告中显示，蓝色光标实现营业收入83.47亿元，同比增长39.61%，但是归属于上市公司股东的净利润仅为0.68亿元。分析发现，这主要是因为由于蓝色光标2014年开展了近30起并购交易，并购所需部分资金来源于当年贷款的增加，并累积到2015年需要之处数额较大的利息费用，金额为2.76亿。与此同时，蓝色光标在对西藏博杰的并购中，由于管理层的变动导致在本期业绩未达到预期，进而息税折旧及摊销前利润从2014年的10.31亿降到8.64亿，同比下降16.2%。总体趋势还是趋于良好的。到2016结束，蓝色光标数字转型已基本完成了数字营销的全面转型，开始迈入智能营销升级阶段。此时，蓝色光标的已基本不再进行大规模的并购活动，开始转向内生式的发展方式，通过加大研发投入。下表5.29展示了蓝色光标2014年以来的研发投入情况。EVA中费用化研发支出资本化占据了投入资本的一大部分，由于项目仍然出于持续研发中，2017年蓝色光标研发投入近80%进行了费用化，增加了企业的资本成本，同时由于蓝色光标并购持续进行海外市场布局，产生的汇兑损失对影响了企业利润，因此2017年的经济增加值产生大幅度下降，并直到2020年开始再此上涨。

表 5.29 蓝色光标 2014 年-2021 年研发支出 (单位: 人民币百万元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
资本化支出	1.90	40.76	47.88	33.97	27.87	14.48	17.27	0.00
支出合计	15.44	93.57	171.0	165.7	93.66	71.24	68.20	65.42
资本化占比	12.31%	43.56%	28.00%	20.49%	29.76%	20.33%	25.32%	0.00%

资料来源：蓝色光标 2014 年-2021 年年报

总体来说,基于蓝色光标 2010 年到 2021 年经济增加值指标来看,从蓝色光标 2010 年上市后选择外延式的发展方式进行并购,其经济增加值连年上涨,并在 2014 年并购数量达到峰值时,并购后的企业价值创造也随之达到峰值。但在到 2015 年,因为收购西藏博杰尚处于业绩承诺期,受传统行业收入整体下滑等因素影响,没有达到承诺的业绩,净利润下降,同时为筹集开展并购活动的资金,进行大量举债,产生大量的利息费用,因此导致税后净经营利润大幅下降。并且,在 2016 年开始,蓝色光标并购活动开始减少,更多的通过内生性的方式发展。但是随着 2020 年前述情况的解除,蓝色光标经济增加值回正,并有所上涨。总体而言,蓝色光标的连续的并购活动是创造了企业价值的。

5.2 非财务方面的连续并购价值创造效果分析

对于连续并购的价值创造效果,仅从经济增加值的角度进行判断显然是不够全面的,还需要从资源的整合角度来分析,以使分析结果更加准确和具有说服力。

5.2.1 品牌竞争力增强

品牌是构成营销传播企业持续竞争优势的关键资源之一。蓝色光标在业务扩展阶段各数字化转型阶段均十分重视品牌资源的获取。在并购标的选择上也进行了慎重的考量。然而,企业并购后获取的这一部分资源为企业带来的价值很难反映到财务指标。因此,从非财务的方面看,蓝色光标通过连续并购获取了包括蓝标数字、智扬公关、今久广告、SNK、蓝色方略、Vision7、多盟、Madhouse、蓝标电商、捷报数据、We Are Very Social 以及 Fuse Project 等众多的子品牌,并且因为对这些品牌的并购,蓝色光标顺利进入了广告行业、数字营销领域和海外营销传播市场,进而提高了蓝色光标品牌的国内外影响力。同时,取得的众多子品牌资源构建起了蓝色光标公司覆盖海内外、产业链上下游的广泛业务网络,品牌影响力加大和业务范围变广进一步促进了企业收入的增加。此外,蓝色光标连续并购后的资源编排流程促进了并购价值创造的实现。并购后,蓝色光标的管理模式和业务流程在资源整合的过程中实现了进一步优化,进而提升了服务质量和拓宽了服务范围,由此可见,蓝色光标的品牌竞争力增强,连续并购为企业创造了价值。

5.2.2 行业地位领先

蓝色光标通过进行连续并购以及并购后有效的资源整合行为实现了企业的快速发展。比较直观的体现在公司业务范围从原来单一的国内公共关系服务拓展为如今业务类型包含数字营销、公共关系、活动管理、数字广告和元宇宙等方面；服务内容涵盖营销传播整个产业链以及服务地域基本覆盖全球主要市场的营销科技公司；公司业务涵盖从传统的 IT 行业拓展到互联网及应用、游戏、消费品、汽车、电子商务、房地产、金融以及高科技产品等八大行业；公司员工数达到 3000 人左右，服务的国内外品牌客户达到 3000 多家等方面。蓝色光标通过不断地并购活动，逐渐从“目标成为中国一流的专业传播集团”到“实现中国一流的专业传播集团目标”再到“国际一流传播集团”，蓝色光标是中国第一家市值过百亿的公司，也是中国唯一一家进入营销传播行业全球前十的中国企业，从其行业地位的不断变化可以看出蓝色光标连续并购实现了价值创造。

6 研究结论与启示

6.1 研究结论

本文分析过程重点探究了两个内容，即：基于资源编排理论，蓝色光标战略指导的不同发展阶段连续并购的价值创造路径和蓝色光标连续并购为公司创造价值的效果情况。经过前文的分析，得出以下两点结论：

第一，并购后的资源编排过程对于实现连续并购的价值创造具有重要作用。从连续并购的价值创造路径中可以看出，蓝色光标连续并购后的资源行为呈现出一定的资源编排规律。首先，在资源构建环节，蓝色光标紧密结合其战略目标，谨慎选择并购行业中发展较好的企业，通过横向、纵向乃至多元化的并购方式获取并购标的优质资源，同时在企业经营管理过程中也会对无法带来竞争优势的资源进行剥离和削减，并自行投入研发一些技术资源。其次，在资源重组步骤，蓝色光标会将并购后获取的资源与企业现有资源进行组合，优化和提升现有能力，或将获取的资源与现有资源进行整合以创造新的能力。最后，在资源撬动环节，整合调动能力实现企业业务范围的扩张和实现行业领先地位。通过并购后的资源编排活动，蓝色光标企业价值不断提升，市场地位不断提高，形成了较强的市场竞争力，便也实现了连续并购价值创造。然而，从其价值创造路径中可以看出，如果没有资源编排过程，企业的并购活动将仅仅停留在连续并购获取了大量资源的阶段，累计的资源无法形成可以企业的能力，也便无法撬动资源创造价值。由此可见，资源编排过程是连续并购实现价值创造的关键环节，有效的资源编排可以促进并购协同效应的实现，激发资源释放出更大的价值。

第二，并购后的资源整合方式差异将会影响连续并购价值创造的效果。并购后企业对于资源的整合会通过影响协同效应的发挥，而协同效应是企业实现连续并购价值创造的重要来源。蓝色光标连续并购的活动紧密跟随其战略指导。在业务扩展阶段，并购决策的制定均是基于“区域扩张、行业拓展、服务延伸”的业务发展战略，在此基础上明确企业想要获取什么样的资源，实现什么样的价值创造，进而选择并购标的。到了数字化转型阶段，并购活动根据企业“数字化”和“国际化”战略的改变而进行动态调整，在被并购公司的选择上也转变至数字营

销领域。符合企业发展目标的并购决策有助于并购后实现价值创造，反之则会浪费企业资源。然而，战略目标处于动态发展的过程，连续并购也是一个动态的过程，不同目标指导下的连续并购需要采用不同的策略进行并购后的资源整合。从前文分析可见，业务扩展阶段企业的主要进行了广告行业的业务扩展，并购后由于获取的资源与企业原有业务相似性较高，并购整合难度较小，企业采用的整合方式也只是与现有资源组合以提高已有能力的丰富式重组。在数字化转型阶段，由于技术进步和服务升级的需要，并购标的转向数字营销领域以及海外并购，并购获取的资源与企业文化、业务等方面差异性较大，只进行简单的资源整合可能无法充分发挥资源价值，因而企业采用了开拓式的资源重组方式，形成了可以构成企业核心竞争力的新的能力。可见，不同整合方式下，此二阶段连续并购的价值创造情况存在一定差异。

6.2 启示

6.2.1 重视并购后资源编排以促进协同效应发挥

连续并购是一个长期且动态的过程，企业战略指导下合理选择被并购公司是成功并购的前提条件，与此同时，并购后合理且有效的资源编排并购实现价值创造的重要因素。连续并购的价值创造并不是仅仅通过谨慎的并购标的选择就能实现的，也不能仅仅通过取得被并购企业的部分或全部控制权而实现，更重要的是并购后对于获取资源的编排过程。这也就解释了同样是进行连续并购的企业，其实现价值创造的效果却大相径庭的情况。忽视并购后对资源的整合，企业便难以实现并购的协同，连续并购的价值创造效果也会大打折扣。蓝色光标十分重视并购后的资源整合策略，通过并购后完整的资源编排过程，促进了并购双方在管理、财务、经营方面的协同。连续并购的资源编排有效帮助公司在短期内实现了规模的迅速扩张、业务的转型升级，同时蓝色光标市值飙升。从财务角度看，蓝色光标的连续并购活动为股东创造了价值；从非财务角度看，连续并购增强了企业市场竞争力，提高了市场地位。因此，从蓝色光标的案例分析中得到启示，认为企业应该重视并购后的资源整合环节，通过完整的资源编排过程，撬动企业资源发挥并购的协同效应，最终实现价值创造。

6.2.2 合理选择并购标的以避免盲目并购

企业的连续并购活动应当基于一定的发展战略指导，并在此基础上谨慎选择并购标的。并购标的选择之时，企业需要对自己和目标企业的基本状况进行分析。一方面，企业应当充分考虑通过并购活动预期可以获得那些优质资源，想要实现什么样的并购目标以及期望并购活动为企业带来什么样的价值创造等问题。同时，企业并购需要花费大量的资金，并购成功与否都会影响企业的经营情况和财务状况。因此，还要结合企业财务状况，对并购可能带来的风险进行预估和防范。此外，企业发展往往与经济社会的发展密切相关，企业管理层要具有前瞻性的眼光，准确判断行业发展前景和业务发展方向，以合理确定并购标的。另一方面，企业需要充分考虑目标公司在经营业务、财务状况乃至企业文化上和自己的契合程度，评判并购整合的难度和整合风险。蓝色光标案例分析中可见，公司管理层准确把握了行业发展和业务转型方向，各个阶段的发展目标十分清晰。蓝色光标连续并购活动紧密围绕企业战略目标展开。在对并购标的的选择上也较为谨慎，会结合自身财务状况、业务发展各方面情况选择行业中发展态势良好的企业，以获取对方的优质资源，从而补足自身短板，扩大优势。因此，企业需要合理选择并购目标，做好调查分析，尽量避免企业盲目并购带来的并购风险或是企业价值的耗损。

参考文献

- [1] Amit Raphael, Han Xu. Value Creation through Novel Resource Configurations in a Digitally Enabled World[J]. Strategic Entrepreneurship Journal, 2017, 11(3).
- [2] Beth Davis-Sramek, Richard Germain, Konstantin Krotov. Examining the process R &D investment - performance chain in supply chain operations: The effect of centralization[J]. International Journal of Production Economics, 2015, 167.
- [3] Birger Wernerfelt. A Resource-Based View of the Firm[J]. Strategic Management Journal, 1984, 5(2).
- [4] Datta Deepak K. Organizational fit and acquisition performance: Effects of post-acquisition integration[J]. John Wiley & Sons, Ltd. 1991, 12(4).
- [5] David G. Sirmon, Michael A. Hitt, R. Duane Ireland, et al. Resource Orchestration to Create Competitive Advantage: Breadth, Depth, and Life Cycle Effects [J]. Journal of management, 2011, 37(5).
- [6] David G. Sirmon, Michael A. Hitt, R. Duane Ireland. Duane Ireland. Managing Firm Resources in Dynamic Environments to Create Value: Looking inside the Black Box[J]. The Academy of Management Review, 2007, 32(1).
- [7] David J. Teece. Explicating Dynamic Capabilities: The Nature and Microfoundations of (Sustainable) Enterprise Performance[J]. Strategic Management Journal, 2007, 28(13).
- [8] Doukas John A. Petmezas Dimitris. Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias[J]. European Financial Management, 2007, 13(3).
- [9] Eckbo B. Espen. Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth[J]. Journal of Financial Economics, 1983, 11(1-4).
- [10] Feiqiong Chen, Huiqian Liu, Yuhao Ge. How does integration affect industrial innovation through networks in technology-sourcing overseas M&A? A comparison between China and the US[J]. Journal of Business Research, 2021, 122.
- [11] George L. Mullin, Joseph C. Mullin, Wallace P. Mullin. The Competitive Effects of Mergers: Stock Market Evidence from the U. S. Steel Dissolution Suit[J].

- The RAND Journal of Economics, 1995, 26(2).
- [12]Jarrad Harford. What drives merger waves?[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 77(3).
- [13]Jay Barney. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage[J]. Journal of Management, 1991, 17(1).
- [14]Jing Zeng, Zaheer Khan. Value creation through big data in emerging economies: The role of resource orchestration and entrepreneurial orientation[J]. Management Decision, 2019, 57(8).
- [15]Quy Huy, Christoph Zott. Exploring the affective underpinnings of dynamic managerial capabilities: How managers' emotion regulation behaviors mobilize resources for their firms[J]. Strategic Management Journal, 2019, 40(1).
- [16]Rayna Brown, Neal Sarma. CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions[J]. Journal of Economics and Business, 2007, 59(5).
- [17]Schipper K, Thompson R. The Impact Of Merger-Related Regulations On The Shareholders Of Acquiring Firms[J]. Journal of Accounting Research, 1983, 21.
- [18]Sune, Albert, Gibb, Jenny. Dynamic capabilities as patterns of organizational change An empirical study on transforming a firm's resource base[J]. Journal of organizational change management, 2015, 28(2).
- [19]曹翠珍, 吴生瀛. 企业并购的财务协同效应实证分析[J]. 会计之友, 2017(24):35-39.
- [20]陈仕华, 卢昌崇, 姜广省, 王雅茹. 国企高管政治晋升对企业并购行为的影响——基于企业成长压力理论的实证研究[J]. 管理世界, 2015(09):125-136.
- [21]陈仕华, 王雅茹. 企业并购依赖的缘由和后果: 基于知识基础理论和成长压力理论的研究[J]. 管理世界, 2022, 38(05):156-175.
- [22]杜占河, 魏泽龙, 谷盟. 大数据环境特征对 IT 外包项目绩效的影响——基于资源编排理论视角[J]. 科技进步与对策, 2017, 34(04):23-30.
- [23]范黎波, 林琪. 平台企业资源管理能力构建及演化路径——基于资源理论的双案例研究[J]. 经济管理, 2020, 42(09):49-63.
- [24]郭冰, 吕巍, 周颖. 公司治理、经验学习与企业连续并购——基于我国上市公司并购决策的经验证据[J]. 财经研究, 2011, 37(10):124-134.
- [25]韩立岩, 陈庆勇. 并购的频繁程度意味着什么——来自我国上市公司并购绩效的证据

- [J]. 经济学(季刊), 2007(04):1185-1200.
- [26]韩炜, 杨俊, 胡新华, 张玉利, 陈逢文. 商业模式创新如何塑造商业生态系统属性差异? ——基于两家新创企业的跨案例纵向研究与理论模型构建[J]. 管理世界, 2021, 37(01):88-107+7.
- [27]何伟军, 彭青玲, 袁亮. 中国企业海外并购动因、风险及绩效研究——基于韦尔股份收购豪威科技的案例[J]. 财会通讯, 2022(02):93-100.
- [28]胡海波, 王怡琴, 卢海涛, 刘晨. 企业数据赋能实现路径研究——一个资源编排案例[J]. 科技进步与对策, 2022, 39(10):91-101.
- [29]黄婊丽, 张钺, 李静. 基于时间过程视角的连续并购研究综述[J]. 管理学报, 2020, 17(09):1412-1422.
- [30]李纯青, 吕俊峰, 王肖利, 等. 多元企业身份张力调和机理研究[J]. 管理学报, 2020(2):12.
- [31]李仁良. 企业价值管理——战略、融资、投资和绩效[D]. 中国社会科学院研究生院, 2003.
- [32]李雨晴. 美的集团连续并购价值创造研究[D]. 北京交通大学, 2021.
- [33]林波, 陈少华, 吴益兵. 家族控制、管理层持股与会计信息质量[J]. 江西财经大学学报, 2014(04):46-56.
- [34]刘白璐, 吕长江. 基于长期价值导向的并购行为研究——以我国家族企业为证据[J]. 会计研究, 2018(06):47-53.
- [35]刘吉成, 闫文婧, 颜苏莉, 王源. 光伏企业价值创造能力评价研究——基于模糊综合评价法[J]. 会计之友, 2019(03):78-82.
- [36]毛雅娟, 李善民. 管理者持股能缓解代理冲突引发的公司并购行为吗[J]. 学术研究, 2013(06):60-68+159.
- [37]孟韬, 姚晨, 胡海洋. 共享办公情境下创业者资源编排路径——基于资源编排理论[J]. 技术经济, 2019, 38(02):91-99.
- [38]闵剑, 叶贝. 管理层能力、政治关联与跨国并购绩效[J]. 财会通讯, 2019(06):40-43+48.
- [39]欧思嘉, 郑勇. 管理者过度自信与企业并购行为的实证研究[J]. 宁夏工程技术, 2014, 13(03):283-288.
- [40]舒强兴, 郭海芳. 中国上市公司并购价值创造的实证研究[J]. 财经理论与实践, 2003

- (05):61-64.
- [41]苏敬勤,孙悦,高昕.连续数字化转型背景下的数字化能力演化机理——基于资源编排视角[J].科学学研究,2022,40(10):1853-1863.
- [42]唐兵,田留文,曹锦周.企业并购如何创造价值——基于东航和上航并购重组案例研究[J].管理世界,2012(11):1-8+44.
- [43]万木春.当代营销传播行业的知识生产力及其运行机制[J].现代传播(中国传媒大学学报),2019,41(10):124-130.
- [44]王进富,黄涛,张颖颖,田梦.平台型组织视角下科研院所衍生创业机制研究——基于扎根理论的单案例探索[J].科技管理研究,2021,41(19):105-113.
- [45]王世权,韩冬梅,汪炫彤.连续转型中高管团队注意力、资源编排与战略更新——基于东软的案例研究[J].南开管理评论,2022,25(06):183-194.
- [46]王艳,何竺虔,汪寿阳.民营企业并购的协同效应可以实现吗?[J].会计研究,2020(07):64-77.
- [47]谢洪明,王悦悦,张光曦,等.基于全球价值链再造的民营企业跨国并购整合研究——以卧龙和均胜为例[J].软科学,2015,29(3):5.
- [48]谢洪明,章俨,刘洋,程聪.新兴经济体企业连续跨国并购中的价值创造:均胜集团的案例[J].管理世界,2019,35(05):161-178+200.
- [49]谢秋华,刘潇.平台型企业如何重塑商业生态系统?——基于资源编排理论的纵向案例研究[J].科技管理研究,2021,41(20):131-143.
- [50]徐鹿,刘伟.企业价值创造力及衡量方式研究[J].会计之友,2013(08):35-37.
- [51]许晖,张超敏,单宇,冯永春.从追赶到超越:制造业企业市场适应性提升机制研究——基于资源编排视角[J].营销科学学报,2019,15(01):45-67.
- [52]许晖,张海军.制造业企业服务创新能力构建机制与演化路径研究[J].科学学研究,2016,34(02):298-311.
- [53]杨勃,张宁宁.新兴经济体企业逆向跨国并购的新型整合战略研究——文献评述与整合框架构建[J].当代经济管理,2020,42(05):26-34.
- [54]杨洁.企业并购整合研究[D].吉林大学,2004.
- [55]杨君慧.中国上市公司连续并购的市场反应研究[D].上海.东华大学,2012.
- [56]余鹏翼,曾楚宏.全球价值链重构与中国制造业海外连续并购战略转型研究[J].南京社会科学,2016(05):16-21.

- [57]张岚,范黎波,鲍哥.为什么企业会连续并购?——来自我国制造业企业的证据[J].财会通讯,2018(30):10-17+129.
- [58]张璐,周琪,苏敬勤,等.新创企业如何实现商业模式创新?——基于资源行动视角的纵向案例研究[J].管理评论,2019,31(09):219-230.
- [59]张青,华志兵.资源编排理论及其研究进展述评[J].经济管理,2020,42(09):193-208.
- [60]张先治,晏超.会计准则变革、资本成本与企业投资行为——基于资本资产定价模型的理论分析[J].管理评论,2018,30(04):206-218.
- [61]张煦林.东方园林连续并购的价值创造研究[D].广东.广东工业大学,2019.
- [62]张玉兰,柯海洋,王薇等.民营企业海外并购价值创造评价体系构建与应用[J].会计之友,2016(19):30-34.
- [63]张媛,孙新波,钱雨.传统制造企业数字化转型中的价值创造与演化——资源编排视角的纵向单案例研究[J].经济管理,2022,44(04):116-133.
- [64]朱磊,梁诗敏.元宇宙视角下的广告运作[J].现代视听,2021(12):9-14.
- [65]朱正萱.企业集团与“协同效应”[J].南京理工大学学报(社会科学版),1999(04):66-69.

后 记

行文于此，硕士研究生学习生涯即将结束。三年时光匆匆而过，回顾过往，心中感慨万千。临别之际，最想说的还是感谢。

感谢父母家人的关心和支持。感谢我的父母，二十多年来他们对我总是不求回报的付出，尽他们可能把最好的给了我。一路以来，父母对我严格要求也会给我充分的信任和尊重。他们深知教育的重要意义，求学路上一直坚定的支持我，让我没有后顾之忧的完成学业。也要感谢我的家人们，他们鼓励我照顾我，会在我迷茫困惑之时给我指导让我豁然开朗，也会在我纠结徘徊之时与我分享经验教我如何选择。

感谢所有老师的指导和教诲。感谢我的导师雒京华教授，她在学业上悉心教导我，在未来发展方面给我深切关怀，本篇论文从开题、撰写到答辩的整个过程都离不开她的督促指导。她严谨的治学态度，认真负责的工作作风教育引导我踏实求索，在她的谆谆教诲下我取得了明显的进步。也要感谢教授过我知识的老师们，是他们的传道授业解惑，让我对专业的理解更加全面深刻，也让我的论文写作过程更加顺利。

感谢同学朋友的帮助和陪伴。感谢我的三位室友，三年陪伴，充满快乐与欢笑，感动与美好，积累下深厚的情谊。感谢我的同门，我们互相帮助，共同进步，合作讨论的过程十分轻松快乐。也要感谢朋友们多年的陪伴，我们分享快乐也互相鼓励。

感谢自己的坚持和努力。从本科到硕士的七年宝贵青春时光里一直在努力，也在慢慢进步和成长。在自己奋斗下，生活充实且收获颇丰。感谢自己在学习上踏实认真，生活中乐观坚强，保持初心不改，主动追求卓越，努力让自己成为更好的自己。

三年来，有收获，有成长，也有遗憾；此刻，有憧憬、有期待，亦有不舍。

总之，感恩所有经历，感谢所有遇见。

最后，愿祖国繁荣昌盛，愿母校永铸辉煌，愿家人平安健康，愿老师桃李芬芳，愿同学前程似锦，也愿自己继续保持热忱，坚定前行，一切未来可期！