

分类号 F740.4/140  
U D C 339

密级 公开  
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 腾讯跨国并购 Supercell 的协同效应分析

研究生姓名: 张璐

指导教师姓名、职称: 王必达 教授

学科、专业名称: 国际商务

研究方向: 企业国际化运营与发展

提交日期: 2024年5月31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： 张璐 签字日期： 2024年5月31日

导师签名： 王 签字日期： 2024年5月31日

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

## 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： 张璐 签字日期： 2024年5月31日

导师签名： 王 签字日期： 2024年5月31日

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

# **Analysis of the synergies of Tencent's cross-border acquisition of Supersell**

**Candidate :Zhang Lu**

**Supervisor:Wang Bida**

## 摘要

随着我国信息技术的进步,网民规模和互联网普及率的高速增长使我国互联网产业“弯道超车”,众多互联网企业在短时间内跻身全球前 500 强企业。同时,经济全球化背景下,跨国并购逐渐成为企业海外发展的重要途径。基于互联网企业的良好发展和我国宏观政策鼓励进行跨国并购,越来越多的中国互联网企业开始根据自身发展情况和发展目标着眼于世界开启跨国并购。但因互联网行业市场环境变化快、涉及数据隐私和产品文化属性强等原因,跨国并购成功率并不高,更别提资源共享实现协同效应。研究互联网企业跨国并购的短期协同效应与长期协同效应,能直观地判断并购为企业带来的是风险还是收益,从而更好的调整未来发展规划。通过梳理国内外协同效应的文献研究,发现平衡计分卡的四个维度与协同效应的三个方面有所重合,可以在财务绩效评价的基础上,拓宽原有的评价方法角度,从多维度出发更能满足互联网企业在市场规模、内部整合、核心技术和研发团队方面的并购协同效应评价需求。

因此,本文基于跨国并购协同效应相关理论,以互联网行业发展状况为背景,对并购背景和方案进行梳理,分析了腾讯跨国并购 Supercell 的真实驱动因素。在短期协同效应的研究采取事件研究法,通过分析腾讯企业并购后的股价市场变化反应并购影响。长期协同效应采用平衡计分卡建立指标体系,融入互联网行业发展重要指标,分别从财务、经营、管理三方面分析其并购的长期协同效应实现情况及实现原因。再运用熵值法为各个指标客观赋权对长期协同效应进行综合评价,结果表明并购后长期协同效应整体上升。最后,基于协同效应评价结果,总结该案例中互联网企业跨国并购的成功经验,以期为增进我国互联网企业跨国并购实现协同效应提供参考和建议。

**关键词:** 跨国并购 互联网企业 并购动因 短期协同效应 长期协同效应

## Abstract

With the progress of China's information technology, the rapid growth of the scale of netizens and the penetration rate of the Internet has made China's Internet industry "overtake in the corner", and many Internet companies have ranked among the top 500 enterprises in the world in a short period of time. At the same time, in the context of economic globalization, cross-border mergers and acquisitions have gradually become an important way for enterprises to develop overseas. Based on the good development of Internet enterprises and China's macro policies to encourage cross-border mergers and acquisitions, more and more Chinese Internet companies have begun to focus on the world to start cross-border mergers and acquisitions according to their own development conditions and development goals. However, due to the rapid changes in the market environment of the Internet industry, data privacy and strong product cultural attributes, the success rate of cross-border mergers and acquisitions is not high, let alone the synergy effect achieved by resource sharing. Studying the short-term synergies and long-term synergies of cross-border mergers and acquisitions of Internet enterprises can intuitively determine whether mergers and acquisitions bring risks or benefits to enterprises, so as to better adjust future development plans. By combing the literature research on synergies at home and abroad, it is found that the four dimensions of the balanced

scorecard overlap with the three aspects of synergies, which can broaden the perspective of the original evaluation method on the basis of financial performance evaluation, and better meet the needs of Internet enterprises in the evaluation of M&A synergies in terms of market size, internal integration, core technology and R&D team from multiple dimensions.

Therefore, based on the theory of cross-border M&A synergies, this paper reviews the background and plans of M&A against the background of the development of the Internet industry, and analyzes the real driving factors of Tencent's cross-border M&A with Supercell. In the study of short-term synergies, the event research method is adopted, and the impact of mergers and acquisitions is reflected by analyzing the changes in the stock price market after Tencent's mergers and acquisitions. Long-term synergies are based on the balanced scorecard to establish an index system, integrate important indicators of the development of the Internet industry, and analyze the realization of long-term synergies of mergers and acquisitions and the reasons for their realization from three aspects: finance, operation and management. Then, the entropy method is used to objectively weight each index to comprehensively evaluate the long-term synergy, and the results show that the long-term synergy effect increases as a whole after the merger. Finally, based on the results of synergy evaluation, the successful experience of cross-border M&A of Internet enterprises in this case is summarized, in order to provide reference and

suggestions for improving the synergistic effect of cross-border M&A of Internet enterprises in China.

**Keywords:** Cross border M & A; Internet enterprise; M&A motives;  
Short-term synergies; Long-term synergies

# 目 录

<b>1 绪论</b>	<b>1</b>
1.1 研究背景和研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 跨国并购动因文献综述	3
1.2.2 跨国并购协同效应文献综述	4
1.2.3 并购协同效应的评估与绩效研究	5
1.2.4 文献述评	7
1.3 研究创新点及不足	7
1.3.1 创新点	7
1.3.2 不足之处	7
1.4 研究内容与方法	7
1.4.1 研究内容	7
1.4.2 研究方法	9
<b>2 概念界定及理论基础</b>	<b>10</b>
2.1 相关概念界定	10
2.1.1 跨国并购概念	10
2.1.2 协同效应概念	10
2.2 跨国并购相关理论基础	10
2.2.1 国际生产折衷理论	11
2.2.2 产品生命周期论	11
2.2.3 市场势力理论	11
2.2.4 规模经济理论	12
2.3 跨国并购协同效应评价方法	12
2.3.1 事件研究法	12



2.3.2 平衡计分卡.....	12
2.3.3 熵值法.....	13
<b>3 腾讯跨国并购 Supercell 的基本情况及其动因.....</b>	<b>15</b>
3.1 企业跨国并购发展现状.....	15
3.1.1 互联网企业跨国并购规模.....	15
3.1.2 互联网企业跨国并购区域.....	16
3.1.3 互联网企业跨国并购特点.....	17
3.2 并购双方介绍.....	19
3.2.1 腾讯公司概况.....	19
3.2.2 芬兰游戏公司 Supercell 概况.....	20
3.3 并购实施过程.....	21
3.3.1 并购背景.....	21
3.3.2 并购历程介绍.....	21
3.4 腾讯并购的动因.....	22
3.4.1 拓展海外游戏市场.....	22
3.4.2 增强研发能力.....	23
3.4.3 布局全品类游戏产品矩阵.....	24
<b>4 腾讯并购 Supercell 的短期协同效应分析.....</b>	<b>26</b>
4.1 基于事件研究法的短期协同效应分析.....	26
4.1.1 确定并购的事件日、窗口期和估计期.....	26
4.1.2 研究模型构建及数据计算.....	26
4.1.3 超额收益率 ARit 与累积超额收益率 CARit 的显著性分析.....	28
4.2 本章小结.....	29
<b>5 腾讯并购 Supercell 的长期协同效应分析.....</b>	<b>30</b>
5.1 平衡计分卡评价企业海外并购协同效应的合理性.....	30
5.2 基于平衡计分卡构建协同效应的指标体系.....	31
5.2.1 财务维度反映的财务协同效应.....	31
5.2.2 客户维度反映的经营协同效应.....	31

5.2.3 内部流程维度和学习成长维度反映的管理协同效应.....	32
5.3 长期协同效应的指标分析.....	34
5.3.1 财务协同效应分析.....	34
5.3.2 经营协同效应分析.....	39
5.3.3 管理协同效应分析.....	43
5.4 长期协同效应的综合分析.....	45
5.4.1 基于熵值法的分析过程.....	46
5.4.2 综合结果分析.....	49
5.5 本章小结.....	49
<b>6 研究结论与启示 .....</b>	<b>52</b>
6.1 研究结论.....	52
6.2 增进互联网企业跨国并购实现协同效应的启示.....	52
6.2.1 关注战略协同.....	52
6.2.2 选择合理的支付方式.....	53
6.2.3 重视并购整合.....	54
<b>参考文献 .....</b>	<b>55</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景和研究意义

### 1.1.1 研究背景

党的二十大报告明确提出坚持以推动高质量发展为主题，坚持高水平对外开放，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。同时，“十四五”及未来一个时期，贯彻新发展理念，抢抓数字经济发展机遇，将为中国企业出海发展提供政策支持和良好发展环境。对外直接投资是我国战略的重要组成部分，也是企业主动参与国际分工整合资源、规避贸易壁垒和掌握外部信息的积极举措。跨国并购是对外直接投资的主要方式，已经逐步成为我国企业国际化经营的重要手段。成功的跨国并购可以扩大经营范围、整合各项细分市场资源以及提高技术水平，从而获得“1+1>2”的协同效应。

如今数字经济飞速发展，开启新一轮科技革命，数据成为新的生产要素，企业开始数字化转型。中国产业转型升级的需求愈发迫切，以大数据、互联网和人工智能等数字技术赋能产业转型升级，是加快各行各业实现高质量发展的重要手段。中国为打造数字经济新优势，提出扩大数字经济开放，支持和引导我国数字科技企业开拓国际市场，利用好数字科技企业这个重要渠道连接国内国际双循环。在庞大互联网用户基数的助推下，中国涌现出一批优秀的互联网科技企业，在用户规模、技术积累和资本市场价值等方面均居于世界前列。与传统企业相比，以互联网为代表的数字科技企业展现出天然优势，它们的运营模式更加新颖、成长更加快速，同时竞争也更加激烈。在国内市场日趋饱和，国际市场快速变动和技术迭代日新月异的情况下，互联网企业面临增长瓶颈，通过跨国并购获取新市场和前沿技术以增强企业核心竞争力的欲望更加强烈。并购后资源共享实现的协同效应更是各个互联网企业跨国并购追求的目标。因此，无论从外部环境来看还是企业自身发展需求，企业都应紧跟国家政策适应时代发展潮流，参与到国际市场竞争中。然而，由于存在信息不对称、文化差异和缺乏经验等多方面因素，大部分企业在并购后的状况达不到预期。

腾讯作为互联网行业的领军企业，紧跟国内互联网企业积极“出海”的发展潮流，在 2016 年斥 86 亿美元开展了互联网史上最大规模的跨国并购案，该并购

事件对国际互联网行业产生了重大影响。探究互联网企业中的典型并购事件——腾讯跨国并购 Supercell，是否实现协同效应，如何达成并购协同效应，有助于判断企业在跨国并购后的发展状况是否达到了预期目标。总结跨国并购案例中的经验和教训，能促进企业科学的开展并购活动，提升企业跨国并购的成功率，为我国互联网行业的发展指引方向。

### 1.1.2 研究意义

#### (1) 理论意义

国外有关协同效应理论的研究成果主要集中在发达国家间的企业并购，较少以发展中国家与发达国家间的并购协同效应为研究对象，由于研究对象具有差异性，那么得到的研究结果也存在一定的不同。此外，我国企业跨国并购是近二十年才发展起来，对跨国并购的研究主要以国有企业或制造业为主，以互联网企业为并购方视角的研究较少，关于互联网企业并购协同效应的研究相对来说更少。因此，本文以互联网企业的跨国并购为背景，对腾讯并购 Supercell 的协同效应进行了短期与长期分析，以期能够为研究互联网企业实现并购协同效应提供理论参考。

#### (2) 现实意义

近期，受欧美发达国家对中国投资态度转变和新冠疫情对全球产业链冲击的影响，中国企业对外投资发展明显受阻，投资项目和金额总量均出现下降。为应对复杂的国际形势，中央适时提出“双循环”发展战略，加快构建新发展格局。支持和引导企业有序“走出去”是更好利用国内外两个市场、两种资源构建“双循环”战略格局的重要环节。

目前，数据是关键生产要素，互联网是大数据应用落地最早的行业之一，发展互联网行业是发展数字经济的重要内容。互联网领域部分前沿技术的技术体系尚不健全、技术壁垒尚未形成，跨国并购有助企业快速获得海外最新技术、增强自主研发能力，投身海外市场为我国企业提供了追赶与跨越机会。

欲推进互联网企业的跨国并购，实现跨国并购协同效应，首要问题是探讨互联网企业因何动机进行跨国并购，企业不同的内在条件和外部宏观环境决定企业跨国并购的动机不同。理性的跨国并购动机有助于企业选取合适的跨国并购目标和国际化发展战略，加速企业的国际化进程。本文将腾讯并购 Supercell 作为研

研究对象,探究腾讯跨国并购的动因,分析此次并购是否带来正向长短期协同效应并分析出现该效果的原因,通过经验教训总结有助于相关互联网企业学习借鉴相关经验,提前防范并购时可能出现的风险,推动企业完成并购目标和后续长期健康发展,提高企业跨国并购成功几率。同时,互联网企业成功走出去和健康发展,能够提高我国对外开放水平和企业国际竞争能力。在数字化浪潮中,互联网企业融入世界经济对加快数字化发展,建设数字中国有重要意义。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 跨国并购动因文献综述

国外学者对跨国并购动因研究较早,主要从对外直接投资理论发展而来,英国学家 Dunning 曾总结对外直接投资的四个动机分别是:市场寻求型、效率寻求型、资源寻求型和战略资产寻求型。Donald Hopkins 在四个对外直接投资动机的基础上进一步说明了跨国并购动机:分为经济动机、市场动机、战略动机和个人动机四种。从具体来说,以 Jense et al. (1983)为代表的效率理论认为增进效率是推动企业开展并购活动的重要原因。通过横向跨国并购,规模效应和范围经济的获得是比较明确的,以提高企业效率获得协同效应。Rugman 和 Li (2007)在研究中国企业与外资企业竞争中证实了,中国企业常通过跨国并购来获取急需的战略资源,克服“外来者劣势”。Byung 和 Choi (2014)通过研究可持续竞争优势的模型进一步佐证了获得无法从交易市场上直接购买的特殊资源是企业跨国并购的最初动机。还有部分国外学者认为要素价格差异和交易成本会驱使企业开展跨国并购。如 Chen et al. (2019)经研究发现部分企业由于国内资本和土地成本较高,故选择跨国并购进入海外市场以降低要素成本。Kong et al. (2021)基于实证发现要素成本的提高会削弱企业生产率对自身向外并购的促进作用。

国内学者结合我国国情,对海外并购动因理论研究进行了更具体的研究,从外部宏观角度来看。林忠礼和傅仰艺(2005)根据国家支持论认为中国企业海外并购高速发展与国家战略有密不可分的关系,中国政府的政策支持与鼓励为企业“走出去”提供了信心。贾宪军和胡海峰(2018)认为中国企业投资动机正在从资源寻求向战略性资产寻求转变。余娟娟和魏霄鹏(2022)通过实证分析得出,东道国稳定良好的营商环境可以提高跨国并购的成功率,对中国企

业跨国并购的影响日益显著，可以强化企业进行跨国并购的动机。

中国企业海外并购既要具备相应的外部环境条件，也要有适应当前经济发展阶段的内在冲动，从企业内部角度来看。企业战略和发展现状是推动企业进行跨国并购的主要内驱力。阎大颖（2006）认为跨国并购是企业为调整自身力量保持国际核心竞争力而做出的决定。王玉宝和孙建中（2008）认为中国部分企业已具备了对外直接投资的经济实力，在产权结构、组织形式和经营机制上具有一定的优势，对国际市场的适应性和竞争力有较大的活力和潜力。王旭等（2022）将中国企业与美国企业相比较，发现中国企业具有明显的市场寻求动机和战略资产寻求动机。在构建“双循环”新发展格局背景下，数字并购为企业提供了新的发展机遇，孙黎和张弛（2023）表明数字技术和研发资源是数字企业跨国并购的核心驱动力，数字型企业能以此提高全要素生产率，抓住数字经济发展新机遇。张天顶和谢雨桐（2024）以制造业上市企业的数字并购数据为基础得出，收购方企业通过数字并购，实现数字资源的共享和数字技术的整合，能提升企业内部实力，实现企业在全价值链升级。

### 1.2.2 跨国并购协同效应文献综述

Ansoff(1965)在公司战略中首次提出协同效应，指两个企业通过共享资源实现的整体效益超过各个部分效应之和，并指出最终目的是对能力与知识进行转移来创造价值。取得协同效应已成为欧美资本主义国家大型企业规划并购、开展多元化发展战略的最关键的推动因素。Weston(1990)在 Ansoff 的研究基础上，把协同效益细分为经营协同、管理协同和财务协同。其中，管理协同是任意两个管理能力有差异的企业整合后，企业会受到有更出色管理经验和能力的企业影响，使得整体管理效益提升。经营协同是企业并购整合后产生交易费用节约、规模经济和范围经济，让企业在经济方面性质互补、收益提升。财务协同是企业兼并可以带来非效率提高所产生的财务效益，具体涵盖了并购企业自有现金流量的充分利用、降低融资成本、节税效应以及两个企业的共同保险效应。但有学者提出以上“1+1>2”的协同效应没有考虑并购前双方企业本身就具有增长潜力，Sirower（1997）详细说明了协同效应得是合并后的企业业绩高于独立时预期能达到的业绩标准之和，而不是当下的业绩相加。Alhenawi（2015）通过研究企业跨国并购后五年数据发现，协同效应不会在跨国并购后短期实现，需要在一段时间协调整

合后才会持续地实现。

随着越来越多国内企业开始注重在并购中激发协同效应,我国学者也开始深入分析协同效应会受到哪些因素影响。绍妮和文海涛(2013)认为企业的并购动机随着企业所属产业的不同演进阶段而变化,处于规模化阶段企业的并购才是以协同效应的获取为主,协同效应研究应从静态向动态转变,通过预测企业未来收益判断双方是否实现了协同发展,只要成功合并即是有效的。王艳等(2020)表明协同效应不只是创造“1+1>2”,更重要的是并购后提高全要素生产率使企业价值增值大于交易价格成本,并且将高额的溢价成本通过积极的并购整合转化为价值创造。童迎香和潘雅琼(2021)基于互联网生态视角,提出随着互联网生态的不断演化,企业通过并购拓展新的经营领域,增加主营业务收入可以起到事半功倍的协同效应。王超(2023)表示在企业并购中经营协同、财务协同、管理协同紧密相联,合作发挥出协同效应,达成企业并购目标。企业并购后通过整合企业组织架构、文化、人力资源和经营战略等方式可以实现并购双方企业协同发展,促进企业协同效应持续发挥作用,为企业在激烈的市场环境中前进发展持续提供动力。

### 1.2.3 并购协同效应的评估与绩效研究

一般来说协同效应的达成会带来更佳的企业绩效。目前评估并购协同效应是否达成主要是围绕企业并购绩效是否提高来判断。Septian et al.(2019)通过实证研究印度尼西亚股票交易所挂牌的三十三家非金融企业 2010-2018 年的并购案例数据,证明了协同效应和公司绩效关联紧密,存在正相关关系。王艳和何竺虔(2019)通过研究 2003-2015 年间我国民营上市公司的并购重组事件也说明了对并购绩效的检验即可检验并购后协同效应是否实现。苑泽明等(2019)认为可以从并购目的出发构建绩效考核系统,将财务与非财务指标整合,根据企业实际情况选用事件研究法、财务指标法、因子分析法和平衡记分卡等绩效评价方法来评价协同效果。

Dolley(1933)开创事件研究法后,这一实证方法被众多学者用来探究某一事件产生前后企业的股价变动,判断该事件是否为企业股东带来短期财富。Gennaro Berniley(2013)等学者使用了事件研究法对行业间企业横向并购的协同效应进行了分析,得出了横向并购有助降低行业内竞争关系,对企业实现短期协同效应

有益的结论。黄福广等(2020)从风险资本是否参与并购角度,使用事件研究法对657个上市公司的并购案例进行分析,研究得出累积超常收益的提高会带来协同效应,从而提高并购绩效。党国豪和周霞(2022)基于事件研究法对美的集团并购库卡前后股价进行分析,计算窗口期内累计超额收益率的升降情况反映并购前后主并企业的是否有短期并购协同性。

并购是从企业长远发展角度出发的一种战略行为,实现长期协同效应才是企业并购的最终目的。朱红军和汪辉(2005)认为由于我国的资本市场不如西方资本市场完善,仅仅采用事件研究法考察并购日前后短时间窗口的超额收益并不能反映出并购对公司价值的影响,应将重点放在并购对目标企业价值的长期影响上,通过长期数据来研究并购后协同效应的实现与否。李慧芳等(2019)研究新都化工并购嘉施利事件中,利用财务指标法,选取了并购前后的财务数据来分析并购后对企业绩效的提升,再通过熵值法综合计算得出企业并购前后的整体评价值考察企业长期协同效应的实现情况。林兢和郑楠楠(2020)认为企业绩效的评价体系应基于长远目标构建,体现出未来发展潜力,可以采取因子分析法对长期财务绩效指标进行综合评价,结果显示并购后产生了协同效应,财务绩效得到明显改善,实现了企业价值创造。张琳若和姚正海(2022)为研究并购企业长期业绩管理与战略目标实现,基于平衡计分卡从多维度建立腾讯公司并购绩效指标体系,评估企业海外并购是否产生协同效应。

#### 1.2.4 文献述评

综合以上国内外跨国并购动因及协同效应分析文献梳理,能够发现:已有的研究已经对跨国并购主要动因做了多方面的探讨。尤其是从国际生产折衷理论、战略性资产获取动机说和协同效应等角度解释了公司的跨国并购。然而伴随着互联网的蓬勃发展重塑了知识、商品和服务跨境流动的方式,原有的跨国并购理论应用合理性、适用性和可行性还需要进一步提高。此外,国内学者对企业协同效应的研究一般是分为财务协同、经营协同和管理协同三方面,多基于研究并购案例的财务数据展开,评估使用方法单一,具有一定局限性。短期协同效应分析主要采用事件研究法,短期协同效应分析主要采用财务指标法和EVA法对长期协同效应进行分析。鲜有从组织战略目标实现角度,从多维度判断协同效应的达成。本文在已有的研究基础上根据互联网行业发展特点,研究腾讯企业跨国并购驱动



因素，采用事件研究法分析短期协同效应，使用平衡计分卡涵盖腾讯并购过程中涉及的大多数重要经济数据建立指标体系，再结合熵值法综合评估腾讯是否通过海外并购实现长期协同效应。

## 1.3 研究创新点及不足

### 1.3.1 创新点

在数字互联网时代，越来越多互联网企业开始跨国并购，现阶段关于互联网企业并购协同效应的研究大部分仍旧采用适合于传统行业的方法，忽略了互联网行业区别于传统行业的特殊性。并且，目前鲜有文献同时从短期协同和长期协同两个角度评估企业并购效果。

本文跳出以往并购协同效应的衡量只以财务数据单一维度论成败的框架，采用平衡记分卡从多维度建立指标体系，在财务数据的基础上，加入了对互联网企业发展起重要作用的非财务指标，比如应用下载量，品牌价值、技术研发和专利申请。在对腾讯并购的长期协同效应分析中，本文不仅从市场视角增加行业发展平均水平指标，还增加了竞争企业做对照。从多角度分别研究了腾讯并购事件的协同效应，针对性更强，丰富了互联网企业跨国并购协同效应分析的理论。

### 1.3.2 不足之处

第一，虽然上市公司已经披露了大量信息，但是被并购方是海外未上市企业，所掌握的资料有限。并且由于信息受到保护等原因，本文只能基于公开的报告和现有数据库等资料进行研究分析，存在一定局限性。

第二，腾讯企业跨国并购协同效应是多因素共同推动的结果，本文对协同效应的研究选取指标不够全面，指标变化的原因挖掘可能不够深入。

## 1.4 研究内容与方法

### 1.4.1 研究内容

本文的研究主要分为六个章节：第一章是绪论。首先对文章研究背景和研究意义进行论述，在此基础上确定本文研究思路与研究方法，通过对现有跨国并购动因、协同效应和绩效研究文献梳理提出文章的创新点和不足之处；

第二章为概念界定和理论基础。首先解释了跨国并购的概念、类型和协同效

应概念，阐述了有关跨国并购理论，接着介绍了协同效应理论评价方法，为下一步研究奠定理论基础；

第三章是腾讯跨国并购 Supercell 的基本情况 & 动因分析。介绍了企业所在的互联网行业跨国并购的发展现状和并购双方的实际情况及整个并购过程，深入分析该腾讯企业跨国并购的动因；

第四章是腾讯跨国并购 Supercell 的短期协同效应分析。采用事件研究法分析腾讯是否通过并购达成短期协同效应，得出累积超额收益率显著大于 0 的研究结果，表明并购事件对企业资本市场产生了正向影响，达成短期协同效应；

第五章是腾讯跨国并购 Supercell 的长期协同效应分析。首先，通过平衡记分卡建立指标体系。其次，从经营协同效应、管理协同效应、财务协同效应三个角度选取合适指标对腾讯此次并购长期协同效应进行分析。最后，结合熵值法对腾讯长期协同效应进行综合评价；

最后一章是研究结论及启示。对上文的分析进行概括得出结论，并且根据研究结论提出对互联网企业跨国并购实现协同效应的启示。

具体结构如图 1.1 所示：

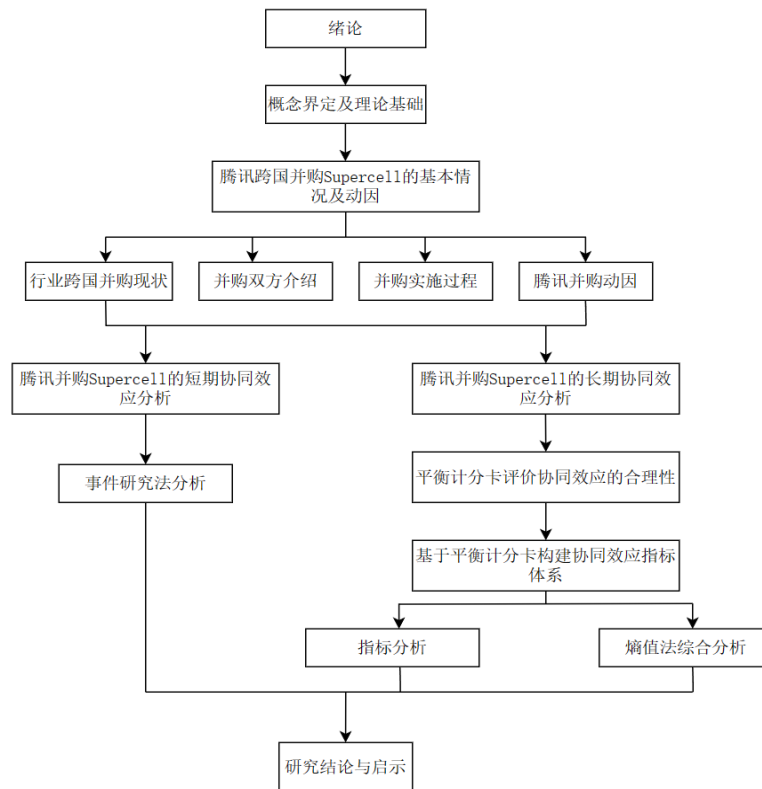


图 1.1 文章框架结构

## 1.4.2 研究方法

(1) 文献研究法。是指通过搜集、整理相关文献的研究来科学认识客观事实的方法。本文主要用于梳理海内外并购动因和协同效应相关文献,理清研究思路,为本文研究奠定理论基础和学术支持。

(2) 统计法。通过收集数据,分析数据来制作图表。本文用到的数据主要涉及到中国互联网发展态势、互联网企业跨国并购规模和腾讯企业年报等数据。将其制作成图表直观且明确。

(3) 案例分析法。案例可以证实研究理论研究的有效性。本文选取互联网龙头企业腾讯超大规模并购 Supercell 事件,作为互联网领域跨国并购的典型案列。从微观角度详细分析企业跨国并购的动因和是否通过并购达成协同效应,从实际案例操作中总结对互联网企业具有普适性的经验教训。

(4) 平衡记分卡。平衡记分卡的本质特征就是一种系统的、先进的绩效衡量工具,它能够将企业并购目标与期望达成的效果相连结,全面地分析企业在并购时出现的问题并给予及时的反馈。在腾讯并购 Supercell 的案例中,该方法通过平衡记分卡各个维度的指标之间相互作用能够规避传统绩效评价方法事后来分析评价的缺陷,可以更准确客观评价本次并购的成效。

(5) 事件分析法。查询并购企业在事件发生前后的股价信息,通过事件分析法基于 CAPM 模型计算并购公告发布前后一定期间的超额收益率,可以得出该事件对并购方市场绩效的影响程度,进而对并购企业的短期协同效应进行评价。

(6) 熵值法。采用熵值法对腾讯财务、经营、管理协同效应中的相关指标进行权重赋值,计算出各个指标在并购前后各个年份的总体得分。然后根据计算结果对腾讯并购 Supercell 的长期协同效应进行分析得出研究结论。

## 2 概念界定及理论基础

### 2.1 相关概念界定

#### 2.1.1 跨国并购概念

跨国并购是企业对外直接投资的重要方式，指企业出于某种动机，跨越国界将其他国家某个企业的全部资产或足以行使经营控制权的股份收买下来，交易行为涉及到两个或以上不同国家。跨国并购最大的优势在于可以快速进入他国市场，将竞争对手转化为合作搭档，提升市场占有率，降低跨国公司所面临的风险，增强市场竞争力。我国企业跨国并购分为两种：一种是我国企业被国外企业所并购；另一种是我国到海外实现并购。本文聚焦我国企业对海外市场目标企业进行并购。

#### 2.1.2 协同效应概念

协同效应理论认为企业应当寻找符合自身未来发展战略的企业进行并购，通过并购后的资源共享和整合使得整体价值大于并购前各部分的价值简单之和，从而产生“1+1>2”的效应。协同效应根据时间间隔可以分为短期协同效应和长期协同效应。主要包括经营协同效应、财务协同效应和管理协同效应。

第一，经营协同效应是指并购后企业生产经营效率提升并产生一定收益，主要表现为企业市场占有率扩大形成规模经济，品牌知名度提升使得市场势力扩大，应用下载量提高而增加收入，其中规模经济是互联网企业经营协同最明显的表现。

第二，财务协同效应是指并购后企业由于财务能力提升带来经济效益，具体包括财务杠杆调节、合理避税和预期效应。主要表现为内部资金更充足、资金利用效率提高、融资能力增强及筹资费用降低。因为互联企业的无形资产价值计量受市场环境影响波动较大，所以面临的财务风险也更大，并购时采取合理的融资和支付方式，有助于降低并购带来的财务风险。

第三，管理协同效应是指并购后管理经验和人力资源在企业内部转移，使企业并购后管理效率提升。主要表现为降低组织运行成本和优化资源配置管理。管理协同效应对企业形成持续竞争力有重要作用，它是企业并购后要实现的首要目标。

### 2.2 跨国并购相关理论基础

### 2.2.1 国际生产折衷理论

国际生产折衷理论认为由于各国要素禀赋不同，且要素并非完全自由流动，再加上东道国的吸引外资政策的影响，进而使一些跨国公司拥有了优势。当同时具备所有权特定优势和内部化优势这两个必要条件以及在某国具有区位优势这个充分条件时，企业会进行海外直接投资及并购。欠缺所有权优势的发展中国家企业，可以通过海外并购的方式获取外部知识密集型资产来补充所有权优势。然后通过将交易活动内部化把企业优势巩固在内部，选择具有优势的市场保证企业所有权优势得以充分发挥。本文案例中的腾讯企业在欠缺技术优势的情况下，通过并购目标市场上极具创新活力的企业，吸收其先进技术弥补研发能力短板，从而提升自主创新能力

### 2.2.2 产品生命周期论

该理论以不完全竞争市场为理论基础，将新产品从研发到淘汰分为开发期、成长期、成熟期和衰退期四个阶段。同时世界上的国家也大致可以分为三种类型：发达的创新型国家、工业化较发达国家和欠发达国家。新产品在生命周期的每个阶段都呈现出不同的特点，使得产品生产会依次在三种不同类型国家进行转移，进而影响企业的全球战略行为。该理论可以作为一种框架，用来指导行业在不同发展不同阶段，比较倾向于在何种地区发生哪种类型并购。本文研究的案例属于互联网企业，该行业生命周期短，能快速进入成熟期，对技术要求高，倾向于在最发达的新产品创新型国家发生并购。开发和成长期时，倾向发生横向并购，当成熟期时，则倾向发生纵向和混合并购。

### 2.2.3 市场势力理论

市场势力理论是一种市场理论，指出企业要想短时间内快速扩大市场份额，提高竞争力就可以借助跨国并购的方式实现，因为企业进行并购时，不仅可以扩充企业实力同时还可以减少同行业竞争者数量。根据该理论，企业通过跨国并购获取目标企业的市场资源，实现自身规模扩大，能增强其控制市场的能力，甚至达成垄断获取高额利润。市场势力理论根据不同的跨国并购类型会有不同的反馈效果。若是横向并购的话，市场势力理论认为可以获得新客户和技术资源，扩大规模实现规模经济，提高行业地位稳定市场。若是混合并购的话，市场势力理论

认为一般是企业目前市场需求下降，需要寻找新的经济增长点，实现多元化经营分散风险。本文案例中腾讯企业面临国内市场日趋饱和且竞争越来越大的趋势，急需在海外市场拓展新业务，分散单一市场收入来源的风险。

## 2.2.4 规模经济理论

规模经济理论既是经济学的重要理论也是现代企业管理研究的重要范畴。指特定时期内增加某一商品的生产数量，商品单位成本会随之降低。简言之，企业可以通过扩大经营生产规模，达到降低生产成本和交易费用的作用，以此提高利润水平。马歇尔将规模经济分为内部规模经济和外部规模经济：前者主要指企业可以通过向内提高员工人力资源和打通上下游产业链等方式调整内部资源，提高劳动生产率和利润来实现规模经济；后者主要指企业可以通过向外并购的方式，吸收整合被并购企业的市场和技术等资产，弥补自有资产的不足，增强企业竞争力实现规模经济。互联网行业的特征之一是具有显著的网络外部效应，使用网络中某一产品或服务的用户人数越多，用户从中得到的价值就越高。故对于以用户为中心的腾讯企业，通过并购扩大海外市场份额获得规模经济是进行并购的主要目标之一。

## 2.3 跨国并购协同效应评价方法

### 2.3.1 事件研究法

事件研究法是一种用于研究重要事件对上市企业短期影响的计量方式，应用资本定价模型分析根据特定事件发生前后企业股价和市场指数的变动，得出股票超额收益率来判断市场对该事件的反应，可有效反映出该事件对企业的市场绩效的影响程度。当超额收益率大于零时，并购方股价上升，短期内市场看好此次并购活动是；超额收益率小于零时，并购方股价下降，短期内市场不看好此次并购活动。此方法的实质是假设市场有效性，故重要时间点和观测时间段的选择非常重要，一般选择的事件窗口期越长，研究结果越准确科学，但也不排除事件窗口期会出现其他因素干扰。随着我国金融市场日臻完善，证券市场稳健性和货币政策传导效率日益提高，事件研究法的可靠性也越来越强。

### 2.3.2 平衡计分卡

#### (1) 平衡记分卡概念

“平衡计分卡”是一种分为财务维度、客户维度、内部流程维度和学习与成长维度四个维度的指标评价体系，它囊括了企业发展的各个方面，是企业综合性绩效评价领域的一次重大革新。它四个维度环绕着企业的长期战略目标层层分解，以学习与成长维度为起点，经历内部流程维度与客户维度，最终作用于财务维度，相互关联建立起全面系统评价绩效的逻辑结构，既可以评价当下行为决策带来的绩效，又是未来战略制定和计划执行的重要参考，实现了绩效考核—绩效改进—战略实施—战略修正的目标动态调整过程。

## (2) 平衡记分卡内容

财务维度是平衡计分卡中最核心的维度。融合了财务指标分析法的评价思路，并购方可以根据业务性质和经营模式的不同，以满足财务最大化来选择适合的评价指标。通过分析并购前后财务指标的变化，来判断企业当下经营的进展情况。

客户维度是平衡计分卡中衡量外部发展的维度。想要实现财务目标，就必须看重企业的客户数量和体验，客户的忠诚度是企业价值的重要体现之一。讲究以客户的需求作为导向制定企业决策和发展路线。通过分析并购前后客户维度指标的变化，来判断客户对企业产品或服务的满意度。

内部流程维度是平衡计分卡中衡量内部变化的维度。该维度的目的在于满足股东利益及达成客户维度的目标，能够反映出企业各部门的运行效率。评价内部管理运营流程指标可以找出企业内部经营的短板，迅速反应改进，提高企业自身的竞争优势。在并购中主要指管理者对双方资源、业务和组织等内容进行整合，是否提高流程效率。

学习与成长维度也是企业衡量内部发展变化的维度。前三个维度目标的实现依赖于学习与成长维度为其提供技术基础。这一维度关注企业的成长潜力，注重企业人力资源和创新能力等无形资产，企业需要打造良好的人才生态环境，加大研发投入，提高整体的研发能力和技术水平，带动企业的长足发展。

### 2.3.3 熵值法

熵值法是一种客观的加权算法，可以有效消除人主观选择带来的影响。熵值法通过计算各个相关指标数值变化对整体的影响来确定指标的权重。指标的熵值越高，代表权重越小，信息综合评价能力就越弱。反之，指标的熵值越低，代表权重越高，信息综合评价能力就越强。该方法已经广泛应用到多种领域，本文

利用熵值法来计算各个指标权重,可以为研究腾讯并购长期协同效应的客观综合评价提供方法依据。



### 3 腾讯跨国并购 Supercell 的基本情况及其动因

#### 3.1 企业跨国并购发展现状

随着进入互联网时代，2012 年移动智能手机开始普及之后，中国移动互联网用户激增，互联网市场规模呈现较高增长态势，2022 年末，我国网民规模为 10.67 亿，互联网普及率达 75.6%。如图 3.1 所示，近年来我国使用移动互联网的网民人数一直稳步攀升，网民规模的不断扩大为互联网企业提供了更多的发展机会，但随着国内网民规模增速放缓，加剧了国内互联网企业之间的竞争，越来越多的互联网企业开始转向海外市场寻找新的流量洼地。

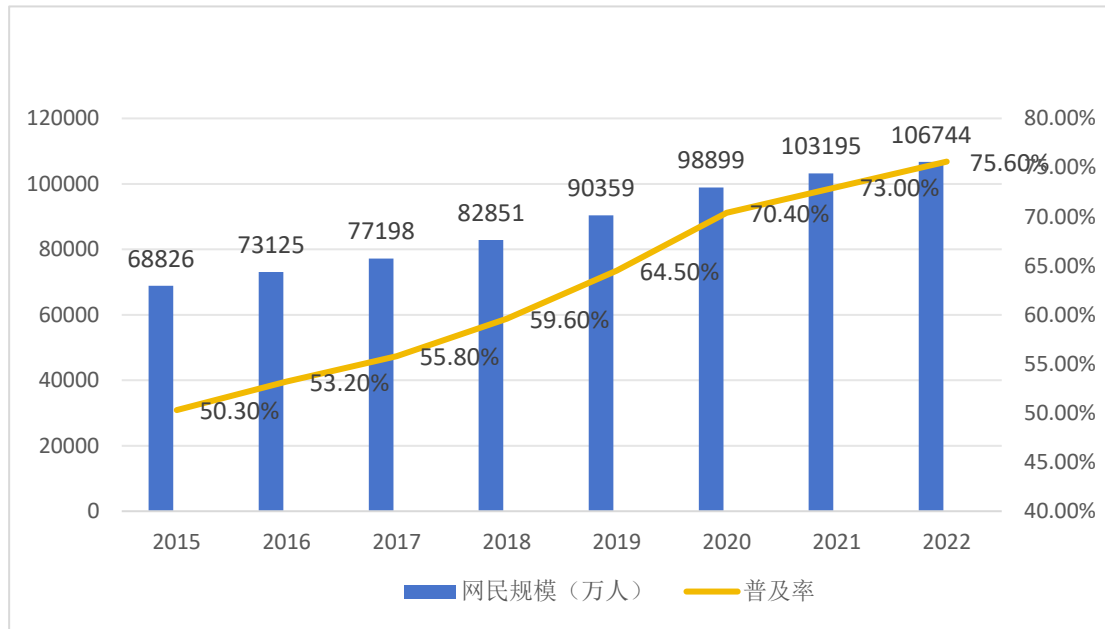


图 3.1 2015 年-2022 年中国网民规模及互联网普及率

数据来源：《中国互联网络发展状况统计报告》

#### 3.1.1 互联网企业跨国并购规模

互联网经济的“人口红利”助推互联网行业快速发展和互联网经济跨越式增长。目前互联网企业开始多样化发展，产品由最初的单一工具类应用向多样化产品转变，涵盖社交、餐饮、出行、电商、金融、游戏和教育等生活方方面面。但随着网民规模增速放缓，互联网渗透率接近饱和，国内互联网企业竞争日趋激烈，行业内比较有实力互联网企业开始出海寻找新市场和新机遇。以 BAT 和互联网新

兴独角兽企业为代表的行业巨头企业并购活动不断，且并购目标不再局限于自身领域，主要集中于技术、人工智能、电商、游戏和金融等领域，力图跨行业并购形成互联网生态。由图 3.2 可看出其中，我国互联网企业跨国并购交易规模在 2015 年-2016 年达到顶峰，在 2021 年跨国并购 70 起，实现交易金额 55.74 亿美元。虽然相较于疫情前并购规模明显下降，但交易活动仍然十分活跃，海外并购被持续看好，尤其是以字节跳动、阿里巴巴和腾讯为代表的行业领导者十分热衷于跨国并购。贝恩公司资深全球合伙人梁霭中也表示进行过收购交易的企业，往往会再次进行并购交易。

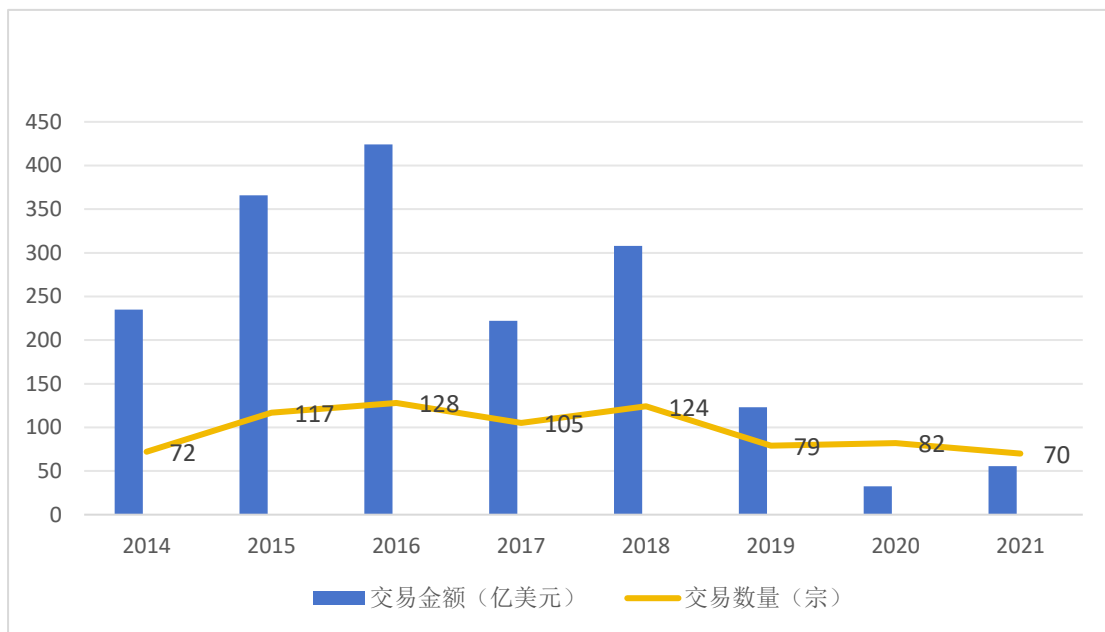


图 3.2 2014 年-2021 年互联网行业跨国并购金额及交易数量

数据来源：清科数据库

### 3.1.2 互联网企业跨国并购区域

我国互联网企业出海已经覆盖欧美、亚太、拉丁美洲等各国家地区，受技术寻求影响美国和欧洲是海外并购项目发生最频繁的地区，占互联网企业并购交易总数一半以上。但是随着部分国家贸易保护主义崛起和外资并购审查日趋严格，我国互联网企业出海布局重点向新兴市场转移，亚洲和大洋洲超越美欧成为中国最受欢迎的海外并购目的地。并购方向根据不同国家的地域政策与产业特色差异，在各个国家地区布局有所不同。如经济发达的北美地区用户付费能力强，互联网

等新兴产业较发达流量易变现，在美投资领域主要包含文化传媒、游戏和企业服务等领行业。东南亚国家互联网用户迅速增长，互联网行业发展尚未完备，对东南亚国家的投资主要为了抢占市场份额，集中在数字金融服务和电子商务。欧洲各国文化差异大、日韩本土文化产业兴旺，互联网企业进入当地市场壁垒较高，主要以数字内容出海为主。

### 3.1.3 互联网企业跨国并购特点

#### (1) 并购规模大风险高

互联网企业不同于传统产业，互联网企业资产结构特殊，无形资产等轻资产占主要部分，在收购过程中无形资产价值难以准确评估，估值变动较大，一旦并购成功达到预期收益率，企业估值往往会暴涨，在短时间内可以获得大量现金流。因此，互联网企业为巩固提升核心竞争力，很乐意采取并购的方式快速获得被并购企业的商誉、技术和数据等重要无形资产，并购多采取现金支付、全资高价的收购方式。这样单次高价的收购需要在短时间内筹集大量资本，其中主要资金来源于留存收益、上市筹资和银行借款，存在许多不确定性使得经营风险和融资风险巨大，该现象在 2018 年以后更为明显。

#### (2) 并购集中于头部企业

大型互联网企业由于起步较早，发展比较成熟，在国内市场竞争日趋激烈的情况下，更倾向于选择海外并购来拓展国际市场。中国头部互联网企业阿里巴巴、腾讯、百度和字节跳动在跨国并购方面保持在第一梯队。2020 年-2021 年 4 家互联网企业跨国并购总数占当年并购总数均超过 30%，资金规模更是超过当年互联网行业并购总资金 50%。由于互联网行业有一定技术门槛，若无创新则很难在该行业立稳脚跟，技术创新需要高成本投入，产出时间长，刚成立的互联网企业难以支撑高昂的研发费用在短期内盈利，且没有获得进入市场优势的企业在头部企业的打压下更是艰难发展。对于耗资巨大，市场环境复杂的海外并购，夹缝中生存的小型互联网企业通常无力参与，熟悉国际市场，资金雄厚的企业才可能在海外市场博弈中脱颖而出。

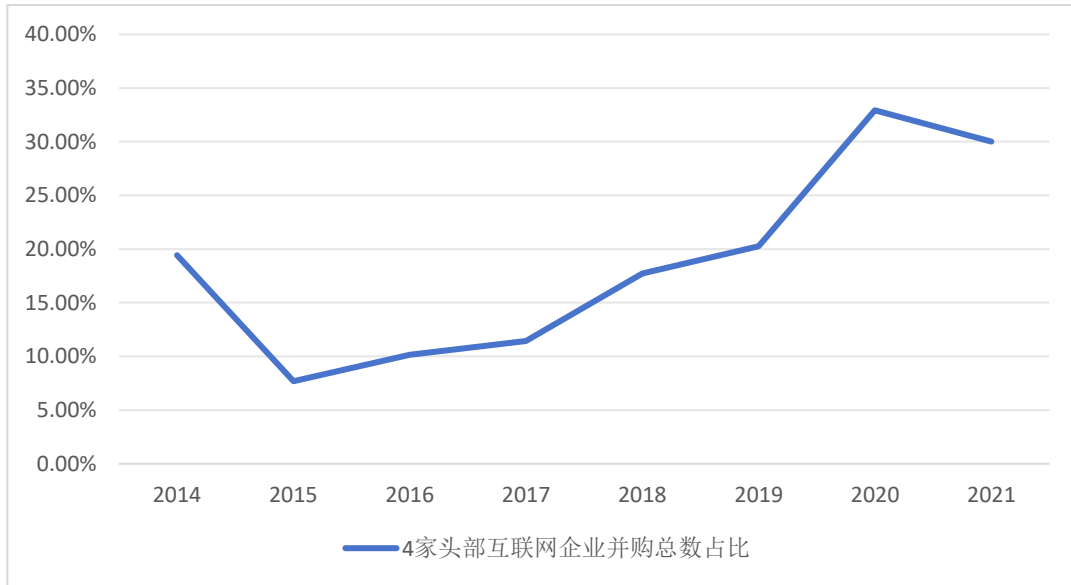


图 3.3 2014 年-2021 年阿里巴巴、腾讯、百度和字节跳动跨国并购总数占比

数据来源：IT 橘子数据库

### （3）并购横向多元化

互联网并购活动主要以横向并购为主，不再局限于原本的发展领域，呈多元化发展趋势。横向并购可以让企业快速进入新市场，达到规模经营，通过并购成熟的企业还可以增强企业国际竞争力。从 2015 年吴金军提出构建互联网生态圈后，各个互联网企业纷纷开始打造自己的生态圈，经过多项跨界并购活动力求创新打破产业边界，提升产品的用户规模与活跃。从解决核心问题的单一场景产品演变为多场景的生态互补产品，形成可以极大释放用户价值和经济价值的互联网生态系统。以腾讯为例，从过去深耕社交产品逐渐转向基于社交关系链发展各种业务，现金奶牛游戏业务也是由此衍生出来。可以说腾讯大部分业务都或直接或间接地受到 QQ 的“加持”而茁壮成长。为进一步深度整合各个市场，打造生态优势，近年逐步展开了多项并购活动，投资范围越来越广。在 2016 年之前，主要收购 Riot Games、Level Up 和 Glu Mobile 等与其自身经营相关的企业，和腾讯现有资源优势互补。2016 年之后并购围绕主营业务领域拓展业务边界，对印度消息应用 Hike Messenger、印度电商巨头 FreeCharge、影视工作室 STX Entertainment 等非主营业务相关领域企业进行了投资收购，2022 年更是在先进制造领域扩大了投资版图。

## 3.2 并购双方介绍

### 3.2.1 腾讯公司概况

腾讯于 1998 年 11 月由马化腾、张志东等五位创始人共同创立，在成立之初推出了一款集寻呼、聊天和电子邮件于一身即时通讯工具——“网上中文寻呼机”，也就是现在的 QQ。随着 QQ 用户疯涨腾讯抓住机遇开始融资扩大商业版图，于 2004 年 6 月在港交所主板挂牌上市，股票代码为 00700。腾讯自上市后发展迅猛，依靠庞大的用户流量，通过产品小步试错不断创新锁定用户，最后通过产品多元化增强用户黏性同时实现变现。过去二十年发展，腾讯从 69.75 亿港元的上市首日市值，发展到 2.44 万亿港元，大约上涨 350 倍，在 2017 年 11 月成为亚洲首家市值突破 5000 亿美元的公司，并自 2021 年起连续 3 年位居中国最具价值品牌百强之首。腾讯目前是我国用户最多的互联网企业，中国用户数量已经超 12 亿。在过去二十年发展中，腾讯历经三次重大改革，从平台到生态，从去中心化到再中心化。2018 年改革后腾讯正着力打造基于社交关系的开放式互联网生态系统，其提供的服务与人们日常生活密切相关，某些服务已经成为中国人生活必不可少的一部分。通过查阅腾讯年报中的财务数据发现，其主要业务由互联网增值服务、网络广告服务、金融科技及企业服务四部分构成。主要业务涵盖范围见表 3.1。

其中增值服务是重要收入来源，每年占腾讯所有营业收入超过一半，腾讯的增值服务收入主要又是源于网络游戏业务，近年来网络游戏是腾讯最重要的“现金牛”业务，每年创造的收益远远超过腾讯各项其他业务。在 2019 年-2023 年中，网络游戏收入占总收入比重超过 40%，每年同比增速保持在 10%以上。收入数据详情见图 3.4。

表 3.1 腾讯主要业务范围

业务分类	业务具体内容
增值服务	本土游戏市场、国际游戏市场、社交网络服务
网络广告	朋友圈广告、视频及音乐广告、自媒体短视频广告
金融科技	提供金融科技服务的佣金
企业服务	云服务，如企业微信、腾讯文档、腾讯会议

数据来源：腾讯年报

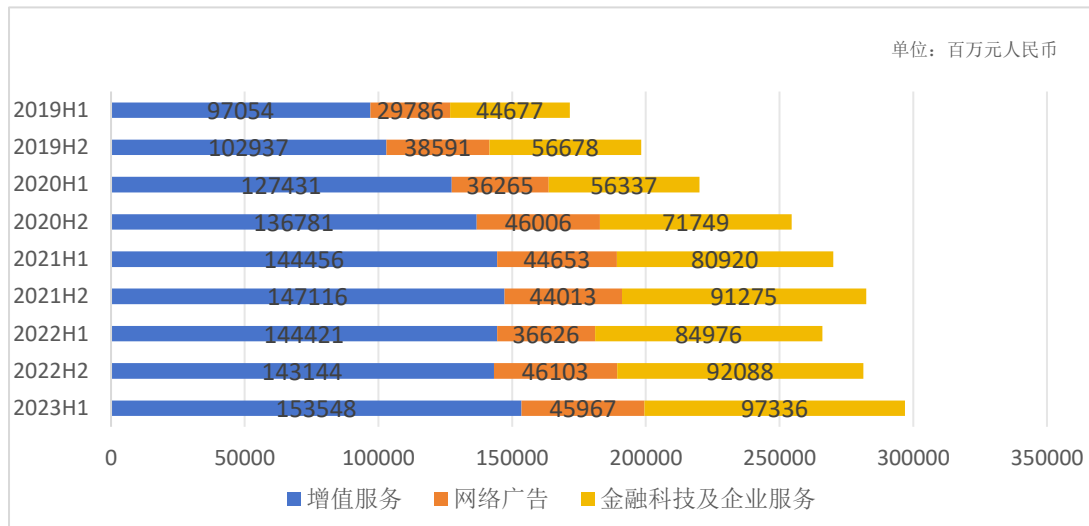


图 3.4 腾讯主要业务收入情况

数据来源：2019 年-2023 年腾讯年报

自 2003 年推出 QQ 游戏平台进军游戏市场，腾讯经历了三个阶段：以棋牌休闲游戏为主阶段。对标“联众游戏大厅”推出了 QQ 游戏大厅，凭借“社交+游戏”打法在休闲网游领域大获成功，超越联众成为全球最大的“休闲游戏社区平台”；代理国外游戏加模仿研发阶段。《地下城与勇士》、《穿越火线》、《英雄联盟》三大游戏的代理和自研端游《QQ 飞车》的大获成功使腾讯一跃成为国内第一大网游公司；全球收购快速扩张阶段。过去 10 年中，腾讯大规模收购和投资游戏公司，在全球游戏领域花费近千亿元完成超过 40 起游戏并购案，力图打造全品类游戏矩阵，成为全球游戏巨头。

### 3.2.2 芬兰游戏公司 Supercell 概况

Supercell（超级细胞）是一家芬兰游戏研发公司，2010 年 6 月由埃卡·潘纳宁等六位创始人共同建立。Supercell 自成立之初一直坚持独立自主开发，以最好的员工做最好的游戏为口号专注移动端游戏研发。在 2012 年相继正式推出《卡通农场》和《部落冲突》两款移动端游戏，这两款游戏上线三个月就位列 App Store 各个榜单下载前列，排入 2013 年全球最赚钱十大游戏。这两款游戏仅出品一年就狂揽 7.92 亿美元，使 Supercell 直接超越 EA 成为 App Store 收入最高的游戏开发商，开创了手游开发商的先例。2013 年《海岛奇兵》的上线为 Supercell 带来新的利润增长，2014 年随着昆仑万维拿下《海岛奇兵》中国安卓

版代理权，Supercell 真正开始进军中国游戏市场，不过一直反响平平。2016 年一款卡牌竞技手游《皇室战争》的推出让 Supercell 的“不败神话”再次上演，上线 7 小时拿下 App Store 所有地区的首页推荐位，当天包揽 101 个市场游戏下载榜第一。Supercell 抓住游戏电竞行业蓬勃发展的机遇，经过多次实验和改版，2018 年推出一款实时对战游戏《荒野乱斗》，这款竞技策略类手游一问世便获得全球玩家追捧，冲上了移动端游戏热度冠军并蝉联许久。Supercell 成立十余年，公司达到 102 亿美元总估值，依靠 190 位员工精益求精推出了 5 款产品，每日超 1 亿活跃用户，每款游戏都属于爆款产品且经久不衰。游戏创造的总收入已经超过 10 亿美元，足以成为手游发展史上的里程碑，其强大的游戏研发能力与发展潜力是显而易见。

### 3.3 并购实施过程

#### 3.3.1 并购背景

腾讯游戏在前期发展模式完全放开游戏门槛聚焦大众人群，以代理国外游戏为发展主路线。这样的模式让腾讯在短时间内大获成功，从小学生至中年玩家，不分老少吸引了一大波游戏玩家。但这样的发展模式使得腾讯在口碑方面明显不如自己的强劲竞争对手网易游戏，游戏原创性不足使得长期被扣着抄袭的帽子，低门槛让未成年人沉迷更是受到社会批判。网易强劲的研发能力和丰富的产品布局给腾讯“游戏之王”的地位带来竞争压力，使得腾讯迫切需要摘掉原创性不足的帽子，提升自主创新研发能力巩固现有地位。

此时的 Supercell 因 6 年打造 4 款现象级爆款游戏名声大噪，成为全球人效第一的游戏研发公司。Supercell 以去中心化分布式保持团队人员少而优，赋予团队自治权给与充分自由，设置强大的技术平台，支持公司开发单元的团队进行游戏研发，使每个团队能够全心全意全力创新。恰巧 Supercell 的主要持股者软银因旗下的美国移动运营商 Sprint 遭遇困境，软银股票价格承受巨大压力，软银为稳定股票走势背负上了超过 1000 亿美元债务，需出售 Supercell 回笼资金解除债务压力。这就促成了腾讯向软银跨国收购 Supercell 公司的机会。

#### 3.3.2 并购历程介绍

2016年6月21日腾讯控股宣布作价86亿美元收购芬兰 Supercell，约占84.3%的股权，成为 Supercell 的间接控制方，这是互联网史上涉及金额最高的一场跨国并购。总收购价分三期支付，此次并购与腾讯以往并购形式有所不同，腾讯通过与软银初步谈判打败阿里巴巴和巨人网获得并购机会后，拉来多家金融投资机构入伙，共同组建买方财团参与对 Supercell 公司的收购，腾讯在买方财团中持50%股票。从软银集团处收购其72.2%的股权，从 Supercell 的员工处收购其12.1%的股权。为保持一定的资金流动能力减轻支付压力，经与软银协商此次并购的86亿美元腾讯将分三期以现金支付，第一期在交割时支付约41亿美元，第二期在延迟收购价发布日时支付约43亿美元，最后一期则在交割三年后支付约2亿美元。并购完成后，为保持 Supercell 的研发能力，腾讯主动放弃控制权，保持 Supercell 原有组织架构和人员不变，原有管理层维持独立运营，总部地址也继续保持在芬兰赫尔辛基。此次并购耗时五个月左右，期间重要的时间节点和对应的关键性事件如下表3.2所示：

表 3.2 腾讯并购 Supercell 历程

时间	并购重要事件
2016/5/15	腾讯控股与日本软银就并购 Supercell 初步达成买卖意愿，2015 年末 Supercell 估值接近 60 亿美元，但由于竞价原因本次收购明显溢价。
2016/6/16	腾讯控股与日本软银开始正式谈判，协商并购协议内容，为降低风险，腾讯采用买方财团模式进行并购，不到半年时间 Supercell 估值上升到 90 亿美元。
2016/6/21	腾讯正式向外公布并购芬兰 Supercell，发布《有关腾讯参与财团并购 Supercell 大部分股权的须予披露交易》公告。
2016/8/16	腾讯控股组建的买方财团在国外融资 35 亿美元向软银支付。
2016/10/16	腾讯再次引进七家实力雄厚的投资公司筹集 8.5 亿美元并全现金支付收购股份。
2016/10/27	腾讯顺利完成并购，最终间接持有 76.9% 的股权，成为 Supercell 最大持股者。

数据来源：根据网络整理而得

### 3.4 腾讯并购的动因

#### 3.4.1 拓展海外游戏市场

SuperData 的《2016 年全球游戏年度报告》表明，2016 年全球游戏市场年收入超过 910 亿美元，其中移动端游戏收入首次超过客户端，达到 406 亿美元，



并且增长势头迅猛。中国凭借巨大人口规模优势和移动设备普及快速普及，游戏产业迅速发展，在当时游戏收入达 275.47 亿美元，是全球游戏收入最多的国家，超过全球总收入四分之一。当时腾讯经历了 2013-2014 年的发力，在 2015 年已经确立中国游戏市场头把交椅的位置，和网易共同瓜分了国内 60% 的游戏市场。虽然腾讯在国内发展十分成功，但腾讯在国内游戏市场的占有率已经处于较高水平，且国内用户规模容量逐渐饱和，用户增长逐渐放缓，新用户获取难度大和成本高，在国内游戏市场发展已难有提升，需要进入新的市场寻找增量空间。为了抢占未来竞争中的有利位置，就必须适应网络经济中优势可以不断自行加强的“马太效应”，不断增加市场份额，顺应发展潮流开启全球化拓展海外市场。此时全球手游端游戏市场迎来快速发展期，游戏出海市场前景广阔，对腾讯来说是个大好机会。然而，腾讯在国外不再具备基于社交平台快速获取用户的优势，国内的发行渠道和网络在国外也毫无用武之地，这也就无法将国内快速成功的经验复制到国外。再加上海外市场环境错综复杂，各个区域玩家喜好、手机设备和习惯玩法的差异，腾讯的游戏想要成功实现本地化困难重重。因此，想要短时间内进入海外市场并不容易，通过投资国外已经比较成熟的企业，便是打开知名度铺开海外市场的最高效策略，Supercell 就是这样一个合适的选择。

欧美地区作为继亚太地区第二大游戏市场，虽然不如中国市场规模大，但游戏收入是中国的 2 倍以上，且没有严格的版号审批制度，是腾讯将海外布局的重要占地。Supercell 在欧美市场被称作手游界的暴雪，其四款游戏产品揽金无数，收获众多忠实付费玩家，日活跃人数超过 1 亿人。腾讯对其进行并购既能提升欧美游戏玩家认同感，直接将其已有的庞大用户规模和流量内化吸收获得其欧美市场占有率，也可以提升欧美地区用户对于腾讯品牌的认知，进而打开知名度建立良好的品牌形象，此后的产品出海将更加无阻。

### 3.4.2 增强研发能力

腾讯游戏虽然借助社交媒体迅速崛起，被公认为国内最大游戏公司，但其存在玩家年龄结构不健康，游戏业务结构不合理等问题，游戏研发能力也一直被大众诟病。随着游戏市场竞争越来越激烈，不断有精品游戏产生，玩家对游戏品质要求也越来越高，渠道宣发运营重要性远不如从前，甚至出现了二次元游戏这种不需要渠道的品类，腾讯的优势不如从前。而同期的强劲竞争对手网易有大量的

优质 IP 储备，其优秀的研发能力使得出现爆款产品机率远高于其他游戏公司。在 2015 年推出的《梦幻西游》年收入稳居中国手游收入榜前三，是移动游戏时代端游 IP 转手游最成功的案例。2016 年网易又做出了国产游戏史上最畅销的二次元手游《阴阳师》。网易爆款频出的研发能力使得游戏市场上的“两极天峰”的竞争格局开始形成，这给腾讯造成很大压力。腾讯本身也早已意识到手游细分市场上趋于饱和，传统的依靠小游戏以量取胜的发展模式已难以为继，新的增长点拼的就是产品质量和技术含量。但自主创新与产品研发能力这种无形资产既无法在短时间迅速提高，也不能在市场上也直接购买获得。因此，腾讯通过在全球投资收购研发能力强的工作室，获取最新技术及人才资源来加强现有技术水平和游戏研发能力。

Supercell 是一家专注游戏自主研发的公司，在游戏创意、开发周期、本地化方面具有显著优势，拥有顶级的游戏研发能力，并购 Supercell 可为腾讯加强研发能力注入核心动力，给腾讯提供高质量的游戏产品，有助实现腾讯游戏的欧美本土化。同样，资金雄厚的腾讯可以为 Supercell 的研发活动与产品创新持续提供资金，这种双赢的并购活动还有利于协同效应的产生。

### 3.4.3 布局全品类游戏产品矩阵

自从 2015 年网络提速，4G 进入高速发展时代，在智能机普及化、上网时间地点不受限、强的社交属性和碎片化时间体验等因素的综合作用下，手游用户规模急剧增长。到 2016 年手游市场份额实现对端游的超越，手游市场因增长空间大、投入成本低但盈利的效率快等优势成为游戏市场发展的新趋向。在手游《王者荣耀》推出之前，腾讯还处于手游缺位的状态，主要游戏收入来源于端游《穿越火线》、《QQ 飞车》、《QQ 炫舞》和《地下城与勇士》。此时网易抓住了手游市场快速发展的机遇，将旗下的成熟经典游戏移植到手机上，快速推出了《梦幻西游》和《大话西游》等游戏并大获成功，使得腾讯在手游市场的发展稍微落后于网易。但手游相对端游生命周期更短，推陈出新也更快，且研发投入低的特质使手游市场进入门槛更低，这也就造成手游市场竞争异常激烈且局势千变万化的局面。游戏行业生命周期短，通常一款游戏的寿命往往只是半年到两年，市场上超过 80% 的游戏会在推出后三年内就停止运营，坚持到 5 年以上的游戏仅有 5%。此外，由于手游用户规模大，细分用户群体画像逐渐完善，竞争精细化，这就要

求游戏企业应细分赛道，针对性推出不同品类精品游戏。而且基本每隔两三年，就会出现一种全新的玩法推动行业发展，倒逼企业不断创新游戏品类发现新蓝海，进行差异化发展。腾讯瞄准手游市场这一特点，以细分品类扩充策略来满足平台用户的差异化的需求。目前比较火爆的五个细分品类主要是：角色扮演类、多人在线战术竞技类、射击类、策略类以及回合制角色扮演类。腾讯倾向于在每个品类里广泛布局产品，但除多人在线战术竞技游戏类和射击类，其他品类缺乏卖相精致，有望成为细分品类头部的爆款游戏。因此，腾讯急需建立外部合作伙伴关系，巩固优势品类继续拓展现有红海市场的同时，加快对全新品类的探索，布局全品类精品游戏矩阵，满足用户各式各样的需求。

Supercell 是一家坚持精品策略的公司，对项目研发及其严格，一切无法达到最优标准的项目都会被砍掉，只推出最优的精品游戏。也正是这样的工匠精神，使 Supercell 在手游发展早期推出的每一款新游戏几乎都能重新定义一个游戏品类，研发的游戏在其细分领域具有绝对的统治力。其中《部落冲突》在战斗/建造玩法的产品中占据了品类总收入的 70%，《皇室战争》占到了即时战略游戏类收入的 72%，《荒野乱斗》则在多人在线战术竞技类总收入中占到了 60%。Supercell 采用的精品策略与腾讯目前布局的全品类精品游戏矩阵不谋而合，对其并购可以满足腾讯的细分市场品类策略，有助腾讯游戏加快探索新游戏类型，精品研发和丰富游戏产品组合。

## 4 腾讯并购 Supercell 的短期协同效应分析

### 4.1 基于事件研究法的短期协同效应分析

由于所有重要交易活动都会首先反映在企业股票价格中, 股票价格的变化代表市场投资者对该交易活动的反应, 故实证研究中常常采用事件研究法来分析重要交易活动对证券市场波动和上市公司市场价值的影响。因此, 本节采用事件研究法计算此次并购带来的超额收益率及累积超额收益率, 考察短期内跨国并购事件对腾讯实现协同效应的影响。

#### 4.1.1 确定并购的事件日、窗口期和估计期

2016年6月21日, 腾讯控股有限公司正式发布公告, 宣布收购 Supercell 有关事宜。这意味着公告日当天市场全面接收到此并购事件讯息, 按照惯例将2016年6月21日定为事件日, 设为第0天。由于公告发布前, 资本市场上已有关于腾讯即将并购 Supercell 的猜测, 为了将该事件市场反应显现完整, 故本文选取事件窗口期为 $[-10, 10]$ , 估计期为窗口期前160个交易日, 即 $[-170, -10]$ 。

#### 4.1.2 研究模型构建及数据计算

正常收益率是指窗口期内不受重要交易活动的影响, 企业股价仅跟随恒生指数变化而产生的正常收益率。通过观察下表4.1事件窗口期呈现的腾讯股价变动和恒生指数变动数据, 发现两者的变化方向整体趋同。

表 4.1 事件窗口期腾讯股价与恒生指数（港股）股价变动比较

窗口期	恒指涨幅 $R_{mt}$ (%)	腾讯股价涨幅 (%)
t=-10	0.40	1.76
t=-9	1.42	1.61
t=-8	-0.14	-0.40
t=-7	-1.20	-0.45
t=-6	-2.52	-3.20
t=-5	-0.61	-0.71
t=-4	0.39	2.79
t=-3	-2.10	-2.43
t=-2	0.66	0.06
t=-1	1.69	1.07
t=0	0.77	1.29
t=1	0.61	2.43

续表 4.1 事件窗口期腾讯股价与恒生指数（港股）股价变动比较

窗口期	恒指涨幅 $R_{mt}$ (%)	腾讯股价涨幅 (%)
t=2	0.35	-0.56
t=3	-2.92	-1.31
t=4	-0.16	-1.67
t=5	-0.27	-0.23
t=6	1.31	1.11
t=7	1.75	2.15
t=8	1.27	1.59
t=9	-1.46	-1.40
t=10	-1.23	-1.19

数据来源：根据英财网数据整理所得

首先，本文采用资本资产定价模型（CAMP）计算正常收益率，将腾讯估计期内的正常收益率设为  $R_{it}$ ，所在的证券市场恒生指数的收益率设为  $R_{mt}$ ， $\alpha$  表示回归截距  $\beta$  表示回归斜率  $\varepsilon$  表示随机扰动项。则回归公式为：

$$R_{it} = \alpha + \beta R_{mt} + \varepsilon \tag{4.1}$$

其次，通过 Excel 软件将腾讯单日股价收益率作为因变量 Y，恒生指数单日收益率作为自变量 X，对估计期内样本数据进行线性回归分析得出上式中的参数值，拟合效果用散点图 4.1 呈现，得出回归方程为  $y=0.8894x+0.0022$ ，拟合优度  $R^2$  为 0.6025，拟合效果较好，可以推出自变量和因变量存在显著线性关系的结论。

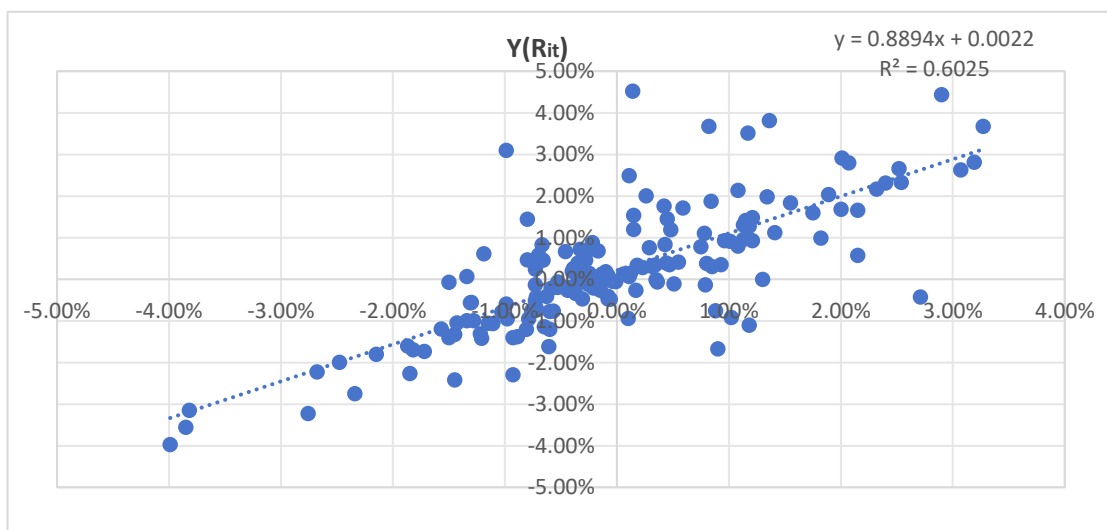


图 4.1 估计期内腾讯股价样本数据散点图与趋势线

最后，将证券市场恒生指数收益率  $R_{mt}$  代入回归方程预测出窗口期中腾讯的正常收益率。由腾讯的实际收益率减去预测的正常收益率得到超额收益率，将窗口期内每日超额收益率累计相加即可得到累积超额收益率。累积超额收益率可以反映市场对该交易活动所持有的态度，若累积超额收益率大于 0，则可以认为腾讯对 Supercell 的并购发挥了积极作用，市场对此次并购持乐观态度，腾讯能在短期内通过资本市场给股东带来财富绩效，反之则为消极作用。具体公式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (4.2)$$

$$CAR_{it} = \sum_{i=1}^T AR_{it} \quad (4.3)$$

$AR_{it}$  为企业第  $t$  日的超额收益率， $CAR_{it}$  为事件窗口期内企业在资本市场的累积超额收益率。

#### 4.1.3 超额收益率 $AR_{it}$ 与累积超额收益率 $CAR_{it}$ 的显著性分析

通过将计算得出的超额收益率和累积超额收益率绘成折线图 4.2 可以看到，在并购前后 10 天，超额收益率虽一直围绕 0 值上下波动，但整体来看涨幅大于降幅，并购后超额收益率与累积超额收益率之间差距逐渐拉大。累积超额收益率从并购前六天开始就一直保持为正数，在并购宣布当天达到第一个峰值 3.75%，并购后第 7 天、第 10 天均突破 4%，并有向上增长的趋势。这表明资本市场对腾讯并购 Supercell 事件持乐观态度，认同此次并购可以在短期内为腾讯创造价值，带来短期协同效应。

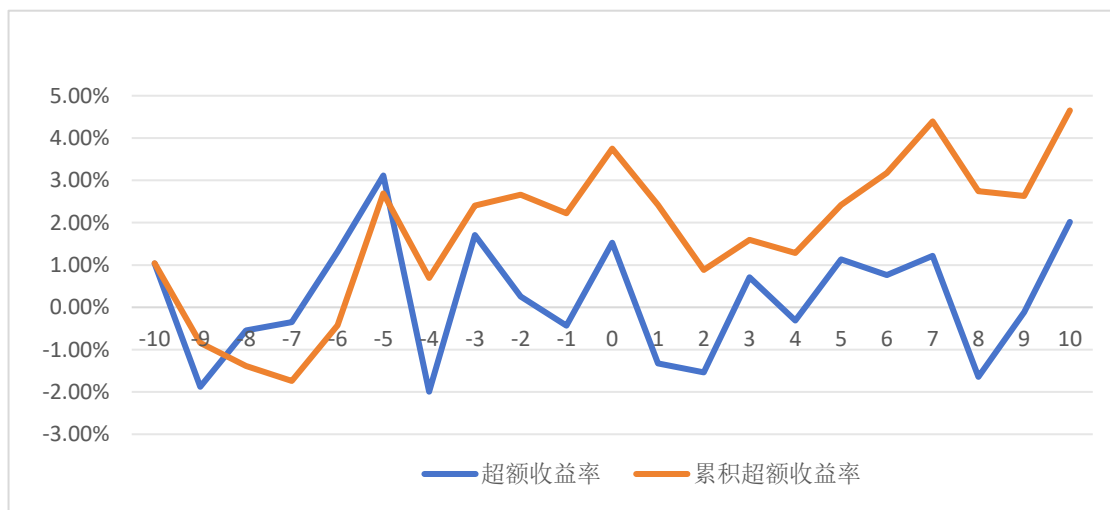


图 4.2 腾讯窗口期内 AR 和 CAR 变动折线图

数据来源：根据 Excel 分析结果整理所得

为了使上述判断结果更准确,本文运用 Stata14.0 版本对窗口期的累积超额收益率  $CAR_{it}$  进行了单样本 T 检验,即判断累积超额收益率与 0 之间是否存在显著性差异,结果显示 P 值为 0.0001,远小于 0.01,说明超额收益率  $CAR_{it}$  在 99% 的水平上显著大于 0。此次并购活动为腾讯公司股东收获了 1.77379% 的平均累积超额收益率,带来了短期收益。

表 4.2 单样本 t 检验结果

	自由度	t 值	平均值	方差	Pr (T>t)	99%置信区间	
$CAR_{it}$	20	4.5970	0.0177379	0.0176821	0.0001	0.006759	0.0287168

数据来源:根据 Stata14.0 分析结果整理所得

## 4.2 本章小结

本章采用事件研究法对腾讯并购短期协同效应进行分析,首先确定并购的事件日、窗口期和估计期;其次,构建资本资产定价模型计算并购事件窗口期的超额收益率和累积超额收益率;最后,通过对计算结果的详细分析可以看出,腾讯控股的股票市场反应良好,累积超额收益率大于 0,带来了显著的短期收益。为了进一步提高验证结果的准确性,本文对腾讯控股在 20 个交易日窗口期内的累积超额收益率  $CAR_{it}$  进行了 T 检验,结果是超额收益率  $CAR_{it}$  在 99% 的水平上显著大于 0,说明此次并购腾讯控股实现了短期协同效应。

## 5 腾讯并购 Supercell 的长期协同效应分析

### 5.1 平衡计分卡评价企业海外并购协同效应的合理性

首先，平衡计分卡(BSC)是一种基于企业战略，将企业发展目标与企业日常活动联系起来的先进绩效管理方式，可以同时考虑财务因素和非财务因素，克服了传统管理体系评价指标的滞后性以及难以将企业的长期战略和短期行为联系起来的缺点。主要从企业财务、内部业务流程、学习与成长、客户四个方面评价企业综合能力，评估结果有助企业对过去经济业务综合分析，及时动态调整管理决策和协调内部组织，为制定未来发展战略提供有力的支持。

其次，互联网行业发展日新月异，互联网企业高度依赖新技术和新模式，企业所处环境竞争激烈，资产结构灵活，企业决策时效性强。事件研究法面对互联网企业的复杂情况容易遗漏样本数据，且较短的事件窗时间区段，不能衡量并购后长期目标的实现情况；传统的财务指标分析法分析角度单一，无法涵盖互联网企业最重要的品牌商誉、科技研发成果和人力资源等无形的资产。而平衡计分卡可以根据互联网企业战略目标差异，结合互联网行业特点选择针对性强又全面的评价指标，多角度动态评价企业战略实施的效果和出现的问题并给予及时的反馈。

最后，平衡计分卡是用来衡量是企业战略是否有效完成，而获取并购协同效应是企业并购的战略动机之一，两者具有相通性。此外，平衡计分卡衡量指标与协同效应的三个方面有重合对应关系，可以从财务维度反映财务协同效应，客户维度反映经营协同效应，内部流程和学习成长维度可以反映管理协同效应。因此，通过平衡计分卡来分析并购事件在财务、经营和管理三方面的并购整合效果，可以帮助企业判断海外并购的协同效应是否达成。

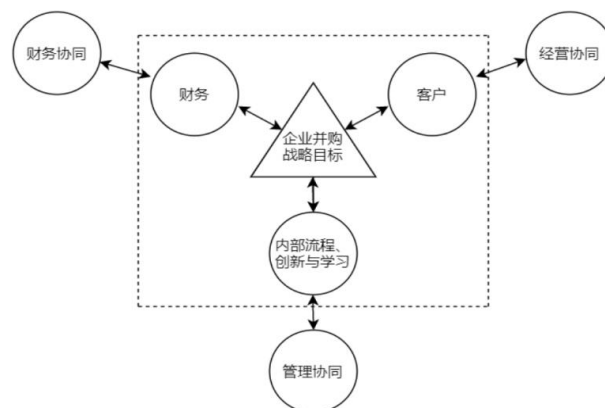


图 5.1 平衡计分卡与协同效应的关系图



## 5.2 基于平衡计分卡构建协同效应的指标体系

### 5.2.1 财务维度反映的财务协同效应

平衡计分卡的财务维度是平衡计分卡中最重要的指标,企业的一切活动基本都体现在财务报表中,通过度量企业的偿债能力、盈利能力、资本运营效率等主要财务指标可以知道企业的重要策略实施效果如何,分析企业的收入增长是否达到预期。对比并购前后连续几年财务指标可以判断并购是否实现财务协同效应,其最终目的是要实现财务绩效改善和股东价值提高。此次并购是腾讯的一种长期投资行为,期望提升企业全球盈利水平的同时降低财务风险,保证一定的资产流动性以维持腾讯大刀阔斧式全球投资扩展商业版图的步伐。如果并购成功,企业的市盈率就会上升,企业规模也进一步扩大,稳中向好的发展趋势可以提升人们对企业的信赖度,从而实现资金运作的良性循环,即提高用各项资产赚取利润的能力。并购财务协同效应通常需要并购完成后经几年整合才能显现出来。故财务协同的分析根据腾讯的实际情况,本主要选择企业的偿债能力、营运能力和盈利能力三个方面作为二级指标,在三个能力下面设有具体对应的三级财务指标。不同的指标相互结合,综合反映腾讯并购前后的财务表现。具体指标如表 5.1 所示:

表 5.1 财务维度指标体系

偿债能力	营运能力	盈利能力
资产负债率	总资产周转率	销售净利润率
流动比率	流动资产周转率	总资产收益率
		净资产收益率

### 5.2.2 客户维度反映的经营协同效应

平衡计分卡的客户维度能够突破内部视角的局限性,以外部市场角度客观评价此次并购的经营协同效应是否实现。互联网行业是一个真正以客户为导向的行业,具有明显的梅特卡夫定律和马太效应,用户是互联网企业竞争的重点,一个企业获得越多的用户数量 and 市场份额,企业平台价值增长速度就越快,到一定阈值时优势将会自行累积强化。

并购国外成熟品牌很大一部分动机是利用被并购品牌长期积累的影响力快速打开海外市场,获得该品牌已有的用户群体,并进一步扩大并购企业在海外的市场份额,提高企业对市场的把控能力。若没有妥善经营,并购也有可能引起被并购企业原有用户群体的不满从而削弱合并后的企业市场覆盖率和核心竞争力。因此,将顾客角度维度作为反映经营协同效应的角度可以使企业树立正确的顾客观,并购后充分重视客户需求和体验,不断调整企业经营管理策略,保证稳住原有市场份额的同时扩张市场获取新用户。故经营协同的分析根据互联网行业的特点和腾讯的实际情况,本文选取了品牌、市场占有率、海外游戏下载量三个指标来进行经营协同的分析。具体指标如表 5.2 所示:

表 5.2 客户维度指标体系

品牌	市场占有率	海外游戏下载量
品牌价值	全球游戏市场份额	新用户下载量
全球排名	国内游戏市场份额	

### 5.2.3 内部流程维度和学习成长维度反映的管理协同效应

平衡计分卡的内部流程维度是企业关注其内部管理与实际业务情况来评估企业目前的运营状况,企业的核心竞争优势蕴藏在企业的内部业务流程中,改善内部运作流程是企业提升管理效率的重点。互联网之所以能够迅速颠覆传统行业,主要原因在于利用高效率整合低效率,对传统产业核心要素再分配,重构生产关系并以此来提升整体系统效率。腾讯身处高效率的互联网行业,需要时刻保持对外部环境的敏感性和快速响应能力,不断推出新业务,持续小幅调整公司的内部业务流程来适应环境变化,整合资源提高管理效率来增加企业经济效益。通过跨国并购可以学习国外先进理念,将双方的管理团队优势互补,整合资源改进关键业务流程,降低组织运行成本,共同打造一个高效、多元和规模庞大的商业生态网络来满足用户的多样需求。

平衡计分卡的学习成长维度来自人、系统、组织程序三个方面,重点关注企业生命力的持久旺盛和未来发展潜力。企业为了实现最佳绩效,必须运用学习成长维度来提升技术创新、研发能力等无形资产。模式创新和技术创新是互联网

企业提升自身价值和竞争力的动力来源,创新的关键在人才,只有营造良好工作氛围留住人才和激发人才创造力,将创意进行创新性转化,才能让企业保持长期进步。数字化发展浪潮下,数字产品更新换代快,各个互联网企业你追我赶。腾讯面对网易、米哈游等研发实力强劲的对手和用户需求多变的局面,必须将提高人力资源,加强自主研发能力作为重要战略,通过并购获得对方较强的人力资源,组建优秀的研发团队,共享经验和技术的以此加快创新研发步伐,持续推陈出新,保持企业竞争中立于不败之地的地位。故本文选取经营费用、研发能力和人力资源这三项指标反映腾讯并购前后企业内部管理表现。具体指标如表 5.3 所示:

表 5.3 内部流程维度和学习成长维度指标体系

经营费用	研发能力	人力资源
管理费用率	研发投入	核心人才情况
销售费用率	游戏专利申请量	

综合以上,现将基于平衡计分卡并购协同效应指标表汇总如下:(表 5.4)

表 5.4 各项指标汇总

并购效应	一级指标	二级指标	三级指标
财务协同效应	财务维度	偿债能力	资产负债率
			流动比率
		营运能力	总资产周转率
			流动资产周转率
		盈利能力	销售净利润率
			总资产收益率
净资产收益率			
经营协同效应	客户维度	品牌	品牌价值
			全球排名
		市场占有率	全球游戏市场份额
			国内游戏市场份额
海外游戏下载量	新用户下载量		
管理协同效应	内部流程维度 学习与成长维度	经营费用	管理费用率
			销售费用率
		研发能力	研发投入
			游戏专利申请量
		人力资源	核心人才情况

## 5.3 长期协同效应的指标分析

### 5.3.1 财务协同效应分析

并购对财务方面的影响是最快速直接的,腾讯在爆出并购 Supercell 的消息后,引起不小的轰动,腾讯股价快速拉升,市值达到 2074.38 亿美元,超越阿里巴巴成为国内市值第一的互联网企业。这些变化都直观地体现在了财务报表的各个财务指标上。本文选取了腾讯 2014 年到 2021 年的财务数据,根据前文建立的财务维度指标体系,对比并购前后的偿债能力、营运能力和盈利能力的变化情况并寻找原因,分析腾讯并购 Supercell 后的财务协同效应。

#### (1) 偿债能力

偿债能力指企业能否用其资产在规定期限内偿还背负的债务(包含本金及利息),包括偿还短期债务和长期债务的能力,是反映企业财务状况的重要标志。因互联网企业轻固定资产、存货低和资金流动性大的特点,本文采用腾讯的流动比率来反映短期偿债能力,资产负债率反映其长期偿债能力。流动比率越高则说明企业变现能力越强,短期内无法偿还流动负债的风险越小。资产负债率过高则财务风险越高,过小则说明企业对资金利用不足,不利于企业发展,一般处于 40%-60%为合理区间,40%左右则为优秀。具体数据如表 5.5 所示:

表 5.5 财务维度下腾讯 2014 年-2021 年偿债能力指标详情

时间	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
流动比率	1.51	1.25	1.47	1.18	1.07	1.06	1.18	1.20
资产负债率	52.02%	60.20%	52.96%	50.04%	50.77%	48.76%	41.65%	42.65%

数据来源:2014 年-2021 年腾讯年报

腾讯企业的总资产每年保持高速增长,说明其处于快速扩张中,成长性很好,资产规模庞大,实力雄厚,在同行业中处于龙头地位。腾讯的流动比率在 2016 年发生并购以后持续下降,原因在于此次并购规模庞大,腾讯采取现金方式进行三年分期支付,带来资金压力,使得腾讯短期偿债能力下降。并购支付完毕后,每年不再需要支出大量现金,流动比率即开始有所回升,对短期债务压力有一定

缓解。从长期来看，腾讯的资产负债率在并购后有稳中向好的发展趋势。2015 年腾讯资产负债率为 60.2%，存在一定财务风险，并购后资产负债率持续下降，直到金额全部支付完毕后资产负债率已经接近 40%，达到资产配置的优秀状态。这说明其资产负债结构日益优化，长期偿债能力得到持续提升，此次并购 Supercell 并没有给腾讯带来太大的偿债风险，反而利用闲置资产获得更高回报的投资机会带来更多资金收益，合理发挥了财务杠杆作用。

## （2）营运能力

营运能力指企业在平日的经营运行能力，可以反映出该企业对自有的各种资源的管理能力和利用这些资源赚取利润效率。本文通过对腾讯的资产管理水平以及利用效率进行研究，采用总资产周转率和流动资产周转率两项指标对腾讯并购后营运能力进行分析。总资产周转率和流动资产周转率越高，就意味着企业资金周转率越高，创收能力越强。具体数据如表 5.6 所示：

表 5.6 财务维度下腾讯 2014-2021 年营运能力指标详情（单位：次）

时间	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
总资产周转率	0.51	0.43	0.43	0.50	0.49	0.45	0.42	0.41
流动资产周转率	1.22	0.89	1.01	1.45	1.58	1.60	1.69	1.61

数据来源：2014 年-2021 年腾讯年报

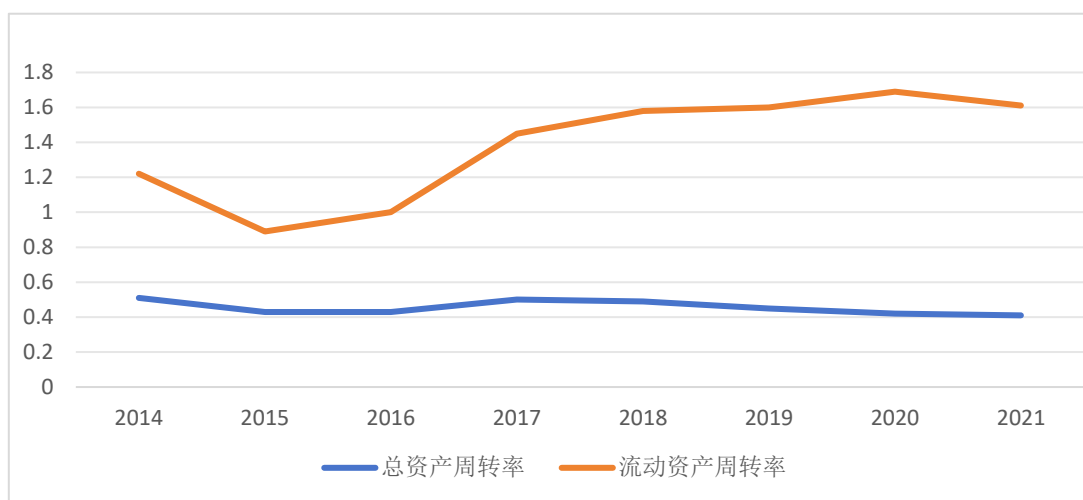


图 5.2 财务维度下腾讯 2014-2021 年营运能力分析图

数据来源：根据表 5.2 绘制

2016 年并购时腾讯的总资产周转率停止下降，与 2015 年持平为 0.43，说明并购当年巨额支付没有给腾讯资产周转效率带来太大压力，且并购完成的第一年总资产周转率就迅速上升到 0.50，这是因为对 Supercell 的并购给腾讯带来重大利好消息。从 2018 年开始总资产周转率开始缓慢下降，但并购后五年的平均总资产周转率依旧高于并购前，在 0.5-0.4 之间浮动，整体来说总资产周转率波动不大。腾讯的流动资产周转率在 2016 年完成并购后持续拉升，从 2016 年的 1.0 上涨到 2021 年的 1.61。查阅腾讯年度报表得知，腾讯当年现金净额为人民币 181.40 亿元，与 Supercell 融资安排的约 12 亿美元融资款项付款抵销。此次并购并没有减缓腾讯的流动资产周转率，反而扩大了流动资产投入，增强企业的创收能力。这主要是因为对游戏公司 Supercell 并购后，腾讯丰富了游戏产品矩阵，腾讯的主营业务网络游戏收入迅速增长，年增长率超过 40%，带来了大量现金流。总体而言，并购后腾讯通过一系列的资源整合，总资产周转率比较稳定，流动资产周转率持续上升，营运能力实现增长。

### （3）盈利能力

盈利能力指企业在一定时期内利用其资金开展各项业务活动赚取利润的能力，强劲的盈利能力是所有企业经营的最核心目的之一。本文从腾讯获利能力和持续盈利能力出发，选取销售净利润率、总资产收益率、净资产收益率这三个指标对腾讯并购前后的盈利水平进行研究分析，结合同行业平均净利率的变化情况可以直观反映此次并购是否给企业带来了经济效益变化，增加企业利润。其中，销售净利润率反映了企业通过销售产品获取利润的能力，销售净利润率越高则产品最终盈利能力越强；总资产收益率反映了企业过去全部资产的盈利能力，总资产收益率越高则该企业资金投入产出比越高，可以吸引更多投资者青睐并持续投资；净资产收益率反映了企业凭借利用自有资产的获利能力，净资产收益率越高则企业运用现有资金赚取利润能力越强，这三个指标都和企业的盈利水平呈正相关。具体数据如表 5.7 所示：

表 5.7 财务维度下腾讯 2014 年-2021 年盈利能力指标详情

时间	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
收入增长率	30.60	30.32	47.71	56.48	31.52	20.66	27.77	26.69
游戏增长贡献率	39.15	29.01	33.05	44.51	8.15	16.58	39.51	34.72
销售净利润率	30.26	28.30	27.28	30.48	25.58	25.42	33.22	40.67
总资产收益率	17.16	12.18	11.80	15.25	12.52	11.43	14.00	15.47
净资产收益率	29.09	23.84	22.25	26.15	22.45	19.62	20.58	25.99

数据来源：2014 年-2021 年腾讯年报

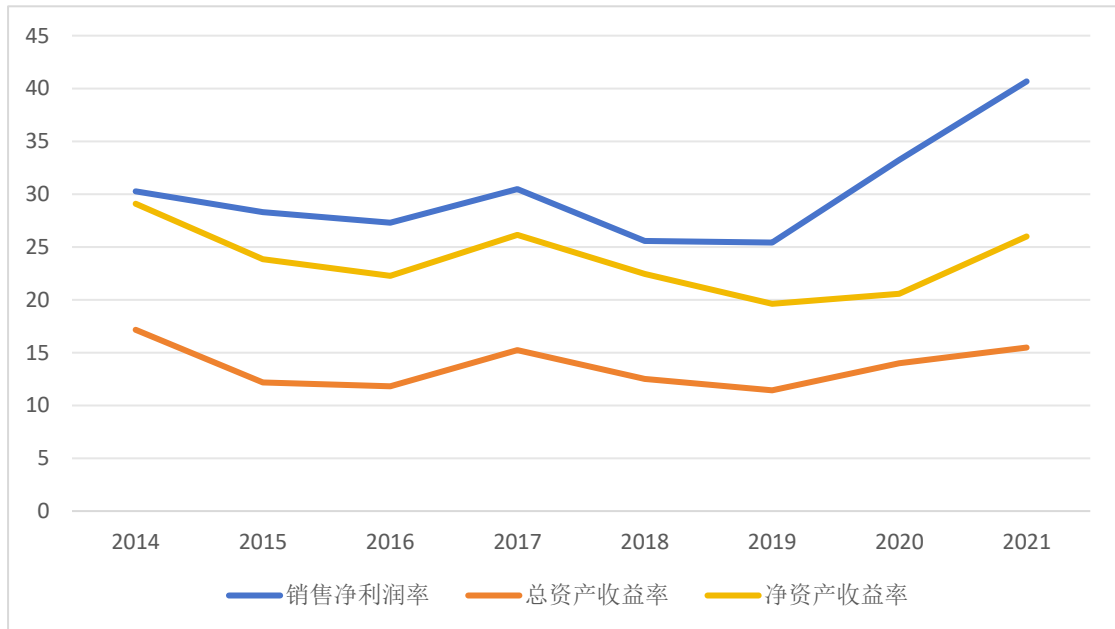


图 5.3 财务维度下腾讯 2014 年-2021 年盈利能力分析图

数据来源：根据表 5.7 绘制

腾讯营业收入每年都以较大幅度上涨，其中网络游戏业务增长每年对总收入增长贡献率达 30%以上，这可以看出游戏业务是腾讯最大的现金牛业务。通过表 5.7 可以发现，从 2014 年到 2016 年腾讯的销售净利润率、总资产收益率和净资产收益率三个指标都出现轻微下降趋势，这主要因为前期游戏行业的火热发展引得众多厂商纷纷入局，游戏行业竞争加剧。而自 2014 年以来我国总体游戏用户规模增速放缓，端游市场开始步入成熟期，游戏市场逐渐偏向手游市场发展，腾

讯游戏收入对端游收入的高度依赖使得盈利能力轻微下滑。但在并购完成后第一年三项指标都有明显拉升，这说明投入相同资产时产生利润的能力上升，即资产利用效率提高。此外，2017年腾讯营业收入上涨56.48%，其中游戏贡献从33.05%上涨至44.51%。这可以看出并购游戏公司带来的游戏业务收入上涨在短时间内推动了腾讯各项指标的上升。但是受市场环境影响，这种良好的上升趋势并没有在2018-2019年持续下去。因游戏市场环境变化腾讯曾一度面临危机，2018年3月-11月国内暂停网络游戏审批工作，对网络游戏总量进行调控，控制游戏版本号数量，这直接导致腾讯在2018年第二季度的智能手机游戏收入环比下降19%，PC客户端游戏收入环比下降8%，同比下降5%。2019年又开始严格限制网络游戏企业为未成年人提供游戏服务的时长，互联网上流行着一批游戏危害中国青少年的批评文章。这一系列的政策变化，使得游戏市场发展深受限制，腾讯业务发展受其影响，在2018年-2019年腾讯各项指标均有所下降，收入增长明显放缓使得净利润下降，从2018年游戏对收入增长贡献率仅为8.15%，2019年为16.58%可以看出，收入增长放缓的主要原因是游戏贡献不足。

为进一步分析并购 Supercell 对腾讯盈利能力的影响，本文将腾讯的销售净利润率和最主要竞争对手网易及行业平均净利润率进行对比分析。如图 5.3 所示：

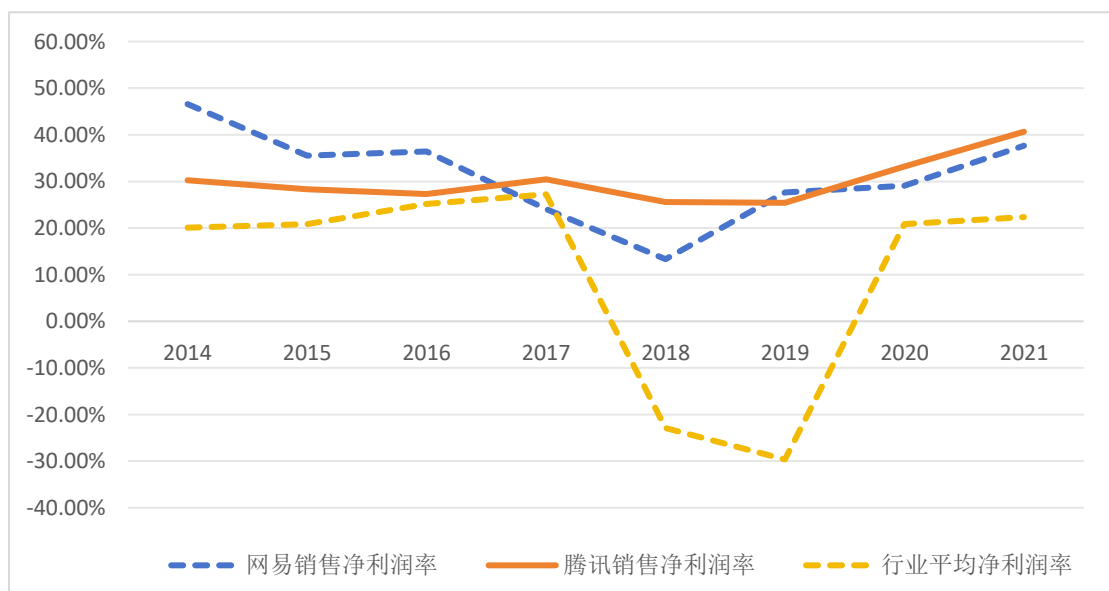


图 5.3 2014 年-2021 年网易、腾讯和行业平均净利润率

数据来源：国泰安



2018-2019 年行业平均净利率为负增长，大多数企业盈利艰难，行业发展形势不佳。腾讯的销售净利润率受行业发展影响同比下降，但也还是保持 25% 以上的净利润率。类比国内第二大游戏厂商网易游戏，2018 年网易销售利润率直接掉到 13.32%，腾讯还稳定在 25.58%。这主要归因于腾讯开拓的海外业务强势发力，Supercell 在 2018-2019 年共营收 31.6 亿美元，为腾讯规避了国内单一市场盈利来源的风险，使之盈利能力下降程度并不显著。这反映出该并购在一定程度上减轻了行业的不利发展形势对企业发展的冲击。总的来说，并购后腾讯盈利能力的各项指标只有在 2018-2019 年行业发展不佳时有所下降，相较于行业平均水平下降不明显，且其余年份各项指标都保持增长，这说明此次并购给腾讯的盈利能力带来了长期积极影响。

### 5.3.2 经营协同效应分析

海外并购往往面临诸多不确定性，行业技术与产品高速更新换代的互联网行业，更是面临着较传统行业更高的市场风险。企业冒着高风险展开海外并购，主要是因为成功的并购可以使得企业迅速进入对方市场，市场份额扩大可以产生的规模经济可以提高企业效益。用户是各个互联网企业争抢的重要资源，腾讯并购 Supercell 这一事件引起了全球游戏玩家的广泛关注，故主要本节从品牌、市场占有率和海外游戏下载量三个方面来分析此次并购是否为腾讯成功打开全球知名度，获取更多用户，发挥了经营协同效应。

#### (1) 品牌

品牌不仅仅是一个商标或名称，更是代表着该企业在市场上的形象和文化内涵。在数字经济时代，品牌的影响力显得更为重要，品牌价值作为一种无形资产可以体现出企业在市场竞争中的核心竞争力，好的品牌效应可以提高产品附加值和增加用户忠诚度，从而实现品牌溢价和市场份额的提升。本文使用的品牌价值是基于公司的财务状况以及在消费者中的影响力来货币性估算的。

下表 5.8 展现了腾讯并购 Supercell 前后的全球品牌价值和全球排名。腾讯的全球品牌价值从 2014 年的 338.79 亿美元一路攀升，在 2021 年达到 2409.31 亿美元，全球品牌价值是 2014 年的七倍。2016 年前腾讯全球品牌价值排名一直在前十开外，随着腾讯通过并购 Supercell 在海外市场有序扩张，将全球的游戏 IP 组合范围扩大至涵盖 100 多个国家和地区，腾讯的品牌价值出现了质的飞跃，

2017 年腾讯成为中国第一个价值突破千亿的品牌，也是中国企业首次闯进全球最具价值品牌前 10 强，并且在此后的年份里一直维持处于前十的地位。这充分肯定了并购 Supercell 带来的品牌价值加强作用。

表 5.8 腾讯品牌价值及排名

时间	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
品牌价值 (亿美元)	338.79	660.77	821.07	1082.92	1789.9	1308.62	1509.78	2409.31
全球排名	14	11	11	8	5	8	7	5

数据来源：根据 2014 年-2021 年 BrandZ 最具价值全球品牌排行榜整理而得

## (2) 市场占有率

市场占有率代表该企业拥有用户群体的数量，可以直接反映企业的市场上地位。对于互联网企业，用户是一种重要无形资产，企业自身价值主要体现在所拥有的用户资源上，用户流量的多少直接反应企业的经营能力。如果获得较高的市场占有率，那么基于数据资产的变现能力就越强，企业价值越高。因此，不断获取新用户，提高市场占有率对腾讯来说是业务经营的首要任务，决定了其是否能够持续快速发展。

全球游戏市场份额：2014 年腾讯总收入 789.32 亿，网游收入 447.56 亿，占总收入一半以上。虽然腾讯游戏收入在 2014 位列全球游戏收入第一，但该项游戏增长主要来自国内 QQ 手机版及微信上手机游戏收入大幅增长所推动。相较于第二三名用户群体遍布全球的索尼和微软，腾讯用户所属地域过于集中。中国经过国内手游的爆发式增长，游戏人口红利开始逐渐消失揭开了国内游戏厂商狼多肉少的问题，再加上国内游戏市场监管日趋严格使腾讯国内发展受限，必须加速转战海外市场。

腾讯自 2011 年收购收购了《英雄联盟》的开发商 Riot Games 开始海外布局以后，腾讯全球游戏市场份额一直处于轻微扩张状态。为加快出海节奏，腾讯在 2016 年斥巨资并购用户群体覆盖欧美和日韩等海外主要市场的芬兰游戏公司 Supercell，此时 Supercell 的全球用户数量已经突破 1 亿大关。全球主要游戏

市场的拓展使得腾讯游戏实现了全球布局的战略目标。从表 5.9 中数据可知在并购完成后两年，腾讯全球游戏市场占有率明显加速增长，从 2015 年的 9.76% 增长至 2018 年的 18.39%。2021 年，腾讯海外游戏市场收入增长至 455 亿人民币，占国内游戏收入三分之一以上，其中，Supercell 游戏收入贡献超过一半，这主要是《PUBG Mobile》、《Valorant》和 Supercell 旗下的《荒野乱斗》及《部落冲突》游戏的强劲表现贡献所致。

表 5.9 腾讯 2014 年-2020 年全球游戏市场份额变化统计表

时间	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
全球市场份额 (%)	8.60	9.76	10.02	14.92	18.39	19.45	19.68	22.24

数据来源：根据 2014 年-2021 年 Newzoo《全球游戏市场规模》整理所得

国内游戏市场份额：由表 5.10 可以看出，我国虽然有 20 余万家游戏公司，但腾讯游戏在国内游戏市场上一直占据大半江山，从 2014 年占国内市场份额 39.10% 至 2017 年达到巅峰 68.50%，突破国内市场份额三分之二。2017 年以前腾讯的市场份额虽然稳定上涨，不过上涨幅度缓慢，市场份额没有大的突破。对比腾讯最大的竞争对手网易，网易游戏采用自研+代理的产出方式，不断推出新品，涵盖各个游戏赛道，市场占有率连续稳定增长，对腾讯市场地位威胁较大。腾讯在手游快速发展期，将研发重点转入手游赛道，通过并购知名手游开发商 Supercell 来弥补自主研发技术短板和移动端精品游戏的空缺，将电脑端游戏与移动端游戏均衡发展，增强整体实力，吸引了更多游戏玩家，2016 年 10 月完成对 Supercell 的并购后，腾讯国内游戏市场份额直接从 42.79% 上涨到 68.50%，同比幅度接近 60%，即使后续年份有所下滑，但是也远超并购前国内游戏市场份额。

表 5.10 2014 年-2021 年中国游戏市场份额变化统计表

时间	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国游戏市 场规模 (亿元)	1144.8	1406.7	1655.7	2036.1	2144.4	2308.8	2786.87	2965.13
腾讯市场份 额	39.10%	40.23%	42.79%	68.50%	55.70%	49.70%	56.01%	58.78%
网易市场份 额	8.09%	12.31%	12.90%	13.18%	13.60%	15.90%	19.59%	17.93%

数据来源：根据 2014 年-2021 年《中国游戏产业报告》整理所得

### (3) 海外游戏下载量

海外游戏下载量是指该企业发行的游戏在海外应用商店的下载次数，同一账号的首次安装只统计一次，该指标能直观体现企业发行的游戏吸引海外新用户的能力，这些新用户代表着潜在的收入来源。本文使用的海外游戏下载量主要是腾讯 2014 年-2021 年在 Google Play 游戏排行榜中新用户下载量排名前 10 的游戏 App 数据。对比数据的变化能看出腾讯在并购 Supercell 后游戏产品的海外表现。

由下表 5.11 新用户下载量数据可知，2016 年并购前腾讯的新用户下载量出现大幅下降，并购 Supercell 后腾讯在 Google Play 排名前 10 的下载量逐年上升。到 2018-2019 年时全球前十最受欢迎的智能手机游戏(按新用户增长量计算)中的五款均属于腾讯，其中 Supercell 旗下的《部落冲突》稳居第二。这可以看出经过 2016 年并购后，腾讯在海外发行的游戏吸引了更多的新用户，产品经营效果良好，这主要是因为与 Supercell 的优势互补使腾讯在海外游戏市场获客难度和成本降低，带来更高效的新用户增长。

表 5.11 2014 年-2021 年腾讯海外游戏 Google Play 下载统计表

时间	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
新用户下载量 (百万)	227.25	160.05	276.93	291.63	308.51	373.30	413.98	448.17

数据来源：Androidrank

### 5.3.3 管理协同效应分析

我国企业管理学起步较晚，目前广泛推崇学习和利用国外先进管理经验，与自己的实际情况相结合形成高水平的内部管理体系。互联网背景下，企业决策环境更复杂，传统管理方式无法发挥互联网技术的优势，迅速应对市场的差异化需求。收购国外拥有更高管理效率的企业，用被并购方的组织方式、规章制度和人力资源是学习和利用国外先进管理经验的一种捷径。故主要本节从内部流程维度和学习成长维度，对比并购前后经营费用、研发能力和人力资源三个指标的变化并挖掘原因，分析腾讯并购 Supercell 后的管理协同效应。

#### (1) 经营费用

由表 5.12 和图 5.4 可知，腾讯的销售费用率一直保持在 8%左右，远小于 15%，说明其产品或服务本身具有较强竞争力和良好的品牌形象。经计算销售费用增长率发现，腾讯并购 Supercell 后，因在全球市场上加大游戏买量支出宣传全线游戏产品，2016 年-2018 年销售费用同比增长率振荡上升，但平均销售费用率相对并购前依旧保持下降，且后续年份有明显向下发展的趋势。这表明虽然并购后销售费用增长，但通过并购后对内部资源整合，运营结构逐步优化给企业在营销上带来更强的有效性，使得单位收入花费销售费用降低。2014 年-2020 年管理费用率总体呈下降趋势。其中，2016 年-2017 年因并购整合 Supercell 管理费用同比增幅加大，但管理费用率依旧保持下降。这主要是因为 Supercell 本身是一个组织效率极高的企业，拥有先进的管理理念和管理模式，采取中心化的分布按产品线分割组织，自底向上的方式进行自我管理，创造了人均产值超 1100 万美元的记录。腾讯在跨国并购 Supercell 后并没有改变其原有组织架构和管理模式，反而还邀请 Supercell 分享先进的管理理念和管理方式，组织腾讯员工学习，提升组织管理效率。

表 5.12 2014 年-2021 年腾讯销售费用率和管理费用率计算表

时间	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
销售费用率	9.9%	7.8%	8.0%	7.4%	7.7%	5.7%	7.0%	5.27%
管理费用率	17.9%	16.4%	14.8%	13.9%	13.3%	14.2%	14.0%	14.3%

数据来源：2014 年-2021 年腾讯年报

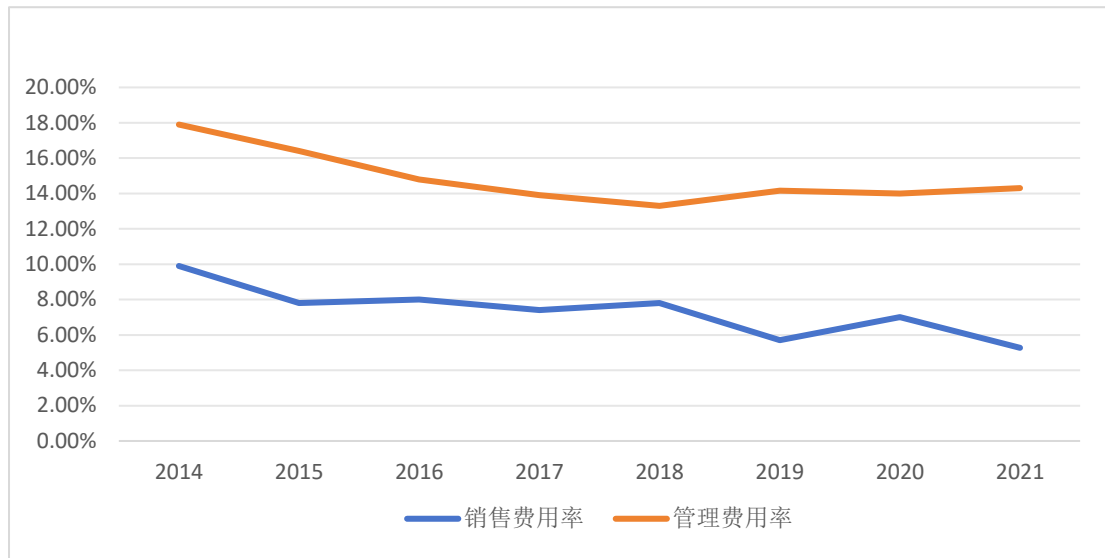


图 5.4 2014 年-2020 年腾讯销售率和管理费用率折线图

数据来源：根据表 5.12 绘制

## (2) 研发能力

互联网游戏行业诞生于科技，需要企业持续加码科研投入，突破创新才能研发出爆款游戏，为企业持续发展提供不竭动力。根据《2023 中国民营企业 500 强调研分析报告》，2022 年腾讯研发人员占比达 74%，全球专利申请数量超 6.2 万件，研发投入 614 亿元，占当年税后净利润总额约 50%。2018 年至 2022 年研发投入累计超 2200 亿元居民营企业榜首。根据下表 5.13 对比腾讯在并购前后在研发方面的投入可以看出，近几年腾讯一直在加大研发支出，尤其在并购当年和完成并购后一年，研发支出增长率达到 31.04% 和 47.37%。游戏方面的专利申请量在并购后是呈现爆发式增长，增长率超过 50%。查阅市场相关资料得知，腾讯十分重视 Supercell 过硬的精品研发实力，并购完成后腾讯投入大量资源在上海设置 Supercell 研发工作室，培养适应全球市场的游戏开发人才。Supercell 与腾讯团队共同发力筹备的新游戏《荒野乱斗》于 2018 年全球上线并在国内外大获成功，让腾讯在自主研发上更有信心，通过研发团队相互交流也成功增强其在游戏创新研发方面的能力。

表 5.13 2014 年-2021 年腾讯研发情况计算表

时间	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
游戏专利申请量	173	144	217	321	389	578	640	296
研发支出（亿元）	75.81	90.39	118.45	174.56	229.36	303.87	389.72	518.8
研发占营收比重（%）	9.60	8.79	7.80	7.34	7.33	8.05	8.08	9.26
研发支出增长率（%）	-	19.23	31.04	47.37	31.39	32.49	28.25	33.13

数据来源：2014 年-2021 年腾讯年报、Iprdaily

### （3）人力资源

并购完成后，人力资源整合非常重要，如果只重资产财务整合不注重人力资源的整合，那么很容易导致企业整合失败，达不到预想的管理协同效应。在并购 Supercell 后，因文化理念、研发方向和组织管理模式等不同，人力资本整合的难度较大，腾讯对 Supercell 并没有强行整合，依旧保持 Supercell 小团队运行的独立性。但并购后，Supercell 员工持股比例下降，多名员工提出离职，其中元老级高管和《部落冲突》制作人 LasseLouhento 离职。他领导开发的《部落冲突》迄今仍是 Supercell 玩家数量最多的游戏。核心人才的离开对于 Supercell 和腾讯来说无疑是一大损失，毕竟腾讯并购 Supercell 很大一方面就是看中其顶尖的研发能力，能弥补在创新游戏上的不足。在并购后如何减少人力资源的损失，保持其创新力是腾讯还需加强组织管理的重要一环。

## 5.4 长期协同效应的综合分析

上文主要从平衡计分卡的角度对腾讯并购 Supercell 的财务协同、管理协同和经营协同进行逐一分析。其中，有的指标反映良好，有的指标反映效果不佳，无法综合分析腾讯此次并购的长期协同效应效果。因此，本节采用综合评价方法中的熵值法对样本数据进行客观赋权，计算腾讯企业 2014 年-2021 年的综合绩效评分，以避免数据分析过程中因主观因素导致的结果偏差。

### 5.4.1 基于熵值法的分析过程

1. 建立原始数据矩阵  $X_{ij}$ 。
2. 对企业原始数据进行无量纲和标准化处理，使指标一致化，相互间具有可比性。

$$\text{正向指标处理: } Y_{ij} = \frac{x_{ij} - \min\{x_j\}}{\max\{x_j\} - \min\{x_j\}} \quad (5.1)$$

$$\text{负向指标处理: } Y_{ij} = \frac{\max\{x_j\} - x_{ij}}{\max\{x_j\} - \min\{x_j\}} \quad (5.2)$$

经过上述两步数据处理，得到标准化矩阵。为消除 0 的影响，需人为将无量纲化后的数据加上 0.0001 再进行对数计算。

3. 计算指标体系的比重矩阵，即各个指标的贡献度。

$$P_{ij} = \frac{Y_{ij}}{\sum_{i=1}^n Y_{ij}} \quad (5.3)$$

4. 计算 j 项指标的熵值。

$$e_j = -\frac{1}{\ln(n)} \sum_{i=1}^n p_{ij} \ln(p_{ij}) \quad 0 \leq e_j \leq 1 \quad (5.4)$$

5. 计算 j 项差异性系数。

$$g_j = 1 - e_j \quad (5.5)$$

6. 确定评价指标权重。

$$w_j = \frac{g_j}{\sum_{i=1}^n g_j}$$

(5.6)

7. 综合评价指标值。

$$F_j = \sum_{j=1}^n w_j \cdot p_{ij} \quad 0 \leq F_j \leq 1 \quad (5.7)$$

(5.7) 式中  $F_j$  表示协同效应综合得分水平，n 为指标个数， $W_j$  为第 j 项指标的权重。因此， $F_j$  的数值越大，表明样本效果越好。

使用熵值法确定各指标权重，各项指标中，指标的信息权重越大，那么该指标所起的作用就越大。所计算出的  $F_j$  越大，说明长期协同效应综合评价结果就越好。为了确保数据的可对比性和准确性，本节选取了与上文中基于平衡计分卡构建的协同效应评价指标。下文图表中指标名称使用  $X_i$  按顺序代替。具体数据如表



5.14 所示：

表 5.14 腾讯长期协同效应三级指标原始数据

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
流动比率	1.51	1.25	1.47	1.18	1.07	1.06	1.18	1.2
资产负债率 (%)	52.02	60.2	52.9	50.04	50.77	48.76	41.65	42.65
总资产周转率	0.51	0.43	0.43	0.5	0.49	0.45	0.42	0.41
流动资产周转率	1.22	0.89	1.01	1.45	1.58	1.6	1.69	1.61
销售净利润率 (%)	30.26	28.3	27.28	30.48	25.58	25.42	33.22	40.67
总资产收益率 (%)	17.16	12.18	11.8	15.25	12.52	11.43	14	15.47
净资产收益率 (%)	29.09	23.84	22.25	26.15	22.45	19.62	20.58	25.99
品牌价值 (亿美元)	338.79	660.77	821.07	1082.9	1789.9	1308.6	1509.8	2409.3
全球排名 (位)	14	11	11	8	5	8	7	5
全球市场份额 (%)	8.60	9.76	10.02	14.92	18.39	19.45	19.68	22.24
国内市场份额 (%)	39.10	40.23	42.7	68.50	55.70	49.70	56.0	58.78
新用户下载量 (百万)	227.25	160.05	276.93	291.63	308.51	373.3	413.98	448.17
销售费用率 (%)	9.90	7.80	8.0	7.40	7.70	5.7	7.00	5.27
管理费用率 (%)	17.90	16.4	14.8	13.9	13.30	14.2	14.0	14.3
研发占营收 占比 (%)	9.60	8.79	7.80	7.34	7.33	8.05	8.08	9.26
游戏专利申请量 (个)	173	144	217	321	389	578	640	296

数据来源：根据 2014 年-2021 年腾讯年报整理而得

根据上文公式 (5.1) 和 (5.2)，对腾讯长期协同效应三级原始指标值进行标准化处理，处理后数值如表 5.15 所示。

表 5.15 标准化后的腾讯长期协同效应三级指标值统计表

指标	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
X <sub>1</sub>	1.000	0.422	0.911	0.267	0.022	0.000	0.267	0.311
X <sub>2</sub>	0.441	0.000	0.390	0.548	0.508	0.617	1.000	0.946
X <sub>3</sub>	1.000	0.263	0.263	0.632	0.579	0.368	0.211	0.000
X <sub>4</sub>	0.413	0.000	0.150	0.700	0.863	0.888	1.000	0.900
X <sub>5</sub>	0.317	0.189	0.122	0.332	0.010	0.000	0.511	1.000
X <sub>6</sub>	1.000	0.131	0.065	0.667	0.190	0.000	0.449	0.705
X <sub>7</sub>	1.000	0.446	0.278	0.690	0.299	0.000	0.101	0.673
X <sub>8</sub>	0.000	0.156	0.233	0.359	0.701	0.468	0.566	1.000
X <sub>9</sub>	0.000	0.333	0.333	0.667	1.000	0.667	0.778	1.000
X <sub>10</sub>	0.000	0.085	0.104	0.463	0.718	0.795	0.812	1.000
X <sub>11</sub>	0.000	0.038	0.126	1.000	0.565	0.361	0.575	0.669
X <sub>12</sub>	0.233	0.000	0.406	0.457	0.515	0.740	0.881	1.000
X <sub>13</sub>	0.000	0.454	0.410	0.540	0.475	0.907	0.626	1.000
X <sub>14</sub>	0.000	0.326	0.674	0.870	1.000	0.804	0.848	0.630
X <sub>15</sub>	1.000	0.643	0.207	0.004	0.000	0.317	0.330	0.850
X <sub>16</sub>	0.058	0.000	0.147	0.357	0.494	0.875	1.000	0.306

根据公式 (5.3) 计算第  $i$  项指标在所有指标中所占的比值  $P$ ，计算结果如表 5.16 所示

表 5.16 腾讯长期协同效应三级指标  $P$  值统计表

指标	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
X <sub>1</sub>	0.312	0.132	0.285	0.083	0.007	0.000	0.083	0.097
X <sub>2</sub>	0.099	0.000	0.088	0.123	0.114	0.139	0.225	0.213
X <sub>3</sub>	0.302	0.079	0.079	0.190	0.175	0.111	0.064	0.000
X <sub>4</sub>	0.084	0.000	0.031	0.142	0.176	0.181	0.204	0.183
X <sub>5</sub>	0.128	0.076	0.049	0.134	0.004	0.000	0.206	0.403
X <sub>6</sub>	0.312	0.041	0.020	0.208	0.059	0.000	0.140	0.220
X <sub>7</sub>	0.287	0.128	0.080	0.198	0.086	0.000	0.029	0.193
X <sub>8</sub>	0.000	0.045	0.067	0.103	0.201	0.134	0.162	0.287
X <sub>9</sub>	0.000	0.070	0.070	0.140	0.209	0.140	0.163	0.209
X <sub>10</sub>	0.000	0.021	0.026	0.116	0.180	0.200	0.204	0.251
X <sub>11</sub>	0.000	0.012	0.038	0.300	0.169	0.108	0.173	0.201
X <sub>12</sub>	0.055	0.000	0.096	0.108	0.122	0.175	0.208	0.236
X <sub>13</sub>	0.000	0.103	0.093	0.122	0.108	0.206	0.142	0.227
X <sub>14</sub>	0.000	0.063	0.131	0.169	0.194	0.156	0.165	0.122
X <sub>15</sub>	0.298	0.192	0.062	0.001	0.000	0.095	0.099	0.254
X <sub>16</sub>	0.018	0.000	0.045	0.110	0.153	0.270	0.309	0.095

运用 EXCEL 软件, 将得出的 P 值按照式 (5.4)、式 (5.5)、式 (5.6) 分别计算出指标的熵值、差异系数及各指标权重, 计算结果见表 5.17。

表 5.17 腾讯长期协同效应三级指标熵值、差异系数和权重计算结果汇总

指标	熵值	差异系数	权重
X <sub>1</sub>	0.800	0.200	0.091
X <sub>2</sub>	0.907	0.093	0.042
X <sub>3</sub>	0.867	0.133	0.061
X <sub>4</sub>	0.886	0.114	0.052
X <sub>5</sub>	0.765	0.235	0.107
X <sub>6</sub>	0.806	0.194	0.089
X <sub>7</sub>	0.853	0.147	0.067
X <sub>8</sub>	0.866	0.134	0.061
X <sub>9</sub>	0.900	0.100	0.046
X <sub>10</sub>	0.832	0.168	0.077
X <sub>11</sub>	0.819	0.181	0.083
X <sub>12</sub>	0.892	0.108	0.050
X <sub>13</sub>	0.909	0.091	0.042
X <sub>14</sub>	0.915	0.085	0.039
X <sub>15</sub>	0.797	0.203	0.093
X <sub>16</sub>	0.809	0.191	0.087

根据公式 (5.7), 计算腾讯 2014 年-2021 年的长期协同效应综合评价得分。如表 5.18 所示:

表 5.18 2014-2021 年腾讯长期协同效应综合得分

维度	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
综合得分	0.591	0.319	0.441	0.782	0.726	0.714	0.911	1.097

## 5.4.2 综合结果分析

从图 5.5 可知, 腾讯在并购前的 2014 年和 2015 年期间综合得分分别为 0.591 和 0.319, 呈现下降趋势, 主要是由于国内游戏市场规模增速放缓, 面临同行业的竞争压力, 企业出现研发能力不足、新产品上线慢和缺乏爆款等情况。2016 年实施并购后, 腾讯企业各项指标有所改善, 综合得分开始大幅上升, 从 2016 年的 0.441 上涨到 2021 年的 1.097。其中 2018-2019 年因国内对游戏版号发行的

严格限制，导致企业绩效得分轻微下滑，但随着游戏版号的恢复发放，游戏可以正常上市，腾讯的协同效应综合得分也继续回升。总的来说并购后腾讯的综合得分一直高于并购前的水平，说明腾讯的并购活动获得了长期协同效应。

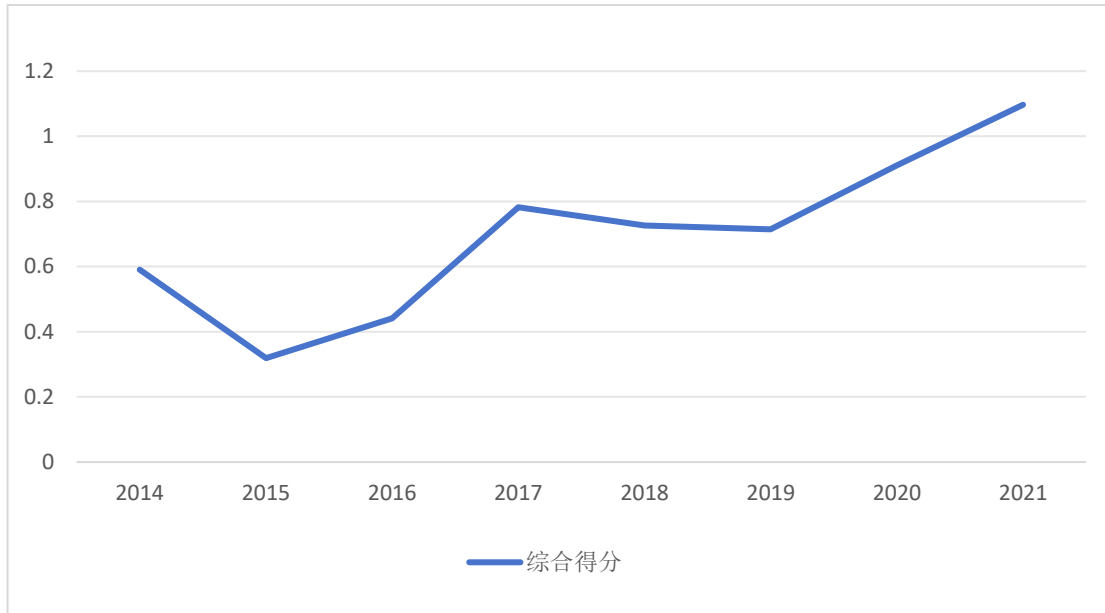


图 5.5 2014-2021 年腾讯协同效应综合得分趋势图

数据来源：根据表 5.18 绘制

## 5.5 本章小结

本章利用平衡计分卡与协同效应建立联系，分别从经营协同、管理协同和财务协同三方面选取具有代表性的指标对腾讯并购 Supercell 进行长期协同效应分析。

就财务协同效应而言。首先，腾讯并购 Supercell 后，需大量现金维持交易支付，这使得腾讯出现了短期偿债能力下降，但下降时间持续不长，后期仍然具备较强的现金流和融资能力，避免自由现金流量过剩的同时保证长期偿债能力持续提升。其次，腾讯营运能力指标中，总资产周转率波动幅度不大，流动资产周转率持续上升，这说明腾讯在并购后，收入增速高于总资产增速，整体的资产运营能力增强。最后，在腾讯盈利能力本身维持在较高水平的情况下，腾讯盈利能力稳中有升，即便受国家政策和行业发展寒冬影响，腾讯也能规避国内单一市场

盈利来源的风险，降低市场变化带来的不利影响，在国内游戏市场保持领先地位。总体而言，腾讯在并购后各项财务指标都表现良好，这表明腾讯并购 Supercell 后在一定程度上实现了财务协同效应。

就经营协同效应而言，此次并购 Supercell 使腾讯品牌价值在全球范围内飙升，最终成为全球十大品牌。此外，并购 Supercell 后，知名度的提升使腾讯的海外市场份额和国内市场份额均迅速上升，腾讯获得更高的规模经济效应。海外游戏下载量的持续增长表明海外市场发展势头越来越好，良好的游戏产品经营吸引了大量新用户。这是由于并购带来了良好的经营协同效应。

就管理协同效应而言，腾讯并购完成后，通过积极学习 Supercell 先进管理理念，优化内部管理流程，管理费用有所节约。虽然并购后优秀人才的流失导致团队凝聚力减弱，对未来研发能力的持续提升有消极影响，但腾讯在并购后对内部创新研发予以高度重视，大幅增加研发支出、打造工作室、招揽和培养研发人才。从游戏专利申请量速度加快和爆款游戏频出可以看出腾讯的研发能力逐渐加强，对 Supercell 的并购产生了“1+1>2”的管理协同效果。

结合熵值法对企业财务协同效应、经营协同效应、管理协同效应进行综合评价后发现腾讯的综合评价得分在并购后激增，并在长期内保持上升趋势，这表明腾讯在并购后经过各方面的资源整合，整体实力得到了提升，实现了长期协同效应。

## 6 研究结论与启示

### 6.1 研究结论

本文基于相关理论和研究成果,以互联网企业跨国并购的发展现状作为行业背景,对腾讯企业跨国并购 Supercell 的协同效应进行分析,得出以下结论:

首先,在跨国并购动因方面,腾讯根据互联网行业存在的“马太效应”,积极拓展海外市场,实现规模经济;借助此次并购获得的关键发展资源,增强研发能力、摆脱技术发展瓶颈,提升核心竞争力;顺应游戏市场发展的新趋向,丰富产品矩阵,填充细分市场,实现全品类游戏布局。

其次,就短期协同效应的分析而言,通过事件研究法分析资本市场对腾讯并购事件的反应,结果腾讯控股的股票市场反应良好,短期内增加了腾讯的股东财富,实现了短期协同效应。这主要是因为市场看好腾讯的未来发展前景,认为通过 Supercell 的助力,不仅能弥补腾讯游戏创新的不足,还能帮助腾讯实现战略化扩张。

最后,就长期协同效应的分析而言,本文根据互联网行业生命周期短、变化快的行业特点,基于平衡计分卡建立指标体系分析协同效应。得出腾讯总体偿债能力提升,资产营运能力增长、盈利水平提高,实现财务协同效应;全球品牌价值上涨,市场份额迅速提升,扩大了经营规模,经营协同效应突出;管理费用降低,创新研发能力提高,产生管理协同作用。为避免数据分析过程中因主观因素导致的结果偏差,本文用熵值法对腾讯并购长期协同效应进行综合分析,结果显示腾讯的协同效应综合得分在并购后大于并购前,并持续上升,说明腾讯此次并购实现长期协同效应。

### 6.2 增进互联网企业跨国并购实现协同效应的启示

腾讯并购游戏开发商 Supercell 事件是中国互联网企业的最大并购案,也是一场成功的并购,此次并购让腾讯成功拓展海外游戏市场,弥补了手游端发展的不足。本文通过分析此次并购事件的全过程,从成功案例中总结其经验,得出几条增进互联网企业跨国并购实现协同效应的启示,为其他互联网走向海外提供参考。

#### 6.2.1 关注战略协同

企业战略是根据企业自身情况和长期发展目标制定的,分解和规划长短期发展目标可以有助于企业进行阶段性管理,最终实现长期战略目标。不同企业由于所处行业和市场环境不同,制定的战略也各不相同。从统计数据来看,中国企业跨国并购失败概率超过 80%,其背后的原因之一就是决策者在实际并购中未考虑被并购企业是否与本企业发展战略相契合,忽略了企业并购后的协同效应。腾讯在此次并购中战略目标十分明确,一方面国内游戏市场人口红利见顶,迫切需要拓展海外游戏市场,获得新的利润增长点;另一方面是为了弥补自身创新研发能力不足,布局全品类游戏产品矩阵。因此,腾讯在并购前便有针对性地海外市场寻找可以满足自身发展战略的并购对象。为此,腾讯在并购前对目标市场进行了全面、科学的市场调研,确认游戏开发商 Supercell 符合本企业的发展策略和相关优势。借助 Supercell 能够帮助腾讯增强手游研发能力,Supercell 已有的名气打开国际手游市场。同时 Supercell 也可以利用腾讯的平台和渠道打开中国市场,双方都能发挥较大的协同效应。对于其他互联网企业而言,在并购前应当根据自己的战略需求正确识别并购动机,仔细斟酌是否有必要进行复杂的跨国并购行为,从企业长远发展角度来衡量跨国并购的利与弊。并购前做好全方面尽职调查,关注战略协同,选择能够与本企业发展战略互补的并购目标,根据目标企业和自身企业情况制定好并购计划,及时进行信息反馈和战略调整,充分发挥并购的协同效应,降低并购的风险。

### 6.2.2 选择合理的支付方式

一些较大规模的并购因支付方式不恰当,给企业带来巨大财务压力,使得后续活动缺乏资金支持,最终与长期并购战略目的背道而驰。此次并购以 86 亿美元巨额现金支付,即使是现金流规模超大的腾讯也难以招架,若支付方式选择不妥善,那么很可能会给企业带来各种潜在的风险,甚至诱发企业财务危机。该并购中腾讯采取组建财团和引进投资者共同分期支付的方式,有效减轻了短时间支出大量现金的财务压力,还分散了并购风险。因此,企业在并购活动中要避免短借长投,必须要考量自身资金情况和经营能力,在保障偿债能力和一定的资金流动性下,选择财务风险最小的支付方式。资金规模较大的并购可以建立合理的融资结构并引进共同投资人。这样不仅可以降低企业资金压力,凭借专业的投资人丰富的跨国投资经验,还可以为此次投资提供更多信息和意见参考。

### 6.2.3 重视并购整合

并购整合是交易实施阶段非常重要的环节,关系到并购企业双方能否在并购战略目标的指引和驱动下,对原有企业各项资源实现共享联合,并不断提高整合后企业核心竞争优势的动态过程,最终实现“1+1>2”协同效应。跨国并购整合面临文化理念、传统习惯和价值观念等不同,整合难度会更大。人力资源整合和流程与组织整合是实现并购价值创造的关键,如果核心关键人才大量流失或新组织结构不明确,容易导致资源损耗和业务发展受阻等问题,那么很可能就违背此次并购的初衷,很难实现协同效应。腾讯在对 Supercell 的并购后,为不破坏其原有的研发能力,采取了分立模式,不干预 Supercell 核心团队的研发,原有管理层保持不变,这样高度自由的整合模式有助于减小强行磨合差异带来的风险,让双方各自发挥优势互惠互利。因此,在跨国并购中要正视文化和习惯等差异,不要强行整合,根据被并购企业情况灵巧选择整合方式,平衡过渡最大化保留人才,在保持双方优势不被削弱的情况下,实现协同效应。



## 参考文献

- [1] Alhenawi Y, Krishnaswami S. Long-term impact of merger synergies on performance and value[J]. *Quarterly Review of Economics & Finance*, 2015, 58: 93-118.
- [2] Byung II Park, Jiyoung Choi. Foreign direct investment motivations and knowledge acquisition from MNE in overseas subsidiaries[J]. *Can J Adm Sci*, 2014, 31(2): 33-35.
- [3] He, S., Khan, Z., Lew, Y.K., et al. Technological innovation as a source of Chinese multinationals' firm-specific advantages and internationalization[J]. *International Journal of Emerging Markets*, 2019, 14(1): 115-133.
- [4] Michael, C., Jensen, et al. The market for corporate control: The scientific evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 1983.
- [5] Kimberly K C. Managing intellectual property risk: Because knowledge is a company's greatest asset[J]. *Intellectual Asset Management Practice*, 2004, 14(2): 26-32.
- [6] Kong, Q., Peng, D., Ruijia, Z., et al. Resource misallocation, production efficiency and outward foreign direct investment decisions of Chinese enterprises[J]. *Research in International Business and Finance*, 2021, 55(1): 13-43.
- [7] Liang, X., Lu, X., & Wang, L. Outward internationalization of private enterprises in China: The effect of competitive advantages and disadvantages compared to home market rivals[J]. *Journal of World Business*, 2012, 47(1): 134-144.
- [8] Luo, Y., & Tung, R.L. International expansion of emerging market enterprises: A springboard perspective[J]. *Journal of International Business Research*, 2007, 3(4): 481-498.
- [9] Melitz, M.J., & Giancarlo, I. P.O. Market Size, Trade, and Productivity[J]. *The Review of Economic Studies*, 2008, 75(1): 295-316.
- [10] Moeller, S.B., Schlingemann, F.P., Stulz, R.M. Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring — Firm Returns in the Recent Merger

- Wave[J]. *Journal of Finance*,2005,(02):757—782.
- [11]Osterberg E C. A primer on IP risk management and insurance[J]. *The Licensing Journal*, 2003,11:1-10.
- [12]Parrino,Measuring investment distortions arising from stockholder-bondholder conflicts[J].*Journal of Financial Economics*,1999(1):53-55.
- [13]Panthamit,N.&Chaiboonsri,C. China's Outward Foreign Direct Investment in the Greater Mekong Subregion[J]. *Journal of Economic Integration*, 2020,35(1):129-151.
- [14]Sirower,Mark,L.,*The Synergy Trap:How Companies Lose The Acquisition Game?* The Free Press,1997.
- [15]Sun,S.L., Peng,M.W., Lee,R.P., et al. Institutional open access at home and outward internationalization[J].*Journal of World Business*,2015,50(1):234-246.
- [16]Sian Owen,Alfred Yawson.*Corporate Life Cycle and M&Activity*.*Journal of Banking and Finance*,2010,34 (2):427-440.
- [17]Weston J F,Chung K S,Hoag S.*Mergers, restructuring, and corporate control* [M].Upper Saddle River:Prentice Hall,1990.
- [18]Xie,Y.H.&Amine,L.S. Social networks and the internationalization of Chinese entrepreneurs[J]. *Global Business and Organizational Excellence*, 2009,29(1):61-78.
- [19]Zhang,Y., Zhan,W., Xu,Y., et al. International friendship cities, regional government leaders, and outward foreign direct investment from China[J]. *Journal of Business Research*, 2020,108:105-118.
- [20]Zhou,L., Wu,W.&Luo,X. Internationalization and the performance of born-global SMEs: the mediating role of social networks[J]. *Journal of International Business Research*, 2007,38(4):673-690.
- [21]白胜,李译琳,冯薇可.平衡计分卡研究方法探析[J].*财会通讯*,2020,(14):18-20.
- [22]陈升,过勇.东道国营商环境与母国对外直接投资——基于中国对“一带一路”沿线国家 OFDI 的实证研究[J].*世界经济与政治论坛*,2021, No. 346(0

- 3): 78-105.
- [23] 陈钰, 李飞星, 钱颖. 跨国技术并购助推制造企业数字化升级的作用路径——基于价值链新微笑曲线视角的双案例分析[J]. 现代管理科学, 2024(01): 139-147.
- [24] 顾晓敏, 孙爱丽. 并购重组与价值创造: 目标公司的协同效应分析[J]. 财会月刊, 2015(34): 10-17.
- [25] 胡宏雁. 跨国并购动因研究综述[J]. 经济研究导刊, 2014(14): 226-229.
- [26] 胡海青, 吴田, 张琅等. 基于协同效应的海外并购绩效研究——以吉利汽车并购沃尔沃为例[J]. 管理案例研究与评论, 2016, 9(06): 531-549.
- [27] 惠树鹏, 郑玉宝. 基于五维动态平衡计分卡的企业战略绩效评价[J]. 统计与决策, 2016, (11): 172-175.
- [28] 郝玉萍. 企业并购财务协同效应评价研究——以互联网行业为例[J]. 财会通讯, 2019(14): 57-61.
- [29] 黄福广, 王贤龙, 田利辉等. 标的企业风险资本、协同效应和上市公司并购绩效[J]. 南开管理评论, 2020, 23(04): 96-106.
- [30] 黄佳男. 腾讯跨国并购 Supercell 动因与绩效研究[D]. 长江大学, 2023.
- [31] 贾宪军, 胡海峰. 宏观经济因素对中国企业海外并购意愿影响的实证分析[J]. 经济与管理评论, 2018, 34(06): 73-85.
- [32] 林忠礼, 傅仰艺. 中国企业跨国并购的现状、动因与发展趋势[J]. 天津师范大学学报(社会科学版), 2005(02): 14-19.
- [33] 李春玲, 高兰. 基于平衡计分卡的航空公司并购协同效应研究——以国航星辰计划为例[J]. 财会通讯, 2015, (32): 83-86.
- [34] 毛文娟, 张丽贤. 行业竞争环境、资产专用性与纵向并购协同效应——基于蒙牛并购现代牧业的事件分析[J]. 财会月刊, 2019, (05): 9-17.
- [35] 邵宇佳, 周博文, 王光. 产业政策有助于中国企业对外直接投资吗? ——基于微观数据的实证检验[J]. 财政科学, 2023, No. 87(03): 137-152.
- [36] 童迎香, 潘雅琼. 互联网生态视角下企业并购财务协同效应研究——基于阿里收购饿了么的案例[J]. 财会通讯, 2021(02): 105-109.
- [37] 孙黎, 张弛. 数字型跨国并购对中国企业全要素生产率的影响[J]. 经济管理,

- 2023, 45 (07) :22-37.
- [38] 吴金梅. 平衡计分卡:企业战略管理的方法[J]. 经济管理, 2000, (08) :29-31.
- [39] 王玉宝, 孙建中. 浅谈中国民营企业如何“走出去”[J]. 生产力研究, 2008 (22) :147-148.
- [40] 王永钦, 杜巨澜, 王凯. 中国对外直接投资区位选择的决定因素:制度、税负和资源禀赋[J]. 经济研究, 2014, 49 (12) :126-142.
- [41] 危平, 唐慧泉. 跨国并购的财富效应及其影响因素研究——基于双重差分方法的分析[J]. 国际贸易问题, 2016 (11) :120-131.
- [42] 王碧珺, 李冉, 张明. 成本压力、吸收能力与技术获取型 OFDI [J]. 世界经济, 2018, 41 (04) :99-123.
- [43] 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, 2019 (07) :64-77.
- [44] 吴小节, 钟文玉, 谭晓霞等. 跨国并购研究的知识结构与述评[J]. 管理评论, 2022, 34 (10) :92-107.
- [45] 王旭, 高天惠, 胡峰. 中国企业海外并购动因和影响分析——与美国企业海外并购的比较[J]. 亚太经济, 2022 (01) :93-101.
- [46] 王超. 发挥企业并购协同效应的几点建议[J]. 财务与会计, 2023 (01) :67.
- [47] 王三兴, 杨少伟. 东道国数字经济对我国对外直接投资的影响——基于跨国面板数据的实证研究[J/OL]. 南华大学学报(社会科学版), 2023 (6) :1-13.
- [48] 谢洪明, 张倩倩, 邵乐乐等. 跨国并购的效应:研究述评及展望[J]. 外国经济与管理, 2016, 38 (08) :59-80.
- [49] 夏绍群. 互联网企业并购的动因及绩效分析[D]. 天津财经大学, 2017.
- [50] 衣长军. 我国民营企业对外直接投资的动因研究[J]. 科技和产业, 2010, 10 (02) :67-73.
- [51] 余娟娟, 魏霄鹏. 中国企业海外并购看重东道国的营商环境吗——基于环境不确定性及交易成本减低的视角[J]. 国际商务(对外经济贸易大学学报), 2022 (01) :51-68.
- [52] 于忱. 平衡计分卡视角下互联网企业海外并购绩效研究[D]. 青岛大学, 2021
- [53] 闫海洲, 张桁国. 贸易网络地位影响企业跨国并购吗?:基于中国上市公司的

- 实证检验[J]. 世界经济研究, 2023(09):62-72.
- [54]杨连星, 铁瑛. 区域贸易协定、投资条款差异性深化与跨国并购意愿[J]. 管理世界, 2023, 39(09):36-59.
- [55]张金鑫, 岳公正. 基于并购协同效应计量的难点研究[J]. 统计与决策, 2008(22):26-28.
- [56]张旭. 我国国有企业并购动因与并购绩效研究[D]. 首都经济贸易大学, 2012.
- [57]周绍妮, 文海涛. 基于产业演进、并购动机的并购绩效评价体系研究[J]. 会计研究, 2013(10):75-82.
- [58]张文佳. 我国企业跨国并购的动因分析[J]. 金融发展研究, 2015(03):3-9.
- [59]朱秀芬. 基于平衡计分卡的互联网企业并购绩效评价研究——以阿里巴巴并购恒生电子为例[J]. 财会通讯, 2018, (02):100-104.
- [60]张双鹏, 周建. 企业并购战略的决策动因述评:从理性预期到行为研究[J]. 外国经济与管理, 2018, 40(10):107-121.
- [61]朱艳苹, 郭薇. 上市公司定向增发的公告效应及影响——基于事件研究法的验证[J]. 中国注册会计师, 2020, (06):50-57.
- [62]张琳若, 姚正海. 基于平衡计分卡的海外并购协同效应研究——以互联网企业腾讯为例[J]. 经营与管理, 2022, (08):37-43.
- [63]张天顶, 谢雨桐. 数字化转型与中国制造业企业全球价值链升级——基于数字并购视角的实证研究[J]. 亚太经济, 2024(02):96-108.

## 后记

凡是过往，皆为序章，故事不能停留在第六章，写下去才知道梦有多长。行文至此，我的学生生涯就到此结束了，始于 2021 年金秋，终于 2024 年盛夏。犹记得刚来时，感觉这三年的求学之路很漫长，可以干很多事，现在回想这三年时光如白驹过隙，不经意间就接近尾声，不禁感慨万千。

这一路走来，想感谢的人和事很多，最感激的是遇到我的导师并有幸成为他的学生。有师如斯，庆幸之至。导师不仅在我的学业上给了我很多帮助，他对学术孜孜以求的专研精神更是催人奋进。平日里不管他多忙，每周总是风雨无阻地面对面对我们进行学术指导，与我们交流最新的学术想法。即使是在深夜，也经常能看到导师给我们分享的最新研究文献和前沿理论。在导师的影响下，师门学术氛围浓厚，情谊深厚，在学术上和生活上彼此之间都经常相互帮助。在他们的鼓励与陪伴下我度过了这美好的三年时光，顺利完成了毕业论文。

当时父母念，今日吾应知。感恩父母二十多年的悉心养育与谆谆教诲，他们在我的成长与求学道路上总是默默陪伴与无私支持。在我面对人生抉择迷茫时，他们总是为我分析利弊点亮我前行的明灯而又从来干涉我的选择，给我加油打气，鼓励我勇于做决定，他们永远做我坚实的后盾。在兰求学这三年，他们白发与皱纹爬上鬓颊，这让我想快点长大，能够在生活中独当一面，分担这个温暖小家的责任。父母的言教之背，养育之恩，我永远也无法回报，但我将继续努力，不断奋斗，带着他们的期望与爱在人生的道路上不断前行，期望能够尽早回馈他们对我的默默支持和无私奉献。

山水一程，三生有幸。很幸运研究生期间遇到了我可爱的室友们并成为影响彼此一生的挚友，她们对我无微不至的关怀让远在他乡的我倍感温暖。想谢谢温暖的薛亚楠室友总是懂我天马行空的想法，和我开启一场又一场说走就走的旅途，心思细腻的她也总是能在第一时间发现我的情绪并给予我鼓励和认可。感谢可爱的张睿涵室友平时的细心关怀和帮助，让粗心大意手忙脚乱的我生活更井井有条，在遭遇到困惑时，她总是能帮助我厘清事情的轻重缓急并鼓励我勇敢前行，就好像温暖的小太阳为我指明方向。这三年和室友的无厘头搞怪和深夜畅谈构成了我研究生期间最快乐的回忆，他们已然成为我研究生期间非常重要的收获。

我总是很幸运，在生活中有很多的人爱着我并帮助着我，让我在生活中充满

自信和底气，接下来的时光，我希望自己可以更加独立，勇敢走向社会，生动诠释越努力越幸运。也希望与我风雨同舟的朋友们和家人，万事顺遂！