



PSL·巴黎九大
高级工商管理博士
UNIVERSITÉ PARIS DAUPHINE-PSL
Executive Doctorate in Business Administration

Executive DBA, Université Paris Dauphine – PSL
PSL·巴黎九大高级工商管理博士学位项目

互联网企业混合并购风险识别与 评估研究——多案例分析

Research on Risk Identification and Evaluation of
Hybrid M&A of Internet Enterprises -- A Case Study of
M&A based on WuTong Group

（申请 PSL·巴黎九大高级工商管理博士学位）

年 级：2019 级

申 请 人：张建国

指导老师：金占明

二零二二年九月十六日

保密与授权声明

受访人及其机构提供的信息将予以保密。为此，本论文中提供的信息和其它材料都采取了保护参与者利益的措施。本论文被认定为机密文件，将根据巴黎第九大学的保密政策进行处理。

此外，本人完全了解巴黎第九大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留学位论文的复印件，允许该论文被查阅和借阅；学校可以公布该论文的全部或部分内容，可以采用影印、缩印或其他复制手段保存该论文。

签 名： _____ 导师签名： _____ 日 期： _____

摘要

随着中国经济的稳步增长，互联网技术的不断普及，截至 2021 年 12 月中国互联网信息中心（CNNIC）最新发布的数据显示我国网民规模达 10.32 亿，互联网普及率达 73%，广大的群众基础以及国家基建的迅速发展，使得互联网企业能够引领时代的潮流不断向前发展。与此同时在新冠疫情对全人类的考验中，互联网行业脱颖而出，成为了新时代中国抵御新冠疫情的坚实后盾，充分发挥了自身优势对疫情防控起到了积极作用。互联网行业作为中国经济中的重要组成部分，能够实现对各各行业的产业再升级，因此众多互联网企业也不再局限于单一的企业业务，转而利用自身优势，采用并购的外源式生长方式来实现企业业务的扩张和企业规模的扩大。

近十年，中国企业并购市场的并购规模与并购数量都呈现增长趋势，尤其是 13 年至 16 年期间并购规模和并购数量呈现出爆发式增长趋势。在当今互联网行业发展日趋成熟的发展阶段，大量的互联网公司都在成长期积累了可观的资产，希望能够实现企业业务和企业规模的进一步扩张，因此对互联网企业并购过程中出现的风险进行识别和控制的研究是有实践意义的，同时对互联网企业的发展也是有实质性帮助的。虽然国内对于企业并购风险的研究已经较为成熟，但是对于互联网企业的风险并购风险识别和控制缺少针对性，大多集中于对财务风险的分析，因此对互联网企业并购风险的识别和控制研究是有理论意义的。

本文力图在总结国内外文献对并购风险研究的基础之上，因地制宜，在互联网企业技术迭代过快的外部环境下，通过结合中国互联网行业并购的现状分析，实现对互联网企业并购的风险识别。此外研究将并购的全过程划分为前中后三个阶段进行分析，在并购前的企业信息收集，并购中并购双方的谈判过程，并购后的企业各方整合等步骤中进行风险识别，寻找互联网企业并购中需要特别注意的风险，并且提出相应的风险规避和问题解决建议和意见，力求为企业未来战略的部署提供宝贵的经验和教训，以期在未来的并购活动中能够实现更为有效的风险控制。

本文收集了 4 个有关互联网企业混合并购的典型案件的详细信息，并对并购

活动的中高层参与人员发放了有关的调查问卷。通过扎根理论方法对高层人员的已披露访谈文本、有关报道等案例信息进行编码，寻找是否还有遗漏的并购风险；同时利用层次分析法、模糊综合评价法对并购风险的影响进行量化，致力于总结出适用于互联网企业并购的风险评价指标。借助评价指标，实现对吴通控股并购上海互众和北京国都的风险、三维通信并购巨网科技以及茂业通信并购嘉华信息这四个案例的风险等级打分，并结合吴通控股的风险应对措施，提出相应风险规避和风险控制的建议。未来在进行目标企业选择时，补充的风险评价指标将会在一定程度上提高企业并购的效率，降低并购的风险，在技术迭代速度不断加快的市场环境中对企业战略部署的顺利实施具有重要的现实意义。

关键词：互联网企业并购；风险识别；风险评估；风险控制

鸣 谢

衷心感谢我的导师——清华大学经济管理学院金占明教授。在我的 EDDBA 求学之路上，金教授严谨求实的治学态度、扎实深厚的知识功底和富于创新的独到见解，给我留下了深刻的印象，也给了我很大的触动和启迪，让我受益终生。在博士毕业论文的撰写过程中，从最初的论文选题、框架结构设计，到后来的模型方法研究、案例遴选剖析及最终的结论观点构思，金教授均孜孜不倦地给予了我细致的指导和帮助。在此，请允许学生再次向我的导师金占明教授致以崇高的敬意和衷心的感谢！

衷心感谢巴黎九大、北京国家会计学院、及清华大学等所有的授课老师们——秦荣生院长、方树德教授、何瑞雪教授、范玉顺教授、张世贤教授、张英俊老师等学科团队，在 EDDBA 学习的三年多时间里，是各位教授大师们的现场教学和熏陶，使我无论从知识的宽度和广度还有分析问题方法上都上了一个新的台阶，也让我再次有机会感受作为学生的幸福和快乐，结识了一批各行各业的良师益友。

衷心感谢 EDDBA19 级的全体同学和巴黎九大的师兄师姐师弟师妹们，他们是一批事业有成、并在各自领域享有盛誉的社会精英，我们在一起亦师亦友，一起跨界碰撞、交流、学习与分享。人到中年获得如此真挚的同学情谊让我终身难忘！

衷心感谢我的同学、同事和朋友在我博士课题研究过程中给予的支持和帮助！特别感谢我的家人在我博士学习和论文撰写期间给予的理解和支持！

最后，向在百忙之中抽出宝贵时间参加论文审稿、答辩的所有专家学者们致以诚挚的谢意！**特别感谢 Didier BENSADON 教授和 Bernard FERNANDEZ 教授的审查意见。**

目 录

摘 要	I
鸣 谢	III
目 录	IV
表格目录	VIII
图表目录	IX
第 1 章 引 言	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	4
1.2.1 研究问题	4
1.2.2 研究内容	5
1.3 研究方法与技术路线图	6
1.3.1 研究方法	6
1.3.2 技术路线图	8
1.4 研究创新点	10
第 2 章 文献综述	12
2.1 研究现状	12
2.1.1 企业并购动因的相关研究	13
2.1.2 企业并购风险成因的相关研究	18
2.1.3 企业并购风险识别的相关研究	20
2.2 研究现状评述	22
2.3 互联网企业并购	23
2.3.1 互联网企业	23
2.3.2 互联网企业并购	25
2.4 互联网企业并购分类	26

2.4.1	横向并购.....	26
2.4.2	纵向并购.....	27
2.4.3	混合并购.....	28
2.5	理论基础	29
第3章	互联企业混合并购风险	33
3.1	互联网企业并购风险	33
3.1.1	定义.....	33
3.1.2	特征.....	33
3.2	中国互联网企业并购市场的发展历程	34
3.3	互联网企业混合并购风险	37
3.3.1	宏观环境风险.....	37
3.3.2	行业风险.....	39
3.3.3	企业风险.....	40
3.3.4	其他风险.....	42
3.4	互联网企业混合并购的主要风险.....	48
第4章	互联企业混合并购风险案例分析	52
4.1	案例一：吴通控股混合并购北京国都	52
4.1.1	公司简介.....	52
4.1.2	并购动因.....	55
4.1.3	并购过程.....	56
4.2	案例一中的混合并购风险	57
4.3	案例二：吴通控股混合并购上海互众	62
4.3.1	公司简介.....	62
4.3.2	并购动因.....	64
4.3.3	并购过程.....	67
4.4	案例二中的混合并购风险	68
4.5	吴通控股企业内部并购案例的纵向对比分析.....	75
4.6	案例三：三维通讯混合并购巨网科技	79
4.6.1	公司简介.....	79

4.6.2	并购动因.....	81
4.6.3	并购过程.....	83
4.7	案例三中的混合并购风险	84
4.8	案例四：茂业通信混合并购嘉华信息	91
4.8.1	公司简介.....	92
4.8.2	并购动因.....	93
4.8.3	并购过程.....	95
4.9	案例四中的混合并购风险	96
4.10	吴通控股企业外部并购案例的纵向对比分析.....	101
4.11	吴通控股企业内外部并购案例的横向对比分析	103
4.12	中国互联网企业混合并购的主要风险的最终识别结果	105
第5章	互联网企业混合并购风险的评估	107
5.1	研究方法	107
5.1.1	层次分析法.....	107
5.1.2	模糊综合评价法.....	109
5.2	实验一：层次分析法确定风险权重	110
5.2.1	建立层次结构.....	110
5.2.2	一级指标权重计算.....	111
5.2.3	二级指标权重计算.....	112
5.2.4	结果分析.....	115
5.3	实验二：模糊综合评价法确定风险评估.....	117
5.3.1	案例一：吴通控股混合并购北京国都风险评估.....	118
5.3.2	案例二：吴通控股混合并购上海互众风险评估.....	120
5.3.3	案例三：三维通信混合并购巨网科技风险评估.....	122
5.3.4	案例四：茂业通信混合并购嘉华信息互众风险评估.....	124
5.3.5	结果分析.....	126
第6章	结论与展望	129
6.1	结论	129
6.1.1	研究结果.....	129

6.1.2	研究结论.....	131
6.1.3	结论饱和度检验.....	134
6.1.4	研究贡献.....	134
6.2	互联网企业混合并购风险控制建议.....	136
6.2.1	业务持续性风险控制建议.....	136
6.2.2	产业持续性风险控制建议.....	137
6.2.3	团队稳定性风险控制建议.....	138
6.3	展望.....	139
6.4	不足.....	140
	参考文献.....	142
	附录 1: 互联网企业并购主要风险调查问卷.....	150
	附录 2: 通信企业并购互联网企业风险评估专家调查问卷.....	151
	附录 3: 并购互联网企业案例的模糊综合评价调查问卷.....	155
	附录 4: 并购企业信息.....	158
	附录 5: 问卷调查及访谈的主要参与人员信息.....	162
	附录 6: 理论饱和度检验的主要参与人员信息.....	163
	附录 7: 缩略语解释.....	164
	声明.....	165
	个人简历.....	166

表格目录

表 3-1	互联网企业并购风险问卷打分结果.....	51
表 4-1	股份发行情况.....	56
表 4-2	股份发行情况.....	68
表 4-3	北京国都与上海互众五年业绩对比.....	78
表 4-4	巨网科技近三年前五名客户及所占营业总收入比例.....	88
表 4-5	巨网科技近三年前五名渠道供应商及营业总成本.....	89
表 5-1	Saaty 判断矩阵标准度表.....	108
表 5-2	互联网企业的混合并购风险.....	116
表 5-3	风险等级度量及赋值表.....	118
表 5-4	吴通控股混合并购北京国都单因素评估结果.....	118
表 5-5	吴通控股混合并购上海互众风险等级专家评估结果.....	120
表 5-6	三维通信混合并购巨网科技风险等级专家评估结果.....	122
表 5-7	茂业通信混合并购嘉华信息风险等级专家评估结果.....	124
表 5-8	并购案例的综合得分V及风险等级.....	126
表 5-9	四个案例五年业绩列示如下（单位：万元）.....	127
表 6-1	混合并购风险分析结果.....	131

图表目录

图 1-1	论文技术路线图.....	9
图 2-1	2013-2020 年中国并购市场规模统计	13
图 2-2	2013-2020 年中国互联网并购文献数量统计	13
图 3-1	企业估值方法.....	45
图 3-2	互联网企业并购风险.....	49
图 4-1	工业及信息化部 2011~2020 年全国短信业务发送量（亿条）	77
图 4-2	2015-2020H1 同行业公司移动信息服务业务毛利润对比（万元）	78
图 4-3	通信企业混合并购互联网企业的风险识别结果.....	106
图 5-1	层次模型整体结构.....	108
图 5-2	互联网企业混合并购风险层次结构.....	111