

金融衍生工具与资本市场译库
DERIVATIVES AND CAPITAL MARKETS SERIES



网络公司价值评估

前沿观点

[英] 约翰·布里金肖 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

金融衍生工具与资本市场译库

DERIVATIVES AND CAPITAL MARKETS SERIES

2498176



网络公司价值评估

前沿观点

[英] 约翰·布里金肖 (John Briginshaw) 著

周金泉 赫晓峰 译

何 瑛 审校



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

北京市版权局著作权合同登记：图字：01—2003—1869号

Internet Valuation © John Briginshaw 2002.

First published 2002 by Palgrave.

Chinese translation copyright © 2004 by Economic Management Publishing House.

The Edition is published by arrangement with Palgrave Macmillan.

All rights reserved.

图书在版编目(CIP)数据

网络公司价值评估：前沿观点/(英)布里金肖著；周金泉等译. —北京：经济管理出版社，2010.12
(金融衍生工具与资本市场译库)
ISBN 978-7-5096-1209-5

I. ①网… II. ①布… ②周… III. ①网络经济—研究
IV. ①F062.5

中国版本图书馆CIP数据核字(2010)第245368号

出版发行：经济 管 理 出 版 社

北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦11层

电话：(010)51915602 邮编：100038

印刷：北京晨旭印刷厂

经销：新华书店

责任编辑：杨世伟

技术编辑：杨 玲

责任校对：赤 平

787mm×1092mm/16

25.25印张 523千字

2011年1月第2版

2011年1月第1次印刷

定价：68.00元

书号：ISBN 978-7-5096-1209-5

• 版权所有 翻印必究 •

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街2号

电话：(010)68022974 邮编：100836

《金融衍生工具与资本市场译库》编委会名单

主 编 沈志渔

副主编 杨世伟

编 委 (以下按姓氏笔画排序)

王 勇	刘 君	宋清秋	李红枫	李国华
杨世伟	杨冠琼	沈志渔	陈宋生	周金泉
范占军	赵志义	崔 宏	赫晓峰	

谨以此书献给 Sheila 和 Diane, RIP

致 谢

本书形成于本人为欧洲货币组织培训（Euromoney Training）进行教授的网络公司价值评估课程，在 2000 年 5 月到 2001 年 4 月期间，我曾几次在该组织讲授这门课程，并且与其他著者联合写作关于网络公司价值评估的文章，发表在《企业战略评论》（Business Strategy Rievew，简称 BSR）2000 年 3 月的期刊上。我衷心感谢我的合作者，伦敦商学院的 Chris Higson 教授，他给予了我孜孜不倦的教诲。尽管我们发表的这篇论文是在网络狂热的巅峰时期，但我们设法保持了从历史角度进行观察的冷静，使得这篇论文在如此困难的时期中少了一些滑稽。对此，Chris 教授应该得到来自人们的大量赞誉。

我得益于在 Bokhyeon 学院进行写作博士论文的同窗们给予的建议，特别是 Dacid Tien，Guohua Jiang 和 Bokhyeon Baik 博士。我同样得益于 Hass 学院的那些具有令人惊异的才能的学者，感谢 Berkeley 学院的众多学者提出的宝贵建议。特别要感谢的是都市创业伙伴的 Nick Wood 和联合创业的 Vimal Patel，他们对第十六章的撰写做出了一定的贡献；同时要感谢的是 Dacid Tien、Janet Jato 和 Ash Alankar，他们对本书的关键章节的撰写做出了贡献。我还要感谢的有 Palgrave 出版社的 Stephen Rutt 和 Andrea Hartill，Andrew Nash（编辑）以及 Linda Norris 和在 Aardvark 评论社的同事们。

最后我还要感谢的是 Janet 以及她的帮助与关爱。

John Briginshaw

Berkeley, California

一旦存在有任何不小心的遗漏，我们会尽力与版权所有者联系，出版社将会在第一时间进行必要的安排。

前 言

Warren Buffett^①曾经提出，如果让他来安排价值评估课程，他会在期末考试问答题中设置一道评估一个网络公司价值的考题，而每个学生的答案将是错误的。这个经常被引用的关于网络公司价值评估的观点比以往更引人注目，但不幸的是，并没有人能够像 Buffett 先生那样，对这些网络公司股票的价值评估充满希望，然而无论这个任务多么艰巨，都需要我们中的很多人去承担。

本书的目的在于帮助那些评估网络公司股票价值的专家、学者，并且试图从多个不同的层面提供解决方案。本书从基础知识开始，第一部分的直接目的在于帮助读者建立网络公司的价值评估模型。第一章使用了大约 12 页的篇幅介绍了简单的价值评估理论（这部分内容对大多数读者来说是可以略过的）。第二章给出了对亚马逊公司进行案例研究使用的数据。第三章介绍了一些会计学基础理论，帮助读者了解如何在会计报告中寻找数据（以亚马逊公司的财务报表作为实例）。最后以网络公司的财务问题为附录来结束这一章，读者也可以根据自身的需要稍加研究。本书第一部分中包括了扩展的和逐步进行的价值评估参数的案例，然后建立亚马逊公司电子数据表（spreadsheet）价值评估模型。本书在第一部分（实际上是整本书中）主要采用的方法是贴现现金流量（DCF）分析法。本书的第一部分的目的在于传授三个关键知识：

- 如何以历史数据为依据确定关键参数的数值；
- 如何建立一个灵活的电子数据表模型评估网络公司的价值；
- 如何使用贴现现金流量（DCF）方法，通过模型计算得到权益评估的最终结果。

第一部分中的两个关键问题是“考虑信托”这个要点。第一个关键问题是在模型中考虑资本成本或者贴现率的影响，连同考虑为什么使用贴现现金流量（DCF）模型这个更广泛的问题。第二个关键问题是网络公司战略前景的确定。

本书的第二部分进一步阐述了网络公司价值评估的更高深的课题，这些课题包括了资本成本的选择和选择计算资本成本模型时所产生的问题，这些方法包括资本资产定价模型（CAPM）、法马和傅仁奇（Fama French）的四因素模型和资本成本的反确定模型。这部分的其他课题包括市场效率和真实选择价值评估的技术，在

评估网络公司中，我们修正了通常我们所使用的贴现现金流量（DCF）的范式。我们也考虑采用比较法——就是使用诸如价格—销售比的倍数和每个用户价值的价格比率，我们提出定性和定量的证据来反对这种比较方法。除非不同的公司拥有有一个不太可能的“可比性”水平，这个方法注定是要失败的。

本书的第三部分讨论网络公司和电子商务公司的战略前景，并且探讨这些公司如何应对变化的环境。获得战略性的领悟是价值评估任务最基本的，没有领悟怎样探究哪个公司有“好”的战略（能够创造超越其他公司的持续竞争优势，并且产生超过投资的资本成本的利润战略），否则，价值评估的任务是无望成功的。这部分包括怎样应用经典战略分析框架的案例，例如五种力量模型和网络公司的价值链，这些由哈佛商学院 Michael Porter 教授设计的强大的战略分析框架是与新经济和传统经济相关的。在这里，我们继续以亚马逊公司为例，研究使用这些战略框架的公司的战略。我们考虑了产品的生命周期，因为产品生命周期与新经济公司及公司的产品相关。我们测定其他基于网络公司的战略模型——这些模型是我们已经改进过的，例如网络效应。我们也对各种类型的网络公司、宽带和移动商务的前景进行简短的评述。

本书的第四部分完成了几个价值评估的应用，包括非上市公司权益的价值评估和进行兼并与收购（M&A）的网络公司的价值评估，我们也考虑日益重要的，有关电子商务营运对所有网络公司的贡献问题。

最后的案例展示了我们对探讨网络公司价值评估所持的态度。通常对网络公司的定义是：网络公司应当有 50% 或更多的收入来自于与网络相关的业务。然而，我们希望非真正运行的网络公司开展电子商务活动的比例有相应地增加。

目标读者

一般讲，本书的读者是已经毕业的评估分析师，刚刚开始投资银行从事工作的这些人。如果这些人被安排从事网络公司价值评估这项工作，他们应当瞄准本书。如果我们已开始着手这项工作，这本书能够做到的是，分析师以更快速度来构造价值评估模型，以至于能够更好地理解和得出敏感的数值。本书其他的读者可能是在校学习价值评估的学生，或者自己从事这方面研究的学生，再有就是对网络公司价值评估理论感兴趣的人们。

对于那些拥有一个网络公司少量股票的、充满好奇心的非职业人员，本书可能不适合他们。因为本书需要花费一定的时间学习相关技术，而不是对网络公司价值评估和个别的网络公司的价值发表意见与观点。当然，对于那些已经花费大量时间评估网络公司价值的读者们，也许他们已经或正在使用本书中讨论的很多技术。

不是魔法法则

我们有必要郑重地声明：无论是在本书中还是在其他任何书中，网络公司价值评估都不存在魔法法则。然而，富有挑战性的是：基本分析是投资者对这些公司进行评估的惟一工具。这样，我们就能够为使用网络技术提高效率和创造股东价值，

建立牢固的价值评估基础。这就是，而且一直都是网络公司投资者的指南。

网 址

请登陆本书的网址：

www.internet—valuation.com/palgrave

这里提供更加有用的额外资源、注释和勘误表。下载本书需要注册。

注释：

① Some sources attribute this comment to Charlie Munger, Buffett's long-time colleague.

缩写列表

ADSL	异步数字用户线
A/P	应付账款
APT	套利定价理论
ARN	会计研究网络
ASB	会计准则委员会（英国）
ASP	应用服务提供商
B2B	商业机构对商业机构的电子商务
B2C	商业机构对消费者的电子商务
B2E	商业机构对雇员的电子商务
BCA	最佳案例分析
BOA	初始运营资产
CAPM	资本资产定价模型
CARA	固定完全风险厌恶
COBE	芝加哥期权交易委员会
CBOT	芝加哥贸易委员会
CCA	连续案例分析
CD	存款单
CEO	首席执行官
CFA	现金流量分析
CFO	首席财务执行官
CHTML	压缩超文本语言
COGS	销货成本
CRRA	固定相对风险厌恶
CRSP	证券价格研究中心
DCF	贴现现金流量
DCA	非连续性分析
DJIA	道·琼斯工业平均指数（股票价格指数）
DSL	数字用户线

EBITDA	利息、赋税、折旧与分摊前的收益
EITF	临时任务小组（美国）
Eps	每股收益
ERP	权益风险收益
ESOP	员工持股计划
EVA	附加经济价值
FASB	金融会计标准委员会
FCA	筹资困境分析
FCC	联邦通信委员会
FCF	自由现金流量
FD	充分披露（使用证券交易委员会政策）
FF	法马和傅仁奇四因素模型
GAAP	公认会计原则
GDP	国民生产总值
GPS	全球定位系统
HR	人力资源
HTML	超文本语言
IAS	国际会计准则
IPO	首次公开发行
ISDN	数字网络终整合服务
ISP	互联网服务供应商
kb/s	每秒千字节
LAN	局域网
LBO	杠杆收购
LBS	地方为基础的服务
LNVOD	有限视频点播
LSE	伦敦证券交易所
LTCM	长期资本管理
LVOD	需求有限影响
M&A	兼并与收购
MBA	工商管理硕士
MBO	管理层收购
MRP	市场风险收益
NA	无风险套利
N/A	不适用
NASDAQ	全美证券经纪商自动报价系统

NICS	国家保险捐助
NLB	“好的小生意”
NM	无意义
NOL	净营业亏损
NPV	净现值
NVOD	接近视频点播
OA	其他资产
OAS	期权薪水
OCA	其他流动资产
OCL	其他流动负债
OLS	最小二乘法（回归分析）
OP	期权奖励
P2P	利益率路径
P&L	损失与收益
PC	个人电脑
PDA	个人数字助理
PDC	个人数字蜂窝
PE	市盈率或者价格/收益比率
PEACS	欧洲可转换无优先权票据
PEAD	税后收益公告要点
PFME	“完美预见”市场效率
PHS	个人便携系统
POM	“平凡的旧泥浆”
PR	公共关系
P/R	价格/收入比率
QECAP	报价机器与顾客获得入口
QoS	服务质量
R&D	研究开发
RIV	剩余收益评估
ROA	实物期权分析；资产收益率
RoBOA	初始营运资产报酬率
RoCE	占用资产报酬率
RoCEL	有限占用资产报酬率
SA	战略分析
SCM	供应链管理
SD	标准方差

SEC	证券交易委员会
SG&A	销售与管理费用
SKU	库存单位
SME	中小企业
TCP	传输控制协议
TFA	有形固定资产
TSCSREG	时间序列跨部门回归
TTM	持续跟踪 12 月（市盈率）
TVOD	真实视频点播
UCLA	加州大学洛杉矶分校
UITF	紧急事务小组（英国）
UNC	北卡罗莱纳州大学
VC	风险资本；风险投资者
VOD	视频点播
WACC	加权平均资本成本
WAP	无线应用通讯协议
WCA	最糟的案例分析
WML	无线电标置语言
XDSL	延伸数字用户线
XML	可扩展标置语言

— 目 录 —

第一部分 价值评估基础

第一章 价值评估理论基础.....	(3)
投资者为什么购买股票和股份?	(3)
网络公司有什么不同?	(3)
使用“搏傻理论”来进行价值评估?	(4)
股票市场价值与内在价值.....	(5)
怎样评估公司的未来现金流量?	(6)
从安全投资角度评估收益.....	(6)
从风险投资角度评估收益.....	(7)
资本资产定价模型 (CAPM)	(9)
公司现金流量的定义	(10)
公司资本结构与加权平均资本成本 (WACC) 的计算	(11)
价值评估案例	(13)
第二章 案例研究: 亚马逊公司价值评估	(17)
引言	(17)
案例情景设置	(17)
案例背景与筹资	(18)
公司业务排列	(19)
存货与固定资产	(21)
机会	(22)
威胁	(23)
可比较的公司	(23)
附录 2.1: 亚马逊公司历史财务数据	(24)
附录 2.2: 竞争对手公司的情况	(29)

第三章 亚马逊公司会计报表述评	(37)
案例材料	(37)
公司会计报表是关键信息来源	(37)
收入、成本与资产	(38)
公司账目中所能发现的信息	(39)
历史收入与预期收入	(56)
可变成本与固定成本	(58)
经营杠杆的局限性	(61)
筹资	(61)
来自投资者的现金流量	(62)
收益与现金流量	(63)
现金流量扮演的角色与收益扮演的角色	(65)
经济利润模型导论	(66)
附录 3.1: 高级问题	(67)
第四章 亚马逊公司价值评估基本案例的构建	(79)
价值评估分析步骤	(79)
现金流量分析: 建立分析问题	(79)
步骤 1 和步骤 2: 将主要经营参数和财务参数进行图表化: 价值驱动因素	
评估	(80)
步骤 3: 建立电子数据表模型	(95)
完成现金流量分析: 最佳案例和最糟案例分析	(113)
筹资分析	(116)
这个模型能用于其他类型的网络公司吗?	(117)
模型修正	(117)
文章出发点	(118)

第二部分 高级价值评估理论与实践

第五章 资本成本	(123)
“资本成本”对我们意味着什么?	(123)
确定资本成本的分类法	(123)
推荐使用的方法是资本资产定价模型 (CAPM)	(124)
基本公式理论	(128)

确定资本资产定价模型 (CAPM) 的参数	(130)
总结	(138)
附录 5.1: 资本资产定价模型 (CAPM) 的推导	(139)
第六章 RoCEL: 限制资本收益率的技术	(141)
竞争限制资本收益率	(141)
使用 Excel 对资产收益率 (ROA) 进行控制的实际情况	(143)
经营性资产的正确数值是多少?	(144)
经营性资产与市场营销费用支出的会计处理	(145)
无形资产摊销的指导原则	(148)
亚马逊公司案例的继续	(149)
附录 6.1: 直线折旧法与余额递减折旧法	(155)
第七章 期权 I: 员工股票期权计划与可转换债券	(159)
什么是期权?	(159)
金融期权的价值评估	(162)
什么是员工股票期权计划 (ESOPs) 或者管理层股票期权?	(164)
股票期权的会计处理	(166)
员工股票期权计划的税收处理	(168)
员工股票期权对企业和权益价值的影响	(169)
当市场价格不可利用时, 对可转换债券的评估	(180)
附录 7.1: 变动性计算	(185)
第八章 期权 II: 实物期权	(187)
实物期权的分析	(187)
公司实物期权价值确定的过程	(191)
附录 8.1: 风险中性/期权估价的二项分布方法——操作实例	(199)
第九章 价值评估实践	(203)
1995—1999 年期间价值评估的挑战	(203)
可比较部分的增加	(204)
市盈率 (P/E): 第一个可比较的比率	(205)
价格/收入比率	(207)
Lyin 的眼球理论: 可比较的赌博	(212)
创造最好的可比较的内容	(212)
预计市盈率 (PE)	(214)

戈登 (Gordon) 增长公式: 正确使用与错误使用	(214)
高资产效率及其对价值的潜在影响: “cashflow.com”	(217)
查看贴现现金流量 (DCF)	(219)
权益价值中其他潜在的问题	(223)
总结	(226)
第十章 市场效率与网络公司股票	(229)
网络公司股票如何发生?	(229)
市场效率是怎样的?	(230)
好消息与坏消息对于市场效率的影响	(232)
错误评估与市场效率	(233)
我们为什么关心市场效率?	(235)
价值投资的困境	(235)
总结: 市场效率	(236)

第三部分 提出战略问题

第十一章 盈利性规则和竞争优势	(241)
互联网业务必须是一个生意, 而不是一个“冒险的事业”	(241)
大多数早期的业务都是私有的	(242)
对于互联网上市公司的有限资金供给	(243)
转变业务模式的需要	(243)
B2B 交易的案例	(244)
竞争优势和 B2B 交易	(245)
总结: 盈利的紧迫性	(247)
第十二章 将标准战略模型应用于互联网企业	(249)
“传统”战略的洞察力是与互联网企业有关的	(249)
互联网是一个无情的妇人	(249)
关于可持续竞争优势的研究	(251)
我们是否处于正确的位置, 关键在于确定行业的吸引力	(251)
公司内部结构的主要因素	(263)
产品的生命周期	(267)
战略: 超越波特的分析	(270)
评价亚马逊: 权衡情境	(270)