

网络价值评估与上市

王 巍 吕发钦 著

经济科学出版社

责任编辑:樊曙华 李伟红

责任校对:徐领弟

版式设计:周国强

技术编辑:李长建

网络价值评估与上市

王 巍 吕发钦 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址:北京海淀区万泉河路 66 号 邮编:100086

总编室电话:62541886 发行部电话:62568485

网址:www.esp.com.cn

电子邮件:esp@public2.east.net.cn

天宇星印刷厂印刷

后羿装订厂装订

850×1168 32 开 12.5 印张 320000 字

2000 年 6 月第一版 2000 年 6 月第一次印刷

印数:00001—20000 册

ISBN 7-5058-2215-2 / F·1607 定价:22.00 元

(图书出现印装问题,本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

目 录

第 1 章 网络经济的价值分析 / 1

- § 1 网络革命与网络泡沫 / 2
- § 2 网络经济的基本构造与价值源泉 / 6
- § 3 商业模式, 交易与定价 / 10
- § 4 如何提高网络公司价值 / 14

第 2 章 网络公司商业模式 / 18

- § 1 影响网络公司商业模式的因素 / 18
- § 2 网络公司商业模式的梳理 / 23
- § 3 商业模式的未来 / 30

第 3 章 网络的财务分析 / 33

- § 1 网络财务分析的指标 / 33
- § 2 网络评估中的财务分析 / 40

第4章 网络评估的特点和原则 / 49

- § 1 网络评估的涵义 / 49
- § 2 价值类型和评估假设 / 52
- § 3 网络评估的特点 / 53
- § 4 网络评估原则 / 60
- § 5 网络公司价值定位分析 / 63

第5章 网络评估方法 / 67

- § 1 企业价值评估方法 / 67
- § 2 上市网络公司评估 / 74
- § 3 非上市网络公司评估 / 85
- § 4 中国的网络评估 / 90

第6章 网络经济对会计原则的冲击 / 97

- § 1 网络经济对会计概念的影响 / 97
- § 2 电子商务所引发的财务问题 / 98
- § 3 网络经济对会计原则的冲击 / 99
- § 4 网络会计的特殊性与前瞻 / 104

第7章 网络的定价基础 / 106

- § 1 网络公司的价值源泉 / 109
- § 2 影响网络公司定价的因素 / 113

目 录

§ 3	网络公司定价方法 / 122
-----	----------------

第 8 章 网上自我定价系统 / 135

§ 1	DIY 定价系统的概念与前景 / 135
§ 2	国外网上自我定价系统评价 / 139
§ 3	万盟信永在线定价系统 / 147

第 9 章 网络的并购 / 155

§ 1	网络并购概述 / 155
§ 2	并购与新建 / 160
§ 3	网络并购的特点 / 163
§ 4	收购方式 / 171

第 10 章 网络并购战略的比较 / 180

§ 1	网络并购战略 / 180
§ 2	中国的网络并购 / 183
§ 3	网络并购的案例 / 185

第 11 章 网络公司的上市策划 / 194

§ 1	网络公司的基本条件 / 195
§ 2	上市策划 / 200

第 12 章 网络公司的上市操作程序 / 216

- § 1 中介机构与上市方案 / 217
- § 2 尽职调查与招股说明书 / 222
- § 3 组建承销团与路演 / 228
- § 4 定价、股票发行与交易所挂牌上市 / 230

第 13 章 网络上市的结构分析 / 232

- § 1 网络上市趋势 / 232
- § 2 1999 年网络上市的结构分析 / 236
- § 3 网络上市的动力机制 / 242
- § 4 网络上市的启示 / 247

第 14 章 美国网络上市案例分析 / 249

- § 1 VA Linux 系统公司上市 / 249
- § 2 Akamai 公司上市案例 / 253
- § 3 Palm 从 3COM 分拆上市 / 256
- § 4 网上贷款 E-Loan / 260
- § 5 OpenIPO 与 Andover.com 上市 / 266

第 15 章 国内网络公司的海外上市案例 / 274

- § 1 “中国股上市日”——亚信和斯达康 / 274
- § 2 中贸网 / 284

目 录

§ 3 世纪永联买壳上市 / 287

§ 4 中华网 / 291

§ 5 新浪曲线上市 / 295

第 16 章 网上 IPO / 302

§ 1 网上的 IPO——为企业 IPO 打开方便之门 / 302

§ 2 企业 IPO 网上推荐——投资者与上市企业面对面的交易 / 307

§ 3 中国上市网 (China - ipo.net)——助您踏上 IPO 的未来之路 / 312

附录 1: 关于网络公司评估与定价讲座 / 322

附录 2: 美国网络上市公司一览 (截至 2000 年 4 月 10 日) / 372

第1章

网络经济的价值分析

网络经济的风起云涌是人类世纪之交最为壮观的科技、经济、社会乃至文化观念的全面变革。几乎全部的社会舆论和媒体宣传都在教育我们这是一场空前的文明改造,所有的价值观念都要被重新审视,所有的行为准则都要被重新定义。尽管人类只有不到1万年的思想史,人们的理性把握能力常常让后人百般嘲笑甚至彻底否定,但面对这样一场大变革,理论家们仍在争先恐后地提出预言、模式和各种规律。作为企业家群体,我们也不得不正视这一变革浪潮,竭力理解周边环境的突变,“即便不能成为网络经济的受益者,也不能成为它的受害者”(中国力帆轰达集团董事长尹明善先生语)。我们所熟悉的经济学似乎不再提供有力的解说了,我们所习惯的商业规则也不再行之有效了。我们已不再了解我们相交往的企业,甚至我们自身所属。为什么雅虎(Yahoo)的市值是它年营业收入的200倍,而同样是新兴产业的Bell Atlantic,时代华纳(Time Warner),MCIWorldCom等通信业巨头的市值却只是其年营业收入的5倍?为什么美国在线(AOL)年营业收入只有48亿美元,却能一举并购年营业收入达268亿美元的时代华纳?如何理解网络时代中传统公司与新兴公司的内在价值,如何把握公司的未来方向,成为所有投资家和企业家的最大困惑。网



络经济的价值分析就是企业界努力判别方向,选择利害的一个工具。鉴于网络经济的全貌正在急剧展现,商业模式的发展又令人眼花缭乱,本书只能试图捕捉有限的学术努力并梳理大量现实课题,希冀能为读者引导前沿,或为更具理性水准的同行们鸣锣开道。

§ 1 网络革命与网络泡沫

网络革命是网络新生代对网络经济充满激情的命名,他(她)们全身心地投入这一场可能全面改造其生存环境的技术经济浪潮。网络新生代强调经济转型过程的革命性,急切地张望未来,不惜捕风捉影的鼓噪任何可以使这一代占据先机的观念和事件。相形之下,网络泡沫则是饱经商业沧桑的学者对变化莫测的网络经济出语谨慎的警告。但这种相距千里大而化之的指教往往过于理性,使得从业者无从受惠。而公众媒体的夸张强制地将两类角度不一的论点针锋相对起来。如今年春天吴敬琏先生、厉以宁教授及网络新生代学者关于网络泡沫的讨论。此种争论从美国、欧洲蔓延到中国,客观上推动了人们对网络经济的关注。

笔者曾在讨论“美国在线”收购“时代集团”一案的《世纪并购》一书中指出:“关于‘泡沫经济’的警告伴随着网络公司的成长而不断强化,在美国和大洋彼岸的中国都有广泛的市场。鉴于网络经济短暂的历史,持有不同观点的经济学家和企业家尚无法在统计检验的基础上运用共同接受的语言来讨论问题,舆论表达的更多是一种臆断、情绪、权威和偏激。当下已取得学术地位或决策权利的人物往往将权威随意的延伸到自己根本不熟悉的领域而对网络

经济大泼冷水,试图借用正统地位的势能来掩盖自己对于失去‘话语权’的担心。年轻的一代学者不得不以极端的姿态讴歌网络经济来换取社会主流的关注。显然,他们必须承担‘幼稚’、‘哗众取宠’、‘偏激’的指责,必须具备他们的对手在其刚刚出道时同样的道德勇气。最终判断观点正确的尺度恐怕还是要靠历史的检验,甚至要等待一代人的成长。幸好,信息社会取代传统社会的速度要大大快于工业文明取代农业文明。”^①

网络经济一定是革命,也一定有泡沫。出于中庸的文化和辩证法的训练,人们每每要具备“一分为二”的理性眼光,四平八稳不失偏颇地讨论“双面刃”的理论。诸如“有一利就有一弊”,这种白开水式的老生常谈实在是欠中肯。喝白开水也是有利有弊的,我们喝还是不喝呢?当下为网络革命摇旗呐喊的文献已是汗牛充栋之势,毋庸赘言,而为网络泡沫明眉张目的声音仍是寥寥无几。以笔者之见,网络泡沫实在是大好之形势,须舞之蹈之。其正面意义至少有四:其一,迅速将网络经济的浪潮普及到所有的产业与民众;其二,网络革命与网络泡沫构成了一种“必要的张力”,互相激发并互相制约,为网络经济的发展与自我更新创造了一个广泛的生存空间;其三,网络泡沫亦为投资者、消费者、生产者提供了无数的选择机会,这事实上就构成了网络经济的竞争基础;最后,当我们有限的理性把握能力还不足以审判网络经济的最终本质的时候,网络泡沫的存在会激励无数创业者前赴后继地投身于实际行动而非坐而论道,“新经济的舞台上,行动方向或方法对错远不如做还是不做重要。”^②所谓网络泡沫,按传统经济看是泡沫,按新的经济来说是摇旗呐喊的朵朵浪花。就是长江后浪推前浪,卷起

①② 王巍、诸葛蔚东,《世纪并购》,三联出版社,2000年版。

这个浪潮要打出千百个浪花,这个浪花可能要牺牲自己,构成一个极大的汹涌向前的浪潮。

根据美国加州大学洛杉矶分校教授 Ivo Welch 的对 1999 年 12 月 31 日 17 个网络上市公司(包括美国在线,雅虎, Akamai, InfoSpace, Priceline 等)的统计整理,我们可以大体感受到所谓网络泡沫之一二:

- 17 个网络公司的市值达到 4450 亿美元,而其收入总和却不过 73 亿美元,即市值是收入的 60 倍!换句话说,这些网络公司每收入 1 美元,其市值就可增长 60 美元。我们完全可以了解网络公司的特殊推广策略:让你免费上网,甚至你买 10 元的商品就送你 20 元的礼品。

- 美国联合航空公司营业收入 178 亿美元,市值仅为 40 亿美元;德尔塔航空公司收入 150 亿美元,市值为 65 亿美元;美洲航空公司收入 200 亿美元,市值为 95 亿美元。整个美国航空业的市值为 350 亿美元,略高于提供网络技术服务的 Akamai Technologies 的市值 300 亿美元,而后者仅拥有 200 名员工。

- 美国汽车工业巨头的福特公司市值为 600 亿美元,通用汽车公司市值为 450 亿美元,刚刚合并而成的世界汽车工业领袖戴姆勒克莱斯勒市值为 750 亿美元,而它们全部总和与美国在线的 1700 亿美元相仿。

- 17 个网络公司的市值总和相当于加拿大一国的国内生产总值。

这的确是匪夷所思!但今天的 IBM 一家公司所创造的财富是 100 年前全人类共同财富总和的若干倍,这一事实却不会让任何人吃惊。信息社会创造的财富是无法在同一尺度下和工业社会相比较的,正如工业社会与农业社会不可同日而语一样。在肯定



互联网空前地提高经济运行的效率和增长速度的同时,当前的股价也的确在一定程度上被高估了。

仅仅4个月后,即2000年4月14日起的网络股大震荡,几乎全部的网络股急剧下调。以网络股为主导的第二板市场纷纷下挫,与几个月以前的最高点相比,美国的纳斯达克(NASDAQ)市场跌幅34%,英国的Techmark跌幅40%,韩国的Kosdaq跌幅43%,印度的Sensex指数跌幅23%,法兰克福的Neuer Markt跌幅33%,法国的Nouveau Marche跌幅达43%。一时间,网络概念声名狼藉,泡沫经济论者顿做弹冠相庆之态。但是,即便如此,2000年4月底美国纳斯达克指数仍比1999年同期上升40%。对许多网络业者而言,这不过是小调整。两个月以来的事实也表明,网络股的大跌未能放慢传统产业向新经济的转移步伐,而是推动了社会对网络经济真正价值的关注与探索。

网络新生代们不断地复述几个伟大的网络英雄之名言:“三年内,公司不上网就无网可上(死亡)”,“可怕的是失去一个时代”。在煽情推广的背后,到底网络经济的价值何在?到底创业公司(startups)物值几何?这确是真正推广网络公司的核心。“‘泡沫经济’论的一个重要根据便是网络公司的价值被高估到离谱的地步,终究要被市场的力量调整到合理的价格上来。这一说法至少意味着市场的力量是合理定价基础,而这或许是各个学派所能统一接受的讨论界面”^①。本书便是从市场的角度和尺度来把握网络公司价值的一个初步尝试。

^① 王巍、诸葛蔚东,《世纪并购》,三联出版社,2000年版。

§ 2 网络经济的基本构造与价值源泉

1999年底美国思科公司(Cisco)联合美国得克萨斯州大学(University of Texas)将整个美国的网络经济分成四个部分:第一部分是基础设施(infrastructure),包括通信公司、ISP、PC制造业、网络设备等,是网络最基本的硬件结构,如思科(Cisco), Compaq, Corning 等公司。去年一年内增长了50%,创造了401亿美元的收入。第二部分是应用设施(application),直接针对网络的软件、网络的设计、数据库、网站开发等,如 Microsoft, Netscape, Oracle 网络股的大跌未能放慢传统产业向新经济的转移步伐,而是推动了社会对网络经济真正价值的关注与探索。

网络新生代们不断地复述几个伟大的网络英雄之名言:“三年内,公司不上网就无网可上(死亡)”,“可怕的是失去一个时代”。在煽情推广的背后,到底网络经济的价值何在?到底创业公司(startups)物值几何?这确是真正推广网络公司的核心。“‘泡沫经济’论的一个重要根据便是网络公司的价值被高估到离谱的地步,终究要被市场的力量调整到合理的价格上来。这一说法至少意味着市场的力量是合理定价基础,而这或许是各个学派所能统一接受的讨论界面”^①。本书便是从市场的角度和尺度来把握网络公司价值的一个初步尝试。

① 王巍、诸葛蔚东,《世纪并购》,三联出版社,2000年版。

估尺度,这就成为本书得以问世的缘由。我们在互联网上的多方搜寻未能发现合适的参考资料和相应的专家权威,这进一步鼓励了我们的拓荒激情。即便本书未能达到读者的期望,至少能对读者有所帮助。

鉴于网络经济在超越传统经济的同时,创造了许多新的产业和服务方式,其价值形成和实现方式也是传统理论未能涉及的。故尔,我们首先讨论网络经济的价值源泉,即产生价值的几个领域:

“无摩擦经济”效应。指互联网技术的广泛应用所带来的产业或企业的交易成本的极大降低。几百年来的经济学研究的都是市场上的资源要素最佳配置问题,如何使得供求之间联系的交易成本最低,最有效率,并据此不断调整产业或企业的组织方式。由于互联网可以提供搜索工具,扩大经营空间,按照需求量提供生产量,不需要大量的库存,大大的降低了交易成本。从美国的统计来看,美国目前的GNP的1/3是花在中间成本上的,如果网络经济可以降低这1/3的中间成本的话,就是几万亿美金的价值源泉,这就是网络经济的主要价值来源。但是,进一步的思考会引申出不确定的结论。互联网的所谓“扁平化”趋势即减少中间层面未必自然减少交易成本,只是将传统的组织层面转化为网络管理的层面;而网络管理的层面却是新经济的运行范畴,具有独特的规则。例如,网络知识和网络管理的进入门槛远远高于传统产业,知识垄断和信息垄断的规则才刚刚展现,企业个体交易成本的下降是否带来社会群体交易成本的上升(由于信息寡头的存在或跨行业调整的困难)。须知,网络经济并非取消中介职能,而是改造中介职能。

“消费者中心”效应。与传统产业利用其“信息不对称”的巨大优势来控制消费者不同,网络经济使广大消费者的个体消费倾向



高效低成本地汇集到网络界面上来,强迫生产者提供“点对点”的服务。有两个新经济的现象值得注意,一是“规模个性化(mass customization)”,即消费群体之大已使得任何个性消费都可获得批量生产的规模效益。二是“价格紧缩机制(price-deflator)”,互联网真正产生了一套不同的定价机制,能够让顾客比较价格和产品,提供多种拍卖和交易选择。强大的价格紧缩机制使得生产者的价格形成向下的走势。如同英国《经济学家》杂志^①所称:“互联网从本质上来说,是民主的、公开的和透明的”。“事实上,互联网所带来的巨大效应可能并不会从网络公司那里得到体现,而是体现在经济的其他领域。互联网的最大受益者是消费者,而不是生产者。”如此说来,网络经济的价值更要从消费者的角度衡量,一味强调网络公司自身的收益也许是传统的价值分析观念使然。社会的总体利润率也许不会发生变化,但必定会重新分配。消费者的收益是新经济的重要价值源泉。问题是,如何度量消费者的收益,而消费者收益如何在网络公司价值评估中得到体现。

“注意力经济”效应。传统经济学主要研究资源要素的最佳配置问题,而新经济的重点则放在如何获取资源要素上。注意力作为获取资源要素的前提或一个主要界面而成为资源要素本身了。现在的网络公司要研究如何在上游调整资源,如何获得注意力,获取资源,而不是单纯在网络本身获取利润。面对新经济,能获得资源是第一位的。但是,注意力经济是否会造成信息寡头的形成而限制并伤害消费者群体权益,一旦资源被误导到虚假或低效的资源配置平台上,将如何调整,如何在注意力经济的背景下进行公平竞争。注意力经济实质上是资源导向机制的选择问题,它与公司

^① 《先是美国,后是世界》,2000年2月26日。

价值评估有着互为因果的关系。

“收益递增”效应。过去的经济学告诉我们,在既定的要素配置平台上,随着生产要素不断地投入,边际效益递减,边际成本增加。网络经济的新生代学者不断告诫我们,新经济已打破了所谓“经济收益递减”的清规戒律,实现了“正反馈”即投入愈多,产出愈大。例如网络经济中经常提及的 Metcalf's Law,意为上网的人数若为 N ,则网络的价值为 N 的平方。随着上网的人越来越多,那么网络价值会越来越大。比如打电话,如果只有两个人打电话,这个电话经济永远起不来。这个说法还有待历史的检验,但许多过去的稀缺资源要素现在都已成为平平常常的资源要素了,当信息和管理模式像日光和空气一样廉价时,经济学就面临着挑战了。另一方面,互联网降低了企业的交易成本,通过垂直一体化缩小了经济规模,也使企业的最佳经济规模大大减小。例如,亚洲的几家小公司通过合作,就能够在全球市场上参与竞争。这样,互联网就为新兴市场国家提供了更多的追赶发达国家的机会。

“知识经济”效应。网络经济中,精神产品终于成为独立商品了。过去构成一个社会 GNP 的主要是商品和服务,服务是围绕商品来进行的。但现在,知识和精神产品可以脱离商品本身成为一种独立商品,不再是依附性商品了。创新者的想法、表述、管理架构、团队文化甚至公司口号都可以成为待价而沽的商品,无形资产在公司资产中的比重越来越高。风险投资占创业公司少量股权的方式会为更多的公司所接受而成为未来社会的主流分配形式。知识价值的评估与交易会创造出一个新的市场和作业空间,相对于传统经济中有限的资源供给,人脑资源的开发将根本上超越了传统经济的一系列局限而成为网络经济学的研究标的。

随着网络浪潮的一次次洗礼,我们对于网络经济的认识也会

逐步深入,新经济的全貌亦会依稀可见,其价值源泉会激励无数创业者前赴后继地挖掘人类的经济能力和精神潜力,展现出各种各样的商业模式。

§ 3 商业模式,交易与定价

商业模式(business model)突然成为最为流行的跨行业术语,所有欲与网络经济接轨的企业和行业都在投资银行家和风险投资家的审视下,挖空心思地“创造”并表达其商业模式的新颖与有效。事实上,千年以来大凡从事商业交易的人和企业都会在其投身于此之始就要开宗明义的宣示其“商业模式”,即为何赚钱,从何赚钱,如何赚钱。只是商业宗旨已成为众所周知的前提,人们无须时时耳提面命。但在今天的互联网时代,传统的商业准则已难以涵盖新经济行为,“常识”(common sense)屡屡被现实捉弄,投资者不得不重新回到起点,琢磨众多新企业的变化百出的“商业模式”,重新设立游戏规则,选择或淘汰一起步入未来的合作者。

选择“商业模式”就如同宣示企业的身份,是新经济拟或是传统经济。因而,商业模式在沉寂了多年以后又成为经济的焦点。举目望去,中国企业与国外企业一样,刚刚习惯了“.Com”就要满口的“B to B”,“B to C”,“C to B”,甚至于非要为国争光创造出什么“C to B to B to C”来,实在是智勇可嘉。为便利检索,我们在下一章对此做了初步的梳理。问题是,上述种种习称的“商业模式”不过是商业模式在经营技巧上的翻新,远非商业模式的改造。况且如此这般的“商业模式”在几百年前便是各种行业服务方式的经营常识。