

学校编码: 10384
学号: 15520131151933

分类号__密级
UDC

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

互联网企业价值评估的市场法研究

—基于上市公司价值影响因素的实证分析

**The Study of Marketing Approach on Evaluating the
Internet Company Value**

**—Based on the Empirical Analysis of the Influencing
Factors of Listed Companies Value**

刘晶晶

指导教师姓名: 刘 晔 教 授

专 业 名 称: 资 产 评 估

论文提交日期: 2016 年 月

论文答辩时间: 2016 年 月

学位授予日期: 2016 年 月

答辩委员会主席:

评阅人:

2016 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘 要

在资本市场对互联网企业投资不断升温的大环境下,本文结合互联网企业价值的影响因素,对互联网企业价值的评估方法提出了改进。

本文重点分析了互联网企业价值的六个创造来源,并从商业模式、盈利模式以及成长性三个角度重点分析了价值影响因素。结合其自身特点阐述了互联网企业价值评估所存在的难点与特点。

文章的核心内容在于,对评估互联网企业价值的市场法提出了改进。改进之处在于对于价值比率调整系数的确定提出了修正方法,改进思路为修正的调整系数数值采用被评估企业价值影响因素加权和与可比企业价值影响因素加权和之比。各影响因素的权重取值则是通过主成分回归分析得到的系数。

本文在实证部分,结合分析得出的企业价值影响因素,共选取了 18 个影响因素作为回归变量,并且以此作为调整系数的修正基础。样本数据为沪深两市 126 家上市互联网企业 2012 年-2014 年共 326 个有效数据。通过主成分回归得到了这 18 个变量的回归系数,以计算价值比率的调整系数。

本文最后采用案例分析法,用所提出的改进市场法对已有上市互联网企业进行价值评估。价值比率选用市盈率法,选取了 5 家同行业的可比企业,通过对可比市盈率的调整结果,得到被评估企业的评估价值,并与市场公允价值进行了对比分析。

通过案例分析证明了本文所提出的评估互联网企业价值的改进方法是有效可行的。

本研究的不足之处在于,限于因素变量数据的可获得和有效性,在实证部分中未考虑市场与政策等外部影响因素。同样,基于数据的可获得性,得出的结论仅是建立在上市互联网公司面板数据基础上的。

关键词: 互联网企业; 价值评估; 市场法

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

With the growing of investing to the Internet companies, this paper combining with the influence factors of Internet enterprise value, put forward the improvement of evaluation method of the Internet enterprise value.

This paper introduce the six creation source of Internet enterprise value, and analyze value factors of affecting the Internet enterprise value from three aspects: the business model, profit model and growth. Because of itself characteristic, value evaluation exist difficulties and characteristics.

The core content of the article is that the improvement of market approach on evaluation of Internet enterprise value were put forward. Improvement is in the adjustment coefficient of value ratio. Improving approach is that the adjustment coefficient is the ratio of factor weighting of the be evaluated enterprise and comparable enterprise. And the weight of each influence factor is obtained from the coefficient of the principal component regression analysis.

The empirical part combined with the analysis of influencing factors of enterprise value. The 18 factors are selected as the regression variables, and also as the adjustment coefficient calculation basis. Sample valid data is 326. 126 listed Internet companies of the Shanghai and Shenzhen stock markets in 2012-2014. The eighteen variables regression coefficient are obtained by principal component regression. So we can calculate the ratio adjustment coefficient of value ratio.

Finally using case analysis, this paper use the proposed improved market method to evaluate a existing public Internet enterprise value. The p/e ratio method is adopted. Five comparable companies in the same industry are selected. Through the result of adjustment of comparable p/e ratio, the evaluated value of the be evaluated enterprise is obtained, and compared to the fair value of market.

Results show that the proposed improved method is effective and feasible.

The shortcomings of this study is limited to validity and accessible of variable data. In the empirical part, this paper is without considering the external influence

factors such as market and policy. Also, the conclusion is just based on the data of the listed Internet companies.

Key word: Internet enterprise; Value evaluation; Market approach

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

摘 要.....	I
Abstract	II
1 绪论.....	1
1.1 选题背景.....	1
1.2 研究目的及意义	2
1.3 国内外研究综述	3
1.3.1 国外研究综述.....	3
1.3.2 国内研究综述.....	5
1.4 论文内容与结构	7
1.5 研究方法	8
1.6 本文创新与不足.....	8
2 互联网企业价值.....	10
2.1 互联网企业概念界定.....	10
2.2 互联网企业特点.....	10
2.3 互联网企业价值来源.....	11
2.4 互联网企业价值影响因素分析.....	13
2.4.1 从商业模式角度分析.....	13
2.4.2 从盈利模式角度分析.....	15
2.4.3 从成长性角度分析.....	16
3 互联网企业价值评估市场法改进.....	19
3.1 互联网企业价值评估难点与新特点.....	19
3.2 市场法评估互联网企业价值.....	19
3.3 基于企业价值影响因素的市场法改进思路.....	21
4 互联网企业价值影响因素实证研究.....	23
4.1 指标选取.....	23
4.2 样本数据来源.....	25

4.3 主成分回归	26
4.3.1 数据标准化.....	27
4.3.2 共线性诊断.....	27
4.3.3 主成分分析.....	29
4.3.4 线性回归.....	31
5 改进市场法的互联网企业价值评估案例	35
5.1 公司介绍.....	35
5.2 基于改进市场法的企业价值评估.....	38
5.3 结论.....	40
6 结论与展望	41
参考文献	42
致谢	44

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

Chinese Abstract	I
Abstract.....	II
1 Introduction.....	1
1.1 Background	1
1.2 Purpose and Meaning	2
1.3 Literature Review	3
1.3.1 Research Abroad	3
1.3.2 Domestic Research.....	5
1.4 Research Content and Structure	7
1.5 Research Methods.....	8
1.6 Innovations and Deficiencies.....	8
2 Internet Enterprise Value.....	10
2.1 Definition of Internet Enterprise.....	10
2.2 The Characteristics of Internet Enterprise	10
2.3 The Sources of Internet Enterprise Value.....	11
2.4 The Factor Analysis on Internet Enterprise Value	13
2.4.1 Based on the Business Model	13
2.4.2 Based on the Profit Model	15
2.4.3 Based on the Growth Capacity	16
3 Enterprise Value Assesment Methods.....	19
3.1 The Difficulties and Characteristics of the Internet Enterprise Value Assesment.....	19
3.2 Market Approach on Evaluating the Internet Enterprise	19
3.3 Improvment Based on the Influence Factors	21
4 Empirical Analysis on the Factors of the Internet Enterprise Value	23
4.2 The Source of the Sample Data and its Processing	25

4.3 Principal Component Regression	26
4.3.1 Data Standardization	27
4.3.2 Collinearity Diagnosis	27
4.3.3 Principal Component Analysis.....	29
4.3.4 Linear Regression	31
5 Case Analysis	35
5.1 Company Introduction	35
5.2 Enterprise Value Evaluation Based on the Improved Market Method ...	38
5.3 Conclusion	40
6 Conclusion and Prospect.....	41
Reference.....	42
Acknowledgements	44

1 绪论

1.1 选题背景

从中国互联网信息中心（CNNIC）发布的报告来看，截至 2015 年 6 月份，国内网民人数已达 6.68 亿，其中移动端网民人数约为 5.94 亿，规模相当庞大^①。同时，国内资本市场火热持续，经济发展处于深化改革阶段，一系列的政策都在刺激内需和改善供给。结合当前经济形势发展，李克强总理在第十二届全国人民代表大会上提出了要制定“互联网+”行动计划，互联网行业站上了风口。

从 2015 年三季度报告数据来看，互联网行业的营收同比增长率约 125.75%，成长性很高，相比而言 A 股平均营收同比增长率是-5.61%。但是从市值稳定性来看，互联网行业上市企业的市值涨跌幅很大，2015 年前三个季度市盈率涨跌幅为 131.24%，波动很大。互联网行业的平均市盈率为 96.23，可以看出互联网上市企业市值并不稳定，但同时也体现出市场对其的高预期。这说明准确地评估互联网企业内在价值对市场、行业乃至企业本身都是必要的。

2015 年，国内各类资本对互联网企业的投资持续升温。根据 China Venture 网站 2015 年三季度数据显示，PE 及 VC 对互联网行业的投融资总额约为 60.63 亿美元，环比增长了 64.28%。从融资数量上来看，同二季度处于同一水平。从图 1.1 可以分析得到，投融资规模不断扩大，证明投资者看好互联网市场的前景。另外，PE/VC 对该行业的融资占到整体融资的 21.65%，加上近年来不断有政策出台促进互联网行业的发展，使得其成为投资、股票市场的重点^②。

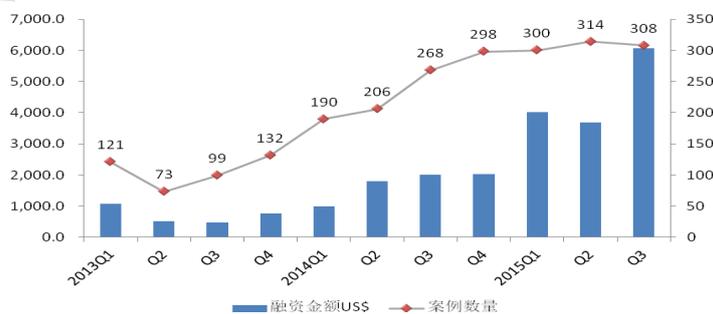


图 1.1: 互联网行业 PE/VC 融资情况

数据来源: www.ChinaVenture.com.cn

^① 第 36 次中国互联网络发展状况统计报告[R]. 中国互联网络信息中心, 2015.

^② 资料来源: 投资中国网站 <http://research.chinaventure.com.cn>

另一方面，互联网行业内部的并购数量也在逐渐上升。据 WIND 咨询统计，2014 年互联网行业涉及到股权投资或收购的事件为 1134 件，其中互联网行业并购事件为 726 件，标的方为互联网软件与服务方的共有 308 件，并购事件中控制权有变更的为 322 家。

从 China Venture 网站的数据分析，互联网行业的并购在 2014 年三季度时，无论是数量上还是金额上都达到了高峰，之后急速下降。2015 年则处于稳定上涨的阶段。具体如图 1.2 所示。

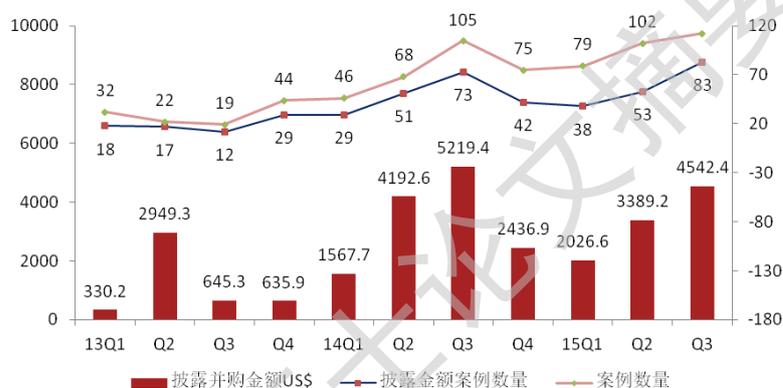


图 1.2: 互联网企业并购趋势

数据来源: www.ChinaVenture.com.cn

从以上数据分析可看出，合理评估互联网企业价值对行业健康发展、并购、融资等交易都是非常有必要的。

1.2 研究目的及意义

文章总结了影响互联网企业价值的因素，基于此分析了评估其价值的难点和特点所在。从实务操作中来看，对于互联网企业价值的评估方法主要采用的是市场法。而前人对于这方面的研究并不多，大多从理论角度出发，选择经济附加值法或是实物期权法等方法进行评估，用于实际评估互联网企业价值的可行性不高；也有学者将菲尔德法引入市场法评估企业价值中，但其主观性较强。

本文的研究目的在于从实际出发，对评估互联网企业价值的市场法中调整系数的计算提出改进。基于市场法评估的原理，即考虑多方因素选择相近的可比企业，结合企业财务、经营状况、市场地位等因素对可比价值比率进行调整，本研

究改进调整系数的思路为：通过实证分析得到价值影响因素变量对企业价值的回归系数，并将此系数作为因素的权重，修正的调整系数值为被评估企业价值影响因素加权和与可比企业价值影响因素加权和之比。将此调整系数的计算方法运用到市场法评估过程中，以期得到更加客观有效的评估结果。

本文在实证分析部分，利用沪深两市 126 家上市互联网公司 2012 年-2014 年共 326 个有效数据为样本进行了主成分回归分析，以此得出每个影响因素变量的回归系数。

本文的研究内容具有理论和实践双重意义。本研究从企业价值影响因素出发，为评估互联网企业价值提供了切实有效的方法，也为建立互联网企业价值评估体系指标提供实证基础，为今后研究发展提供思路与依据。同时，本研究能够提升互联网企业管理、价值创造能力；为互联网企业并购、投资、融资等交易活动估计企业价值提供理论基础，以期合理评估企业价值，降低交易风险。

1.3 国内外研究综述

1.3.1 国外研究综述

企业价值评估方法的研究是由 Irving Fisher 提出资本价值论开始的。企业当前所拥有的资本，在未来的经营过程中能够产生收入，这才是资本的内在价值。至于未来收入和资本内在价值之间的关系又与利率相关，在之后的研究中提出了现金流折现模型（DCF）。紧接着，Modigliani 和 Miller 共同撰写了《资本成本、公司理财及投资理论》，提出了 MM 理论，考虑了不确定性对企业价值评估的影响。这些理论的创立表示现代企业价值评估理论的建立。

国外学者研究互联网企业价值评估理论及方法比国内发展要早，所提出的修正方法也更多。

1998 年，3 种与互联网企业价值相关的评估方法被提出，并且沿用至今：修正市盈率法、经济附加值模型以及理论收益乘数分析法。

华尔街证券分析师 Henry Blodget 针对网络企业市值估值，对市盈率模型进行修改。他认为，在确定市盈率之前应先预测企业市场份额、销售利润以及净利润。通过市盈率的高低大小可以将全部股票大致分为三类：传统行业企业增速稍慢，市盈率处于 10 倍的样子；新兴高速增长企业，市盈率水平在 75 倍上下；其他的企业的市盈率则介于这中间。基于此，建立市盈率浮动区间，通过之前预

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.