

经济管理精品教材
创新创业
教育系列

21
世纪

Entrepreneurial Finance Practice

创业金融实践

贲圣林 陈雪如 等 编著



清华大学出版社



经济管理精品教材
创新创业
教育系列

21
世纪

Entrepreneurial Finance Practice

创业金融实践

贲圣林 陈雪如 等 编著



清华大学出版社
北京

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

创业金融实践/贲圣林等编著. — 北京:清华大学出版社,2017

(21世纪经济管理精品教材·创新创业教育系列)

ISBN 978-7-302-47842-3

I. ①创… II. ①贲… III. ①企业—投资—高等学校—教材②企业融资—高等学校—教材 IV. ①F275.1

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第171804号

责任编辑:吴雷

封面设计:李召霞

版式设计:方加青

责任校对:王荣静

责任印制:刘海龙

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦A座

邮 编:100084

社总机:010-62770175

邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印装者:三河市金元印装有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm

印 张:16.75

字 数:385千字

版 次:2017年8月第1版

印 次:2017年8月第1次印刷

印 数:1~3000

定 价:45.00元

产品编号:073631-01

作者简介

贲圣林

浙江大学管理学院教授，浙江大学互联网金融研究院创始院长。在开启全职学术生涯前，其已在著名金融机构工作20年，历任荷兰银行高级副总裁兼流动资金业务中国区总经理，汇丰银行董事总经理兼工商金融业务中国区总经理，摩根大通银行（中国）有限公司行长及摩根大通环球企业银行全球领导小组成员。目前主要社会兼职有全国工商联执委、中国人民大学国际货币研究所执行所长、浙江省人民政府参事、浙江互联网金融联盟联合主席等。

前 言

2014年,我从一名“金融民工”转型加入浙江大学,成为一个“学术草民”。也是在同一年,我在浙江大学管理学院开始为EMBA学生开设“创业金融”课程。最初的想法其实十分简单,就是希望为这些平日里扎根在企业中的管理者充充电,让他们对创业金融、创业投资这一领域能有一个初步的了解,在真正需要实践应用的时候不至于太盲目。随着课程的不断推进,教材的问题越发让我感到头疼。国外创业金融领域的教材种类繁多,若直接将其翻译成中文却都晦涩难懂,字里行间也少了些中国特色,离中国企业的实际需求更是相差甚远,学生们不仅不愿意看,更看不懂;而中国本土的教材大多是参照国外范本,不仅有些呆板,更少了点时代感,明显不适应当前中国社会发展的需要。在这样的情况下,编写一本适合中国创业者阅读的教材便成了我的一个心愿,经过三年多的思索和打磨,这本《创业金融实践》终于诞生了。

对于创业者,尤其是没有任何金融背景的创业者来说,在创业过程中遇到的困难和荆棘可能会更多一些。在这个创新、创业的时代,我们周遭的变化太多、太快,各种各样的创业模式与创业融资方式更是层出不穷。

本书结合中国现阶段的社会经济背景,以全面的理论框架和丰富的实践案例,进行横向与纵向多角度的分析,加之本土化的启示,向创业者介绍创业过程中与创业金融活动有关的基本概念、操作流程、现实问题和解决方案,为广大创业者和创业团队快速全面地了解创业金融的知识体系和发展脉络、实际掌握创业金融基本运用方法和模式提供帮助。

本书包含11个理论章节和创业金融实践案例库两大部分,实践案例库分为5个实践模块共21个相关案例(其中11个以电子形式呈现)。

在理论章节中,我们从创业金融的本质和内涵着眼,在第1章中首先对创业金融活动的全过程和与创业企业、创业者相关的一些核心内容进行了梳理和定义。在后面的章节里,我们也依照第1章中所展现的创业企业融资(创业投资)的流程顺序,详细介绍创业企业在创业金融活动中所需要了解的各项内容和具体的操作方法,同时从创业投资机构的角度对创业企业在各个环节中需要注意的事项给出建议。

创业企业由创业者脑海中的一个想法出发,到成为真正落地的创业项目的过程,往往比想象的更加复杂,这其中会涉及一系列项目以及企业中长期的规划战略(第2章),从

战略到执行、从内部到外部（第3章）的很多问题。在创业企业融资的过程中，如何进行企业财务预测（第4章）、如何作出恰当的融资选择（第5章）等都是成功“找钱”的关键因素。在与各样的创业投资机构合作的过程中，如何找到最适合创业者的合作伙伴（第6章）、如何对创业企业进行合理的估值（第7章），从而达成让双方都满意的投资合作协议（第8章），促进创业企业更好的发展，都是创业者最为关心的问题。当创业者成功融资后，其还会面临后续的经营、管理、决策等问题，创业者该如何有序协调，做好相关准备工作，才能避免矛盾和风险的产生（第9章），是维持创业企业长期稳定健康发展的核心，也是创业资本成功退出的前提（第10章）。

除此之外，在第11章里，本书对中国创业金融的发展历程、当下“互联网+”背景中创业金融面临的新思维和新模式以及中国创业金融的未来之路进行了总结和展望，希望能够为所有创业者和创业投资者在创业金融领域的前行指明方向。

在每个章节里，我们都设置了本章导读、本章小结、关键词等内容，同时穿插了大量的案例，为读者提供了一个清晰的学习脉络和生动的学习情境。

在创业金融实践案例库中，我们精心设计了5个模块21个与创业金融问题相关的中外案例，包括滴滴打车、京东商城等我们耳熟能详的成功创业企业，也涵盖了像PPG、Theranos等失败的创业故事。此外，本书还增加了软银中国、英国和日本创投机构等案例，力求从多个角度、全方位地为创业者剖析在创业金融实践中可能遇到的挫折和需要考虑的问题，使创业者在真正的创业过程中可以有所借鉴、有所防范。未来，创业金融实践案例库也将不断丰富与完善，并以电子形式进行更新，欢迎读者们阅读并给我们提出宝贵的建议。

借助本书编写之契机，浙江大学互联网金融研究院（AIF）创业金融工作室也得以正式成立，本书的编写得到了来自创业金融工作室中所有老师和同学的大力支持。在此感谢与我一同参与写作的浙江大学管理学院博士生陈雪如、王哲人，创业金融工作室的杨婉莹、季以诺、程梦婕、张淼、李进、王晓婧和章溢漫。特别要感谢姚明龙博士、董望博士以及工作室每一位师生的辛勤付出，同时也要感谢浙江大学管理学院的EMBA同学们为本书的编写和修改所提供的宝贵意见和反馈。另外，软银中国、浙商创投以及浙江互联网金融联合会也为本书的编写提供了大力的支持，对于华晔宇先生、莫自伟女士的指导和帮助，在此一并表示感谢。

恰逢浙江大学120周年校庆，谨以此书向校庆献礼。

限于作者学术水平和实践经验，书中不足之处在所难免，敬请读者批评指正。

贲圣林

2017年春于浙大紫金港

目 录

第 1 章 创业金融导论	1
1.1 创业金融的本质和内涵	1
1.2 创业企业与创业者	9
1.3 创业投（融）资过程	14
第 2 章 创业企业战略	22
2.1 企业战略：企业的导航仪	22
2.2 如何起步：初创战略	23
2.3 成长蓝图：组织与退出	34
2.4 组合拳：融资战略与其他战略	37
2.5 创业企业战略管理	39
第 3 章 商业计划	42
3.1 商业计划概述	42
3.2 商业计划的表达——以领英（LinkedIn）为例	44
3.3 如何完成一份好的商业计划	46
3.4 商业计划的一般框架	48
第 4 章 创业企业财务预测	53
4.1 现金流：创业企业的经营命脉	53
4.2 怎样花钱——项目选择	62
4.3 把握“花钱”节奏——现金流预测	64
第 5 章 创业企业的融资选择	77
5.1 创业企业的成长周期与融资特征	77
5.2 创业企业的融资选择	81
5.3 影响融资选择的因素	91
5.4 中国创业企业融资现状及其对策建议	96
第 6 章 创业投资机构：了解你的伙伴	102
6.1 创业投资基金的打开方式——组织形式	102

6.2	中国创业投资机构概况分析	109
6.3	成长助力：创业投资机构的作用	124
第 7 章	创业企业估值	129
7.1	风险与收益基本概念	129
7.2	创业企业估值方法	133
7.3	各阶段估值方法介绍与应用	134
7.4	中后期各轮融资估值分析要点	148
第 8 章	创业投资协议	150
8.1	创业投资协议概述	150
8.2	投资条款清单概述	153
8.3	重点条款解读	154
8.4	创业投资协议的法律适应性	162
第 9 章	创业企业的管理与增值	164
9.1	创业投资“婚后生活”影响因素	164
9.2	创业企业的治理结构难题	165
9.3	创业企业的财务管理难题	168
9.4	创业企业的“过日子守则”	169
第 10 章	创业投资的退出	175
10.1	创业投资的“友好分手模式”	175
10.2	中国创业投资“分手”情况	177
10.3	我国创业投资基金“退出收益”的评估方法	186
第 11 章	中国创业金融：回顾与展望	190
11.1	中国创业金融发展概述	190
11.2	“互联网+”背景下的创业金融	195
11.3	中国创业金融的变与不变：不忘初心，方得始终	200
11.4	中国创业金融的未来之路：回归本真，开拓创新	205
	创业金融实践案例库	209
	模块一——创业企业的起步与成长	209
	模块二——创意亮点：创业企业的活力之源	218
	模块三——创投机构：心得与经验	229
	模块四——资本博弈：创业者与资本的相处之道	239
	模块五——未来展望：新模式与新视角	250
	参考文献	260

第1章 创业金融导论

【本章导读】

在如今这个“大众创业、万众创新”的时代，谈起创业金融，人们的反应各不相同。一拨人侃侃而谈创业发展的大好前景、畅想着如何通过花样技巧将资本玩弄于股掌之中，另一拨人则怨声载道大骂“骗子！”，其认为凡是和“钱”有关的新鲜名词都是用来忽悠老百姓的血汗钱的。在这些观点的背后，折射出当下社会大众对于创业环境和金融发展的不了解，而正是这种认识上的欠缺成为创业者创业之路上的阻碍。那么，到底何为创业金融？它又有着怎样的魅力与神奇呢？

1.1 创业金融的本质和内涵

1.1.1 创业金融的相关定义

创业金融（entrepreneurial finance）是一门仍在发展中的学科，其并没有非常明确的定义。美国哈佛大学教授 Josh Lerner^①认为，创业投资业的发展其实是一个集中性的金融经济行为——创业金融，而所谓创业金融，就是指为创业企业筹资和为具有冒险精神的资本投资提供的一套金融制度安排^②。我国学者房汉廷则提出：“创业金融是将创业企业筹资与创业投资有机结合的金融制度，它可以将目前分散的政府基金、各种创业投资资金和创业板市场纳入统一的创业金融框架下，通过科学规范的管理运作，为中小企业的技术创新，特别是创业初期的研发活动提供积极有效的金融服务。”

在本书中，我们倾向于给创业金融下一个较为宽泛的定义，将一切与创业企业的金融决策及其实施相关的活动统称为创业金融活动。创业金融研究的是创业企业的价值和资源分配的问题，主要研究对象是高科技初创企业，重点关注创业企业在创业过程中所面临的与金融活动相关的决策、管理、经营等问题。在创业经营与管理的过程中，几乎每个创业者（尤其是没有经济管理背景的技术型创业者）都会遇到相似的难题：

- 我的企业目前需要多少资金？
- 应该在什么时间去募集资金？该从哪里募集？
- 我的企业的合理估值是多少？
- 融资契约该如何签订？股权分配有哪些讲究？需要考虑哪些因素？
- 作为创业者该如何去管理和经营自身的企业？
- 外部投资者的资金如何退出？

① Josh Lerner 是美国哈佛大学商学院投资银行方向的一名教授，同时主管着创业管理学术部门。

② 常江. 浅谈创业金融[J]. 山西财税, 2006(5): 30-31.

对于创业金融的研究可在一定程度上帮助创业者解决这些创业难题。在创业金融活动的过程中,与创业者接触最多的或许就是创业投资家。同样作为创业金融活动中的关键人物,他们与创业者围绕着创业企业的资本活动和经营管理展开合作与博弈,从而谋求企业的快速发展与价值提升,实现利益的共赢。与一般投资人相比,创业投资家具有更深入的行业经验和背景,不仅可以为创业企业提供资金上的支持,更可以从管理方式、人脉资源、市场前景等多个方面帮助创业企业成长,实现共赢。

创业投资家通过建立创业投资基金向投资者募集资金,利用这些资金向具有高增长潜力的未上市创业企业进行股权投资,并通过提供创业管理服务参与所投资企业的创建过程,以期在所投资企业相对成熟后通过股权转让等方式实现资本增值收益^①,顺利退出。这一过程就是我们通常所说的创业投资(venture capital)。

创业投资行业的发展最早可以追溯到19世纪末20世纪初的美国,当时一些富有的家庭、个人投资者以及私人银行把资金提供给一些钢铁、石油和铁路等新兴行业的新办公司,培育了美国的东方航空(Eastern Airlines)、施乐(Xerox)等一批全球性的大企业并从中获得了高额的回报。而在20世纪40年代之后,随着电子技术的崛起和快速发展,越来越多的美国企业开始将资金投资于与高科技、信息技术等有关的新兴行业中来,寻找更具战略意义和开拓性的投资领域。在此期间,美国的一些金融机构也开始向研制高科技新产品的初创企业提供资金,这也就形成了最初的创业投资的雏形。

然而,直到第二次世界大战之后,创业投资行业的发展才真正开始。1946年,美国哈佛大学教授乔治·多里奥特(Georges Doriot)和一批新英格兰地区的企业家共同成立了世界上第一家具有现代意义的创业投资公司——美国研究发展公司(ARDC),乔治·多里奥特也因此被称为“创业投资之父”。

同样在1946年,约翰·惠特尼(J.H.Whitey)成立了第一家私人创业投资公司——惠特尼公司,初始资本1000万美元。而他也是创业投资这个新词的发明者,第一次用创业投资来描述他所从事的投资活动。当时《纽约时报》将惠特尼公司描述成“纽约的一家投资银行”,将公司业务误解为一种传统的投资银行业务,而正是这个误解引发了惠特尼公司内部的一场具有重大意义的激烈讨论。惠特尼尝试着为他们所从事的这种新型的投资活动起一个与之特点相匹配的名称,使之可以很好地概括这种投资活动的特征,也区别于传统的投资银行业务,最后,创业投资的概念也就这样应运而生了。

受到当时条件的限制,创业投资在20世纪50年代以前的发展比较缓慢,而“二战”之后,随着政治形势的逐步稳定、经济以及电子信息技术等高科技新兴行业的快速崛起,大量的创业者如雨后春笋般崛起,创业投资作为为创业企业提供资金的新型力量也开始慢慢成长。而在1973年,在大量小型合伙制创业投资公司出现的情况下,全美创业投资协会宣告成立,为美国创业投资业的蓬勃发展注入了新的活力,也带来了创业投资行业的真正兴起,并在世界范围内产生了巨大的影响。1979年,法国创业投资公共基金成立;1983年,欧洲创业投资协会成立;1984年,中国台湾《创业投资实业管理规则》颁布正式实施,“行

① 刘健钧.创业投资制度创新论:对“风险投资”范式的检讨[M].北京:经济科学出版社,2004.

政院”开发基金与交通银行共同筹资8亿元新台币成立创业投资事业种子基金；1985年，新加坡政府成立经济发展委员会(EDB)创业投资基金，并实行了相应的税收优惠；1992年，以色列政府设立1亿美元的约兹玛创业基金(YOZMA)以促进创业投资的发展；1994年，英国的创业投资总额已达到20.74亿英镑，占GDP的0.8%，成为仅次于美国的世界第二大创业投资市场。

创业投资家自身可能并不是传统意义上的资本家，他们的资金绝大部分依靠信任他们的投资者的募集而来。创业投资家靠的是自身敏锐的市场嗅觉、准确的行业判断力和丰富的从业经验来选择“对的”创业企业和创业人进行创业投资活动以及创业管理活动，力图在帮助创业企业实现快速增值的同时也为投资者和自己赚取高额回报。

【知识链接】

创业投资与风险投资

创业投资和风险投资所对应的英文都是 Venture Capital，早期当这一行业刚刚进入中国的时候，人们直接直译为风险投资，并成为一个约定俗成具有特定内涵的概念。风险投资中“风险”一词的存在，使大家对行业的认识停留在高风险、高收益的特点上。随着行业发展的深化和普及，“创业投资”一词开始逐步替代“风险投资”进入人们的视野之中。相比于早期中国资本家照猫画虎的“风险投资”，“创业投资”更显示出了行业发展的成熟和专业性，其中所蕴含的高新技术基础和创新内涵也更为深刻。

很多创业企业的诞生都来自创业者的一个“点子”，然而只有优质的、可以商业化的创业项目才能够吸引外部投资。当一个创业公司破壳而出的时候，往往面临着诸多的质疑和挑战，创业投资家对商业计划和财务计划的不信任、对企业经营管理的介入和控制以及许多创业者自身的不成熟都会为企业成长带来不小的障碍。另外，创业者也必须了解创业投资家们的想法，例如，什么影响着他们创业投资的决策，什么吸引着他们的目光、左右着他们的判断。唯有知己知彼，方能“百战不殆”。

【知己知彼】

创业投资家的“忧虑”

未来发展的不确定性：创业企业自身成长的可能性、市场 and 行业的发展趋势。不确定性越大，未来的潜力越大，而随之面临的风险也越大。

信息不对称性：创业投资家对创业企业实际信息的了解程度远小于创业者自身的情况。如果创业者隐瞒企业信息和关键资料，创业投资家的信息不对称程度就会更高，就更容易失去投资的意愿或者面临更多的风险。

“软资产”：创业公司往往拥有一些独特的隐形资产，比如创业团队之间的默契、创业者良好的创业素质等。这些“软资产”在商业银行家的眼里似乎“一文不值”，无法帮助企业从银行手中获得信贷资金，但有可能成为创业投资家眼中企业的“闪光点”。

市场现状：国家或地区当前所面临的经济形势和社会状况。政策环境以及市场整体波动性都是创业投资家考虑的因素。

1.1.2 创业金融活动的主要特征

创业金融之所以能够为社会发展所需要,是由于其在很大程度上可以促进新技术、新产品的开发和商业化,帮助创业企业更有效地实现“从0到1”的突破。对于创业企业来说,创业金融活动可以帮助其实现融资的可得性、融资成本的降低、资金使用效率的提高以达到其预期的融资绩效。

与一般的金融活动相比,创业金融活动主要有以下几点。

1. 高收益和高风险并存

创业投资大多都钟情于高科技、新技术,因为高新技术的成功商业化往往能够创造超额的利润。创业投资家多年来也屡次向世人展示投资奇迹,一些创业投资机构基金的平均年化回报率甚至超过30%。而对于某一投资项目来说,一旦投资成功,其回报率有时高达十倍乃至百倍以上,远远超过了金融市场的平均回报率。正是这种潜在的高回报率,吸引了成千上万的投资者参与到创业投资行业中来。

但高收益总是与一定的高风险相对应。任何一项高新技术产品开拓性的构思、设计、生产、推广的过程都存在诸多不确定性,从而产生技术风险、市场风险、管理风险等来自各方的风险因素。加之环境与市场等因素的变化是不可预测的,也是无法控制的,因此,创业企业成功的比例非常小,从而导致创业投资的失败率往往非常高。在创业投资行业中,投资成功的概率一般低于20%,完全失败的比率在20%以上,还有60%左右投资尚未超过市场的平均回报率。尽管如此,精明的投资者往往能够通过组合投资来分散风险,获取回报;而相比之下,创业者和创业团队就没有这么幸运了,创业者在某个时间点大多在一个创业项目上投注全部的心血,从而面临着更大的风险,因此,如何处理好创业企业发展过程中的财务金融问题,与创业投资家一起更好地促进企业的成长,对创业者和创业团队来说尤为重要。

2. 运作周期长,资本流动性较小

创业金融是一项伴随创业企业成长发展阶段全过程的系统活动,而企业的产品和服务从研究开发、试产试销、正式生产到盈亏平衡,再到实现盈利、规模扩张等多个阶段,需要花费相当长的时间。一般创业投资从投资一个项目到收回投资需要3~7年甚至更长的时间,在这段时期内,投入的资金都用于企业的日常经营、固定资产的购置、生产规模的扩大、产品研发的加强等方面,很难实现变现。

随着创业企业的不断成长,企业的技术、产品、服务受到了市场的一定认可,在此之后,创业投资资金才能通过企业公开上市、并购重组、管理层回购等股权转让方式实现退出。

3. 创业投资是一种权益投资

创业金融活动的核心是股权。创业投资者通过投资资金获取企业股权,并通过股权(董事会席位等)参与企业的管理与发展,也实现对企业成长利益的分享。

在目前的创业投资行业中,大多数创业投资机构都不以控股为目的,因此通常只占被投资企业股份的20%~30%,但这也不是一个普遍适用的规则,需要根据创业投资机构的目的和投资理念来决定,有的创业投资机构希望更有力地对企业实现监管和控制,那么

其要求的股份比例就会更高。

创业投资相比一般的投资,更加注重企业的成长性和发展潜力,一般并不要求创业企业在短时间内就能为投资者创造收益,而是给予创业企业足够长的发展时间,从而希望获得创业企业成长所带来的高额收益和诱人前景。因此,以权益资本或准权益资本的方式注入资金,不仅可以使投资者分享到企业发展所获得的潜在高额利润,也可以使创业企业得以安心长期发展,不必为债务问题烦恼。

4. 阶段性和分期性

创业企业在发展的不同阶段往往面临着截然不同的融资需求,可能需要根据企业自身的发展状况进行多轮的资金募集活动。而创业投资者往往也会根据创业企业成长阶段,将总投资资金分为几个阶段来投入,使上一发展阶段目标的实现成为下一阶段资金实际投入的前提。最初,投资额可能相对较少,而随着企业逐步走上正轨,创业资本也会不断地跟进投入。创业投资家在这个过程中一旦发现问题,可以立即中止投资,通过这种策略也可把投资风险降到最低。

对于创业者和创业团队来说,阶段性的资本流入,可以帮助企业持续不断地审视企业发展所处的阶段和未来发展的需求,不断更新财务规划,实现自我的督促和反省。另外,也可以避免早期资本大量流入造成的股权过度、过早稀释所带来的企业控制权问题和可能的对资金管理不善造成的资源浪费问题。

而这种分期性的投资方式,也使创业投资事先并没有确定的投资总量和期限,这相较于传统投资的一次性支付或时间确定的分期支付方式有很大不同。创业者只有通过不断创新实现企业的快速发展,获得进一步的认可,才能获得持续不断的投资,保证企业发展资金需求的满足。

1.1.3 创业金融与创新

创业金融的发展与创新密不可分,创业金融模式本身就是一种创新,是新型金融对传统金融的创新,是新型商业模式对传统商业模式的创新,是新型投资模式对传统投资模式的创新,也是经济社会发展变革过程中的一种别具意义的创新。1952年,美国《财富》杂志还把创业投资称为“波士顿的谨慎的赌博”,将创业投资看作一种赌博、一次社会实验和一场冒险。

而人们对创新的关注,起源于对经济增长的追求,尤其是在熊彼特(Schum Peter)强调创新对经济增长的关键作用之后,各国政府对技术创新的追求就从未停止。创业投资行业从诞生的那一天起,就被人们与高科技、创新联系在一起。在实际生活中,当今领先的技术公司无一例外都是在创业投资的支持下发展起来,比如微软、苹果、英特尔等。在中国,百度、阿里巴巴、腾讯等公司的成功也离不开创业投资的支持。以至于创业投资促进创新的理念已深入人心,尤其是在政策制定领域,始终将创业投资促进创新作为政策制定的基石。在学术界,最早系统验证创业投资与创新之间关系的当属 Kortum 和 Lerner (1998),紧随其后,越来越多的学者加入该领域的研究中来。

根据 Keuschning (2004) 和 Gebhardt (2006) 的观点, 初创企业由于经营历史短、缺少硬资产、高不确定性、严重信息不对称等因素, 使传统的金融机构向其提供资本支持时, 要求其付出更高的信息费用、签约费用和监督费用, 但借贷利率却存在上限, 从而不能通过提高利率来弥补贷款成本, 使传统的金融机构无法满足初创企业的资本需求。而创业投资的本质所蕴含的风险收益共担共享的理念可以从根本上来避免传统金融机构遇到的问题, 从而可以更为有效地为初创企业融资。当投入实业中的资本量增加时, 企业相应的成长起来, 进而增加了整个社会的创新总量。另外, 许多创业投资家既有技术经验, 也有丰富的商业和管理经验, 随着创业投资家的加入, 实现了技术、资本和管理经验的有效结合, 最终提高了创业的成功率和均衡状态下的创新率。

以美国为例, 创业投资从兴起到发展再到基本成型, 经历了 20 世纪 60 年代的成长、20 世纪 70 年代的衰退、20 世纪 80 年代初的复苏、20 世纪 90 年代初的低潮和 90 年代中后期的蓬勃发展以及 21 世纪初期的短暂下滑与之后的复兴。而创业投资与科技创新就像一对孪生兄弟, 二者往往一起成长, 共同提高。创业投资伴随第二次世界大战中军事技术创新的民用化发展而兴起, 此后 20 世纪 50 年代的半导体硅材料、70 年代的微型计算机、80 年代的生物工程技术、90 年代的信息产业和 20 世纪的网络经济发展, 都离不开创业投资的身影, 都是在创业投资的推动下完成产业化并最终获得巨大成功的。

【案例链接】

洛克与英特尔

1957 年, 在创业投资家阿瑟洛克 (Arthur Rock) 的安排下, 工业家谢尔曼 (Sherman Fairchild) 资助诺伊斯 (Robert Noyce) 为首的“八人帮”成立仙童半导体公司。两年后, 诺伊斯发明了可以将多个晶体管集成在一个芯片上的集成电路技术, 加速了半导体行业的发展进程。1968 年 7 月, 创业投资家洛克又作为主要投资人注资 3 250 万美元, 创业投资家诺伊斯和摩尔 (Gordon Moore) 每人投资 25 万美元成立了英特尔公司, 专注于赋予半导体行业智慧的头脑的研究与开发。1969 年, 该公司推出自己的第一个产品——全球第一颗双极形半导体存储芯片 3101; 1971 年又推出了全球第一颗微处理器 4004。到了 1989 年共开发出 7 种型号的微处理器, 每种型号在功能上都跃上了一个新的台阶。1992 年设计出含有 300 万晶体管的新一代处理器“PEntium”, 也就是我们现在所熟悉的“奔腾”处理器。在竞争十分激烈的民用半导体市场上, 英特尔公司参与了美国政府组织 14 家大型半导体公司联合技术攻关的“美国半导体制造技术联合体”, 为在 1992 年后夺回被日本半导体业抢占的世界市场份额做出了突出的贡献, 同时也把自己推上了半导体行业霸主的宝座, 成为世界上最大的一家个人电脑微处理器的供应商。

从洛克的故事中我们可以发现, 正是有了创业投资家所引导的创业金融活动的推动, 英特尔才有了今天的成就, 整个半导体行业也才能够获得如此迅速的发展。可以说, 创新是创业金融活动和创业投资行业发展的核心, 创业金融与创新的关系既紧密直接, 又多样间接。这里的创新不仅指科技创新, 也包括非科技创新。熊彼特早在 1912 年就指出, 创新包括产品创新、技术创新、市场创新、材料来源创新及组织创新。创业投资支持的创

新,包括所有形式的创新。哈佛大学甘泊思和勒那教授曾指出,从1983年到1992年,虽然美国的创业投资资本仅占公司研发(R&D)资金的不足3%,但对于科技创新的贡献度达到了8%。2008年,美国参与创业投资的创业企业创造了大约1200万个工作岗位,占整个私人部门就业的11%,创造了超过3万亿美元的GDP,大约占整个美国GDP总量的21%。而创业投资行业对创新的支持更是在于为具有创新内涵的创业企业注入了资本,帮助创业企业实现了创新的商品化和市场化。若没有商品化和市场化的创新,其真正的价值和最大的意义也就不可能实现。

1.1.4 为什么谈创业金融?

我们知道,伴随20世纪90年代美国“新经济”下高科技企业和新兴产业迅速发展的,还有美国创业投资行业的崛起。据统计,在20世纪90年代,美国支持创业发展的资本中,有66%被用于了权益资本投资,而超过一半的权益资本都被投到了高科技创业企业中。1997年,美国创业投资规模约为90亿美元,而1998年,这个数字就翻了几乎一倍,一跃为172亿美元。无论是微软、英特尔还是谷歌,当下美国乃至全世界最成功的高科技公司在早期都或多或少地接受过创业投资资本的支持。创业投资家们不仅在资金上对创业企业给予支持,更是运用自己的行业经验、人脉网络和市场嗅觉为创业企业提供管理运营等多方位的帮助。可以说,创业金融行业本身所涵盖的新型金融和管理方式、手段是为创业企业技术创新和整个行业乃至社会经济的发展构筑的摇篮。

在中国经济新常态的社会背景下,创业金融也呈现大繁荣大发展的趋势。一方面,新经济的转型发展铸就了新兴产业和高科技企业的迅速崛起和传统金融方式的局限性,使为投融资服务的创业金融的需求有所增加;另一方面,中国IPO政策的重启、金融市场的活跃、居民累积财富的增加以及投资理念的成熟化等,都为中国创业金融的发展奠定了良好的基础。

1. 创业金融是中国创业企业融资的主要渠道之一

熊彼特认为,创业是企业家对各种生产要素的重新分配组合或建立一种全新的生产函数的创造性活动,而金融的本质则是帮助筛选出具有能力进行创新活动的企业家,并通过为其提供资金支持,从而促进经济的增长。理论上,金融、企业家精神和经济增长之间是存在良性互动的,但在实际情况中,Evans和Jovanovic(1989)提到了创业者在融资过程中可能会遭受流动性约束问题,即由于金融体系的不完善,使一些潜在的创业者无法通过金融机构或金融市场获得创业资金,最后只能选择放弃创业。

中小企业尤其是创业企业融资难是困扰中国乃至世界的一个长期存在的普遍问题。一方面,这些企业刚刚起步,资金少规模小,财务信息等资料不完整、不规范,难以提供抵押担保,业绩不稳定、前景难断,信用状况难以评价;另一方面,银行出于自身风险防控的考虑,更愿意将资金借给信用更有保障的大型企业、国有企业,烦琐和严格的贷款申请程序和制度也给创业企业的融资增添了不小的阻碍。而创业金融此时就成为中小企业,尤其是拥有创新技术和产品的创业公司外部融资发展的主要渠道之一。创业投资家不仅可以

为创业企业提供资金方面的支持，使企业有能力将创业想法和技术变成产品实现商业化，更能为企业提供管理、运营、人力等多方面的支持。

同时，出于自身利益角度的考虑，创业投资机构以及创业投资家在对创业企业进行投资前，都会对创业企业进行深入、全面的调查，以专业的视角审核项目的可行性和未来发展的潜力。这在一定程度上降低了投资的盲目性，提高了资金配置的效率并能很好地对创业企业的技术、模式、管理等进行审核、监督和管理。

2. 创业金融是中国多层次资本市场的重要组成部分

和发达国家资本市场体系对比，中国资本市场体系的显著特点是市场结构不均衡。中国资本市场是伴随着经济体制改革的进程逐步发展起来的，发展思路还存在一些深层次问题和结构性矛盾，主要有：重间接融资，轻直接融资；重银行融资，轻证券市场融资；在资本市场上“重股市、轻债市、重国债、轻企债”。在中国，间接金融的体量过于庞大，占社会总融资额的80%左右，而直接金融的发展较为缓慢，2002年之后才逐步起步，到今天为止，其规模也只占到社会总融资的20%左右。这种发展思路严重导致了整个社会资金分配运用的结构畸形和低效率，严重影响到市场风险的有效分散和金融资源的合理配置，制约了创新创业的活跃度和有效性。

对于不同的投资者和融资者来说，由于其自身特点和资金规模大小的差异，对于资本市场所提供的金融服务有着截然不同的需求。这种多样化的需求决定了对多层次资本市场体系建设的要求。加快发展多层次资本市场是中国共产党根据新时期的需要而做出的重要战略部署。中国共产党的十八大报告提出，要深化金融体制改革，健全促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的现代金融体系，加快发展多层次资本市场。这对资本市场支持实体经济发展提出了更高的要求。

创业金融作为直接融资的重要方式之一，构成了中国多层次资本市场的重要组成部分，对其的建设和发展对于资本市场的完整性和金融服务实体经济的有效性有着十分重要的作用。在资本市场中，其他各个层次的金融服务也与创业金融行业的发展息息相关，例如，创业板证券市场为成长期企业创业资本的退出提供了渠道，而主板证券市场则是成熟期企业创业资本退出的主要机制。金融市场不同层次的划分和运作，针对不同类型的企业提供所需的金融服务，也大大提高了金融市场的运作效率，同时有助于解决直接金融发展过程中仍存在的诸多问题，对于优化直接金融的结构，完善市场制度，规范参与者的行为和防范市场风险也具有积极的意义。

3. 创业金融有利于培育国民经济发展新的增长点

创业金融对高科技创业企业的支持，从经济手段上加快了科技成果向实际生产力方向的转化，鼓励了科学探索与发明活动的进行，降低了科创人员从事科研活动的风险。社会资金的加入，为科技发展构筑了来自政府、银行、企业和社会等多层次、多领域的资金来源，从而对高新技术产业化和商业化提供了更有力的支持。

大力发展创业金融，建立和完善创业投资市场并引导社会资金合理进行创业活动的支持和资金投入，对于支持科技进步和技术创新，推动高新技术创业活动，培育新的经济增长点，从而保证国民经济持续、快速健康增长都具有十分重要的意义。

从 20 世纪 90 年代末到现在的短短十几年里,中国的创业金融已经取得了跨越式的发展。中国经济发展进入新常态以来,经济的发展动力、发展保障和发展空间都将发生深刻的变化,这为中国创业金融行业的发展创造了新的机遇和挑战。围绕着实体经济的发展需求,中国政府也采取了一系列推进金融改革和健全法制规范的措施,鼓励创业金融行业的健康发展。2016 年,国务院印发了《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》,明确了对创业投资活动和创业金融行业发展的高度重视。在这个中国经济转型发展的关键时刻,深入研究创新创业金融行业具有深刻的必要性。

1.2 创业企业与创业者

随着中国经济社会的不断发展,创业企业逐渐成为经济结构中一个非常重要的组成部分。创业企业在社会资源配置中扮演着重要角色,在国民经济发展中有着重要地位。在中国,创业企业发展较其他发达国家来说起步较晚、基础较差,经过从 20 世纪 90 年代到如今的快速发展,创业企业也逐渐形成规模,成为推动中国经济持续发展的重要力量。

随着社会进步和科技的日新月异,以高科技创新技术为核心竞争力的创业企业在创新发展的作用日益显著。创业企业在对科技成果实现产业化、新产品的升级发展等方面都起到了重要作用。创业者可以将劳动力、原材料、资源和其他资产进行优化组合,并由此创造出比简单加总更大的价值,从而获得相应的收益和回报。

1.2.1 创业企业及其特点

具体来说,创业企业是指处于创业阶段,高成长性与高风险性并存的创新开拓型企业。创业企业虽然普遍具有较高的科技性,规模也相对较小,但我们并不能将创业企业简单地等同于高科技企业或中小企业。创业企业的核心在于其本身的创新开拓特质,而正是这种特质,使创业企业不断成为经济发展的领头军团和重要力量。

从目前全球众多的创业企业案例来看,能够成功成长并最终走向成熟的创业企业,一般都有如下特点。

1. 高新技术在要素结构中的占比较高

一般主要体现在从事技术和产品开发设计的科技、专业人员占总员工人数的比例较高,研究开发(R&D)经费占销售收入的比例较高。在创业企业中,通常会将研发支出计入企业的总成本中,在美国、印度的一些软件企业中,开发人员的现金工资甚至也会被计入研发支出中。

2. 主营方向偏向高新技术领域

这些创业企业的主营方向一般是业界认可的或有关部门以产品目录形式规定的高新技术领域或方向。根据当前世界科技发展趋势,电子与信息、生物工程与新医药、新材料及应用、先进制造、航空航天、现代农业、新能源与高效节能、环境保护、海洋工程、核应