

张奇 著

创业融资与管理

chuang ye rong zi
yu guan li

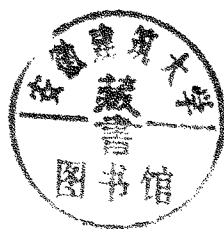
中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

创业融资与管理

张 奇 著



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

创业融资与管理/张奇著. —北京: 经济科学出版社,
2017. 5

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7943 - 9

I. ①创… II. ①张… III. ①企业融资 - 研究
IV. ①F275. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 083346 号

责任编辑: 周国强

责任校对: 王苗苗

版式设计: 齐 杰

责任印制: 邱 天

创业融资与管理

张 奇 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: <http://jjkxcbs.tmall.com>

北京密兴印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 13 印张 300000 字

2017 年 5 月第 1 版 2017 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7943 - 9 定价: 39.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: dbts@esp.com.cn

前 言

创业活动是国家和社会进步所不可缺少的要素，同时也为每个人实现自己的梦想提供了重要途径。随着我国经济步入新常态的新发展时期，“大众创业、万众创新”作为经济增长的新引擎，极大地激活了市场正能量，释放了改革新红利，吸纳了更多的劳动力实现就业。创业活动无疑正在成为推动整个中国经济发展迈向中高端的主动力之一。2015年3月，国务院办公厅出台了《关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》，部署推进大众创业、万众创新工作。

创业过程以捕捉发展机会为核心，其本质在于创新。由于创业企业的风险不论从风险外部环境还是从内部条件考虑，都要远远高于成熟企业，普遍面临着比成熟企业更大的环境不确定性。为降低其生存和发展中的各种风险，创业企业就必须通过创新思维，建立环境适应性强和企业自适应性强的商业模式。创业公司能否成功，拼的就是产品优化的速度和思想意识的创新程度。快速地成长和创新能力会吸引更多的投资者，会促进企业的快速融资。商业模式创新是在以客户为中心的基础上，为应对内外部环境的变化，对企业价值网络中的要素、自身潜力进行发掘，对企业的业务范围、目标客户、竞争方式等进行重新定位，对产业链重新整合，从而建立起新的价值网络和盈利模式的综合性过程。

外部环境对初创企业的生存和成长具有很强的影响力，资金资源对创业企业而言格外重要和敏感。创新活动离不开资金支持，而富有创新活力的创业企业由于不确定性高、风险大，在更大程度上面临着融资难等问题，限制了创新活动投入，还对创新活动的质量产生了负面影响，不利于企业核心竞争力的形成。创业企业技术开发的产品面对的是尚未成形的市场或是新市场，在商业化开发方面需要大量资金投入，面临很大的市场风险和管理风险。在企业生命周期的不同阶段中，企业的风险性和融资规模要求存在较大的差异。创业融资分为内源融资和外源融资。其中内源融资主要包括向企业家、股东、合伙人或内部职工等与企业有利益关系的人融资获得资金。而外源融资是指企业通过向外部经济主体筹资方式，包括贷款融资、股票融资、债券融资、贸易融资、租赁融资、典当融资、风险融资等。

政府在整个创业融资体系中扮演着极其重要的角色，在整个创业融资体系中发挥着举足轻重的作用。政府的政策既是风向标又是润滑剂，维系着整个创业金融体系常规运

转的同时推动其不断发展。政府的职责主要有：创业融资和创业促进政策的制定和执行者、提供创业金融支持、建立和维护创业信用保障机制、设立创业金融市场以及资助参加创业融资的机构等。2016年9月，国务院发布了《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》，提出了构建促进创业投资发展的制度环境、市场环境和生态环境，加快形成有利于创业投资发展的良好氛围和“创业、创新+创投”的协同互动发展格局，提出加快培育形成各具特色、充满活力的创业投资机构体系。鼓励各类机构投资者和个人依法设立公司型、合伙型创业投资企业；鼓励行业骨干企业、创业孵化器、产业（技术）创新中心、创业服务中心、保险资产管理机构等创业创新资源丰富的相关机构参与创业投资；鼓励设立一人公司、鼓励和规范发展创业投资母基金、积极鼓励包括天使投资人在内的各类个人从事创业投资活动、鼓励成立公益性天使投资人联盟等各类平台组织、规范发展互联网股权融资平台、完善银行业金融机构投贷联动机制、支持创业投资企业及其股东依法依规发行企业债券和其他债务融资工具融资等，为创业企业融资和创投机构发展指明了方向。

创业融资过程是一种以资金供求形式表现出来的资源配置过程。从企业自身看，不同的类型和成长阶段，创业企业对资本的需求也表现出不同的规模特征，其融资结构和成本也必然不同，从而需要选择不同的融资方式以满足不同规模的融资需求。创业者在进行融资决策之初，要根据各种条件，量力而行地确定企业合理的融资规模。对于创业者而言，创业资金不是越多越好，盲目地引资和扩大资金投入，会增加创业的风险，创业企业不能追求创业大项目、高投入和高回报的做法。为了满足新创业企业多方面的融资需求，创业企业需要从多种渠道、以不同融资方式相结合筹集资金，在融资过程中应当实施融资组合化，合理、有效的融资组合不但能够分散、转移风险，而且能够降低企业的融资成本和债务负担。

创业企业融资，不仅需要考虑融资成本，往往还需要关注伴随企业控制权或所有权的部分丧失，这不仅直接影响到企业理念的一贯性和生产自主性，也可能会影响企业利润的分配，导致原股东的利益存在遭受损失的危险，甚至会影响到远期利益和长远发展。创业企业融资决策过程是一个动态的过程，融资决策程序就是按时间顺序进行的融资决策过程。第一步是融资的时机把握；第二步是确定融资的规模；第三步是制定各种可能的融资方案，包括融资的方式、融资的成本以及融资的风险；第四步是寻找、挑选和考察投资者，即确定融资的来源；第五步是进行融资协议的谈判；最后是实施和监督。然后再决定是否进入下一轮融资。其融资行为包括有效地选择融资方式、形成最优的融资结构，把握融资规模以及融资的融资、条件、成本和风险，其行为结果要通过融资结构资本结构反映出来。

一般情况下，针对不同的融资方式，企业需要承担的经营风险顺序是：股权融资，金融融资，商业融资，债券融资，银行融资。企业追求控制融资风险，一般可以采取同

时使用几种融资方式的策略,即采取融资方式和融资渠道的合理有机组合达到规避风险目的,同时还要关注各种的融资组合之间的转移。因此,进行融资决策时,创业企业应选择最有利于提高其核心竞争力的融资方式。创业企业的融资活动需要综合考虑企业发展的目标、内外部资源的整合、商业模式的定位、融资成本等问题,确定在不同发展阶段的融资方式。

创业融资方式可分为债务性融资和权益性融资两大类。债务性融资是指企业通过向个人或机构投资者出售债券、票据筹集营运资金或资本开支。债务性融资相对容易获得,但同时也具有时间短、利率高、额度小的特点。一方面企业利用债务性融资很难获得长期持久的资金支持。另一方面,企业在发展过程中要承受很大的还款压力。权益性投资是指为获取其他企业的权益或净资产所进行的投资。投资者持有某企业的权益性证券,代表在该企业中享有所有者权益。主要的融资渠道包括创业投资、天使投资等。权益性融资的特点是风险高、利润大,没有十分固定的还款期限。对于创业企业而言,权益性投资很适合企业初期发展。但是权益性投资不易得到也是一个事实。创业者通过股权融资不仅得到资金,很多时候投资者还拥有创业企业所需求的各种资源,如关系网络、人力资源、管理经验等。股权融资的缺点主要体现在控制权方面,由于股份稀释,创业者可能失去企业控制权,在一些重大战略决策方面,创业者可能不得不考虑投资方的意见,如果双方意见存在分歧,就会降低创业企业的决策效率。

创业融资是创业管理的关键内容,具有很强的技术性,在企业成长的不同阶段具有不同的侧重点和要求。融资后并非就万事大吉了,而只是万里长征的第一步。很多创业者是需要钱的时候才去融资,而当你真正需要钱的时候,可能是拿不到钱的,只有在你不需要钱的时候去融资,才最有可能成功。针对不同融资渠道,创业企业对资金的管理方式、资金在创新活动上的投入比例等也应有所不同,从而也会在一定程度上影响创业企业的绩效和长远发展。

目 录

第1章	导论 / 1
	1.1 何为创业 / 1
	1.2 何为创业融资 / 4
	1.3 创业融资的策略 / 8
第2章	商业模式的抉择与创新 / 12
	2.1 商业模式的定义和本质 / 12
	2.2 创业企业设计商业模式的思路 / 16
	2.3 有效管理创业风险 / 21
第3章	商业计划书 / 25
	3.1 商业计划书的必要性 / 25
	3.2 识别创业机会是编制商业计划书的起点 / 27
	3.3 编制商业计划书应基于构建和落实 创业企业战略 / 30
	3.4 商业计划书的基本结构 / 33
	3.5 编写商业计划书的注意事项 / 36
第4章	如何向天使投资人融资 / 38
	4.1 爱心资本必不可少 / 38
	4.2 何为天使投资 / 39

	4.3 天使投资人的类型 / 54
	4.4 我国天使投资的发展 / 57
第5章	互联网时代的新天使：股权众筹 / 67
	5.1 股权众筹的产生 / 67
	5.2 股权众筹的特征 / 70
	5.3 股权众筹运行的主体架构 / 71
	5.4 我国股权众筹的运作模式 / 72
	5.5 如何选择股权众筹平台 / 75
第6章	与天使投资人的合作 / 78
	6.1 天使投资人的运作流程 / 78
	6.2 天使投资人的估值与融资决策 / 85
	6.3 防范向天使投资人融资的异化行为 / 91
第7章	如何向创业投资机构融资 / 95
	7.1 创业投资的内涵 / 95
	7.2 与天使投资的差异 / 101
	7.3 创业投资流程 / 104
第8章	投融资合作：尽职调查 / 111
	8.1 尽职调查的必要性 / 111
	8.2 尽职调查的主要原则 / 112
	8.3 尽职调查的主要方法 / 113
	8.4 尽职调查的组织安排 / 114
	8.5 尽职调查的主要内容 / 116
	8.6 尽职调查的注意事项 / 121

第9章	投融资合作：创业企业估值 / 123
	9.1 创投机构如何合理估值 / 123
	9.2 企业价值创造的途径 / 128
	9.3 创业投资的估值方法与模型 / 133
第10章	投融资合作：创投的进入与退出 / 140
	10.1 创业投资的投资决策准则 / 140
	10.2 创业投资实现投资收益的方式 / 145
	10.3 与创业投资机构融资合作的注意事项 / 155
第11章	商业银行的创业贷款融资 / 163
	11.1 创业企业获得传统银行融资的难点 / 163
	11.2 商业银行的参与方式 / 165
	11.3 银行信贷 + 创投机构的联动模式 / 167
	11.4 银行信贷 + 孵化器的模式 / 171
第12章	典当与融资租赁 / 174
	12.1 典当融资 / 174
	12.2 融资租赁 / 181
	参考文献 / 188

第 1 章 导 论

1.1 何为创业

创业，是一个发现和捕获机会并由此创造出新颖的产品、服务或实现其潜在价值的过程，是创业者通过发现和识别商业机会，组织各种资源，提供产品和服务，以创造价值的过程。狭义上，创业是指创办企业，即指能够创造劳动岗位、增加社会财富的活动。从广义的层面讲，创业企业既包括新创建的企业，也包括再创业企业或者是成熟企业的再创业过程。这类企业与其他类型的企业差别较大，它们善于发挥首创精神，充分利用社会资源和经济资源转化为经济利益，并且承受着较高的风险。莫里斯（Morris，1998）在一份文献调研中，回顾了近几年在欧美地区创业核心期刊的文章和主要教科书中出现的 77 个创业定义，通过对这些定义内容中关键词出现的频率来揭示创业的内涵。在 77 个创业定义中，出现频率最高的关键词主要包括：开创新事业，创建新组织；创造资源的新组合，创新；捕捉机会；风险承担；价值创造。尽管学术界对创业本质的理解有各种不同的阐释，但总体来看，创业的内涵主要包括：开创新业务，创建新组织；利用创新这一工具实现各种资源的新组合；通过对潜在机会的发掘而创造价值^①。比如，史蒂文森（H. H. Stevenson）与杰瑞罗（J. C. Jarillo）认为，创业是个人在不拘泥于当前资源条件的限制下追寻机会的过程。通过各种资源的组合，以开发和利用机会并创造价值的过程。这一概念强调创业并不受制于所控资源的多寡，是源于机会的驱使，目标在于实现机会价值，清晰地揭示出创业的过程在于机会识别、机会开发与机会利用三个阶段。罗伯特·赫里斯（Robert D. Hisrich）与迈克尔·彼得斯（Michael P. Peters）认为，创业就是通过奉献必要的时间和努力，承担相应的经济、心理和社会风险，并得到最终的货币报酬、个人满足和自主性的创造出有价值的东西的过程。罗伯特（Robert）认为创业是一个创造增长的财富的动态过程，认为财富是由这样一些人创造的，他们承担资产价值、时间承诺或提供产品或服务风险，他们的产品或服务未必是新的或唯一的，但其价值是由企业家通过获得必要的技能与资源并进行配置来注入的。史蒂文森认为创业是个人（不管是独立的还是在一个组织内部）追踪和捕获机会的过程，这一过程与其当时控制的资源无关。根据美国创业教育之父蒂蒙斯（Jeffrey A. Timmons）

^① 周艳春，关于创业与创新关系的研究综述 [J]. 生产力研究，2009（22）：255-256

的定义,创业是一种思考、推理和行动的方式,它为机会所驱动,需要在方法上全盘考虑并拥有和谐的领导能力^①。

创业企业是指处于初创阶段的高成长性与高风险性并存的创新开拓型企业,我国有学者将IPO之前的、成立时间小于8年的企业视为创业企业^②。爱迪思生命周期理论关于成长阶段的划分,认为创业企业指的是处在孕育期、婴儿期、学步期、青春期这四个成长阶段的企业。创业行为是创新意识和创新成果付诸实践的一种途径,可以在实践中检验和发展创新成果,并将它的价值转化成为对社会的贡献。目前全球几乎有名的互联网企业都是创业企业,如谷歌、阿里巴巴等。创业企业被冠以独特的称谓,赋予特殊的期许,拥有其自身特点。首先表现在其创业文化上,始终拥有创业时的艰苦拼搏精神和勇往直前的奋斗目标。其次是创新精神,在艰苦的条件下坚持创新,才能不被竞争者打倒,通过鼓励全员创新,形成企业特有的创新精神。最后,创业企业由于创立时间短、信息不充分、综合实力弱,其开创的新产品或新服务市场接受程度不明,因此,其发展带有很大的不确定性,将创业视为一个包含不同阶段的过程,从准备开始,到刚刚开始,到经营新企业或成熟企业,再到终止一个公司,不同阶段之间的联系具有较大的不确定性。企业家能力、团队抱负水平和决策能力对创业企业成长有着重大影响,提高企业家团队的能力和抱负水平是促进创业企业成长的关键所在。GEM(全球创业观察)在2001年的报告中第一次提出了生存型创业和机会型创业的概念,它是依据创业动机对创业所做的一种分类。同时根据美国人本主义心理学家马斯洛推出的人的需求层次理论分析创业者的创业动机,可以更加生动地分析出创业者行动动力。具体可分为六类创业者:第一类人,属于主动式创业。这类人一提到经商就会心跳加快、兴奋,认为创业是一件非常有意思的工作。第二类人,属于被动式创业,创业可以挣高工资,为自己的家庭提供更好的生活方式。如果社会福利更好,他们就不会去创业。第三类人,把创业当成一种职业。由于种种原因没有找到合适的工作,把创业当成一种工作。第四类人,能力型创业。因为精通某个行业或项目、掌握一批客户或者有自己的专利、经营才能、商业策划等优势,为了体现证明自我的能力开始创业。第五类人,只有梦想没有行动。对现实生活很不满意,于是希望通过创业改变现状,但却不敢付诸行动,最后,其中的少部分人终于迈出了第一步,开始创业生涯。第六类人,有钱有闲。有创业的一些外部资源和人脉等条件,但不愿为创业付出精力。有些人遇到一些合适的机遇才会参与到创业中去^③。

创业是一个发现和捕获机会并由此创造出新颖的产品、服务或实现其潜在价值的过程。创业是创业者与外部环境化合的过程,这一过程是以机会问题为核心,以创业目标为导向,并由创业推理和创业行动共同推动的,其本质在于创新。对新创企业而言,能否探索到正确的创业机会,并通过充分地开发使之成为一个成功的企业是新创企业应当具备的最重要能力之一,创业能力本身是一种资源的重新整合,创业者通过

① 马碧珠. 创业企业商业模式的构建过程研究——基于创业过程视角 [D]. 暨南大学, 2013: 7

② 贺小刚, 沈瑜. 创业型企业的成长: 基于企业家团队资本的实证研究 [J]. 管理世界, 2008 (1): 82-96

③ 樊琪. 从创业动机看创业成功 [J]. 中国就业, 2012 (8): 51-52

扫描并分析周围环境，选择有发展前景的机会，并且利用这些机会来制定相关战略的一种技能。可见，创业能力是个人所拥有的一些潜在特质，这些特质能够促使个体投资新的商机并努力使其创业活动存活和发展。创业过程会经历创业前阶段、创业阶段、早期成长阶段、晚期成长阶段。在创业前阶段，创业者应做好创业计划及前期工作，包括筹集资金与创建企业的工作。创业能力是创业者拥有的专业技能和隐性知识，是个体拥有的一种创业素质，它作为高层次的特征，其中包含创业激情、个性、工作能力和价值观，被视为创业者能成功创业的整体能力。在企业发展的初期，创业能力比有形资源更能促进企业成长。创业能力是企业能够不断优化创新思维的源泉，带给企业持续的竞争优势，并认为创业能力在企业不同的发展阶段是不同的。具体的创业能力构成见图 1-1。

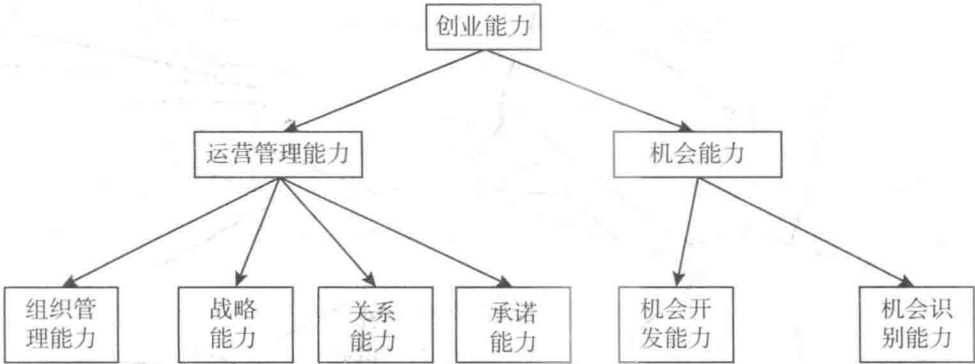


图 1-1 创业能力及其分解

资料来源：唐靖，姜彦福．创业能力概念的理论构建及实证检验 [J]．科学学与科学技术管理，2008（8）：52-57。

创业的逻辑很简单，利用手中的资源，寻求他人的加入，把个人目标汇总成共同的目标，然后聚焦企业的发展动力。企业学习的只是显性知识和隐性知识，学习的领域很大一部分是市场环境和团队建设^①。创业不仅是一个创业者实施创造的过程，更是一个创业者不断学习的过程。企业文化建设能使团队成员间拥有共同的愿景，并增强成员的认同感。在相同的目标和一致的企业发展观念下做出的决策，更不易产生意见分歧。团队成员之间通过有效的沟通，可更多地了解彼此间的看法，通过取长补短，做出最有利于企业发展的决策^②。其中，金融知识、创业能力的缺乏严重限制了个人通过创业实现其企业家精神。研究表明，金融知识水平的提高可显著推动家庭参与创业活动，并显著促进家庭主动创业^③。在创业前阶段，创业者在环境中捕捉到一个创业机会，这可能是创业者对行业或者国情等研究之后发现的机会。创业者在研究这些机会的基础上，构思

① [美] 戴夫·格雷，等．互联网思维的企业 [M]．张玳，译．人民邮电出版社，2015：170
② 詹梦琳．创业团队人力资本结构对创业企业绩效的影响——基于“新三板”创业企业的实证研究 [J]．经济与管理，2016（11）：136-138
③ 尹志超，宋全云，吴雨，彭嫦燕．金融知识、创业决策和创业动机 [J]．管理世界，2015（1）：87-98

出了一个商业创意，这个商业创意可能会成为创立创业企业的第一要素。如果没有一个好的商业创意，就算企业具备了强大的资源整合能力，非常雄厚的资金实力，企业也很难在激烈的市场竞争中脱颖而出。在这个阶段，创业者开始计划创业，并进行一系列创业前准备工作，包括获取资源和创立企业前的组织工作。在这个阶段，创业者要完成以下三个方面的准备，参见图 1-2。

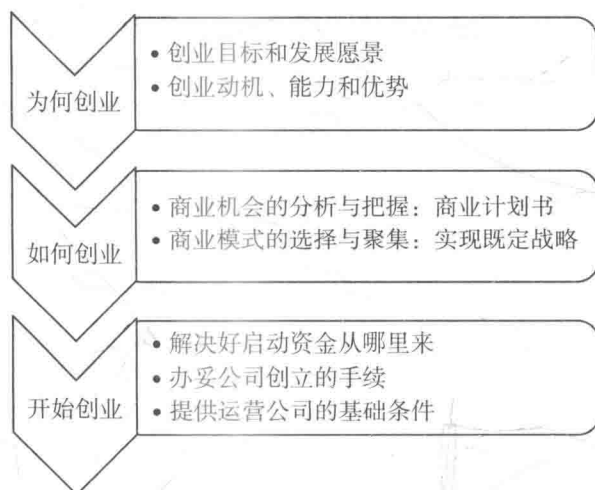


图 1-2 创业者的准备工作

1.2 何为创业融资

企业创立、生存和发展都离不开资金的支持，企业需要不断地进行融资。创业融资是指企业发展的早期或创业阶段的融资。创业融资的研究对象是创业企业的融资行为。具体行为包括在一定的融资风险下，如何取得资金，同时使融资成本最小，创业企业的价值最大化。不同的创业融资行为形成不同的创业融资结构，创业融资行为是否合理可以通过创业企业的融资结构反映出来。融资方式则是指如何取得资金，即采用什么融资工具来取得资金。融资渠道展示出取得资金的客观可能性，即谁可以提供资金，融资方式则解决用什么方式将客观存在的可能性转化为现实性，即如何将资金融到企业。创业融资能力指创业企业获取外部融资的能力，即投资者在创业企业现有条件下愿意投资给企业的资金规模的最大额度。投资者愿意提供的限额越高，表明该创业企业的融资能力越强。

融资的首要前提是融资后的经营或投资总收益，必须大于融资所发生的融资费用、利息和不确定的风险成本。创业企业具有高投入的特点，当企业创立并运行一段时间后，由于研发活动的开展和人员开支的持续增加，资金难以为继，创业者需要寻找新的资金来源。一些创业企业在发展的早期，对资金的需求量是巨大的，但是他们本身难以通过自身的资本积累筹集到足够的资金。融资难是创业企业发展的瓶颈问题。究其原

因,内部因素在于其多属发展初期,存在抗风险能力差、管理能力低下、资金需求量小、缺少担保财产等问题;外部因素则表现为现行投融资体系的不完善、创业企业遭遇金融机构和监管部门歧视、融资门槛高、成本高等问题。创业企业在生命周期的不同阶段,资金需求、融资难度和融资方式也不尽相同。创业企业存在着不成熟性、不稳定性、不确定性,而且创业期企业的风险不论从风险外部环境还是从内部条件考虑,都要远远高于一般的成熟企业。创业企业不论是选择股权融资还是债权融资,规模的有限及不成形的信用缺陷直接导致创业企业在融资过程中面临进退两难的尴尬处境。创业企业与大型企业相比处于相对劣势。主要体现在创业企业创立时间短,规模小,信息的拥有量少,地位与规模的弱小以及信用低下等。由于创业企业多数是处于发育成长早期的新生企业,与规模较大的和发育较成熟的企业相比,低信息透明度必然会带来投资决策和管理上较大的盲目性,信用的缺失与地位规模的弱小导致在融资市场的资本与信贷的“双缺口”^①。创业企业发展依赖于内部资金,表明企业投资和内部融资高度相关,法扎瑞(Fazzari, 1998)等研究表明,企业将失去潜在利润增长的投资机会。企业外部融资不足将严重阻碍可以快速发展的创业企业的发展。根据德米-库特(Demirguc-Kunt, 1998)等研究表明,仅仅凭借内部积累资本发展的企业,其增长速度远低于外部融资发展的企业。对创业者和创业企业来说,融资也是一种营销——营销自己。投资者最关心的是:有竞争力的产品、潜在的巨大市场、丰厚的现金流、规范的管理运作、能给人以信心的管理团队。创业企业在融资需求上也有别于其他企业,主要表现在如下几个方面:第一,融资市场化。企业创业初期,自我积累的资金有限,不可能满足技术创新的高投入需求,必须从外部市场进行广泛的融资。第二,融资多元化。为了满足新创业企业多方面的融资需求,创业企业需要从多种渠道、以不同融资方式相结合筹集资金,建立完善的融资体系。第三,融资组合化。创业企业技术创新的风险产生于研究与开发活动的不确定性。这种风险的初始值最大,随着技术创新各阶段的依次顺利发展而逐渐减少。创业企业在融资过程中应当实施融资组合化,合理、有效的融资组合不但能够分散、转移风险,而且能够降低企业的融资成本和债务负担。第四,融资社会化。融资社会化是指创业企业的融资需要社会各方面的力量,特别是需要政府的引导和扶持^②。

信息不对称与信息不透明是造成创业企业融资难的基本原因之一。金融交易是以信用为基础的资金的使用权和所有权的暂时分离或有条件的让渡,交易能否成功即出资者的资金能否如约收回及得到收益,关键取决于出资者对筹资者的信用、能力和投资项目的收益性等信息的了解程度。因此,交易双方所掌握的信息及其对称性就成为交易能否成功的关键因素和交易成本的主要来源。相对于出资者来说,筹资者往往对自身的信用和项目投资前景拥有信息优势,这种信息的不对称可能诱发筹资者在交易中的欺诈等道德风险。若出资者得不到筹资者可信的私人信息,或收集、证实这些信息的成本过高,交易要么根本无法进行,要么出资者会要求筹资者支付更高的风险补偿,从而增加筹资

① 晏文胜. 创业融资的机理研究 [D]. 武汉理工大学, 2004: 41

② 赵凤鸣. 创业阶段企业融资模式分析——以X公司为例 [D]. 南昌大学, 2015: 16

者的筹资成本。而过高的风险溢价还可能诱发金融交易中常见的逆向选择问题。与大企业相比,创业企业的经营信息更加不透明,向外部出资者披露其经营信息也更加困难。大多数创业企业很难向外部出资者提供可信的和合格的财务信息。创业企业大多建立的时间短,信用记录积累浅,社会知名度低,特别是一些年轻的创新创业企业,其业务新且市场前景不明朗,即使经营者想让出资人清晰地了解企业的经营情况也会遇到信息表达上的困难。创业企业由于产权封闭和面临更加激烈的市场竞争,往往比大企业更加担心其商业机密被泄露,因此在向外界披露信息时也更为谨慎。以上特征决定创业企业的融资将承担更高的交易成本和更大的风险。若这些风险得不到足够的补偿,外部出资者就不会向创业企业投资。在进行融资决策和融资手段的选择时,为了避免将过多的投资收益让渡给外部投资者,会优先考虑采取内源性融资,而不是外源融资;同时,公司在考虑对外接纳外部融资时,在相同理论的支持下,会优先采取债务融资,其次考虑股权融资方式,简单地说就是把融资成本按照由低到高的次序,然后依次采取银行贷款、发行债券、发行股票的顺序来获取外部融资。这个理论就是美国现代公司理论中著名的资本结构融资次序的“啄食次序理论”。内部融资对企业资本的形成具有原始性、自主性、低成本性和抗风险性等特点。相对于外部融资,它可以减少信息不对称问题及与此有关的激励问题,节约交易费用,降低融资成本,增强企业剩余控制权。但是,内部融资能力及其增长,要受到企业的盈利能力、净资产规模和未来收益预期等方面的制约。对于企业而言,没有定位、定位错误、定位超前都不行,只有基于自身所拥有的资源,确立清晰正确的定位,企业才能够做正确的事。对于任何一家创业公司而言,如何创造持久、强劲的现金流和利润率以保持公司的良好运营,是实现企业从优秀走向卓越的基本要求^①。

实际上,创业融资过程是一种以资金供求形式表现出来的资源配置过程。从企业自身看,企业的目的主要是为了满足企业发展。但在不同类型和成长阶段,企业的性质及其面临的外部不确定性因素存在着较大差异,对资本的需求表现出不同的规模特征,其融资结构和成本也必然不同,从而需要选择不同的融资方式以满足不同规模的融资需求。企业融资问题可以等价于企业与投资者之间存在的信息不对称问题。不同的融资方式是为了解决企业与投资者信息不对称问题。创业企业与大企业在融资问题上由于与投资者之间不同的信息不对称程度导致了解决其融资方式的差异。有些创业者再确定融资规模时,经常会低估融资需求,研究表明有30%~40%的公司出现低估融资规模^②。所以,对于处于创业期的创业企业来说,其融资问题的实质就是要找到适用于创业阶段的融资需求特征并能有效降低信息不对称程度的融资方式和手段,从而降低逆向选择和道德风险的发生,真正实现融资效率的提高。如果自有资本很少,那么赢得一定数量的权益性资本将是企业家外部融资的首要任务,因为这将有效地降低进一步融资的难度和成本。或者说,企业家的融资次序可能与企业家的初始条件密切相关,而一个教条化的最优融资次序也许并不存在。只有那些市场潜力足够大

① 洛夏. 互联网创业失败启示录和成功一样有意义 [J]. 互联网周刊, 2016 (12): 22

② 坚鹏. 走出融资的误区 [M]. 中国财富出版社, 2013: 8

的创业企业,才对投资者,尤其是创业投资者有吸引力。当企业家才能还未被市场充分认同,资本积累又很有限,只有那些市场潜力非常大的企业才能够满足投资者非常大的最低报酬索取权要求。由此可见,企业家自有资本的主要功能并不是显示企业家的能力,而是在于为外部投资者提供了担保服务,从而弥补了其创意和能力显示不足的缺陷^①。

创业融资方式可分为债务性融资和权益性融资两大类。债务性融资是指企业通过向个人或机构投资者出售债券、票据筹集营运资金或资本开支。债务性融资相对容易获得,同时也具有时间短、利率高、额度小的特点。一方面企业利用债务性融资很难获得长期持久的资金支持;另一方面,企业在发展过程中要承受很大的还款压力。权益性投资是指为获取其他企业的权益或净资产所进行的投资。投资者持有某企业的权益性证券,代表在该企业中享有所有者权益。主要的融资渠道包括创业投资、天使投资等。权益性融资的特点是风险高、利润大,没有十分固定的还款期限。对于创业企业而言,权益性投资很适合企业初期发展。但是权益性投资不易得到也是事实。创业者通过股权融资不仅得到资金,很多时候投资者还拥有创业企业所需要的各种资源,如关系网络、人力资源、管理经验等。股权融资的缺点主要体现在控制权方面,由于股份稀释,创业者可能失去企业控制权,在一些重大战略决策方面,创业者可能不得不考虑投资方的意见,如果双方意见存在分歧,就会降低企业的决策效率。对创业者而言,创业精神不只是吃苦耐劳、努力奋斗等传统智慧,必须能审时度势对产业形势有清晰的判断。创业精神是一个开放的、不断发展的指向无限开阔的理念。创业本质上是一种新进入行为,进入战略选择是创业团队的决策重点,是新企业克服新进入缺陷谋求生存的关键因素,进入战略选择也是技术创业成败和商业价值创造的关键决定因素。作为一种初始战略选择,进入战略是指企业将什么样的产品/服务通过什么样的交易结构推向市场,新技术企业的进入战略创新性越强,即其产品/服务或交易结构相对于产业内在位企业的差异程度越大越可能避开在位企业的报复性竞争,赢得市场认可从而收获更好的结果^②。创业企业融资决策过程是一个动态的过程,融资决策程序就是按时间顺序进行的融资决策过程。第一步是融资的时机把握;第二步是确定融资的规模;第三步是制定各种可能的融资方案,包括融资的方式、融资的成本以及融资的风险;第四步寻找、挑选和考察投资者,即确定融资的来源;第五步是进行融资协议的谈判;最后是实施和监督。然后再决定是否进入下一轮融资。其融资行为包括有效地选择融资方式、形成最优的融资结构,把握融资规模以及融资的融资、条件、成本和风险,其行为结果要通过融资结构资本结构反映出来。创业企业融资行为的决定因素见图1-3^③。

① 杨其静. 财富、企业家才能与最优融资契约安排 [J]. 经济研究, 2003 (4): 41-50

② 杨俊, 田莉, 张玉利, 王伟毅. 创新还是模仿: 创业团队经验异质性与冲突特征的角色 [J]. 管理世界, 2010 (3): 84-96

③ 晏文胜. 创业融资的机理研究 [D]. 武汉理工大学, 2004: 56



图 1-3 创业融资的逻辑顺序和决策因素

1.3 创业融资的策略

（一）深入进行融资总收益与总成本分析

一般情况下，自主创业由于风险大、资产少，市场需求的不确定性和生产规模有限，难以承担高额负债成本。当企业生产经营规模逐步扩大时，内源融资可能无法满足企业生产经营的需要，此时，外源融资将成为保障企业扩张的主要融资手段。由于不同行业的企业所面临的竞争环境、行业集中度及经营战略等的不同，因此不同行业的企业其最佳资本结构是不同的，不同的资本结构产生了不同的融资要求。企业潜在增长能力的高低和发展前景的好坏也会影响融资渠道的选择。对于潜在增长能力高、发展前景看好的高成长性企业来说，其对资金的需求也大，对外部资金的需求相当迫切，但短期内融资成本可能大于企业的收益，而从长期看，企业的利润会快速增长，企业会得到健康发展。因而创业者在考虑融资时，不应仅仅考虑当年的盈利情况，而是要考虑长期盈利的可能，做出对企业生存和发展有利的选择。就内源融资和外源融资相比较而言，内源融资的成本相对更低、风险相对更小，而外源融资的成本相对更高、风险相对更大。所以，创业者在融资时，应充分考虑到各种融资方式的成本和风险等特点，从中选择到适合自身需要的融资渠道。创业者首先应该考虑的是：企业必须融资吗？融资后的投资收益如何？融资后的收益是否大于融资成本？创业者只有经过深入分析，确信利用筹集的资金所得到的总收益要大于融资的总成本时，才有必要考虑融资。融资成本既有资金的利息成本，还有可能是较为昂贵的融资费用和不确定的创业融资选择的影响因素分析及其策略探讨风险成本。企业融资成本是决定企业融资效率的决定性因素，对于创业企业选择哪种融资方式有着重要意义。确定实际可行的融资方式以及制定融资策略，必须明白要寻找什么类型的投资者。创业融资是一个双向选择的过程，投资者在选择创业者的同时，创业者也在积极地挑选合适的投资者。创业者一般希望选择这样的投资者合作：考虑要投资，并有能力提供相应资金的；了解并对该行业投资有兴趣的；能够提供有益的商业建议，并且与业界、融资机构有接触的；有名望、道德修养高的；为人处世公平合理，并能与创业者和谐相处的；具有此类投资经验的。具有这些特质的投资者是稀缺的、有价值的、难以复制的、不可替代的人力资源，他们可以给企业持久的竞