

创业·金融系列
高建/主编



ENTREPRENEURIAL FINANCE

SECOND EDITION

创业金融

原书第2版

理查德 L. 史密斯 (Richard L. Smith)

克莱蒙特研究大学

著

[美]

珍妮特·奇霍姆·史密斯 (Janet Kiholm Smith)

克莱蒙特麦肯纳学院

高建 滕飞◎等译



机械工业出版社
China Machine Press

创业·金融系列

ENTREPRENEURIAL FINANCE

SECOND EDITION

创业金融

原书第2版

理查德 L. 史密斯 (Richard L. Smith)

[美]

克莱蒙特研究大学

著

珍妮特·奇霍姆·史密斯 (Janet Kiholm Smith)

克莱蒙特麦肯纳学院

高建 滕飞◎等译



机械工业出版社
China Machine Press

本书作者运用现代思想讲解新企业如何在估值、实物期权和经济合约方面制定决策。读者可以学习思考新企业在实物期权组合和创业资本投资等方面如何进行估值以及在新企业现有信息下如何制定合约等问题。本书也运用仿真和特定分析实例解决不确定性问题,包括创建企业、战略和商业计划的财务方面、财务预测、价值评估、组织设计和融资合约、融资和回报选择。

本书既适用于企业家、天使投资人和创业投资人,又可作为相关专业高年级本科生和研究生教材。

Richard L. Smith, Janet Kiholm Smith. Entrepreneurial Finance, 2nd edition.

Copyright © 2004 by John Wiley & Sons, Inc.

This translation published under license. Simplified Chinese Translation Copyright © 2011 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可,不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签,无标签者不得销售。

封底无防伪标均为盗版

版权所有,侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号:图字:01-2010-5763

图书在版编目(CIP)数据

创业金融(原书第2版)/(美)史密斯(Smith, R. L.), (美)史密斯(Smith, L. K.)著;高建等译. —北京:机械工业出版社, 2011.5

(创业·金融系列)

书名原文: Entrepreneurial Finance

ISBN 978-7-111-34619-7

I. 创… II. ①史… ②史… ③高… III. 企业管理—金融投资—研究 IV. F275.1

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第086691号

机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037)

责任编辑:许可 王金强 版式设计:刘永青

中国电影出版社印刷厂印刷

2011年6月第1版第1次印刷

185mm×260mm·28.75印张

标准书号:ISBN 978-7-111-34619-7

定价:68.00元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

客服热线:(010) 88379210; 88361066

购书热线:(010) 68326294; 88379649; 68995259

投稿热线:(010) 88379007

读者信箱:hzjg@hzbook.com

编 委 会

主 编

高建

副主编

马飞虹 凌学忠

编委会成员（按拼音顺序排列）

- | | |
|--------------|-----------------------|
| 陈 宏 | 汉能投资集团 董事长 |
| 陈大同 | 华山资本 创始合伙人 |
| 邓 峰 | 北极光创业投资公司 创始合伙人 |
| 廖 理 | 清华大学经管学院 副院长、教授、博士生导师 |
| 路跃兵 | 中国建银投资有限责任公司 首席投资官 |
| 靳海涛 | 深圳创新投资集团 董事长 |
| 梅 萌 | 清华科技园主任 |
| Patick Ngiam | 新加坡亿胜投资集团 主席 |
| 朱 方 | 深圳力合创业投资公司 总经理 |
| 朱武祥 | 清华大学经管学院 教授、博士生导师 |



总 序

为什么是这样一套书？

一直想做一套不同于目前市面出版的创业类书籍。首先，创业不单纯是创业者的事情，而是一种基于对创业本质理解的组合行动，更多地与创业来源比如新技术，创业资源比如创业资本，以及创业团队比如公司战略与运营等有关。其次，相对于对创业过程的了解，人们在创业金融、创业资本方面的知识较为缺乏。第三，中国的创业板推出后，创业过程已成为一种资本循环，这增加了更深入认识创业过程中资本市场与金融安排的需要。创业者与资本市场密不可分的联系如何化为创业过程中的重要决策，是绝大多数创业者没有思考过或者不知道如何思考的新问题。基于这些原因，我们在充分了解了国际上相关书籍的基础上，筛选了本丛书中的5本图书，期望为中国读者更深入和全面地理解创业者、创业企业和创业过程提供帮助。

在书籍的选择上，我们特别强调三个原则。一是具有可读性。丛书不强调学术性，而是突出知识性和实用性。因此，这5本书均有意与教材更为接近，这些书均可用作教材。二是具有互补性。《创业金融》侧重于创业企业的金融问题，更强调创业者的金融知识和技能训练；《创业资本与创新金融》侧重于创业投资者需要的知识和技能；《创业者的经营与金融战略》则体现了对创业者综合素质考量下需要的知识和技能；《云：7种清晰的商业模式》和《从资产到利润》反映了创业领域中专门知识的重要性以及如何使用这些领域知识于实践的意义。三是具有代表性。所选择的这些书籍是当前一个时期各自领域的典型书籍。阅读每一本书籍后，读者会对该领域的基本问题、基本原理、基本方法等有一个较完整的认识。

为什么称为创业·金融系列？

简单地说，是为了捕捉创业的本质。因为“创业是指在缺乏资源

的情况下追逐机会”。当且仅当提供资源的人认为以资源换取机会值得时，创业者才可能获得追逐机会需要的资源。因此，创业需要的资源是一种投资型的资源，即为了获得未来的回报，而在当前做出的体现为经济价值的付出。

本质上，创业活动中获取资源是参与各方对创业活动的价值以及在其中的价值和风险分配达成共识的结果。但是，能达成共识是一件很难的事情，原因有四个：首先，创业者往往没有可以“核实”的人力资本，没有可证明其创办和管理企业能力的业绩。投资人要通过很多方式和方法“相信”创业者的综合能力或者能带领企业取得成功的能力。其次，从发现机会到实现机会，有一个“实施鸿沟”。能否把机会变成现实，取决于创业者或者团队的能力、竞争状况甚至是运气，在把握住创业机会上存在很大的不确定性，投资人需要通过多重机制激励、影响和干预其“实施”过程和环节。第三，投资人与创业者的风险和价值分配不能达成一致。由于创业过程中信息不对称、委托代理关系、资本的供求关系等，融资过程会因为分配原因而中断。第四，存在进入时机的问题，即创业者在需要资源的时候是否正是资源提供者认可的时机。机会之窗的不一致，也会导致创业活动得不到需要的资源。

根据这四个原因，创业者是否能获得创业资源，或者投资人是否能分享创业机会，需要创业者和投资人双方在认识和实现创业的价值、创业企业价值以及在创业企业的价值与风险分配上取得共识，这是创业者能成功地“在缺乏资源的情况下追逐机会”的关键。正确处理在实践中遇到的上述问题，需要综合掌握创业与金融方面的知识和技能。

进一步说，也是为了深化创业者思考生意以外的重要问题。在我们过去完成的调查中，看到的创业失败原因往往是缺乏资金。其实，这不是“因”，而是“果”。看了这套丛书，读者会对此有新的认识和体会。

高建



序 言

在企业发展的历史中，涌现了一些杰出的创业者，他们的创意和产品改变了世界。很多人都热衷于创造新的产品和服务、创办企业。当然，这些新企业需要融资，并且创建新企业的利益要与创业资本市场、投资银行以及其他与融资、交易结构和退出有关的机构的利益一致。

我们撰写本书的目的之一是培养大家对新企业的兴趣，另一个目的是使学生和实践者成功地开发创意、获得融资。我们最重要的目标是把金融和经济学的理论和方法应用于创业金融的新兴领域。金融经济理论在公司金融上的应用已经发展得很完善，分析体系已经很成熟，公司金融的很多工具和方法都能应用于创业金融。然而，要正确地使用这些方法却不是那么容易。为了解决这个问题，本书扩展和建立了一些金融经济学的原理，集中关注与新企业孵化和成长相关的金融问题的难点和重点。

虽然对创业金融的严谨研究方法是新颖和有效的，但是它仍处于初始阶段。这个领域是不断发展变化的，新的研究正以指数级速度增长！我们期待读者的评论和建议，这能使我们更好地更新书中和网站上材料，以反映企业人士和学者的新发现和见解。

目标读者

本书的主要对象是已经学习过金融和微观经济学原理课程的学生。如果你对这些知识不了解，或者你想再复习一遍，我们也提供了网上辅导材料和附录。因此，本书适用于 **MBA** 学生、管理学和经济学的高年级本科生和 **EMBA** 学生。在我们自己的教学中，三个层次的学生都用过本书作为教材。此外，根据我们的经验，本书对下列人群很有帮助：创业者、创业投资人、天使投资人、咨询顾问以及对在新企业融资和交易结构上应用更严谨的分析方法感兴趣的人。

给教师的建议

讲授“公司金融和估值”课程的教师，以及讲授包含较多金融知识的创业课程的教师，要讲“创业金融”的课程应该没有任何问题。本书第1章是全书的概论，解释了公司金融和创业金融在概念和实践上的区别。本书基于严谨的科学方法，并且强调应用性。一般地，我们通过对创业者或外部投资者价值的影响，来判断新企业融资的决策。

第2版的主要变化包括：增加了每章的习题数量，新增的国际素材和比较。重新组织了估值章节的结构，这样可以在没有模拟技术的情况下使用它们。我们对需要应用模拟技术的章节做了标注。在第2版中，我们更多地依赖市场数据估计创业者和投资者的资本成本。在第1版中，我们在网站上提供了技术辅导材料和附录，使教师可以拿出更多的课堂时间讨论概念和应用问题。我们在第2版中增加了更多的互动案例，以更加丰富章节的材料，有些案例包括教学笔记和解决方案。

我们发现，在新企业融资领域应用金融经济学理论很有挑战性，有时甚至是很困难的。我们欢迎任何改进本书教学方法和组织结构的评论和建议。

致谢

在准备本书第1版和第2版的过程中，同事、学生、创业投资人、天使投资人、创业者和朋友给我们提出大量有用的建议，有些人还针对每章内容提出了详细建议，使我们的论述更清晰。他们是 Carol Billingham（中央密歇根大学）、Sanjai Bhagat（科罗拉多大学）、Glenn Hubbard（哥伦比亚大学）、Frank Kerins（华盛顿州立大学，温哥华）、James Nelson（佛罗里达州立大学）、Bill Petty（贝勒大学）、Steven R. Scheff（佛罗里达高尔夫海岸大学）、James Seward（威斯康辛大学麦迪逊分校）、Jeffrey Sohl（新罕布什尔大学）和 Howard Van Auken（爱荷华州立大学）。感谢对很多章节提出建议的评论者：Robin Anderson（内布拉斯加大学）、Alan Atkinson（北亚利桑那大学）、Carol Marie Boyer（克拉克森大学）、Nathan Cox（金门大学）、Ronald Crowe（杰克森维尔大学）、David Culpepper（密尔萨普斯大学）、Daniel Donoghue（德保罗大学）、Samuel Gray（新墨西哥州立大学）、Fernando Fabre（南阿纳瓦克大学）、Thomas Hellmann（斯坦福大学）、William C. Hudson（圣克劳德大学）、Steven Kaplan（芝加哥大学）、Jill Kickul（德保罗大学）、Kenji Kutsuna（神户大学）、Daniel McConaughy（加州州立大学北岭分校）、Edward Rogoff（巴鲁学院）、Chip Ruscher（亚利桑那大学）、Bob Schwartz（德州大学）、Nikhil Varaiya（圣迭戈州立大学）、Edward Williams（莱斯大学）以及我们很多克莱蒙特学院的同事。

很多的实践者，包括创业投资人、创投基金经理，创业者和天使投资人都慷慨地和我们分享他们的经验，并且为案例和其他素材提供了很好的想法。特别感谢 Andy Horowitz、John

Sibert、Richard Sudek、Luann Bergsund、Luis Villalobos、John Kensey、Kazuhiko Yamamoto、Yoshinori Bunya 和 Thomas Gephart，他们对估值实践和交易谈判的见解以及他们对学术理论的挑战，都使本书的内容更加丰富和多元化。

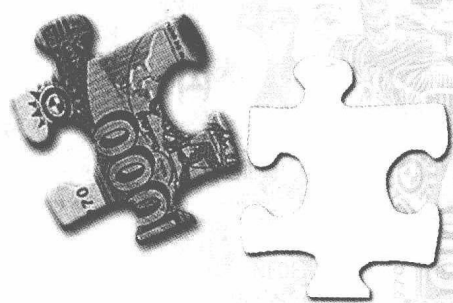
我们也感谢 Wiley 经济和金融系列书的编辑 Leslie Kraham、项目编辑 Cindy Rhoads 和编辑助理 Jessica Bartelt，他们对本书的出版做了很多贡献。

理查德 L. 史密斯

珍妮特·奇霍姆·史密斯

2003 年 8 月

作者简介



目 录

编委会
总序
序言
作者简介

第 1 部分 创建企业

2 第 1 章 导论

- 1.1 创业者/3
- 1.2 融资和创业/4
- 1.3 融资模式/4
- 1.4 创业金融和公司金融的区别/5
- 1.5 为什么学习创业金融/9
- 1.6 目标：创业者价值最大化/10
- 1.7 创建新企业的流程/10
- 1.8 本书的结构/12
- 1.9 总结/13
- 问题/13

15 第 2 章 创业金融概述

- 2.1 火箭的比喻/16
- 2.2 选择组织结构/17
- 2.3 创业者和投资者面临的信息问题/18
- 2.4 阶段性目标/19
- 2.5 新企业发展的阶段/20
- 2.6 新企业融资的顺序/22

2.7 新企业的融资来源/23

2.8 交易/32

2.9 总结/34

问题/35

第 2 部分 战略和商业计划的财务方面

38 第 3 章 商业计划

3.1 为什么新企业的商业计划与现有企业的不同/39

3.2 商业计划的目的/40

3.3 是否过于关注商业计划/40

3.4 先计划——再书写/41

3.5 战略规划和商业计划/42

3.6 商业计划包含哪些内容/42

3.7 保密性/48

3.8 商业计划的财务方面/48

3.9 选择目标投资者/50

3.10 尽职调查/51

3.11 更新商业计划/51

3.12 总结/51

问题/52

54 第 4 章 新企业战略

4.1 福特汽车公司和 T 型车/55

4.2 什么使决策成为战略性的/56

4.3 融资战略/57

4.4 产品—市场战略、融资战略和组织战略/57

4.5 确定目标/58

4.6 选择战略/59

4.7 识别实物期权/60

4.8 战略决策分析和决策树/62

4.9 竞争者反应和博弈树/67

4.10 总结/70

问题/70

73 第5章 仿真制定企业战略

5.1 仿真：一个示例/75

5.2 仿真计算期权的价值/76

5.3 使用仿真模型评估战略/78

5.4 比较仿真战略方案/83

5.5 总结/91

问题/91

第3部分 财务预测

96 第6章 财务预测方法

6.1 现金流循环/97

6.2 融资需求的关键决定因素/97

6.3 营运资金、增长以及融资需求/100

6.4 试算分析/103

6.5 销售预测/105

6.6 估计不确定性/111

6.7 预测利润表和现金流量表/112

6.8 资料来源/113

6.9 建立一个财务模型：举例说明/115

6.10 总结/120

问题/121

124 第7章 估计资金需求

7.1 可持续增长作为起点/125

7.2 当增长不稳定时，估计资金需求/129

7.3 产品市场不确定性规划/129

7.4 现金流盈亏平衡分析/131

7.5 用场景分析估计资金需求/136

7.6 融资需求仿真：一个示例/137

- 7.7 你需要多少资金/142
- 7.8 估计阶段投资的资金需求/145
- 7.9 总结/146
- 问题/146

第 4 部分 估值

152 第 8 章 新企业估值的框架

- 8.1 新企业估值的角度/153
- 8.2 新企业估值的神话/154
- 8.3 估值方法综述/157
- 8.4 使用风险调整折现率方法估值/158
- 8.5 用确定性等值方法估值/165
- 8.6 资本资产定价模型的局限/168
- 8.7 与期权定价的统一/168
- 8.8 投资于新企业的要求收益率/169
- 8.9 结论/170
- 问题/171

174 第 9 章 实践中的估值方法：投资者的角度

- 9.1 选择新企业估值模型的标准/175
- 9.2 使用连续价值概念/176
- 9.3 新企业估值方法/181
- 9.4 投资项目估值/193
- 9.5 为什么折现率中没有非流动性溢价/199
- 9.6 新企业中非美国投资者的资本成本/200
- 9.7 总结/201
- 问题/201

205 第 10 章 估值：创业者的角度

- 10.1 创业者是风险未分散化的投资者/207
- 10.2 全额承诺投资的要求报酬/208

- 10.3 机会资本成本框架的限制/213
- 10.4 全额承诺投资的估值/216
- 10.5 执行——全额承诺/217
- 10.6 部分承诺投资的要求收益率/222
- 10.7 执行——部分承诺/227
- 10.8 估计创业者的财富和投资/232
- 10.9 创业者风险未分散化的程度是多少/234
- 10.10 分散投资的益处/235
- 10.11 甄别——好投资决策的艺术和科学/237
- 10.12 正确和错误使用模拟和敏感性分析/238
- 10.13 估值中对沉没成本的处理/239
- 10.14 总结/240
- 问题/240

第 5 部分 组织设计和融资合约

246 第 11 章 对称信息下的金融合约

- 11.1 一些先决条件/247
- 11.2 风险和收益之间的分配/247
- 11.3 风险和收益之间的不成比例分配/250
- 11.4 分配预期收益的合约选择/252
- 11.5 影响新创企业收益的合约选择/257
- 11.6 执行和沟通/260
- 11.7 总结/264
- 问题/264

269 第 12 章 信息和激励问题

- 12.1 信息问题、激励问题以及融资合约/270
- 12.2 合约设计/281
- 12.3 组织选择/290
- 12.4 总结/294
- 问题/295

298 第 13 章 融资合约

- 13.1 投资信号：创业投资方法/299
- 13.2 分阶段投资——离散情景下资本资产定价模型估值/303
- 13.3 使用合约来增加价值、传递想法的信号并协调激励/315
- 13.4 使用情景模拟来设计金融合约/317
- 13.5 评估其他融资合约/325
- 13.6 信息、激励与合约选择/330
- 13.7 总结/334
- 问题/335

第 6 部分 融资和回报的选择

340 第 14 章 创业投资

- 14.1 创业投资市场概述/341
- 14.2 创业投资公司的组织/345
- 14.3 创业投资人如何增值/352
- 14.4 投资选择和创业投资人的补偿/359
- 14.5 与被投资公司之间的创业投资合约/360
- 14.6 与投资者之间的创业投资合约/362
- 14.7 信誉在创业投资市场的作用/364
- 14.8 信誉、回报和市场波动/364
- 14.9 总结/365
- 问题/366

369 第 15 章 融资选择

- 15.1 融资方式/370
- 15.2 融资的目的和决策的基本原则/370
- 15.3 第一步：评估企业融资需求的性质/371
- 15.4 第二步：评估企业现状/379

- 15.5 第三步：评估融资选择和组织结构的关系/384
- 15.6 财务困境如何影响融资选择/387
- 15.7 名声和关系如何影响融资选择/389
- 15.8 小企业和新企业的融资可得性/389
- 15.9 避免失误与如何与市场低迷打交道/391
- 15.10 总结/393
- 问题/393

395 第 16 章 投资收获

- 16.1 上市/396
- 16.2 收购/403
- 16.3 管理层收购/408
- 16.4 私有企业和家族企业的员工持股计划/409
- 16.5 整合上市/411
- 16.6 投资收获决策/412
- 16.7 创业投资收获和网络“泡沫” /414
- 16.8 总结/417
- 问题/417

第 7 部分 结论

422 第 17 章 创业金融的未来：全球视角

- 17.1 完成周期/423
- 17.2 开辟新领域/426
- 17.3 创业活动的国际比较/428
- 17.4 创业金融的未来/439

注释和参考文献[⊖]

⊖ 每章的注释和参考文献请见 www.hzbook.com。