

## 第6章 创业融资

### [学习目标]

通过本章的学习，学生应理解融资的含义、条件与流程；创业融资的内涵与融资方式；创业企业在不同阶段的融资渠道与策略。

### [创业励志名言]

创业的“魔鬼三角”是：团队、融资、商业模式。

——李彦宏

### 导入案例

#### 阿凡题的创业与融资<sup>1</sup>

为了解决“学生作业难、家长辅导难”的问题，陈李江和他的团队创办了阿凡题。阿凡题先后经历了：“拍照搜题”，通过建立庞大的难题数据库，学生或家长拍照输入难题后，搜索引擎自动识别、匹配和解答；“智能解题”可以直接给出难题答案，用户上传手写公式或印刷体公式，阿凡题经过几秒的运算后，即可得出解答步骤以及答案；“真人答题”模式，最早采用“机器+人工”双引擎模式来答疑的产品，在答题的步骤中坚持引入老师提供优质服务。阿凡题以独特的教育方式，帮助孩子解决了学习问题，吸引了父母和老师的眼球，也吸引了投资人的眼球。自2013年底创立以来，秉持“为K12（教育专用名词，指从幼儿园到12年级）用户提供极致答疑体验”获得了大批用户。在创业的几年中，如果没有投资人的加入，阿凡题的成功之路必然不会这么顺利。2014年6月阿凡题APP正式上线前，团队已获得梅花创投和安芙兰创投总计1000万元；在2014年年底获得A轮融资，A轮投资由安芙兰创投领投，融资额1800万美金；2015年。2015年12月，获得腾讯众创空间“双百计划”孵化，并获得腾讯投资、深创投、凤凰祥瑞及朗玛峰共同参与的6000万美金B轮投资。阿凡题找到了教育行业的“刚需”价值，凭着专业的技术和聚焦学生的定位，获得了极大的成功，这让阿凡题从普通教育企业里脱颖而出，融资自然轻而易举。

---

<sup>1</sup>资料来源：《融资首发：阿凡题获B轮6000万美元融资》，<http://tech.qq.com/a/20151215/018754.htm>，2015.12；.李金山、马定强、罗华，《融资就这么简单：策略+操作+案例》，北京：中国铁道出版社，2017。

## 第1节 融资概述

资金是企业经济活动的第一推动力、持续推动力。企业能否获得稳定的资金来源、及时足额筹集到生产要素组合所需要的资金，对经营和发展都是至关重要的。但很多企业发展中遇到的最大障碍是融资困境。在创业阶段，90%以上的初始资金都是由主要的业主、创业团队成员及其家庭提供的，银行贷款和其他金融机构或非金融机构的贷款所起的作用很小。由此看来，掌握融资策略与实务的重要性和迫切性显而易见。

### 一、融资的内涵

融资，就是指为支付超过现金的购货款而采取的货币交易手段，或为取得资产而集资所采取的货币手段。其概念有广义和狭义之分。

从狭义上讲，融资是指一个企业的资金筹集的行为与过程。也就是企业根据自身的生产经营状况、资金拥有的状况，以及公司未来经营发展的需要，通过科学的预测和决策，采用一定的方式，从一定的渠道向公司的投资人和债权人去筹集资金，组织资金供应，以保证企业能正常运转和经营管理活动需要。企业想要发展、扩张，必须依靠融资。

从广义上讲，融资也称金融，就是货币资金的融通。是指货币资金的持有者和需求者之间，直接或间接地进行资金融通的活动。通过这种活动，当事人通过各种方式到金融市场上筹措或贷放资金，资金在持有者之间双向流动、以余补缺。

### 二、融资的目的

融资是一个过程，但在融资之前，必须明确企业融资的目的是什么，只有找到融资的目的，项目的融资开展才会顺利。因此，企业筹集资金的动机应该遵循一定的原则，通过一定的渠道和一定的方式去进行。

从发展角度来看，企业进行融资的基本目的是为了自身生产与资本经营的维持和发展，但就每一项具体融资活动而言，一般又受到特定动机的驱使。比如，企业为了正常的生产经营发生的资金周转而临时需要进行融资；企业为了添置设备、扩大规模、引进新技术和开发新产品进行融资；企业为了对外投资、兼并其他企业进行融资；企业为了偿付债务和调整资本结构进行融资等等。无论企业的融资活动受何种动机驱使，最终都是为了获取经济效益，实现股东价值最大化。

概括起来讲，企业融资的目的一般有三个：企业扩张、企业还债以及其他动机（调整资本结构、资金周转等）。明确融资的目的仅是融资的开始，目标才是发展和开拓的商业机会。而企业内有着同样愿景理念的团队，才能对融资需求开展有效的工作。这一点不仅需要创业者有清楚的认识，而且也能确保在融资时代找到具有相同愿景和价值观的投资人，以对创业者成功和企业发展真正有所帮助。

### 三、融资的条件

天下没有免费的午餐，投资人只有看到了创业企业有利可图，他们才愿意“解囊相助”。因此，为了达到投资人的标准，创业者必须两手抓，一方面保证企业达到融资条件；另一方面正视企业的内在不足，多修炼内功。一般企业融资需要具备如下表所示的条件。

表 6-1 融资需要的具体条件	
项目	融资具体条件
融资需要的条件	申请人应当是经工商行政管理机关核准登记的企业法人，个体工商户或具有中华人民共和国国籍的具有完全民事行为能力的自然人
	企业融资项目的基本条件多数需要企业成立年限在 1 年以上
	申请人申请融资担保，应当具备产品有市场、生产经营有效益、不占/挪用融资资金、恪守信用等基本条件
	申请人最好拥有固定资产，能够提供无形抵押担保也是融资审核的重点
	有按期还本付息能力，如果融资前有债务未清偿，须让投资者认可偿计划
	申请人的资金负债率不超过 70%
	融资额度不超过公司净资产得 60%
	企业申请人、主要股东，管理人员无重大违法违规行为

### 四、融资的基本流程

融资就是构成资本运转的重要环节。那么，在资本筹措的过程当中，操作者又应当遵循哪些基本流程呢？

第一，从执行主体上来说，融资可以区分为出资方和融资方。一般而言，我们所接触到的融资者大都是企业或者法人，这也就是所谓的“狭义融资”。对于亟待获取资金的融资者来说，需要针对自身的现有状况进行分析和评估，制订出合理的筹措规划。一般来说，融资方对于资金的需求都是基于以下三方面：企业需要扩大、企业需要还债以及二者兼有的混合目的。

在确定好融资目的并且做好协议规划之后，融资方将自己的方案通过官方渠道发布出去，向投资者和债权人发起资金募集。而对于投资者来说，需要针对企业发布的筹信息进行了了解和评估。对相关项目的风险预估以及收益期望进行综合考量，最终决定是否需要对该项目进行投资。

第二，在双方确定了融投意向之后。融筹双方需要签署一份受国家律法支持的合作协议。一般而言，融投协议都是由筹资方事先确立的。对于这样一份文件，投资者务必仔细阅读。针对疑点详细咨询、核实，确认无歧义、无漏洞之后进行协议签订。

第三，协议签署之后，融投关系也就正式生效，融资方按照协议规定向投资者收取资金。至此，单向结构的融资过程也就结束了。

具体来看，创业者融资流程如下图所示：

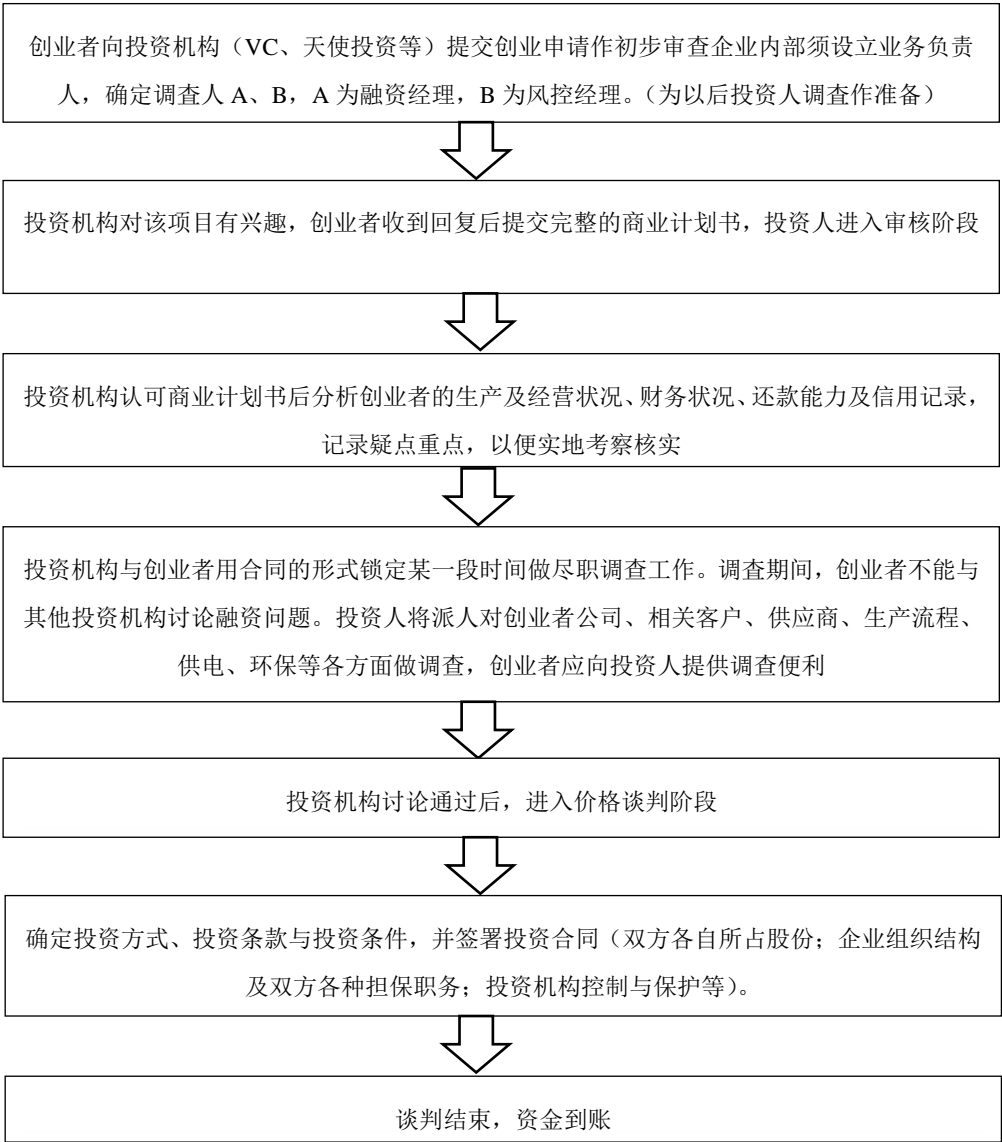


图 6-1 融资基本路程图

## 第2节 创业融资的产生与发展

创业，最难在融资。无论是什么形式与内容的创业都离不开资金的支持。对于多数创业者来说，资金仍然是稀缺的资源，获取资金的技能和有关知识是创业者需要学习的重要内容之一。能否快速、高效地筹集到资金，是创业成功至关重要的因素。

### 一、创业融资的内涵

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。

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，其特点主要表现在如下几个方面：

#### 1、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。

#### 2、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。

#### 3、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。

#### 4、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，别是需要政府的引导和扶持。新创企业的发展不仅具有极高的成长性和效益性，而且对于国家经济发展具有极为重要的战略意义，新创企业融资离不开国家、机构甚至个人。

#### 【案例 6-1】连续创业成功的典范——携程的融资

携程创始之时，沈南鹏等四人共投资了 200 万元。在沈南鹏的努力下，携程成立才 3 个月，便得到了 IDG 第一笔 50 万美元的风险投资，2000 年 3 月，携程吸引到了以软银集团为首的 450 万美元的第二轮融资，11 月又引来了美国凯雷集团 1100 万美元的第三笔投资。之后携程相继收购北京现代运通公司、北京海岸。三次融资，两次收购，成就了携程网霸业。美国东部纽约时间 2003 年 12 月，携程成为我国第一家在美国纳斯达克上市的旅游及增值服务的企业。

## 二、创业融资的产生

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。创业投资具有高投入的特点，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，但他们本身难以通过自身的资本积累等筹集到足够的资金。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不完善、创业企业遭遇金融机构和监管部门其实、融资门槛高、成本高等问题。创业企业存在着不成熟性、不稳定性、不确定性，而且创业企业的风险不论是从风险外部环境还是从内部条件考虑，都要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务融资，规模的优先及不成形的信用缺陷直接导致创业企业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。

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或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型创业企业，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。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，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。

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。从企业自身目的看，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。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。

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。第一步是融资时机的把握；第二步是确定融资的规模；第三步是制定各种可能得融资方案；第四步寻找、挑选和考察投资者，确定融资的来源；第五步是进行融资协议的谈判；第六步是实施和监督。

### 三、创业企业发展阶段及其融资策略

在创业企业发展的各个阶段，各式各样的金融渠道和金融机构都随着企业的成长而发挥着不同的作用，在创业企业的初期成长阶段。非正规金融、社区合作金融以及私人资本市场所发挥的作用往往要大于正规金融、大银行及公开资本市场。这是因为前者具有关系型特征的不完全契约，比后者的标准化契约具备更强的解决信息非对称问题的机制。因而能够降低创业企业的融资壁垒。创业企业的发展需要有一个多层次和多样化的金融体系来满足其不同发展阶段的融资需求，创业企业的发展与金融体制的结构状况有较强的关联。融资方式除了可解决企业资金需求外。不同融资方式对于企业的信誉、产品市场份额乃至获利能力影响大不相同。因此。应选择最有利于提高企业竞争力的融资方式。不同融资方式形成的不同资本结构直接影响资本成本，进而影响企业的市场价值。一般来说，只有当预期普通股利润增加的幅度超过财务风险增加的幅度时，借债才是有利的。

在创业企业创业初期，企业的信息基本上是封闭的，由于缺乏业务记录和财务审计，它主要依靠内源融资和非正式的天使融资；当企业进入成长阶段。随着规模的扩大。可用于抵押的资产增加。信息透明度的逐步提高。业务记录和财务审计的不断规范，企业的内源融资难以满足全部资金需求，这时企业开始选择外源融资，开始较多地依赖于来自金融中介的债务融资；在进入稳定增长的成熟阶段后，企业的业务记录和财务趋于完备，逐渐具备进入资本市场发行有价证券的



资产规模和信息条件，随着来自资本市场可持续融资渠道的打通，企业债务融资的比重下降，股权融资的比重上升，部分优秀的创业企业逐步发展成为大企业。另外，融资环境的一系列因素也很重要，包括市场利率及期限结构、股市的水平和走势、政府的时政和货币政策、各类金融机构的状况等。创业者对融资环境的状况和变化应保持足够的敏感，要善于抓住其中的机遇和规避其中的威胁，合理分析和预测企业融资的各种有利和不利条件，以便把握住最佳的融资机会，从而选择出最有利的融资方式。

企业的生命周期与融资周期具有一定规律，企业在各成长阶段有其自身的内在特点和融资活动特征，各类投资者的投资风格和风险偏好也各有不同。具体来看，创业企业发展的阶段性，通常可以划分为五个阶段，即：种子期、起步期或创立期、成长期或扩张期、成熟期、公开上市或并购阶段。处在创业周期不同的阶段，可供选择的融资方式也不同。

### **（一）种子期**

种子期即研究开发阶段，这一阶段基本处于试验和发展的中后期，企业可能刚刚组建或正在筹建，产生的多是实验室成果、样品和专利，没有正式的产品，没有销售收入，没有正式的销售渠道。同时企业面临的风险最大，能够存活至成功的比例较低，一是因为技术不成熟，是否能够量产，产品的性能是否达到预期存在不确定性；二是产品能否经得起市场的考验仍然存疑。企业自有资金具有鲜明的特点，即集中性。高新技术多依赖于政府专项拨款、科研机构 and 大学的科研基金、社会捐赠和被称作精灵投资者的个人创业投资家提供的股本金等。而其他普通的创业公司大部分来源于私人资本，如个人储蓄、家人和朋友等家庭投资。

这个阶段的单项投资金额要求较低，同时也伴随着极低的投资成功率。需要具备较强的冒险精神，资金方也往往会较多的干预企业的经营与决策。所以，规范的创业投资机构基本不涉足这一阶段，很少有投资者介入。

### **（二）起步期或创立期**

起步期或创立期是产品开发成功、着手成立企业、开始试生产，进入技术创新后的产品试销阶段。这一阶段的经费投入显著增加，主要用于购买生产设备及批量市场推广。该阶段的风险主要是技术仍不成熟、产品性能不稳定、市场启动缓慢、订单较少，企业虽然已有现金流，但管理风险也开始凸显。这一阶段所需资金量较大，然而由于企业没有过往业绩，从银行贷款可能性很小，很多企业就失败在此阶段。但这正是一些偏好早期投资的风险投资（VC）愿意投入的阶段，风险资本恰如雪中送炭。

### **（三）成长期或扩张期**

成长期或扩张期是初期产品已经销售成功，达到批量生产且有了一定的市场基础，但需要扩大生产规模、开发更具有竞争力的产品、扩大市场占有率，使企业进入快速成长和规模扩张的阶段。这一阶段的资本需求相对前两阶段大有增加，一方面是为扩大生产，另一方面是开拓市场、增加营销投入，以达到经济规模。这一阶段引进私股权投资（PE）是主要的融资方式和来源，这包括起步期 VC 的增资和投资成长期的 VC 进入。战略投资者随着企业成长或扩张会以 PE 方式择机进入，银行等稳健资金也能提供项目融资或生产流动资金。另外，产品销售利润也可提供一部分扩大再生产的资金。

这一阶段的主要风险已不是技术风险，市场风险和管理风险明显加大。由于技术已经成熟，竞争者开始仿效，会夺走一部分市场。

风险投资机构 and 战略投资者在加盟后积极参与风险评估，派员进入董事会，参与重大事件的决策，选聘更换管理人员等、使企业股权结构和公司治理结构发生明显变化，内部管理逐渐规范、信息透明度显著提高，并通过这些手段规避或分散风险。这一阶段的风险相比前两个阶段大大减少，利润率也达到相当的水平，风险投资家在帮助增加企业价值的同时，也开始着手准备择机退出。

#### （四）成熟期

成熟期是指技术成熟、市场稳定、经营良好、产品进入大工业化生产阶段。该阶段企业发展资金需要量很大，风险投资的资金量已不足以保证需求，不再增加投资了。一方面是因为企业产品的销售本身已能产生相当的现金流入，另一方面是因为这一阶段的技术成熟、市场稳定，企业已经有足够的资信能力去吸引投资银行积极介入，企业借助于投资银行的专业运作，可以引进资本实力强大的战略投资者，也可以在资本市场发行股票或债券。

在此阶段，随着各种风险的大幅降低，投资收益率逐渐走向平稳，已不再有第一阶段诱人的高额资本增值，不再具有足够的吸引力，风险投资在这一阶段之后将逐步退出，因为在这一阶段风险投资机构能够以较好的价格将股权转让给投资银行和公众股东，将企业的资本接力棒交给其他投资者。风险投资家经过与企业创业者的同甘共苦后，可以拿到丰厚的收益回报了。

#### （五）公开上市或并购阶段

创业企业在经过快速发展的扩张期后，产品结构逐步完善，市场份额逐步增长，品牌形象逐步在消费者心中确立，企业的核心竞争优势已初步形成。在这个阶段，公司的各种风险较低，经营业绩好，企业增长更加稳定，通过公开发行股票（IPO）融资，可以被广大投资者接受，而此时为了要使企业规模进一步扩大，仍然需要一些资金。此时，公开上市融资是企业的最佳选择，标志着企业已经完成从私募股权资本市场向公开资本市场的历史性跨越，企业进入一个新的发展时

期，并不断利用资本市场的融资功能，通过投资建设、收购兼并等形式，继续实现业务发展和规模扩张，其融资活动、股权结构、公司治理以及经营管理都会在更加公开、透明、规范和接受各方监管的环境中进行。

在此阶段，随着各种风险的大幅降低，投资收益率逐渐走向平稳，已不再有第一阶段诱人的高额资本增值，不再具有足够的吸引力，风险投资在这一阶段之后将逐步退出，因为在这一阶段风险投资机构能够以较好的价格将股权转让给投资银行和公众股东，将企业的资本接力棒交给其他投资者。风险投资家经过与企业创业者的同甘共苦后，可以拿到丰厚的收益回报了。

企业在不同发展阶段的融资活动特征及融资渠道见图 6-2。

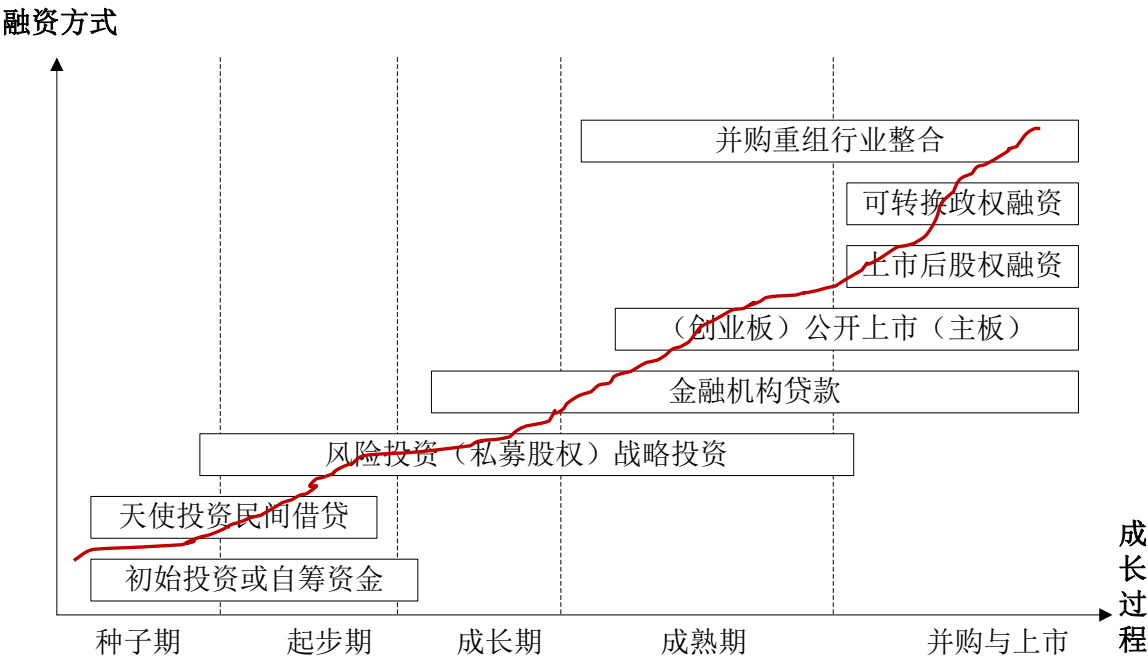


图 6-2 企业不同生命周期的融资方式

创业企业具有规模小、技术高、资产少、风险高等特点，这些特征最终影响着企业的融资途径及企业融资策略扩大的方向。如图 6-2 所示，根据上述分析，企业在不同的发展阶段有针对性的采取不同的策略：在种子期主要的融资渠道包括创业者自筹资金、向亲朋好友融资、银行贷款等；在起步或创立期以天使投资为主，可根据自身情况吸引风险投资等战略投资，帮助企业尽快进入成长期，更好的促进企业声誉提升，吸引人才；而在成长或扩张期，以风险投资为主，因为自身不断的取得资产可供抵质押品增多，在快速成长的语境下也可以申请金融机构贷款加大杠杆助推；在成熟期，融资的方式也可以多元化，继续加大风险投资、金融机构贷款、融资租赁等融资方式都是可行的选项，并且可以申请公开上市及通过资本运作在行业内进行整合；进入上市与并购期通过首次公开发行股票（IPO）成为上市公司，因需要考虑天使投资及风险投资的退出，要加强企业的

资本运作能力，在资本市场通过进一步的股权融资、可转债等等各类金融产品，创建多层次的融资体系。只有这样，创业企业才可以开拓出自己的融资途径，合理经营和发展壮大。

### 【案例 6-2】吴英命悬一线的要害：公募还是私募？

“亿万富姐”吴英，浙江本色控股集团有限公司法人，于 2009 年 12 月被金华市中级人民法院判处死刑。罪名：集资诈骗罪。吴英上诉，省高级人民法院维持死刑原判，在国内外引起轩然大波。直到温家宝总理在党的十八大记者招待会说要依法认真负责处理，吴英才保住一条命、改判死缓。吴英案命悬一线的要害问题：公募还是私募？如果是公募，融资对象是社会大众；如果是私募，融资对象是小圈子认识的特定少数对象。从这一点看，吴英不是公募。至于吴英高利贷的做法属于违规，在中国民间和投资机构普遍存在，不应判处死刑。

## 四、影响创业融资方式选择的重要因素

### （一）企业的经营时间和发展阶段

一般情况，自主创业由于规模小、风险大、资产少，大多都通过私募的方式来获得创业的初始资本金。新创企业出于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，因而一定要重视企业的内部积累，避免过度地负债经营。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。如果企业的管理尚不够规范、透明度还不高，则间接融资将是新创企业主要的外源融资方式。

### （二）企业所涉足的行业的情况与技术水平

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不同，因此，不同行业的企业其最佳资本结构是不同的。科技产业、技术水平要求高的企业，经营风险较大，预期收益也较高，可考虑直接融资的方式；对于从事传统产业、技术水平要求相对较低的企业。经营风险较小，预期收益也较低，可考虑间接融资的方式。

### （三）企业的潜在增长能力和发展前景

企业的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。对潜在增长能力高、发展前景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，而是要考虑长期的盈不可能，作出对企业生存和发展有利的选择。

#### **（四）融资成本和风险**

在债务融资中，投资者的债务在一定时期内收益是固定的；而在权益融资中，投资者的潜在收益是不受限制的。因此，在大多数情况，权益融资的成本要比债务融资的成本高。就内源融资和外源融资比较言，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，从中选择适合自身需求的融资渠道。

#### **（五）融资环境的状况**

融资环境是由影响融资的一系列因素构成的，包括市场利率及期限结构。股市的现状和走势、政府的财政政策和货币政策、各类金融机构的状况等。创业者对融资环境的状况和变化应保持足够的敏感度，要善于抓住其中的机遇和规避其中的风险，合理分析和预测企业融资的各种有利和不利条件，以便把握最佳的融资机会，从而选择出最有利的融资方式。

## 第3节 创业融资的主要方式

要想获得融资，最好的办法是找到适合企业融资的方法。创业融资方式是指创业企业融通资金的具体形式，即企业融资的渠道。创业融资可以从多角度进行分类，一般企业要想获得自身发展需要的资金，有以下几种方式：

### 一、内源融资和外源融资

按照融资过程中资金来源的方向，可以分为内源融资和外源融资。

#### （一）内源融资

内源融资是企业依靠其内部积累进行的融资。内源融资包括三种基本形式：资本金、折旧转化为重置投资和留存收益转化为新增投资。内源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。具体表现为：

##### 1、具有内生性

内源性融资是企业原始资本积累和剩余价值资本化过程，不需要其他金融中介，因而具有内生性。内源性融资取得的资金是企业产权所有者的自有资本，是企业承担民事责任和自主经营、自负盈亏的基础，也是企业进行外源性融资的保证，因为投资者将根据企业的内源性融资能力，来衡量对企业投资的风险，进而影响企业进行外源性融资时所能取得的融资规模和资本成本。

##### 2、融资成本较低

相对于外源性融资，内源性融资不需要支付利息或股利，不会减少企业的现金流量，也不需支付任何融资费用，因而融资成本相对较低。

##### 3、具有产权控制权

企业权益资本的多少及分散程度对企业剩余控制权和剩余索取权的分配有决定性作用。内源性融资具有产权的控制性特征，通过内源性融资方式融资，既可以避免因向银行贷款或向债权人发行债券而使债权人对企业进行相机控制，又可避免因对外股权融资而使原股东对企业控制权稀释，增加原股东的剩余索取权，使原股东享有更多的实际利益。

##### 4、有利于企业降低财务风险

财务风险是指企业由于举债而给企业财务成果带来的不确定性。企业进行内源性融资，不存在偿付风险，不会产生到期还本付息或支付股利的压力。企业内源性融资取得的资金在资本结构中所占比例越大，企业的财务风险越小。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。在创业内源融资方面，中小企业自有资金不足，自我积累有限。

从世界范围来看，内源融资是企业首选的融资方式，是企业资金的重要来源。企业在创业阶段基本上是靠内源融资逐步发展壮大起来的。这是由于在创业阶段，企业的经营规模尚小，产品不成熟，且市场风险较大，因此外源融资作为筹资不仅难度大且融资成本高，于是中小企业不得不把内源融资作为融资的主要方式。

## （二）外源融资

外源融资是指企业通过一定方式向企业之外的其它经济主体筹集资金。外源融资是处于起步和成长阶段的企业获取资金的重要渠道。包括银行贷款、发行股票、企业债券等，此外，企业之间的商业信用、融资租赁在一定意义上说也属于外源融资的范围。

外源融资克服了内源融资的一些缺点，外源融资的资金来源极其广泛，方式多种多样，使用灵活方便，可以满足资金短缺者的各种各样的资金需求，提高资金的使用效率。当然外源融资也存在一定的局限性，包括比较严格的融资条件，需要支付融资成本，存在一定的融资风险等。外源融资的融资者必须符合一定的融资条件，特别是公开融资，比如，公开发行业债券和股票，条件比较严格，不符合条件者很难获得资金供给。

企业融资是一个随自身的发展由内部融资到外部融资的交替变换过程。创业之处，主要依靠内源融资来积累，随着技术的进步和生产规模的扩大，单纯依靠内源融资往往很难满足企业的资金需求，此时，企业通过一定方式向企业之外的其他主体筹集资金，吸收其他经济主体的资金使之转化为自己投资，外源融资就成为企业获得资金的另一种重要方式。当企业具备相当规模后，自身有了较强的积累能力，则又会逐步缩小外源融资总量，转而依靠自身雄厚的积累资金来发展。

辩证地讲，内源融资是外源融资的保证，外源融资的规模和风险必须以内源融资的能力来衡量。如果不顾内源融资的能力而盲目地进行外源融资，不但无益于提高资源的利用率，而且将使企业陷入扩张与稳定的困境之中。通常是在内源融资不能满足要求时，才考虑外源融资渠道来解决。

# 二、直接融资和间接融资

按照融资有无金融中介，可以分为直接融资和间接融资。

## （一）直接融资

直接融资是指不经过任何金融中介机构，由政府、企事业单位及个人直接借给企业或投入企业的融资活动，即资金供求双方之间直接融通资金的方式。是资金盈余部门在金融市场购买资金短缺部门的直接证券，如商业期票、商业汇票、

债券和股票等。另外，政府拨款、占用其他企业资金、民间借贷和内部集资也属于直接融资范畴。

直接融资的主要特点有：

（1）直接性。就是筹资者从储蓄者手中获取资金，并在两者之间建立直接的融资关系。

（2）长期性。通过直接融资方式获取的资金，其使用期限一般都在 1 年以上。

（3）流通性。由于直接融资的工具主要是股票与债券，而股票和债券是可以在证券市场上流通的，因此直接融资具有流通性。

（4）不可逆性。对于直接融资中的股票来讲，通过收买股票所取得的资金不需要还本，储蓄者欲取回本金只能借助流通市场，与发行者无直接关系。

利用直接融资的方式，企业处于主动的地位，对融资的时间、数量、成本等均可主动做出选择，在总量上不受资金来源的限制。但也存在局限性，主要表现为易受融资双方资信的限制，受融资的时间、地点、范围的限制，同时其成本要高于间接融资。

在直接融资中，由于信息不对称，一方面投资者要求资金使用者的经营活动具有较高的透明度，不管规模大小，企业为达到较高的透明度所需支付的信息披露、社会公证等费用差别不大，因而创业企业筹集单位资金的费用相对就很高；另一方面，信息不透明程度越高，资金提供者所要求的风险补偿就越高，除了高科技企业外，大量劳动密集型的创业企业，也难以达到投资者的收益要求。

## （二）间接融资

间接融资是指企业通过金融机构作为信用媒介，由最后借款人间接向最后贷款人进行的融资活动，如企业向银行、信托公司进行融资等。另外，像“融资租赁”、“票据贴现”也都属于间接融资。

间接融资具有与直接融资截然相反的特性，即间接性、集中性、安全性、周转性。即资金的初始供应者和资金的需求者不直接发生借贷关系，由中介机构把众多供应者的资金集中起来贷给需求者。由于银行或非银行金融机构资金实力雄厚，内部管理严格，可有效分散、管理风险，因此融资风险较小，信誉度高，稳定性强。

在间接融资中，由于金融媒介能够以较低的成本，在事先对资金的使用者进行甄别，并通过合同对资金使用者的行为进行约束，在事后则继续对资金使用者进行监督，因此这种融资方式对资金使用信息透明度的要求相对较低。因而银行信贷方式就成为创业企业外部融资的主要方式。



### 三、债务融资和股权融资

按照融资过程中形成的资金产权关系，可以分为债务融资和股权融资，这是企业融资最重要的划分方式。

#### （一）债务融资

债务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。债务融资相对容易获得，同时具有时间短、利率高、额度小的特点。债务融资构成负债，企业要按期偿还约定的本息，债权人一般不参与企业的经营决策，对资金的运用也没有决策权。债务融资主要的渠道包括向政府借贷、向银行借贷、向亲朋好友借贷、向民间借贷、向社会公众发行债券、融资租赁等。向亲朋好友借钱是债权融资的最初阶段，发行债券则是最高阶段。

债务融资的特点为：

（1）短期债务融资的操作比较简单，具有时间短、利率高、额度小的特点，不能为企业提供长期持久的资金支持。

（2）企业通过债务融资所引入的资金形成公司的负债，必须根据借款协议按期归还本金并支付利息，在形式上采取的是游街有还的方式。

（3）债务融资形成债权人对企业的债权控制下，一般不影响企业的股东及股权结构。

#### （二）股权融资

股权融资是指向其他投资者出售企业的所有权，即用所有者的权益来交换资金。这将涉及到企业的合伙人、所有者和投资者间分派企业的经营和管理责任。股权融资可以让企业创办人不必用现金回报其它投资者，而是与它们分享企业利润并承担管理责任，投资者以红利形式分得企业利润。后者主要以股票融资形式。对于创业企业而言，股权融资很适合企业初期发展。股权融资主要的渠道包括天使投资、风险投资、与其他企业合并、争取国家财政投资、公开向社会募集发行股票等。自己出资是股权融资的最初阶段，发行股票是最高阶段。

股权融资的特点在于：

（1）股权融资引入资金不需偿还，不需要支付利息且不必按期还本，但需按企业的经营状况支付红利。

（2）股权融资筹集的资金形成企业的股本，股本是企业从事生产经营活动和承担法人责任的基础，也是股东对企业实施股本控制和取得收益分配权以及剩余财产索取权的基础。

（3）随着企业引入新股东，使企业的股东构成和股份结构产生变化。

债务融资和股权融资有着不同的融资渠道，见表 6-2。

表 6-2 债务融资与股权融资方式

融资方式	债务融资	股权融资
融资渠道	(1) 银行贷款	(1) 风险投资
	(2) 信托贷款	(2) 私募股权
	(3) 民间融资	(3) 众筹融资
	(4) 租赁融资	(4) P2P 融资
	(5) 典当融资	(5) 天使投资
	(6) 小额贷款	

### (三) 债务融资与股权融资的区别

债务融资和股权融资是公司获取资金的不同融资方式。企业可以通过发行股票的方式向社会吸收资金,也可以通过发行债券或者向银行借款等方式融通资金。前者为公司的股权融资,而后者为公司债务融资,相应地形成了公司的股权资本和债务资本,这两种不同的资本持有者具有的权利和义务各有不同。债务与股权融资的选择主要涉及到企业控制权的分散甚至转移。控制权改变不仅直接影响企业生产经营的自主性、独立性,原有股东的利益分配,而且当失去控股权时,还可能会影响到企业的效益与长远发展。

债务融资与股权融资体现了不同的产权关系。债务融资体现的是债权债务关系,银行作为信用中介,拥有对企业的相机控制权,即只有企业不能按合同履行时,其控制权才会转移到银行手中;股权融资体现的是所有权与控制权的关系,投资者是企业的股东,享有企业的剩余索取权和最终控制权。具体来看,债务融资与股权融资相比较,还有以下不同之处:

#### 1、债权人与股东在投票权上权利的不同

当公司处于持续经营的正常状态下,股东在决策中起主导作用,债权人不参与企业决策。但在公司持续经营受到威胁,尤其是当企业出现清偿违约及不能支付到期债务时,债权人将接管股东对企业的决策权。股东为避免让渡决策权,确保自己的剩余索取权不向债权人转移,将努力在企业融资安排及投资决策上尽可能保守。当然,这种约束或风险对不同的企业来说,意义不同。由于中国资本市场存在的缺陷,股权融资所产生的控股权转移的风险在中国大多数上市公司中几乎是不存在的。

#### 2、债权人与股东对公司的索取权不同

在收益权上,债权人的索取权为企业的固定收益,而股权则为剩余索取权,这对企业的决策行为有着重大的影响。股东为使自己的剩余索取权最大化,有可能会侵害债权人的权益,如进行有风险的投资,并将投资成功获得的利益归为己

有，而将投资失败的风险转嫁于债权人承担。由于对公司的索取权不同，使得股票和债券的收益性和风险性产生了很大的区别。

### **3、债权人与股东对权益主张的顺序不同**

债权人有权要求公司按期还本付息的权利，而股东收益的分配没有一定的强制性，股东投入的股本金作为公司永久性资金来源只能在市场上转让，不能随意抽回。公司一旦不能偿还到期的债务。就有可能进入破产清算，这时债权人优先于股东获得清偿。进入清偿或破产的公司由于资不抵债，亏损严重，可变现资产价值不能保证债权人投入的本利时，债权人的权益也将受到侵蚀，而股东可能变得一无所有。

### **4、融资成本不同**

债务融资支付的利息可以在公司所得税前开支，而股权的红利则在税后支付，因此，债务融资可产生税盾（Tax shield）作用，对于降低公司的资本成本，利用财务杠杆提高公司的价值，增加每股盈余，实现股东财富的最大化有着积极的影响。但企业存在的大量的非债务税盾，如折旧费用、研究开发费用、广告费用等，会冲淡债权融资的这一优势。公司这种负债经营的优势要充分与负债经营带来的风险进行比较，从而确定公司应选择的最优资本结构。

### **5、对股东权益的影响不同**

债务融资一个突出的好处是，发行长期债不会摊薄公司的每股收益。每股收益的高低直接影响股票的市盈率的高低，在我国当前的证券监管体制与资本市场价值估价中，市盈率是市场评价上市公司股价的一个重要依据，也直接影响上市公司首次发行新股的价格、再次融资（配股和增发新股票）的价格。但在债务资本的边际成本超过债务融资的边际收益时，负债将带来负的收益，反而降低了股本收益率。

在下述几种情形下，企业采取股权融资是一种明智的选择：

第一，企业难以满足债务融资的要求（包括信用、资产、抵押等条件）；

第二，企业经营风险和预期收益均较高，原有股东希望分散风险、共享收益，而债权人要求的收益率超出企业的承受能力；

第三，引入股权投资者有利于提高企业的竞争能力。如与一些拥有强大技术或市场营销力量的大企业合作，可使企业迅速作大作强。

融资方式越多意味着可供企业选择的融资机会就越多。如果一个企业既能够获得商业信用和银行信用，又能够同时通过发行股票和债券直接进行融资，还能够利用贴现、租赁、补偿贸易等方式融资，那么就意味着该企业拥有更多的机会筹集到生产经营所需资金。

## 综合案例

### 创业公司 ModCloth 被沃尔玛收购背后的债务融资<sup>2</sup>

2017 年 3 月，沃尔玛为了不断发展其电子商务业务收购了 ModCloth 的资产和业务。ModCloth 是美国一家以复古风格著称的流行服饰销售网站，由 Eric Koger 和 Susan Gregg Koger 夫妇于 2002 年在匹兹堡创立，网站以来自设计师品牌的复古风格连衣裙、配饰甚至是家居产品吸引存在浪漫幻想的女性消费，成立 15 年以来总共融资 7800 万美元，投资者包括 Norwest Venture Partners、Floodgate、First Round 和 Accel Partners 等知名投资基金，主要通过网站向年轻女士出售流行服饰。2012 年网站销售首次突破 1 亿美元。不过进入 2014 年，风格和路线相对小众 Modcloth 增长戛然而止，创始人夫妇下台，由来自 Urban Outfitters Inc. 的前高管和零售老兵 Matt Kaness 执掌。Matt Kaness 让 Modcloth 推出自营服装品牌，且提供完整码数，其中加大码产品选择丰富，把网站推向主流，2015 年该电商销售达 1.5 亿美元，2016 年底更在德州奥斯丁开设第一间实体门店。经过 2014 年两轮裁员后 Modcloth 聘用约 350 名员工，公司以旧金山为总部，在洛杉矶和匹兹堡都设有办公室。

沃尔玛在交易公告中表示 Modcloth 及其员工将全数加入该集团，并继续由现有管理团队独立运营。沃尔玛又指出 Modcloth 的卖家若希望接触更广泛的消费者，现在就有机会通过 Jet.com 以及集团旗下的其它电子商务平台服务更多顾客。ModCloth 公司为了实现盈利采取了一系列的举措，包括裁员、更换管理层（包括 CTO，CEO 和 CFO）、开实体店等等，但是公司仍然无法解决持续增长和盈利的矛盾，据公开报道显示，该公司已经完成七轮融资，从十位投资人处融资超过 7800 万美元。

沃尔玛没有公布收购 ModCloth 的价格，但知情人士透露收购价格在 5000 万美元到 7500 万美元之间。这就意味着该公司的投资人可能无法全身而退，包括 Norwest Venture Partners，FLOODGATE，First Round 和 Accel Partners 等著名的投资人，而且其中 Norwest 和 Accel 也曾经是 Jet 的投资人，因为不仅收购金额没能达到公司 7800 万美元的融资规模，知情者称部分收购款还需要在收购后用来留住关键员工。

到底什么情况让创始人将公司拱手让给了沃尔玛旗下零售电商 Jet.com，让投资人血本无归？UnionSquare Venture 的 Fred Wilson 和 Axios（一家美国的新媒体公司）的 Dan Primack 都指出，如果一家初创企业无法实现预期增长，那么这笔债务就会像一颗定时炸弹一样随时会引爆。Dan Primack 在一篇博客中根据

---

<sup>2</sup> 资料来源：搜狐财经，[http://www.sohu.com/a/132277243\\_235491](http://www.sohu.com/a/132277243_235491)，2017.4.6。

知情人士的披露简单还原了事情的来龙去脉：虽然债务融资从很多方面来说对于初创企业是有吸引力的，但同时也存在着风险。2013 年，ModCloth 推进 C 轮融资，但是公司连续两个季度的不佳表现影响了融资，于是公司接受了 2000 万美元无担保的风险债务，ModCloth 将债务当作增长期的股权融资款，而没有意识到该款项可能变成定时炸弹。当债务在 2015 年 4 月到期时，公司现有的投资人追加了投资，部分原因是要通过贷款展期将偿还的皮球踢到两年之后。当时的背景是公司连续四至五个季度盈利，并且刚刚引入一个新的 CEO，当公司损益表再次显示亏损的时候，公司再次尝试融资，但潜在的投资人将债务积压作为不愿意投资这个原本从“单位经济学”角度看值得投资的项目的原因。现有投资人本来可以再次出手相助，但他们选择不这么做。沃尔玛方面听说了这家公司债务融资即将到期的情况，赶紧冲过来抓住了机会。确切收购价格不详，但在偿还债务（并考虑到应收账款）后剩下的款项已经无法让各 VC 全身而退。

Primack 还做了两个简短的总结：对创业公司而言，债务融资本质上并没有问题，尤其是用来补充而不是取代股权融资的情况下。但是，创业公司必须认识到并不是所有的现金都是生而平等的（注：债权优先于股权，借的钱还清之前，公司其实不属于股东而属于公司债权人）；ModCloth 成立于匹兹堡，后来将其总部搬迁至旧金山。如果公司留在钢铁城，事情的结局真可能会有所不同，但是公司的一些奇怪的零售文化似乎真的与不计一切地“增长再增长”的风气有关。

著名 VC 和博客作家 Fred Wilson 在自己的博客上推荐粉丝阅读 Primack 的文章的同时推荐了上述文章内容，并以自己的经历作为印证，“在我的职业生涯中，我曾经多次经历过过这样的故事，我们如今在市场上再次看到这个故事重演。”他认为 Primack 关于债务融资取代分析股权融资做的非常到位，并且补充说，“并不是说债务融资不能做，而是说做债务融资时应该谨慎，并且睁大你的眼睛。”

这些公司的失败可以当做是对初创企业的一个警告。虽然债务融资很有吸引力，而且诸如 Uber、Airbnb 和滴滴出行这样的大公司都进行了巨额的债务融资，但是对于正在业务增长期的初创企业来说，债务融资一定要谨慎，一旦贷款到期，对于公司来说无疑是釜底抽薪，如果下一轮股权融资失败，对于整个公司来说就是致命的。

### [思考与讨论]

1. 创业公司 ModCloth 选择债务融资为什么会带来问题？试分析它被沃尔玛收购背后的融资问题。

2. 结合案例，分析选择债务融资方式的阶段以及选择债务融资时应该注意哪些问题？谈谈股权融资和债务融资两种不同融资方式的选择对创业公司的作用。

## 复习思考题

- 1.什么是融资？融资对创业企业有哪些作用？
- 2.什么是创业融资？创业融资有哪些不同的分类方式？
- 3.简述债务融资与股权融资的特点与区别。
- 4.试分析企业在不同生命周期过程中，应采用何种融资方式？并说明原因。
- 5.谈谈创业企业进行融资时应该综合考虑哪些因素？