**中图分类号： 单位代号：10280**

**密 级： 学 号：**

 

**硕 士 学 位 论 文**

## SHANGHAI UNIVERSITY

**MASTER’S DISSERTATION**

|  |  |
| --- | --- |
| **题**  **目** | **共享经济创业企业的融资模式研究** |

**作 者 刘梦**

**学科专业 会计**

**导 师 吴建刚**

**完成日期**

摘 要

共享经济作为全球新一轮科技革命和产业变革下涌现的新业态新模式，正在加快驱动资产权属、组织形态、就业模式和消费方式的革新，是我国未来经济增长、社会发展的重要力量。共享单车、共享汽车、共享充电宝、共享租衣、共享雨伞、共享玩具、共享健身房、共享睡眠仓……一系列共享产品在2017年相继出现。共享经济，因资本的力量在2017年显得异常耀眼。被资本看好的共享单车，作为共享经济的代表带动了一批共享物种被投资机构青睐，2017年共享经济领域融资额累计超80亿人民币。共享经济的野蛮生长得益于资本的青睐，但资本的蜂拥而至也让共享经济在2017年遭遇了过山车式发展。从融资时间上看，主要集中在上半年，下半年似乎紧急刹车，共享经济开始洗牌，曾经被资本热捧的共享经济出现了企业倒闭潮，这场企业与资本的追逐游戏也引起了人们的思考。

**关键词**：共享经济，融资模式，优序融资，融资结构，交易成本

# ABSTRACT

As a new pattern of new industries emerged under the new round of global scientific and technological revolutions and industrial changes, the sharing economy is accelerating the innovation of asset ownership, organizational forms, employment patterns, and consumption patterns. It is an important part of China’s future economic growth and social development. power. Sharing bicycles, sharing cars, sharing charging treasures, sharing rental clothes, sharing umbrellas, sharing toys, sharing gyms, and sharing sleep rooms... A series of shared products have appeared in 2017. The sharing economy, due to the power of capital, appears unusually dazzling in 2017. Shared bicycles favored by capital, as a representative of the shared economy, have led to a number of shared species being favored by investment institutions. In 2017, the total amount of financing in the shared economy was over 8 billion yuan. The savage growth of the sharing economy has benefited from the favor of capital, but the influx of capital has also caused the sharing economy to suffer a roller coaster-type development in 2017. From the perspective of financing time, it mainly focused on the first half of the year. In the second half of the year, it seemed to be an emergency brake. The sharing economy began to reshuffle. The shared economy that was once favored by the capital has seen a wave of corporate closures. This game of corporate and capital chasing has also caused people to Thinking.

**Keywords**:Sharing economy；Financing model；Preferential financing；Financing Structure；transaction cost

**目录**

[第1章 导论](#_Toc4768_WPSOffice_Level1) [1](#_Toc4768_WPSOffice_Level1)

[1.1 研究背景](#_Toc27096_WPSOffice_Level2) [1](#_Toc27096_WPSOffice_Level2)

[1.2 研究意义](#_Toc7713_WPSOffice_Level2) [2](#_Toc7713_WPSOffice_Level2)

[1.3 研究内容](#_Toc29541_WPSOffice_Level2) [2](#_Toc29541_WPSOffice_Level2)

[第2章 文献综述](#_Toc27096_WPSOffice_Level1) [3](#_Toc27096_WPSOffice_Level1)

[2.1 国外研究综述](#_Toc108_WPSOffice_Level2) [3](#_Toc108_WPSOffice_Level2)

[2.1.1 验证大公司或是上市公司的融资顺序](#_Toc27096_WPSOffice_Level3) [3](#_Toc27096_WPSOffice_Level3)

[2.1.2 验证小企业的融资顺序](#_Toc7713_WPSOffice_Level3) [5](#_Toc7713_WPSOffice_Level3)

[2.1.3 对啄食顺序融资理论和权衡理论的比较研究](#_Toc29541_WPSOffice_Level3) [6](#_Toc29541_WPSOffice_Level3)

[2.2 国内研究现状](#_Toc18767_WPSOffice_Level2) [6](#_Toc18767_WPSOffice_Level2)

[2.2.1 对我国上市公司的融资顺序影响因素的研究](#_Toc108_WPSOffice_Level3) [6](#_Toc108_WPSOffice_Level3)

[2.2.2 对中小企业融资顺序及影响因素研究](#_Toc18767_WPSOffice_Level3) [9](#_Toc18767_WPSOffice_Level3)

[2.2.3 对啄食顺序融资理论和权衡理论的比较研究](#_Toc7024_WPSOffice_Level3) [12](#_Toc7024_WPSOffice_Level3)

[2.3 小结](#_Toc7024_WPSOffice_Level2) [13](#_Toc7024_WPSOffice_Level2)

[第3章 共享经济及融资理论概述](#_Toc7713_WPSOffice_Level1) [13](#_Toc7713_WPSOffice_Level1)

[3.1 共享经济](#_Toc26783_WPSOffice_Level2) [13](#_Toc26783_WPSOffice_Level2)

[3.1.1 共享经济的内涵与类型](#_Toc26783_WPSOffice_Level3) [13](#_Toc26783_WPSOffice_Level3)

[3.1.2 共享经济的驱动因素](#_Toc6282_WPSOffice_Level3) [16](#_Toc6282_WPSOffice_Level3)

[3.1.3 共享经济的影响效应](#_Toc23506_WPSOffice_Level3) [17](#_Toc23506_WPSOffice_Level3)

[3.2 融资理论](#_Toc6282_WPSOffice_Level2) [19](#_Toc6282_WPSOffice_Level2)

[3.2.1 MM理论](#_Toc3214_WPSOffice_Level3) [19](#_Toc3214_WPSOffice_Level3)

[3.2.2 权衡理论](#_Toc28558_WPSOffice_Level3) [20](#_Toc28558_WPSOffice_Level3)

[3.2.3 啄食顺序理论](#_Toc30760_WPSOffice_Level3) [20](#_Toc30760_WPSOffice_Level3)

[第4章 实例分析之共享单车的融资模式分析](#_Toc29541_WPSOffice_Level1) [21](#_Toc29541_WPSOffice_Level1)

[4.1 共享单车概况](#_Toc23506_WPSOffice_Level2) [21](#_Toc23506_WPSOffice_Level2)

[4.1.1 发展历史](#_Toc22016_WPSOffice_Level3) [21](#_Toc22016_WPSOffice_Level3)

[4.1.2 单车品牌](#_Toc28721_WPSOffice_Level3) [22](#_Toc28721_WPSOffice_Level3)

[4.1.3 特点与缺点](#_Toc30301_WPSOffice_Level3) [22](#_Toc30301_WPSOffice_Level3)

[4.2 共享单车融资模式分析](#_Toc3214_WPSOffice_Level2) [23](#_Toc3214_WPSOffice_Level2)

[4.2.1 外源融资](#_Toc21965_WPSOffice_Level3) [23](#_Toc21965_WPSOffice_Level3)

[4.2.2 内源融资](#_Toc20750_WPSOffice_Level3) [29](#_Toc20750_WPSOffice_Level3)

[表3 共享单车押金和租金情况统计表](#_Toc28558_WPSOffice_Level2) [29](#_Toc28558_WPSOffice_Level2)

[第5 章 共享经济创业企业的融资模式分析](#_Toc108_WPSOffice_Level1) [30](#_Toc108_WPSOffice_Level1)

[5.1 融资结构现状分析](#_Toc30760_WPSOffice_Level2) [30](#_Toc30760_WPSOffice_Level2)

[5.1.1 股权融资比例高](#_Toc1098_WPSOffice_Level3) [31](#_Toc1098_WPSOffice_Level3)

[5.1.2 债券融资比例小](#_Toc26253_WPSOffice_Level3) [31](#_Toc26253_WPSOffice_Level3)

[5.1.3 债务融资比重偏低](#_Toc19217_WPSOffice_Level3) [31](#_Toc19217_WPSOffice_Level3)

[5.1.4 留存收益比重也较低](#_Toc15884_WPSOffice_Level3) [31](#_Toc15884_WPSOffice_Level3)

[5.2 融资障碍级解决途径分析](#_Toc22016_WPSOffice_Level2) [31](#_Toc22016_WPSOffice_Level2)

[5.2.1 融资障碍的根源分析](#_Toc31799_WPSOffice_Level3) [32](#_Toc31799_WPSOffice_Level3)

[5.2.2 从交易成本角度解决融资障碍的途径分析](#_Toc21072_WPSOffice_Level3) [33](#_Toc21072_WPSOffice_Level3)

[第6章 结论](#_Toc18767_WPSOffice_Level1) [34](#_Toc18767_WPSOffice_Level1)

[参考文献](#_Toc7024_WPSOffice_Level1) [36](#_Toc7024_WPSOffice_Level1)

# 

# 导论

## 研究背景

在国内，随着互联网尤其是移动互联网的发展，特别是近年来互联网行动计划和“大众创业、万众创新”的推进，共享模式成为众多创业者的重要选择，从在线创意设计、营销策划到餐饮住宿、物流快递、资金借贷、交通出行、生活服务、医疗保健、知识技能、科研实验，共享经济已经渗透到几乎所有的领域。

国家信息中心信息化研究部和中国互联网协会分享经济工作委员会联合发布的《中国分享经济发展报告2016》显示，2015年中国分享经济市场规模约为19560亿元（其中交易额18100亿元，融资额1460亿元），主要集中在金融、生活服务、交通出行、生产能力、知识技能、房屋短租等六大领域；分享经济领域参与提供服务者约为5000万人（其中平台型企业员工数约500万人），约占劳动人口总数的5.5%，参与分享经济活动的总人数保守估计也有超过5亿人；预计未来五年分享经济年均增长速度在40%左右，到2020年市场规模占GDP比重将达到10%以上，未来十年中国分享经济领域有望出现5～10家巨无霸平台型企业。腾讯研究院于2016年3月发布的《中国分享经济全景解读报告》也指出，2014到2015年共享经济企业出现井喷式爆发，新增共享经济企业数量同比增长3倍，席卷十大主流行业，超过30个子领域，2015年中国分享经济规模约占GDP的1.59%，共享经济领域估值超过10亿美元的企业有46家，覆盖八大行业。

战略性新兴产业领域，共享模式创新也风生水起。新一代信息技术领域，出现了能够让用户分享自己WiFi网络的WiFi万能钥匙平台，其用户已遍及223个国家和地区。高端装备制造领域，沈阳机床厂开发了“i5智能化数控系统”，打造了i5云制造平台，实现机床闲置时间的共享。新能源领域，能源互联网和分布式能源的发展有力推进了新能源产业的共享创新，如全球运营总部在上海的阳光动力能源互联网股份公司（SPI），提出让人人都能成为太阳能的生产者与收获者。新能源汽车领域，涌现出了北京一度用车、上海EVCARD、深圳金钱潮、杭州车纷享等电动汽车分时租赁企业。

据不完全统计，截止2017年，市场上已有超过3000个共享经济项目。但是，每一个创新行业从无秩阶段到饱和期，到政府政策监管阶段，再到市场成熟规范期间，洗牌无疑是不可避免的一环。纵观各大倒闭潮，资本的身影一直位于倒闭原因列表的前列。我们作为市场参与者中的一员，见惯了死亡，往往正是资本热情最高涨、创业人群最饱满之时，死亡之手就在一旁等待它的上场。资金是企业发展的一个决定性因素,是企业的血液,资金的数量、结构、风险等状况直接制约着各类企业的运行和能否可持续发展。以共享单车为代表，共享经济创业创企业上演的烧钱大战愈演愈烈，同时也越来越多的企业相继倒闭，这让我们自然而然的关注到了其融资模式。

## 研究意义

理论意义：

近年来对共享经济的研究一直都针对于共享经济的概念、发展现状和未来发展趋势及商业模式方面，很少有独立研究共享经济融资模式的，丰富了理论界对共享经济的研究。

一直以来对融资模式的研究都是对债券融资、股权融资、内部融资和贸易融资及项目融资和政策融资这些传统融资模式的研究，本文分析了共享经济带来的新的融资方法，丰富了融资模式的内容。

实践意义：

共享经济的理想与现实不对接是客观存在的，因为任何商业模式都离不开资本的支持，也许这正是许多共享网络公司虽然揣着理想但却不得不因为资金的缺乏而倒闭的原因。曾经Uber为占领市场损耗近26亿美金，但依旧未找到真正的盈利模式。共享经济为开拓市场而投入巨大资金，形成了庞大的沉没成本，若不能建立合理的融资模式，则势必会阻碍共享经济的进一步发展。

我国中小企业融资困境已经是有目共睹的问题，共享经济中的一些创业企业的成功融资历程为企业融资模式提供了新的发展方向。

## 研究内容

由于共享经济创业企业融资模式当前在理论上没有系统的理论基础，本文先进行一些理论的探讨和铺垫，再进行具体案例的研究，也通过案例的研究加深对共享经济的理解。

1. 文献综述及分析框架。综述了国内外与企业融资顺序相关的理论，主要有权衡理论和啄食顺序理论，分析了国内外研究现状，并研究了本文的分析框架。
2. 共享经济及融资理论概述。介绍了共享经济和几种融资理论，总结了共享经济的内涵、特征、类型、驱动因素以及其影响效应，同时介绍了MM理论、权衡理论和啄食顺序理论。

第三部分，共享单车案例分析。从融资渠道进行分类，介绍了共享单车的外源融资和内源融资情况。

第四部分，共享经济创业企业融资模式分析。根据对具有代表性的共享单车的研究，分析了共享经济创业企业融资模式的特点和困境。

最后，对共享经济创业企业的融资模式进行了总结，并给出了如何解决共享经济创业企业融资困境的相关建议。

# 文献综述

## 2.1 国外研究综述

### 2.1.1 验证大公司或是上市公司的融资顺序

英国马克（Mark T. Leary）和罗伯特（Michael R. Roberts）（2008）通过实证模型对啄食顺序融资理论进行了相应的检验，与此同时对前人关于啄食顺序融资理论的相关检验也进行了测试，最后对啄食顺序融资理论对上市公司或是大企业的融资顺序的解释力度进行了研究说明。当大公司或是上市公司面临更为更为严重激励冲突时，即使是严格的啄食理论也可以解释超过一半以上的所观察到的大公司的债务以及股权的决定。

Otavio R. de Medeiros 和 Cecilio Elias Daher（2005）采用了 132 家巴西公开上市公司 2001 年的会计数据，通过实证研究分析了啄食顺序融资理论是否能够为巴西企业的资本结构提供实证解释。通过前人的研究可知，啄食顺序融资理论若存在一个严格的前提条件，那么通过股票的方式进行融资这样的一张种情况在企业进行融资的过程中是断然不会出现的，但是放松前提条件，则通过股票进行融资是有可能存在的，只是在企业的融资结构中所占的比例是相当有限的。实证研究中所涉及到的模型可以证明，在企业的融资结构中，股票发行的规模要远远低于内源融资和债务融资的规模，并且，模型无法证明三者的时间顺序是否与啄食顺序融资理论中提到的先内源融资再债务融资最后股权融资是否一致。

Abu Jalal（2007）根据 42 个国家的个别企业在 1980 年至 2005 年期间关于外部融资方面决策的数据，并以此为基础对公开上市交易企业的债券发行情况进行了相应的研究，重点研究了公司未来融资或为了发展而采取的措施。这将有助于解释所观察到的 42 个国家在企业边际债务融资方面的差异。通过使用啄食顺序融资理论对 Shyam-Sunder 和 Myers（1999）的框架进行测试，Abu Jalal 的研究所提供的经验证据表明：金融制度的发展和金融市场的不完善影响着公司在债券融资方面的决定。该研究结果，与啄食顺序理论对于金融市场的发展而言是一个功能强大的汇总统计的这一个概念是相一致的。

Dimitrios Vasiliou、Nikolaos Eriotis 和 Nikolaos Daskalakis（2009）经研究得出这样的结论：在企业的盈利能力和财务杠杆行为存在相反的关系的基础上，啄食顺序融资理论模型的预测能力是较为精确的，但是这重相反的关系表明对于此时的企业而言，债务是内部资金的首选。这也就表明啄食顺序融资理论是存在的，但是无法证明啄食顺序融资理论在公司的融资过程中确实存在。食顺序融资理论有着三个不同的层次，因此研究者在对该理论进行验证的时候，一定要先对研究课题进行详细的计划，认清层次，然后在进行深入的研究时，应该将研究的重点放置于调查企业实际投资背后的原因。

Paolo Fulghieri 、Diego Garca 和 Dirk Hackbarth（2013）在研究中重新对在信息不对称的条件下对企业外部融资行为进行了研究。在企业的资产结构相对合理以及资产增长的前提下，的研究结果表明企业的所有者与外部投资者之间存在信息不对称时，股权融资要优于债务融资。在研究过程设定股票对市场信息的敏感程度低于债券，由此提供了一种崭新的实证研究的方法。在此基础上，进一步提出当企业已经负担了一定的债务但需要筹集大量资金时，股本融资相较于债务融资对企业的吸引力更大。作者最终通过研究发现，在信息不对称的情况下，企业根据风险最低原则，在通过诸如权益证券、可换股债券及认股权证等进行股权融资时，在股权融资结构中可以达到一个最佳的组合。

Peter H gfeldt 和 Andris Oborenko（2005）试图通过研究揭示上市企业的融资行为在很大程度上取决于其资本结构对内部股权与外部股权成本差异的影响。如果企业的所有权较分散，则这一成本差异就较小。市场时机理论发现，一个企业的财务杠杆呈现低水平是该企业对市场时机长期成功预测的结果。但是如果在企业资本所有权是分离的情况下，代理成本的差异将使得内部股权和外部股权的成本发生变化，由此将促使新股东要求企业赔偿其权益。这就将生成一个增强的啄食顺序融资理论，即只有在内部股本和债务不充分的前提条件下，企业才可发行新的股票，而此时发行的股票能够满足外部股东的融资需求并且将被外部股东所吸收持有。

### 2.1.2 验证小企业的融资顺序

Abe de Jong，Marno Verbeek 和 Patrick Verwijmeren（2009）揭示了两个经验性的困惑：（1）尽管小公司在信息不对称方面具有最大的潜力，但是小企业在融资过程中并没有遵循啄食顺序融资理论所提出的相关观点；（2）随着时间的推移，啄食顺序融资理论逐渐失去了其在企业融资方面的解释力度。作者通过实证研究证明了债务的发行最适合于存在融资盈余；较适合于存在融资盈余的中小企业；最不适合于存在巨大融资赤字的企业。因为中小企业存在巨额的赤字或更少的盈余，与大企业相比，中小企业则会发行更多的股票。由于越来越多的企业出现巨额赤字，因此随着时间的推移，啄食顺序系数会逐渐降低。该研究的结果与预测的啄食顺序模型是相一致的，该模型将企业债务能力纳入了考虑范围。由于巨大的融资需求可能会超过企业未用的债务能力，因此这些企业在发出债务方面便受到了限制。在存在盈余情况的时候，公司的债务能力不会对债务回购产生任何限制。

Laarni Bulan 和 Zhipeng Yan（2009）鉴于 Myers 和 Majluf（1984）提出的啄食顺序融资理论存在缺陷，这一缺陷是有先前对该理论的实证检验并不充分所造成的，因此先前的啄食顺序融资理论关于信息不对称的预测存在争议。通过研究，作者发现相较于处于成熟周期的企业，处于成长阶段的企业对于外部融资有着更为强烈的需求，并且负债能力相对较低。这也就意味着，处于成长阶段的企业会更加容易并且更加频繁地到达其负债能力的极限。成长期的企业与成熟期的企业在债务能力和外部融资能力两个方面的差异解释了为什么成熟期的企业相较于成长期的企业更加符合啄食顺序融资理论，很明显，这一结果与原理论恰恰相反。作者认为，现存的对啄食理论的检验并不能直接将成长期和成熟期的企业遵循啄食顺序融资理论的程度进行比较。然而，在一个生命周期阶段，当企业的外部融资能力与负债能力出现均匀的情况时，作者发现逆向选择成本较高的企业会更加遵循啄食顺序融资理论。现有的研究工作大多把重点放在解释一个广阔的企业样本的融资行为上面，可见对于一个中小企业而言，一个简单、全方位的融资理论是非常实用的，一个考虑到企业生命周期的融资理论更是必不可少的。

### 2.1.3 对啄食顺序融资理论和权衡理论的比较研究

英国阿德德吉（Abimbola Adedeji）（2002）对啄食顺序融资理论以及权衡理论进行了研究，发现了另一个有趣的现象，即啄食顺序融资理论，在高资产负债率下对新的债务问题的解释力度要优于在低资产负债率下对新债务问题解释力度。显然，这与 Shyam-Sunder 和 Myers 在 1999 年所提出的啄食顺序融资理论，即在低资产负债率下对新债务问题的解释要优于在高资产负债率下是相反的。作者通过研究还发现，一些符合权衡理论但是悖于啄食顺序融资理论的并且与公司是否决定发行新的债务无关的变量，例如预期增长和规模，对于解释新的债务问题却有着重要的作用。当这些变量与内部资金流赤字相结合时，这些变量在于数据的拟合度将得到了很大的改善。

Francisco Sogorb-Mira 和 José López-Gracia（2003）对两个都能够对中小企业的融资政策产生影响的相关理论即啄食顺序融资理论和权衡理论进行了探讨。作者进行研究的过程中为了对研究 1994 年至 1998 年五年间西班牙中小企业约6482 个数据样本所反映出来的资本结构，采用了面板数据的分析方法。研究的结果表明，不论是权衡理论还是啄食顺序融资理论均能够对中小企业的资本结构进行解释分析。虽然，研究的结果为公司试图达到目标或是最佳杠杆（权衡理论）提供了更多的支持，但是在关于公司为满足融资需求而进行杠杆水平的调整（啄食顺序融资理论）的方面却无法提供充分的支持。

## 2.2 国内研究现状

### 2.2.1 对我国上市公司的融资顺序影响因素的研究

我国的上市公司对股权融资偏好问题普遍存在，李霞（2004）通过对股权融资偏好所形成的相关因素进行剖析和对若干假设做出验证，并做出合理的解释。她创造性地提出：将上市公司的年度股权融资额占融资总额的比重来做为衡量股权融资偏好强弱的一个标准。通过对相关数据资料的分析，建立多元线性回归模型，并且通过该模型对股权融资偏好现象形成的相关因素进行实证分析和合理解释。作者还采用统计分析的方法，从 2002 年深沪股市中曾参与配股增发的上市公司 A股中选取了29 家上市公司作为研究的对象。通过使用“SPSS 10. 0 统计软件”，就公司规模、成长能力、现金流量、盈利能力、国有股的比重等衡量指标进行多元线性回归的实证分析，并采用了标准参数检验的方法来确定它们之间的相关显著性。为了简化程序，避免干扰变量，作者运用逐步回归法，来验证假设条件是否能够成立。还采取了综合因子分析法，对干扰变量的代表性进行实证的分析和合理解释，根据分析可获得以下基本的研究结论：（1）通过分析，可以确定造成我国上市公司股权融资偏好程度的主要原因以及可根据其重要性的大小排序为：①公司内部的股权结构；②公司的资本结构；③公司的盈利能力；④公司的人控制度。（2）以上四个方面的因素均能较显著地影响上市公司的对股权融资的偏好程度。（3）公司规模、成长能力、现金流量和公司高层管理人员人均持股数量等因素对股权融资的偏好程度的关系不显著。

刘金霞（2005）从财务原理的角度，针对我国存在的上市公司对股权融资偏好现象，对股权融资和债权融资进行了详细分析，并进一步分析了我国上市公司偏好股权融资的内因。1993 至 1999 年这段时间，股权融资的比例一直稳定在较高水平上，特别是在 1997 至 1999 年这段时间出现了73％的股权融资现象。这种股权融资偏好造成股市过强而债市过弱，导致两市发展极不协调，这与西方研究者经过实践验证得出的“啄食顺序”融资顺序定律是有所冲突的。作者认为产生这种变异的股权融资偏好的主要原因是我国市场机制的不完善：1、直接的原因是我国上市公司资本成本的软约束性。2、深层的原因之一则是投资者缺少投资经验，缺乏投资意识，不过这点将会随着我国投资者逐渐地实践操作的成熟而得到改善。3、深层原因之二则是我国资本市场环境的进出束缚较多、不自由，尤其是缺少退市机制。作者经过分析得到：上市公司偏好股权融资过度的行为不利于上市公司的资本结构的优化，其后果是存在相当一部分上市公司的资产负债率偏低，因此不能充分利用、发挥出公司本身的自有资本的使用效率。其次，上市公司在短期内的扩张股本过于的迅速也将对其业绩的提高和改善产生不利的影响，其结果表现为大部分公司将在配售新股或增发新股后，导致公司的主要财务指标呈现负增长，如每股收益率、净资产收益率等。最后，以股权融资为主的公司会出现融资结构过于单一、管理存在缺陷和约束机制不健全等问题。而且导致企业不能发挥债权融资的优势，不能有效地控制股权代理的成本费用，不利于缓解对内部人员控制的严重制约问题等。上市公司要想取得良好的发展就不应该拘泥于单一的股权融资方式，而更应改努力发掘、开拓出多种融资渠道，发挥、利用好其拥有的一切多元化融资优势，充分发挥公司资本的使用效率，使公司得到长远发展。

孙畅（2005）对我国上市公司的股权融资偏好现象进行了一些分析：1.对产

生的直接原因的分析。他认为我国上市公司股权融资偏好产生的直接原因是由于我国资本市场方面的不足和缺陷，体现在以下两个方面：一方面是我国股市投资

功能的偏离；另一方面是资本市场出入不自由，退市机制还很缺乏。同时作者也

对我国上市公司股权融资偏好问题的解决提出了一些的对策：1.优化我国上市公

司资本结构，健全和完善公司管理制度。2.强化我国上市公司对现金分红的约束

机制，加强企业的股权融资行为理性程度。3.建立有效的退市机制或者破产机制，

形成对资本成本的约束机制。

屈耀辉和傅元略（2007）通过利用 Ordered-probit 模型的因变量能够排序的特点的研究发现，我国上市公司的外部融资顺序大体上是偏向啄食顺序融资的理论(the pecking order theory)。但是通过进一步的分析却发现，啄食顺序融资理论和偏好股权融资理论都不能得到很好的支持。假设采用沪深股市中的上市公司作为样本，利用 Ordered-probit 模型来分析我国上市公司的外部融资顺序。通过研究可以得出以下主要结论：成熟公司或者大规模的公司更倾向于权益融资；而相对于不同成长能力的公司来说，成长能力和现金的需求都会成为企业作出同种融资方式选择的主要因素；而相对于不同规模大小的公司来说，随着时机的不同，导致影响企业选择借款融资或权益融资的因素也不同，甚至有可能产生相反的影响。1997 年前后的时间里，外部融资方式全部都遵循啄食顺序融资理论：长期负债优先于权益融资。但实际上，高成长性的公司和 1997 年前的小型公司确实存在股权融资偏好的现象；而低成长性公司、大型公司和 1997 年后的小型公司却更倾向于啄食顺序融资理论。所以，我国的上市公司极不完全的支持啄食顺序融资理论和偏好股权融资理论，也不完全的否定啄食顺序融资理论和偏好股权融资理论。

盛明泉和李昊（2010）采用修正后的 S-M 模型，使用 1998 年到 2006 年期间539 家上市公司作为样本进行实证检验。研究结果显示，我国上市公司在进行融资行为时，通常会优先选择股权融资，其次是债务融资，最后选择内部融资的方式。由此可见，这一研究结果恰好和融资啄食理论背道而驰。我国的上市公司在内部或外部融资方式的选择中更倾向于外部融资。通过进一步研究发现，低杠杆率和大规模公司的内部融资额（ΔIFit）与财务赤字（DEF）呈现明显的正相关，而高杠杆率和小规模公司的内部融资额（ΔIFit）与财务赤字（DEF）则呈现明显的负相关。而我国的上市公司在股权融资或债务融资方式的选择中更倾向

于股权融资。通过进一步的研究发现，高杠杆率公司对债务融资偏好比低杆杠率

公司要来的低，而大规模公司的债务融资偏好则要大于小规模公司。

姜毅和刘淑莲（2011）运用修正后的啄食顺序融资顺序检验模型和 Odered Probit 模型来对我国上市公司的融资偏好进行实证检验，实证检验结果表明，我国上市公司对外源融资偏好很显著，并且在外源融资中相对的更加倾向于股权融资。可以看出，我国上市公司的融资行为与 Myers 啄食顺序融资理论的检验结果有些冲突。作者通过 Odered-Probit 模型对内源融资、债权融资、股权融资的融资顺序进行了进一步的实证检验，实证检验结果表明，我国上市公司的融资顺序普遍表现为：先采取股权融资、然后是内源融资、最后选择债权融资的方式。作者表明，Odered-Probit 模型的影响因素中不仅包括了公司的特征因素，还包括了信贷市场和股权市场上的因素。这些因素中金融机构人民币贷款总和和股票市值这两个指标对公司融资行为的影响力度十分明显。至于信贷市场和股权市场对上市公司的融资行为所产生的影响，就需要通过进一步的深入研究才能够了解。

### 2.2.2 对中小企业融资顺序及影响因素研究

萧端（2010）通过对理论和实证进行分析，对我国中小型公司的融资顺序进行了详细的检验，从内生和外生两个方面分别阐述了影响企业融资顺序的具体因素。选取了浙江省 Y 市周边附近的企业作为研究的样本，并把问卷调查得到部分数据作为研究的依据，最后运用了方差分析和次序逻辑回归(Ordered 一logisticregression)等多种研究方法，对理论分析进行了实证检验。从中小型企业的现状出发，对我国中小型企业融资顺序的特征进行了研究分析，并且从内生和外生两个方面对影响其融资顺序的种种因素进行了深入的研究：（1）从内生方面而言，企业的成长的能力、盈利的能力、交易的成本以及资金的使用成本等方面，再加上企业的控制权保护、商业秘密保护、资金的可得性等因素是企业在进行融资时所要考虑的重要因素。（2）从外生方面上看，外部制度的约束以及金融环境的约束将会对企业融资行为可得性造成显著的影响。通过对研究结果的分析得到了相应的结论即啄食顺序融资理论框架对我国中小型企业融资行为具有一定程度的解释力。而对于融资排序来说，依次表现为内部股东向亲友借贷、向银行借贷、公司股票的发行、可转换债券的发行、债券的发行以及向民间借贷等方式。本文从以上结果的显示，可以判定中小型企业的融资顺序是与啄食顺序融资理论框架相符合的。并且从以上结果和前面的统计分析来看，可得出：虽然对于中小型企业而言，随着企业经济实力的发展，对外部融资部分的需求和偏好是比较客观的，但是在融资方式的选择上，仍是以内部融资为主，接下来则是借贷和募股，这就是企业融资的矛盾所在。然而导致这样局面产生的原因，从企业的内部经营管理来看，主要是来自于企业的融资成本和控制权方面；从企业的外部经营管理来看，则来自于企业信贷政策的变换发展、上市条件的高要求等政策和制度的制约对企业的融资方式选择产生了关键性的导向作用。所以，我国的中小型企业融资行为虽然与啄食顺序融资的理论框架相符合，但是也有其独有的特点即企业在

融资顺序的选择上具有被动性。

马骥和王心如（2007）以西方资本结构的理论即新融资优序理论框架作为研究的出发点，在信息不对称的前提条件下对非正式金融对我国中小型企业的融资结构的影响程度进行了研究，并由此针对我国非正式金融制度的安排提出了建设性的建议。新融资优序理论认为企业在进行融资时会优先考虑内源融资其次才会

考虑外源融资；在外源融资时，则优先考虑采取从债务方面进行融资。并且信息

越不对称，则企业的融资顺序与该融资顺序越吻合。所以，针对信息来源不及时

的中小型企业来说，这种融资次序更具有其现实意义。因为中小型企业进行融资

时所面临的信息具有非对称性的特征，即投资者与企业管理者之间的信息流通是

不对称的，这情况就与新融资优序理论所需要的基本前提是吻合的。因此，在这

种理论框架下，中小型企业应先采取无交易成本的内部融资方式，其次是采取通

过债务融资方式，最后才会考虑对信息的流通程度要求较高的股权融资。中小型

企业由于自身特征使得它们很难通过正式金融的渠道获取外部的资金，因此现行

的正式金融机制是无法使中小企业的融资需求得到满足。所以，非正式金融则慢

慢地成为了我国中小型企业获取资金的主渠道。除此之外，非正式金融机制也具

有其特有的一些优势，表现在以下几点：（1）非正式金融制度的地域特点最大程度的使得信息不对称得到缓解；（2）非正式金融制度的利率特点可以有效地提高整个社会的资金配置的效率；（3）非正式金融机制的借贷金额和股权资本可以兼顾到企业的长短期资金需求。马骥和王心如还针对我国非正式金融机制的安排提出了以下几点建议：（1）要消除歧视，认可非正式金融在企业发展中的作用和地位；（2）因地制宜，合理控制非正式金融运用地域范围；（3）做到加强监管，正确引导非正式金融逐渐健康长久地发展。

胡竹枝、李明月（2005）在研究的过程中引入了模糊数学模糊集中意见决策

方法，针对综合各单因子影响的不同融资方式的融资效率分别进行了相应的估算。在对中小企业各种可利用的融资渠道进行排序的过程中，必然有可能会涉及到针对影响因子的研究，对此，胡竹枝、李明月选取了 6个典型的因子，包括融资风险、资金到位率、融资期限、融资主体的自由度、资金使用的自由度、融资成本。在研究中针对中小型公司融资方式的选择是建立在对各种影响因素权衡的基础上的综合比较，选取了能够直接综合的可以凭以进行选择的依据即融资的效率。模糊集中的结果表明：（1）企业最优选择应该是自我积累；（2）股票融资偏好是中国中小企业普遍存在的一个现象；（3）在债务融资过程中，中小企业优先考虑通过债券进行融资，其次是通过民间借贷，最后才会考虑银行信贷。

张玉明（2004）提出中小企业相较于大企业具有其独有的特点，如劳务和产

品市场风险较大、规模小、信息内部化、可抵押资产数量少、收益的不确定等特

征，特别是在其成长初期具有信息不对称和风险等级不一致的特质，这与 MM

定理及其资本结构理论的假定存在冲突。并且，中小企业也与资本结构理论相悖：

实际上，中小企业高度的企业风险所引起的巨大的代理成本及破产成本可能超过

了债权融资所引起的节税收益以及风险等级的不同所要求极高的风险折现率，这

样就使得中小型企业在融资时将不会优先考虑债务融资而会优先考虑股权融资。

同时股权性资本的介入较为充分地解决了信息不对称以及取得了与风险等级基本一致的回报，从而极大地降低了风险等级不同对中小企业在融资方面的消极作

用，具体表现在以下几个方面：（1）股权性资本方式的出现将较大程度地解决由于风险与收益对称所导致的问题；（2）有效使股权性资本与公司之间信息不对称的问题得到解决；第三，股权性投资使中小型企业在资金的支持方面得到持续的获得。通过研究，张玉明最终得带了中小型企业融资优序策略模式：优先考虑内部融资，其次考虑外源融资，在外部融资过程中又优先考虑通过股票进行融资其次考虑通过债务进行融资。这一模式具体表现为：自筹资金、留存盈利、非正式金融、风险投资、政策性资金、借债(或发行债券、可转换债券)、发行新股、借债。

### 2.2.3 对啄食顺序融资理论和权衡理论的比较研究

凌廷友、王甫和周志忠等人（2003）把啄食顺序融资理论和平衡理论进行了实证对比，发现了两者之间的联系和区别，最后在对研究结果进行分析的基础上针对我国经济的发展提出若干建议。两种理论之间的联系在于：1、二者均以MM 定理作为研究基础，是对 MM 定理的开拓和发展；二者在实际上均对债务融资优于权益融资这一行为做出了认可；2、二者均无法找到一个企业合理、科学的资本结构的标准公式；3、二者对公司的融资方式以及股利政策的引导效果较为一致，并且均获得了经验证据的验证与支持。二者的区别表现在：（1）前提条件假设的不同。在权衡理论当中，假设信息是完整的，考虑的是财务困境成本、税收以及代理成本对企业的融资行为有何作用或影响，因而其讨论的重点是债务的利弊以及如何达到均衡的状态。但是啄食顺序融资理论的假设前提是资本市场的信息不完整；（2）二者的财务杠杆比例的产生因素不一致。权衡理论提出企业负债比例的变动是企业权衡其利弊所得到的的结果。所以，在一定的投资条件下，盈利能力更强的公司期杠杆比例也将更高。但是啄食顺序融资理论认为公司在进行融资时所采用的依据具有一边倒形势的特征，即企业会尽量采用低成本的融资方式，于公司而言并没有一个理想化的杠杆比例。所以，企业的投资超过留存利润时，企业的负债将会随之增加，反之减少，因此企业净现金流量的变化波动将导致企业负债比例也随之发生波动变化。在一定的投资条件下，盈利能力更强的公司在杠杆比例方面反而更低，而相对的高利润留存及低负债比例的公司是具备高融资能力的体现。（3）二者的股利性质及作用有所不同。权衡理论认为发放股利与举借债务二者之间是能够相互替代的，且其效果均能够减少自由现金的流量，进而达到降低权益的代理费用。但是啄食顺序融资理论提出，在某些因素的作用之下，股利发放呈现出稳定的特点，公司现金流量的变化波动关键是依靠债务的收缩来处理解决的。（4）二者之间的负债性质及作用是不同的。权衡理论认为企业负债的用途主要是体现在对税收及委托代理关系等方面所造成的影响上，所以各种负债的内部种类之间并没有较大的差别。然而在啄食顺序融资理论中，在公司负债的内部结构中，相较于高风险债务（如信用债券）方式低风险债务(如抵押贷款或债券)方式往往可以传递出积极的讯息，并且能够使得融资成本得到减少，从而企业优先考虑低风险债务，由此低风险债务成为了仅次于内源融资的融资方式。

其借鉴意义在于：1、在完善企业内部治理的过程中，应该多关注融资方式

对构造企业内部治理结构的作用，并充分利用不同融资方式在企业内部治理中的产生的重要作用。反过来说，想要改善企业的治理，处理当前企业发展及改革进程中出现的各种问题，就必须要至少追溯到资本结构这一源头上来，而不能只是单纯的就事论事。2、经过改善公司股权结构从而实现上市公司治理思路的改善虽然较为根本，但却还是不得不随着国有股减持措施一起，变成一个漫长的探索过程。由此可见，在由于通过改善股权结构从而改善公司治理无法实现的情况下，应该重视和发挥债券投资者参与公司治理的积极作用。3、通过压制上市公司对股权融资方式的过度使用，从而恢复投资者的信心。

## 2.3 小结

国内外学者对融资顺序的研究主要是验证两个理论：啄序理论和权衡理论。

研究对象大多是上市公司，但国外在对非上市公司的研究要比中国多，这主要是发达国家有着比较全面的中小非上市公司的财务数据，而中国则不具有，但也有中国学者在这方面作了有益的尝试，如萧端（2010）。不同的模型及不同的替代变量选择可能会导致结论的不同。

# 共享经济及融资理论概述

## 3.1 共享经济

### 3.1.1 共享经济的内涵与类型

（1）共享经济的内涵

“共享经济”这一概念最早由Felson和Speath提出，认为共享经济是“一个或多个人在与一个或多个其他人进行联合活动过程中消费经济产品或服务的行为”，例如汽车分享、沙发分享等行为。随后又有许多学者用不同术语对共享经济的本质作进一步界定。例如，共享经济被称作“反消费”“伪共享”“协同消费 ”“ 共 享 型 消 费”“轻资产生活方式，“协作经济”“点对点经济” “ 使用权经济”“零工经济”“网络经济”，“商业共享系统”，“使用权消费”等。此外，有学者认为可直接将共享经济称为“共享”。针对该观点，也有学者提出了异议，认为“共享”术语过于关注社会关系，而忽视了低成本和便利消费这两个“使用权经济”的核心要素。Belk将共享现象阐释为“将我们所拥有的物品分配给他人使用的行为和过程与或从他人那里接收或获取物品以供我们使用的行为和过程”。Benkler提出，共享是一种基于社会行为的互惠互利活动。Belk则指出，共享经济的特征在于产品的使用权代替所有权，它反映了一种新的财产分配过程。目前，业内普遍认可的定义是：共享经济是指一种基于互联网和社会化网络平台，以分享、物物交换、团购、交易和租赁等方式享有物品、知识、时间或服务的新兴文化和新型经济形态。

（2）共享经济的特征

还有学者对共享经济的特征进行了界定，归纳以来有以下四个方面：

1. 社会性和环境友好性。Heinrichs指出，共享经济可作为实现环境和社会可持续发展的途径。无独有偶，有不少学者也关注共享经济与可持续发展之间的关系，并认为共享实际是反消费和有环境意识的行为的一种形式。这些观点强调共享经济具有社会性和环境友好性的特征，然而这些观点仅反映出共享经济当代特征的一部分。
2. 补偿性。有学者提出，共享经济实际就是协同消费，认为协同消费是传统共享形式中的商业维度，是利他行为的对立面。协同消费是一种“使用权代替所有权”的经济模式，这与之前Belk，的观点基本一致。有学者进一步认为，协同消费注重物品获取和分配过程中的协调以及对这种协调的补偿，而补偿性是区分包括易货在内的协同消费活动与纯分享和馈赠活动的关键特征所在。正是在这种有金钱补偿特征的共享背景下，有学者提出了“伪共享”这一术语。可见，利己动机和金钱是伪共享的主要驱动力。
3. 亲密性。亲密性是共享经济背景下仅次于补偿性的又一大特征。有学者指出，共享行为包括共享出去（share out）和分享进来(share in)，其中共享出去行为涉及与陌生人共享或一次性共享行为。据此，在线共享活动使亲密性的含义发生了些许改变，亲密性延伸至与同伴即对一个群体或社区有强烈归属感的成员之间的关系。换言之，共享对于陌生人是开放的，但并不意味着与陌生人之间存在像亲朋好友一样牢固的亲密关系。有学者研究证实，消费者拒绝对汽车共享社区有任何形式的社会依恋感。
4. 双重性，即社会性与商业性并存，私人关系与公共关系并存。随着互联网尤其是移动互联网和社会化网络的兴起，新的共享形式出现，这一点得到学者的认同，例如Belk认为当前存在一种新的、以因特网为主要技术的共享系统。该种共享系统除了具有数字性特点之外，还具有协同消费的补偿性与纯共享的社会性特征之间的相互作用，以及共享系统中参与者之间的私人或公共关系等特点。总之，共享经济关注社会性与商业性、私人关系与公共关系两个统一体。这种双重性特征也引起了业内不少学者的关注，如Habibi等通过对非所有权实践进行考察，提出了一个双重框架，其核心观点是非所有权实践具有双重特征且是共享和交换两种特征的混合体；John等研究指出，现代共享实践通过改变开放程度而改变了私人和公共之间的关系界限。

国内学者张鑫还对共享经济与分享经济术语之间的区别作了说明，认为共享经济和分享经济是两种不同的经济或商业模式，两者之间最大的区别在于使用权是否具有排他性以及是否受时空等因素的制约。他还进一步提出，共享经济严格意义上是指平台经济，而分享经济是租赁经济。可见，严格区分共享经济与分享经济，对于开展共享经济相关研究具有重要意义。

（3） 共享经济的类型

不同学者从不同视角对共享经济的分类展开了研究，并得出了不同结论。从内容形式上看，共享经济包括三种类型：第一，产品服务系统。用户能以低于购买商品的费用来共享或租用产品的短暂使用权，并不发生所有权转移，如Zipcar公司提供的租车服务、摩拜单车等。第二，再分销系统。用户可以选择不丢弃某个特定的商品，而是将它出售或免费赠送给别人，他们还可以在市场上进行物物交换，使物品重新进入流通环节，实现物尽其用，如用户可以在e Bay网站、转转上出售或交换二手商品。

1. 协作式生活方式。拥有相同兴趣爱好的人可以对时间、技能、空间甚至可以是资金进行分享和交换，如用户可以通过Airbnb提供或购买短租共享服务。从经营目的来看，共享经济分为营利性共享和非营利性共享两种：非营利性共享的代表是Int Bank（时间银行），旨在用现在公益服务的时间兑换未来取得帮助的时间，此处的平台只是作为时间记录和流通的媒介，不以营利为目的，但也并非慈善机构，平台依旧是供需之间的牵引线；营利性共享的案例较多，如通过Airbnb的空间共享、通过Uber的私家车共享等。

从共享主体来看，不管供给方参与者是企业还是个体，主体中必有一方扮演消费者的角色，根据主体类型的不同，共享经济可分为如下几种：

第一，B2C式共享。一个公司拥有的产品能够在网上社区被共享，并且直接把这些产品租赁给这些网络参与者，如单车（摩拜、OFO等）、汽车（Zipcar）、书籍（Chegg）和衣服（Rent the Runway）。

第二，C2B式共享。企业借助社会化力量运作，通过众包获取临时性劳动力，通过众筹便捷获取社会化资金等，如猪八戒网、轻松筹、Inno Centive等。

第三，P2P式共享。也称为C2C式共享，个体参与者扮演着产销者的角色，他们之间通过共享平台进行产品服务的分享或交换，如滴滴出行、Uber、Airbnb等。

第四，G2C式共享。共享产品的拥有者是政府或政府分支机构，城市自行车就是G2C模式的典型案例。

### 3.1.2 共享经济的驱动因素

学者们对促进共享经济出现和繁荣的因素展开了分析，提及的影响因素主要包括技术、经济和社会三类。

（1）技术因素

互联网技术及位置定位服务技术、云计算以及大数等创新技术的发展，大大降低了交易成本，使得基于互联网的共享成为可能。Belk研究认为，最开始的协同消费以及后来的共享经济现象都是建立在网络通信技术的基础之上，是网络时代的特定产物，网络开启了一扇资源共享的新窗口。

（2）经济因素

经济因素的影响首先体现在闲置资源的货币化上，以前被闲置的资源，现在可以将其货币化，供给方通过出售闲置资源的短暂使用权获取收益，需求方以低于市场的价格享用使用权，这种经济上的利益共享机制是促进共享经济发展的重要因素；此外，风险投资资金的流入是共享经济得以兴起的关键，风险投资资金是加速共享行业增长的核心力量。

（3）社会因素

社会因素的影响首先体现在推动可持续发展的需求上，在共享经济模式下，通过转售、出租、共有或赠送那些曾经被购买和使用有限次后就丢弃的产品得到最大化利用，从而减少环境负担。Barnes等指出，可持续性是促进共享经济发展的一个关键因素。其次，人口密度的增大也是重要的社会层面影响因素。城镇化加剧，不断增加的人口密度使共享成为可能，因为接触到更多的人，就意味着能都得到更多点对点的服务。最后，社会主流消费价值观的改变也是值得关注的因素。人们对物质拥有的重视程度不断下降，重使用价值轻所有权的趋势，使得人们倾向于选择共享型消费模式，尤其是针对低使用频率的产品，共享模式的价值更容易被凸显和认可。

### 3.1.3 共享经济的影响效应

（1）对宏观经济发展的影响

共享经济推动“使用—丢弃”的快速消费模式逐渐转向“使用—再使用—回收再利用”的闭环运行模式，与绿色发展的宗旨高度吻合。从整个社会供给来看，共享经济有利于实现社会资源的合理分配和高效利用，有利于绿色低碳经济的发展。

（2）对社会的影响

共享经济对社会影响的研究主要分为三个方面。第一，关注共享经济对社会就业的影响。共享经济对社会就业而言是一把双刃剑，一方面，共享平台的出

现给每一个拥有闲置资源的个体提供了成为微创业者的机会，为一部分人提供了工作过渡的桥梁，一定程度上有利于社会就业问题的解决；另一方面，由于共享经济对传统行业的冲击，使得一部分人面临着失业的风险。例如，有学者以Airbnb平台为例研究了共享经济对旅游业就业的影响，研究结果表明，住宿共享平台降低了住宿成本导致游客数量剧增，进而给整个旅游业创造了新的就业岗位。但是，又有学者指出，因低端酒店被Airbnb所取代，低端酒店员工面临失业，因此，随着共享经济规模的进一步扩大，共享经济带来的就业边际效应将逐渐减小。

第二，关注共享经济对城市交通的影响。有研究证实，以Uber为代表的共享汽车服务大大减低了酒后驾驶机动车引发的死亡事故，但同时也可能给当地带来交通拥堵，甚至增加因交通事故造成的总伤亡人数。

第三，关注共享经济对社会公平性和包容性的影响。有学者以营利性共享平台为研究对象，发现共享平台上的服务提供方大多是高学历背景且有全职高薪工作，平台给服务提供方提供的就业机会进一步加剧社会不公平，并指出这种社会阶层分化在蓝领就业市场上可能会有“挤出”效应。还有美国学者Edelman等研究发现，Airbnb平台目前的网站设计导致共享服务过程中普遍存在种族歧视现象，例如，一些房东拒绝接受非裔美国人住宿的情况。

（3）对传统行业产生的影响

一方面，共享平台相比于传统行业的企业而言，其运营效率更高，能够有效促进整体行业效率的提升；另一方面，共享经济模式的出现对传统行业的发展形成了威胁，造成某些传统企业的经济收入不断下降，迫使其面临淘汰。

（4）对环境的影响

随着消费者环境保护意识的提高，消费者主动寻求更高效的资源利用方式，以促进社会的可持续发展，研究表明，共享经济模式有助于降低给环境带来的负面影响。此外，还有学者研究证实，协同时尚消费（协同消费的一种形式）能带来巨大的环境效应，通过效率和充足效应对生态化具有积极促进作用。

（5）对可持续性的影响

有学者指出，共享经济是实现可持续发展的潜在路径。例如，从社会可持续性的角度来看，有学者认为共享经济将促进人的发展、安全和有效性以及提供更多的工作机会，并提出共享实践有助于促进社会转型；从经济可持续的角度来看，有学者指出共享经济可节约成本；从环境可持续性的角度来看，有研究表明，共享经济通过优化资源配置、减少排放和节能带来环境利益，并可减少过度消费带来的负面环境影响。有学者从理论层面指出，共享经济对促进城市可持续性发展具有积极作用。也有学者指出，共享经济可能有助于促进社会可持续性，但似乎对消费者在环境可持续性方面的价值取向无明显影响。

（6）对参与者个体的影响

共享经济对参与者个体的影响有三个方面。

第一，经济方面。在共享经济模式下，参与者个体基于共享平台可以通过分享闲置资源获得额外的经济收入，也可以通过共享平台获得更加多样的消费选择，在有限的经济条件下可以拓展消费范畴，以更经济的方式满足求新求变的需求。

第二，社会关系方面。共享经济还有利于社会资本的积累，Molz以Couchsurfing为例进行了研究，发现旅游住宿共享可增加人与人之间的亲密度。此外，有学者对共享经济领域社会资本创建的局限性或消极影响进行了研究，例如，Schor等研究指出，在共享背景下人与人之间的互动型社会关系具有一定的局限性，认为共享平台将底层工人阶级背景的参与者排除在外。还有学者得出同样的结论：共享背景下的人际互动通常局限于文化资本雄厚的中产阶级人士交际圈内。

第三，消费行为模式方面。有学者研究发现，P2P住宿在社交和经济性方面的优势显著影响游客目的地选择范围、旅游频率、住宿时间和参与的活动数量，住宿成本的降低使得游客可选择以往经济能力承受不起的目的地和活动。同样，有学者基于Airbnb平台探究了共享经济对游客行为变化的影响，指出Airbnb共享平台所带来的游客行为变化，主要反映在旅游目的地偏好和住宿类型偏好方面的变化。

## 3.2 融资理论

### 3.2.1 MM理论

现代企业融资理论始于 Modiglianit 和 Miller（1958）资本结构无关说。这之前，不存在普通接受的资本结构理论。他们认为，一个公司的资本结构跟公司的市场价值无关的前提，即公司的投资政策和融资政策是没有关联的，假设不收取公司所得税和个人所得税且公司不存在破产风险，资本市场能够完全有效运行，

也就是说公司的市场价值不受公司的资本结构影响。这就是 MM 理论阐述的基

本思想。

尽管最初的 MM 定理看起来与现实世界的直觉结论相距甚远，但是，MM定理及其扩展所揭示的负债在融资决策中的意义，对公司的资本结构决策做了非常有意义的分析，其结论对于理解公司价值的源泉开拓了新的研究视角，从而成为现代公司融资理论公认的经典分析范式和基础。

### 3.2.2 权衡理论

毫无疑问，MM 理论不仅在理论上具有重要意义，而且其严密的逻辑推理也同样令人信服。但是，它在显示出重要学术价值的同时，在现实世界中的应用价值却让人难以信服，因此在发表后引起了广泛的关注。MM 理论的一个核心是强调了负债能为公司带来税盾收益，但是在实践中几乎没有一个公司仅考虑负债的税盾收益而不考虑由此可能增加的风险成本。因为负债的本息构成了公司的债务，如果不能及时清偿，将使公司面临财务拮据，甚至面临破产危机，而且，公司债务融资比例越高，固定利息支出就越大，需要公司掌握足够的现金流，维持公司财务稳定和经营难度也就更大。结果，发生财务拮据的概率也会越高，公司价值由此也会下降。因此，存在最佳资本结构点，即债权融资造成的边际税盾收益和边际财务危机成本相等的点。

在20 世纪 70 年代，金融经济学家将研究的视角主要放在了与债务融资有关的税盾收益与破产成本上面，其结论就大为不同了，从而形成了资本结构的“静态权衡理论”。

静态权衡理论综合了税盾效应和破产成本学派的观点，认为公司最优资本结构就是在债务的税盾效应和破产成本之间的权衡。这个理论的两个方面没有纳入模型，导致了研究者对这个理论的相当不满，一些学者已将注意力从税收和破产成本转移开来（例如，Jensen 和 Meckling（1976），Myers（1984）），许多年来，企业财务论著已从另一条研究路线展开。最近几年，一些学者又重新考虑税收和债务成本，但是企业经营不在单一时期，这导致“动态权衡理论”。

动态模型反映了思想共识。今天最优的融资选择取决于下期何为最优。下期

可能是筹资或是付款。如果是筹集新的资金，债权融资或股权融资可能是最优的。下期何为最优有助于确定当期最优。通过强调不同的成本，不同的动态模型得出的结论不同。

### 3.2.3 啄食顺序理论

啄食顺序的定义是如果企业内部融资优于外部融资，债券融资优于股票融资，那么企业遵循啄食顺序。啄食顺序理论起源于 Myers（1984），Myers 又受到早期包括 Donaldson（1961）在内的制度学文献的影响。Myers（1984）认为，逆向选择暗示，留存收益优于债券，债券优于股票。这种排序（指融资顺序）是Myers 和 Majluf（1984）模型中的逆向选择导致的。其实排序原因较多，包括代理冲突和税收。

啄食顺序可能有不同的理解方式。倾向内部融资是什么意思？是指企业用尽了一切的内部融资资源才发行债券或股票？或是指“其它相同情况下”，企业最大进行内部融资后才进行外部融资？如果“优先”解释为“其它相同情况下”，那么对这个理论的任何检验取决于对“其他相同情况下”的规定。 即使在筹集外部资金时，大多数企业也会持有一内部资金（现金和短期投资），这是显而易见的，以至很少考虑检验啄食顺序。隐含的假设是持有现金的原因是交易的需要。因此，当解释相对使用内部和外部资金时，几乎所有的讨论都含有“其它相同情况下”。

该定义的第二个问题涉及债权与股权的偏好。正如我们所看到的，这个理论的最初主张是：如果债券可行，就永不发行股票的严格解释。很明显，这样严格的解释不仅是可驳倒的，而且遭到反驳的啄食顺序理论的支持者会越来越转向对“其他相同情况下”的解释。不同论文“其它相同情况”的版本不同。当然，如果检验依靠“其它相同情况下”越多，由啄食顺序解释的数据就越少。

股票在何点发行？严格的解释暗示：IPO（股票首次公开上市）后，不应该发行股票，除非股票由于某种原因变得不可行。引出了债务容量的概念，它是指啄食顺序下，举债能力达到了债务的极限，而考虑发行股票。显然，这提出了定义债务容量问题，现有文献并没有一致的定义。几篇最近的文献利用已有的因素来检验权衡理论从而定义债务容量。当然，这导致对结果解释的困难。

# 实例分析之共享单车的融资模式分析

## 4.1 共享单车概况

### 4.1.1 发展历史

共享单车是指企业在校园、地铁站点、公交站点、居民区、商业区、公共服务区等提供自行车单车共享服务，是一种分时租赁模式。共享单车是一种新型共享经济。中国共享单车市场已经历了三个发展阶段。2007年—2010年为第一阶段，由国外兴起的公共单车模式开始引进国内，由政府主导分城市管理，多为有桩单车。2010年—2014年为第二阶段，专门经营单车市场的企业开始出现，但公共单车仍以有桩单车为主。2014年至今为第三阶段，随着移动互联网的快速发展，以OFO为首的互联网共享单车应运而生，更加便捷的无桩单车开始取代有桩单车。

### 4.1.2 单车品牌

2016年底以来，国内共享单车突然就火爆了起来，最近一张手机截屏蹿红网络。除了较早入局的摩拜、ofo外，整个2016年至少有25个新的共享单车品牌汹涌入局，其中甚至还包括电动自行车共享品牌。

目前上市面上出现的共享单车品牌都有：摩拜单车、ofo小黄车、[小鸣单车](https://baike.so.com/doc/24213930-24843008.html" \t "https://baike.so.com/doc/_blank)、[小蓝单车](https://baike.so.com/doc/24213185-24841545.html" \t "https://baike.so.com/doc/_blank)、智享单车、永安行、北京公共自行车、骑点、奇奇出行、CCbike、7号电单车、黑鸟单车、hellobike（哈罗单车）、酷骑单车、1步单车、由你单车、踏踏、Funbike单车、悠悠单车、骑呗、熊猫单车、云单车、优拜单车、电电Go单车、小鹿单车、小白单车、快兔出行、雷杰斯单车、智享出行。

### 4.1.3 特点与缺点

与[网约车](https://baike.so.com/doc/24050226-24632966.html" \t "https://baike.so.com/doc/_blank)不同，自行车的运营受季节变化、天气状况等影响也比较大。至于遇上台风暴雨，则无论地处何方，共享单车出行的订单量，都会直线下降甚至归零，而平台还得面对更加高昂的车损折旧成本。

从北京的体验看，ofo开户押金100元（此后和支付宝合作，芝麻信用），每次骑行1元，在2017年初连续推出了很长时间的免费骑行活动，活动期间骑行免费，结束后恢复每次1元的收费。但由于部分ofo采用机械密码锁，破解成本较低，被违规占用，恶意使用甚至破坏的现象较多。摩拜单车开户押金300元的扫码解锁则大大降低了被个别个人长期霸占的风险，而且4月份推出的转发分享免费骑行链接以扩大用户，定时推出红包车以激活长期未被使用的僵尸车等功能都很有针对性，效果不错。存在的问题就是定位还不是很精准，地图显示位置和实际停车位置经常对不上，还需改进。

与“有桩”的[公共自行车](https://baike.so.com/doc/6819804-7036859.html" \t "https://baike.so.com/doc/_blank)相比，这种随时取用和停车的“无桩”理念给市民带来了极大便利的同时，也导致“小红车”和“小黄车”的“乱占道”现象更加普遍，对城市空间管理和城市美化的影响，而变得更加困难，这也就需要相应的管理规定出台。

## 4.2 共享单车融资模式分析

想进入这个共享市场的财务和战略投资人非常多，目的各不同，有为自己产品提供协同效应的，有为低价获取用户数据的，有希望获得高频用户入口的，有为财务创新提供工具和场景的，有为基金刷品牌存在感的……

### 4.2.1 外源融资

（1）股权融资

风险投资（Venture Capital，简称为 VC），也译为创业投资。根据美国风险投资协会（NVCA）的定义，风险投资是由风险投资家投入到创新型、高成长企业中的一种与管理服务相结合的股权性资本。根据欧洲投资银行的定义，风险投资是为形成和建立专门从事某种新思想或新技术生产的小型公司而持有的一定的股份形式承诺的资本。而经济合作与发展组织的定义更加复杂，存在三种不同的定义。最常用的一种表述为：风险投资是一种面向在新思想和新技术方面具有独到之处的中小企业提供股权融资的投资行为。在研究和实践中，虽然对风险投资还存在着其他不同的定义，但大多是以美国风险投资协会的定义为基础，并从中发展引申而来的。

总结而言，风险投资是指具备资金实力的投资者对具有专门技术与良好市场发展前景，但缺乏启动资金的创业者进行资助，并换取相应股份，承担相应创业失败风险的投资。

风险投资家（Venture Investor）既是投资者又是经营者，指的是从事以上风险投资行为的人。风险投资家在向风险企业投资后，通常会加入企业的经营管理。也就是说，风险投资家为风险企业提供的不仅仅是资金，更重要的是专业特长和管理经验。另外，从这个意义上讲，风险投资也包括天使投资。

“共享单车”的商业故事很动听。可以说，在短期内共享单车取得了巨大的市场成功。这一成功不仅归功于商业模式的创新、科学技术的进步，更在于资本，即风险投资对其特殊运作方式的支持和推动。

根据数据显示，参投共享单车项目的主体仍以风险投资机构为主，占据70% 的比例；大型公司占据 19% 的比例；个人投资者占据 11%的比例，如图1 所示。特别是在靠前的融资轮次，有较多的天使投资人参与。

截至 2017 年 7 月，已有 11 家共享单车企业披露了融资消息，仅以上 6 家共享单车的融资额就已超 170 亿元人民币。据公开资料显示，摩拜单车已完成E 轮融资；ofo 已完成 E 轮融资；哈罗已完成 B+ 轮融资；优拜已完成 A+ 轮融资；小蓝、永安行均已完成 A 轮融资，并且，共享单车融资事件发生的爆发期与资本入局的爆发期也主要集中在 2016年与 2017 年。详细数据如表1所示。

表1 共享单车融资概况统计表

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 单车品牌 | 轮次 | 时间 | 金额 | 投资机构 |
| 摩拜 | 天使轮 | 2015/3/1 | 146万人民币 | 李斌 |
| A轮 | 2015/10/30 | 300万美元 | 愉悦资本、刘二海 |
| B轮 | 2016/8/19 | 数千万美元 | 熊猫资本、愉悦资本、创新工场 |
| B+轮 | 2016/8/30 | 数千万美元 | 祥峰投资、创新工场 |
| C轮 | 2016/9/30 | 5500万美元 | 高瓴资本、华平投资、腾讯、红杉资本中国、启明创投、贝塔斯曼亚洲投资基金 |
| D轮 | 2017/1/4 | 2亿美元 | 腾讯、华平资本、携程、华住酒店集团、德太资本、红杉资本中国、启明创投、愉悦资本、贝塔斯曼亚洲投资基金、熊猫资本、祥峰投资、创新工场、鸿海集团、永柏资本 |
| 战略投资 | 2017/1/23 | 亿元及以上美元 | 富士康 |
| E轮 | 2017/6/16 | 6亿美元 | 腾讯、交银国际、德太资本、高瓴资本、红杉资本中国、法拉龙 |
| 战略投资 | 2017/11月 | 未披露 | 高通 |
| F轮 | 2018/1/24 | 超10亿美元 | 美团点评 |
| 并购 | 2018/4/4 | 未披露 | 美团点评 |
| ofo | 天使轮 | 2015/3/17 | 数百万人民币 | 唯猎资本 |
| pre-A轮 | 2015/12/22 | 900万人民币 | 弘合基金、唯猎资本 |
| A轮 | 2016/2/1 | 1500万人民币 | 金沙江创投、弘合基金、朱啸虎 |
| A+轮 | 2016/8/2 | 1000万人民币 | 真格基金、王刚、张子陶 |
| B轮 | 2016/9/2 | 数千万美元 | 经纬中国、金沙江创投、唯猎资本 |
| B+轮 | 2016/9/26 | 数千万美元 | 滴滴出行 |
| C轮 | 2016/10/10 | 1.3亿美元 | 滴滴出行、小米科技、顺为资本、中信产业基金、元璟资本、经纬中国、金沙江创投、Coatue Management、Yuri Milner |
| D轮 | 2017/3/1 | 4.5亿美元 | 滴滴出行、中信产业基金、经纬中国、新华联集团、DST、Coatue Managemen、Atomico |
| D+轮 | 2017/4/22 | 亿元及以上美元 | 蚂蚁金服（阿里巴巴） |
| E轮 | 2017/7/6 | 7亿美元 | 阿里巴巴、弘毅投资、中信产业基金、滴滴出行、DST |
| E2-1轮 | 2018/3/13 | 8.66亿美元 | 阿里巴巴、灏峰集团、天合资本、蚂蚁金服、君理资本 |
| 哈罗单车 | A轮 | 2016/11/4 | 未透露 | 愉悦资本、纪源资本、贝塔斯曼亚洲投资基金、磐谷创投 |
| A+轮 | 2017/1/12 | 未透露 | 纪源资本、磐谷创投 |
| B轮 | 2017/4/17 | 亿元及以上人民币 | 成为资本 |
| B+轮 | 2017/6/30 | 亿元及以上人民币 | 威马汽车 |
| C轮 | 2017/10月 | 未透露 | 永安低碳科技、蚂蚁金服、深创投 |
| D1轮 | 2017/12月 | 3.5亿美元 | 复星、美国纪源资本 |
| D2轮 | 2017/12月 | 10亿人民币 | 复星、美国纪源资本 |
| E1轮 | 2018/4月 | 7亿美元 | 复星、蚂蚁金服 |
| 永安行 | 天使轮 | 2014/8/28 | 4000万人民币 | 深创投 |
| A轮 | 2017/7/28 | 未透露 | 蚂蚁金服、深创投 |
| - | 2017/9月 | 8.1亿人民币 | 深创投、上海云鑫（蚂蚁金服） |
| - | 2017/12/3 | 23亿人民币 | 上海云鑫、上海龄稷 |
| 优拜 | 天使轮 | 2016/9/23 | 数千万人民币 | 中路资本、初心资本、点亮资本、火橙资本 |
| A轮 | 2016/11/7 | 1.5亿人民币 | 一村资本、黑洞资本、中路资本、点亮资本、火橙资本 |
| A+轮 | 2016/12/13 | 1亿人民币 | 黑洞资本 |
| - | 2017/9月 | 数千万美金 | 海外家族基金 |
| 小蓝单车 | A轮 | 2017/2/24 | 4亿人民币 | 黑洞资本、智能星通 |

此外，摩拜、ofo、哈罗还具有诸多海外背景的投资机构参投。例如，法拉龙资本 Farallon Capital（美国）、淡马锡Te ma s e k（新加坡）、华平投资 WI Ha rp e r Group（美国）、TPG 德太资本（美国）、DST（俄罗斯）、贝塔斯曼亚洲投资基金 BAI（德国）、Coatue Management （美国）、Atomico（英国）、纪源资本 GGV（美国）等。海外创投机构的青睐似乎也会为各共享单车公司带来更多的国际市场通道。就目前而言，摩拜与 ofo 均已布局国际化市场战略，并初具成效。而哈罗也在 2017 年 4 月份成为全国首家政府指定公务用单车，且在最新一轮融资的助推下，进一步加码景区共享单车细分市场。

表面上来看，风险投资家纷纷入局“共享单车”行业似乎是对“非理性投资”的具体诠释。但基于前述对风险投资家的投资逻辑分析，资本疯狂入局“共享单车”可能也具有其合理性。本文认为，风险投资家主要基于对项目预期回报与可预见风险的权衡决定投资决策，其最主要的投资目的就是获得超额回报。虽然目前市场上已有多达几十家“共享单车”同质产品在争夺市场，但是其一家独大的竞争格局并未确定，市场吸引力非常大。根据前述的风险投资家投资逻辑分析，该项目的期望回报可观。另外，由于该项目在抵制环境威胁的能力上普遍较弱，因而各公司管理能力的对比优势即能决定该项目的可预见风险。

就目前资本所追捧的几家共享单车公司，其管理团队都具有相当资深的专业背景，因而管理能力的优势弥补了该项目在抵制环境威胁的能力上的不足。再加上本身共享单车市场前景看好，区域市场的占领也主要依赖于营运资本的大规模投入，一旦抢夺区域市场即可形成竞争壁垒，对于小公司而言 ，存在较大的被收购潜力。因此“共享单车”行业目前的资本混战表象之下也具有一定的合理性。

1. 供应链融资

在实际中，由于资金限制，许多供应链上的小微企业不能完全按照需求来制定最优的生产经营计划，这样就会对整个供应链的绩效造成影响。很多研究表明，供应链上的某个企业出现的资金短缺时，对这单个企业和供应链上的其他企业乃至整个供应链的绩效都有影响。供应链融资可以很好的解决供应链上的小微企业的资金短缺问题。通过供应链融资，可以最大程度地解决供应链的资金约束问题，在提高了整条供应链物资流动效率的同时，切实改善了相关企业的经营绩效。

谁能在共享单车大战中胜出？一个前提条件是，他们需要拥有足够的单车来投放。为了快速抢占市场，共享单车行业整体以疯狂的方式布局，这场军备竞赛中，工厂的战略合作关系，成为“兵家必争之地”。

在接受凤凰科技采访时，不少共享单车的创业者都表示，产品、服务、资金是决定这场赛跑最终胜利的关键。在这场即将到来的鏖战中，产业链的上下游都已经全身心投入。一位共享单车品牌的CEO表示，现在全国80%的自行车生产线上出产的，都是共享单车。

摩拜、ofo，已经出现的各个公司，再加上业界认为将要现身的不少于十家共享单车平台，整个市场上已经迎来近50个玩家。2017年的共享单车，和2011年的团购、2013年的打车平台处在一个相似的境地。单车供应链的压力或许遏制了更多平台的涌现，但有限的资源更加剧了其中的竞争。

表2 共享单车供应商欠款统计表

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 单车品牌 | 时间节点 | 供应商欠款 |
| 摩拜 | 2017年12月 | 10亿元 |
| ofo | 2018年1月 | 25亿元 |
| 小蓝单车 | 2017年11月 | 2亿元 |
| 酷奇单车 | 2017年10月 | 2亿元 |

表2为几个共享单车品牌的供应商欠款，从表中我们可以看出，作为共享单车排名靠前的玩家，摩拜和ofo的供应商欠款要远远大于其他共享单车品牌。一方面，这可能与其生产规模有关，这两家共享单车目前占有的市场份额较大，供应的单车数量也比较多，相应的供应商欠款数额就更大；另一方面，也一定程度上说明了行业龙头的地位给他们带来的好处，作为共享单车排名最靠前的两个品牌，相比其他品牌，可能意味着更小的风险和更大的汇报，还有更长期的合作关系，出于对自身利益的多方面考虑，供应商就更愿意接受与他们的这种先供货再收钱迟应收账款的赊销模式。在这场比拼规模与速度的比赛中，资本的作用不言而喻，这种供应链融资的方式在一定程度上缓解了各个企业在这场烧钱大战种的资金压力。

1. 动产抵押融资

随着经济的发展和市场经济的日趋完善，市场中企业的融资需求逐渐増长，而在企业的所有资产中，除了相应有限的±地和厂房之外，绝大部分资产就是机器、设备、物资等动产，动产抵押融资的出现和开展，为企业特别是中小企业解决敲资担保发挥了较好的作用。

2018年3月5日，ofo将旗下共享单车抵押给阿里系企业用于担保融资，融资规模达17．66亿元。根据国家企业信用信息公示系统显示，ofo先是将位于北京、上海、广州、深圳四个城市共计约444．76万辆共享自行车抵押给蚂蚁金服旗下上海云鑫创业投资有限公司，债权数额为5亿元；随后又将浮动数量的共享自行车抵押给浙江天猫技术有限公司。两次动产抵押登记被担保债权数额合计17．66亿元。

这次融资的方式颇为特别，以单车作为抵押物换取融资在行业内还是首次。按照抵押444．76万辆车获取5亿元债券来看，每辆ofo小黄车值112．4元；按照这一单价来计算，1570万辆车才可抵押到17．66亿元的债券总额，这一数字或许为ofo目前全部的单车数量。

通过抵押动产向巨头借钱，在科技圈近年来不多见，唯一有印象的一次是锤子。而锤子抵押股权借钱，有两个原因，一个是真的差钱了;第二个是"古典"的股权融资，难以实现。

以共享单车做抵押融资，ofo是被公开报道的第一例。毕马威投资咨询服务总监竺霞英介绍，抵押的目的一般就是融资，没有一笔融资不需要相关抵押或者保证，而只要是有价值的资产都可以抵押。对于[阿里巴巴](http://money.163.com/baike/alibaba/" \o "财经公司_阿里巴巴" \t "http://money.163.com/18/0305/01/_blank)而言，共享单车是移动支付的重要场景，共享单车使用频次高，能提升用户黏性。加上老对手腾讯投资了共享单车领域另一巨头摩拜，因此，阿里投资ofo在情理之中。对于共享单车而言，巨额资金可以缓解吃紧的现金流。

动产抵押融资可解资金链上的燃眉之急，但亦有风险。如果共享单车企业以共享单车为基础，向使用用户收取押金，又以其为抵押物向其他机构获取资金，那么，可以理解为一辆共享单车之上不仅可能附着了多个用户押金，也附着了相应的抵押担保义务，可能对用户的资金安全产生一定的风险。即如果共享单车企业挪用了用户押金，又将单车质押给第三人，那么，当用户申请退还押金时，可能出现企业资金无法足额偿付用户押金的风险。

另外，企业债务清偿顺序中，在职工债权、税款及社保费用之后，抵押融资中的债权人则享有对抵押物的优先清偿权。用户支付的押金如果无法与企业财产明确区分（如：不是专门的银行账户存放押金），则该押金的性质为普通债权，而普通债权偿付优先级低于抵押债权，也要位于职工债权、税务债权和社保债权之后清偿。

### 4.2.2 内源融资

据国内第三方机构比达咨询公布的数据显示，截至 2016 年底，我国共享单车用户数量已达 1886万，2017 年升至 5000 万。2017 年 1 月，摩拜、ofo 两大共享单车领头平台双双宣布其用户量已超 1000 万。依此用户数计算，每个 ofo 单车用户押金为 99 元，平台押金总额达 9.9 亿元 ；每个摩拜单车用户押金为 299 元，平台押金总额高达 29.9 亿元。两大平台押金近 40 亿元。截至2017年6月，共享单车用户规模已经达到1.06亿；保守估计，仅共享单车领域的存量押金规模就近100亿元。

此外，单车使用费预付充值，ofo 最少充值 20 元，摩拜单车已从 1 元升至 10 元，但不排除将来随着用户量快速增长提高预付充值基数。由押金和预付费归集形成的庞大资金池沉淀在平台，犹如一个中型商业银行的资产规模，仅用于活期存款和理财的年收益就可高达几千万元甚至上亿元。

各共享单车平台基本情况见表 3。

表3 共享单车押金和租金情况统计表

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 共享单车平台 | 摩拜 | ofo | 优拜 | 小鸣 |
| 融资机构 | 腾讯、愉悦资本、熊猫资本、创新工场、高瓴资本、华平资本等 | 唯猎资本、弘合基金、经纬中国、滴滴出行、小米科技、DST等 | 中路资本、点亮资本、一村资本、黑洞投资等 | 联创永谊、凯路仕等 |
| 市场梯队 | 第一梯队 | 第一梯队 | 第二梯队 | 第二梯队 |
| 融资伦次 | D轮 | D轮 | A+轮 | B轮 |
| 押金 | 299元/人或账户或免押（服务不同） | 99元/人或账户，新客户199元/人或账户 或免押金（芝麻信用分数） | 298元/人或账户 | 199元/人或账户 |
| 单车 | 0.5/半小时或1元/半小时（车型不同） | 1元/小时（社会人士）0.5元/小时（校园用户） | 0.5元/半小时 | 0.1元-1元/半小时（最低0.1元） |
| 充值最小单位 | 10元 | 20元 | 10元 | 1元 |
| 服务城市数量 | 24个 | 40个 | 10个 | 不足10个 |

不同于传统的租赁合同——一物一押金——用户归还租赁物后公司应当将押金及时归还客户，共享单车一车多押的模式很容易造成巨额的资金沉淀，再加上有的单车是客户申请退还押金后，还需要等待7日左右才能获得押金，这种期限的错配也会造成资金池中的押金沉淀。

另一方面，专家指出，有的共享单车平台对用户押金、预付资金账户仅用“存款账户”管理，并未设立“专用账户”。而银行对存款账户并无第三方监管义务，因此用户的资金安全根本无法得到保障。单靠共享单车平台企业的自觉性，实现对押金的监管显然是不现实的。

如此规模巨大的资金，加上监管机构和制度并不完善，资金使用也就不透明，那么各个企业相当于有了自己的“金库”，虽然还没有融资理论来解释企业这种融资方式，但它确确实实为共享单车个企业筹措到了可以自由使用的流动的现金。

2017年12月，有网络媒体报道称，根据内部人士爆料，因市场扩张成本高企，摩拜和ofo小黄车两家单车企业资金告紧，已经开始挪用用户押金填补缺口，挪用总金额高达60亿元，自行车厂以及公关公司等供应商的付款也均已暂停。

对于这一说法，摩拜方面称，该报道与事实严重不符，摩拜单车对此表示强烈谴责。对于网络上出现的恶意诋毁和造谣，摩拜单车将通过法律途径维护自身的合法权益。ofo方面发给澎湃新闻的回应称，目前公司各项业务有序运转。目前，用户通过官方APP、客服电话等渠道均可顺利退还押金。

虽然摩拜和ofo事后均否认上述传言，称严格保障押金安全，并且随时可退，但有心者发现，这两家公司在回应中并未直接回应是否存在挪用用户押金的行为。

至于两家公司与合作银行针对共享单车押金的具体监管协议，澎湃新闻记者也向摩拜、ofo进行了询问，但截至发稿，未获得回复。

有共享单车业内人士给澎湃新闻记者的说法则是， “挪用押金已经是行业公开的秘密。”

# 第5 章 共享经济创业企业的融资模式分析

## 5.1 融资结构现状分析

融资结构是企业在筹集资金时由各渠道和方式获取到的资金的构成和比重关系，对于企业来说主要是内源融资与外源融资两部分。大部分共享经济创业企业存在优先股权融资，然后债务融资，最后内源融资的情况。成长性不高的中小企业更明显有这种倾向，这些低成长性的中小企业使用股权融资的比例比高成长性的中小企业高出许多。

### 5.1.1 股权融资比例高

股权融资一直以来深受中小企业追捧，据社会调查显示，目前依靠发行股票来融资的中小企业接近 80%，股权融资的趋势十分集中。我国正处于经济转轨阶段，证券市场机制很不健全，共享经济创业企业企业往往认为股权融资是最为简便有效的融资方式，而且只需支付红利，成本很低，所以成为众多中小企业的首选。

### 5.1.2 债券融资比例小

现阶段我国共享经济创业企业发行债券融资的比例非常低，明显偏低。一直以来我们国家股票市场与债券市场发育十分不平衡，债券市场的发展落后，共享经济创业企业可以利用债券融资的空间十分狭小，导致我国共享经济创业企业公司都偏向于发行股票来融资，而且这样可以使企业减少外债，降低资产负债率，有些公司的负债率甚至接近于零。

### 5.1.3 债务融资比重偏低

由于共享经济创业企业经营时间短，技术含量不高，抵抗风险能力差，银行等金融机构在对共享经济创业企业进行发放贷款之前要对企业的资产进行评估。而根据统计，获得信贷支持的共享经济创业企业仅占总数比重非常小，而且银行这些金融机构贷给共享经济创业企业的资金主要以流动资金或短期贷款为主，较少提供长期信贷。

### 5.1.4 留存收益比重也较低

从各大共享经济创业企业内部留存收益率的数据来看，均值在26.23%左右，比重偏低。随着经济快速发展，共享经济创业企业为了不扩张需要大量资金，但由于自身盈利能力较低，内部积累很少，依靠外源融资的比重很大。

## 5.2 融资障碍级解决途径分析

共享经济创业企业自身经营的特点决定了融资过程中无论是股权融资，还是债权融资都要存在障碍，原因并非是小微企业缺乏足够的抵押物，这仅仅是一种外在表现，问题的核心是由于在小微企业外部融资中由于信息不对称带来的高交易成本和严重的信贷配给，认识到这一问题是解决小微企业融资问题的有效途径。

### 5.2.1 融资障碍的根源分析

商业银行在面向共享经济创业企业贷款时主要发生的成本包括两个部分：信息成本和

代理成本。

（1）信息成本

这里所谓的信息成本是指在资金借贷过程中，商业银行为了搜索、调查、甄

别和确认优质贷款客户所花费的成本，这部分成本集中体现在银行对信息的搜集、加工和处理上。由于现实中的市场是非有效市场，资金借贷过程中普遍存在信息不对称，发放贷款的商业银行处于信息劣势一方，为了能够准确而有效的找到优质客户、保证贷款的本息能够安全回收，必然要有信息成本的发生。

相比较大中型企业，面向共享经济创业企业的贷款银行要付出更多的信息成本，这主要是源于：第一，共享经济创业企业数量众多而又没有建立起完善的企业信用记录系统，商业银行在众多良莠不齐的共享经济创业企业中寻找到真正优质、具备还款能力的客户必然要花费更多成本。第二，共享经济创业企业多为家族式或个人式的经营模式，企业仅对业主负责，对外很少有信息披露，这进一步加大了贷款银行了解小微企业真实经营状况的成本。第三，共享经济创业企业破产率高，为了在严酷的竞争中生存下去，企业很少主动加强自身信用的建设，甚至还会有伪造经营、财务记录，欠债不还等行为发生，这些行为使得银行要花费更多成本去识别企业的真实状况。

（2）代理成本

这里所谓的代理成本是指借贷关系建立后贷款银行为保证贷款本息的回收

对贷款企业进行监督和约束的成本。在资金借贷的活动中，伴随着资金使用权的

转移，委托代理关系随之产生，委托人（银行）为了保证代理人（共享经济创业企业）的目标与自身的目标保持一致，必然要采用一系列的激励或监督手段，由此而产生了代理成本。与信息成本类似，共享经济创业企业贷款过程中发生的代理成本同样高于大中型企业，这是因为：第一，共享经济创业企业破产几率大，没有偿还能力而发生贷款违约的几率高，银行必须随时监控小微企业经营状况的变化。第二，共享经济创业企业经营不规范，财务信息混乱，银行必须花费更多的成本识别企业真实经营状况而确认其还款能力。

无论是信息成本还是代理成本都源于信息的不对称，这种由于信息不对称带

来的高额交易成本是小微企业融资困境的根本原因，而现在普遍认为的缺少抵押物品导致小微企业融资困难只是这一根本原因的外在表现，是银行为了降低贷款的交易成本而采用了抵押物品这种非价格条件，小微企业由于无法满足这一非价格条件而被银行拒之门外。

5.2.2 从交易成本角度解决融资障碍的途径分析

基于交易成本的小微企业融资障碍分析表明，共享经济创业企业融资障碍的根源在于交易成本，因此解决共享经济创业企业融资障碍也必然要从交易成本入手，单方面的财政补贴，建立担保机构等措施并不能从根本上解决问题。

经营状况良好的共享经济创业企业是最具潜力的、最有可能存活下去的部分，特别是一些高新技术产业，只要企业决策正确，几年时间就可以迅速发展成为大中型企业。对于这一类共享经济创业企业，筹集资金并不是非常困难，应当鼓励他们面向更为广阔的资本市场，通过直接融资进入证券市场融资，利用金融活动帮助企业迅速发展。而创业板市场上市融资成为其较好的选择，通过在证券市场直接融资，变私人企业为公众企业，通过市场的监督规范其经营行为，通过信息披露等市场行为降低融资中的交易成本。

对于一些与某一大型核心企业具有经常性业务往来的共享经济创业企业来说，利用大型核心企业开展供应链融资则是一种比较好的选择。大型核心企业对小微企业的订单、支付凭证等可以成为小微企业融资的抵押物，使小微企业满足金融机构借款的非价格条件，可以降低共享经济创业企业借款中的交易成本。

在某一区域内形成产业集群的共享经济创业企业通常会形成一种互助性质的组织，即行业协会。行业协会虽然不能直接干预共享经济创业企业的生产经营活动，但它比金融机构更为了解共享经济创业企业经营状况，也可以通过互助性质的活动监督、激励甚至管理共享经济创业企业，因此它完全可以成为共享经济创业企业和金融机构之间的桥梁，借助于它可以有效的降低共享经济创业企业融资中的交易成本，促进共享经济创业企业融资。

其它不具备任何特征的共享经济创业企业，没有办法通过一些中介来降低交易成本，可以发展关系型融资，通过与银行建立长期稳定的联系，在长期交往中逐渐减少信息不对称，进而降低交易成本。

# 结论

共享经济作为近几年大火的概念，享受了资本的高度青睐，不管它日后发展方向如何，通过对具有代表性的共享单车的融资问题分析，我们可以总结出共享经济创业企业融资模式的几点创新之处，或者说是与一般的创业企业相比它在融资时体现出来的特别之处：（1）当一个新的经济模式出现并受到资本追捧时，复制这种模式也就更容易得到风险投资者的看好；（2）当行业竞争加剧，企业需大量资金周转时，能否取得上下游企业的支持，利用供应链融资也很重要；（3）押金和租金，本来为消费者的资产，却在企业那里形成了巨大的资金沉淀。虽然这一方法不能解释为任何一种企业的融资方式，但它确确实实为企业提供了可供企业救急的资金池；（4）在互联网时代，与传统的投资逻辑不同，企业自身的盈利模式并不是投资者唯一看中的要素，比如流量和数据，这是很多投资机构愿意入局共享经济的主要原因。

但是，在短短几年的时间里，共性经济创业企业如雨后春笋般兴起，又迅速的成片大批倒闭，可见共享经济这场融资大战带来的问题也是不可忽视的：（1）风险投资者并非都是理性的，盲目跟风的大有人在，这就导致有的企业仅仅是为了资本而蹭共享经济的热度，并不考虑其长远持久发展的可能性；（2）大规模的股权融资使得创始人的股权被稀释，拥有着越来越少的发言权，企业可能被资本绑架，违背了创立时的初衷，沦为资本的工具；（3）企业没有明细的盈利模式，自身造血能力不足，发展完全依赖外部融资，这无疑是一个死局；（4）押金可能意外的成为了企业资金融通的一种方法，但是也可能成为投机者的可乘之机，共享经济的创业企业中，创始人卷款跑路的现象已是屡见不鲜。

共享经济的迅猛发展，为群众的生活带来了便利，让市场力量充分释放，与此同时，共享经济也存在“野蛮生长”的乱象。共享经济的健康持续发展，关键就在于处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用，同时更好发挥政府作用。一方面，唯有提升监管能力，有效应对这一新兴经济带来的新问题，才可以让共享经济健康发展，另一方面，通过完善服务、提升治理能力，让共享经济这一新的经济增长点能够更好更快发展，创造经济效益，并带来正面的社会效益。

首先，政府应在市场准入方面严格按照程序，充分评估市场的承载能力，在共享经济的浪潮下拉出一条警戒线，避免共享经济创业企业的泛滥成灾。其次，要加大对消费者权益的保护力度，对于大家普遍关心的退还押金问题，相关企业必须和政府设立联合监管账户，进行集中式管理，还有一些不法商家利用个人数据信息从事商业经营活动，政府应严厉打击。最后，发展新的监管模式已经成为当务之急，监管对象众多，如专车司机、个体房东等，涉及信用、税收、保险经营资质、从业资格等诸多问题，传统监管模式已经不适应实际监管需求。

**参考文献**

[1] Auerbach，A.J，M.A King. Taxation，portfolio choice and debt-equity ratios[J]. A general equilibrium model，Quarterly Journal of Economics，1983，98：587-610.

[2] Baker，M，J Wurgler. Market timing and capital structure[J]. Journal of Finance ，2002，57：1-32.

[3] Bradley，M，G Jarrell，E.H Kim. On the existence of an optimal capital structure theory and evidence[J]. Journal of Finance，1984，39：857-877.

[4] Brennan,M.J，E.S Schwartz. Optimal -financial policy and firm valuation[J]. Journal of Finance，1984，39：593-607.

[5] Butters，J.K. Federal income taxation and external vs. internal financing[J]. Journal of Finance ，1949，（4）：197-205.

[6] Cadsby，C.B，M.Z Frank，V Maksimovic. Pooling，separating，and semiseparating equilibria in financial markets：Some experimental evidence[J]. Review of Financial Studies，1990，（3）：315-342.

[7] Cadsby，C.B，M.Z Frank，V Maksimovic. Equilibrium dominance in experimental financial markets[J]. Review of Financial Studies，1998，（11）：189-232.

[8] De Angelo H，R. Masulis. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation[J]. Jouran of Financial Economics，1980，8：3-29.

[9] Dimitrios Vasiliou，Nikolaos Eriotis，Nikolaos Daskalakis.Testing the pecking order theory：the importance of methodology.[J]. Qualitative Research in Financial Markets,2009,(1):85-96.

[10] Dybvig，P，J Zender. Capital structure and dividend irrelevance with asymmetric information[J]. Review of Financial Studies，1991，（4）：201-220.

[11]包晓岚.中小企业融资方式选择的影响因素分析[J]. 商业时代，2006，（10）：61-65.

[12] 陈凌，叶长兵. 中小家族企业融资行为研究综述[J]. 浙江大学学报（人文社会科学版）2007，37（4）：172-181.

[13]陈晓红.中小企业融资结构影响因素的实证研究[J]. 系统工程，2004，22（1）：60-64.

[14]迟宝旭.中国技术创新融资问题研究[D]. 东北农业大学，2002.

[15]迟宪良.中小企业融资困境与对策研究[D]. 吉林大学，2007.

[16]杜航.融资渠道建设中的供应链管理应用[D]. 中国科学技术大学，2011.

[17]费淑静.民营中小企业融资体系研究[D]. 西北农林科技大学，2004.

[18]高向坤.我国农业上市公司资本结构研究[D]. 华中师范大学，2007.

[19]葛永波，张萌萌.企业融资偏好解析——基于农业上市公司的实证数据[J]. 华东经济管

理，2008，22（6）：42-48.

[20]葛永波. 企业融资偏好与融资结构特征的背离——基于农业上市公司的实证研究[J]. 农业技术经济，2007，（5）：31-37.

[21]古永嘉，郑敏聪，游佳铃. 台湾资讯电子业上市公司融资决策顺位之研究Ordered-logistic 回归模式之应用[J]. 辅仁管理评论，2005，12（3）：41-69.

[22]管曦. 技术创新与提升福建茶叶竞争力问题研究[D]. 福建农林大学，2004.

[23]何苗.我国农业类上市公司融资结构实证研究[D]. 西北农林科技大学，2007.

[24]洪锡熙，沈艺锋.我国上市公司资本结构影响因素的实证分析[J]. 厦门大学学报(社科版)，2002，（3）：114-120.

[25]胡春林.企业优序融资理论与我国资本市场建设[J]. 四川教育学院学报，2005，21（1）：

25-27.

[26]胡援成.企业资本结构与效益及效率关系的实证研究[J]. 管理世界，2002，（10）：146-152.