

# 初创企业的估值与融资问题探讨

吴辉 魏月红

**摘要:**实务中, 初创企业的估值是难点。对于种子期企业, 估值并不能够反映企业的真正价值, 只反映投资者愿意用多少投资交换企业多少股份; 对于初建期企业, 可以使用博克斯法、类比法和对赌法进行估值。估值后初创企业主要可以采用可转债和优先股融资方式进行融资, 但应注意估值与融资中存在的一些问题。

**关键词:** 初创企业; 估值方法; 可转债; 优先股

企业发展周期分为种子期、创建期、生存期、扩张期和成熟期。目前企业估值方法虽然很多, 如现金流折现法、重置成本法、收益现值法、市场价值法等, 但这些方法大都用到企业的现金流量等财务指标, 对于种子期和创建期的企业不太适用, 尤其是种子期企业的初创人可能只有一个想法或产品还在实验室阶段, 没有收益, 也就不会有财务指标可供参考。那么, 如何对种子期和创建期的企业进行估值? 估值时应该考虑哪些因素? 估值后企业以何种方式进行融资? 本文将就此展开探讨。

## 一、初创企业的估值方法

### (一) 如何对种子期企业进行估值

在企业发展的种子期, 往往是企业的初创者拥有新技术专利或新产品发明等, 但对新产品或新技术还需要投入资金做进一步的研究开发或者产品完善与测试等, 而企业未来如何经营的很多方面没有规划或者仅仅在规划中, 并没有实施。因此, 这一时期企业的资金量需求可

能不是很大, 但投入资金的风险可能会很高, 因为企业未来的不确定性很大。在这一时期, 如果使用传统方法对企业进行估值, 几乎是不可能的, 因为企业还没有开始运营, 没有财务指标可以做参考。实际上, 在企业发展的早期, 估值并不能够反映企业的真正价值, 只能反映投资者愿意用多少投资交换公司多少股份。企业的估值越高, 企业的初创者就可以用越少的股份换取越多的资金。因此种子期企业的估值应该为企业达到预定的目标所筹集到的资金数除以企业出让的股份占全部股份的百分比。这就要求企业在融资前首先应该明确为达到预定的目标在下一轮融资前需要的资金量; 其次要确定希望使用多少股份来换取这些资金。当然, 还要看投资者愿意使用多少资金换取企业的股份。

### (二) 如何对创建期的企业进行估值

度过种子期后, 企业的技术或产品已经成熟可以上市了, 这时企业才开始真正运营, 同时也意味结束

种子期, 进入创建期。这时企业需要购买或者租赁厂房、机器设备、办公室设备、生产使用的原材料、开发各种销售渠道、组建各种运营团队等, 因此企业需要大量的资金才能开始或维持正常运营。进入创建期的企业, 由于运营团队、运营模式、运营地点等初步成型, 与种子期的企业相比可以有更多的客观依据用于企业的估值。所以, 对于创建期的企业来说, 除了可以像种子期的企业一样估值外, 也可以使用以下方法进行估值。

1. 博克斯法。该方法是由美国人博克斯首创的, 具体是将企业取得的各种成果数量化, 也就是把各种有形和无形的资产数量化, 特别是无形资产。因为初创企业的有形资产较少, 无形资产相对多, 而且无形资产比有形资产更影响企业未来的发展和价值, 所以此估值方法更多地强调对无形资产的估值, 如: 具有市场前景产品估值100万元、好的盈利模式估值100万元、有经验的管理团队估值100万元、出色的董事会估

值100万元等等,通过对企业现有取得的各种成果分别估值并相加,即可得到企业的价值。该方法的一种特殊情况是分别对企业的创业者、管理层和投资者进行估值,这三者价值的和就是企业的价值,也称之为“三分法”。使用这种方法对企业进行估值,没有太多的客观数据做依据,仅凭估值者对企业各种因素的分析判断,所以准确性值得商榷。

2. 类比法。进入创建期的企业经营模式、产品和管理团队等初具规模,因此在市场上有可能找到可以类比的公司,同时企业未来收益的数据也可以进行预估。第一种情况是参考与初创企业同一行业被并购或投资的非上市公司。如:A公司与初创企业是同一行业,它在被投资时估值1 000万元,而初创企业未来预计的收入将是A公司的3倍,按照此方法初创企业将被估值3 000万元。第二种情况是可以找与初创企业同一行业的上市公司,计算出这些上市公司或这一行业历史上平均的市盈率,参考这个市盈率预测初创企业未来的市盈率。由于未来的不确定性,要考虑到风险因素,因此初创企业未来的市盈率要在历史的市盈率基础上打折扣。如:某一行业历史上平均市盈率为40,预测未来的市盈率则为30,另外考虑到企业初创期竞争力不强,且非上市公司规模较小等因素,预测初创企业的市盈率可能仅为7~10左右。在确定市盈率的基础上,预估初创企业未来的利润,利润乘以市盈率即为企业价值。

3. 对赌法。在对初创企业估值中,最大的问题是其未来经营的不确定性,因此有可能初创企业的创始人高估了企业未来价值,也可能投资人低估了企业未来价值。为了尽可能

地保证投融资交易的合理和公平,采用一种企业估值的动态调整机制是必要的,而投融资双方签订对赌协议是动态调整企业价值的一种有效方法。对赌协议主要是约定在企业未来可能出现的不同情况下投融资双方应享受的权利和履行的义务。如:如果融资方在约定的时间达到了约定的标准,则投资方会给予一定的奖励,相当于调高企业的估值;相反,融资方则要给与投资方一定的补偿,相当于调低企业的估值。

### (三) 影响企业估值的因素分析

在企业建立初期,由于没有客观数据来对企业进行估值,因此就像有些人认为的那样,对初始企业的估值不是一门科学,而是一门艺术。那么,什么因素会影响企业估值呢?

1. 是否为众多投资人感兴趣投资的企业。如果有众多的投资人想投资这家初创企业,说明市场一致看好它,因此其价值也就一定高。所以,对于初创企业来说,投资者的人数影响到其估值,投资人越多,估值越大,反之亦然。

2. 是否有众多的用户。一家企业有了用户才算真正走进市场,也才开始创造价值。企业的用户越多,说明企业的竞争力越强,运营模式越稳定,风险也越小,创造价值的可能性就越大,企业的估值也就越大。所以,初创企业的用户数决定了其估值。

3. 行业。不同行业企业估值是不同的,因为不同行业企业创造的价值大小不同。一般来说,传统行业企业创造的价值要小于高新企业创造的价值,因此高新企业的估值要大于传统行业企业的估值。行业决定了企业市场的大小,也即企业发展的空间,这也是影响初创企业未来价值的因素之一。同时行业竞争情况也决定了初创企业竞争对手的多

少和强弱,决定了初创企业成长的潜力,也会影响企业的价值。另外,行业进入的壁垒等因素也会影响初创企业的价值。

4. 是否有经验丰富的管理团队。经验丰富的管理团队会增强企业的盈利能力,减少企业的风险,从而增加企业的价值,因此如果企业具有一个经验丰富的管理团队估值自然会高。

5. 拥有多少知识产权。知识产权相当于企业的无形资产,它能在未来为企业创造价值。因此初创企业拥有越多的知识产权,也就意味着初创企业未来能够创造出越多的价值,初创企业的估值自然也就越高。

## 二、初创企业的融资方式

初创企业由于未来的不确定性很大,因此在融资方式上也体现出这种特点,一般初创企业都采取如下两种融资方式。

1. 可转换债方式。可转换债,顾名思义是可以转换为股票的债务。从初创企业角度来看,这种融资方式有其有利的方面:一是初创企业尤其是处于种子期的企业,资金的需求量较小,没有必要通过复杂的程序进行股权融资,而可转换债首先是一种债务,通过签订简单的借款合同,即可以筹集到资金。二是由于处于初创期的企业未来的不确定性很大,很难对其进行估值,但如果要采用股权融资,一定要对企业进行估值,而且估值也需要一定的费用。三是可转换债的利息要比正常渠道贷款的利息低。这种融资方式也有其不利的方面:一是可转换债务合同签订时,一定会规定债务转换为股份的条件,假设按照初始企业估值为200万元的标准来计算债务如何转换为股份,但如果初创企业未来发展很好,它的估值已经变为了1 000万元,这时如

果按照可转债的债务合同，将债务转换为股份的话，初始企业就有被贱卖的风险。二是如果初创企业经营失败了，初创企业的创始人要变卖个人的资产偿还债务。

从投资者角度来看，如果初创企业经营失败，初创企业的创始人要赔偿投资人的本金和利息，投资者可以规避投资风险。如果初创企业经营成功，债务会以较小的成本转换为股份，也就是说，投资者会以较小的成本获得初创企业的股份，由此获得更大的利益。所以，可转债对于投资者来说是有利的。

2. 优先股方式。优先股与普通股不同的是优先股有分红优先权与清算优先权，而没有表决权。但往往初创企业向投资人发行优先股时，投资人也会要求在相应的投资条款中，加入优先股具有表决权的条款。这种融资方式对于初创企业的创始人来说有不利的一面，如果初创企业一旦经营出现问题，投资人往往倾向于套现走人，这就导致初创企业不得不过早地被卖掉，这可能与初创企业创始人的意愿不同。而且投资人持有优先股，创始人持有普通股，所以投资者首先得到清偿，清偿

完后，创始人可能一无所有。

然而，这种融资方式对于投资者来说是一种规避投资风险、保护自己的方式。有些初创企业的创始人要尽可能高的估值，同时又想尽可能少地稀释股权，投资人就需要权衡风险和回报，使用优先权来保护自己，从而降低投资的风险。

### 三、初创企业估值与融资中应注意的问题

1. 初创企业的创始人要制订好未来的融资计划。企业融资不是一步到位的，而是在发展的各个阶段根据资金的需求，出让股份，换取资金，进行多轮融资。因此，初创企业的创始人应有一个较好的融资计划，大致合理确定企业发展到什么阶段，需要出让多少股份，筹集多少资金。一般情况下，初创企业的第一轮融资出让的股份不可能超过50%，否则创始人会失去努力工作的动力；同样也不能超过40%，因为这样留给下几轮投资者的空间就很小了。合理的应是出让30%以内的股份。

2. 初创企业的创始人不要一味追求高估值。尽管初创企业高估值能够使企业的创始人使用较少股份

来筹集较多资金，但如果企业这一轮获得一个高估值，下一轮就需要更高的估值，这样在两轮之间需要的增长会非常高。如果初创企业不能达到一个高增长，可能就没有投资者愿意投资初创企业，或者初创企业不得不接受一个不利的条款来进行一次低估值融资。

3. 初创企业的创始人不仅要关注估值，同时更要关注融资的条款。对于初创企业的创始人来说，估值固然重要，但融资条款更重要。融资条款规定了投融资双方的权利与义务，投资方为了规避投资风险常常在融资条款中附加很多条件，这些条件包括：优先清算权、参与决策权、棘轮条款，等等。投资初创企业的投资者往往是风险投资者，他们通过这些附加条件来确保初创企业走下坡路时依然能够最大程度地保护自身财产。但是，这些条件往往到最后使初创企业的创始人一无所获。

(本文受北京工商大学学科建设与研究专项<11000101010>、北京哲学规划重点项目<14JGA011>、国家社科基金一般项目<14BGL188>的支持)

(作者单位：北京工商大学商学院)

责任编辑 陈利花

## 图片新闻

### 2016海峡两岸首席财务官论坛在上海举行



近日，2016海峡两岸首席财务官论坛在上海举行。此次论坛以新常态下两岸企业合作新契机为主题。中国社会科学院财经战略研究院院长高培勇、两岸共同市场基金会执行长陈德昇、国务院台湾事务办公室经济局副局长郑健、中国社会科学院台湾研究所副所长张冠华分别以“‘新常态’下的中国经济”、“政策趋势、制度创新和两岸产业合作商机”、“深化两岸经济合作，促进企业互利共赢”、“两岸经济关系转型与企业合作”为题做了主题演讲，深入诠释了“新常态”下中国经济的内涵、“十三五”规划的政策取向、两岸经济合作面临的困难与可行路径等热点问题。

(本刊记者)