

成长性公司的 融资与资本运作模式

[美] 肯尼思·H·马克斯 (Kenneth H. Marks) 拉里·E·罗宾斯 (Larry E. Robbins)
冈萨罗·费尔南德斯 (Gonzalo Fernandez) 约翰·P·芬克豪斯 (John P. Funkhouser)
D·L·威廉斯 (D.L. Williams) 著
周沅帆 译



本书提供给0~5亿美元新兴成长和中等规模公司：

- 公司战略价值定位和成长目标
- 公司估值和资本结构调整
- 融资策略与融资工具
- 并购交易与市场退出策略
- 各类经典案例



中信出版集团 · CHINA CITIC PRESS

成长性公司的 融资与资本运作模式

[美] 肯尼思·H·马克斯 拉里·E·罗宾斯 著
(Kenneth H. Marks) (Larry E. Robbins)
冈萨罗·费尔南德斯 约翰·P·芬克豪斯 D·L·威廉斯
(Gonzalo Fernandez) (John P. Funkhouser) (D.L. Williams)

周沅帆 译

THE MODE OF
GROWING COMPANY'S FINANCING
AND CAPITAL OPERATION

图书在版编目 (CIP) 数据

成长性公司的融资与资本运作模式 / (美) 马克斯等

著; 周沅帆译. —北京: 中信出版社, 2016. 2

书名原文: The Handbook of Financing Growth:

Strategies, Capital Structure, and M&A Transac

ISBN 978-7-5086-5893-3

I. ①成… II. ①马…②周… III. ①公司-融资-研究②公司-资本运作-研究 IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 028413 号

The Handbook of Financing Growth: Strategies, Capital Structure, and M&A Transactions (Second Edition) by

Kenneth H. Marks, Larry E. Robbins, Gonzalo Fernandez, John P. Funkhouser, and D. L. Williams, ISBN: 978-0-470-39015-3

Copyright © 2009 by Kenneth H. Marks, Larry E. Robbins, Gonzalo Fernandez, John P. Funkhouser, and D. L. Williams.

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

Simplified Chinese translation Copyright © 2016 by CITIC Press Corporation.

本书仅限于中国大陆地区发行销售

成长性公司的融资与资本运作模式

著 者: [美] 肯尼思·H·马克斯 拉里·E·罗宾斯 冈萨罗·费尔南德斯 约翰·P·芬克豪泽 D·L·威廉斯

译 者: 周沅帆

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承印者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 32 字 数: 458 千字

版 次: 2016 年 2 月第 1 版

印 次: 2016 年 2 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2009-7906

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-5893-3/F·3592

定 价: 88.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com



前言

过去的 20 年里，由于股票市场和信贷市场的流动性放松及紧缩的起伏，初创的和中等规模的企业资本市场之旅也摇摆不定。尽管互联网经济经历了繁荣和破灭，在其存在的过去 9 个月里，互联网经济的可行性并未受到限制。在我们修订本书第二版时，我们同样经历了自大萧条以来未曾见过的一段时期的金融体系的挑战。同时存在大量备受争议的资本集中于新兴发展的企业和中等规模的企业，资金多达上千亿美元，获取资金的门槛高过往常。

当前的不同是获取资本市场准入的其中一个方面，而不是获得更好的交易或更好的条款之一。该种差异同样适用于多种融资渠道中的债务和权益融资：从商业银行到资产担保贷款人（asset-based lender）、特别金融公司（speciality finance companies）；从发展权益资本投资者（growth equity investors）到风险投资者（venture capitalists）和战略合作伙伴。

尽管当前的经济仍有动荡，本书的作者仍继续分享其对美国新兴的和中等规模公司的热情，以及公司未来发展和生命力的乐观前景。我们相信对于那些积极变革和充分准备的公司来说，存在找到资金的可能性；对那些需要帮助其实现井然有序、加强市场地位和经营重点的企业来说，我们在书中的几处增加了对于融资工具和观点的讨论，旨在帮助和指引你、你的团队或你的客户进入正确的发展方向。

在本书中，我们介绍了对于新兴公司和中等规模公司可行的全部融资方案，并在你考虑资本化和你的或你客户的公司发展时，介绍一些实际可行的策略和技巧。除此之外，我们还进一步丰富了发展公司以备交易的内容，并

引入一个新的章节专门阐述收购和市场退出的内容。因为商业银行领域存在着快速的革新，我们同时也新增了几个案例来特别介绍传统银行债务自然演变的替代方案。

我们对于公司筹资、公司收购或创造股东流动性的方法，以资金使用、公司所处的产业阶段、投资者目标和始终对价值创造的关注为基础，并受这些因素的推动。这本书的形成主要来源于实际的经验和实证的数据。我们加入了公司金融的一些基础理论，其对于理解本书讨论的若干话题是大有裨益的。

本书关注的重点是年收入从零到约 5 亿美元的公司，即初创的到中等规模的企业。代表性的公司是那些 INC 500 强企业和福布斯 100 强小企业，风险投资的公司以及那些成千上万由朋友和家庭财产以及辛苦赚得的储蓄和劳动权益股（sweat equity）。

我们发现有许多有能力的成功的商人常常误用一些专业术语，对公司金融的一些基本内容存有误区。很多次我们听到一家公司的领导在讨论企业下一步发展的融资方案时提及风险资本。事实上很少有公司寻求风险投资，实际获得风险投资的企业数量则更少。根据听说来的数据，我们估计提交给风险投资机构的商业计划的成功融资比率在 0.2% ~ 0.5% 范围内。即使出现这么低的融资率也不要放弃，我们也从一些企业创办者那里听说了一些故事，这些企业创办者就是不理解为什么银行不愿意贷款给他们用于雇用更多员工来满足企业的发展。要是这些企业主能明白银行的职能或风险投资机构实际投资的企业类型，理解融资方案的全部系列及如何在恰当的时间获得其所需的合适的资金类型就好了。

本书旨在阐述这些问题，并提供公司金融的基础知识及在公司生命周期的不同阶段用以为所有可行经营方案融资的策略。此外，我们探究细节来说明如何执行一个融资方案。我们期望为读者提供一个坚实的基础和阐述资本结构问题及公司融资需求的视角。

你会注意到一系列不断重复的有关融资的主题。这些适用于公司的运营经理和那些为公司提供顾问和支持的人。这些话题有点啰唆，却是成功融资的关键。

1. 建立并遵循一个流程。
2. 在需要资金之前先开始筹集。
3. 找到投资者并向其介绍比获得资金相对容易，准备那些难以回答或棘手的问题，对公司情况了如指掌（把房间整理得井井有条）。

- 清楚你的市场和竞争（详细情况）。
- 清楚你的弱势并找到解决办法。
- 清楚资金的使用（这决定了可替代的资本结构和融资途径）。
- 能够解释你的发展战略。
- 辨别关系和杠杆（这有时体现了融资渠道和合伙人）。
- 组建管理团队，演练展示技巧。

4. 仅选择几个方案，否则是浪费时间并被认为是比较各种方式。
5. 知道你需要哪一种资金以及在公司整体资本结构中如何运用。
6. 开展市场测试以明确市场的接受程度和存在的问题，听取批评并从中学习。直接通过你有关系可获得迅速且诚实的反馈意见的渠道，寻找趋势。
7. 公司估价、问题、优势、劣势和时机等要现实。
8. 有其他备选方案且有创造力。
9. 遵从“做你打算做的事情”和“不必大惊小怪”的经营原则。

所有的这些可以总结成一个词：可信。实际的经营表现无可替代，一旦明确了其重要性，我们引入我们的做法并将其描述为商业规划、战略与融资流程中的渠道、支持和突出前端的联合。

在互联网企业不考虑公司经营的实施而筹资资金的情况下，我们相信互联网泡沫的发生并不常见，那个时期已经过去。可能有一些在读这本书的人认为他们获得任意一种形式的融资都将是幸运的。我们要求你注意这些基本问题的其中一些以明确你努力争取融资的根本原因。很多次机构投资者的严格要求（股权或债务）迫使管理者阐述这些根本性的问题以更好地经营企业。如果作为一家公司的经营者或领导，你可以在获得外部融资之前就这么做，你可能处于一个更有利的地位来选择你的融资方和防止更为激进的估值。再次重申，我们在讨论公司管理者和领导的可信度的问题。

我们的受众是公司领导、经理层、投资者、公司的内外部顾问和那些立志成为建立这些公司时众多发挥重要作用中的一员。再具体一点，根据本书的书名，这是一本写给企业主、公司发起人、董事长、首席执行官（CEO）、首席财务官（CFO）、专家顾问委员会成员（board of advisors）和董事会成员、贷款机构、投资者、律师、会计师、咨询顾问、投资银行家、商业银行家、监管者和高级管理人员的书。此外，我们相信本书对高校学生和专门讲授企业发展专业课程是非常有用的资源。

但是与百科全书类或单纯的手册和指南不同，本书要努力超越那些内容体系，其既可以用作参考，也囊括了实际信息和应用研究，为两者的结合。本书内容涵盖了基于连续风险报酬的比较融资工具列表、详细的资本工具定义和真实的案例研究。我们一致认为，脱离实际的理论分析会对读者的看法（思维方式，视角）产生潜在的影响，更坏的结果可能会提供不完整的信息。为进一步把关键问题解释清楚，我们尽可能地增加了来自成功和不成功企业全面的案例来丰富书本的内容。

本书的融资增长部分加强了我们对企业发展方面和何种融资方案最合适的关注。资本结构不仅因行业和企业生命周期而异，而且也因管理团队和投资者的风险容忍度而异。较债务和股权的最优组合，甚至是最大限度地利用资产杠杆以获得价值最大化的策略，思想的平静和企业的安全在短期来看可能更合适。当然，这些管理者同时必须平衡他们的心理需求和投资者需求、内部报酬率和实际的股东收益。

本书的第一部分“融资流程”详细介绍了一个理想情况下企业应遵循的步骤。我们先从全面地了解战略和定义公司及各种利益方的目标的重要性着手，然后再转向讨论资金的使用和阐述风险问题。作为这部分的辅助学习材料，我们在附录 A 中提供了公司金融内容的回顾或总结，多数内容来自阿斯沃斯·达莫达拉（Aswath Damodaran）所著的应用公司金融的教科书。

阿斯沃斯·达莫达拉是一名金融学教授，纽约大学商学院戴维·马戈利斯（David Margolis）的助教。他曾获得多个奖项，包括 1990 年纽约大学卓越教学奖，1988 年 Stern 商学院杰出教师奖，1988 年、1991 年和 1992 年年度教授奖。他同时也在德意志银行、瑞士银行、瑞士瑞信银行、摩根大通和

所罗门美邦从事公司金融和估价项目的培训，在国内多家主要的财经期刊上业已发表了多篇文章。

在涉及基础理论方面我们不“闭门造车”，而是使用达莫达拉在该领域的广泛研究成果。我们提供围绕资本构成的理论和实践的讨论（资产负债表的设计，如符合股东目标的债务和股权的组合）。根据使用第三方专家的建议，我们强调融资工具、渠道和预期收益率的系列范围。最后，我们阐述交易的完成，管理与投资者或贷款机构的关系和资金的退出或偿还。

第二部分“案例研究”介绍了不同发展阶段和不同行业的企业真实交易的案例，为开展有意义的讨论提供背景。

在附录 B 中，我们增加了关于财务报表和报告的简短教程。附录 C 包含了关于对私人持有的新兴发展和中等规模企业估价时所使用的贴现率计算的说明。附录 D 是名为“你的公司能承受多快的发展”的文章的再版，其描述了对依靠内部产生的现金流的一家公司如何去决定其最大的增长率。在附录 E 中我们列出了关于初创企业融资的一些观察和思考。增加的附录 F 提供了一般公认会计准则的概览和向国际标准接轨的一些看法。

我们想让本书成为你在制订和执行公司融资策略和计划时的参考书和指南。而且，在读完本书后，我们希望你会拥有一些基本的工具来构建公司资产负债表，以达到目标和确定找到所需资金的方向。

值得注意的是，在本书适用的情况下，我们对选自不同领域内专家的文章进行了改编，尽管我们已熟知融资流程的各个方面，但我们仍然想要保证读者获得从当代视角看来最有质量的信息。此外，我们将本书内容延伸至投资和信贷领域，作为获得当前数据、实际案例和行业视角的主要研究的组成部分，以抵减我们自身经验和偏见之不足。

我们乐于接受各种问题和建议，您可直接通过以下邮箱给我们写信：
khmarks@ HighRockPartners. com, lrobbins@ Wyrick. com, gfernandez@ HighRockPartners. com, jfunk@ HighRockPartners. com 或 swilliams@ HighRockPartners. com。



关于作者

肯尼思·H·马克斯（Kenneth H. Marks）是高岩合伙公司（High Rock Partners）的创始人和执行合伙人。高岩合伙公司为新兴发展和中等规模的公司提供战略咨询、投资银行和临时领导服务。作为 CEO，他创立了一家高速发展的电子公司，带领公司发展并将一技术公司出售给一家财富 500 强企业。作为顾问，他和超过 24 家的管理者及董事会成员一道制订和执行公司发展、融资、转亏和退出战略。马克斯以往担任的职位包括 JPS 通信公司的总裁、Raytheon 公司一家快速发展的技术附属公司的总裁，以及他自己创立的一家资产规模已达 2 200 万美元的电子制造公司的总裁/CEO。

马克斯在北卡罗来纳州立大学创办了名为“早期的和中等规模公司的融资”的 MBA 选修课程，并亲自授课；在波士顿 Hult 国际商学院（前身为 Arthur D. Little 管理学院）创立并教授“管理新兴发展企业”的工商管理硕士（MBA）选修课程。他是《新兴发展公司战略规划：管理指南》一书的作者（Wyndham 出版社，1999）。

马克斯是青年总裁组织（Young Presidents Organization，简称 YPO）的一名成员，北卡罗来纳三角研究园青年企业家组织（Young Entrepreneurs Organization，简称 YEO，现简称 EO）创办 YPO 的发起人，公司发展协会的一名成员和北卡罗来纳科技协会董事会的一名董事。马克斯获得北卡罗来纳大学山分校凯南－弗拉格勒商学院的 MBA 学位。

拉里·E·罗宾斯（Larry E. Robbins）是威里克罗宾斯耶茨 & 庞顿，一家位于北卡罗来纳州三角研究园的最大的律师事务所的创办合伙人。他是风险投资和公司金融方面的讲师，服务于创业扶持组织、技术贸易协会和慈善

和艺术组织的董事会。罗宾斯在北卡罗来纳大学堂山分校分别取得了学士、MBA 和 JD (Juris Doctor, 意为法律博士) 学位。他也是北卡罗来纳大学一名默海德学者。

冈萨罗·费尔南德斯 (Gonzalo Fernandez) 是北卡罗来纳州 IIT's 电信公司的一名已退休的副总裁和控制人。其后的 15 年时间里, 他一直作为新兴发展公司的一名财务主管, 还兼任其他公司的会计和商业顾问。他是管理会计师机构罗利分部的前总裁, 他从古巴的哈瓦那大学获得其会计专业学士学位。他曾写有《财务报表》一书 (墨西哥: UTEHA, 第三版, 1997)。

约翰·P·芬克豪泽 (John P. Funkhouser) 曾是两家风险投资基金的合伙人, 并在从零售业到高科技行业的 4 家公司中担任过首席执行官。在风险投资领域方面, 他是超过 12 家公司的董事, 并担任两家风险投资公司的总负责人。他所引领的从初始的概念到上市公司的最近的公司是一家医疗诊断和设备企业。在商业银行业领域芬克豪泽曾工作于纽约化学银行, 投资银行业领域曾服务于 Wheat First 证券, 在风险投资方面曾服务于 Hillcrest 集团。他拥有普林斯顿大学的学士学位和弗吉尼亚大学达顿商业管理研究院的 MBA 学位。

D·L·威廉斯 (D. L. "sonny" Williams) 是高岩合伙公司的一名执行合伙人。作为 CEO, 他在逾 25 年的职业生涯中引领三家全球制造/技术公司经历了主要的发展阶段; 作为一名顾问, 他与众多行业内的公司一道创造了价值并实施了变革。威廉斯拥有超过 30 年在工程、制造、销售/营销和高级管理者角色方面的成功运营经验。在担任汽车、消费、工业、飞机和医疗器件行业的 CEO/总裁/董事长的 20 年内, 他通过引领三家全球性制造/技术企业 (业务范围包括 9 个国家, 收入在 5000 万美元到 3.3 亿美元之间) 实现转亏为盈, 他的职业生涯大放光彩。威廉斯的领导成就包括成功地实现大量的消减的企业成本结构、低成本的国家扩张/采购及通过战略价值定位加速了企业系统的增长, 并结合主要的 8 项收购/合并/合资谈判/企业整合。威廉斯创造价值的经历使其成功地重新定位两家公司并成为具投资吸引力的管理收购对象。

威廉斯获得了凯特林大学电机工程学士学位和北卡罗来纳大学堂山分校凯南-弗拉格勒商学院的 MBA。他是公司发展联合会 (Raleigh - Durham 地区) 的会长和国内企业董事长联合会的一名成员。



目录

前言 / XIII

关于作者 / XIX

第一部分 融资流程 1

第一章 简介 / 3

第二章 计划与调整——以终为始 / 6

计划流程概览 / 7

战略规划 / 9

更新的预测 / 26

公司估值 / 26

第三章 收购、资本结构调整和退出 / 36

收购 / 36

出售公司，创造股东流动性 / 40

第四章 资本结构和融资策略 / 43

引入驱动力 / 47

设定责任限额 / 64

第五章 资金来源与预期收获 / 68

自我融资来源及技术 / 71

个人投资者（私募，而不是来自天使投资者或机构投资者） / 81

天使投资人 / 82

商业银行 / 94

资产抵押贷款人 / 99

商业金融公司 / 114

租赁公司 / 116

私募股权 / 119

风险投资基金 / 122

夹层基金 / 155

收购基金 / 160

对冲基金 / 167

战略或行业投资者——企业风险投资 / 169

商业银行 / 171

社区发展倡议及政府机构 / 172

微型公共实体 / 197

特许费融资 / 200

第六章 权益和债务融资：文件准备、资本监管的途径和期望 / 206

债务和权益的基础定义 / 206

债务工具 / 209

贷款文件 / 214

权益工具 / 259

股权投资的相关文件 / 262

遵守证券法规 / 288

第七章 专家支持——参与者及其角色定位 / 297

律师 / 297

董事会 / 299

投资银行 / 302
会计师 / 308
咨询公司/顾问 / 312
总结 / 313

第八章 完成融资 / 314

流程自检 / 314
结束语 / 321

第二部分 案例研究 323

案例 1 资产抵押贷款人：应收账款融资 / 326

公司概况 / 326
案例概况 / 327
交易渠道和流程 / 329
关于供稿人 / 330

案例 2 资产抵押贷款人：高风险贷款 / 331

公司概况 / 331
案例概况 / 333
交易渠道和流程 / 334
报告要求 / 334
关于供稿人 / 335

案例 3 资产抵押贷款人：债权人的利益分配 / 336

公司概况 / 336
案例概况 / 336
银行对局势日益恶化的反应 / 337
债权人利益分配融资 / 338
报告要求 / 338
管理层收购陷入财务困境的公司 / 338

债权人利益分配的定义 / 339

法律通告 / 340

总结 / 340

关于供稿人 / 341

案例 4 资产抵押贷款人：收购 / 342

公司概况 / 342

案例概况 / 342

目标公司 / 343

贷款及其他事宜 / 343

利基市场专业贷款机构 / 344

与卖方的最后会议 / 345

资金结构 / 346

交易渠道及流程 / 347

报告要求 / 347

关于供稿人 / 347

案例 5 资产抵押贷款机构：扭亏为盈融资 / 348

公司概况 / 348

扭亏为盈 / 348

案例概况 / 348

关于公司 / 349

行业情况 / 349

其他贷款机构 / 350

国内税务总局 / 350

利基市场专业贷款机构 / 351

银行 / 351

应付账款 / 352

对公司的好处 / 352

GCC 对公司的观点 / 353

交易安排和流程 / 353

贷款契约 / 354
报告要求 / 354
关于供稿人 / 354

案例 6 资产抵押贷款机构：增长融资 / 355

公司概况 / 355
介绍 / 355
案例概况 / 355
现有贷款 / 356
资产抵押贷款 / 357
公司 / 358
不能给予帮助的股权公司 / 358
利基市场专业贷款机构 / 358
交易渠道和流程 / 359
报告要求 / 359
关于供稿人 / 360

案例 7 商业金融，贸易融资 / 361

公司概况 / 361
近期完成的交易 / 363
关于供稿人 / 364

案例 8 天使投资者，初始融资和公司出售 / 365

公司概况 / 365
案例概况 / 365
经验教训/交易过程中适用的经验 / 368
关于供稿人 / 368

案例 9 风险投资，早期增长股权 / 370

公司概况 / 370
案例概况 / 371

投资机会和交易 / 371

投资后期和市场退出 / 372

吸取的教训和适用的经验 / 372

关于供稿人 / 373

案例 10 特许使用费融资（提成费融资） / 375

公司概况 / 375

案例概况 / 375

投资或贷款机会的策略和分析 / 376

融资 / 376

交易后的问题 / 377

交易过程中的教训和适用的经验 / 377

关于供稿人 / 377

案例 11 风险资本、增长股权 / 378

公司概况 / 378

案例概况 / 379

交易牵头者 / 379

谈判过程中所解决的关键问题 / 380

投资策略和分析 / 380

投资后的问题 / 381

交易过程中的教训和适用的经验 / 381

关于供稿人 / 381

案例 12 社区发展金融，信托投资基金 / 382

公司概况 / 382

案例概况 / 383

公司分析和市场 / 384

控股/SJF 风险投资 I 的退出目标 / 385

交易过程中的教训和适用的经验 / 386

2004 年以来的发展 / 387

案例 13 收入共享的债务 / 389

公司概况 / 389

案例概况 / 390

投资策略和分析 / 391

投资后期的问题 / 391

从交易流程中所吸引的教训 / 392

关于供稿人 / 392

案例 14 夹层投资 / 393

公司概况 / 393

投资结构和能力 / 394

案例概况 / 394

融资 / 394

关于供稿人 / 394

案例 15 私募股权：通过收购退出 / 395

公司概况 / 395

案例概况 / 396

投资策略和分析 / 396

退出 / 396

案例 16 私募股权：管理收购/合伙人退出 / 397

企业概况 / 397

案例概况 / 397

交易 / 398

交易完成后的问题 / 399

退出 / 399

综述 / 399

关于供稿人 / 400