

国际企业精英智慧风暴

中科院研究生院管理学院鼎力推荐

[美] 魏明鼎 (Alex Wilmerding) 著

喻桂华 印为 等译

Deal Terms

卓越投资者

领悟股市交易机理
分享风险投资艺术



中国水利水电出版社
www.waterpub.com.cn

国际企业精英智慧风暴

卓越投资家

[美] 魏明鼎 (Alex Wilmerding) 著

喻桂华 印为 等译



中国水利水电出版社

www.waterpub.com.cn

Original edition copyright © ASPATORE BOOKS. All rights reserved. Chinese edition copyright © 2004 by China WaterPower Press. All rights reserved.

北京市版权局著作权合同登记号：图字 01-2003-7513 号

图书在版编目 (CIP) 数据

卓越投资家 / (美) 魏明鼎 (Wilmerding, A.) 著; 喻桂华等译. —北京: 中国水利水电出版社, 2004

(国际企业精英智慧风暴)

书名原文: Deal Terms

ISBN 7-5084-2360-7

I. 卓... II. ①魏...②喻... III. 风险投资—基本知识 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 092551 号

书 名	卓越投资家
作 者	[美] 魏明鼎 (Alex Wilmerding) 著
译 者	喻桂华 印为 等译
出版 发行	中国水利水电出版社 (北京市三里河路 6 号 100044) 网址: www.waterpub.com.cn E-mail: mchannel@263.net (万水) sales@waterpub.com.cn 电话: (010) 63202266 (总机)、68331835 (营销中心) 82562819 (万水)
经 售	全国各地新华书店和相关出版物销售网点
排 版	北京万水电子信息有限公司
印 刷	北京市天竺颖华印刷厂
规 格	787mm×1092mm 16 开本 8 印张 90 千字
版 次	2004 年 10 月第 1 版 2004 年 10 月第 1 次印刷
定 价	28.00 元

凡购买我社图书, 如有缺页、倒页、脱页的, 本社营销中心负责调换

版权所有·侵权必究

策划委员会

中科院研究生院管理学院

主任：霍国庆

委员（按姓氏笔画排序）：

王冬梅 孙 飞 吕本富

李志红 张 焱 张矢的

张玲玲 杨海珍 赵 红

龚其国 彭 赓 熊 波

霍国庆

译者序

风险投资业是一个新兴的行业，即使在美国，其发展历程也不过区区几十年，但是它的影响却十分深远。在微软、甲骨文等 IT 企业的成长历程中，无不有风险投资家的身影，而以风险投资为主要特征的纳斯达克更是在风起云涌的资本市场上挺立潮头，为新经济在全球的发展提供了宝贵的支持。尽管近年来随着网络泡沫的破灭，纳指大幅下跌，人们对风险投资的前景产生疑虑，但是风险投资鼓励创业、激励创新的精神依旧，并孕育着新的思想火花。

风险投资进入我国是在 20 世纪 90 年代后期的事情。伴随着网络投资的热潮，一批具有留美背景的人士，在国内开创了最初的风险投资事业。与国际大背景同步，近几年网络泡沫的收缩以及风险投资企业自身经营经验的不足，导致当前风险投资企业经营上的困难。但是作为一种尝试，风险投资企业确实在促进新兴科技向产业应用领域的转化、培育中小企业成长、改进公司治理结构、优化企业激励机制等方面做出了重要的贡献。更为重要的是，风险投资企业从根本上改变了我国政府主导的高科技产业、中小企业的创新模式和商业化思路，真正使得一切创造财富的资源得到充分利用，为实现风险资本和现代知识的完美结合探索了新路子。从根本上讲，制度的创新是最激动人心的，也是这个社会前进最大的推动力。

科技是第一生产力，但是科技转化为生产力需要一定的过程。当前在我国经济蓬勃发展的形势下，制造业在我国占有的比重已经相当的高，我国日益成为世界的工厂。但一个不容忽视的问题是，制造业领域的科技含量不高，自主开发能力不强，导致了人们对我国发展路径的怀疑。我们必须思考：如何从高能耗、高人力投入的粗放型发展模式，转换成集约型的发展方式；如何增强我国的核心竞争力，造就世界知名的企业。其中，最重要的环节无疑是不断提高企业的研发能力。大的企业通过提高自身的研发力量来提升自身的竞争力，这是一个重要方面。但是，新技术的开发风险很高，而且开发人员也不能保证开发的产品就一定适合于公司现有的主营业务。这种不确定性吸引了包括一些大公司在内的广大投资者加入到风险投资的行列中来，通过物色好的小企业，支

持它的开发，规范它的运作，一步步打造出一个新的经营规范的企业。

技术创新促进制度创新。当我们为了国有资产的保值增值，千方百计地维护那些国有寡头的垄断利益的时候，当我们为了应对国外资本的冲击，鼓励企业做大做强，不断抓大放小的时候，我们的所作所为背后隐含的思路仍然是通过政府的扶持来建设几个大型的工程，实现经济上的赶超。这种思路所忽视的恰恰是那些作为未来大企业候选人的小企业的发展。

从理论上讲，中小企业一般是指规模较小的或处于创业阶段和成长阶段的企业，包括规模在规定标准以下的法人企业和自然人企业。发展中小企业的重要意义在于中小企业不仅数量众多，是创造就业机会的主要渠道和制度创新与技术创新的主体。中小企业在我国国民经济、社会发展中具有重要地位和作用，促进其健康发展对于保证我国国民经济增长目标的实现、创造大量的就业机会、保持社会稳定具有十分重要的意义。从更深层次看，中小企业的发展是高科技产业发展的一个最重要的基础。在不同经济体制下，它表现的情况不完全一样。通常是经济自由化程度越高，高科技中小企业的创新越活跃，对于整个高科技产业发展的作用也越突出。反过来，高科技中小企业越发达，就越能促进整体经济的活跃。

我国中小企业和高科技企业发展的突出难题在于融资困难，因此发展风险投资无疑是一个很好的方法。在网络经济热潮开始之后，伴随着以搜狐和新浪为代表的一批网络公司的横空出世，风险投资的理论和方法也越发引起了人们的关注。最早是网络公司的人员通过自身的实践对这一方面进行了介绍，其后，不断有学者对这方面进行了译介。不过这些工作多是从局外观之，难以见其中奥妙。再后来，一些国外关于风险投资的书籍也不断被各大出版社翻译出版，这些书籍要么学术味比较浓厚，满篇是数据分析，可读性比较差，要么大谈成功企业人士的各种特点，进行初始创业的各项要领，与多如牛毛的管理类励志书籍没有多少差别。而国内关于风险投资的著作多在于制度的描述，没有什么具体的操作指导。

魏明鼎先生的这本书，最大的特点就在于从一个风险投资行业从业者的立场出发，深入浅出地讲解风险投资必备的条款清单的各种条款的特点。它只讲一个问题，却把它讲得很透。本书从风险投资的价值评估过程谈起，依次介绍了普通股融资、优先股融资、股票期权、债权融资过程的不同特点以及所要注意的不同问题，这一部分可以说是本书的理论准备阶段。然后，介绍了风险投

投资者进行尽职调查过程中所需要注意的各项事宜。尽职调查是条款清单谈判过程中最重要的一个环节，这一部分作者分成了几个小节来讲，着重分析了其中可能出现的若干问题。本书最后的两章，可以说是最有特色的部分，作者通过访谈的形式，记述了与法律界人士、公司发起人、风险投资业资深人士的讨论。条款清单的谈判是一个多方协同的过程，律师作为交易双方的法律代表扮演重要的角色。而与公司发起人安德鲁·麦基的讨论更是向我们展示了，网络热潮时期那些创业者的艰辛，与多方协调的困难。与吉妮·戴维·魏明鼎的讨论则展现了作为公司财务代理人，在风险投资企业中如何利用业务上的关系尽快实现公司的发展。这些实例无疑丰富了前文所阐述的内容，同时，也让我们面对面地接触到了一向行事小心谨慎，注重保密性的风险投资行业——它不是童话，也不是完美的公式，而是一个不断创新、需要人们不断挑战自己智力极限的过程，只有执著地追求，冷静地搜寻，谨慎地投资，果断地决定进退，不断地在工作中学习，才能够在市场上立于不败之地，在成就了一番事业之余，为自己积累大量的财富。本书最吸引人的地方，就在于它免去了深奥的理论和高调的推介，从条款清单中最重要的各个交易条款入手，逐一道来，让读者觉得亲切易懂。它能在美国实现很高的销量，成为引人关注的明星图书，原因大概也在于此。

本书的翻译工作由我们分工完成，其中，喻桂华负责本书的第一到第五章，印为负责第六到第九章及前言和附录。当我们初读原书的时候，不禁为其文字的流畅所吸引，在翻译的时候，也愈发觉得应该使得译文达到其在英文中的表述水平，怎奈学识尚浅，虽竭尽全力，亦难以达此目标。首先是专业词汇的翻译，国内并没有相关的权威译法，我们主要结合中国投资领域的一些惯用语，并在脚注中加以说明，同时在一些比较专业的词汇之后加注了英文，有兴趣的读者可以通过互联网查找更多的相关信息。对于一些比较专业的说法，我们在保留其英文表述的基础上，注明了中文含义。这些努力，都是希望尽可能减小中文译本与英文原著在表达上的差距，将原文更加清晰地展现在广大读者面前。

令我们倍感激励的是本书作者魏明鼎先生，远在美国、相隔万里，却时刻关心本书翻译的进展，并多次给予宝贵的指导。魏明鼎先生是美国康涅狄格州雅礼协会的成员和理事，该组织旨在促进中美之间在教育、环境、法律和医疗方面的交流。魏明鼎先生能够讲一口流利的普通话，并且在中国大陆、香港特别行政区和台湾地区都曾担任过管理职务。我们真诚地希望通过我们的努力能

把魏明鼎先生的思想和经验原原本本地转达给国内的读者。

北京大学的宋芳秀老师给予我们很大的支持和帮助，徐凡小姐、郭万怀女士和李昊先生对我们的译稿提出了很多具体细微的修改意见，在此我们向关心和帮助过本书翻译工作的所有人士表示最诚挚的谢意。当然，我们承担本书翻译过程中的责任。

喻桂华 印为

2004年9月于北大燕园

前 言

风险资本领域纷繁芜杂，始终处于各种动态变化之中，无论是对企业家还是对金融界成员都很有挑战性。《卓越投资家》一书着眼于为企业家和金融界人士提供分析工具和新的研究角度，帮助他们更好地驾驭创业初期和扩张期复杂的风险资本融资。在本书之前，笔者出版了《条款清单和价值评估》（Term Sheets and Valuations）一书，分别从公司和投资者的角度逐一分析了典型条款清单中的各个条款。本书则更为深入地分析了私人权益资本投资和债务融资条款清单中的核心问题，并且讨论了和融资相关的其他信息。

条款清单是融资过程的缩影，并且给我们提供了一份融资路线图。它还展示了企业家和融资专家在融资结束文书中最为关注的内容。不过，我们不能说条款清单中这个条款比那个条款更重要，也不会有律师认为哪种形式的条款清单是完全中立的——至少吉姆·柯瑞恩是这样认为的（柯瑞恩是波士顿地区的私人权益资本律师，在第八章中他就这个问题提出了很有见地的看法）。不过为了讨论问题的方便，本书的附录中还是包含了一张所谓的“中立”的条款清单式样。

本书的内容安排如下：前五章集中讨论价值评估、普通股与优先股之间的关系、稀释问题、期权、平价融资和折价融资，这些章节总的来说技术性非常高；更定性的内容在第六到九章。

第一章考察了公司价值评估，并且通过对两个案例的研究分析了投资者进行价值评估的方法和多轮融资对价值评估、投资者回报和公司资本结构的影响。如果你想研究货币的时间价值，可以参考附录中的表格。它们至少可以展示连续复利的预期效果，而连续复利在私人权益资本融资和我们日常金融活动的许多方面都有应用。第二章将分析各种形式的优先股，阐明这些优先股如何影响优先股股东和普通股股东的关系，又如何把两者的利益紧密地结合在一起。第三章着重讨论稀释问题。该问题是公司发起人和投资者的敏感话题。文中将介绍稀释作用的运作机理，比较运用不同的稀释公式，公司证券价值在执行时会受到什么影响。第四章主要考查股票期权问题及其对公司资本结构的影响。本

章详细研究了公司顾问和董事会成员的待遇问题，并将相关内容放在本书的附录中。第五章讨论了平价融资和折价融资的影响。条款清单中出现这种情况往往在市场疲软的时候，究其原因，多因为公司先前的价值评估中把价格定得太高，或经过一段时间的运营，公司没有达到预定的目标。

本书后四章分析了私人权益资本融资之外的融资方式的影响，同时介绍了这些融资方式的使用环境，展示了公司从开始条款清单协商到融资结束，可以遵循的一条路径。第六章分析了债务融资和搭桥融资（bridge financing）¹的可能影响，重点介绍了搭桥融资（有时称为“可转换本票融资”）中使用的一个条款清单的例子。第七章提供了商业评估和尽职调查方面的内容。尽职调查可能在条款清单订立之前进行，也可能在同意条款清单之后进行，不管何种情况，企业家都应该为这一过程做好充分的准备。这中间涉及到的工作非常复杂，并不是仅仅把相关的法律和金融文件整理归档就能够解决的。为了补充这一部分的定性评估，本书附录中加入了尽职调查中可能要求的文件列表。第八章从私人权益资本投资顾问的角度评估了成功融资的根本特点。这些观点包括在条款清单中搜寻哪些要点，怎样顺利突破重重困难成功实现融资，和如何在风险投资公司、法律团队和公司管理层之间建立协作关系。本书的最后一章也就是第九章提供了经验丰富的企业家对筹集资本的建议和轶事。我们先看安德鲁·麦基先生，他成功地创立了假日网站公司（Vacation.com），现在是一家风险投资公司的一般合伙人。他的讨论强调了如何在各种形式（债权和私人权益资本投资）、各种来源（天使投资者、战略投资者和金融业投资者）的融资之间权衡选择。本章第二部分是吉妮·戴维·魏明鼎对募集代理人在筹集资金过程中所发挥作用的看法。吉妮曾经在两家科技创业公司的筹资过程中管理私募关系。

¹也译作“桥式融资”。——译者注

致 谢

本书直接或间接地反映了私人权益资本投资业内人士的立场和观点。在此，我要特别感谢 EuclidSR 合伙人公司（EuclidSR Partners）的格拉汉姆·安德森先生，克拉夫林资本管理公司（Claflin Capital Management）的汤姆·克拉夫林先生，最近就职于 Testa, Hurwitz & Thibault 的吉姆·柯瑞恩先生，Kirkpatrick & Lockhart 的杰夫·窦诺休先生，查尔斯河风险投资公司（Charles River Ventures）的萨拉·李德女士，感谢他们为本书作出的贡献和提出的意见。当然我还要感谢我的妻子，就职于哈佛商学院的吉妮·戴维·魏明鼎。

毋庸置疑，我在行业内的工作经历，在波士顿资本风险投资公司和其他一些非营利性机构担当主要负责人的经验都反映到了本书中。确实，能够进入私人权益资本投资行业，和这么多富有感召力的企业家共事，结交金融界和法律界的精英人士，让我感到非常的荣幸。我也希望本书能够揭开风险投资行业的面纱，让世人更好地了解这一行业。

目 录

作者简介

序言

译者序

前言

致谢

第一章 公司价值评估	1
本章概要	1
机密性	1
公平市场价值与可比公司的作用	2
案例研究：价值评估过程中的可比公司分析法	5
融资环境和无形因素的影响	7
投资者风险和退出战略	8
未来的资本需求	8
案例研究：稀释、价值评估和投资者回报之间的关系	8
风险投资者需要追求高回报	15
第二章 普通股、优先股及其对价值评估的影响	17
本章概要	17
普通股和优先股的关系	17
单一普通股或者可转换优先股	18
案例研究：普通股和不可转换优先股结构	19
对管理层的影响	20
股东利益的一致性	21
普通股/不可转换优先股对条款清单的影响	23
第三章 稀释	24
本章概要	24

发起人的敏感问题.....	24
稀释机制.....	25
完全棘轮条款.....	26
加权平均稀释.....	27
窄基 vs 宽基的加权平均反稀释.....	28
第四章 股票期权及其对资本结构的影响	29
本章概要.....	29
用最具竞争力的策略平衡融资需求	29
稀释以及投资者可以要求的保护	30
董事和顾问的报酬——增值的隐含成本	32
第五章 平价融资和折价融资：作为路线图的条款清单.....	35
本章概要.....	35
多种优先股及其在平价融资和折价融资中的作用	35
回到起点.....	36
第六章 股权融资的替代方法：几种类型的债券和搭桥融资.....	43
本章概要.....	43
战略性资本来源：传统债务融资的替代品	43
债务和资本结构：支持和反对使用财务杠杆的意见	44
财务杠杆的来源.....	45
可转换本票的条款清单	48
第七章 尽职调查：投资者如何评估公司	52
本章概要.....	52
怎样准备.....	53
寻根求源：了解企业信息	54
商业机制评估.....	54
组织结构.....	55
市场情况和公司市场定位	55
产品、供应商和外部关系	57
战略规划.....	57
产品研发和后期服务	58

销售和市场营销.....	59
销售相关人员社会声誉和激励因素	59
合伙人计划和分销途径定义	60
直接和间接销售策略	60
定价和折扣措施.....	61
市场营销内容和计划	61
财务结构.....	61
现金流量表.....	62
损益表.....	62
资产负债表.....	63
模拟财务分析.....	63
组织结构、管理层和其他相关问题	64
实体资产、生产过程和外包	64
其他重要议题.....	64
第八章 律师眼中成功融资的本质特点	65
本章概要.....	65
看条款清单时应注意的要点	65
风险投资公司、法律团队和公司管理层的合理协作	75
第九章 筹集资本.....	82
本章概要.....	82
与企业家兼私人权益资本投资者安德鲁·麦基的讨论	82
募集代理人——双方联姻的条款与吉妮·戴维·魏明鼎的见解.....	89
附录 A 条款清单范例.....	94
附录 B 董事会和顾问委员会的管理与薪酬	103
附录 C 尽职调查中可能需要的文书.....	106
附录 D 货币时间价值表.....	108

第一章 公司价值评估

本章概要

每位渴望筹资的企业家都企盼着早日与潜在的投资者讨论价值评估问题。尽管日思夜想，但是他们最为关心的还是双方能在一个什么样的价位上完成融资。我在前一本著作《条款清单和价值评估》中，就解释了附在融资条款背后的隐含意义，以此去解开其看似神秘的外衣。但在本书中，由于价值评估及其如何确定的问题极为重要，所以我还是把它们独立出来，单列一章。

许多人在条款上达成一致后，便签订协议，然后一走了之，至于公司的最终价值是怎么确定的却并不是很清楚。价值评估的全过程经常被披上神秘的外衣，很大程度上是因为风险投资业的私有性质和价值评估的方式很少被公开讨论。价值评估过程由一系列因素组成，在评估不同的公司时，这些因素所起的作用是不同的。影响价值评估的因素有：

1. 公募市场上或者能够得到资料的私募市场上可比公司（comparative company）的当前价值和未来预期价值；
2. 融资时资本的供给和需求状况；
3. 某些公司独有的无形资产，包括管理团队的素质、公司的竞争优势、可能的销售收入增长速度和营利能力；
4. 投资者的类型和预期退出的时间安排；
5. 公司未来融资以及期权池（Option Pool）的扩张对公司未来资本结构的影响。

机密性

本章我们将检验一些风险资本家经常使用的价值评估方法。在检验之前，我们必须先弄清楚为什么对于大多数私人公司来说，关于企业价值评估的讨论总是那么具有私密性。



在公司为首次公开发行（IPO）进行路演¹（road show），或者正式与将来的收购者讨论出售问题之前，保守公司的融资结构、融资条款和价值评估的秘密可能会使企业家和风险资本家获益。即使公司正在顺利地进行下一轮融资，或者在被收购过程中遇到难处，通过书面材料或者业内讨论，对公司的价值评估都能建立起一个数据点（data point）。通过这个数据点，可以了解到公司的销售收入，基于技术和产出评估公司的价值，甚至可以影响到外部投资者或者未来收购者的下一轮融资方式。当然，这样做也可能对公司现有的或者将来的客户产生负面影响。公司经常对外宣称完成了一轮融资并通报融资总额，对于现有的或者潜在的客户以及竞争对手而言，如果融资总额很大，则显示公司实力雄厚。在本质上，通报融资后的价值会使竞争者或者潜在的收购者过多地了解公司的信息，而这对公司未来的战略优势是不利的。

当一个公司宣布价值评估的结果时，它就可能向广泛的听众或者未来的收购者发送了明确的信息。这可以向市场或者客户显示公司有大量的业务，而且公司在不断地获得新的动力和信心，在现有的对手和未来的新进入者中处于领先地位。处于扩张期或者已经开始有正的现金流的私人公司，可能会觉得召开新闻发布会，宣布公司令人印象深刻的评估价值和融资结果，能够在激烈的市场竞争中确立公司的领导地位。如果本轮融资是由新的投资者主导，在公司现有投资者参与下完成，那么市场将可能把这个发布会看成是现有投资者正在培育一家能够给投资者的投资带来增值的公司。

有意竞争对手的那些潜在的投资者也许会对此信以为真。但这种策略也有明显的不足。如果这家公司不能按照计划完成既定目标，或者在 12 个月后它又继续到市场上去融资，那么竞争对手和外部投资者就会对公司宣布的内容产生怀疑。在一个交易不活跃的市场环境中，过度宣扬投资者给予公司的高度评价会适得其反，它将使一些投资者或者风险资本家转而考虑支持其他新设立的公司。

公平市场价值与可比公司的作用

一般而言，决定公司的公平市场价值的方法有两个：一个是在估计公司未来现金流的基础上计算公司现值；一个是参照可比公司以形成公平的价值评估。

¹ 在公开市场发行前进行的推荐介绍的演示活动，往往在多个市场进行，因而称为“路演”。——译者注

这两种方法都要仔细地考察和评价公司未来收入流的性质、质量、可预测性以及 EBITDA（扣除利息、税项、折旧及摊销前的利润）。

用现金流来评估价值通常并非风险资本家进行价值评估的惟一方法，也不是主要方法。对于创业初期的公司更是如此，因为这些公司本质上还没有形成正的现金流。但是对于那些只投资于公司营利阶段的创业后期的投资者而言，现金流方法则有着巨大的作用。本书所提供的价值评估方式的指导，是假设大多数读者对那些刚刚成立、目前还没有营利的、处于创业初期和扩张期的公司的价值如何决定感兴趣。要想更好地理解现金流是如何决定价值的，我推荐大家读一本哥伦比亚商学院金融学的核心教材，由罗伯特·C·希金斯所著的《金融管理分析》（*Analysis for Financial Management*）。

我们简要地介绍一下希金斯的著作。人们可以通过把公司未来五六年成长过程中的现金流的净现值，与公司最终价值的净现值相加来估算公司的现金流。公司的最终价值是由第一个五六年以后的年份的现金流构成的，在公司成长速度和融资成本一定的假设前提下，它等于公司五六年以后的现金流的现值。

可比公司法是绝大多数风险资本家进行价值评估分析的基石。风险资本家通常使用可比公司法去决定一项投资未来可能的退出价值。希金斯的著作对价值评估分析中的可比公司法的详细讨论也是有帮助的。他认为：

公司价值评估中的可比公司法既是一门科学，也是一门艺术。首先，我们必须决定哪些公司与我们的目标最为相似，然后再决定上市公司的股票价值对所讨论公司的 FMV（公平市场价值）的决定有何启发……我们在行业、公司成长前景和资本结构相同或者相似的公司中寻找我们的目标。

因此，风险资本投资者首先需要决定的是，如何组合投资者意向中那些成熟的或者易于变卖的现有公司，以形成一个投资者需要的、最符合预期的“公司篮子”。值得注意的是，投资者关于可比公司的选择与企业家的目标可能是有交叉的。一个由可比公司组成的公司篮子的未来评估价值，可能会低于另外一个可选择的公司篮子的未来评估价值。尽管通过设定特定的回报率等方法，可以有充分的理由证明某个可比公司的组合篮子优于其他组合篮子，但是除了回报率之外，投资者还有其他追求目标。如果公司的重大事项需要通过投票表决的话，那么投资者通常需要持有一家公司或者某一轮融资中特定比例的份额，以确保他们在公司中有一定的影响力。可比公司的选择和贴现率对某项投资在