

# IPO

## 全球指南

菲利普·裴达希〔法〕 著  
黄春元 刘欣 译



中国财政经济出版社

# IPO

## 全球指南

[法] 菲利普·裴达希  
黄春元 刘欣 译

中国财政经济出版社

IPO: A Global Guide

Philippe Espinasse

Hardback ISBN: 978 - 988 - 8083 - 18 - 3

Copyright © Philippe Espinasse 2011

All rights reserved. Authorized translation from the English edition published by Hong Kong University Press.

China Financial and Economics Publishing House is authorized to publish and distribute the Simplified Chinese edition exclusively. This edition is authorized for sale in the mainland territory of the People's Republic of China (except Hong Kong, Macau and Taiwan). No part of this publication may be reproduced, transmitted or distributed in any form by any means, electrical or mechanical, or by any information storage or retrieval system, without the prior written permission from Hong Kong University Press.

本书简体中文版由香港大学出版社授权中国财政经济出版社独家出版，并在中国内地（不包括香港、澳门及台湾）发售。未经香港大学出版社书面许可，不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

#### 图书在版编目 (CIP) 数据

IPO 全球指南 / (法) 裴达希著; 黄春元译. —北京: 中国财政经济出版社, 2012. 7

书名原文: IPO: A Global Guide

ISBN 978 - 7 - 5095 - 3756 - 5

I. ①I… II. ①裴… ②黄… III. ①股票市场 - 世界 - 指南 IV. ①F831.51 - 62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 139704 号

著作权合同登记号: 图字 01 - 2011 - 7692

责任编辑: 蔡丽兰 孙 腾

责任校对: 胡永立

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: [ckfz@cfeph.cn](mailto:ckfz@cfeph.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 88190406 北京财经书店电话: 64033436 84041336

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 19.75 印张 312 000 字

2012 年 8 月第 1 版 2012 年 8 月北京第 1 次印刷

定价: 50.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 3756 - 5/F · 3076

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

献给克里斯泰尔、加布里埃尔、卡米尔和马埃尔

## 作者简介

菲利普·裴达希 (Philippe Epinasse) 是有着 19 年投资银行经验的资深银行家。曾服务于华宝银行 (S. G. Warburg, 现称瑞银投资银行 UBS Investment Bank)、麦格理投资银行 (Macquarie)、野村证券 (Nomura) 等著名机构, 并担任董事总经理、股权市场企业融资总监、股权资本市场总监等职位。

在他的职业生涯中, 成功完成了 140 余个企业融资交易项目, 包括高达数十亿美元的私有化和私营行业的 IPO、股权和股权连结融资、房地产投资信托基金、基础设施基金、本金和上市前投资、并购和企业融资交易顾问、欧元和境内债券发行及私募配售等。

他曾在 30 余个国家和地区与发行商合作或直接执行资本市场股票发行。这些国家和地区包括澳大利亚、奥地利、巴林、文莱、法国、德国、中国香港、印度、印度尼西亚、意大利、韩国、卢森堡、中国澳门、马来西亚、荷兰、巴拿马、中国大陆、菲律宾、葡萄牙、俄罗斯、新加坡、西班牙、瑞典、瑞士、中国台湾、泰国、阿拉伯联合酋长国、英国、美国和越南等。

目前, 裴达希居住在香港, 是一名作家兼独立顾问。他是《2012 年 IPO 指南》(2012 IPO Guide) 一书的合著者, 该书以英文和简体中文出版 (2012 年 1 月, 律商联讯出版社 LexisNexis)。他是道琼斯投资银行家全球新闻平台以及《南华早报》的专栏作家。他的文章经常在 WSJ.com 网站、《华尔街日报》和《中国经济评论》等新闻媒体和杂志上发表。

他被很多金融类杂志和其他期刊争相采访和介绍, 包括《欧元周刊》(EuroWeek)、《亚洲金融》(FinanceAsia)、《金融新闻》(Financial News)、英国《金融时报》(The Financial Times)、《信报》(Hong Kong Economic Journal)、《国际金融评论》(International Financing Review) 和法国著名报纸《世界报》

(*Le Monde*)。

裴达希一直是香港的一些活动和会议上的主要发言人，也多次现身于彭博电视台、路透电视台、BBC 世界新闻电视和香港电台。

想要了解更多关于裴达希的信息，请登录 [www.ipo-book.com](http://www.ipo-book.com)。

## 致 谢

在众人的帮助下，本书才得以出版。尽管对这些人的感谢难以言表，但我还是想借此机会特别感谢以下人员（按英文字母表顺序）：

Kasia d' Aquino, Yves Bodson, Laurence Borde, Christiaan Brakman, Donald Bryden, Jorge Calvet, François de Carbonnel, Yin Yee Chan, David Charters, Shu – Ching Jean Chen, Datuk Paul Chong, Amadea Choplin, Helena Chung, Fabio Coelho Neto, Jacques – Henri David, Sébastien Desarbres, Charles Egersperger, Christelle Espinasse, Jacques Espinasse, Mark Fischer, Caroline Fone, Cecilia Fong, Lord Freud, Laurie Gavitt – Smith, Aidan Goddard, Thierry Gougy, Therese Grunder, Piers Higson Smith, Ho Mei Peng, Maxime Holder, George Kwok, Lung Hongchoy, Anthony Hopson, Elaine Humphries, Takashi Kasagami, Su Mi Kim, Teresa Ko, Joan Lew Kwan, Paul W. Lai, Didier Lamarche, Paul S. Lau, Marcus Le Grice, Lorraine Li, Mark Lidiard, Joanne Lim, Herald van der Linde, Wendu Lui, Jasper Moiseiwitsch, Juan Muro – Lara, Delano Musafér, Doris Ng, Marshall Nicholson, Anthony Power, Julian Proctor, Alistair Reid, Swastayan Roy, Ganen Sarvananthan, Tina Sen, Jeremy Stoupas, Kelvin Teo, Charles Vacher, Julian Waldron, Josh Wymard, Ralph Ybema, Tony Yue and Maggie Yun Zhou。

在这里，我还要感谢香港大学出版社的有关工作人员，特别感谢 Michael Duckworth, Christopher Munn, Winnie Chau 和 Dawn Lau。

## 中文版序言

1999年年末，我开始在亚洲的投资银行工作，那时对中国公司来说，股权资本市场的业务在很大程度上仍然是处于起步阶段。当时的中国也不像现在这样举足轻重，对于很多全球银行家甚至是区域银行家来说，在中国大陆进行市场营销是件新鲜事。尽管那时中国已经有了一些海外上市和国内上市，但规模都不大。然而，短短几年之后在中国就出现了数十亿美元的交易。其中，同时在内地和香港上市的“A股”和“H股”的金融机构表现得特别的抢眼，利润也特别丰厚。

现在，中国市场仍有一些限制。截至今日，只有一百多个合格的境外机构投资者（QFII）可以投资于中国大陆的资本市场。但在本书写作之时，这些合格的境外机构投资者的配售额已得到显著的增加，从300亿美元左右增加到800亿美元，实际上增加了一倍以上。同时，中国只有数量有限的合格境内机构投资者（QDII）被允许进行国际证券投资，许多机构仍然要受一些限制。但是毫无疑问，合格的境内机构投资者的数量也将会随着时间的推移而不断增长。

同时，上海证券交易所也将成立国际板，允许符合规定的国际发行人在国际板进行报价上市。这些是出现在媒体上的预期，还没有成为现实。比较有趣的是，在给予机构投资者而不是普通公众更高权重的观念下，中国股票公开发行的法规得到不断发展，并逐步确保发行价格是在市场的作用下产生的——与国际通行的建立投资者购股意愿档案的做法保持一致。

我希望这本指南会对中国大陆股权资本市场上的从业者有所帮助，希望他们通过洞察如何进行国际首次公开发行会有所收获；也希望他们能从得到委托书开始到稳定期结束的整个交易过程中获得新的启发。

我们生活在一个不断全球化的世界中，金融市场显然也不例外。从东京到上海、香港，直到中东、伦敦、纽约和美国西海岸，全球化常常会导致一种不



间断的循环。然而不同司法管辖区之间，市场惯例也是明显不同的。绝大多数超过一定规模的交易都是遍布全球的，交易的分布从以前存在的交易边界开始，到被地方交易所和“绅士资本主义”主宰，然后区域股权集团成为典型。

在2001年，作为一个整体的亚太地区的IPO发行只占全球IPO发行的23%。然而到2010年，这一比例已上升至64%，这是一个惊人的转变。同时，自次贷危机以来，美国主要股权市场已经从次贷危机的余波中开始反弹，而欧洲的股权市场仍然处在垂死挣扎的边缘，只表露出有限的复苏迹象。未来几十年应该会出现戏剧性的变化，资本越来越多地持续不断地流向世界各地，出于股东、企业和投资者的利益而进行的收购或联盟将使市场融合得更加紧密。

IPO不会消失，同时也将继续吸引那些试图探索动态的、神秘的市场并试图解释市场的二元结果的发行人及市场评论员的目光。我希望我的读者会成为这令人兴奋的全球性革新中最好的一分子。

菲利普·裴达希  
2012年4月于香港

# 序 言

我 1994 年第一次参与首次公开发行的经历仍然历历在目，当时我还是一个年轻且充满激情的投资银行从业者。1991 年，我应聘成功，以管理培训生的身份进入了当时伦敦最大的投资银行。我职业生涯的最初几年在债务资本市场部门工作，负责写简报和为英格兰北部的房地产开发商、合作社、啤酒商等执行远期抵押债券和英镑债券。我渴望执行更具国际化的交易，而此时我恰好调任到股权资本市场（ECM）团队，这个团队的人好像永远都在充满异国情调的地方（像阿根廷或印度）出差，过着整天喝香槟酒的生活，坐飞机的头等舱去向银行、石油大亨和传媒公司推销金融产品。

仅仅几周之后，我的大多数新同事因为竞争对手公司保证给予他们一个高得离谱的薪酬待遇而辞职投靠了竞争对手公司，此时我被指派负责执行来自瑞典的一个相对较小的发行人的 IPO，但我身边留下的只有少数几个同样不知所措的银行从业者。公司的总部位于距离哥德堡大约一小时路程的地方，在那里的几个月我习惯了司机来家接我上班、每星期得有一次凌晨 4:30 去希思罗机场赶早班航班的生活。那家发行人是一个纺织品零售商，专营为中年妇女设计的内衣和此类服装。公司属于几个关注北欧市场的私募股权投资者，CEO 和 CFO 是年龄相仿的肥胖男人，对资本市场没有任何经验。而且，我自己也从未参与过 IPO。然而幸运的是，在这个交易中我们有一个有才能的研究分析师，在推销阶段承担了一部分任务（当时的情形在现今真是不可想象）。许多事给我留下了美好的回忆。比如：为银行财团组织实地考察；陪同一打身着细条纹西装的成功人士去瑞典外省社区的大型购物中心视察，吓得家庭妇女离开了商店；尽力理解产品展览、供应安排和销售点系统技术这些难懂的知识。我回忆起为路演培训高级管理人员时，让他们掌握“女性内衣”这个单词的发音十分困难。我也记得修改交易前的研究报告以使它更“有力”；花费额外的时间来选择吸引人和衣着暴露的（恕我直言）模特照片印在宣传册的封面上；惊讶于

那时候在管理过程中看似无限的费用账户；乘坐私人飞机到斯德哥尔摩参加闭幕晚宴，因为主管交易的总经理那晚想睡在伦敦自己的床上。而今天的现实变化多大啊！

在经历互联网泡沫危机、安然和安达信倒闭，再到后来的信贷紧缩和欧元区的濒临倒闭之后，上市决不能再像从前那个样子。在大多数股票市场，研究分析师现在将会因为收受公司财务部门的好处而被开除，他们不再能塑造和讲述那些有助于赢得 IPO 授权的故事。同样，ECM 的银行家也不许再对研究分析师的报告提供重要帮助以引诱机构挤进热门股票。风险因素分析现在有时能占上市计划书的四分之一，会计师事务所送出各种安慰函以减少他们在诉讼管辖范围内的责任。公司不再需要从纽约证券交易所寻求上市以提高十位数的收益，来自中国大陆的发行人现在经常居于世界最大 IPO 列表的前列（仅仅十年以前谁能猜到呢？）。公司治理和合规成为金融业监管机构关注的焦点。除了熟悉的市盈率和市净率方法之外，又引进了更新更复杂的估价方法。大量前所未有的机构投资者——一鸣惊人，比如主权财富基金和对冲基金，它们现在都是新发行证券的价格领导者、主要操作者和参与者。

同样，上市的过程仍然是令人畏惧的，尤其是对那些从来没有实施过国际 IPO 的公司来说更是如此（这里的 IPO 是指在一个具有一定广度的投资者群体中进行市场发行，这些投资者群体包括散户和机构投资者，也同时包括国内和国际的投资者）。需要指派大量的人员参与其中并使其合作得天衣无缝，需要同时管理许多不同的和不熟悉的任务。执行一个国际 IPO 需要好几个月时间，还要花费大量金钱。各种专业术语和管理首次上市股票的各个方面的无数规章条例很容易使人不知所措。当然，也很容易犯错误，而这些错误可能会妨碍发行人在未来几年里募集更多的资金。

这本书的视野超越了理论，它是一本引导企业家、公司管理团队、私募股权和风险投资家、市场从业人员和金融系学生进行国际 IPO 的指南。证券交易所出版的指引主要倾向于关注上市准则，而法律顾问、咨询机构和审计事务所出版的指引通常仅提出发行过程中与其特定专业领域相关的内容。资本市场的书一般来说经常包括过多的数学公式或冗长的关于过去发行股票的表现或与其相关的异常反应方面的学术研究。相比之下，我的方法完全是实用性的，根据我作为一个 ECM 银行家在 30 多个不同国家发起和执行各种交易的工作经验编著本书。

既然本书放眼全球，所以除美国、英国和欧洲大陆之外，我还收集了许多来自金砖四国（巴西、俄罗斯、印度和中国）发行人执行的 IPO 案例——金砖一词（BRIC）此时应在后面加上“S”，因为南非现在也加进来了。尤其是亚

太地区，现在拥有最大的发行量、最高的交易额和最多的新上市公司数量，所以很自然地代表了世界迅速增长地区的发展状况。2010年，中国大陆的一家银行执行了世界范围内规模第二（221亿美元）的IPO（第三大IPO出现在2006年，第四是由2010年在中国香港上市的一个保险公司执行的，第六则是由1998年的一家日本电信公司执行的）。亚洲也处于创新和产品引进（有时将美国产品进行成功的改造）的前列，像房地产投资信托基金（REITs）和基础设施基金，欧洲最近才引入这些产品。

本书详细介绍了投资银行怎样组织起来，与其他银行、公司、机构、客户、第三方顾问之间如何相互合作。本书也给出了建议，列举了真实的例子和案例研究，尽力囊括所有具体情况和将业务带入市场相关的基础材料。这些资料包括证明文件；法律、会计和公司管理问题；估价考虑因素和有关营销方面的详细分析。简明扼要地解释了双轨制IPO的步骤、前IPO投资和任命基石投资者，也解释了机构投资类型、公开发行和雇员发行、交易前研究、投资者教育、路演、建立投资者购股意愿档案、订购请求、定价、分配、上市和价格稳定。最后，在附录中包含了以下资料：详细的尽职审查、发行费用和招股说明书；投资者教育和订单的样本表格；世界范围内主要证券交易所初次上市条件的详细资料；由550多个行业术语定义的扩展词汇表。

然而比起其他行业，也许金融行业的规则变换得更频繁，个别情况也更重要，所以无论什么情况下，我劝告读者当你们考虑筹集资本、出售股票和上市时，一定要咨询投资银行、法律顾问、会计顾问、其他顾问和相关证券交易所上市集团的意见。

我十分高兴由中国财政经济出版社出版此书的简体中文版本，中国财政经济出版社有相当大的市场覆盖范围，在金融、经济、银行、会计、管理、统计和国际贸易领域享有盛誉。我为道琼斯经济通讯社及香港的《南华早报》写的一些文章已经进入了中国金融博客，同时，路透通讯社、《金融时报》或其他媒体及出版社对我进行的一些访谈也已经被中国主流媒体和社会化媒体报道和评论。

管理一个国际IPO是为管理团队和公司股东努力工作的顶点，它能带来许多回报，有经济上的，也有成功募集资金和实施雄心勃勃的商业计划上的。同时，IPO既能使公司对市场力量负有更大的责任，也使其更易受市场力量的伤害。掌握IPO的过程和理解构成IPO基础要素是充分利用发行证券所提供的益处的关键。我希望这本内部指南能帮助读者在这个令人兴奋的探索过程中找到自己的方向。

菲利普·裴达希  
2012年3月于香港

# 目 录

作者简介 .....	( 1 )
致谢 .....	( 3 )
中文版序言 .....	( 5 )
序言 .....	( 7 )
<b>第一部分 定义参量 .....</b>	<b>( 1 )</b>
1.1 上市 .....	( 1 )
1.2 上市条件、股票情况和流动性 .....	( 4 )
1.3 选择最佳的上市地点 .....	( 11 )
1.4 公司 IPO 管理团队 .....	( 18 )
1.5 投资银行中有哪些部门？它们都做些什么？ .....	( 19 )
1.6 投资银行业务头衔 .....	( 21 )
1.7 IPO 往来团队 .....	( 25 )
1.8 银行的角色和地位等级 .....	( 29 )
1.9 为获得牵头角色进行自我推荐 .....	( 36 )
1.10 正式委任投资银行 .....	( 41 )
1.11 投资银行的报酬 .....	( 42 )
<b>第二部分 为 IPO 做准备 .....</b>	<b>( 49 )</b>
2.1 航行在迷宫之中——首次公开发行的运作方 .....	( 49 )
2.2 增强董事会的力量 .....	( 58 )
2.3 IPO 时间表 .....	( 61 )
2.4 IPO 的执行过程 .....	( 67 )
2.5 尽职调查 .....	( 72 )

2.6	财务信息	( 76 )
2.7	招股说明书	( 79 )
2.8	安慰函	( 86 )
2.9	法律意见书和披露函	( 88 )
2.10	承销	( 90 )
2.11	估值	( 92 )
2.12	机构投资者	( 96 )
2.13	散户投资者	( 106 )
2.14	确定发行结构	( 108 )
2.15	存托凭证和存托股	( 114 )
2.16	房地产投资信托基金和基建基金	( 120 )
<b>第三部分 交易营销</b>		<b>( 125 )</b>
3.1	卖方研究的重要性	( 125 )
3.2	向研究分析师介绍情况	( 128 )
3.3	财团简述	( 129 )
3.4	投资者教育及设定价格区间	( 131 )
3.5	管理层路演	( 136 )
3.6	建立投资者购股意愿档案	( 141 )
3.7	公开发行	( 146 )
3.8	员工持股计划 (ESOP)	( 150 )
3.9	定价	( 152 )
3.10	承销协议和其他协议	( 154 )
3.11	分配股份	( 157 )
3.12	首次公开发行的结束及上市	( 161 )
<b>第四部分 IPO 之后</b>		<b>( 165 )</b>
4.1	价格稳定措施	( 165 )
4.2	投资者关系	( 169 )
4.3	进一步融资和后市交易	( 172 )
4.4	总结：什么促成了成功的 IPO ?	( 179 )
<b>附录</b>		<b>( 183 )</b>
附录 1：案例研究		( 185 )

案例一 纳斯达克首次公开发行：盛大游戏 .....	(186)
案例二 纽约证券交易所首次公开发行：巴西桑坦德银行 .....	(189)
案例三 伦敦证券交易所首次公开发行：爱莎能源 .....	(192)
案例四 纽约泛欧交易所首次公开发行：CFAO .....	(195)
案例五 香港首次公开发行：欧舒丹 .....	(197)
案例六 新加坡首次公开发行：凯德商业产业 .....	(200)
附录 2：商业及财务尽职调查清单 .....	(203)
附录 3：首次公开发行佣金及费用估算表 .....	(208)
附录 4：国际首次公开发行招股说明书目录样本 .....	(210)
附录 5：国际首次公开发行风险因素样本 .....	(212)
附录 6：投资者教育反馈信息表样本 .....	(216)
附录 7：投资者购股意愿手工登记表样本 .....	(218)
附录 8：主要证券交易所首次上市要求 .....	(220)
(一) 纳斯达克证券交易所上市条件 .....	(221)
(二) 纽约证券交易所上市条件 .....	(223)
(三) 伦敦证券交易所上市条件 .....	(225)
(四) 巴黎、阿姆斯特丹、布鲁塞尔、里斯本或伦敦的纽约 泛欧交易所的上市条件 .....	(227)
(五) 法兰克福证券交易所上市条件 .....	(229)
(六) 苏黎世瑞士证券交易所上市条件 .....	(231)
(七) 纳斯达克迪拜交易所上市条件 .....	(233)
(八) 香港证券交易所上市条件 .....	(235)
(九) 新加坡证券交易所上市条件 .....	(238)
(十) 东京证券交易所上市条件 .....	(240)
(十一) 悉尼澳大利亚证券交易所上市条件 .....	(242)
 词汇表 .....	 (245)
补充书目 .....	(294)

# 图表目录

表 1	不同证券交易所上市的考虑因素的例子	( 12 )
表 2	投资银行人员职务晋升和头衔	( 25 )
表 3	IPO 承销团银团：1 个保荐人，2 个全球协调人，3 个联合账簿 管理人和 4 个主承销商的情形	( 34 )
表 4	发行费用构成表（不包括额外报酬）	( 44 )
表 5	在使用留存机制（POT）和跳球制度时发行费用构成表	( 45 )
表 6	欧洲、中东和亚洲的主权财富基金	( 98 )
表 7	香港两只最大的 H 股 IPO 中基石投资者的配额	( 103 )
表 8	国际首次公开发行过程中管理层进行路演的主要及备选城市 名单	( 138 )
图 1	投资银行中参与 IPO 的主要部门	( 22 )
图 2	首次公开发行的时间表	( 68 )
图 3	如何最有效地组织工作组来执行 IPO	( 71 )
图 4	接触美国投资者	( 112 )
图 5	发行结构的组成部分	( 115 )
图 6	房地产投资信托基金基本结构图	( 124 )
图 7	账簿管理人手中机构需求登记簿的一部分	( 143 )
图 8	典型的需求登记状况	( 145 )
图 9	针对散户投资者的同时发行及序贯发行示意图	( 147 )
图 10	超额配售选择权和无担保空头	( 168 )



# 第一部分

## 定义参量

### 1.1 上市

上市（第一次将股票出售给公众投资者）是公司在其整个生命历程中所做的最重要的决定之一。对于家族企业股东来说，上市可以提高股东所持股份的流动性。但是这也使他们的业务处于外界监督之下。通过上市，创业投资企业可以筹集到无与伦比的大量资本来支持其发展。投资者购买首次公开发行（IPO）的股票是因为这使他们有机会在该股票上建立一个大额头寸，而大多数情况下，在二级市场上实现这一目标成本更高，或需要更长的时间。首次进入市场的大多数公司也会给出某种形式的 IPO 折扣，这使它们相对于同行更具吸引力。

公司在证券交易所选择以 IPO 形式上市的原因很多，一般可以归纳为两个：出售股权和筹集更多的股权资本。

#### 1.1.1 首次发行和二次发行

从技术方面来说，在股权资本市场（ECM）中筹集资金的交易被称为“首次发行”，而抛售——无论是政府私有化还是长期股东出售，股权从私人手中进入市场，从而产生了流动性（或许是由于继承的结果）——则被称为“二次发行”。通常情况下，都是两者结合，以便在一个或多个现有股东选择减持股份的同时募集到新资金，以使公司成长。在英国，初次发行被称为“认购报价”，因为公司发行的新股票被投资者认购；而二次发行就被十分合乎逻辑地称为“销售报价”。

在大多数情况下，募集新资金比较容易执行，尤其是当发行者的股票具有一些例如可以促进市场的金融发展等吸引人的特点时更是如此。与此相反，有时某公司出售股份时很容易引起投资者的怀疑，尤