

THE IPO DECISION

IPO 决策

企业为什么要上市以及上市的时机和步骤

WHY AND HOW
COMPANIES
GO PUBLIC

[加] 贾森·德拉霍(Jason Draho) 著

南开大学泽尔滕实验室常务副主任 李建标教授 主译

THE IPO DECISION

IPO 决策

企业为什么要上市以及上市的时机和步骤

WHY AND HOW
COMPANIES
GO PUBLIC

[加] 贾森·德拉霍 (Jason Draho) 著

南开大学泽尔滕实验室常务副主任 李建标教授 主译

图书在版编目(CIP)数据

IPO 决策：企业为什么要上市以及上市的时机和步骤/(加)德拉霍 (Draho, J.)
著；李建标译. —北京：中国劳动社会保障出版社，2006

经理人新知书架

书名原文：The IPO Decision: Why and How Companies Go Public

ISBN 7-5045-5284-4

I. I… II. ①德…②李… III. 公司-企业管理-基本知识 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 114332 号

©2004 by Jason Draho

First published in English under the title The IPO Decision: Why and How Companies Go Public
by Edward Elgar Publishing Limited. Chinese edition licensed to China Labour & Social Security
Publishing House.

北京市版权局著作权合同登记号：图字 01-2005-1725

中国劳动社会保障出版社出版发行

(北京市惠新东街 1 号 邮政编码：100029)

出 版 人：张梦欣

*

北京北苑印刷有限责任公司印刷装订 新华书店经销

787 毫米×960 毫米 16 开本 23 印张 434 千字

2006 年 2 月第 1 版 2006 年 2 月第 1 次印刷

印数：3500 册

定价：42.00 元

读者服务部电话：010-64929211

发行部电话：010-64927085

出版社网址：<http://www.class.com.cn>

版权专有 侵权必究

举报电话：010-64911344

THE IPO DECISION

20世纪90年代后期的互联网泡沫时期，首次公开发行(IPO)为上市公司带来了巨大收益，尤其是对一些新兴产业公司的创建起到了关键性的作用，因而备受瞩目。然而在同一时期，某些投资银行在对上市公司的股权进行分配以及对投资者的选股进行推荐时的不道德行为被揭露出来，这给公司IPO的声誉带来了很坏的影响。《IPO决策》一书就是将所有最新的有关IPO的文献收集、综合成一个整体，将所有有关的理论分析和实证研究有机地组织成一个系统的逻辑框架呈现给读者，从而使读者更为深刻地理解公司为什么以及如何上市的问题。

**WHY AND HOW
COMPANIES**

GO PUBLIC

THE IPO DECISION

本书的上半部分探讨了公司决定上市的原因、动机和时机选择，其中还包括财务、战略和控制方面的考虑。书的下半部分对IPO流程进行了深入的回顾，并对承销、IPO估值、股票定价、股权分配和股票上市后的长期表现等方面进行了重点论述。

本书所涉及的领域之广是同类书无法比拟的。作者从大量有关IPO的理论分析和实证研究中提炼出一系列有价值的概念和结论，汇总成本书，便于读者查询和参考。书中所有内容都以一种非技术性的，但又非常严格的方式进行表述。不同学科背景和不同职业的读者都将会发现本书是一本关于IPO流程的非常实用的参考书。

**WHY AND HOW
COMPANIES**

GO PUBLIC

译者序

企业的融资方式主要分为债权融资和股权融资，与之相对应，企业的资产=负债+所有者权益。所有者权益与公司股票首次公开发行（IPO）紧密联系在一起，因此“在公司的整个生命历程中，很少有其他事情会比上市公司的 IPO 的意义更大、影响更深远。”^①

IPO 是公司第一次将股票出售给公众投资者的过程（售出的股票随后可以在二级市场上进行交易），它构成企业重要的融资方式。但对这一问题的研究，大多数的综述性文献一般都着重强调与 IPO 有关的难题——过热的市场、抑价发行和股票的长期表现不佳。用一本书的篇幅来描述 IPO 过程的文献，贾森·德拉霍（Jason Draho）博士的这本《IPO 决策》是继詹金森（Jenkinson）和杨奎斯特（Ljungqvist）（2001）以后的第二本专门研究 IPO 的著作，该书是作者在其学位论文基础上扩展而成的，也是南开大学泽尔滕实验室李建标教授主持的天津市“十五”社科研究规划课题——《中国公司治理机制与当事人行为的实验研究》（项目号：TJ05—GL004）的重要参考文献。因此，我们在翻译该书时采取了研读学术文献的方法：由李建标教授带领部分博士生和硕士生以文献课的方式，一次课重点研讨一章，在此基础上再译出初稿。参加本书研讨和翻译工作的博士生、硕士生有（按姓氏的汉语拼音顺序排名）：高玥、姜涛、李晓义、李骅、孙娟、王光荣、于娟、袁晓龙、杨杰，全书由李建标校译。

我们在翻译过程中尽量把握、理解原文的确切含义，在讨论课中大家结合专业背景认真讨论先形成初步的架构，再进行初稿翻译，初稿完成后全面校译了三遍。在整个工作过程中，我们一直得到了中国劳动社会保障出版社编辑黄霞的鼓励和支持。

尽管我们付出了很大努力，但到目前为止，我们仍然感觉中译本还有一些不尽如人意之处，敬请读者指正，译者的电邮是 biaojl@126.com，我们期待着您的反馈。

李建标

2005 年 8 月

^① 参见书中导论部分。

前 言

20 世纪 90 年代后期的互联网泡沫时期，首次公开发行（IPO）为上市公司带来了巨大的收益，尤其是对一些新兴产业公司的创建起到了关键性的作用，因而备受瞩目。然而在同一时期，某些投资银行徇私舞弊的行为被揭露出来，给公司 IPO 的声誉带来了很坏的影响。IPO 作为公司的一项融资活动，对大部分投资者来说仍然是很神秘的。这是由于在信息不完全的条件下，人们对整个发行过程缺乏详细了解，所以一般投资者对公司如何上市和 IPO 如何运作这些问题总是得出不准确甚至是错误的结论。

自 20 世纪 70 年代以后，IPO 一直都是学术研究重点关注的课题之一，尤其是互联网泡沫经济以后人们对这一领域的研究更是持续升温，这些研究中的某些发现确实理清了我们对企业 IPO 过程和上市决策某些具体方面的理解。《IPO 决策》一书就是将以往所有有关 IPO 的文献收集、综合成一个整体，将所有有关的理论分析和实证研究有机地组织成一个系统的逻辑框架呈现给读者，从而使读者更为深刻地理解公司为什么以及如何上市等问题。需要指出的是，如果读者单独或分散地阅读这些文献通常并不能达到这种效果。

对 IPO 过程的分析一般都是按时间顺序进行的，从非上市公司何时以及为什么公开上市到新上市公司股票的长期表现如何。大多数有关 IPO 的综述性文献一般都会着重强调以下几个与 IPO 有关的难题：过热的市场、抑价发行和股票的长期表现不佳。唯一以近似于一本书的篇幅来描述 IPO 过程的文献出自詹金森和扬奎斯特（2001）之手，他们在文献中为上述三个难题提供了非常全面而又深入的综述。但是，他们的著作并没有涵盖本书所包括的某些内容，如公开上市的融资优势和战略优势、外部市场、公司重组、IPO 估值、IPO 后再融资等问题。此外，本书还涉及了在整个上市过程中更大范围内的某些 IPO 难题，从而为读者深入了解 IPO 过程提供了一个更为广阔的视角。

《IPO 决策》一书从本质上来说是一本学术著作。作者从大量有关 IPO 的理论分析和实证研究中提炼出一系列有价值的概念和结论，汇总成本书，便于读者查询和参考。书中所有内容都以一种非技术性，但非常严格的方式进行表述，同时又强

调对某些特定思想和事实的直觉把握。本书假定读者对经济学、金融学以及有关金融市场如何运作的一些知识已经有了一个初步的了解。在某些需要的地方，本书还给出了一些相关制度结构的描述，例如对股票市场运行机制和 IPO 市场签购机制的描述等。本书中的细节问题和大部分的实证一般都以美国为例，但本书中的理论对于世界各国都是适用的。

不同学科背景和不同职业的读者都将会发现本书是一本关于 IPO 过程的非常实用的参考书。金融学、经济学、会计学以及法学领域的研究者都可以很容易地从本书中找到对所有 IPO 文献的详细综述，而一些投资银行、风险资本、会计、咨询、法律和市场监管领域的从业者以及企业家和商界人士也可以通过本书对 IPO 过程有一个直观的认识和把握，这是任何其他单一的学术资料来源所无法做到的。

如果没有以下众人的无私帮助和鼎力支持，本书将不可能问世。感谢所有为本书前期初稿提出宝贵意见和建议的人：罗杰·伊博森（Roger Ibbotson）、斯蒂法诺·阿萨纳索里斯（Stefano Athanasoulis）、里基·拉姆（Ricky Lam）、罗斯·巴雷特（Ross Barrett）、约翰·伯恩斯坦（John Bernstein）、尤金·周（Eugene Choo）、迈克尔·瓦尼（Michael Vaney）、皮拉·默里（Pilar Murray）以及两名匿名审稿人。感谢那些无偿为本书提供某些图片和表格的人：亚柯夫·阿米哈德（Yakov Amihud）、阿朗·布拉夫（Alon Brav）、罗伯特·凯史尼克（Robert Keischnick）、乔希·勒纳（Josh Lerner）、杰伊·瑞特尔（Jay Ritter）和安·谢尔曼（Ann Sherman）。本书是对我学位论文的拓展，感谢我的指导老师——德克·伯格曼（Dirk Bergemann）、本·波拉克（Ben Polak）和阿图罗·布里斯（Arturo Bris）为我提供的建议和指导，我从中受益匪浅。感谢 Edward Elgar 出版社全体工作人员对本书的出版所给予的无私奉献。感谢卡伦（Karen McCarthy）、艾伦·斯特莫（Alan Sturmer）和塔拉·戈文（Tara Gorving）在成就本书过程中的全程指导。最后我将我最大的感激之情留给我的家庭——我的父母莉萨（Lisa）、乔希（Josh）和鲁比（Ruby），他们在整个成书过程中给予了我精神支持和鼓励。完成本书需要付出大量的时间和脑力劳动，他们的帮助使这一过程变得容易了许多。

目 录

第 1 章 导论	(1)
1.1 企业为什么要上市	(2)
1.2 企业如何上市	(5)
1.3 本书的结构安排	(7)
第 2 章 企业 IPO 的时机选择和信息条件	(9)
2.1 时间序列数据	(9)
2.2 上市时机的选择	(12)
2.3 信息不对称	(17)
2.4 信息外部性	(21)
2.5 投资者需求	(29)
2.6 小结	(31)
第 3 章 融资选择与融资成本	(33)
3.1 股权资本的成本	(33)
3.2 私募股权	(41)
3.3 债务融资 (debt financing)	(49)
3.4 资金获得途径	(54)
3.5 小结	(56)
第 4 章 战略行为	(59)
4.1 产业竞争	(59)
4.2 声誉与透明度	(67)
4.3 小结	(72)
第 5 章 控制、监督与治理	(73)
5.1 最优的公司治理结构	(73)
5.2 企业的控制权和退出机制	(81)
5.3 发行企业的治理结构	(89)
5.4 小结	(99)

第 6 章	外部市场的国际比较	(101)
6.1	股票市场和企业上市	(101)
6.2	股票市场发展	(104)
6.3	私有化	(113)
6.4	小结	(122)
第 7 章	企业重组	(123)
7.1	股权分割和分拆	(123)
7.2	杠杆收购	(138)
7.3	小结	(141)
第 8 章	估值	(143)
8.1	估值方法	(143)
8.2	与 IPO 相关的特定信息	(148)
8.3	IPO 估值	(155)
8.4	非上市企业折价	(160)
8.5	小结	(162)
第 9 章	IPO 准备工作	(163)
9.1	时间表	(163)
9.2	承销商	(168)
9.3	审计师和律师	(185)
9.4	小结	(189)
第 10 章	IPO 机制：配股和定价	(191)
10.1	IPO 机制	(191)
10.2	IPO 机制的效率	(197)
10.3	配股和定价	(205)
10.4	抑价发行	(215)
10.5	小结	(221)
第 11 章	IPO 的二级市场操作	(223)
11.1	二级市场的交易和价格	(223)
11.2	分析师与研究	(237)
11.3	禁售期 (lockups)	(248)
11.4	小结	(251)
第 12 章	IPO 后融资活动	(253)
12.1	资本结构：理论和实证	(253)

12.2	公开发行股票	(256)
12.3	负债融资	(260)
12.4	私募股权	(264)
12.5	小结	(269)
第 13 章	长期业绩	(271)
13.1	异常的绩效不佳	(271)
13.2	方法问题	(274)
13.3	发行者行为	(284)
13.4	投资者的信息	(288)
13.5	行为金融学	(291)
13.6	小结	(295)
第 14 章	最终的观点	(297)
14.1	IPO 决策	(298)
14.2	IPO 过程	(299)
注释		(303)
参考书目		(321)

第1章 导 论

在公司的整个生命历程中，很少有其他事情会比公司股票首次公开发行（IPO）意义更大、影响更深远。IPO 是公司第一次将股票出售给公众投资者的过程，售出的股票随后可以在二级市场上进行交易。公开上市从根本上改变了公司的治理结构，上市后公司的管理活动需要对分散的股东这一新的投资群体负责，这显然与所有权集中的非上市公司不同。有关公司财务状况和运营状况的信息在公司上市以前是保密的，但在公司上市以后，这些信息就必须公开。当公司对其他竞争对手构成更严重的威胁时，公司所处的竞争环境将会变得更加严峻。基于这些因素，非上市公司的决策者想要提高公司的长期生存能力，或者希望公司顺利地转变为上市公司，就必须回答以下两个问题：公司为什么要上市？如果公司选择上市，公司的 IPO 过程应该如何完成？

对于私营公司为什么选择上市这一问题，行业专家提出了多种解释。首先 IPO 可以为企业扩大经营来筹集资本，还可以提高股东的资本流动性并改善公司的声誉。更为重要的是 IPO 创造出股票这一有价值的通货，从而使公司之间可以相互收购，而股票也可以成为公司给予员工的一种福利。曾经在互联网企业 IPO 中遭受损失的投资者对于股票的看法更为偏激：公司的 IPO 可以使公司内部人士在股票价格被过高估计时将他们巨额的股票期权变现。如果多数投资者都持有这样的看法，那么以上所述将变为现实。

IPO 过程如何运作是一个非常具有争议的问题，相关的争论主要集中于 IPO 过程中 3 个主要参与者——发行者、负责承销业务的投资银行和投资者——之间的利益冲突上。20 世纪 90 年代互联网泡沫时期，投资银行某些激进的 IPO 定价模式严重地损害了发行者和投资者的利益。对互联网泡沫时期，投资银行的某些不良做法有时甚至是非法行为的事后分析，以及投资银行当前对于上市企业的股权分配以及对投资者的选股推荐行为机制，通常可以被用来解释上市公司股票定价过高的现象。同时，这也使人们积极呼吁对股票定价过程进行改革。由于企业具有很强的上市动机，但对 IPO 究竟如何运作的的不确切了解，导致企业对当前市场体系存在的问题以及应该如何改变这种局面存在着错误论断。

本书的主要目的是为读者提供关于 IPO 流程的细致、真实的描述，从而说明公司为什么会以及何时能够从 IPO 中获益，同时它也讲述了 IPO 流程的详细步骤。这样就可以达到两个目的：第一，消除公众对上市流程可能存在错误观念，为投资者提供事实，使他们不再凭借想象做出投资决策；第二，对 IPO 整个流程的全面描述和分析能够使读者对 IPO 的相关问题产生更深刻的认识。例如，我们不能仅仅说明公司上市就是为了筹集廉价资本，而应该对在何处以及为何会发生成本节约这类问题进行量化。

1999—2000 年，互联网泡沫达到了高潮，人们对 IPO 的关注空前高涨。不需要进行细致的观察便可以发现，那些获得 IPO 配股的投资者总是可以得到数额惊人的回报，而这种情况在当时确实是一种普遍现象。在二级市场交易开始前，IPO 股票价格应该不会成倍地增长。但是，以股票价格在发行首日就出现很大波动为特点的，一批产业和规模相近的公司一起上市的模式还是一种普遍的现象。两个显著的例子就是 1980 年的自然资源行业和 1983 年的计算机软件行业。本书的余下部分将在一个一般性框架下重点分析过去、现在和未来的 IPO 活动，而不再只是试图解释互联网泡沫。

1.1 企业为什么要上市

为什么私营公司要选择上市？上文已经提到了一些 IPO 的益处。当然，公司上市的所有收益都必须与上市成本比较后才能衡量出公司上市的好处。发行者承担着 IPO 过程的直接成本以及一些相关的管理事务，这两项内容在公司上市后仍会持续一段时间。发行者必须披露那些可能会削弱其竞争力的内部专有信息，而且原有的公司股权所有者和管理者与新股东之间可能会产生利益冲突。出于成本收益分析的考虑，私营公司的股权所有者可能会扪心自问：“我们为什么要上市？”

对企业 IPO 的价值进行评估仅靠简单罗列各项成本和每种资源的实际收益是远远不够的，许多通过公开上市筹集廉价资本的公司为我们提供了一些有用的案例分析。公开发行人相对于私募股本需要更高的直接固定成本（主要包括上市申请费用和注册费用，以及支付给投资银行、审计师和律师的报酬）。投资者的预期回报率是股票的风险、流动性和市场性的函数。相对于私募股本而言，公开发行的预期回报比较低，但如果股票交易量很小，这种差距也会很小。因此会存在选择公开上市还是选择私募股本两难的情况。特别是对于小公司，它们选择公开上市的成本更高，这与 IPO 提供廉价资本的说法是矛盾的。对于与 IPO 决策相关的所有因素，本文都提供了详细的分析。

上面的讨论为我们对公司为什么要上市这一问题进行学术研究提供了激励。对于那些相信大部分公司都会尝试进行 IPO 的读者来说,这种分析似乎过于学术性。但是,一些有关 IPO 的资料却提供了大量的事实来反驳这种想当然的看法。在过去的几十年里, IPO 在美国大行其道,从 1960 年起总共大约有 15 000 例,这种现象明显地让人们感到公开发行相对于私募股本是具有优势的。但是一些上市公司的霸权倾向受到了其他公司的非议:如美国嘉吉公司 (Cargill)、贝克特尔公司 (Bechtel) 和上市以前的联合包裹运送服务公司 (UPS) 在它们各自所处产业中都占有主导地位,这使得许多中小企业对它们的垄断倾向持有非议。更具说服力的证据是不同国家的股票发行者的数量和类型的多样化。

如下表 1.1 中综合了一系列研究成果,这是由罗格郎 (Loughran)、瑞特尔 (Ritter) 和赖德奎斯特 (Rydqvist) (1994) 最先总结并经过不断更新的。表中给出了在特定时期内 38 个国家的企业 IPO 的数量。国与国之间进行比较必须要考虑采样区间的不同和经济发展规模的不同,但是经过粗略的计算我们就可以发现美国的情况十分独特。在 1980—1999 年之间,有将近 1 万家公司上市发行股票,其中 20 世纪 90 年代就有 5 100 家公司上市。¹ 如果不考虑发行规模的话,唯一一个在 IPO 数目上可以与美国相比的国家是英国。

表 1.1 国际范围内 IPO 的成交量和初始回报²

国家 (地区)	IPO 的数量	时期	初始回报 (%)
澳大利亚	382	1976—1995 年	12.1
奥地利	76	1984—1999 年	6.5
比利时	86	1984—1999 年	14.6
巴西	62	1979—1990 年	78.5
加拿大	500	1971—1999 年	6.3
智利	52	1982—1997 年	8.8
中国	432	1990—2000 年	256.9
丹麦	117	1984—1999 年	5.4
芬兰	99	1984—1997 年	10.1
法国	448	1983—1998 年	9.5
德国	407	1987—1999 年	27.7
希腊	129	1987—1994 年	51.7
中国香港	334	1980—1996 年	15.9
印度	98	1992—1993 年	35.3
印度尼西亚	106	1989—1994 年	15.1
以色列	285	1990—1994 年	12.1

续表

国家 (地区)	IPO 的数量	时期	初始回报 (%)
意大利	164	1985—2000 年	23.9
日本	1 542	1970—2000 年	26.4
韩国	477	1980—1996 年	74.3
马来西亚	401	1980—1998 年	104.1
墨西哥	37	1987—1990 年	33.0
荷兰	143	1982—1999 年	10.2
新西兰	201	1979—1999 年	23.0
尼日利亚	63	1989—1993 年	19.1
挪威	68	1984—1996 年	12.5
菲律宾	104	1987—1997 年	22.7
波兰	149	1991—1998 年	35.6
葡萄牙	21	1992—1998 年	10.6
新加坡	128	1973—1992 年	31.4
南非	118	1980—1991 年	32.7
西班牙	99	1986—1998 年	10.7
瑞典	251	1980—1994 年	34.1
瑞士	42	1983—1989 年	35.8
中国台湾	293	1986—1998 年	31.1
泰国	292	1987—1997 年	46.7
土耳其	138	1990—1996 年	13.6
英国	3 042	1959—2000 年	17.5
美国	14 760	1960—2000 年	18.4

资料来源：罗格郎、瑞特尔和赖德奎斯特（1994）以及瑞特尔个人网站（<http://bear.cba.ufl.edu/ritter/ipodata.htm>）上所提供的更新。这篇文章和更新资料列出了具体国家数据的参考文献。

能与美国相提并论的国家是欧洲大陆的 3 大经济强国：德国、法国和意大利。举例说明，1987—1999 年这段时期，德国有 407 家公司进行了 IPO，而美国有 10 115 家。即使是经过规模差异的调整后，其中占美国上市公司总数 1/4 的上市公司数量仍是德国上市公司总数的 6 倍。这 3 个欧洲国家都是经济比较发达的国家，但是各国影响公司上市决策的因素都存在着本质的不同。如果允许的话，大多数的美国公司都会选择上市，但欧洲大陆的公司却并不一定如此。

美国的股票发行者和欧洲的股票发行者之间的差异，进一步突出了研究 IPO 决策的必要性。罗格郎和瑞特尔（2002_b）指出，在 20 世纪 80 年代至 90 年代期间，总体上说美国的公司上市前平均经营 7 年。这一数字并没有考虑新兴产业中

刚刚成立的公司与传统产业中成熟的公司之间寿命的显著差别。然而，典型的发行者一般都会选择在公司生命周期中前期的成长阶段公开上市，这样做的目的很可能是为了筹集资本。相比之下，90年代中期，许多欧洲国家的公司上市时平均已经经营了40年左右；在互联网迅速发展时期，这一数字下降至10年左右（Rydqvist & Hogholm, 1995；Giudici & Roosenboom, 2003）。这些成熟的发行者往往并不是为了投资而筹集资本，而是出于其他方面的原因。

不同国家的发行者数量和上市时经营年限的差异表明了IPO决策有可能受外部因素的影响。由于上市公司都需要一个股票市场，即它们进行公开发行的场所，所以在那些市场发育不健全的国家，上市公司会更少。公开发行使得散户投资者成为公司的新股东，而这些分散的股东相对于老股东来说，可能处于少数派的地位。各国法制和政治环境的不同决定了这些小股东受保护的程度也不同，从而影响了他们投资IPO的最初决策。正是这些不受上市公司控制的因素决定了公开上市对于公司吸引力的大小。因此，如果想全面地理解公司为什么要上市，就必须首先了解一个国家整体的经济环境。

1.2 企业如何上市

IPO的实质就是发行者将股票出售给投资者，但这种简单的概括掩盖了IPO过程的复杂性。在IPO整个过程中普遍存在着不确定性，这种不确定性在很大程度上是源于披露的信息质量很差。在上市发行之前，投资者往往对发行者的信息知之甚少。同样，发行者也不知道投资者是否对他们感兴趣。投资银行在发行者和投资者之间起到了信息传播的中介作用，并确实解决了其中的一部分信息问题，但并不是所有问题都被解决了。发行者、投资银行和市场监管者都必须回答的关键问题是：“在当今新股发行市场的现实情况下，公司的IPO交易应该如何进行？”

最理想的股票销售机制往往依赖于某些特定的利益集团。例如，投资银行（本书中所指的承销商）关注其本身的利润最大化，这就导致其相对于监管者来说拥有某种优势。然而，对IPO机制进行评价的合理的出发点就是假定发行者的首要目标是期望融资额的最大化。这一假设使得我们可以对不同类型IPO机制的效率进行比较。所有的IPO机制都是由股票定价规则和在投资者之间的分配规则决定的。市场监管者（在美国是证券交易委员会，即SEC）负责制定这些规则，而且通常这些规则使发行者只有有限的几种销售选择。由于每年IPO的融资额都远远高于百亿美元，所以设计一种有效的IPO机制是非常重要的。

要确定最优的机制，必须首先弄清楚IPO是如何运作的，特别是要弄清楚股

票是如何定价和分配的，以及这种定价和分配方式的依据。企业 IPO 数据中最显著的特征是正的初始回报率或首日回报率。它是指，从新股发行第一个交易日收盘时，新股股价增长的百分比。表 1.1 列出了每个国家和地区的平均初始回报率。1996—2000 年，虽然其间伴随着偶尔的市场过热或互联网泡沫等高初始回报率的时期，但是美国股票市场上的平均初始回报率一直保持在 18.4% 的水平，并且具有较好的连续性。正的回报率并不是美国特有的现象，表中列出的所有国家和地区都有正的平均回报率，在这 38 个国家和地区中有 33 个国家和地区的平均回报率超过了 10%。

乍看起来，正回报率的一致性跨越时间和国界的现象是令人费解的。IPO 的收益等于首日名义价格增长乘以股票发行数量，这个数值一般是非常高的。罗格郎和瑞特尔（2002_a）估计，仅 1999—2000 年两年内美国的 IPO 初始回报总额就达到 630 亿美元。初始回报通常被认为是抑价发行所导致的，这是因为发行者和承销商故意将发行价制定在低于市场出清的价格水平。自从伊博森（Ibbotson）（1975）以来，越来越多的研究试图解释为什么抑价发行被接受并且成为一种惯例。某些理论认为抑价发行是为了使发行者期望融资额最大化，或者是为了满足发行者的其他目标。但是这些理论并没有排除某些非理性行为对价格制定的影响。

发行者选择的发行价格在很大程度上会受到承销商的影响。通常确定发行价格与确定股票配额是同时进行的，承销商几乎可以决定谁将获得股票配额。当然，这并不包括公司内部人士自留的那部分股票，即发行者通常出于自身利益考虑而保留的那部分股票。2000 年股票市场危机和 IPO 泡沫破裂以后，一些对投资银行使用非法手段分配股票的报道开始出现。在某些案例中，投资者为了得到 IPO 配股，不得不同意在股票发行时向投资银行支付非常高的佣金，或者以高于市价的价格在二级市场上购买更多的股票。投资银行为获得新的 IPO 业务，将股票分配给某些非上市公司首席执行官的现象也很常见。这些都成为承销商进一步降低发行价的动机，从而损害了发行者的利益。

然而，与这些 IPO 相关的最大丑闻并非与配股相关，而是与分析师的推荐有关。某些分析师本人虽然对发行者并不看好，但为了承销商的潜在利益，他也会为这家公司的 IPO 股票做出良好的评价。

对这些投资银行违法行为的揭露，使得投资银行受到监管部门的处罚。同时市场监管者同几家大型投资银行之间所达成的一项全球性规则对分析师参与企业 IPO 的方式制定了新规则，并为上市企业的配股设立了一些限制。人们还在不停地争论如何才能对 IPO 过程进行深化改革以消除市场体系弊端，以及如何才能让新股发行市场保持健康的问题。要想对这些变革的建议进行有建设性的讨论，我们必须