

CAPITAL

资本市场运作经典译丛

MARKET

# 公开上市

## Going Public:

Everything You Need to Know to Take Your  
Company Public, Internet Direct Public  
Offerings

[美] 詹姆斯·B·阿科波尔 著

罗恩·舒尔茨

James B. Arkebauer

OPERATION

CLASSICS

 中国人民大学出版社

资本市场运作经典译丛

# 公开上市

## Going Public:

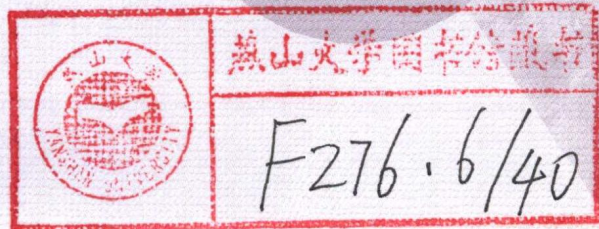
Everything You Need to Know to Take Your  
Company Public, Internet Direct Public  
Offerings

[美] 詹姆斯·B·阿科波尔 著  
罗恩·舒尔茨

James B. Arkebauer

吴珊 庄园 陈启清 译

吴珊 校



0371301



中国人民大学出版社

— 02

## 图书在版编目 (CIP) 数据

公开上市 / [美] 阿科波尔著; 吴珊等译.

北京: 中国人民大学出版社, 2001

(资本市场运作经典译丛)

ISBN 7-300-03943-X/F·1191

I. 公…

II. ①阿…②吴…

III. 上市公司-基本知识

IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 077878 号

资本市场运作经典译丛

公开上市

[美] 詹姆斯·B·阿科波尔 著

罗恩·舒尔茨

吴珊 庄园 陈启清 译

吴珊 校

---

出版发行: 中国人民大学出版社

(北京中关村大街 31 号 邮编 100080)

邮购部: 62515351 门市部: 62514148

总编室: 62511242 出版部: 62511239

E-mail: rendafx@public3.bta.net.cn

经 销: 新华书店

印 刷: 涿州市星河印刷厂

---

开本: 787×980 毫米 1/16 印张: 19.75 插页 2

2002 年 4 月第 1 版 2002 年 4 月第 1 次印刷

字数: 309 000

---

定价: 36.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

# 资本市场运作经典译丛编委会

顾问 梁定邦 中国证监会 首席顾问  
王 益 国家开发银行 副行长

主 张 磊 耶鲁大学MBA/MA, 耶鲁大学投资办公室  
编 王宏欣 耶鲁大学PHD, 阿卡迪恩资产管理公司

王宏欣 耶鲁大学PHD, 阿卡迪恩资产管理公司

叶俊英 易方达基金管理公司 / 总裁

朱武祥 清华大学经济管理学院金融系 / 副主任

李 良 国务院发展研究中心

何良桥 芝加哥大学MBA, Adobe 收购兼并部

陈云贤 广发证券股份有限公司 / 董事长

陈雨露 中国人民大学财政金融学院 / 院长

张 磊 耶鲁大学MBA/MA, 耶鲁大学投资办公室

张 新 中国证监会上市公司监管部 / 副主任

张孟友 广发证券股份有限公司国际业务部 / 常务副总经理

周业安 中国人民大学经济学院 / 副教授

范希文 博士 瑞迪安资产担保公司全球结构性产品部 / 副主任

(前苏黎士资本市场副总裁兼信用风险主管)

舒 元 中山大学岭南学院 / 院长

编委会 (按姓氏笔画为序)

# 总 序

资本市场与生态系统

## 资本市场的生态系统

17 世纪下半叶，当清朝初定中原，修缮长城之际，荷兰人在美洲新大陆当时自己称为“新阿姆斯特丹”（纽约）的地方沿着哈德逊河也在修筑城墙，以抵御印第安人和英国移民的入侵。城墙边的一条小道被称为 Wall Street（城墙街），就是中文的华尔街。1792 年的 5 月 17 日，24 家证券交易商签订了巴顿伍德（Buttonwood）协定，这就是今天坐落在华尔街十一号的纽约证券交易所的前身。从一个松散的券商联盟到如今具有 16 万亿美元市值、3 000 多家上市公司的美国金融中心，纽约证券交易所是美国金融市场发展的一个缩影。宛如从地球早期的单细胞生物到如今的复杂生态系统，美国的金融市场也经历了弱肉强食的原始社会，历经多次经济和金融危机，终于发展成一个高度分工、高度现代化的超级金融生态系统。

正如任何一个生态系统一样，金融市场看似无序却有着高度的自我调节功能，看似混乱却有着高度的效率并在现代经济中起着中枢神经的作用。“江山如此多娇，引无数英雄竞折腰”。正如诺贝尔经济学奖获得者纳什在他的《博弈论》中所述，在重多的动机诱导之下，市场处在一



种动态平衡之中，并进一步产生了各种分工和基于分工基础之上的专业机构。上市股权的交易一方面为配置资源、集聚财富提供了机遇；另一方面也加剧了所有权和经营权的分离，产生了几十年后人们才认识到的法人治理问题。债券和衍生产品等标准化和约的交易一方面提供了风险的分工和流通；另一方面又增大了系统风险。

市场的短期失衡为投资者创造了机会并为经济发展提供了新的诱因。金融危机则是由于经济信息的严重扭曲和由于外在或内在因素而对市场和经济产生破坏性的长期和严重失衡。金融危机的主要表现是信用危机。其根本原因是代理问题和由此而来的效益扭曲及非理性行为。为了保障经济的健康发展和投资者的利益，当然也是自身存活与进化的要求，金融市场逐步发展出一套行之有效的**内生免疫系统和外部战略防线**。

1. 资本市场的自我平衡机制：买卖双方力量的均衡。资产收益的内在规律要求资产定价在理性的空间中运行。做空机制及指数投资的引进，为系统性的抑制食物链中任何一方的非理性繁荣（irrational exuberance）提供了最为原始也最为强有力的制约。危机本身也反映了资本市场及其系统中的问题，从而为新的理论和新的金融工具的发明，以及更合理的金融体系的建立提供了契机。

2. 资本市场的行业自律：互为唇齿的集体智慧的结晶。美国 NASD 券商协会、NYSE 等证券交易所、AIMR 证券分析师协会等，其自身的发展，或是危机之后的痛定思痛，或是前瞻性的未雨绸缪。来自于私营部门的行业自律在系统的存续及发展上起着重要的作用。

3. 虽然在经济发展的初始阶段政府往往会有政策倾斜和强力参与，但从长期来看政府不应当与民争利，而应当作一个公平严格的裁判，创造一个有利于竞争和创新的环境。政府监管的作用似乎是不言而喻的，但关键在于监管的内容与方式。

4. 媒体与公众的监督。资本市场是建立在信用之上的虚拟经济。而信息的不对称性（informational asymmetry）则是资本市场的普遍现象和危机根源之一。媒体与公众的监督有利于信息及时准确的反映，有利于公司管理阶层的自律和忠诚。政府监管、信誉及信心是任何一个机构长期发展不可或缺的要素，对于资本市场来讲尤为重要。评级的下降直接增加了融资成本，甚至导致危机的发生。



5. 严谨一致的法律体系的建立与健全。耶鲁大学管理学院企业治理中心主任洛佩斯 (Lopez) 著名的“法律环境与投资者保护”的研究表明了法律渊源及实施是资本市场长期健康发展的基石，也是解释资本市场成熟程度的重要标准。

在现代金融活动中，任何一家公司都有着其特定的专业和业务，既服务自己的客户同时自身又是其他专业公司的客户。根据金融市场的食物链我们可以把金融活动中的参与者归类为上市公司、投资者、基金公司、券商和投资银行，及金融咨询公司等等。如笔者所服务的耶鲁捐赠基金 (Yale Endowment) 和阿卡迪恩 (Acadian Asset Management) 就是典型意义上的机构投资者的代表。上市公司是金融行业的主要服务对象，通过融资、咨询服务和投资者监督，促进优秀公司和产业的发展，淘汰落后和效率低下的公司和产业。券商和投资银行是金融市场的核心中介，其本质功能是融资。由于其他市场参与者都直接或间接地是其客户，人们通常称其为卖方。这决定了它们从本质上讲是经济活动中的极端乐观主义者。由于投资者和上市公司有着根本的利益冲突（上市公司希望它们的股票高价卖出；投资者希望低价买进，高价卖出），券商和投资银行往往会权衡各种利益得失而从事对它们而言的利益最大化行为。美国联储主席格林斯潘在2002年3月26日的听证会上明确指出了券商行业的利益冲突和不客观性：1985—2001年，美国上市公司的平均年利润增长率是7%，而华尔街券商的预测平均值则是12%，大大高于实际数值。互联网泡沫的兴起和破灭，及安然的兴起及破产，直接肇因就是华尔街券商的超乐观预测和推波助澜。事实上，金融活动的终极服务对象应当是投资者，这些投资者既包括众多的投资散户，也包括如养老金和捐赠基金在内的各种机构投资者。金融市场的运行和法规的制定，应当最终有益于资本的积累和增值，有益于投资者财富的管理和增长。投资者为了有效地保护自己的利益和实现财富的最优化组合和增长，需要明晰自己的市场角色，了解自己的有利和不利地位，明确自己的投资目标，制定和实施合理的投资战略，有效地监督和评估自己的投资对象和管理者。金融咨询公司在金融活动中扮演者辅助角色，通过数据收集、市场调查和评估，以及分析研究为公司和个人提供决策服务。

资本市场的研究需要一套严谨的分类体系、深入的历史考证和细致的量化分析。从资本市场的经济学原理到现代金融理论和金融工具创



新，从金融市场的融资功能到投资者的利益保护，从金融法规的制定到金融机构的设置和运营，西方社会有着多年的实践经验教训和理论建树。资本市场运作经典译丛本着全面深入的原则，力图从汗牛充栋的西方金融著述中，选择那些既有理论性，又有实践指导意义的力作来介绍给读者，从而为中国的金融建设和中西经济交流做出贡献。

美国人魏斐德 (Frederic E. Wakeman, Jr.) 所著的《洪业——清朝开国史》中开篇时提到了一段鲜为人知的史实：“对当今的历史学家们来说，明朝末叶中国与世界货币体系的关系是相当清晰的。由于国际收支经常出现有利于中国工商业的赤字，白银从全世界源源流入中国。中国，自罗马时代以来便是欧洲货币的归宿，17世纪通过与西属菲律宾的贸易，又成了美洲白银的主要吸收者。西属美洲所产白银，有20%被西班牙大帆船直接运过太平洋到达马尼拉，然后运往中国购买丝绸和瓷器。”可见当时的中国是国际货币与资本市场的中心之一。弹指一挥间。具有五千年文明史的中国，只是在最近的二百多年中才徘徊于下游。子曰“君子学以致其道”。资本市场经典译丛的编委和译者也试图为“君子所学”抛砖引玉，尽微薄之力。

张磊 王宏欣

于美国纽黑文，波士顿

2002年4月

《本草綱目》卷之四十五

我还要特别感谢 Dearborn 财经出版社的编辑丹尼勒·艾格·米勒 (Danielle Egan Miller)，正是她的睿智和支持促使我在该新版本中加入了 DPO 一章。

## 简介

第一章 美国经济的崛起

美国目前已经成为世界经济的领导者，它在众多领域的成功很大程度上归功于自由企业制度，美国经济就是建立在这种自由企业制度之上的。自由企业制度鼓励人们的创业精神，鼓励人们不断地去尝试、去努力，自由企业制度是美国经济的基石，贯穿于美国经济的整体，当然这种制度也体现在首次公开发行的市场上。

股市的规律简单地讲就是有涨必有跌，有跌必有涨，涨跌互现。这种现象在公开发行市场上的反映就是当市场要跌的时候，公开发行市场往往会比以前走得更为强劲。我认为，过去的几十年中，股市虽然潮起潮落，但总的趋势是向上的。与此相似，公开发行市场的各项指标也不断地创出新高。这种趋势不会改变，除非出现不可避免的重大的经济危机。

整个 20 世纪 80 年代前期和中期，也就是到 1987 年股灾发生前，新发行公司的数量和融资规模都比 70 年代上了一个新的台阶。尽管 1987 年发生了股灾，但随着 80 年代末市场的回暖，新股发行的数量和规模又超过了 80 年代初。到了 90 年代，这些指标更是连创新高。

这说明了一个事实：在美国，只要有好的赚钱买卖，就会有人投资。如果你创办了一家公司，该公司在发展过程中表现出了良好的成长性，那么你就能够吸引到足够的资金，以推动公司的进一步发展。如果



你的公司符合上市的条件，而你也认可当前的市场状况，那么通过公开发行筹集资金或利用公开发行作为投资的退出渠道就是可行的。

假定利率保持在 10% 以下，有理由认为公开发行市场将持续高涨。事实上，低利率持续的时间越长，人们对新股发行的投资回报率的期望也就越大。大量的投资者倾向于把钱投在投机性更强的项目中，而且他们取得的投资回报低于平均利润率的时间越长，就越倾向于加大投机性资金的比重。关于这一点，看一下传统的风险投资基金的情况就会明白。这些基金由专家管理，并被专门出售给机构投资者，如退休基金、保险基金等。在 20 世纪 80 年代末，这些基金从风险投资领域撤回了数以百万计的资金，同时寻找回报率更高的投资途径。记住，风险投资一般把公开发行市场作为其对企业投资套现的重要途径。

公司想要公开发行，一般得做一个详细的计划，做计划首先要考虑几个重要的问题，这些问题在真正进入公开发行政程序之前必须搞清楚。(1) 如何选择能够与之讨论公开发行事宜的机构或个人；(2) 如何判断公司是否适合于成为一家上市公司。这两点都是我经常询问公司的重要的问题，然而，不幸的是，没有一家公司能给我一个圆满的答案。不过，我可以通过本书给公司提供一些有益的帮助。

### 谁是与公开上市相关的人

团队合作是企业公开上市过程中的一个重要因素，它直接影响公司的公开上市能否成功进行。公开上市的相关人员非常多，你可以就公开上市问问你的同事，问问会计师、律师，甚至可以问一下屠宰场的工人、面包房的师傅、蜡烛厂的工人，听他们讲他们所知道的关于公开上市的事情。你将会非常惊奇地发现原来有这么多人知道公开上市，有的仅仅是肤浅的了解，但有的就知道所有关于公开上市的事情，甚至一些细节问题，俨然是这方面的专家。

但是，那些亲身组织过本公司上市的管理者和上市公司的高级主管，才是提供关于公开上市方面的信息资料的最佳来源。当然，如果这些管理者在最近几年参与了公司公开上市工作，那么他们的意见就更有参考价值。公司上市相当复杂，在很多方面有很高的专业要求，任何人都不可能完全掌握公开上市的所有知识，以至于每个人都会形成一些相当片面的看法。你在运作公司上市工作的时候要切记，你从事的是一项



高度复杂且有重大意义的工作，事情本身的复杂性及专家意见的多样性要求你广泛征求各方面的意见，切不可因听信一面之词而使整个事情受挫。学习的过程是相当长的，同时也是很复杂的。你应该给自己充分的时间去征询，吸收各方面的意见，根据自己的情况提出各种问题。本书为此提供了一个总体框架，但是它并不能帮助你解决所有的问题，尤其是特定的行业和企业碰到的特殊问题。

在进行上市工作之前，最好仔细考虑一下整件事情的主要环节和相关战略，否则你肯定会为此而后悔。一旦你放手做了，各项事情便进展得很快，每天你都会面临大量复杂的问题，你得作出大量的决策，事情很多很杂，可能会超出你的控制，你会轻易地作出一些错误的决定。而这些失误将给工作带来麻烦，甚至会扰乱大局，使整个工作不得不推后。

显然，当你遇到这些问题的时候，你可以求助于那些参加过公开上市全过程的专业人士。和他（或她）一起出去吃顿饭，打打网球或者高尔夫球，试着跟他们建立一种友善的关系。一旦你和他们建立了良好的个人关系，你在处理公开上市的过程中遇到任何问题都可以随时向他们请教。我个人觉得那些有发行上市的成功经历的人常常乐于与别人分享他们的一些想法，因为接受询问往往使他们觉得自己非常重要。所以你不必担心问一些简单的问题，只要你在发问，他们就非常乐于提供帮助。

如果你有一些在证券公司，尤其是一些著名的证券公司从业的朋友，最好私下和他们谈一谈你的计划。如果他们能够安排你和证券公司融资部门的主管见面，那是最好不过的。那些部门经理一般都非常愿意和潜在的客户搞好关系。他们会主动和你谈起他们对当前股市的看法，对你的上市计划的兴趣，有时候他们还会介绍一些相关人士与你认识，如会计和法律方面的专家。

对于公开上市一定要小心谨慎，要耐心等待，直到你已完成了所有的准备工作，我的感觉是这个准备阶段至少得一两年。一旦开始公开上市的进程，就会发现你将不得不处理大量的企业清理和重组的工作，如关闭一个分支机构或部门，或者是收购一家附属的企业。这仅仅是一些基础性的工作，你必须花很多的时间去完成公开上市的一些前期工作。

而整个过程中最重要的一点是团队合作。你必须和证券经纪人、投



资银行、顾问、律师、会计师、朋友、同伴建立良好的合作关系，并取得他们的帮助，这是公开上市成功的关键。

### 我的公司是否准备好了

在我从事公开上市工作的过程中，见过各种各样的公司，从充满幻想、过分乐观的公司到年收入达1亿美元的公司。在投资者眼中，企业的产品必须达到产品生命周期的成长阶段并能进行商业化的生产，这是公司上市的一个相当重要的条件，幸运的是大多数的上市公司都做到了这一点。虽然我也见过几家产品尚处于初创时期的上市公司，但我仍然认为这一标准对大多数公司均有参考价值。此外，我也见过一家营业额达亿元的公司，由于投资银行的不良表现而导致上市计划搁浅。当然这只是一个例外。

当你在寻求公开上市的可能性的时候，团队合作又一次显出了它的重要性。证券交易委员会的会计师和律师对公司公开上市的市场环境，以及公司必须达到的条件，一般都有深刻的了解。如果你还没有选定你的律师和会计师，这只能说明你的公司还没有做好充分的准备，公司的运行机制还不够成熟，不能适应公开上市的要求。当然，你也不必因此而绝望，因为你还有很多其他的人可以求助。尤其是在今天，那些专门帮助公司公开上市的证券公司将会对公司进行各方面的指导，以使公司符合上市标准，并取得纳斯达克的上市资格。纳斯达克市场是一个场外交易市场，它对首次公开发行的公司有一个最低要求，即公司的有形净资产至少要在400万美元以上。

另一个条件可以形象地理解为魅力。同缺乏魅力的公司相比，有着魅力的公司一般更能受到公开发行人市场的青睐。那么什么是魅力呢？我很难给出一个明确的定义，但可以通过例子来说明。在20世纪70年代末80年代初，任何一个带有石油、天然气、能源等字眼的公司就是有着魅力的公司；到了80年代末，如果一个公司在谈论时被冠以生化、LBO等称谓，那它就具有了魅力；而到了90年代中期，魅力则属于互联网。

首次公开发行市场一直在波浪式前进，其中也包含着投资热点的转换，这一点将在第四章作进一步的阐述。如果你的公司正处于“商务热点”的市场领域，不可否认你的公司是一家充满魅力的公司。如果财经



杂志和报纸对你公司所在的行业一直喋喋不休，你最好认真考虑一下你的上市计划，注意是否需要调整一些策略。市场是变幻无常的，现在的魅力，明天也许就会成为“昨日黄花”。

那么，无魅力的公司又如何获得投资者的青睐呢？如那些提供日用品和日常服务的公司，它们仅仅是通过市场份额的扩大来获取利润，从这个意义上来说，他们都是一些普通的公司。毫无疑问，每年都有大量的所谓普通公司顺利上市。正如投资者的类型各异，公开发行市场上的承购人以及他们的偏好也各有差别，有些投资者就是不倾向于追求投资热点，而喜欢投资于普通的能够有很好的盈利空间的公司。随着国际互联网的普及，网上直接公开发行成为这些普通公司更现实、更成功的一种发行方式，这也为公司独立进行公开发行提供了可能。

最后，我再一次重申，一定要千方百计扩大你的合作网络。那些专职于公开发行的专业人士将非常乐意为你提供市场的总体情况，帮助你分析公司公开发行的可能性以及确定可能涉及的各方人士。这也是他们的利益所在，他们通过提供这些服务来寻找潜在的客户，他们乐意从你这里寻找机会。

# 前言

中国上市企业融资案例

我从事公司上市这项业务已经有 20 年了。这期间，我和企业家们以及其他相关专业人员合作，帮助他们的公司上市。这些企业家们在上市过程中屡遭挫折，毕竟，要了解上市的所有程序是非常困难的。对那些时间很紧，而对上市又不得要领的企业家们更是可想而知了。

我过去也翻阅过一些关于上市的书籍，由于大多数作者缺乏亲身体验，也没有第一手资料，因此即便有一些作者做过上市项目，进行过一些研究，他们的眼界也总是比较狭窄，观点也不太全面。我曾做过炒手、经纪人、交易员、公司的财务主管和承销团成员，因此对柜台交易（OTC）比较了解。我还曾经是一家上市公司的创始人之一，当过主管、总裁和董事，并且对数百家已上市和非上市公司进行过投资。早在 1970 年，我就成功地使一家公司挂牌上市，我还负责过 50 多家公司的首次公开发行上市（IPO）工作。从事 20 年上市业务的经历使我对首次公开发行的全过程以及政府对企业上市的态度和反应有了深入的了解，同时也知道了哪些人是上市过程中的关键人物。

成为一家“公众持有”的企业或许是一个企业家最高的梦想，因为它能给企业家们带来魅力和声望，同时也是他们成功的见证。但是公司上市是一个相当复杂的过程，涉及许多专业。有些人虽然亲身参与过一两次这样的工作，却仍感复杂甚至神秘，所以在上市的过程中遇到各种



各样的困难也不足为怪。因此，向律师、会计师、公关人员和其他机关专业人员寻求帮助和建议是必不可少的。

许多专业人士也不得不承认他们对非本专业的部分很难完全明白，也很难完全掌握首次公开发行的全过程。有些人可能对上市过程有一个粗略的认识，有些人只对上市过程中的某一方面有较深的理解。因此，对上市全部过程的深刻理解或在某一领域得到特别的认识是他们共同的需要。会计师可能对上市过程的财务方面比较精通，但是法律方面是其薄弱环节；一个股票经纪人可能想对证券交易方面有更多的了解；一个公司的总裁可能更想了解如何更好地处理公司与投资者之间的关系；而公司财务报表会对一个富有冒险精神的资本家更有吸引力；银行家却更希望能了解如何组织一家公司去上市。

未来上市公司的首席执行官（CEO）以及首次公开发行的团队应该了解上市的全过程。本书对公司上市的全过程包括策划、准备、预算等都作了较详细的介绍，相信对他们会有帮助。

本书还可以作为学术参考资料。商学院的老师也可以把它用于课堂教学或作为补充教材，来指导现代企业家或即将成为企业家的 MBA 学生。

本书已是第三版了。这一次我增加了一章新的内容，即国际互联网直接公开发行(DPO)。读者们将了解到有关直接公开发行的一些基本程序和—些基本运行规则及法律条文。随着互联网的普及及其成本的下降，直接公开发行将越来越受企业家们的欢迎。国际互联网的这种直接公开发行功能对证券市场的监管也提出了一种挑战，它将引起上市规则和条例的频繁变化，但在—本书中包括以上所有变动将是比较困难的。读者可以在以下这个网址中找到最新信息：<http://www.venturea.com/dpo>。

我一直想把有关公司上市的经验介绍给读者。我希望这本书的出版能为人们提供关于上市方面的知识，并实现人们成功的愿望。

# 目 录

目 录

|     |                 |    |
|-----|-----------------|----|
| 第一章 | 上市概述            | 1  |
|     | 第一节 公开上市的利弊     | 1  |
|     | 一、公开上市对公司的好处    | 2  |
|     | 二、公开上市对公司创始人的好处 | 4  |
|     | 三、公开上市对公司员工的好处  | 5  |
|     | 四、证券交易所         | 5  |
|     | 五、公开上市的不足之处     | 7  |
|     | 六、经常遇到的问题       | 13 |
|     | 第二节 几种可选择的融资渠道  | 14 |
|     | 一、私募融资          | 14 |
|     | 二、债务融资          | 15 |
|     | 三、次级债务          | 16 |
|     | 四、债务融资的来源       | 16 |
|     | 五、经常遇到的问题       | 21 |
|     | 第三节 公开上市的费用     | 21 |
|     | 一、承销费用          | 22 |
|     | 二、专业顾问费用        | 24 |
|     | 三、其他必要费用        | 27 |