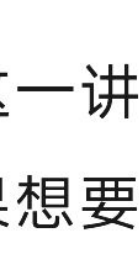


# 11 | 上市定价：把钱留在桌面上



贾宁

昨天



11 | 上市定价：把钱留在桌...

9:08

8.36 MB



「贾宁亲述」

你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

这一讲，我们重点说说股权融资。公司如果想要进行股权融资，就一定会涉及定价问题。

我问你，你觉得定价是越高越好吗？

你可能会说，肯定啊，定价越高，公司能拿到的钱就更多。

我想先给你讲讲Facebook公司上市的经历。

2012年，Facebook公司在纳斯达克上市，股票发行价38美元。上市三个月后，公司估值一路下滑，市值蒸发了超过500亿美元。

500亿美元是个什么概念？已经上市的小米，准备上市的美团，和还不确定能否上市的今日头条，这三家公司的估值都在500亿美元左右。

三个月蒸发了一个小米，美团，和今日头条。

当时，纽约时报马上发了一篇文章，标题是《CFO是Facebook市值蒸发罪魁祸首》。

发生了什么？

原本Facebook拟定的IPO价格区间为29美元至34美元，但Facebook的CFO伊博斯曼不断上调报价，致使最终的IPO发行价增至38美元。

你可能会问，为什么Facebook CFO伊博斯曼要为IPO定价背锅呢？发行价高不是很好吗？说明他帮公司融到了更多的钱。

但真的是这样吗？

## 融资是重复博弈

我想先给你一个讲我在希腊的经历。我去圣托里尼岛上一家小饭店吃饭，看到水缸里有一种长得奇怪的鱼，就随意问了一嘴：这是什么鱼啊？

还没等我反应过来，服务生马上捞起那条鱼摔死在地上，然后说一句：100欧元。

100欧差不多是700多人民币。

没办法，我们还是掏钱买了这顿“大餐”。

为什么这家店敢宰游客？因为游客基本都是“一次性消费”。从北京到圣托里尼要先坐15个小时飞机到雅典，然后再坐8小时的船才能到，你看多费劲。所以大部分游客都不会多次跑去那么远的地方旅游，所以对于商家来说，他们也不需要回头客。

从财务角度来说？饭馆的策略对吗？

非常对。“**一锤子买卖**”在博弈论中叫：**单次博弈**。根据博弈论的推理，饭馆老板的“最优策略”就是宰你没商量。

但是企业融资是“一锤子买卖”吗？

根据统计，2015和2016年，分别有800多家上市公司都进行了增发，也就是说，上市之后再资本市场中再次增加股票发行，进行融资。

所以你看，上市融资不是“一锤子买卖”，而是持续不断的活动。

因此财务高手关注的不是眼下一次的融资收益，而是公司未来所有融资收益的总和。

多次交易和“一锤子买卖”有什么不一样？

假设你家门口有个固定的水果摊。有天你去买西瓜，老板挑了一个，称了下重量说：54块。你一模口袋，发现只有50块钱。这时老板笑了笑说：行，就50吧，下次你再来买瓜啊。你拿着瓜，高高兴兴回家了。

为什么老板愿意少收4块钱？因为他知道你就住附近，经常买水果。所以他和你的关系是：重复博弈。他看的不是一次交易的得失，而是重复博弈的长远利益。

所以，**当博弈双方是“一锤子买卖”时，大多会选择个人利益最大化的方法。但双方如果是一场重复博弈，他们就会把重复博弈的总体利益作为更重要的衡量标准。**

所以，融资定价并不是越高越好。

## 融资决策错误的财务和非财务影响

那你可能会问，定价过高的影响有多大呢？

非常大，而且影响很长远。

金融学知名教授Jegadeesh and Titman两人研究发现，股票收益具有“动量效应”。

动量效应也叫惯性效应，只指股票的收益率有延续原来的运动方向的趋势。过去一段时间收益率高的股票在未来获得的收益率仍会高，过去收益率低的股票未来收益率仍然会低。

据统计，在所有上市90天后股价低于IPO发行价的科技公司中，有67%上市一年之后这种状况仍会持续。

你想想看，由于IPO定价过高而导致的股票价格和投资收益大跌的股票，会一直持续跌势，大家还敢买吗？

定价错误给企业带来的最大影响，其实不是财务方面的，而是人才方面的。

你肯定听过这么一句话：二十一世纪人才最贵。

创业公司不是拿现金薪酬吸引员工的，而是用一张纸，那张纸就是期权。

如果公司倒闭了，这张纸就是一张废纸。但是，一旦公司上市，这张纸就价值连城了。

比如小米上市，据说前十号员工都能成为亿万富翁，就是靠的期权。

但是这些员工得把股票卖了，才能实际拿到钱，所以，他们能拿到多少钱和股价是直接相关的。股价越高，他们的收益就越大。

如果公司上市后股价一路走低，那么他们能套现的钱就会变少。

事实上，伦敦商学院2017年做了一项全球14个国家的研究，发现员工满意度和公司股票的回报率显著正相关。回报率越高，公司越能够留住人才。

## 把钱留在桌面上

那么聪明的公司会怎么做呢？

他们会在IPO的时候，留一部分钱在桌面上。

把钱留在桌面上，其实是金融学的一个俚语，英文叫Leave money on the table。指的是公司融资的定价低于股票市场收盘价，中间的那部分价差，在金融学中叫“抑价”或者“折价”。

2005年8月5日，百度在美国纳斯达克上市，定价27美元。而当天的收盘价是122.54美元，也就是说，股民其实愿意用122.54美元的价格买百度的股票，但是百度只要了27美元。这中间的差价，就是百度“留在桌面上的钱”，这对新股投资者来说是一笔无风险收益。

1989年，金融学教授Franklin Allen和Gerald Faulhaber在顶级金融期刊上发表的一篇名为《在IPO市场上用折价作为信号》的论文。他们研究表明，越是质量高，对未来发展有信心的公司，越会选择在上市时折价发行，而不是想着“捞一笔”的心态。

这种行为其实向资本市场传递了一个正向的信号。而他们上市时的损失能够通过后续增发弥补回来。因为一旦投资人明白这些是高质量、值得投资的企业，那么未来他们就更愿意把钱投给这些企业。

## ——◆ 课堂小结 ◆——

财务高手看待融资定价的方式有两个。

第一，融资活动是重复博弈。重复博弈中，总体利益比单次的融资收益更重要。

第二，公司可以通过“把钱留在桌面上”的折价发行方式，向资本市场发送自己是高质量企业的信号。