

第19章 公众股的发行

教 师：李连军 博士 教授

电子信箱：lianjunly@126.com

博客主页：<http://lianjunly.blog.sohu.com>



本章概要

- § 19.1 公开发行
- § 19.2 另一种发行方式
- § 19.3 现金发行
- § 19.4 新股发行公告和公司价值
- § 19.5 新股发行成本
- § 19.6 配股
- § 19.7 新股发行之谜
- § 19.8 私募资本市场



§ 19.1 公开发行

表 19—1 筹集资本的过程

公开发行的步骤	时 间	活 动
. 承销前会议	数个月	✚ 讨论准备筹集的金额、所要发行证券的种类。将承销团和推销小组聚集在一起。谈判承销协议。取得董事会的批准
. 申请注册登记发	20 天的静候时间	✚ 注册登记书包括所有相关的财务和经营信息
. 发行定价	通常在登记期间结束 前最后一天	✚ 对于多次发行，按接近于当时的市场价格来定价 对于首次公开发行，则需要进行广泛的研究和分析
. 公开发行和销售	登记期间最后一天结束 后即开始	✚ 在一份典型的包销合同中，承销商从公司买入一定 数 量规定的股票，而后再以较高的价格出售 ✚ 推销小组协作销售
. 稳定市场	通常在公开发行后 30 天	🌐 承销商做好在市场上按确定价格下单买进的准备



§ 19.1 公开发行

- 新股发行的基本程序

- 1、取得董事会同意
- 2、公司必须准备和向SEC提出注册登记书的申请。
- 3、SEC在静候期间讨论注册登记书。
- 4、注册登记书最初不提供新股的价格信息。
- 5、在静候期间里及以后使用的皆使墓碑式（tombstone）广告。



§ 19.2 另一种发行方式

- 公开发行有两种方法：普通现金发行和配股发行。

公司第一次公开发行股票被称为是首次公开发行（Initial Public Offering, IPO）或非再次新发行。

再次新发行指先前曾发行过证券的公司再发行新股。



§ 19.3 现金发行

投资银行：提供广泛多样服务的金融机构。

投资银行的各类服务：

- 制定证券发行的方式。
- 为新发行证券定价。
- 销售新发行证券。



§ 19.3 现金发行

- 通过发行证券来获取现金的两种基本的方法。

1、包销(Firm commitment): 投资银行以低于发行价的价格买入证券，同时承担无法卖出它们的风险。

股票折价：买入价与发行价之间的差额。股票折价是承销商得到的最基本的报酬。

2、承销(Best efforts): 与包销不同，承销商仅仅只是作为一个代理商，从每一只售出的股票中收取佣金。

绿鞋条款：给予承销团成员按照发行价增购证券的选择权。



§ 19.3 现金发行

■ 投资银行

- 投资银行承担合理定价的责任。
- 金融经济学家认为，每一个投资银行都有一个“信誉资本”储存库。发行新股的错误定价以及不道德交易很可能减少这种信誉资本。
- 在投资银行中，衡量这种信誉资本的一种方法是排名。
- 选择投资银行的两种基本方法：竞价出售法、议价出售法



§ 19.3 现金发行

- 发行价

- 发行价格定得太高或太低，发行公司都要面对潜在的成本。
- Ibbotson发现股票首次公开发行时一般要低于市场真实价格的11%出售。

- 折价：一种可能的解释

- 赢家的诅咒，它解释了为什么IPO会有这么高的平均收益率的大部分原因。



§ 19.4 新股发行公告和公司价值

- 在普通股新股公告日现有股票的市场价值将下挫。关于这一奇怪结果的可能解释包括：
 - 1、管理者信息(股价高估)。
 - 2、负债能力（陷入财务困境）。
 - 3、盈余下降。



§ 19.5 新股发行成本

- 发行成本分为六类
 - 1、差价或承销折价
 - 2、其他直接费用
 - 3、间接费用
 - 4、超常收益
 - 5、折价
 - 6、绿鞋选择权



§ 19.5 新股发行成本

- 从表19—5中我们可以得出以下三个结论：
 - 1、股票发行和债券发行中的每一类成本随着发行总收入的增加而下降。
 - 2、表19—5的最下面一行显示，在全部发行中，发行股票的直接费用比发行债券的直接费用要来得高。
 - 3、公开发行证券的成本相当大。



§ 19.6 配股

- 要是公司章程里包含有优先认股权的话，公司就必须首先把任何新发行的普通股股票出售给现有的股东，这样可以确保每位所有者保持持股比例。
- **配股发行：**向现有股东出售普通股股票。
此时，发给每个股东一种可以在确定的时间里按确定的价格从公司买入确定数量新股的选择权。



§ 19.6 配股

- 配股发行机制

下面我们用National Power公司的情形来说明配股发行中，财务管理人员所要碰到的各种需要考虑的事情。



§ 19.6 配股

- National Power公司的财务管理人员应当明确：
 - 1、现有股东要按照什么样的价格付款才能购买到每一股新股？
 - 2、购买每一股股票要求有多少份配股？
 - 3、配股发行对现有股票的价格将会产生什么样的影响？



§ 19.6 配股

- 认购价格：在配股发行中，允许现有股东付款购买每股股票的价格。

一个理性的股东只有当认购价格在配股发行到期日时低于股票市场价格的情况下才会认购配股发行的股票。



§ 19.6 配股

- 购买每一股股票需要的配股数量

National power公司想要筹集500万美元的新股。给定每股10美元的认购价格，它必须发行500 000股新股。

这个数字可以通过把准备筹集的总金额除以认购价格来确定：

$$P_0 = \frac{\text{准备筹集的资金}}{\text{认购价格}} = \frac{5\,000\,000 \text{ 美元}}{10 \text{ 美元}} = 500\,000 (\text{股})$$



§ 19.6 配股

- National Power公司将要发行100万份配股。由于股东从他们所拥有的每一股股票上总是只能得到一份配股，所以要确定为得到每一股股票究竟要用掉多少份配股，我们可以把现有发行在外的股票数量除以新股的数量：

$$\text{买入每一股股票需要的配股数量} = \frac{\text{“旧”股票}}{\text{“新”股票}} = \frac{1\,000\,000}{500\,000} = 2 \text{份配股}$$

认购价格、新股的数量和买入每一股股票需要的配股数量是相互联系的。



§ 19.6 配股

- National Power公司到底发生了什么事情？

假如所有的股东都行使他们的选择权，股票的数量将增加到150万股，而公司的价值将增加到2500万美元。配股发行后，每股价值应该掉到16.67美元（ $2500\text{美元}/150\text{万股}$ ）。

当然，外部投资者也同样可以按每股16.67美元的价格直接买入National Power公司的股票。在一股有效率的市场上，无论是通过配股发行还是通过直接购买的方式获得新股，结果是无差异的。



§ 19.6 配股

- 对股东的影响

股东既可以行使也可以出售选择权。无论是哪种情况，通过配股发行方式，股东既不会赚也不会亏。

- 承销协议



§ 19.7 新股发行之谜

- 超过90%的新股发行都是通过承销发行的方式实现的。

对该现象的解释：

- 1、承销商提高了股票价格。
- 2、因为承销商按照商定一致的价格买进股票，所有它为公司提供了保险。
- 3、其他的理由。



§ 19.8 上架发行

- 允许一个公司把它能合理预计到的，在未来两年内发售的股票进行注册登记。
- 并非所有的公司都被允许上架发行。
- 主要资格条件：
 - 1、公司必须被评定为具有投资价值的评估等级；
 - 2、在过去的12个月里，公司对其债务没有违约；
 - 3、公司发行在外股票的市场价值总额必须超过750美元；
 - 4、在过去的12个月里，公司必须不曾违反1934年证券交易法。



§ 19.9 私募资本市场

- 本章的前几节假设公司足够大、相当成功，历史悠久，能够在公开发行的股票市场上筹集资金。
- 对于刚刚创立或者陷于财务困境中的公司来说，公开发行的股票市场经常是可望不可及的。风险资本（Venture Capital）市场是私募资本市场的一部分。



§ 19.9 私募资本市场

■ 私募

私募避开了公开发行人所需的注册登记程序。

证券私募最大的缺陷在于证券不易再转售出去。

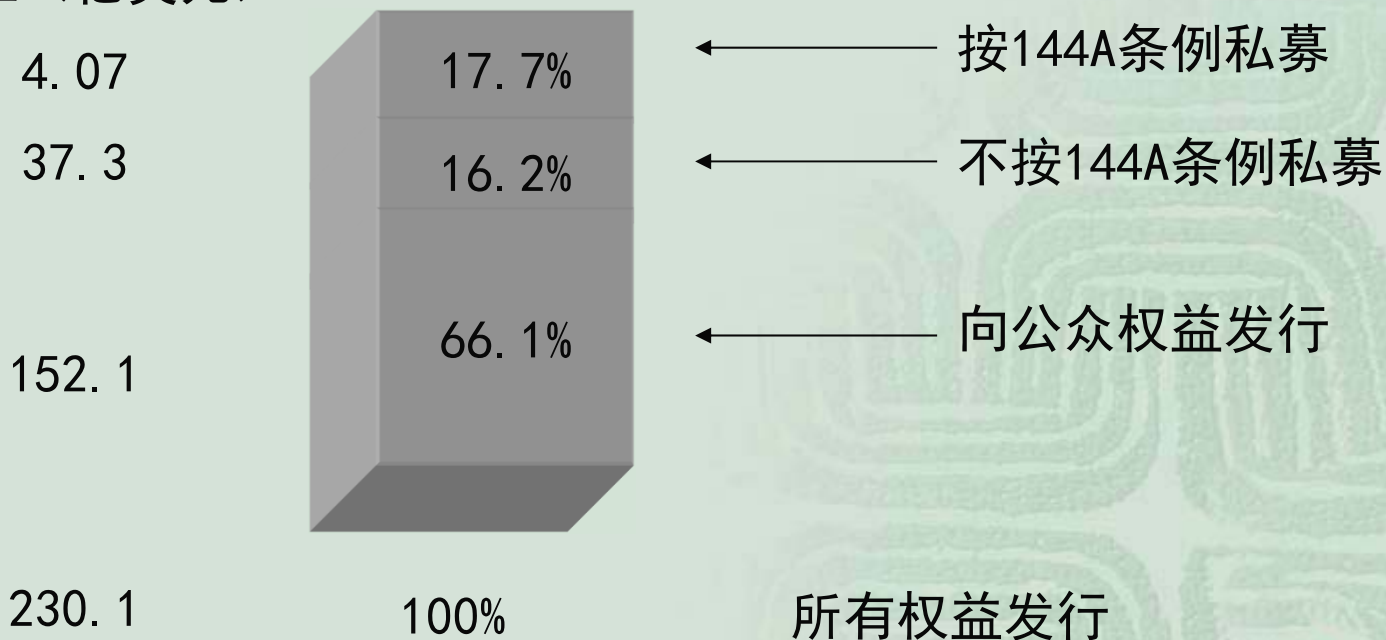


§ 19.9 私募资本市场

■ 私募资本的公司

有限合伙公司是该市场中占主导地位中介机构。

单位（亿美元）



1997年公司权益证券发行



§ 19.9 私募资本市场

■ 风险资本的供给者

第一类：传统上一小部分老牌的、富有的家族为有前途的企业提供创业资本。

第二类：以提供投资基金为目的组建起来的大批的私人合伙公司和股份公司。

第三类：大型工业或金融公司已经建立下属的风险资本机构。

第四类：最近非正式风险资本市场的参与者也已经得到认同。



§ 19.9 私募资本市场

■ 融资过程

- 1、种子资金阶段。需要一小部分的融资以证实一个概念或开发一种产品。
- 2、起步阶段。向过去数年内开张的公司提供融资。
- 3、第一轮的融资。在公司已经花了起步资金后，追加金钱以开始销售和生产。
- 4、第二轮的融资。向目前正在销售产品但还不赚钱的公司提供指定用作流动资金的资金。
- 5、第三轮的融资。向至少已经盈亏平衡且正在考虑扩张的公司提供融资。
- 6、第四轮的融资。为在一年半载里可能就要公开发行股票的公司提供金钱。这轮融资以“过桥融资”闻名。

