

我国企业 IPO 融资问题研究——以“佛慈制药”为例

专业领域/方向：财务管理

适用课程：《财务管理理论与实务》、《财务报表分析》

选用课程：《财务管理理论与实务》

编写目的：通过本案例的教学和讨论，帮助学员了解和掌握企业不同融资决策对企业价值的影响。

知识点：融资成本、资本结构、企业价值

关键词：IPO 融资动机 融资成本 资本结构 企业价值

中文摘要：经过二十多年来的积极建设和发展，沪深证券市场已经成长为我国企业直接融资最重要的平台，企业股权融资偏好明显，随着越来越多的企业在排队等候上市，企业的 IPO 融资成本也在节节攀升。长此以往将会带来诸多问题：如导致公司资本使用效率低下、束缚公司成长和公司治理等。本案例以佛慈制药为例，从“IPO 融资动机”、“IPO 融资成本”和“IPO 融资对企业价值的影响”三个方面进行分析和探讨，为我国企业的融资决策及融资成本控制等提供借鉴。

我国企业 IPO 融资问题研究——以“佛慈制药”为例

一、案例公司背景

全球经济一体化的不断发展与推进，企业之间的竞争日益激烈，融资的获得程度及模式直接影响着企业的发展，企业的融资一直是实务界和理论界持续关注的焦点。在现阶段的我国资本市场中，企业的融资主要有债务融资、股权融资、证券融资等方式，由于债务融资约束程度较高、证券融资尚未成熟，我国企业股权融资偏好明显。据《证券日报》统计，截止 2017 年 9 月 5 日，沪深两市共有上市公司 3 366 家，总市值达到 567 850.36 亿元；新三板市场挂牌公司已超过 1.1 万家，总市值已超过 5 万亿元，覆盖了全部行业大类和绝大部分地级市。德勤发布《内地与香港 IPO 市场回顾与展望》报告显示，截至 2017 年 12 月 31 日，预计会有 436 只 IPO 融资 2 304 亿元，创下历史新高。随着越来越多的企业选择排队等候上市，企业的 IPO 融资成本也在节节攀升。据笔者统计，2016 年全行业平均发行费率（发行费用总额/首发实际募集资金总额）为 7.24%，是 2009 年（3.59%）的一倍多；多数企业该比例竟超过 15%，如兴齐眼药（300573）29.57%、天顺股份（002800）27.67%等。长此以往，将会带来诸多问题：如直接增加公司的资本成本，影响其融资、投资决策及企业价值；导致公司资本使用效率低下；束缚公司成长和公司治理；增加证券市场的运行成本等。那么，企业 IPO 融资时到底会考量哪些因素？IPO 融资成本是如何构成的？企业 IPO 融资又是怎样影响企业价值的？以此为背景，本案例以佛慈制药为例，从“IPO 融资动机”、“IPO 融资成本”和“IPO 融资对企业价值的影响”三个方面进行分析和探讨，为我国企业的融资决策及融资成本控制等提供借鉴。

兰州佛慈制药股份有限公司（简称“佛慈制药”）是一家具有近百年制药历史的市属国有控股上市公司和“中华老字号”企业（股票代码 002644）。1929 年创建于上海。1956 年西迁兰州。2011 年上市。目前，公司已发展成为集中药材种植与加工、天然药物与保健品研发、中药现代剂型及保健食品生产销售为一体的西北地区中医药行业的骨干企业。

佛慈制药的主营业务为中成药研发、制造和销售。上市前，拥有丸剂（主要是浓缩丸）、片剂、颗粒剂等 10 种剂型，有 462 个药品生产批号。常年生产 152 种产品，产品剂型以浓缩丸为主。主要产品为六味地黄丸、逍遥丸、桂附地黄丸、知柏地黄丸、参茸固本还少丸、香砂养胃丸、杞菊地黄丸、补中益气丸、归脾丸、天王补心丸、明目地黄丸、保和丸、藿香正气丸、当归丸、健脾丸等系列中成药。公司生产所需原材料主要为各种药材，主要

包括：地黄、茯苓、山药、山茱萸、当归、泽泻、白术、甘草、党参、柴胡、白芍、陈皮、山楂和黄芪等。

表 1-1 公司基本情况

公司全称	兰州佛慈制药股份有限公司	公司简称	佛慈制药
注册地址	甘肃省兰州市城关区雁滩高新技术开发区		
法定代表人	石爱国	公司董秘	吕芝瑛
注册资本	51,065.7000 万元	行业种类	医药制造业
邮政编码	730046	公司电话	0931-8362318
公司传真	0931-8368945	公司网址	www.fczy.com
上市时间	2011-12-22	招股时间	2011-12-13
发行数量	2,020 万股	发行价格	16 元
发行市盈率	46.92 倍		
发行方式	网下询价发行，上网定价发行		
主承销商	华龙证券有限责任公司		
保荐机构	西南证券股份有限公司 华龙证券有限责任公司		

数据来源：巨潮资讯

表 1-2 公司发行前后股本情况

股 份 类 别	本次发行前		本次发行后		锁定期限
	股数 (万股)	比例 (%)	股数 (万股)	比例 (%)	
一、有限售条件的股份					—
兰州佛慈制药厂（SS）	5,908	97.52	5,706	70.64	上市之日起 锁定 36 个月
兰州大得利生物化学制药（厂） 有限公司	100	1.65	100	1.23	上市之日起 锁定 12 个月
甘肃省兰洁药用制瓶有限公司	50	0.83	50	0.62	上市之日起 锁定 12 个月
全国社会保障基金理事会	---	---	202	2.50	上市之日起 锁定 36 个月
二、本次发行的股份	---	---	2,020	25.01	—
合 计	6,058	100	8,078	100	—

注：“SS”（State-own Shareholder 国有股的缩写）

数据来源：佛慈制药招股说明书

上市后兰州佛慈制药厂持有公司 70.63%的股权。兰州佛慈制药厂是兰州市人民政府国有资产监督管理委员会的国有独资企业，因此，兰州市国资委是公司的实际控制人。

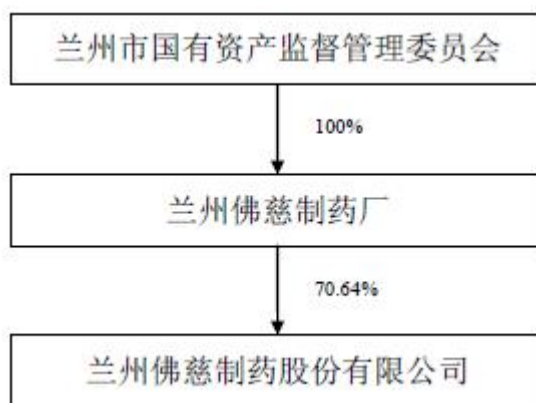


图 1-1 佛慈制药与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图

二、佛慈制药为何如此“执著”地上市？

2011 年 10 月 24 日，证监会发审委通过佛慈制药的 IPO 申请；至此佛慈制药 18 年 5 次勇闯证券市场的历程终于画上句号。如此“艰难曲折”的上市经历，在我国 A 股历史上尚属首次，因而佛慈制药也被戏称为“最执意的 IPO 样本”。

表 2-1 佛慈制药的上市历程

时 间	上 市 历 程
1993 年：	提出初步改制方案，试图登陆资本市场，由于通过中外合营方式拿到中成药产品外贸出口权，主动放弃上市；
1997 年：	被兰州市政府列为拟上市企业，后在甘肃全省筛选中夭折；
2000 年：	着手启动股份制改造，兰州市国资委让其通过资产置换方式间接上市，以失败告终；
2008 年—2010 年：	正式向证监会提出上市申请并获受理，因金融危机和国内 IPO 暂停；再次正式向证监会提出 IPO 申请并获受理，意外被否；
2011 年：	正式向证监会提出 IPO 申请并获通过，IPO 取得成功。

1、第一次：1993 年

1993 年，中国资本市场方兴未艾。佛慈制药开始把目光瞄向资本市场，制定并提出初步的股份制改制方案，期望这一举措能使公司成功上市，为企业开通另一条融资平台，以加快企业发展。当时，除了完成股份制改制上市之外，还有一个选择摆在佛慈制药的面前，那就是引进外资，合资嫁接。对于将产品推向海外作为发展战略的佛慈制药来说，企业领导深知出口企业最重要的是能取得对外自主经营权，而唯有合资才可以转换经营机制，为企业换来对外自主经营权。在当时的制度背景下，上市与合资就是“鱼与熊掌，不可得兼”，面对这两个机会，一个为企业发展的资金提供来源，一个拓展了产品销售的渠道，而且是广阔的海外市场，佛慈制药当时的领导班子权衡再三，最终选择了后者。于是 1993 年 12 月，由兰州佛慈制药厂和美国美威行贸易公司共同出资设立的兰州佛慈制药有

限公司^[1]成立。这是佛慈制药唯一一次主动放弃上市机会的经历。

2、第二次：1997 年

1996 年至 2000 年，我国股票首次发行制度实施的是“指标管理”，即“总量控制，限报家数”的做法。由国务院证券管理部门确定在一定时期内应发行上市的企业数量，然后向省级政府和行业管理部门下达股票发行家数指标，省级政府或行业管理部门在上述指标内推荐预选企业，证券主管部门同意符合条件的预选企业上报发行股票正式申报材料并予以审核。1997 年，兰州市政府按照有关规定，在全市工商企业中筛选出数家企业准备推荐上市，佛慈制药也名列其中，改制上市的机会再次降临。但与当时准备推荐上市的企业相比，无论是企业规模还是发行规模，佛慈制药均不具备竞争优势。佛慈制药的第二次上市梦想在全省筛选中破灭。表 3-2 反映了 1997 年至 1998 年甘肃省上市的四家企业规模状况。佛慈制药于 2000 年 6 月 28 日成立时，主发起人兰州佛慈制药厂的净资产规模为 5558 万元，尚不及上述四家企业当年的情况。由此可见，佛慈制药第二次上市主要失利于当时的上市指标限制。

表 2-2 1997 年至 1998 年甘肃省上市的四家企业规模状况

企业名称	上市时间	公司成立时的注册资本（元）	主发起人净资产规模（元）	首次发行股票规模（股）
兰州三毛实业股份有限公司 （*ST 派神（000779））	1997-05-28	55,820,000	85,867,598	45,000,000
甘肃亚盛实业（集团）股份有限公司 （亚盛集团（600108））	1997-08-18	80,000,000	120,000,000	70,000,000
西北永新化工股份有限公司 （甘肃电投（000791））	1997-10-14	61,000,000	92,963,265.28	45,000,000
兰州长城电工股份有限公司 （长城电工（600192））	1998-11-24	203,860,000	536,340,000	85,000,000

3、第三次：2000 年

1999 年 7 月 1 日，随着《证券法》的实施，原新股上市采用的行政审批制度被取消，取而代之的是由企业自主申请、证券公司保荐、证监会核准的新政策。看到新股审批制度改革带来的上市机会，佛慈制药再次着手进行企业股份制改造。1999 年 12 月 8 日，兰州佛慈制药厂、兰州医药（集团）有限公司、兰州大得利生物化学制药（厂）有限公司、兰州市煤炭工业总公司、甘肃省兰洁药用制瓶有限公司、甘肃润凯绒毛有限公司、兰州轻工

^[1] 兰州佛慈制药有限公司自成立之日起至 2006 年末，已全部归还美国美威行贸易公司的投资。2008 年 4 月 2 日，取得兰州市工商行政管理“（甘兰）外资[2008]第 0804000851 号”《准予注销核准通知书》，获准注销。

业机械厂签署《设立兰州佛慈制药股份有限公司发起人协议》，共同发起设立兰州佛慈制药股份有限公司。

非上市公司进入资本市场不仅可以实现融资的首要目的，解决公司发展的资金瓶颈问题，而且可以通过资本市场提高公司知名度，确立品牌地位，实现公司战略。目前我国企业上市主要采取 IPO 这种直接方式，与之对应的间接方式是借壳上市。所谓借壳上市就是非上市公司通过股权转让、资产置换、二级市场收购等途径获得对上市公司的控股权，再将优质资产注入上市公司达到间接上市的方式。IPO 对拟上市企业的资质要求高、申办程序复杂严格、上市周期长，高门槛是令许多企业难于通过审批的主要原因。相比之下借壳上市显得比较宽松灵活，但对于收购企业的资产和人员进行重整是必须面临的问题。

佛慈制药第三次闯关资本市场事实上是政府推动下的借壳上市。2000 年，兰州市政府为佛慈制药提出了一套通过与兰州民百（集团）股份有限公司实施资产置换而实现间接上市的方案。兰州民百成立于 1992 年 8 月，1996 年 8 月在上海证券交易所上市，主营商业零售。为顺利推动借壳上市，2000 年 3 月兰州民百佛慈集团有限公司成立，其性质为国有独资公司，持有兰州民百 3955.4 万股，占公司总股本的 33.75%，是第一大股东，同时全资拥有当时的佛慈制药厂。如果不改变经营理念，从根本上解决兰州民百的盈利下滑问题，借壳上市的结果就会由预想的双赢转为双双败落。但政府希望保全兰州民百同时满足佛慈制药上市的目的，因此佛慈制药主导兰州民百变更主营业务的可能性不大。毕竟隔行如隔山，面对兰州民百的业绩下滑，佛慈制药也无力回，最终兰州民百由红楼集团接手。佛慈制药第三次闯关失败。

4、第四次：2008 年——2010 年

借壳上市之路难走，IPO 是佛慈制药更为属意的上市途径。2008 年 7 月，佛慈制药正式向中国证监会有关部门提出上市申请，并获得正式受理。但 2008 年下半年，由于金融危机和我国资本市场整体改造，IPO 的大门暂闭，佛慈制药的上市之路又一次陷入停顿。

2009 年 1 月初，佛慈制药向证监会按程序提交有关上市首发材料的当天，公司迎来了一位不速之客。从北京匆匆赶来的北京海吉星医疗科技股份有限公司（以下简称海吉星医疗）法定代表人杨军，与佛慈制药进行了一次火药味十足的谈判。海吉星医疗成立于 2004 年 2 月，是一家医药产业领域的投资及贸易型企业，注册资本 9750 万元。2004 年 12 月，公司出资收购甘肃扶正药业科技股份有限公司 76% 股权，2007 年又全盘接收了甘肃兰药药业集团有限公司。并且杨军间接控股的北京杰思投资管理有限公司当时已与哈工大签署了股权转让的排他性框架协议，拟接受哈工大八达集团持有的哈工大首创科技股份有限公司（工大首创，600857）70% 的股份。若完成此项股权转让交易，杰思投资将成为

工大首创的实际控制人。杨军此行的目的就是希望由其重组并控股佛慈制药，进而提供借壳上市机会。在他看来，佛慈制药的体制是制约其生存发展的根本原因，重组是佛慈制药生存和发展的唯一出路，而其盲目扩张、上市，只会暂时掩饰存在的问题。于是海吉星医疗提出出资 1 亿元控股佛慈制药，并将其已收购的甘肃扶正药业及甘肃新兰药集团并入佛慈制药，借壳将被海吉星医疗实际控制的工大首创而实现佛慈制药上市的目的。2009 年 6 月底，此时国内 IPO 闸门重启，同时由于重组双方分歧巨大，此次谈判最终以失败告终。

2010 年 3 月 5 日，佛慈制药接受证监会发审会审批。对此，保荐商华龙证券和佛慈制药本以为会一切顺利，都抱以很大的期待，但 3 月 6 日消息传来，却没有通过审核，主要原因为大股东关联交易、产品质量等问题。至此，佛慈制药第四次闯关告以失败。^[2]

5、第五次：2011 年

2011 年 10 月 24 日，中国证监会发审委对佛慈制药进行 IPO 审核，公司申请终获通过，佛慈制药 18 年来第五次筹谋登陆资本市场，终于叩响了 IPO 之门。佛慈制药在 12 月 12 日路演时，披露了自己的 IPO 筹资动机。郭喜明（保荐代表人）表示：“经过多年发展，公司的经营规模和盈利能力快速增长，但是，公司资金主要来自于内部积累和间接融资，融资渠道相对狭窄，资金不足、规模受限已成为公司进一步发展的瓶颈。公司拟通过公开发行股票进一步扩大资产规模、增强实力，推动公司持续快速发展。另外，通过本次股票发行，公司将成为公众公司，外部环境和内部管理的要求将促进公司全面建立和运行现代企业制度，进一步转变经营管理机制，完善公司法人治理结构，促进经营管理体制的全面升级，进而使公司早日实现发展计划和目标。本次股票发行，将极大地提升公司的社会知名度和市场影响力，这不仅有利于引进优秀人才，实现人力资源发展计划，而且广泛的社会监督将使公司经营管理团队更加努力地工作，促进公司价值和股东利益的共同增长和最大化。”贾朝民（佛慈制药董事长）声称：“2010 年公司浓缩丸制剂产能利用率均已超过 100%，达到满负荷生产状态，资金实力和融资渠道严重约束了公司在扩大产能上的投入，公司只有通过技术改造、工艺优化、增加生产班次等方式，努力挖掘产能潜力勉强支撑业务发展。2011 年 1 至 2 月，公司浓缩丸月平均销量已达到 7 亿粒，预计年销量可达到 84 亿粒。随着行业的持续快速发展和公司产品的持续旺销，产能不足的矛盾日益凸显。公司迫切需要新建生产线以提高产能，满足不断增长的市场需求。”

但在此之前的 12 月 7 日，佛慈制药遭到声称为其内部员工的联名举报，其中有一点是佛慈制药因为避免土地回收而上市。2007 年 3 月 21 日，佛慈制药“扩大生产规模易地

^[2] 以上内容参考：张华.五度闯关终过会：佛慈制药的上市之路.亚洲企业实践：中国西部 MBA 案例建设集萃（第 3 辑），2014：173-181

技术改造项目”已被兰州经济开发区批准立项，于 2006 年 11 月签署了征地 326 亩的开发协议，并支付了 2000 多万元的土地出让金。据佛慈制药网站介绍，佛慈安宁医药工业园项目，总投资 58 900 万元，项目拟分二期三年建设完成。2009 年 10 月 18 日，佛慈“扩大浓缩丸技术改造项目”正式破土动工。举报称，这个工程建设虽然已经开始，但由于缺乏建设资金，项目工程进展极其缓慢，土地基本接近闲置标准。国土资源部则于 2007 年 9 月 12 日起频频向地方下发关于加大闲置土地处置力度的通知，要求各地加快处置利用闲置土地，这给佛慈制药带来了压力。佛慈制药在招股说明书中也披露：“为抓住机遇，加快项目建设，发行人（佛慈制药）已于 2010 年 5 月启动了募投项目建设，截至 2011 年 6 月 30 日，已经投入 2960.88 万元，募集资金到位后，先期投入资金将予以置换。”按照佛慈网站上对安宁浓缩丸项目规划中拟投入金额计算，本次成功融资后，上述项目尚有 34 359 万元的资金缺口。若全部通过银行贷款解决，以 2011 年银行约 7%的贷款利率计算，每年需要支付利息费用 2 405 万元（ $34\,359 \times 7\%$ ），而佛慈制药报告期内的年营业利润不过 3 000 万元左右。在路演时对于项目后期的资金来源佛慈制药一直未给出确定说法。

通过上述分析，我们不难发现：在佛慈制药 18 年 5 次勇闯证券市场的历程中，实际控制人（兰州市国资委）往往起着决定性的作用；其次，在企业作出每一次的筹资决策时，资本结构等财务因素或许只是作为参考，而非财务因素则成为影响决策作出的关键。另外，有学者通过研究发现，绝大多数企业家们在面临 IPO 融资时仅会非常简单地关注：整个 IPO 过程需要付出多大的代价？如果 IPO 失败，最大的损失是多少？本人或者整个企业的现有股东是否能够并愿意承受？对最大后悔值的担当能力决定了他们的决策^[3]。上市失败造成的损失通常都是巨大的（后文分析），佛慈制药之所以能书写“屡败屡战，最终成功”的神话，应该主要源于国企背景使得佛慈制药具有强大的最大后悔值的担当能力。但是，这也正说明“政企不分”的经营决策模式无疑是低效率的，确实会造成大量国有资产的流失。

三、佛慈制药 IPO 融资成本畸高是何原由？

有一个非常有意思的现象：在非常明显、简单的情况下，企业只会考虑融资的具体成本。大多数情况下，企业会依据融资的目的来综合考察融资的安排。在实践中很难见到计算或者考虑包括股东权益在内的加权平均资本成本的中国企业，但确实到处可见融资成本

^[3] 张新民.从报表看企业数字背后的秘密（第二版）.北京：中国人民大学出版社.2014

很高却“迎高而上”的情形^[4]，最典型的是高 IPO 融资成本的情形。IPO 融资成本是怎样构成的？影响 IPO 融资成本水平的因素有哪些？案例公司佛慈制药又能为我国企业的 IPO 融资成本控制提供哪些借鉴？

（一）IPO 融资成本的构成

IPO 融资成本，是指企业在以首次公开发行股票（IPO）并上市的方式达到融通资金目的的过程中付出的全部代价。

关于上述定义，作如下说明：（1）在前文中，笔者已经说明只有在企业首次发行完成后并顺利上市，才算是真正意义上的 IPO 成功；再者，企业选择 IPO 方式融资，最终目的也是为了上市。因此，在该定义中，对于融资成本的界定不再仅仅局限于 IPO 环节，也包括 IPO 后的上市环节。（2）定义中的 IPO 融资成本是一个综合成本的概念，包括整个 IPO 融资过程中所涉及的直接成本、间接成本和风险成本等各类成本。（3）定义中的“全部代价”，不仅仅指付出的各类成本，还指企业在融资过程中所让渡的自身利益。

IPO 融资成本主要分为如下三类：

1、直接成本：指在首次公开发行股票并上市过程中，由发行人完全现期货币支付的、具有法定性质的、与新发行股份直接相关的全部新增外部费用，主要包括以下几类：

（1）承销费用。发行人委托证券承销机构发行股票时支付给后者的服务报酬。一般根据发行规模确定，一次性支付。

（2）保荐费用。发行人聘请具有保荐资格的机构担任保荐人，为发行股票提供具有相应担保责任的上市前辅导与推荐，上市后监督与维护等服务时支付给后者的报酬。按照规定，保荐人可以做主承销商，主承销商也可以由保荐人之外的其他证券机构来担任。

（3）其他中介机构费用。除了承销、保荐机构外，发行人还应当聘请具备证券从业资格许可证的会计师事务所、资产评估事务所、律师事务所等，共同参与发行工作，并支付相应费用。收费标准一般根据企业规模大小、工作难易程度和审核时间长短来确定。上述机构的主要工作与收取的相关费用如表 3-1 所示。

^[4] 张新民. 从报表看企业数字背后的秘密（第二版）. 北京：中国人民大学出版社. 2014

表 3-1

其他中介机构的主要工作及 IPO 费用

中介机构	主要工作	IPO 费用
会计师事务所	对各发起人的出资及实际到位情况进行检验，出具验资报告；负责协助公司进行有关账目调整，使公司的账务处理符合规定；协助公司建立股份公司的财务会计制度、账务管理制度；对公司前三年经营业绩进行审计，以及审核公司的盈利预测；对公司的内部控制制度进行检查，出具内部控制制度评价报告。	审计验资费用
资产评估事务所	在需要的情况下对各发起人投入的资产评估，出具资产评估报告；土地评估机构：对纳入股份公司股本的土地使用权进行评估。	资产评估费用
律师事务所	协助公司编写公司章程、发起人协议及重要合同；负责对股票发行及上市的各项文件进行审查；起草法律意见书、律师工作报告；为股票发行上市提供法律咨询服务。	律师费用

(4) 信息披露费用。发行人通过招股说明书、上市公告书、定期或不定期报告等方式，将自身重大信息（如基本情况、突然发生的重大事件）及时向社会公众公开披露而产生的费用。包括：印制发行申报材料、招股说明书、上市公告书等文件的费用；通过具有法定性质的信息披露媒体，如《中国证券报》、《证券时报》、巨潮资讯网站等发布信息的费用；等等。但是各类公关费用（如财经公关、危机公关）不能计入此内。

(5) 上网发行费用。发行人向参与发行的证券交易网点缴纳上网发行手续费，该费用由证券登记结算机构按一定比例从募集资金总额中扣除并划拨至各证券交易网点。

(6) 股份登记费用。发行人委托证券登记结算机构为其办理所发行股票的登记业务时应当支付的相关费用。

(7) 印花税。依照我国税法的相关规定，发行人应当根据证券交易合同中的金额按 1% 的税率缴纳印花税。

(8) 上市初费。发行人应当最迟在其股票上市的三天前向证券交易所缴纳上市初费。收取标准为：按上市总面额的万分之三缴纳，缴纳起点为 3 000 元，最高不得超过 10 000 元。

2、间接成本：指在首次公开发行股票并上市过程中，由发行人承担的不完全表现为现期货币支付或难以精确计量的、不具有法定性质的、与新发行股份募集资金无直接关联的各种费用及损失。主要包括如下几类：

(1) IPO 抑价成本。股票首次公开发行定价过低，即新股发行定价低于其市场价值，表现为新股发行价格显著低于新股上市首日收盘价，导致首次公开发行存在较高的超额收

益率，这种现象称之为 IPO 抑价。对于发行人来说，IPO 抑价是公司股东向投资者（新股中签者）的一种财富转移，可将其视为发行人因新股发行定价与市场价值不符所承担的一项间接损失。

IPO 抑价程度通常用 IPO 抑价率（IPO underpricing rate）来衡量，计算公式如下：

$$UPR = \frac{(P_1 - P_0)}{P_0} \quad (3.1)$$

其中：P₁ 为新股上市首日收盘价格，P₀ 为新股发行价格。

由于 IPO 抑价率与市场行情有一定的联系，于是在剔除市场行情影响的时候，通常使用公式（3.2）：

$$UPR = \frac{(P_1 - P_0)}{P_0} - \frac{I_1 - I_0}{I_0} \quad (3.2)$$

其中：I₁ 为新股上市当日的 A 股指数；I₀ 为新股发行当日的 A 股指数。A 股指数是新股上市所在的证券交易所的 A 股指数。

（2）宣传推广费用^[5]。发行人为确保股票能够顺利发售，实行具有宣传推广性质的工作，如广告、路演等而产生的费用。

（3）隐性成本。与新股发行并上市相关的各类招待费、公关费（含有偿沉默成本）和寻租成本等不能公开的费用。

（4）转型成本。由于种种原因，大多数民营企业在创业之始都实行家族式管理，从而导致产权关系不明晰，治理结构不合理，存在诸多与现代企业制度要求相背离的地方。这些民营企业若要通过 IPO 方式融资并上市，往往需要付出高昂的代价，即我们所说的转型成本。这项成本通常由以下三个部分组成：1）制度规范成本。包括完善治理结构、健全财务制度、规范社保制度、清理关联交易、规范信息披露等所承担的巨大代价。2）税收成本。①企业财务人员信息和业务层面的原因导致少缴税款。比如对某些偶然发生的应税业务未申报纳税；税务与财务在计税基础的规定上不一致时，常导致未按照税务规定申报纳税的情况发生。②财务管理不规范，收入确认、成本费用列支等不符合税法规定，导致少缴税款。这种现象在企业创立初期规模较小时普遍发生。③关联交易处理不慎往往会形成巨额税务成本。新的所得税法和近期出台的特别纳税调整管理办法对关联交易提出了非常明确的规范性要求。关联企业之间的交易行为如存在定价明显偏低现象，税务机关有

^[5] 证监会 2010 年 6 月 23 日发布的《上市公司执行企业会计准则监管问题解答（2010 年第一期，总第四期）》（以下简称“问题解答”）中规定：不属于根据法律、行政法规和证监会相关规定必须发生的法定性质的费用，以及与新发行股份募集资金无直接关联的费用支出，如广告费、路演及财经公关费、上市酒会费等其他费用，应当于发生时直接计入当期损益，不能从发行溢价中扣减。

权就其关联交易行为进行调查，一旦确认关联交易行为影响到少缴税款的，税务机关可裁定实施特别纳税调整。3) 损失公共资源外部性利益。民营企业一旦选择 IPO 上市，便意味着不能再无偿占用公共资源，应当按规定补办相关手续，补缴相应费用；对侵害公共利益的行为也应当及时停止或作出补偿。

3、风险成本：上市存在风险，而一旦上市失败，前面的花费均将成为沉没成本，即我们提出的风险成本。

（二）影响我国企业 IPO 融资成本的主要因素

外在因素

1、市场供求状态

当市场达到或接近均衡状态时，买方和卖方才有可能实现公平交易；否则，利益便会从过剩的一方大量流向短缺的一方，直到市场再次达到均衡状态为止。若我国 IPO 市场的供给长期严重大于需求，给在审 IPO 企业带来了极大的不公平性：证监会审核能力有限，不断发布新规定提高企业 IPO 上市难度；IPO 中介机构的选择范围扩大，企业与其谈判议价的能力降低；质量差的企业为争取 IPO 成功往往愿意承担更高的发行费用及隐性成本，质量好的企业不得不跟风操作；中介机构收费与审核时间长短有关：在预期审核期间较长或者实际审核期间超出预期时收费可能会增加，这一点在会计师收费上最为明显。由此，导致我国企业承担的 IPO 融资成本整体上升。

2、行业自律程度

行业自律是指一个行业自我约束、自我调节的行为机制，主要包括两个方面：（1）行业内成员对现行法律法规的遵守和执行；（2）行业内的行规制约内部成员的行为。行业自律程度越高，IPO 参与者产生违规行为的几率越小，企业因此而支付的各种费用就越少；反之则反是。目前，我国多数 IPO 参与者所处行业的自律程度都不高，由此导致 IPO 过程中普遍存在着违规行为。如各类中介机构刻意隐瞒企业的法律纠纷、业绩下滑等重大事项，与企业合谋粉饰报表、造假上市，提高发行价格与超募比例增加承销发行收入；大量媒体滥用对 IPO 企业监管披露的权力，通过各种手段和方式向 IPO 企业索取利益；等等。这些行为不仅会大大增加企业承担的承销保荐费用、其他中介机构费用、信息披露费用等直接成本，而且还可能会给企业带来巨额的隐性成本，如各种名目的公关费、招待费，IPO 有偿沉默成本等。

3、中介机构声誉

中介机构声誉是指中介机构提供服务质量的好坏、专业水平的高低在市场中形成的品

牌效应。在整个 IPO 过程中，对 IPO 融资成本产生巨大影响的主要是承销商声誉，体现在如下几个方面：（1）声誉高的承销商能够为发行人提供一流的服务。（2）声誉高的承销商为维持声誉资本，一方面会更加积极主动地对其承销的股票进行宣传，努力提高投资者对新股的认知程度；另一方面会更加严格地控制新股发行风险，谨慎确定发行价格。（3）声誉高的承销商在发行过程中会将声誉作为“声誉资产”带入发行过程；而投资者基于“质量好的企业的承销资格一般只有声誉高、实力强的承销商才能够得到”的认识，也多愿意以较高的发行价格认购新股。因此，承销商声誉越高，承销发行费用越高，而 IPO 抑价成本越低。

内在因素

1、企业质量

企业质量是对企业规模、财务质量、经营能力、创新能力、发展前景、企业家才能等企业基础资源要素的综合衡量。在企业新股发行并上市过程中，不论是直接成本，还是间接成本，企业质量都是最重要的影响因素。（1）对承销保荐费用的影响。若发行人具有良好的企业质量，承销商作价值评估工作的难度会大大降低，发行人在承销商面前的议价能力也会增强，从而降低承销发行费用；反之则反是。至于保荐费用，由于保荐人在保荐期内必须按照法律规定对发行人上市后的行为与表现负责，发行人若出现重大问题，保荐人须要一同承担责任。因此，企业质量一般和保荐费用成反比。（2）对信息披露费用的影响。若发行人具有良好的企业质量，自身不存在违反上市规定的重大问题，发行人被媒体披露负面信息的可能性就会降低，从而减少因回应负面信息并消除不良影响而承担的信息披露成本；反之则反是。（3）对其他中介机构费用的影响。参与新股发行的其他中介机构一般是根据企业规模大小和工作难易程度来收取相应费用的。因此，企业质量一般和其他中介机构费用成反比。（4）对 IPO 抑价成本的影响。若发行人企业质量良好，投资者愿意以较高的发行价格认购新股，IPO 抑价程度就会降低；反之则反是。（5）对隐性成本的影响。发行人企业质量不佳或存在违反发行规定的重大问题，被披露、被中止的风险大，发行人可能承担的隐性成本就会很高。因为有偿沉默成本发生的可能性增大，并且为实现 IPO 并上市成功的目的，发行人很可能会产生寻租成本等。

2、企业知名度（媒体杠杆）

对于发行人来说，企业知名度其实是把双刃剑，主要影响承销发行费用、信息披露费用和 IPO 抑价成本。（1）若发行人具有较高的企业知名度，承销商对新股发行的宣传力度会大大减少，且投资者以较高发行价格认购新股的可能性增加，承销发行成本和 IPO

抑价成本均会相对降低；再者，媒体过往对发行人所作的大量报道，实质上是在帮助发行人免费地披露信息。（2）按照归因理论，人们对消极消息的关注及使用程度远高于积极的消息，从而影响相关主体的判断和决策。发行人的企业知名度越高，受到的社会关注程度也越高。社会公众对发行人的方方面面都会格外留心，一旦发现什么问题，就会迅速地被放大化式地传播，笔者将其称为“媒体杠杆”。承销商与发行人为消除负面信息及因知名度而造成的不利影响在程度及范围上的扩大化，必须借助更多媒体做更多地正面宣传，从而导致承销发行费用和信息披露费用的增加。对于 IPO 抑价成本来说，知名度较高的发行人所产生的负面信息，往往会导致投资者在更大程度上转变对发行人的固有良好认知，投资者以较高发行价格认购新股的可能性大大降低，IPO 抑价成本相应增加。

3、与利益相关者的关系

发行人的利益相关者通常包括：股东、债权人、员工、同业竞争者、供应商、顾客、政府以及社会活动团体等。在整个 IPO 过程中最有可能向媒体披露发行人负面信息的，除了政府监管部门外，就是同业竞争者和前员工。正确处理好与这些利益相关者，特别是同业竞争者和前员工之间的关系，可以减少发行人发生信息危机的可能性，从而也能有效降低信息披露成本；反之则反是。

4、发行状况

发行状况对 IPO 融资成本的影响主要体现在承销发行费用和 IPO 抑价成本上。具体而言，分为如下五个方面：（1）发行规模。由于“规模经济”的存在，承销发行的平均费用会随着发行规模的增加而下降。因此新股发行规模越大，发行人承担的承销发行费用率越低。（2）发行价格。新股发行定价越高，越有可能不被投资者认可，承销商发行失败的风险越大；同时，偏离发行人自身真实价值的可能性越大，若被投资者发现，承销商须要承担连带责任。因此，较高的新股发行价格往往对应较高的承销发行费用。而新股发行定价过低，又很有可能导致企业承担较高的 IPO 抑价成本。（3）超募程度。超募是指发行人实际募集资金超过投资项目计划募集资金的现象。承销商一般会对计划内募集资金按较低比率 3%~5%收取，对超募资金部分则按较高比率 6%~15%收取。因此，超募资金越多，发行人承担的承销发行费用越大。（4）路演的实施。路演（Roadshow）是指承销商在发行人与投资者充分交流的前提条件下，为促进新股成功发行所作的一系列宣传推广活动。通过路演能够有效降低融资、投资双方之间的信息不对称程度，利于新股的合理定价，从而降低 IPO 抑价成本。（5）发行时机。股市行情较好的时候，会有大量新股上市，投资者面对的信息不对称程度骤然加深；而且投资者此时情绪高涨，存在对信息的过度反应。因此，新股选择在市场行情较好的时候发行，IPO 抑价成本普遍较高。

5、股权集中程度

股权集中程度可以通过上市流通股数量来衡量，主要影响 IPO 抑价成本。上市（发行）流通股数量越多，股权集中程度越低，个别投资者操纵股票价格的难度越大，从而减少了信息不对称给投资者带来的风险，降低了 IPO 抑价程度；反之则反是。再者，流通股数量小的股票容易被操纵，波动幅度大，适宜投机，有时投资者愿意为此而付出高昂的代价，从而导致 IPO 抑价程度增加。

（三）佛慈制药 IPO 直接成本检验与分析

1、佛慈制药 IPO 直接成本检验

佛慈制药在《首次公开发行股票上市公告书》（以下简称“上市公告书”）中披露的新股发行情况如下：“本次共发行人民币普通股（A 股）2 020 万股，发行价格为 16.00 元/股，募集资金总额 32 320 万元，扣除发行费用 3 363.93 万元，实际募集资金净额 28 956.07 万元。”发行费用明细如表 3-2 所示：

表 3-2 佛慈制药 IPO 发行费用明细

项 目	金额（元）
保荐及承销费用	27 600 000.00
审计及验资费用	2 502 550.00
律师费用	630 000.00
信息披露费	2 826 000.00
上网发行费	80 780.00
合 计	33 639 330.00

数据来源：佛慈制药上市公告书

在对佛慈制药 IPO 各项发行费用进行比例分析后发现（见表 4-3 与图 4-1（左））：佛慈制药的发行费率竟然高达 10.41%，是同年平均水平（2011 年 A 股 IPO 平均发行费率为 5.96%）的一倍之多。在全部发行费用中，保荐费用及承销费用所占比重最高，达到 82.05%，远远超过其他费用项目；其次是信息披露费用和审计及验资费用，所占比重依次为 8.40%、7.44%；律师费用和上网发行费用所占比重最小，合计占到 2%左右。

表 3-3 佛慈制药 IPO 发行费用比例统计

项 目	占发行费用总额比例 (%)	占实际募集资金比例 (%)
保荐及承销费用	82.0468%	8.5396%
审计及验资费用	7.4394%	0.7743%
律师费用	1.8728%	0.1949%
信息披露费	8.4009%	0.8744%
上网发行费	0.2401%	0.0250%
合 计	100%	10.4082%

为了更为客观地探究并分析佛慈制药 IPO 直接成本畸高的原因,笔者采用建立对照组的方法,进一步选取同样在 2011 年底至 2012 年初、于中小企业板成功发行的 9 家企业作为对照企业,并对它们的 IPO 直接成本进行了统计与分析,见表 4-4 与表 4-5。

表 3-4 佛慈制药与 9 家对照企业 IPO 发行费用统计

序	代码	名称	发行价 格（元/ 股）	募集资金总额 （元）	承销保荐费用 （元）	审计验资费用 （元）	律师费用（元）	信息披露费用 （元）	其他费用（元）	发行费用总额 （元）	证监会行业
0	002644	佛慈制药	16.00	323 200 000.00	27 600 000.00	2 502 550.00	630 000.00	2 826 000.00	80 780.00	33 639 330.00	医药、生物制品
1	002645	华宏科技	27.00	450 090 000.00	26 572 385.00	1 300 000.00	1 300 000.00	4 180 000.00	578 418.52	33 930 803.52	机械、设备、仪表
2	002646	青青稞酒	16.00	960 000 000.00	48 000 000.00	1 830 000.00	1 400 000.00	3 890 000.00	932 200.00	56 052 200.00	食品、饮料
3	002647	宏磊股份	12.80	540 544 000.00	29 838 080.00	3 035 000.00	1 250 000.00	3 290 000.00	278 910.00	37 691 990.00	机械、设备、仪表
4	002648	卫星石化	40.00	2 000 000 000.00	88 800 000.00	2 690 000.00	3 020 000.00	4 140 000.00	476 180.00	99 126 180.00	石油、化学、塑胶、塑料
5	002649	博彦科技	22.00	550 000 000.00	34 000 000.00	4 130 000.00	2 624 000.00	4 649 900.00	——	45 403 900.00	信息技术业
6	002650	加加食品	30.00	1 200 000 000.00	76 100 000.00	1 780 000.00	1 200 000.00	5 700 000.00	120 000.00	84 900 000.00	食品、饮料
7	002651	利君股份	25.00	1 025 000 000.00	41 000 000.00	2 645 000.00	750 000.00	2 470 000.00	539 600.00	47 404 600.00	机械、设备、仪表
8	002652	扬子新材	10.10	269 468 000.00	19 500 000.00	1 010 000.00	1 100 000.00	2 400 000.00	334 800.00	24 344 800.00	金属、非金属
9	002653	海思科	20.00	802 000 000.00	56 000 000.00	1 600 000.00	4 260 000.00	2 350 000.00	746 000.00	64 956 000.00	医药、生物制品

注：为方便统计，将上网发行费、股份登记费、上市初费、印花税等计入其他费用。

表 3-5 佛慈制药与 9 家对照企业 IPO 发行费用比例统计

序	名称	募集资金总额 (元)	发行费用总 额 (元)	发行费用 总额占实 际募集资 金比例	承销保荐费用		审计验资费用		律师费用		信息披露费用		其他费用	
					占发行费 用总额比 例	占实际募 集资金比 例	占发行费 用总额比 例	占实际募 集资金比 例	占发行费 用总额比 例	占实际募 集资金比 例	占发行费 用总额比 例	占实际募 集资金比 例	占发行费 用总额比 例	占实际募 集资金比 例
0	佛慈制药	323 200 000.00	33 639 330.00	10.4082%	82.0468%	8.5396%	7.4394%	0.7743%	1.8728%	0.1949%	8.4009%	0.8744%	0.2401%	0.0250%
1	华宏科技	450 090 000.00	33 930 803.52	7.5387%	78.3135%	5.9038%	3.8313%	0.2888%	3.8313%	0.2888%	12.3192%	0.9287%	1.7047%	0.1285%
2	青青稞酒	960 000 000.00	56 052 200.00	5.8388%	85.6345%	5.0000%	3.2648%	0.1906%	2.4977%	0.1458%	6.9400%	0.4052%	1.6631%	0.0971%
3	宏磊股份	540 544 000.00	37 691 990.00	6.9730%	79.1629%	5.5200%	8.0521%	0.5615%	3.3164%	0.2312%	8.7286%	0.6086%	0.7400%	0.0516%
4	卫星石化	2 000 000 000.00	99 126 180.00	4.9563%	89.5828%	4.4400%	2.7137%	0.1345%	3.0466%	0.1510%	4.1765%	0.2070%	0.4804%	0.0238%
5	博彦科技	550 000 000.00	45 403 900.00	8.2553%	74.8834%	6.1818%	9.0961%	0.7509%	5.7792%	0.4771%	10.2412%	0.8454%	0.0000%	0.0000%
6	加加食品	1 200 000 000.00	84 900 000.00	7.0750%	89.6349%	6.3417%	2.0966%	0.1483%	1.4134%	0.1000%	6.7138%	0.4750%	0.1413%	0.0100%
7	利君股份	1 025 000 000.00	47 404 600.00	4.6248%	86.4895%	4.0000%	5.5796%	0.2580%	1.5821%	0.0732%	5.2105%	0.2410%	1.1383%	0.0526%
8	扬子新材	269 468 000.00	24 344 800.00	9.0344%	80.0992%	7.2365%	4.1487%	0.3748%	4.5184%	0.4082%	9.8584%	0.8906%	1.3752%	0.1242%
9	海思科	802 000 000.00	64 956 000.00	8.0993%	86.2122%	6.9825%	2.4632%	0.1995%	6.5583%	0.5312%	3.6178%	0.2930%	1.1485%	0.0930%
	合计	7 797 102 000.00	493 810 473.52	6.3333%	85.0145%	5.3842%	4.0542%	0.2568%	3.4232%	0.2168%	6.6969%	0.4241%	0.8113%	0.0514%

注：表中合计项反映的是对 1-9 的统计结果。

统计结果显示：在 9 家对照企业各自的全部发行费用中，保荐费用及承销费用所占比重均为最大，约为 70%~85%，远远超过其余各费用项目；其次是信息披露费用，平均所占比重达到 6.70%，如果以这 9 家企业发行费用总额的均值作为基数，那么该费用的绝对值将达到 367.443 万元；再次，是审计验资费用和律师费用，平均所占比重依次为 4.05%、3.42%；其他费用（包括上网发行费、股份登记费、上市初费、印花税等）所占比重最小。上述结果和对佛慈制药各项发行费用占发行费用总额比重的描述性统计结果基本趋于一致，见图 3-1。

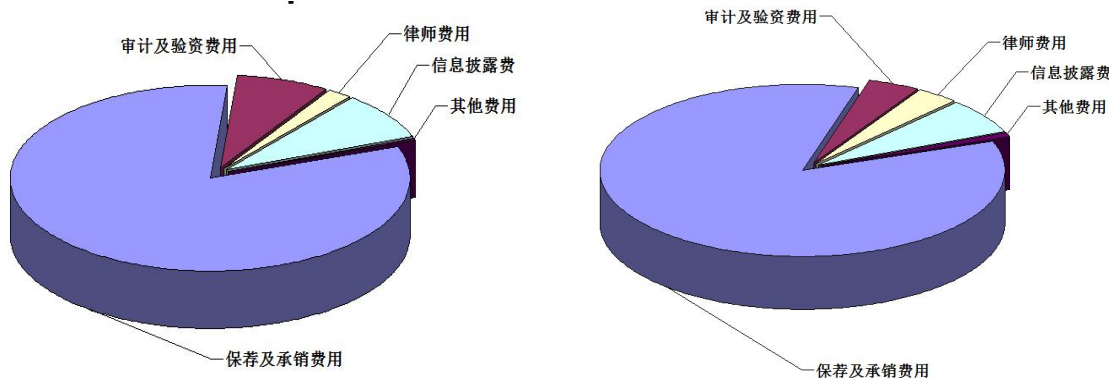


图 3-1 佛慈制药（左）与 9 家对照企业（右）IPO 各项发行费用占发行费用总额的比例（%）

但在发行费率这一指标的衡量中，佛慈制药竟位居榜首。通过比较佛慈制药与对照企业各自的 IPO 各项发行费用占实际募集资金总额的比重，发现佛慈制药有三项费用进入了单项排名的前三甲：承销、保荐费用（第一），信息披露费用（第三），审计验资费用（第一）。据此作出初步判断，承销费用与保荐费用、信息披露费用和审计验资费用是造成佛慈制药 IPO 直接成本畸高的主要原因。

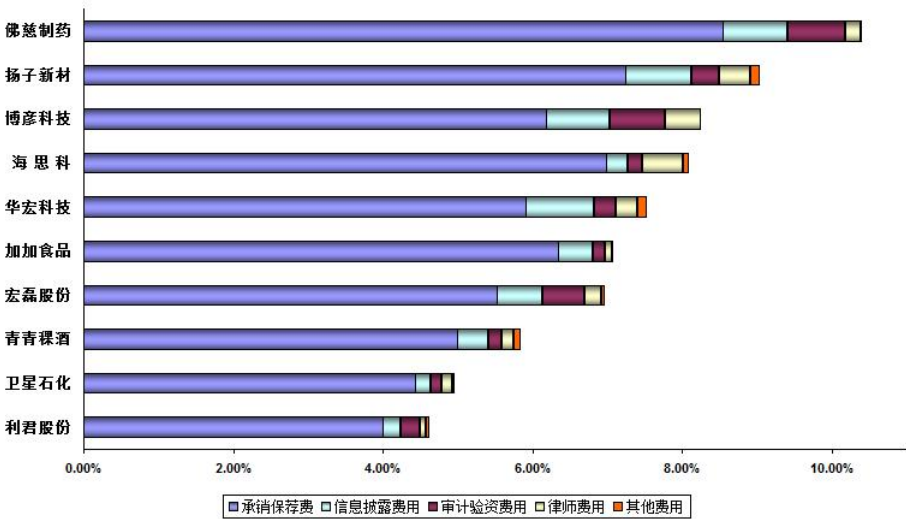


图 3-2 佛慈制药与对照企业的发行费用总额及各项发行费用占实际募集资金比例（%）

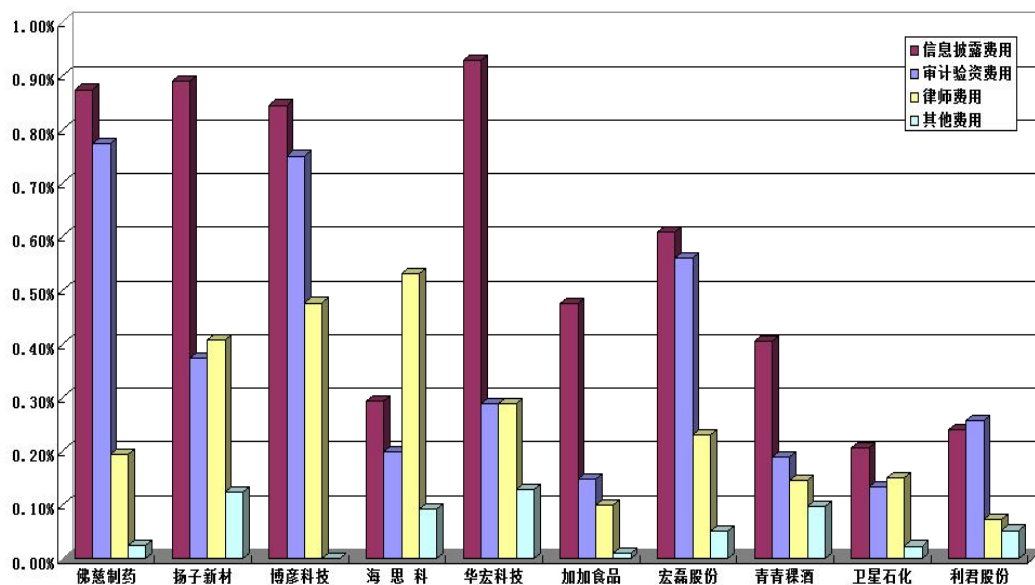


图 3-3 佛慈制药与对照企业各项发行费用(除承销保荐费用)占实际募集资金比例(%)

2、佛慈制药 IPO 直接成本畸高的原因探析

根据 4.2 节中提出的影响我国企业 IPO 融资成本的八大主要因素,笔者对佛慈制药过高的承销保荐费用、信息披露费用及审计验资费用进行了分析。

1、关于承销保荐费用。

(1) 企业质量与知名度。据佛慈制药在《首次公开发行股票招股说明书》(以下简称“招股书”)中提供的 2008 年~2011 年上半年的财务报表及相关信息作简要分析得出:佛慈制药报告期内企业质量良好。资产总额随着生产经营规模的扩大和盈利水平的提高而呈现稳步增长的良好态势;流动资产占总资产的比重保持在百分之四十到五十之间,资产结构和行业特点相符合。盈利能力较好,成本风险规避得当;2008 年~2010 年的销售净利润率逐年大幅提升,分别为 9.867%、15.566%、19.528%;综合毛利率分别为 39.82%、37.91%、36.17%,虽受原材料价格普遍上涨的影响有小幅下降,但“仍远远高于同行业平均水平”。资金回笼能力较强,2008 年~2010 年的收入现金比率依次为 95.14%、106.64%和 112.20%,当期确认的销售额与实际收回的账款相符合,资金回笼与销售确认相对保持稳定。

但是,一些专业的投资机构却对佛慈制药上市提出了诸多质疑,甚至在佛慈制药即将挂牌上市的前夕,还遭到内部员工原兰州佛光工贸有限责任公司(以下简称“佛光工贸”)股东的联名检举。笔者对这些质疑进行了一定的梳理和验证:

①报告期内非经常性损益过高。佛慈制药在招股书中披露：“2009 年的非经常性损益为 1 220.55 万元，占当期利润总额的 30.06%，主要原因系将兰州市雁滩高新开发区的土地使用权转让，形成损益 1 229.16 万元；2010 年的非经常性损益为 2 404.51 万元，占当期利润总额的 43.16%，主要原因系将上海经销部所在土地使用权及房产予以处置，形成损益 2 196.06 万元；但企业的持续盈利能力并不依靠于这些非经常性损益。”笔者对佛慈制药报告期内的相关财务数据（表 3-6）进行分析后发现：从 2008 年到 2011 年，佛慈制药的“营业利润”和“扣除非经常性损益后的净利润”都呈增长趋势，且非常接近。“净利润”在 2008 年至 2010 年呈直线上涨，涨幅远远大于“营业利润”和“扣除非经常性损益后的净利润”的涨幅，“净利润”与“扣除非经常性损益后的净利润”差额一直成倍增加，即非经常性损益对利润总额的贡献程度逐年提高，尤其在 2010 年，其依靠自身经营活动实现的利润对净利润的贡献度仅占六成；“净利润”在 2010 年到 2011 年大幅下降。故佛慈制药确实存在净利润过度依靠非经常性损益的现象。其次，利润结构与对应的现金流量结构应具有趋同性，较高的盈余质量应具有较强的现金获取能力。对照佛慈制药净利润与经营活动现金净流量的匹配程度，可见除 2010 年外，其余三年经营活动现金流量的充足程度都明显不足，即佛慈制药自身经营活动获取现金的能力比较有限。

表 3-6 佛慈制药盈余质量分析表

单位：万元

项 目	2011 年		2010 年		2009 年		2008 年
	金额	变动	金额	变动	金额	变动	金额
营业利润	3153.21	-0.42%	3166.38	16.98%	2706.71	8.49%	2494.81
净利润	3206.07	-37.43%	5124.17	41.76%	3614.68	67.28%	2160.92
扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润	2801.6	1.84%	2750.93	14.97%	2392.84	17.14%	2042.68
非经常性损益/净利润	12.62%	—	46.31%	—	33.80%	—	5.47%
经营活动现金净流量	242.6	-95.68%	5617.93	1521.43%	346.48	474.98%	60.26

数据来源：根据佛慈制药招股书、年度财务报告整理计算

佛慈制药盈余质量分析

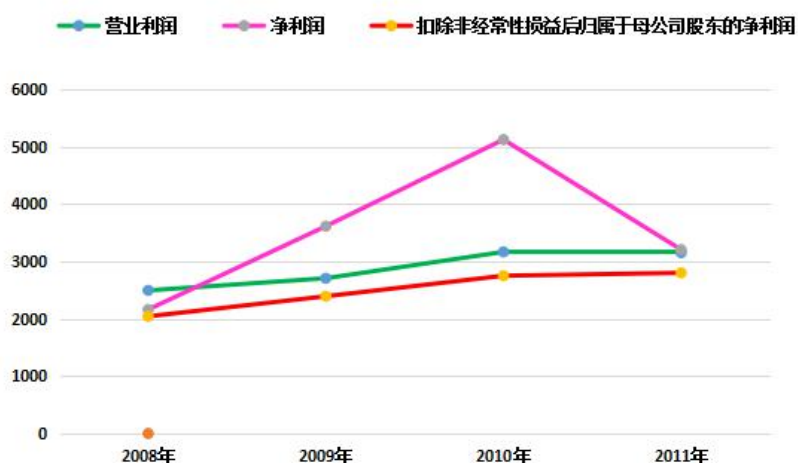


图 3-4 佛慈制药盈余质量分析图

②市盈率过高。根据询价结果，佛慈制药的新股发行价格最终被确立为 16 元/股，相应的静态市盈率是 46.92 倍。上海一家 A 类券商医药行业首席分析师以 2011 年预测业绩估算得到当时医药股的平均市盈率约为 30 倍；诸多投资机构在发行前预测佛慈制药的合理市盈水平最高也没有超过 40 倍，见表 4-7；佛慈制药的市盈率水平明显过高。佛慈制药在路演时给出的解释是：“近 47 倍的市盈率是根据 2010 年财务报表计算的静态市盈率，坚信佛慈制药上市之后可以凭借资本市场的力量快速做大做强。考虑公司的成长性，动态市盈率适中。”而佛慈制药计算市盈率用的 2010 年的净利润数据也被怀疑过度依赖非经常性损益。

表 3-7 投资机构预测的佛慈制药市盈率水平

投资机构	市盈率
安信证券	35~40 倍
天相投资	25~30 倍
万联证券	25~32 倍
海通证券	22~27 倍

数据来源：金融界等

③高毛利率与行业整体水平相悖。财富证券对医药、生物制品行业 2011 半年报进行了统计分析，医药行业的综合毛利率因同时承受原材料成本上升与产品销售价格下降的压力而普遍降低。佛慈制药报告期内的综合毛利率仅有小幅下降，多种主要产品的毛利率更是呈上升趋势，如六味地黄丸、逍遥丸、知柏地黄丸、参茸固本还少丸等。佛慈制药官方解释：“主要原因系建立了完备的内部控

制制度和成本控制方法；生产地甘肃又是我国规模最大的中药材种植基地，且中药行业一直有“南药北储”的习惯。”但有预测认为，在当时看来药材价格的上涨趋势依然明显，佛慈制药逐渐扩大的生产会使大量低成本储备提前用完，综合毛利率日后大幅下降的风险依然很高。表 4-8 中数据的证实了这一点：佛慈制药的毛利率上市后前两年（2012 年、2013 年）与上市前基本持平，从 2014 年开始较上市前有较大幅度的下降。

表 3-8 投资机构预测的佛慈制药市盈率水平

单位：万元

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	21901	23221	26241	27118	26636	29153	39907	32758	36326
营业成本	13181	14417	16748	17799	17948	18766	31071	24493	25502
毛利率	39.82%	37.91%	36.18%	34.36%	32.62%	35.63%	22.14%	25.23%	29.80%

数据来源：新浪财经



图 3-5 佛慈制药毛利率分析

④公司向大股东转移巨额亏损。佛慈制药已于 2007 年 12 月 5 日，以 1 022 万元的原始出资额完成对佛光工贸全部经营性资产及相关负债的收购。但是在 2010 年佛慈制药的招股说明书中披露：“佛光工贸 2008 年的主营业务收入为 159.67 万元，主营业务成本为 162.26 万元，营业利润为-911.59 万元，实现投资收益-24.64 万元，净利润合计-864.11 万元（经审计）。”失去全部经营性资产的企业怎么会实现八百六十多万元的巨额亏损？而在 2011 年佛慈制药的招股书中，有关佛光工贸的营业收入数据被全部删去。

由此可见，佛慈制药的企业质量并非像招股说明书中描述的那样，自身是存在重大问题的。而这些问题必将大大增加华龙证券（佛慈制药的主承销商兼保荐

人) 为新股定价的难度、承受新股发行失败的风险和保荐期内为其担保的风险。其次, 佛慈制药虽然是“中华老字号”, 拥有着非常高的企业知名度和社会关注度; 但正因为如此, 上市 18 年四次未果的历程以及上述种种质疑给佛慈制药带来的负面影响也被迅速地扩大化, 华龙证券为了新股顺利发行自然需要通过大量的宣传来为佛慈制药挽回声誉。因此, 佛慈制药承担高昂的承销保荐费用就成了顺利成章的事情。

(2) 发行规模。佛慈制药此次共公开发行 2 020 万股, 发行规模在全部十家企业中处于第九位。通过对佛慈制药及 9 家对照企业的发行规模与承销保荐费率(承销保荐费用/实际募集资金)两个变量作简单的线性分析后发现, 承销费用确实随着发行数量的增加而降低, 如图 3-6 所示。

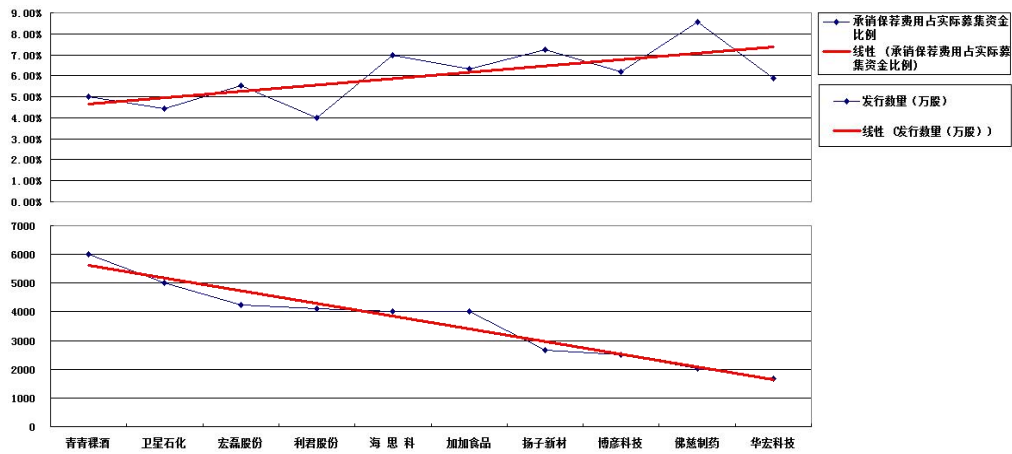


图 3-6 发行规模与承销保荐费用占实际募集资金比例关系

(3) 超募程度。此次新股发行, 佛慈制药一共超募资金 4 415. 45 万元。如果按承销商对于超募资金收取费率的平均值 10%来计算, 佛慈制药需要对超募部分承担 441. 55 万元(4 415. 45×10%)的承销发行费用, 占到全部承销保荐费用的 16. 00%。

综上所述, 企业的质量、企业知名度、超募程度和发行规模是造成佛慈制药承销保荐费用过高的主要因素。

2、关于信息披露费用。

信息披露环节是 IPO 过程中最为关键的环节之一, 它能够有效地降低发行人与投资者之间的信息不对称程度。佛慈制药的信息披露费用过高, 主要是因为如下几点:

(1) 企业质量。前文已经分析得到, 佛慈制药的企业质量并不像招股书中

描述的那样良好，可能存在诸多非常严重的问题。从 2010 年申请 IPO 开始，业界对佛慈制药提出的质疑就不断，直到 2011 年上市的前一夜，还有关于它涉嫌包装上市的联名举报信被爆出。而每次被质疑、曝光后，佛慈制药都不得不千方百计地找出理由或解决方案，及时通过主流媒体向大众披露信息，消除不良影响。如此一来，佛慈制药承担的信息披露费用自然较高。

（2）企业知名度。佛慈制药作为“中华老字号”的国有企业一直被各方面高度关注，几次上市均失败的经历，更使佛慈制药成为 IPO 市场上的焦点。因此，佛慈制药具有非常高的企业知名度。按照归因理论，人们对消极消息的关注及使用程度远高于积极的消息，从而影响相关主体的判断和决策。因此在每次被质疑、曝光后，佛慈制药都不得不千方百计地找出理由或解决方案，及时通过主流媒体向大众披露信息，消除不良影响。如此一来，其承担的信息披露费用自然较高。

（3）与利益相关者的关系。在此次新股发行过程中，佛慈制药遭到了内部员工原佛光工贸股东的联名检举。笔者认为，产生这次举报的根本原因在于佛慈制药未能妥善地处理好与原佛光工贸股东之间的关系。佛慈制药对佛光工贸的收购是以原始出资额 1100 万元完成的。佛慈制药在招股书中给出以原始出资额收购的原因主要有 3 点：①佛光工贸是具有社会福利性质的企业，已经享受的税收优惠累计达 4 266.06 万元；②佛光工贸对外没有独立生存能力；③佛光工贸在被收购时，已计提的应付股利（1 445.76 万元）与已发放的股利（274.09 万元）共计 1 719.85 万元，远超过 1 100 万元的原始出资额。暂且不说已提取的应付股利是否能够全部兑现，就对已发放的现金股利进行一个简单计算：12 年投资、九百多职工（股东）累积分红 274.09 万元，人均年收益不足 250 元，按利率还超不过同期银行存款。如此低的投资回报率，股东怎么能心甘情愿的以原始出资额转让股权？最终导致佛光工贸的原股东在上市前夕对佛慈制药进行联名举报。如果佛慈制药在收购佛光工贸时，能妥善地处理好与佛光工贸原股东之间的利益关系，或在 IPO 过程中有效地监控到这些利益相关者的异常举动并及时予以处理，想必能够避免这次举报的发生，从而节省一定的信息披露费用。

3、关于审计验资费用。

审计验资费用的收取标准，一般是根据企业规模大小和工作难易程度来确定的。笔者认为佛慈制药此项费用偏高，除了企业规模这一客观因素外，主要原因还应落在工作的难易程度上。前文已指出，佛慈制药在 IPO 过程中存在诸多质疑，

特别是财务方面，如综合毛利率逆市上升，报告期内频繁处置土地使用权及房产增加利润等。暂不论这些质疑是否真实存在从而直接增加了审计验资工作的难度；单就处理已失去经营性资产的佛光工贸“在 2008 年度实现净利润－864.11 万元（经审计）”一项，想必给审计验资工作造成的难度就不小。况且上述对佛慈制药财务方面的质疑也并非空穴来风，故有充分理由怀疑佛慈制药在 IPO 过程中存在财务造假、美化报表的行为。佛慈制药审计验资成本偏高自然就有了较为合理的解释。

（四）佛慈制药 IPO 间接成本与风险成本检验与分析

1. 佛慈制药 IPO 抑价成本检验与分析

佛慈制药新股发行日期为 2011 年 12 月 13 日，发行价格为 16.00 元/股，当天的深证 A 指收盘为 965.152 点；新股上市日期为 2011 年 12 月 22 日，首日收盘价为 19.23 元/股，当天的深证 A 指收盘为 920.671 点。将以上数据代入公式（4.1）得到： $UPR = (19.23 - 16.00) / 16.00 = 20.19\%$ ；代入公式（4.2）得到： $UPR' = (19.23 - 16.00) / 16.00 - (920.671 - 965.152) / 965.152 = 24.80\%$ 。由此看来，佛慈制药的 IPO 抑价程度处于较低水平，新股发行定价较为合理。主要原因系如下几个方面：

（1）发行时机。佛慈制药新股发行上市的时间处于我国股票市场持续走低的时期，特别是 2011 年 12 月 13 日，股票市场又创新低，上证指数跌破 2300 点，投资者情绪低迷，甚至绝望地称“中国股市已死”。在新股发行数量上，当月也比 2010 年同期减少 44.83%。而通过我们计算的 UPR 和 UPR' 值，也不难发现该因素对降低佛慈制药 IPO 抑价程度的作用是非常明显的。

（2）股权集中程度。佛慈制药此次新股发行后当期流通股股数仅为总股本的 20.18%，股权分散程度低。但是股权比例占绝对优势（70.64%）的是兰州佛慈制药厂，该厂实质上是由兰州市国资委控制的，除此之外都不超过 2.5%；前十名持股股东也大多是由国家控股，见表 4-10。这些股东发生为谋取暴利而操纵佛慈制药股价行为的可能性很低；同时，国有企业身份隐含的国家信用会对普通投资者面临的信息不对称风险给予补偿。因此，笔者认为佛慈制药的股权分散程度低不足以导致 IPO 抑价成本的大幅增加。

表 3-9 发行后佛慈制药前十名股东的持股情况

序	股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
1	兰州佛慈制药厂	57 060 000	70.64
2	全国社会保障基金理事会转持三户	2 020 000	2.50
3	云南国际信托有限公司	1 300 000	1.61
4	中国工商银行—中银中国精选混合型开放式证券投资资金	1 300 000	1.61
5	中国光大银行—招商安本增利债券型证券投资基金	1 300 000	1.61
6	兰州大得利生物化学制药（厂）有限公司	1 000 000	1.24
7	甘肃省兰洁药用制品有限公司	500 000	0.62
8	广东省盐业总公司企业年金计划—中国工商银行	1 000	0.00
9	北京医药集团有限责任公司企业年金计划—中信银行	1 000	0.00
10	南昌铁路局企业年金计划—中国建设银行	1 000	0.00
11	中国光大银行股份有限公司企业年金计划—中国光大银行	1 000	0.00
	合 计	64 484 000	79.83

数据来源：佛慈制药上市公告书

值得一提的是，2012 年 4 月 28 日，证监会发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》，新增规定：“部分原始股东持股可向网下投资者转让，取消机构网下配售股份三个月的锁定期”。这些新规定无疑将增加 IPO 企业流通股比例，对降低 IPO 抑价成本具有巨大作用。

（3）路演的实施。佛慈制药于 2012 年 12 月 12 日上午举行网上路演，并最终确定发行价格为 16.00 元/股。事实已经证明这个价格是合理的，由此可以认为路演的实施有效减少了佛慈制药 IPO 抑价成本。

（4）企业质量。投资者在认购新股时，通常会重点考察发行人的企业质量，特别是经营能力，因为“买股票买的是企业的未来而不是过去”。发行人经营能力越好，投资者接受较高发行价格的可能性越大，IPO 抑价程度越低。而在衡量发行人经营能力的指标中，发行前一年每股收益、发行前一年净资产收益率及预测每股收益又最为投资者所看重。所以，这些指标的大小直接影响了 IPO 抑价水平的高低。佛慈制药报告期内的净资产收益率、每股收益、预测每股收益等指标见表 3-10、表 3-11。

表 3-10 佛慈制药部分财务指标

项 目	2010. 12. 31	2009. 12. 31	2008. 12. 31
加权平均净资产收益率（%）	17. 57	15. 39	10. 17
扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率（%）	9. 44	10. 19	9. 61
基本每股收益（元/股）	0. 85	0. 60	0. 36
每股净资产（元/股）	5. 39	4. 18	3. 58
每股经营活动产生的现金流量（元/股）	0. 93	0. 06	0. 01
每股净现金流量（元/股）	0. 81	0. 16	0. 04

数据来源：佛慈制药招股书

表 3-11 佛慈制药预测每股收益

每股收益				公布时间	研究机构	研究员
2010 年	2011 年	2012 年	2013 年			
0. 85	0. 35	0. 47	0. 60	2011-12-23	中国民族证券有限责任公司	涂羚波
0. 85	0. 41	0. 51	0. 61	2011-12-21	东北证券股份有限公司	周思立
0. 85	0. 45	0. 60	0. 71	2011-12-20	齐鲁证券有限公司	谢 刚
0. 85	0. 51	0. 62	0. 75	2011-12-16	天相投资顾问有限公司	彭 晓
0. 85	0. 43	0. 56	--	2011-12-14	万联证券有限责任公司	宋 颖
0. 85	0. 43	0. 57	0. 68	2011-12-13	宏源证券股份有限公司	吴 洋
0. 85	0. 50	0. 60	0. 71	2011-12-13	海通证券股份有限公司	丁 频
0. 85	0. 46	0. 55	0. 70	2011-12-09	国泰君安证券股份有限公司	李秋实
0. 85	0. 43	0. 56	0. 72	2011-12-09	中信建投证券有限责任公司	罗 樨
0. 85	0. 44	0. 52	0. 64	2011-12-08	国信证券股份有限公司	丁 丹
0. 85	0. 43	0. 55	0. 65	2011-12-08	申银万国证券股份有限公司	娄圣睿
0. 85	0. 43	0. 57	0. 67	2011-12-08	国都证券有限责任公司	潘 蕾
0. 85	0. 45	0. 61	0. 76	2011-12-08	东方证券股份有限公司	李淑花

数据来源：新浪财经数据中心

佛慈制药 2010 年（发行前一年）的每股收益、净资产收益率等均处于较高水平；各研究机构对它预测的 2011 年至 2013 年每股收益的均值依次为：0. 44、0. 56 和 0. 68，也呈逐年上涨趋势。尽管这些分析结果对佛慈制药 IPO 抑价成本较低有积极地解释作用，但由于笔者怀疑佛慈制药招股书中相关数据的真实性，故不能作出肯定的结论。

（5）企业知名度。具有较高知名度的佛慈制药，从 2010 年申请 IPO 开始，就不断被质疑，被媒体披露不良信息。但是，佛慈制药和承销商一直积极地消除不良影响，用高昂的承销发行费用和信息披露费用，补偿了企业知名度的负效应造成的投资者认知程度的转变。因此，该因素并未带来 IPO 抑价成本的大幅增加。

2. 佛慈制药 IPO 其它间接成本检验与分析

1、关于宣传推广费用。

这项费用主要包括广告费用、路演费用等。路演费用在 2010 年 6 月之前是作为 IPO 企业发行费用被公开披露的，现如今依据证监会发布的《问题解答》中的相关规定，不能从股票发行溢价所形成的资本公积中扣减，应当计入发行人的当期损益，故其具体数值已无法确认。至于广告费，佛慈制药在招股书中披露：2009 年、2010 年、和 2011 上半年支付的广告费用分别为 1 045.16 万元、662.51 万元和 292.53 万元。

2、关于隐性成本。

对这部分成本，我们无法精确衡量。有学者在 2008 年做过调查，我国企业在 IPO 过程中对这类费用的支付一般在 100 万元左右；但近年来有巨幅增加。如有偿沉默成本、危机公关费、上市公关费（举办上市前酒会、上市仪式、与交易所交换礼品等活动的支出）等，都因为普遍存在且数额巨大而被媒体多次曝光。笔者在前文已经说明，佛慈制药的企业质量可能不佳，存在诸多非常严重的问题；在整个上市过程中，佛慈制药也不断遭到质疑和举报。因此，我们估计佛慈制药承担的隐性成本应该较高。

3. 关于转型成本。

这项成本原本是针对我国民营企业而言的，但其中的制度规范成本，佛慈制药及其他国有企业也有承担，只不过相较于民营企业而言要小得多。因为民营企业股份制改组后，在规范各种制度并持续经营的过程中会面临种种困难，同时还可能遭受利益各方的巨大冲突与矛盾，造成企业转型的边际成本急剧增加。

3. 佛慈制药 IPO 风险成本检验与分析

IPO 企业一旦上市失败，前期的所有花费均将成为沉没成本，包括上市咨询费、审计验资费、律师费、信息披露费等。另有调查指出，第一次上市失败后，第二次上市所承担的直接成本为上次的 50%^[6]。堪称“史上最失意 IPO 样本”的佛慈制药在 18 年漫长的上市之路中，向证监会提交 IPO 申请并被受理的次数一共有 2 次，分别是 2008 年和 2011 年，第一次被否，直到 2011 年这次才成功过会。若按照上述调查结果计算，那么佛慈制药所承担的风险成本数额巨大，而且

^[6] 沈锡飞. 我国企业 IPO 融资动机研究[D]. 浙江工商大学, 2008

还不包括这期间的各种隐性成本、机会成本。

综上所述，佛慈制药在新股发行并上市的过程中，除了承担畸高的直接成本外，还承担了大量的无法精确统计的间接成本和风险成本。其中，企业质量与知名度、超募程度、与利益相关者的关系、发行规模、上市时机和实施路演机制是影响佛慈制药 IPO 融资成本的重要因素。同时，佛慈制药的 IPO 融资成本案例也给其他想要或正在发行新股并上市的企业带来了很好的启示：对于试图发行新股并上市的企业来说，IPO 并非适合于所有想要上市的企业，特别是那些自身质量与 IPO 发行要求存在巨大差距的企业；包装上市往往需要付出巨大的代价，而且过度的盈余管理必将在上市后被企业自行消化。对于正在发行新股并上市的企业来说，首先，需要在利益相关者的关系处理及异常行为的监控方面加大力度，特别是对同业竞争者；必要时可以聘请财经公关来处理信息披露事宜；其次，要抑制自身的超募冲动，IPO 融资一定要遵循“规模适当”原则；再次，重视对发行时机的选择，因为我国股市行情的好坏能在很大程度上影响 IPO 抑价成本；最后，对发行上市中那些没有实质性作用的环节如上市前酒会、上市仪式等，应该慎重考虑其进行的必要性，尽量减少隐性费用的支出。

四、佛慈制药 IPO 融资引发的企业价值之争

三种观点

关于“佛慈制药此次 IPO 融资对企业价值有何影响？”这个问题，存在三种观点：

（1）佛慈制药此次 IPO 融资会阻碍其达到“企业价值最大化”。

佛慈制药此次新发行普通股资本成本，依据 CAPM 模型进行计算。无风险利率，选取 2011 年 2 月 9 日发行的 5 年期国债票面年利率 4.60%；平均风险股票报酬率^[7]，采用 2004 年末和 2011 年末上证医药生物指数（SH.000808）的历史收盘价（选用医药生物行业指数比选用上证指数更合理一些，因为医药行业的估值相对来说更稳定，收益率更能反映实际情况），采用几何平均值计算股票的平均收益： $R_m = \sqrt[7]{2011\text{年}12\text{月}30\text{日医药生物指数}/2004\text{年}12\text{月}31\text{日医药生物指数}} - 1$
 $= \sqrt[7]{4429.58/1000} - 1 = 23.69\%$ ，佛慈制药的 β 系数^[8]为 1.2392。计算得： $r_s = r_{RF} + \beta \times (r_m - r_{RF}) = 4.60\% + 1.2392 \times (23.69\% - 4.60\%) = 28.26\%$ 。

^[7] 谭泽林. 医药类上市公司价值评估方法的选择及估值差异研究[D]. 西南交通大学, 2012.

^[8] 佛慈制药的 β 系数由巨灵资讯提供。

若以债券方式筹集同等数额资金。选取债项评级、主体评级均和佛慈制药相同、在 2011 年发行同等数额资金的企业债券（东莞发展控股股份有限公司）数据进行大致估算（见表 4-1），得 $K_b = I(1-T)/L(1-f) = [100 \times 7.40\% \times (1-25\%)] / [100 \times (1-1.50\%)] = 5.63\%$ 。

表 4-1 2011 年公司债券发行相关数据统计

2011 年公司债券发行相关数据统计（以发行规模排序）：

序号	发行人	公告日期	实际发行规模(亿)	发行费率	票面利率(%)	债券期限(年)	债项评级	主体评级
1	浙江报喜鸟服饰股份有限公司	2011/11/22	3	1.50%	7.00	5	AA	AA
2	浙江报喜鸟服饰股份有限公司	2011/11/22	3	1.50%	7.40	7	AA	AA
3	东莞发展控股股份有限公司	2011/9/20	3	1.50%	7.40	5	AA+	AA
4	广西柳工机械股份有限公司	2011/7/18	3	1.50%	5.40	5	AA+	AA+

按照优序融资理论，佛慈制药应该选择低资本成本的发行债券融资，但实际上却选择了高资本成本的 IPO 融资。理论上，公司的最佳资本结构应当是可使公司的总价值最高；同时在公司总价值最高的的资本结构下，公司的资本成本也是最低的。很显然，佛慈制药此次融资选择会阻碍其达到“企业价值最大化”。

（2）佛慈制药此次 IPO 融资有助于其达到“企业价值最大化”。

企业价值评估方法主要有：资产价值评估法、现金流量贴现法、市场比较法等。其中，现金流量折现模型是企业价值评估使用最广泛，理论上最健全的模型。基本公式为任何资产的价值是其产生的未来现金流量按照含有风险的折现率计算的现值。

$$\text{价值} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{现金流量}_t}{(1 + \text{资本成本})^t} \tag{4.1}$$

公式（4.1）中的现金流量应和资本成本相匹配。佛慈制药选择 IPO 融资，虽然资本成本较高，但是 IPO 融资后，能够为企业带来诸多好处：（1）有助于树立良好的企业形象，提升品牌的知名度，佛慈制药的市场占有率、产品销售量在上市后得到大幅提升。（2）佛慈制药 IPO 后，提高了权益资金比例，企业承担财务风险的能力增强，若以行业的资产负债率为标准，则佛慈制药以债权融资的空间还有很大。（见表 4-1）（3）2016 年佛慈制药总经理孙裕表示，公司正在积极争取实施高管股权激励；（4）利于建立产权明晰的现代企业制度，规范法人治理结构，增强经营管理能力；这些对佛慈制药的生产、研发、销售等都会产生诸多积极的影响，进而提升其预期现金流量。若“ $\Delta \text{现金流量} > (r_s - K_b)$ ”，则佛慈制药依旧能够实现企业价值最大化。

表 4-2 资产负债率

报告日期	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31
佛慈制药	28.43%	21.84%	17.91%
行业	30.57%	30.59%	31.51%

数据来源：新浪财经

（3）实务中企业价值根本无法达到最大，追求该目标没有意义。

企业价值最大化只能在理论上达到，在实务上根本无法达到。之所以确定“企业价值最大化”目标，是因为财务管理上的其他研究都是基于这个标准才得以展开的。另外，企业价值的影响因素多、评估过程复杂、主观判断较多，评估结果的泡沫较大，花费巨大的成本评估出后，实际上对企业的作用并不大。

“我国企业 IPO 融资问题研究——以‘佛慈制药’为例”

案例说明书

一、本案例要解决的关键问题

本案例以佛慈制药为例，分析企业 IPO 融资时到底会考量哪些因素？IPO 融资成本是如何构成的？企业 IPO 融资又是怎样影响企业价值的？以此为背景，从“IPO 融资动机”、“IPO 融资成本”和“IPO 融资对企业价值的影响”三个方面进行探讨，为我国企业的融资决策及融资成本控制等提供借鉴。

二、案例讨论的准备工作

1. 理论准备：了解公司筹资基本概念、公司 IPO 融资过程、公司资本结构理论等。
2. 通过财经网站、相关书籍等资源对我国公司筹资的现状、特别是公司 IPO 筹资有基础性认识。

三、案例分析要点

1. 通过案例让学生了解中国企业 IPO 融资时到底会考量哪些因素？IPO 融资成本是如何构成的？企业 IPO 融资又是怎样影响企业价值的？分析公司 IPO 融资与公司价值的关系。
2. 案例中涉及大量财务数据与非财务数据的分析，学生需要通过对该案例的讨论实践相关分析方法。

四、教学组织方式

1. 问题清单及提问顺序、资料发放顺序

- (1) 企业筹资方式有哪些？
- (2) 我国股票发行审核的变迁情况？股票发行审核制度有哪些？各自的特点是什么？

(3) 股票发行类型有哪些，各自的特点是什么？（IPO、配股、公开增发、定向增发）

(4) 如何看待企业上市的成本和收益？

(5) 对上市公司来说，除了上市初始成本外，对原股东来说，最大的成本是什么？

(6) 我国企业争先上市的原因是什么？

(7) 我国上市公司融资行为和融资结构有什么特点，原因是什么？

(8) 根据案例分析企业 IPO 融资时到底会考量哪些因素？

(9) 根据案例分析企业 IPO 融资成本是如何构成的？

(10) 根据案例分析企业 IPO 融资又是怎样影响企业价值的？

(11) 结合资本结构理论分析企业 IPO 融资与企业价值的关系。

2. 课时分配

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行，以下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

(1) 整个案例课的课堂时间控制在 80—90 分钟

(2) 课前计划：提出启发思考题，请学员在课前完成阅读

(3) 课中计划：简要的课堂前言，明确主题（2-5 分钟）分组讨论（30 分钟），告知发言要求

(4) 小组发言（每组 5 分钟，控制在 30 分钟）

(5) 引导全班进一步讨论，并进行归纳总结（15-20 分钟）

3. 讨论方式

本案例可以采用小组式进行讨论。

4. 课堂讨论总结

课堂讨论总结的关键是：归纳发言者的主要观点；重申其重点及亮点；提醒大家对焦点问题或有争议观点进行进一步思考；建议大家对案例素材进行扩展研究和深入分析。