



01版：头版

4 下一版



“多面”投行

本报记者 郝凤苓 上海报道

这是一条微博引发的思辨。

1月24日，当当网董事长俞渝特地在京召开新闻发布会，目的是为一场“骂战”释疑。

这场“骂战”的起因是，1月15日当当网CEO李国庆在微博上爆料，称当当在赴美上市过程中，屡遭投行“欺负”。李随后还在自创的“摇滚歌词”中大爆粗口，以示对投行的愤恨。

谁料此举竟招来数位自称“大摩员工”的不满，双方在微博上“隔空对骂”数个来回，言辞之糙令围观者惊愕。

抛开污秽之辞，这场骂战的直接导火索在于当当网的发行价。李国庆认为，大摩（摩根士丹利）压低了当当的发行价并从中牟利。

在李看来，“上市后1个月涨跌幅度在30%以内”才是上市成功的表现之一。而去年12月8日，当当网登陆纽交所首日，股价报收于29.91美元，较16美元的发行价大涨87%。

“当当网的股价确实是定低了，我轻信了投行”，1月24日，俞渝对媒体表示，大摩已就此事向当当口头和书面道歉。

但以如此激烈的方式表达对投行不满的，李国庆尚属首例。这场“骂战”揭示出国际投行不为人知的一面，中国企业家在和这些“多面”投行的接触中，往往爱恨交加。

争议发行价

标题导航

- 提前“被分家”：赌王何鸿燊家族之裂
- 菲律宾民众抗拒政府强拆 发生警民冲突
- 禁止上市：深圳保障房治乱新政
- “多面”投行

如果发行价过高，投资者赚不到钱的话，“他一定有N个理由找你麻烦”。

在境外上市的发行价问题上，纠结的中国企业不止当当网一家。

2005年8月5日，百度登陆纳斯达克。首个交易日，其股价以122.54美元收盘，较发行价上涨了354%，成为自1999年以来一天之内涨幅最大的一只股票，这甚至被海外媒体喻为“失控”。

而当年高盛开给百度的定价，一开始只有“18-20美金”。路演快结束时，百度向投行表示“20美元太便宜了”，必须提高发行价。双方“谈得很紧张”，最后高盛让步到27美金。

盛大也被认为是“流血上市”。2004年5月，盛大网络（SNDA）登陆纳斯达克。高盛将其发行价区间定在13-15美元，但后又下调15%，最终只以11美元发行。

但也有企业在发行价问题上“轻松”很多。

2010年9月，博士蛙在港交所上市。在招股阶段，博士蛙获得485倍的超额认购，冻资逾1220亿元，被评为港股“冻资王”。最终博士蛙以4.98港元发行，而此前的发行区间为3.88-4.98港元。上市首日，该股即报7.13港元，比发行价上涨43.17%。据说投行对此感到很“诧异”，认为可以定得更高。

“这不是一锤子的买卖，还要一直跟资本市场打交道，增发、并购重组等，只有投资者认可你了，你才可能有长远的发展”，博士蛙副总裁吕奕昊表示，以4.98港元发行，有“让利投资者”的成分。

那么，对于一家拟上市的公司而言，怎样得发行价才称得上是“合适”或者“正确”的？

“没有一个绝对性的数字”，一位上市公司的CFO认为，不同的企业想法不同，如果一家企业纯粹是为了融资而上市，价格越高融到的钱就越多，企业家就非常在乎投行给他的定价。

亚盛投资创始人毛区健丽也有同感。她是最早一批从华尔街回国的金融人士，服务过沈阳金杯汽车在美国的上市。

她曾看到，一些中国企业家到境外IPO时，一定要拿到最高的估值，而且以此来衡量投行的好与坏及能力高低。

“这无异于杀鸡取卵”，毛区健丽称，“如果把发行价炒的很高，一上市就跌破发行价，投资者赚不到钱，就没人再敢买你的股票了。”

发行价过高甚至招来更坏的结果。近年来，中国概念股在美国遭到集体诉讼。毛区健丽认为，如果发行价过高，投资者赚不到钱的话，“他一定有N个理由找你麻烦”。

中国企业家对发行价的高期望值，或许也与中国A股市场的高估值不无关系。

2010年8月，乐视网登陆创业板，和讯财经显示，目前其市值逾45亿元；而就在乐视上市的前10天，流量排名远超乐视的酷6网却借壳华友世纪间接登陆纳斯达克，但获得的估值还不到乐视的1/10。

在上述上市公司CFO看来，影响发行价的最关键因素还是宏观环境，“某些情况下，这比企业本身的基本面更重要”。

2010年1月，从事太阳能的企业——大全新能源向美国SEC递交F-1文件，计划登陆纽交所，定价区间为12.5-14.5美元。但2月初，大全新能源宣布将定价区间降为10-11美元，此后其IPO便搁浅了大半年的时间。直到9月份，大全新能源才再次提交文件，最终以9.5美元发行上市。

相比之下，2006-2007年间，同样是太阳能企业的无锡尚德，率领中国十多家同行，在美国创下了财富神话。

“发行价是一个综合因素作用的结果，投行在其中也会有一定的影响”，众享资本管理合伙人文波认为。

“投行需要摆平两边，一边是拟上市企业，一边是要让买股票的人也要赚钱。”纪源资本管理合伙人卓福民表示。

而在这个跷跷板上，“投行一定不会一边倒。但有时候，让投资人赚到钱比让一个公司满意更重要，因为以后做IPO还需要跟这些基金投资人合作。”毛区健丽说。

投行可能一上来就给一个很高的P/E，一旦最后的真实价格出现落差，矛盾就出来了

在股票发行环节风光无限的投行，争夺项目的时候也会“低声下气”，这是投行们不为人知的又一面。

时间回溯到2009年初。作为某知名国际大投行的董事总经理，张俊（化名）与部下一行7人经过几次换乘，来到地处偏远农村的一家拟上市民营企业。

7人中，4男3女，包括外籍人士，均西装革履，颇具商务风范。在等待了约半小时后，这家拟上市企业的副总王林（化名）才带着一名秘书出来接待。

事实上，此前已经有多家投行来竞争该企业的上市承销权。王林对来自投行的张俊开门见山，“不要跟我说你们有多专业，在我看来，国际投行都一样专业，关键是你们还能给我带来什么？”谈话间，王林还向对方暗示，如果能带来某客户的订单，才“可以考虑你们被需要”。

此时的投行们不得不投企业家所好。更有甚者，有投行知道王林喜欢K歌，还特地邀请了国内天后级歌手陪唱。

价格也是投行们的“武器”之一。“他们一开始来的时候，会跟我们说，能卖到30倍的P/E（市盈率）”，王林说，其实他自己都觉得，20倍P/E已经不得了了。

让人好奇的是，如果王林和张俊看到当当网李国庆与“大摩女”的对骂，会作何感想？

事实上，“拿项目的和最后卖股票的是不同的团队在做”，纪源资本的卓福民称。价格是企业与投行之间容易出矛盾的环节之一，“现在选投行就是选美，谁给的价格高，企业家可能就觉得谁好，所以投行可能一上来就给一个很高的P/E，一旦最后的真实价格出现落差，矛盾就出来了”。

为了避免这种冲突，提高企业家的心理承受能力，卓经常给获得纪源资本投资的企业家“提前打预防针”，并告诫他们，“如果投行出很高的P/E，比如30倍，你不要轻信，有可能最后只有15-16倍或17-18倍”。

在卓福民看来，另外一个容易出现矛盾的环节是“执行”。即在比较困难的情况下，投行的团队是否仍然能带领企业，用比较好的方法与投资人沟通，把股票成功发出去，“这点很重要”。卓福民给拟上市企业的建议是，在选择投行时，除了考虑其影响力，关键是具体执行这个案子的团队是谁。

即使在IPO结束后，“投行的服务和影响力仍然很重要”。

卓福民已经与外资投行打过10多年交道，经历这么多年的感受是，“上市过程中总有一些磕磕碰碰，但跟投行的关系都还不错”。

2010年，纪源资本旗下两家企业碧生源和大全新能源到境外上市，“两家公司都请投行吃饭了”。

但当当网的李国庆不乐意宴请“投行”，王林也对支付投行的“头等舱机票”和“五星级酒店”等费用抱怨颇多。

当年上实到香港上市时，上海至香港的飞机上，卓福民为了替股东省钱，乘的是“经济舱”，而投行的一个年轻人却坐在头等舱。

“国际投行就是这么个风格”，卓福民认为，到境外上市离不开国际投行，企业家就必须心态平衡，了解他们的游戏规则，用智慧与其合作，把公司推上市。

3 上一篇

放大 ⊕ 缩小 ⊖ 默认 ○

◀ ▶ ◀ ▶ ▶

日	一	二	三	四	五	六
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28					