诚信尽责 唯精唯专
博时基金为国民创造财富
博时基金 BOSERA FUNDS
投资价值发现者
客服电话：95105568
www.bosera.com
基金投资需谨慎

新股发行：市场之手正逐步发挥作用

证券时报记者 木子

市场的自我修复和调整能力令人惊叹。就在八菱科技的发行人和承销商还在为二次发行四处进行投资者沟通之时，由于发行市盈率迅速回归，新股已再获市场追捧。基金公司对上游的愤怒亦稍有平息。

市场总会错 但不总是错

6月30日，赛轮股份和比亚迪以“新股复苏”的强势形象登陆主板和中小板，上市首日分别大涨45.64%和41.39%。“物极必反。在创业板哀鸿遍野之际，新股由于发行市盈率迅速回归，开始得到市场的追捧。”当日，易方达基金投资总监陈志民在微博中这样写道。

“市场总会错，但不总是错。”有业内人士评论，八菱科技中止发行倒逼新股发行市盈率迅速趋于合理，主板、中小板和创业板新股在二级市场上的表现全面复苏。

相关各方角力

事实上，在不到两年时间里，新股发行市场已经经历了“热捧——破发+中止发行——企稳复苏”这样跌宕起伏的三部曲，间或还有零星破发的小插曲。企业、PE、投行、基金公司恰似新股产业链上的各个环节。伴随着去年以来上万亿元的天量融资、居高不下的发行市盈率和由此产生的破发、暴跌，在八菱科技事件之前，基金公司等二级市场机构对上游行业的愤怒已到顶点。

我们不妨从二级市场的不满溯源而上，探究一下在新股发行的利益链条上，到底是谁动了谁的奶酪？

结果似乎是，每个人都满腹委屈。

基金经理埋怨投行向二级市场输送了泡沫，“相当于在源头污染了水源”，自己赚取了超募收益而基金打新损失惨重、基民怨声载道，市场融资量不断创新高但行情一直低迷；投行感叹中介机构毕竟是胳膊拧不过大腿，企业才拥有决定权，无处不在的PE更是搞得企业心态失衡；PE坦言，募来的钱是有成本的，一年10%左右的资金成本，必须“多投、快上、高价”，否则再过几年错过了PE盛宴；企业觉得自己创业风险很大，熬到能上市就得奔高价去，而且既然PE进入的时候都能给一二十倍的价格，自己的企业上市肯定能值更多钱，没发出来就是投行的问题。

“说到底，企业、PE、投行、基金公司都是市场的既得利益者，如果把新股产业链拉长，最下游的普通投资者才是真正为市场买单的人。”有业内人士一语道破关键。

市场化之手开始起作用

新股发行市盈率降下来了，二级市场表现也好了，新股产业链上的各方暂时相安无事、各忙各事。由于市场大环境不好，企业、PE和投行最终与基金等二级市场机构妥协，让度了一部分利益，暂时实现了平衡。但如果市场环境好，高发行价高市盈率可以维持并赚钱，则可能会变成基金为了获取筹码向“上游”妥协。如此循环往复，为什么市场的每次修正总是矫枉过正？

有基金业知名人士曾公开表示，仅仅实现了市场化是不够的，因为市场化不等于合理化。对高发行价高市盈率的现象，不能笼统地认为这是买卖双方自由博弈、市场机制自由调节的结果，所以就是合理的。买卖双方自由博弈，一个愿买，一个愿卖，表面上也可以做得很市场化，但实际上由于垄断力量的存在，博弈双方的实力悬殊，市场化的机制已经名存实亡了。这时候就需要行政力量介入，来打破垄断，恢复市场机制的有效性。

不过，有资深投行人士却认为，现在的监管思路是通过市场化的手段扩大供给来减少新股发行泡沫，市场化虽不完美，但是行政监管更是一种倒退，市场化的作用正逐步发挥，一个健康、理性的新股发行市场必将形成。未来随着我国新股发行市场供给的增加，市场可选择的投资品种上进一步丰富和完善，供求关系更趋平衡，机构投资者成熟度高，相应的，投行和下游投资者也能建立起长期合作的战略发展关系，使新股产业链上的各方关系更加和谐。

探究新股产业链 到底谁动了谁的奶酪

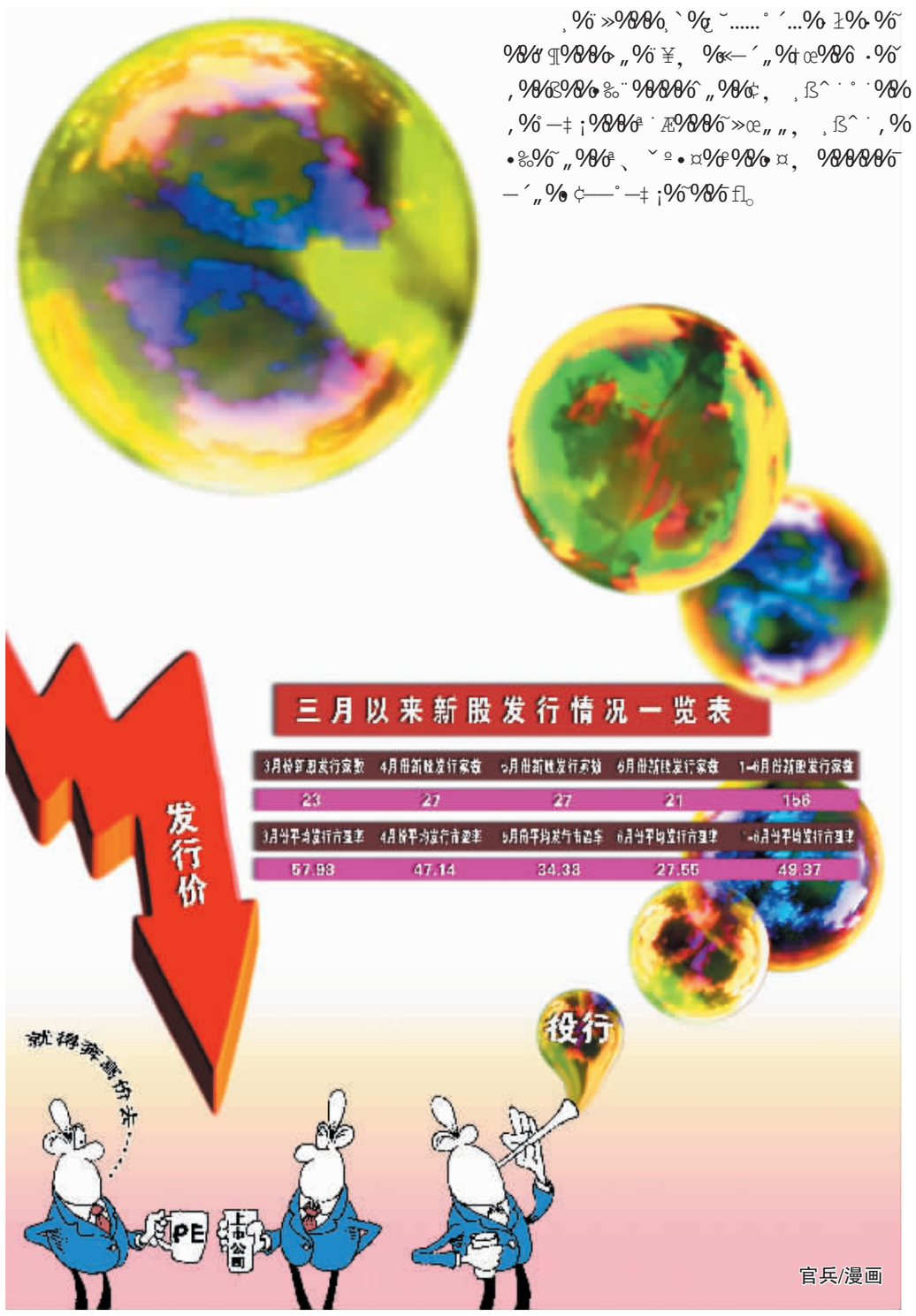
PE：

[illegible]

[illegible]

[illegible]

[illegible]



官兵/漫画

PE、企业：就得奔高价去

“PE在以不菲的价格买进企业的股权后，唯一等待的就是上市套现的那一刻。对本来就有资金成本压力的PE来说，这一周期越短越好，价格越高越好。”深圳一家PE的合伙人坦言，募来钱并不难，因为上市溢价效应明显，但为了支付年化10%以上的资金成本、提高资金使用效率，必须多投、快上、高价。

由于退出通道所限，PE大多只能选择IPO套现，而其中见效最快、时间成本最低的Pre-IPO更是PE们争夺的肥肉。由于上市预期明确，各路PE层层加价使得Pre-IPO项目的进入价格甚至高达20倍以上。

尽管如此，Pre-IPO的股权仍是供不应求。北京一位PE人士说，一些创业企业都做明白了，有的创业者从创业初期就盘算着把股份卖给PE，只在乎套现。“PE来拉车，企业坐车还拿钱。尽管如此，这还是个卖方市场，PE钱太多，饥渴得很。”

对高价抢筹Pre-IPO项目，行业内已经出现了反思。前述PE人士认为，“股权分置改革给了中国证券市场一个完整合理的躯体，也为投资行业铺就了一条通往天堂的路。但是路太少，路面太窄，驾驶员太贪婪，一路狂奔下来，是反思的时候了。”

浙江一位PE人士公开表示，市场整体价值中枢的下移是一个必然趋势。现在出高价抢来的项目，要当心几年之后颗粒无收甚至亏本，因为现在二级市场正在回归常态。

“其实PE和投行都是中介机构，一样面临在夹缝中生存的尴尬。”有业内人士说，二级市场基金不买账、被投企业不降价、募集的资金又要高收益，PE的日子一样不好过。

创业板成就了很多造富神话，与此同时，拟上市企业的心态也愈发失衡，相互攀比高市盈率的浮躁情绪弥漫市场。在最近深圳一个投资圈的饭局上，在说到上市目标时，某民营企业董事长语气坚决：“发不到60倍我就不是很满意。”而该企业仅属于电子配套行业下的细分行业，业绩增长和上市前景尚不明朗。据其董事长透露，即使还有两三年才能报材料，四五家PE已经三番四次找上门来。

一家将在三季度上报IPO材料的拟上市企业的高管认为，创业风险这么大，国内股市发行、审核条件在全球最严格，上市好比千军万马过独木桥，好不容易熬到上市，就得奔高价去。还有等待成本、税务规范成本，预期高点很正常。“我就是奔着A股的高市盈率来的，不然肯定在国外上市了。”该高管说，如果国内发行市盈率长期维持比较低的水平，一些优质的上市资源肯定要流失国外。

不过，因为八菱科技的中止发行，最近企业的日子也不好过。一家已经过会的创业板企业为给发行暖场，又是亲自拜访、又是拜托财经公关公司，动用了很多关系，邀请到的询价对象勉强凑成了两桌人。一位中小板上市公司高管认为，八菱科技的中止发行对全行业是件好事，随着供给增加，一二级市场价差消失倒逼新股发行市盈率下降，恰恰说明市场的约束是有效的。在泡沫逐渐积累、最后一根稻草没有到来之前，市场对高市盈率、高发行价有一定容忍度，一旦市场环境不好，二级市场机构都会根据行情调低对高发行价的容忍度。如果企业不能随行就市地调整自己的价格预期，一旦超过了询价机构的容忍度，链条就会断裂，机构就会用脚投票，最终导致发行中止。

投行：甜蜜而无奈的夹心饼干

6月7日下午，八菱科技中止发行的消息尚未见诸公众媒体，上海一投行人士接到圈内好友电话：“听说八菱科技中止发行了？知道详情吗？”该投行人士透露，打听消息的朋友很紧张，因为其正在做的一个IPO项目和八菱科技相关度比较高，“他们可能会劝导企业调低发行价格预期，不再以发行价格为导向。”数小时后，通过电话、短信、MSN、微博的发酵，晚餐时间，八菱科技中止发行的消息已经不胫而走。

“想到过这一天会来，但没想到这么快。这个时刻是历史性的，投行的定价能力会被重提，而不仅仅是过会能力。”有投行人士说。

“掌控定价能力谈何容易，企业的心态都被PE搞坏了，投行终究是胳膊拧不过大腿。”北京一家大型券商的保荐代表人感慨，一些还有两三年才报材料的企业和PE谈的价格就是二十多倍，即使按发出来的价格计算，PE也是以十几倍的溢价进入。“PE进入的成本高，肯定更有游说企业高价发行的冲动。”

上海一位投行人士认为，在全民PE的热潮中，这么多钱要找出路，对拟上市企业资源的争夺相当激烈，“PE无孔不入，像保险推销员，不管什么企业都被PE洗过两三次脑。”而PE良莠不齐，一些PE主要靠价格优势和画饼许愿揽业务，错误地向企业传达了惟高价论的观点。

“作为中介机构，投行很多时候都是无奈的夹心饼干。”深圳一中型券商的保荐代表人说，PE、企业裹挟着投行向二级市场输送泡沫，基金公司率先受害，在一级市场依然红火的情况下，新股连连破发，基金对投行心生嫌隙，其实是投行为企业背了骂名。

“不可否认，超募提成对投行是有一定吸引力，但这并不是发行价格高企的主要原因，关键还在企业的坚持。”有资深业内人士说，发高价的前提是市场能够接受这个价格，是合理区间中的高价格，投行大多不可能为了不确定的高价格去赌，如果没发出来，不光是超募提成拿不到，连基本的承销费都打了水漂，在不确定的高收益和稳定的较高收益之间，肯定会选择后者。“如果超募提成是10%，90%的上市溢价都被企业拿走了，仅这一点就可看出，谁有更大冲动制造高发行价。”（木子）

基金：对上游的愤怒终于转变成力量

5月25日，面对已成为常态的新股破发，易方达基金公司投资总监陈志民在微博上发出警示：“也许有一天会出现这样的结果——很多新股缺少询价对象，甚至发行失败。”没想到在此后12天，八菱科技就应验了这个预判。

陈志民的担心由来已久。4月10日，他在微博上隔空喊话：“在市场化解决问题的前提下，目前最为重要的是要对发行人和保荐机构联手忽悠的行为予以规范。无休止地掠夺二级市场投资者，必然会导致将来新股发行的困难。”此时，据八菱科技中止发行尚有58天。

事实上，伴随着去年以来上万亿元的天量融资、居高不下的发行市盈率和由此产生的破发、暴跌，在八菱科技事件之前，基金公司对投行等上游环节的愤怒情绪已经到达顶点。

今年4月8日，在由中国证券业协会和深、沪交易所主办的“新股估值定价研讨会”上，一向谨言慎行的华夏基金副总经理王亚伟大胆建议：主承销商拿出承销收入的50%购买自己承销的股票并锁定一年；新股发行采取批量发行、批量上市的方式，把发行的频率降低到每个月一次。

有业内人士认为，如今创业板泥沙俱下，说明编故事哄抬出的高市盈率已经开始还债。“忽悠之风一时或可兴风作浪，但别忘了，路遥方知马力。”

恐惧新股的情绪已经蔓延到次新股上。“高发行价透支了业绩，一上市业绩就跳水，现在的新股哪还敢碰，不等他们在二级市场上洗洗澡，我们是不敢投的。”深圳一家基金公司投研人士感叹，为了高价发行，企业上市时就带有原罪，业绩变脸是大概率事件，一些基金公司的投研部门已有“在二级市场上不碰次新股”的不成文规矩，特别是创业板的次新股。

爱之深、恨之切。此时的不满正是源于彼时的热捧。2009年9月底，在创业板首批28家公司集体挂牌上市之时，基金对创业板的喜爱溢于言表。多家基金公司称创业板是必配品种，不仅密集布局，甚至旗下基金以“集团军”的方式出现在多个创业板企业的网下配售名单中。有知情人士透露，为了确保能拿到创业板筹码，当时有的小基金公司在询价中给出的报价甚至高于最终定价的30%以上。

“客观地说，基金共同参与了创业板行情的推高，相信了高成长性的故事，但回过头来看，基金还是被投行讲的创富神话忽悠了。因为很多创业板公司是细分行业的龙头企业，没有过往的相关行业可参考，不容易看懂，在市场环境好的情况下，基金从主观上愿意相信投行讲的故事，随行就市地接受高市盈率。”北京一基金公司市场部人士说。

基金的愤怒终于转变成了力量，市场自由博弈的结果是，八菱科技中止发行，市场在出现较大偏离后自动修正，倒逼新股发行市盈率回归理性。