

发行制度日臻完善 投行重构竞争格局

前一阶段的新股发行制度改革已令我国投行业的生态格局发生了较大的变化。业内人士预计,下一步的发行制度改革可能涉及调高网下配售比例、赋予主承销商自主配售权以及存量配售三个方面。

随着发行审核机制的完善,国内IPO将逐渐步入常态,上市通道的附加值必将越来越低。这就要求投行必须转变视角,在着力做好企业发行上市的同时,将投行业务上下游的业务链打通,提升综合服务能力。

证券时报记者 邱晨

自新股发行制度改革第二阶段改革以来,在不到一年的时间里,国内投行的生存环境和竞争格局都已发生了显著变化。新股发行制度改革令投行在发行时的配售话语权得到了一定的提升,但同时也从各个方面对投行提出了更高的要求。这包括了首发(IPO)定价研究质量的提升、承销超募收入的减少、IPO项目破发等诸多变局。

投行话语权提升

在新的新股发行改革条例中,对于投行影响最大的莫过于可以自主推荐询价机构。根据《意见稿》规定,主承销商可以自主推荐一定数量的具有较高定价能力和长期投资取向的机构投资者,参与网下询价配售。

发行和定价作为投行IPO项目中最重要两个环节,直接影响着投行的在项目中的收入。因此投行推荐一定数量的询价机构参与配售,将能有效避免网下配售不足、虚高或虚低的无效报价。

对于国内投行来说,以往在进行网下配售

对象选择上,完全没有话语权。但上述新规则打破了封闭式的买方市场,赋予了主承销商一定的配售话语权。统计显示,截至5月底,已登记的由主承销商推荐的询价机构累计达到255家,累计推荐次数达到762次。从新股发行制度改革以来,自主推荐类机构几乎参与了每一只新股的网下配售,已成为新股配售结构中重要的一环。

这种询价制度和定价机制的完善将在一定程度上改善IPO超募现象,与之相对应,投行的超募提成收入也将减少。

权利与义务并存

虽然新规赋予了投行更多的配售话语权,但同时也对投行IPO定价能力提出了更高的要求。

新规规定,承销商在网下发行时,必须先设置每笔配售的数量,据此再确定可获配机构的数量。某券商投行负责人表示,在以往,作为主承销商的投行在发行定价时主要是站在公司利益一方,但是随着自主推荐询价机构的出现,以及单个机构认购规模的增加,现在投行在定价时也必须兼顾到询价方的利益和感受。

另外,新规还要求主承销商公开披露投资价值研究报告的关键结论以及与同行业其他上市公司的数据对比。但在以往,此类定价报告及相关数据仅向网下询价机构提供。

事实上,以往部分投行IPO定价报告存在着质量参差不齐的问题,受到市场人士的质疑。有投行人士称,从利益最大化的角度出发,以往一些投行在做IPO项目定价报告时,会尽可能找出业绩亮点以期能给出尽量高的估值。但是,在公司上市后,经常出现其他研究机构给出的估值并没有保荐人给出的价格高的现象。

新规促使投行提供更为公允客观的定价报告,进一步提升了投行在询价时应承担的义务和责任。

改革进入更深层次

新股发行制度改革已令我国投行业的生态

格局发生了较大的变化。市场预计,下一步的发行制度改革将以市场化方向,有可能涉及调高网下配售比例、赋予主承销商自主配售权以及存量配售三个方面。这必将进一步推动投行生态的变迁。

首先,调高网下配售比例是监管层实现降低发行定价目标的手段之一。通过这个手段,可以让更多的机构参与到定价环节中。从本质上说,调高网下配售比例,等于增加了对机构的供给,询价机构从而能够给出更为合理的报价。

调查显示,海外成熟市场如中国香港地区,网下配售的比例往往高达80%,甚至能达到90%,这是海外市场投资者中以机构为主的重要原因。国内市场通过调高网下配售比例,也能有效改善投资者结构。

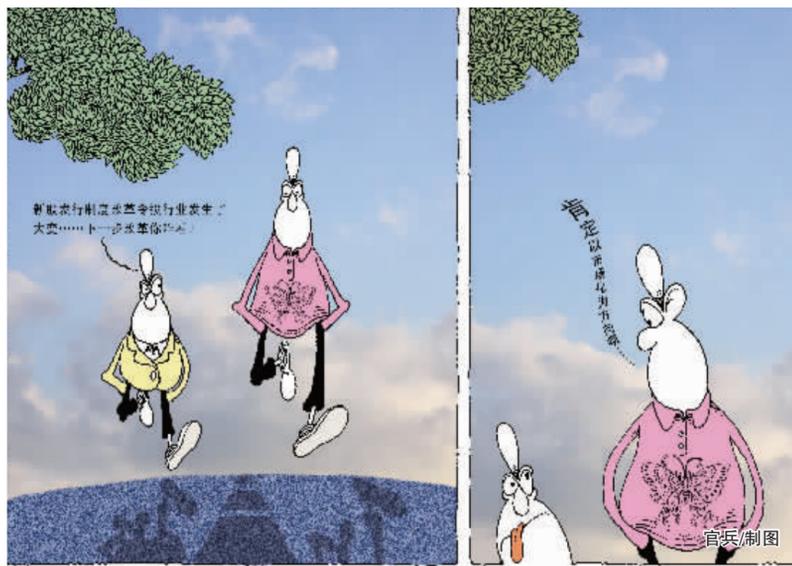
其次,下一阶段新股发行制度改革或将赋予主承销商自主配售的权力。据业内人士透露,监管层此前几年里一直在讨论主承销商自主配售权问题,目前条件已经比较成熟,随时都有可能推出。所谓主承销商自主配售权,是指主承销商可以自主选择网下询价机构进行配售。

据记者了解,目前在网下配售过程中,任何具备资格的询价机构均可参与报价,主承销商也可以自主推荐部分询价机构,这令投行在询价过程中开始重视询价机构的利益。而通过赋予主承销商自主配售权,主承销商可以形成一个稳定的询价机构群体,从而使投行必须兼顾到发行人和机构客户双方利益,最终令发行定价回归合理水平。

上海某券商投行负责人亦认为:如果拥有自主配售权,投行会考虑到询价机构客户的利益。在此情况下,新股破发的可能性就会大幅降低。”

另外,存量发行制度将是下一阶段改革中对市场影响最大,面临的障碍和阻力也最大的一项。所谓存量配售,是指上市公司的主要个人股东或法人股东对公众发售其限制性股票。不过,业内一直认为,存量配售存在一定的法律障碍。

存量配售的本质意义是让限售股进入流



通转让市场,这与《公司法》的规定不符,因此原则上需要修订《公司法》才能从根本上解决问题。不过,这需要有关监管管理机构从法条的理解和法理上做出合理解释,才不会构成存量配售的障碍。”西北某券商副总裁认为。

顺势而为

数据显示,截至5月底,今年以来国内A股IPO家数已接近140家,与去年同比基本持平。但是,从单个项目IPO来看,与去年相比发行情况却显得不容乐观。

据不完全统计,截至5月底,2011年以来发行的所有新股平均有效报价家数已由2010年的平均92.5家急剧下降至11.9家,最低者甚至创下了20年来的“新冰点”,仅为7家。在网上发行方面,平均有效申购户数也由去年的平均38.2万户下滑至17.6万户。另一方面,近期接连出现的高中签率也令人惊讶,部分IPO项目甚至超过20%,而2010年全年的平均中签率约

为0.92%。

另一方面,截至5月底,2011年发行的所有新股预计募集资金合计达到597亿元,实际募集资金则高达1457亿元,超募比例达到144%。这一比例虽然看起来仍显得很高,但与2010年高达193.5%的超募比例相比,已经大幅下了50个百分点左右。

新股发行市场日趋清淡,无论是对投行的议价定价能力,还是对投行的营销和公关能力,都提出了更高的要求。

某券商投行负责人表示,多方面的数据显示出目前以IPO项目为主要收入来源的投行业生态环境正变得日益严峻。随着发行审核机制的完善,以往随着行情变化而随时停止和放开的IPO发行,将逐渐步入常态,上市通道的附加值必将越来越低。这就要求投行必须转变视角,在着力做好企业发行上市的同时,也将投行业务的上下游业务链打通,提升综合服务能力。

热烈祝贺 TEBON 德邦证券

省广股份IPO项目

在《证券时报》举办的“2011中国区优秀投行评选”中

荣获“最具创新项目”大奖



- 近年来德邦证券投资银行业务品牌得到进一步提升。自公司2004年取得保荐人资格以来,各项主要指标逐年增长,近三年的股票与债券承销金额排名都位列行业中位数以上。
- 2008年5月,德邦投行因业务发展迅速、成绩斐然,被《证券时报》评为中国区“最具潜力投行”。
- “独一味”、“罗普斯金”、“省广股份”等保荐企业的成功上市更让德邦投行声名鹊起。
- 作为中国广告第一股,“省广股份”的成功上市,填补了我国纯粹的广告公司在资本市场的空白,为投资者提供了一个新的行业证券投资产品,同时也为券商投资银行业务开拓了新的行业领域。