

# 2011 券商投行业务 盘点 (下)

## 六个关键词勾勒2011年券商投行变革轨迹

编者按:2011年即将离我们远去。回首这一年,A股市场持续低迷令投行的生态环境发生了根本性的变化。无论是保荐业务,还是承销业务,投行业界都发生了许多令人印象深刻的事件。新股破发潮涌、八菱科技中止发行、乌龙招股书、差异化审核、保荐代表人跳槽、投行专项治理……这些事件不仅深刻改变着资本市场,也同样在改变着我们的投资理念。证券时报记者特别挑选出2011年投行业界六个最受热议的关键词,试图记录下2011年我国投行生态环境变迁,以期能在解读和回味中给投资者带来一些启示。

### 关键词之一 破发潮

2010年末,当A股投资者们还沉浸在新股不败的神话中时,破发潮却已然暗潮涌动。进入2011年,中国A股市场出现多年来罕见的、最猛烈的一波“破发潮”,令许多投资者对“破发”这个词有了更加深刻的体会。

2011年1月份,共有31只新股发行上市,其中16只在上市首日出现破发;到了3月份,发行上市的31只新股中有8只在上市首日便遭遇破发。2011年4月份,新股破发达到阶段性的高潮,当月上市的26只新股中,共有16只在上市首日出现了破发;紧接着的5月份上市26只新股中仍有高达12只在上市首日破发。

短短几个月的时间里,打新股这件本来低风险高收益的投资,瞬间便沦为了一件风险极高的冒险行为。其结果是,投资者在新股首发市场上演了一场空前的“大撤退”。

随之而来的是一级市场“冰点”频现。比如,2011年4月份有2只新股创下了首发(IPO)的“新冰点”,其中,中京电子创下了7家有效报价家数的历史新低,庞大集团则以21.6%的网上中签率创下了1996年来新股发行的最高纪录。到了5月份,双星新材则以65.52%的网上中签率刷新A股历史纪录。

与此同时,各类机构投资者参与首发配售次数由2月份的峰值1902次锐减至5月份的285次,同期平均每次动用资金则由2.79亿元萎缩至6200万元。

进入2011年7月份,新股的破发潮才渐渐退去,新股发行终于站

稳了脚跟。但回过头来看,破发潮的出现无疑是受到了二级市场波动的影响,但其本质却是新股在资金炒作下维持高价发行的一次全面崩盘。新股特别是创业板新股一直存在的“三高”隐患,终于在今年上半年轰轰烈烈的“破发潮”中表现得淋漓尽致。

事实上,暗藏在破发潮背后的还有询价投资者与承销商之间的一场博弈。从今年初开始,一场围绕着新股发行定价权的争夺战,在询价机构与主承销商之间悄然展开。

今年4月份,在A股破发潮达到高峰时段,有媒体报道合计达40家第七类询价机构遭到彼时仍较强势的券商投行除名,其中主要包括了一些“不好好报价”的机构。然而,投行很快也遭到了询价机构的集体反击。比如6月份,八菱科技成为了首只因询价机构不足20家而被迫中止发行的新股。

从最终的结果来看,市场化的力量取得了阶段性胜利,新股发行的市盈率在2011年全面回落。比如,创业板的平均发行市盈率已由2010年第四季度的90.56倍,2011年前三季度逐步下降为73.88倍、44.18倍、39.91倍,甚至还出现了募集资金低于预期的情况。

事实上,2011年上半年A股市场经历的这一场“破发潮”,无论是对于发行人、承销商,还是对于机构投资者甚至散户而言,都是一堂非常宝贵的“体验课”。从某种意义上说,这堂“体验课”对我国资本市场的健康发展起到了一定的积极作用。

### 关键词之二 中止发行

八菱科技,一家原本名不经传的公司,却在2011年登上了各大财经媒体的版面。

2011年6月7日,八菱科技一场再普通不过的网下发行路演,却成为了A股历史上颇具意义的里程碑。当日晚间,有媒体最早报道了南宁八菱科技股份有限公司在网下发行时,因提供有效报价的询价对象只有19家,没有达到20家的最低要求,导致发行被迫中止,成为A股史上的首例。

随后,八菱科技中止发行事件引来了市场一片哗然,大量媒体跟进报道。虽然从事后主承销商民生证券的答复来看,八菱科技中止发行只是一次技术上的失误,但该事件传递出的象征意义已经取代了追求事件本身真相的重要性。

在投资者看来,这一事件标志着处于弱势的投资者在与发行人争夺定价话语权时获得了一次重要的胜利,长期被挤压的一口怨气得到了纾解。而在投行业界,该事件却引发了一场围绕着“询价时必须满足20家询价机构”这一门槛的争论,以及对股市惨淡环境的抱怨。

此后,资本市场甚至出现了对新股发行将由“破发潮”向“中止潮”恶化的担忧,无疑给作为主承销商的

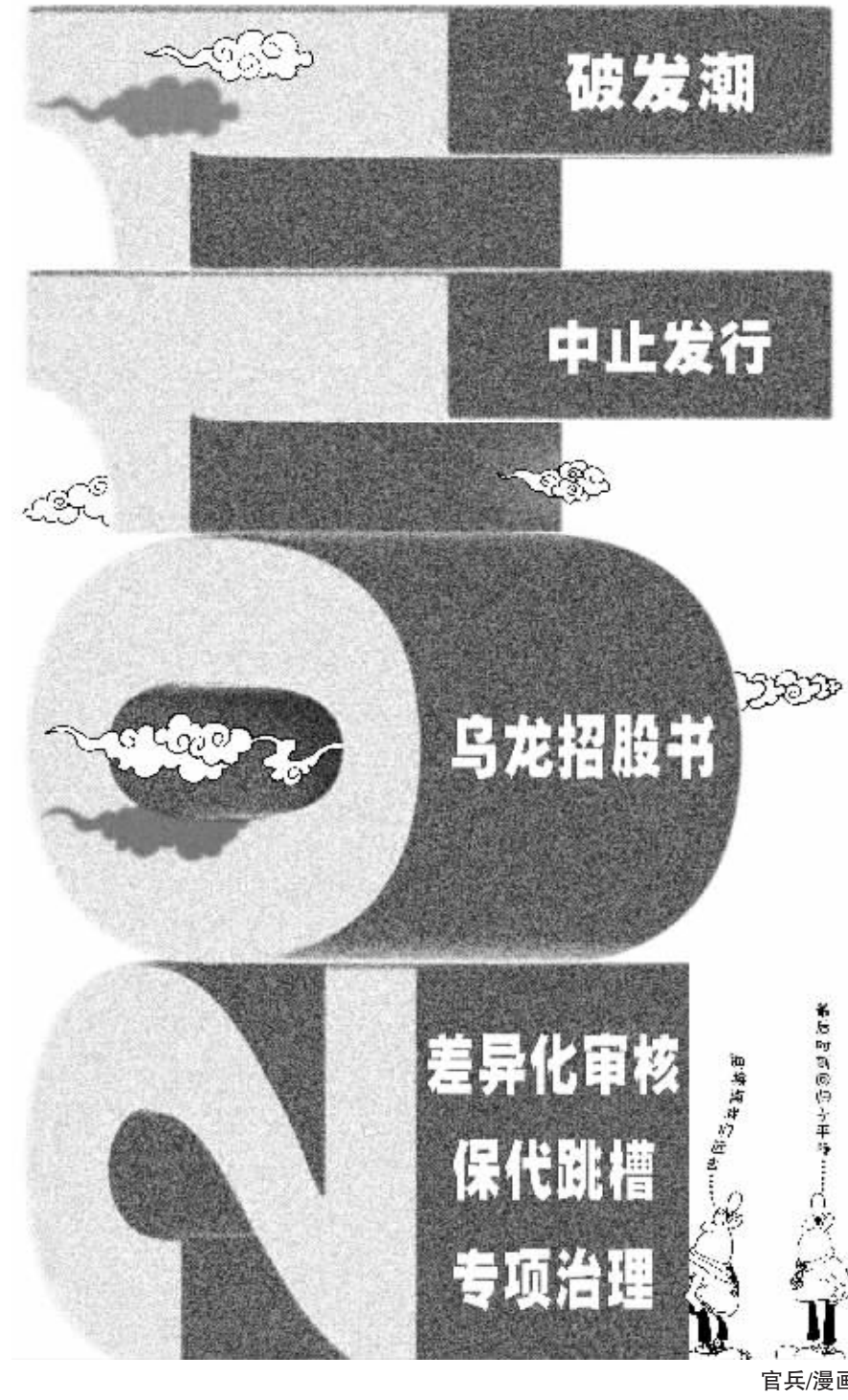
投行敲响警钟。

事实上,在市场喧哗过后,投行确实加强了对八菱科技事件的反思。据记者了解,不少投行在八菱科技事件后都加强了对询价机构的关系维护管理,在资源和人力上都加大了投入,甚至一些投行为此设置了专门的岗位。

虽然从其后的发展来看,“中止潮”并没有出现,即便是八菱科技时隔几个月后重新发行也颇为顺利,并成功上市。但是,八菱科技事件的余波仍未平息。在此后的一段时间里,投行在承销发行时罔顾投资者利益的做法受到了惩罚,失去了询价机构的信任,更导致了询价机构在报价时时常出现集体大幅度砍价的行为。

目前券商投行在八菱科技事件后确实吸取了教训,其后的补救措施也初见成效。但是从本质上讲,投行转变思维角度的做法并非主动行为,而是迫于市场环境不佳和询价机构杯葛下的一种应急行为。一旦资本市场行情出现好转,投行重拾“老本行”的可能性非常高。

投资者才是投行的衣食父母!某投行人士在八菱科技事件后不禁感叹道,如果投行业内不能从根本上认识到这一点,新股中止发行绝不是仅属于2011年的特例。



### 关键词之三 乌龙招股书

如果要评选2011年最具娱乐精神的券商投行事件,那么由海通证券闹出的乌龙招股书一事定能夺冠。

2011年11月21日,在海通证券推荐道明光学上市保荐书上,姚记扑克竟然成为了上市主体。这个“低级错误”被视为证券界最大的笑话,而姚记扑克克星已经在今年8月份登陆A股市场。

事实上,在招股书上闹出笑话的证券公司绝非海通证券一家。今年以来,已有多家保荐机构在上市公司的招股书中闹出一些“低级错误”。更为重要的是,这一系列事件反映了许多券商投行在内部审核上存在着不小问题。

从招股说明书的撰写流程上看,套用其他上市公司招股说明书的模板是券商投行业内较为普遍的做法。客观地说,招股书从结构上来看可谓大同小异,如果要求投行项目组人员每次做一个新项目时,都将几万字到十几万字不等的招股书重新敲打出来也并不现实。

因此,在撰写招股书时套用其他模板并不可怕,而真正可怕的是一份有差错的乌龙招股书竟然能够通过项目组、

### 关键词之六 专项治理

2011年伊始,深圳证监局就启动了辖区内证券公司投行业务专项治理行动。这个专项治理活动声势浩大、贯穿全年,并得到了中国证监会的全力支持。在该活动中,深圳本地14家具备保荐承销业务资格的券商展开了大规模的自查行动。

以国信证券为例,该公司组织了百余人的庞大自查队伍,对2009年以来开展的145个首发(IPO)项目全部进行了自查。

再以华泰联合证券为例,该公司对每个IPO项目的自查包括了3个方面343项内容,最终形成的自查报告多达

保荐代表人和内核部门的层层把关,并最终作为信披公之于众。

乌龙招股书一事折射出的是一些投行在内核上的草率,以及一些保荐代表人职业操守的缺位。该事件还引发了业内对于“投行是否具备资格撰写招股书”的激烈讨论,有业内人士甚至提出不应该再由投行撰写招股书,而应该由更为严谨的律师事务所来执行。

不仅如此,券商投行频频出现的问题也引起了监管层的高度重视。2011年12月份监管层有关部门负责人就宣布,监管部门下一步将完善保荐制度,尽快推出《保荐业务内部控制指引》,还要研究制定律师事务所从事保荐业务的细则。

2011年出现的多起乌龙招股书事件,已经在一定程度上引起投资者和监管部门对券商投行在保荐过程中职业能力的质疑。从某种意义上说,这些事件对于推动我国上市保荐制度的进一步改革也起到了一定的积极作用,可以预见未来的改革也必将给资本市场的制度完善提供新的助推剂。

再以平安证券为例,该公司展开了大规模的自查行动,投行项目人员的风险意识得到了较大的提高。在本次专项治理活动期间,该公司投行项目组主动提出申请撤掉了5个在会审核的项目。

回过头来看,深圳证监局发起的此次专项治理所取得的成果还是比较显著的。更为重要的是,通过开展类似的“整风运动”,对一些投行的违规项目人员形成了极大的震慑。

比如,一家投行在参加专项治理工作会议时,对其先期工作中存在的问题

### 关键词之四 差异化审核

2011年7月份,中国证监会保荐信用监管系统正式上线运行。该系统的正式推出,可满足保荐执业信息存储和对外公布的需要,实现对所需要信息的查询、筛选、汇总以及分析使用,也有利于发挥社会监督功能,提高保荐机构和保荐代表人的执业透明度。

截至2011年12月21日,保荐信用监管系统共涵盖了74家保荐机构、1995名保荐代表以及2582个投行项目的详细资料。此外,该系统还公示了56条监管处罚信息。

保荐信用监管系统的建立为证监会发审部门实施的差异化审核奠定了基础,并提供了依据。监管层曾于今年4月份在北京召开的2011年第1期保荐代表人培训会上提出,将对保荐机构、保荐代表人进行差异化审核,执业资格不良、出过问题的保荐机构、保荐代表人申报的项目将至少延缓一个月。

这意味着,对于那些历史记录良好、声誉卓越的保荐机构、保荐代表人所推荐的项目,发审部门将优先对待;而对于那些历史记录较差、声誉

不佳的保荐机构、保荐代表人所推荐的项目,发审部门则将实施冷淡对待措施。

差异化审核的发审政策对于保荐机构影响重大。比如,2011年4月份和6月份,监管部门分别对10名保荐代表人采取了谈话、警示等监管措施。

2011年4月份,福建腾新食品股份有限公司的保荐代表人谷建华、杜卫民因未尽到勤勉尽责的核查义务,监管部门对其采取了监管谈话的措施。

2011年6月份,包括海通证券保荐代表人相文燕、苏海燕,中信证券保荐代表人文富胜、牛振松,中投证券保荐代表人冒友华、王韬、李光增、赵渊在内的8名保荐代表人被监管部门出具了警示函。

可以想象,上述保荐代表人如果再推荐其他的项目,发审部门将在延长这些项目审核周期的同时,也将采取更加严厉的审核措施。

因此,在差异化审核的政策环境下,保荐代表的信用更像一项资产,资产的减值与增值对于保荐代表的价值意义重大。在这种情况下,保荐代表人,请珍惜你的信用!

### 关键词之五 保代跳槽

2011年,一波又一波的保荐代表人集体跳槽事件将投行转会市场推向了高潮。

据证券时报记者不完全统计,今年年初至今,共有百余名保荐代表人在同业间跳槽,其中仅平安证券就有24名保荐代表人跳槽。另据记者获悉,由于高层变动所致,深圳另一家大型券商的保荐代表人正在酝酿集体跳槽。

保荐代表人频繁跳槽的背后,是盘根错节的利益争斗以及外部利益的巨大诱惑。

由于目前券商投行大多实行项目负责制,往往是由保荐代表人牵头组成一个项目组负责项目的具体运行,保荐代表人对项目进程以及利益分配的控制力超强,券商投行总部对保荐代表人的控制力反而较弱。

这种组织结构非常容易导致保荐代表人与投行管理层矛盾的积淀。具体而言,这主要体现在两个方面:一是投行总部不得不把大部分保荐承销费分给保荐代表以及项目组,投行最终只能“赚吆喝不赚钱”;二是在与投行管理层的利益争斗中,保荐代表人极易遭遇职业生涯的天花板。

矛盾的激化必然导致保荐代表人频繁跳槽。甚至有投行老总气愤地表示,“公司辛辛苦苦将他们从新人培养成保荐代表人,给予他们高薪,但他们却一点都没有感恩之心,反而把保代资格当作自己私有的财产,把高薪看做是他们应得的,稍有不如意就会选择跳槽。”

不过,由于2011年保荐代表人队伍的大扩容,保荐代表的转会费

以及薪酬目前均有所下滑。

在此前的2010年,保荐代表人胜任能力考试获得通过的人数仅有31人,通过率为1.05%,通过人数比2008年、2009年大幅下降。这在当时明显使得本已失衡的保荐代表人供求关系进一步紧张,保荐代表的整体薪酬水平则在去年大幅上涨。

但在2011年,保荐代表人胜任能力考试的通过率则大幅攀升至14%,有超过500人通过了考试。据证券时报记者统计,目前全国保荐代表人与准保荐代表人数已达3300人左右,其中注册保荐代表人数已达1995名。

保荐代表人队伍的壮大,对投行来说并不一定完全是好事,可能稀释保代含金量。首先,在目前项目资源相对匮乏的情况下,这将很难保证保荐代表人通道的利用效率。其次,保荐代表人的高薪待遇也将大幅提高投行的运营成本。投行业务如果未能实现同步增长,那券商投行部门只能通过控制运营成本来保证部门的业绩和利润,降薪或许就成了其中最有效的手段。

据记者了解,目前部分大型券商投行已将保荐代表的总体薪酬水平调低了20%至30%,保荐代表人转会费则由去年的150万元至200万元左右下跌至100万元左右。

业内人士预计,今后两年内券商投行业的收入将进一步萎缩,保荐代表的薪酬水平也将进一步下滑,未来保荐代表人频繁跳槽的现象也将越来越普遍。

及失误进行了深入的检讨。证券时报记者日前获得的上述专项治理工作会议纪要显示,这家投行表示,经自查发现投行业务操作中存在多方面的问题,一是中介协调会记录与招股书披露情况差异较大,自查小组准备在下一步的检查中对相关工作底稿进行进一步的核查;二是企业生产产品与同类型已上市公司的产品相比原材料、产品售价均差异较大,项目组的相关分析与解释不到位,下一步将会与项目组就该问题进行深入沟通;三是项目组对初次立项、二次立项以及内核会议中提出的问题的回复及整改的过程在工作底稿中没有明确体

现,程序出现缺失;四是项目执行过程中对部分制度的执行和内控的流程存在简化的现象;五是项目人员不足且人员变动较大,尽职调查的全面性和充分性有待加强”。

事实上,这些业务检讨对于投行规范项目操作流程以及提高保荐工作质量裨益极大。因此,业内人士预计,类似的投行专项治理活动今后应该会普及开来,相信会在全国范围内形成一种规范投行业务的风潮。只有这样,投行才能尽职尽责地履行好“资本市场第一看门人”的职责。

(本版稿件均由邱晨、杨冬撰写)

官兵/漫画