

聚焦 FOCUS 新股定价之25%规则

25%规则成新股定价 最后的达摩克利斯剑”

取消网下投资者3个月锁定期等系列措施,对抑制高价发行效果都不如 “25%规则”有效

见习记者 李桓

至8月8日初步询价截止日,公司所属行业上市公司平均市盈率(PE)为19.12倍,公司发行PE为23.75倍,估值水平高出平均水平24.22%。”8月21日,华鹏飞在上市首日风险提示公告中如此进行估值风险提示。

这是自今年新股发行体制改革以来,第15家如此进行估值风险提示的A股公司。这些登陆A股市场的企业在估值上的一个共同点,就是发行PE正好触及或即将触及新股定价规则——25%规则”,这也成为悬在新股定价之上 最后的达摩克利斯剑”。

最不可逾越红线

尽管监管部门再三强调,新股发行市盈率 “25%规则” 绝不会是新股首发(IPO)定价的 “天花板”,也并非行政限价措施。但在实际发行过程中,25%红线依然是主承销商(保荐机构)定价时悬于头顶的达摩克利斯剑。

统计显示,自4月份证监会发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》以来,采用新规则发行的60只新股中,尚无1只最终定价跨越 “25%规则” 红线。相反,在询价最终结果条件满足的情况下,11只新股最终发行价的市盈率均在25%政策红线之下徘徊,4只新股最终发行PE刚好踩中25%政策红线,但无一敢跨越雷池半步。

业内对 “25%规则” 的理解系根据 《意见》相关规定,即新股发行PE高于行业上市公司平均市盈率25%将触发信披的规定,这一规则被投行人士称之为本轮新股发行体制改革诸多措施中,对高价发行最为严格的限价措施,直接打击了此前居高不下的高价发行。

谁敢去碰那条红线?宁愿PE定低一些,募资少一些,也不愿去触及监管的政策红线。”深圳某承销商一位承销人员介绍说,此轮发行体制改革,无论从取消网下投资者3个月锁定期、引入个人投资者,还是引入双向回拨机制,对抑制高价发行的效果都不及 “25%规则” 更为有效,这是承销商无法突破也毫无对策的一道防线。

不过,针对新股发行PE的 “25%规则”,在5月初召开的证券行业创新大会上,证监会主席郭树清曾公开表示,新股发行价一定要有道理,80倍估值没意见,但一定要有充分说明。

然而,发行人和主承销商对 “充

分说明” 的理解,显然是 “25%规则” 不可逾越。

逾越的严重后果

《意见》规定,据询价结果确定的发行PE高于行业上市公司平均水平25%的,发行人应召开董事会,结合定价方法及分析,进一步分析募集资金的预计使用对公司主业的贡献及对业绩影响,尤其是公司绝对和相对业绩指标波动的风险因素。董事会和董董还应分别对发行价进行确认并发表意见,对上述内容应进行详细披露。

需要 “充分说明” 的远不止上述内容。综合考虑需补充披露信息等相关情况后,证监会可要求未提供盈利预测的发行人补充提供经会计师事务所审核的盈利预测报告并公告,并在盈利预测报告后重新询价。如果 “充分说明” 没能得到监管层认可,将可能按照有关规定重新提交发审委审核。

面对如此复杂而不确定的 “充分说明”,我们会理智地选择放弃。”某刘姓承销人员说,冲撞 “25%规则” 红线,尽管能拉高发行价、募集更多资金,但不确定性风险太多,而如果发行人后续业绩达不到预期,还可能背负处罚。

对发行价高于同行业上市公司平均市盈率25%的发行人,除不可抗力外,上市后实际盈利低于预测的,证监会将视情节轻重,对发行人董事及高管,承销机构法定代表人、项目负责人,会计师事务所采取监管措施。

■记者观察 | Observation |

新股发行定价去繁就简的三层意味

见习记者 李桓

扩大询价队伍、实行网上网下双向回拨、设置25%发行市盈率红线等,新股发行规则显然已越来越多,也越来越复杂。

新股发行定价去繁就简,就是要坚定不移地坚持市场化原则。坚持市场化,这不仅是中国资本市场发展的基础,也是最近几轮新股发行体制改革的前提。增加网下机构申购供给量、扩大询价队伍、取消网下申购3个月锁定期,应该说,近期推行的发行体制改革,在市场化道路上跨出了铿锵有力的步伐,取得了很好的效果,但是,面对未来依然很长要走的路,市场化依然需要贯彻始终。

新股发行定价去繁就简,就是要

尽可能去掉行政干预。毋庸置疑,中国国情决定了证券市场有其特殊性,这就对市场监管者提出了更高的要求。体现在新股发行定价上,尽管某些 “一刀切” 式的做法短期内可能会起到很好的直接效果,但从长远看,则不利于证券市场的健康发展,也不利于中国证券市场与国际市场的融合。

去繁就简的第二层意味,就是要站在完全公正立场上,给参与各方完全的 “三公” 待遇。作为决策者的相关监管部门,应该站在公正的立场上,以裁判员的身份制定相应规则,并严格监督各方对游戏规则的执行。

去繁就简的第三层意味,就是要不断完善游戏规则,封堵制度漏洞。新股发行市场一些新情况和新现象层出不穷,现有的规则可能已不能完全适应新

市场,这就需要对规则进行修订,封堵规则漏洞,制定出更完善的和更符合实际的游戏规则。

新股发行定价去繁就简,就是要拿出 “牛” 的韧劲去破旧立新。笔者个人以为,新股发行市场的一些规则,不能局限于细枝末节的修修补补,而是要从源头考察该制度是否有必要存在,是否阻碍了新股发行市场的发展,只有如此不断反思,才能让制度效果永续。

新股发行定价作为证券市场一项基础性功能,牵一发而动全身,所以每一项制度的修订,每一项新规则的出台,除了充分征询市场各方意见,还需问问该制度是否有必要、是否符合市场化方向、是否属于行政干预、是否兼顾了 “三公”、是否可以更简洁一些。只有如此,制定出来的规则才会切实可行。

正因如此,包括发行人在内的各方,均宁愿在 “25%规则” 之下或踩线定价发行,也不愿和不敢冲撞 “25%规则”。另一方面,作为对询价机构报价有深远影响的询价报告,主承销商(保荐机构)将发行人未来几年的盈利预测作为重要的估值依据进行了列示,现有法规却并未对此项内容的合理性和可靠性进行规范,也未纳入监管范围。因而,主承销商在出具此报告时,无需承担任何风险,更不用维持谨慎原则。

为此,上述机构建议,应将相关规定修改为 “承销商出具的询价报告所涉及的盈利预测需根据发行人实际情况出具”。

也有询价机构认为,从询价报告到最终报价的确定,都离不开发行人业绩的支撑,这也是现有询价报告中引导询价机构报价的主要内容。因此,对这些重点内容进行规范,迫使主承销商(保荐机构)对发行人未来盈利做出合理、规范、谨慎的预测,无疑将对主承销商和发行人形成有效制约:其一,主承销商在撰写询价报告时会更谨慎,尤其是对发行人的盈利预测会更真实;其二,主承销商形成询价报告的谨慎态度,一定程度上剔除了询价机构报高价的冲动和依据;其三,将对最终确定的发行价起到有效约束作用。

信托产品能否平民化引争议

对于信托公司而言,将信托产品平民化可能不算一个好的选择。

从某种程度上说,信托产品平民化,其带来的结果只会是弱化当前信托行业整体客户群的风险承受能力。

证券时报记者 张宁

在银行理财产品收益降低、股市行情低迷的情况下,高收益的信托产品所带来的财富效应,已经使越来越多的普通投资者希望加入这一理财热潮中,但动辄百万元的购买门槛,并非普通投资者能够企及。

信托产品能否降低投资者参与的高门槛,让更多投资者分享信托财富管理的高额回报,成为近日部分业内人士讨论的重要议题。

信托平民化之争

中信信托董事长蒲坚近日在公开场合表示,中信信托将奉行 “无边界服务,无障碍运行” 的经营理念,成为《信托法》规范下的 “综合金融解决方案的提供商、多种金融功能的集成者”,并希望将信托产品推广到普通投资者。

平安信托产品研发部总经理金智勇认为,对于信托公司而言,将信托产品平民化可能不算一个好的选择。”

金智勇表示,从某种程度上说,信托产品平民化,其带来的结果只会是弱化当前信托行业整体客户群的风险承受能力。一般来说,中等收入投资者并不具备高端投资者的风险识别能力,或者说不具备对信托产品充分的风险意识,这一群体往往很难接受损失的出现,信托公司因此难以以为普通投资者提供更复杂、更高级的产品。而在销售端,如果没有当前合格投资者制度的保障,就很难制止销售人员在利益驱

使下将一些复杂的高风险产品推介给普通投资者。

事实上,目前投资信托的高端客户也非常注重风险防范。据介绍,从平安信托日前对现有的15000名高端客户的调研显示,当前投资者表现出对风险厌恶,对固定收益类产品需求度最高。如货币基金、债券基金和股票质押衍生出来的固定收益类产品销量非常大。

布局权益资产

从上半年信托发行市场的情况看,固定收益类产品供不应求。目前已有信托公司开启在权益类资产方面的布局。金智勇表示,该公司下半年将会把开拓的重点放在私募股权(PE)投资、房地产信托投资和资本市场创新投资等领域。尤其是房地产信托,随着信贷政策的松动,开发商的融资环境已经有所改善,由此降低了房地产信托融资业务的整体风险。

不过,对于近两年市场发行较为红火的艺术品信托,金智勇则表示要敬而远之。在他看来,目前国内的艺术品信托市场并不规范,存在规模小,难进行公允定价、真实鉴定和妥善保管,难处置变现等主要问题。这些问题都使得艺术品信托难以成为标准化的金融产品。

不过,金智勇表示,平安信托虽然没有发行艺术品信托产品,但是并不意味着不为客户做服务。事实上平安信托为客户提供了很多关于艺术品鉴赏和酒类鉴赏方面的培训,其目标则是从整体上提高客户品味和生活质量。

金智勇预计,未来信托公司的产品体系就像一座金字塔。金字塔最底端存在数量最多的产品是固定收益类;上一层是资本市场和质押融资产品;再上一层是房地产类;最顶端则是PE产品。这些金字塔状的产品体系越往上产品收益越高、流动性越小、风险越大,基本涵盖了高净值客户的各种个性化投资需求。

惠誉:交强险市场面临进一步亏损

证券时报记者 蔡恺

评级机构惠誉表示,由于理赔数量上升、定价机制监管严格等原因,在中国经营交强险业务的保险公司将在未来1年~2年面临进一步的承保损失,而交强险市场的竞争还会因为外资加入而加剧。

据公开数据显示,交强险制度执行6年多以来,保险公司的交强险业务从2009年开始连续亏损,截至2011年底,各保险公司在该业务上累计亏损超过170亿元。

惠誉认为,医疗费用和维修成本的上涨,使得保险公司赔付金额增加,可能会导致理赔记录恶化。交强险行业的损失率有可能在短期内持续高于80%,2010年为82.3%,2011年为81.9%。但是惠誉认为,持续的

承保损失不太可能导致中国的财产保险公司减少其对交强险市场的风险敞口。

另外,市场消息称,首家在上海经营财险业务的外资保险公司美亚保险可能成为首家拿到交强险牌照的外资公司,惠誉还认为,自今年5月份交强险市场向外资保险公司开放后,其市场竞争将会进一步加剧。

惠誉称,虽然承保业绩不佳,但交强险业务对外资保险公司仍具吸引力,因为这些公司将无需与本地保险公司合作,便能加强其在中国的市场地位,并建立分销网络。在交强险市场对外开放后,外资保险公司可吸引新的客户群,并在提供交强险的同时打包出售其他险种,这是外资保险公司的最大裨益。

规范投价报告比25%规则更有效

见习记者 李桓

针对新股定价的 “25%规则”,不少投行人士认为有可完善之处。业内人士建议,鉴于主承销商出具给询价机构的询价报告对报价的影响,监管层可考虑对询价报告的可靠性和合理性进行规范,这可能比设置25%的规则红线更有效。

深圳某投行发行承销部门向证券时报记者提供的一份内部资料显示,按照现行规则,如果发行市盈率高出发行人所处同行业上市公司平均市盈率25%的,都应在询价结果确定的

两日内刊登公告,补充披露相关信息,并在公告后重新询价,这将导致出现以下三种不利后果:

其一,将大大延长发行过程并增加发行成本,这一点从此前被迫中止发行后重启发行的新股可略见一斑;其二,发行人为避免后续程序引发的不确定性风险和增加的成本而主动要求降低发行价格,不利于成长性、优于同行业上市公司的发行人合理确定发行价;其三,询价机构报价情况已经公示,重新询价背离了询价制度本身的操作规则,不利于保证询价结果的有效性。

中国银行积极开拓投融资渠道,丰富多类型银行理财产品

近三十年来,我国的金融市场虽然已得到了长足发展,但是对于老百姓和一般企业来说,还是面临着投资和融资渠道较少的困境,为此各家商业银行创新出多种银行业务,其中投资银行业务的创新最引人注目。中国银行作为国内最早探索投行业务的大型商业银行,经过多年的实践与探索,现已取得了一定的经济效益和社会效益。

在当前利率市场化、金融脱媒、资

本充足率及贷存比等指标越来越严格的情况下,发展投行业务已成为商业银行的必然选择。为此,中国银行深圳分行充分利用集团优势,一直秉承 “牌照分离化、业务一体化” 的经营思路,借助其他专业投行业务的牌照,共同开展投行业务。目前已具有较为完善的资本市场与债务市场业务,主要分为债券类业务、财务顾问业务、理财池业务及代理投融资业务。

多种投行业务解决企业融资难题

事实上,中行的投资银行理财产品有近二十种,通过不同途径和方式都在一定程度上解决了企业的融资难题。

开创供应链融资新模式,拓展融资渠道。该业务不同于传统的贸易融资产品,而是为企业开辟了新的融资渠道,大大解决了企业的融资难题。另外,通过该模式可以增强企业资产流动性,弥补国内中小企业的融资缺口,从而有效地降低核心

企业供应链的交易成本。

解决中小企业融资难问题。中行有效利用第三方金融机构资金,满足企业紧急性融资需求。该类业务可以解决中小企业面临紧急资金需求时的融资难题,帮助企业度过还款金额不足的难关,并降低企业的综合融资成本。

降低企业融资成本。中行利用其它金融平台,创新出了新的业务类型,满足公司客户多元化融资需求,并使其融资成本

明显低于一般传统融资业务,具有突出的经济效益和社会效益,是未来金融市场发展与创新的重要方向之一。

投行业务丰富银行理财产品

中行通过投行业务为企业解决融资问题的同时,也为其客户进行理财业务开创了新渠道和产品。理财投资者可根据自身的风险偏好选择不同风险类型的理财产品,如果产品收益率低,相应承担的风险也较

低,比如活利宝、结构性理财、日积月累等产品;反之,产品收益率高,相应承担的风险也较高,比如信托与私募产品。

总之,中行本着为企业拓宽融资渠道,降低企业融资成本的目的,为企业设计开发了多种新型投行业务。这些业务不仅可以为企业解决融资难题,还可以协助企业提高核心竞争力,健全法人治理结构,完善内控制度;同时也丰富了社会闲散资金的投资渠道,真正实现了共赢。(CIS)