

保代授意研究员执笔 投价报告独立性受质疑

今年以来已定价发行的首发项目中,主承销商共出具了149份投价报告,其中,发行价处于报告给出的估值区间的有44份,占比只有29.53%;而高于发行价的却有92份,占比高达61.74%。

有的投价报告内容主要反映准上市公司、投行承做项目组和主承销商发行部门的意图,券商研究员只是执笔者。对此,有业内人士认为,研究员参与投行项目的行为,明显反映出券商内部业务“隔离墙”存在着漏洞。

证券时报记者 桂衍民

本该由券商研究员独立撰写的投价报告,因为涉及投行及项目组利益,而出现研究员不得不从保代意愿填充内容的现象,这使得投价报告的独立性难以得到保证。

这是目前新股发行过程中,一些主承销商投价报告面世过程中最真实的写照,这也是撰写此类投价报告署名研究员面临的尴尬。

署名研究员的尴尬

与常见的研究报告不同,投价报告读者对象仅限于参与对应新股推介的询价机构,并不公开发表。

尽管那些投价报告署着我们的名字,但内容基本是按照投行的意思写的,只不过依照研究报告格式和语言来写罢了。”深圳某券商一位行业研究员私下对证券时报记者说。

记者调查获悉,这些投价报告内容却大多反映准上市公司、投行承做项目组和主承销商发行部门的意图,研究员往往只是执笔者。此类报告不仅挂靠主承销商所在的研究所,而且还与其他研究报告一样,留有撰写者的名字、执业证书号和联系方式。

而研究员们则私下将此类报告统称“为投行撰写的投价报告”,以区别于其他类型研究报告。一位从券商研究所跳槽至私募的研究员说,当初他撰写并署名过几份此类投价报告,每次都会接到投资者的电话,质问他为何对公司的研判和估值怎么与此前的报告差别那么大,他只好找一堆冠冕堂皇的理由来搪塞。

根据相关规则,在新股发行期间,主承销商在询价时都会向询价机构提供一份投价报告,以作为网下报价参考,但不会公开披露。不过,该投价报告需要连同发行方案等一同上报证监会。

丧失独立性

研究员在投价报告上遭遇的尴尬,根本还是利益导致。”上述私募研究员表示,他离职前所在的深圳某大型券商的投行业务在业内属于佼佼者,正因为如此,该研究所有很多业务高度依赖于投行业务。

据了解,该研究员所在的券商投行,近几年在中小板和创业板项目上异军突起,近因水楼台先得月,这让该券商研究所在这些板块的研究实力突飞猛进,令行业侧目。

最明显的例子是,研究所要去我们投行所承做的上市公司调研,多数时候只要一报公司名字,上市公司都会比较热情接待。”这位研究员说,如果拟调研的公司上市前还是由该研究员撰写投价报告,那对方就会更加热情。

证券时报记者 桂衍民

61.74%!这是今年以来,主承销商出具的投价报告合理估值高于发行价的项目占比。券商如此高比例地高估各自投行部门承做的首发(IPO)项目企业,并非是撰写报告的研究员普遍持乐观态度,而是隐藏在背后的“五斗米”所致。

逾六成投价报告估值偏高

据沪深交易所公告数据统计,截至目前,今年以来已定价发行的IPO项目有148个,因为一拖股份联合主承销商有两份投价报告之故,由主承销商出具的投价报告共为149份。从这些投价报告给出的合理估值与最终询价确定的发行价对比看,发行价处于投价报告给出的估值区间内的报告只有44份。这也就是说,主承销商出具的投价报告“准确率”才



研究员

张长春/制图

据悉,这种现象在研究行业非常普遍,甚至很多券商研究员调研上市公司联系不畅时,经常会请投行部门同事帮忙引荐。也正因如此,许多研究员都很乐意撰写投行项目的新股投价报告,毕竟此举也是积累上市公司人脉关系的重要方式。

为投行新股项目撰写投价报告的利益远不止此,还有其他的收益。据了解,以深圳某券商为例,该公司投行部对研究员参与撰写的投价报告,一份报告的补偿标准为2万元~3万元。该笔款项直接从投行部门账户划入研究所账户,再由研究所发给研究员。另外,撰写此类报告也会计入研究所的工作绩效中。

从利益角度讲,我们的确愿意去撰写新股投价报告,毕竟这活不像其他报告那么辛苦调研,而且还能积累人脉,性价比很高。但是研究的独立性减弱了。”上述深圳券商一位研究员说。

此外,在2001年发布的《关于

规范面向公众开展的证券投资咨询业务行为若干问题的通知》中,证监会还明确表示,证券投资咨询机构需向注册地的中国证监会派出机构提供书面备案材料的八大行为中,就包括了“证券投资咨询执业人员所在的机构,在过去18个月内从事涉及其推荐证券所属企业的财务顾问、投资银行业务等可能产生利益冲突的业务的情况”。

2010年年底,中国证券业协会

也发布《证券公司信息隔离墙制度指引》,明确提出证券公司应建立信息隔离墙制度,要求投行部门与研究所建立隔离墙,并要求券商应对研究所研究报告是否涉及观察名单和限制名单所列公司或证券进行审查、严格禁止有关人员接触研究报告或对其施加影响、从绩效考评和激励机制方面加强发布研究报告的独立性、因投行业务列入限制名单的公司或证券应限制发布与其有关的研究报告等规定。

消费。”发行人和主承销商利益一致,都希望募集资金越多越好。而研究员尽管不属于投行业务系列,但出于对主承销商整体利益以及相应的个人利益考虑,给出乐观估值也就不足为奇。”深圳某券商研究所副所长说。

为五斗米折腰

一位券商研究员对记者透露,他们为投行撰写的投价报告,估值水平并不完全由署名研究员所能掌控,有话语权的还有投行项目组、投行承销部门、发行人、研究所负责人,甚至还包含券商高层领导。

“一般而言,研究员会根据常规的研究方式,在调研完毕后撰写一份投价报告的初稿,交由投行部门去协调。然后,由投行部门将项目组、投行承销部门、发行人意见反馈给研究所,再由研究所或券商领导出面协调修改报

告中的新股估值。”该研究员说。

据了解,一般而言,研究所在券商内部话语权不够强势的话,此类投价报告就完全由投行部门掌控,研究员就沦为执笔者和署名者;如果研究所在券商内部话语权足够强势,或者研究员比较资深,且坚持自己的研判和预估的话,这时就需要研究所领导,甚至是券商高层领导出面协调修改报告中的新股估值。

研究所这几年人员流动比较大,一些新人往往因人脉资源积累不够,而会争先恐后地参与撰写投价报告。对于研究独立性的坚持就相对少一些。”上述研究员说。

而券商投行部门正是抓住了这一点,迫使研究员屈从于发行人和项目组的意见,对发行人给出相对乐观的估值,以诱导询价机构高价。与此同时,投行也会对撰写此类投价报告的研究员给予另外的经济补偿,而且金额一般高出研究员撰写其他研究报告所得的好几倍。

■记者观察 | Observation |

警惕业务“跨墙”

证券时报记者 桂衍民

如果说洛阳铝业3元/股的发行价,远低于主承销商给出6.49元/股~8.48元/股的合理估值只是个案的话,还情有可原。然而,今年以来148个首发(IPO)项目的149份投价报告中,就有92份的合理估值区间高于最终发行价,这就不得不拿来说事了。

投价报告——这份由券商提供给询价机构报价参考的资料性文件,因牵涉到各方利益,而受到市场关注。与普通的研究报告不同,投价报告读者对象仅限于参与对应新股推介的询价机构,既不公开发表,也不会接受投资者的咨询,仅供询价机构报价时连同招股书一样参考而已。投价报告又有与研究所其他报告相同之处:在纸质报告上,均署有研究员的名字、执业证书号和联系方式;以及对准上市公司分析和研判所采用的研究工具和模型。

不过,这些异同可能还不是最主要的,投价报告不同于一般研究报告之处,还在于隐藏在内容背后的操控力量。一般而言,研究所发表的研究报告都是经过研究员自己独立调研、分析和判断之后独立得出结论。其中,研究员和标的行业及公司,或其他方面不存在利益关系,正因为如此,研究员和研究报告独立性相对保障。但投价报告则不然,研究员尽管先按照自己的调研、分析方法开展工作,但最后结论却不见得是研究员独立得出,其中还需充分考虑准发行人和投行各方利益。

总之,研究员的上述报告与投行存

在互动,不能不引起注意。这首先让人想到的是证券公司研究所和投行业务之间的“隔离墙”问题。毕竟,研究所属于研究咨询部门,而投行属于直接为企业提供保荐、承销和并购重组服务的部门。前者靠研判来发现投资价值和投资趋势,后者靠对企业进行整改、包装来实现企业资产证券化,券商这两类业务有着质的区别。

不可否认,研究所有对内服务的职能,比如为券商经纪业务提供咨询服务支持,为投行提供研判支持等,但这类支持应该是基于各业务的独立性不受干预前提下进行的。上述投价报告背后存在着研究业务被投行业务渗透的行为,这就是典型的“跨墙”行为。如果放任投行业务和研究咨询业务这种“跨墙”行为,那么券商业务之间的“隔离墙”制度迟早会形同虚设,严重的还会导致研究业务和投行业务互相渗透更加明显,这必然挑战投行业务的保密性,甚至引发严重的信息不对称和内幕交易乱象。

诚然,创新业务发展需要证券公司各业务统一协调发展,甚至是互相支持共同进步。但因为资本市场对信息的高度敏感这一特征,这种协调进步理应是业务独立前提下的协调和支持。从这个角度讲,研究员对内为投行撰写投价报告,还是应该进行业务“隔离”规则,研究报告的独立性不容摧毁,研究员对上市公司价值研判的独立自主性不容放弃。而投行还是应该将着力点放在项目质量的掌控上,在市场化规则下,市场也不会对优质项目给出有违常理的超低价。

■特写 | Feature |

一份投价报告出炉全景

证券时报记者 桂衍民

投价报告反复修改5遍之后,研究员吴兴(化名)开始愤怒了——投行部门、发行人提出的修改要求太无理。

吴兴是深圳某券商的行业研究员,3月份该公司投行部一个首发(IPO)项目成功过会,因为准上市公司属于吴兴研究的领域,吴兴被研究所和投行联合推荐撰写投价报告。

因首次参与此类工作,吴兴刚开始还有点兴奋,毕竟除了可以积累上市公司资源外,投行还承诺报告完成后给予一笔可观的现金奖励。刚开始,吴兴的工作开展得很顺利,从准上市公司高管访谈,到生产、研发、拟投资项目调研等,该公司都出奇的配合,车接车送,包吃包住。

现场调研完毕了,吴兴花了三天整理资料和撰写报告。因为资料和调研都很充足,投价报告初稿很快成型。他把报告发送给投行相关人员和准上市公司之后,以为该项工作就此结束,当正为自己的高效工作得意之际,投行反馈意见传来了:投价报告要大改,从细分行业归类,到可比公司,再到准上市公司产业规模和未来盈利预测等内容。

吴兴找到研究所领导,将投行反馈意见呈递上去,并表示这些修改要求很不合乎常理,不能接受。研究所领导与投行沟通后,开始做吴兴的思想工作,从公司利益谈到吴兴自身利益,再从投行利益谈到研究所的资源组建。最后,他只好答应先做一番修改。

两天后,吴兴拿出报告第二稿,但

投行部门和准上市公司依然不满意,理由是可比公司应剔除效益不好的两家,增加有节能概念的另外两家;另外,对准上市公司未来盈利预测依然过于保守。吴兴只好再次做出修改,如此反复了五次之后,他撰写的投价报告已经初稿面目全非,但依然没有达到投行和准上市公司的要求。

因为双方最后较劲的焦点是准上市公司某重大合同即将失败,吴兴要求按风险计提损益,以免误导投资者,但发行人说该合同已经获口头承诺,只是尚未签署纸质合同,可以不计提此风险损益。如此一来,涉及后一年预测的每股收益是增加0.05元还是减少0.05元。但这一次,吴兴说什么也不肯让步。投行部和研究所各自维护自己的说法,互不相让。

因为投行发行部门等着投价报告给证监会报送发行方案,最后此事只好交由该券商分管投行和研究所的两位副总裁来裁决。分管投行的副总裁开门见山地算了一笔账,该项目发行2000万股,如果每股盈利预测多0.05元,按行业30倍的市盈率计算,每股可多发1.5元,准上市公司就可以多募集3000万元。此超募部分按7%的比例计提承销费,投行部就可以多赚210万元。

至于此事后续如何发展,吴兴就不知道了,因为投价报告最后一稿的修改他没有参与。不过,他所看到的投价报告最终版上,对该笔合同交易的认定是:发行人与某某公司的合同交易已经基本准备就绪,该笔合同交易将对发行人业绩产生比较大的正面影响。

今年以来发行价较投价报告最低价差别较大的部分首发项目				
代码	简称	发行价格(元)	投价报告价格区间(元)	主承销商
002652.SZ	扬子新材	10.10	14.00~17.50	湘财证券
002654.SZ	万润科技	12.00	18.24~22.08	国信证券
002656.SZ	卡奴迪路	27.80	32.36~40.08	华泰证券
002657.SZ	中钨金材	22.00	29.47~34.65	东北证券
002665.SZ	首航节能	30.86	36.54~40.60	中信证券
002672.SZ	东江环保	43.00	50.00~56.00	中信证券
002680.SZ	黄志机械	21.59	32.43~38.07	浙商证券
002694.SZ	鼎地科技	13.00	18.46~18.82	国信证券
300287.SZ	飞利信	15.00	21.00~24.75	银河证券
300291.SZ	华录百纳	45.00	54.00~60.00	华西证券
300307.SZ	慈星股份	35.00	48.10~55.60	国信证券

数据来源:沪深交易所公告 桂衍民/制表

研究员为五斗米自降投价报告质量