

券商投行模式创新全面启动

不少券商已组建跨投行、经纪、研究的综合销售服务部门，以满足客户多样化投融资需求

证券时报记者 桂衍民

作为证券市场最重要的中介机构之一，国内证券公司投行业务多样化的发展并不顺利，甚至可以说非常缓慢，直至今日依然是以提供股权融资通道性质的服务为主。这种单一的投行业务模式，最直接的后果就是：投行业绩受宏观经济和政策影响非常明显，不仅资产规模与国外投行无法媲美，服务质量也不在同一层级。

然而，证券时报记者的调查发现，在内忧外患之下，国内投行创新模式已经启动。目前初见端倪的投行转型模式包括：重点转向非IPO业务、从投行生产线到投行产业链的战略转型、组建跨投行、经纪、研究的综合销售服务部门等等。从改变方向看，证券公司的未来在投行，投行的未来在于突破单一业务模式，转向以服务实体经济多样化、以服务客户利益诉求多样化的投融资需求。

IPO主导下的窘况

如果IPO（首发募股）再停两年，我们这些干投行的都得下岗。”日前，一位老投行人士公开感叹。

这位老投行人士的感叹，在反映了当前不给力的IPO发行的同时，也侧面反映了当前国内投行面临的一个严峻事实——严重依赖IPO业务。与此相应的，近年来不断传来行业某些券商取消保代津贴、降薪和裁员事例。尽管尚不普遍，但投行业务下滑已成为行业的共识。

中国证券业协会数据显示，今年以来共有155家企业IPO，投行合计获得保荐承销费收入54.3亿元。需要说明的是，这54.3亿元的承销保荐收入，在77家具有承销保荐资格的券商中，仅有41家有幸分享，其余36家投行在IPO业务上颗粒无收。

从近年来投行业务构成看，2004年~2011年国内投行共完成保荐项目1984家，合计募资35477.97亿元。其中，IPO项目1121家，募资17410.7亿元。尽管在业务收入上，券商没有单独披露IPO保荐承销收入具体情况，但行业平均水平是，IPO业务收入在投行中的占比至少在六成以上。

最近虽然监管层并未明确表示暂停IPO，但自今年10月26日浙江世宝IPO后至今再无新股发行，今年11月成为2009年6月以来首个无新股申购月份。

而随着IPO审核速度显著放缓，深圳一家新组建投行团队的券商副总裁坦言，如果明年该公司IPO业务仍没有起色，出于每月逾

700万元的固定人力成本压力，将不得不实行末位淘汰制。据悉，该公司年初计划全年完成IPO项目18个，但截至日前尚无一单上会审核，有限的几个再融资项目应付成本支出已捉襟见肘。

回顾国内投行发展历程，可以看到IPO业务对于券商投行来说日益重要。2003年12月底，《证券发行上市保荐制度暂行办法》及其他保荐制度相关规定的实施，标志着发行制度由此前的通道制过渡到保荐制。之后历经多次修订，证券发行定价制度针对不同的上市主体建立了一套相对完善的IPO定价博弈机制。2004年5月，深交所推出中小板。2009年10月，创业板正式开闸。中小板和创业板的推出，也标志着中国多层次资本市场的初步形成，更直接推动了券商投行业务规模的不断壮大。中国证券业协会数据显示，投行年度主承销项目家数由2002年的126家增加到2011年的422家，增幅达到2.35倍；募资由2002年的807.45亿元增加到5403.71亿元，增幅达到5.69倍。

近10年的发展，成就了以IPO业务为主的国内投行，也造就了投行高度依赖IPO业务的格局。现在最大的问题是，投行需要摆脱这种高度依赖IPO业务的单一模式，大力发展非IPO业务，尤其是再融资、并购重组和债券业务。”一位分管投行的券商副总裁表示。

多元化业务格局初现

中国目前这种高度依赖IPO的投行业务，不仅在政策变动时直接导致投行经营大起大落，也完全不符合国际投行通行的业务模式。目前，海外投行业务已围绕自身发展优势建立起多元化、立体化的全价值链服务体系，而国内投行业务服务大多还是围绕提供上市通道一个主题，金融知识技能和资本并没有得到充分发挥。

根据中国证券业协会统计，业务结构方面，中国投行在债券承销，特别是财务咨询业务上，与国际投行还有相当差距。比较高盛集团和本土证券公司中信证券2010年投行收入结构可以发现，财务咨询、股票承销、债券承销三项具体业务的在两者收入占比分别为42.87%与3.29%、30.40%与78.23%、26.74%与18.48%。

从发行结构上分析，国内股票及相关证券融资市场融资额中，IPO占据了绝大多数。2011年中国股票及相关证券发行市场，IPO募集资金规模占股权融资总额的49.61%，公开增发及非公开发行占35.85%，

配股占6.89%，可转债占7.65%。而2011年全球股票及相关证券市场则以再融资为主，发行量为3295亿美元，占股票及相关证券市场发行总量的58.79%；IPO的发行量为1876亿美元，占股票及相关证券市场发行总量的33.47%；可转债的发行量为434亿美元，占股票及相关证券市场发行总量的7.74%。

投行业务必须摆脱单一、高度依赖IPO的传统业务模式，这也逐渐成为行业有识之士的共识。华龙证券总裁助理、投行业务总经理朱彤就表示，IPO只是投行多项业务的一部分，再融资、并购等业务也具备广阔的发展前景，华龙证券目前正在尝试以客户为中心延伸投行业务链条，提供股权融资、债权融资、市值管理、股权激励、并购重组、财富管理、投资顾问等全方位的资本服务业务体系。

曾以承做央企大项目著称的中金公司也表示，该公司十分重视非IPO业务的发展，目前正在大力推动再融资业务、债券业务和并购业务的发展。据了解，今年中金公司在国内业务上再融资项目规模已超过了IPO。中金公司有关人士表示，该公司很早就建立了专门的债券团队和并购团队，2012年债券和并购业务的收入占比进一步提高。长期来看，中金将充分发挥全业务、境内外两栖的优势，深度挖掘并满足客户需求，非IPO业务的收入还将进一步扩大。

最早提出投行业务战略转型的平安证券更是旗帜鲜明，该公司总经理助理周强在接受证券时报记者采访时表示，平安投行业务模式已确立了逐步从以项目为中心到以客户为中心、从投行生产线到投行产业链的战略转型。周强认为，在产业链业务模式下，IPO业务仅为投行业务的发端，目的是引进基础资产，更重要的是为客户提供围绕其价值实现和被资本市场发现”为中心的多种服务，包括股权公募融资、私募股权投资、公开市场债务、私募债务、大宗交易和减持、抵押融资服务、市值管理、持续跟踪等。

加快再融资、并购等非IPO业务发展，是平安投行进行产业链模式转变的最前沿的切入点和试验田，符合平安投行内在转型的需要。”周强说。周强同时透露，平安证券目前正在筹建专门的团队和部门，专职承接非IPO业务，新部门团队在理念、机制、运作模式、人员结构等方面均与传统的IPO业务有较大差异，将与现有IPO团队展开有序竞争，形成正面、有益的互动和影响。

投行业务创新潮起

实际上，打通投行发行承销部门与经纪业务机构服务部门，组建跨投行、经纪、研究的综合销售服务部门，这已悄然不少券商中实施。

据证券时报记者了解，平安证券目前就已新聘任了业内资深的高管和团队负责该公司的机构销售交易和研究，并将对研究销售部门进行强化和调整，加大与投行业务的融合力度，从整体上提升投行项目价值判断、产业链价值挖掘和定价销售能力。

我们公司今年出现一个IPO发行中止后，内部就开始讨论并组建这个部门。”广东另一知名投行一位李



IC/供图

■ 记者观察 | Observation |

中国投行雄起须迈过四道坎

证券时报记者 桂衍民

二十多年间，中国投行业从无到有，发展迅速，对推动经济发展也发挥了巨大作用。但在取得成绩的同时，对比国外百年历史的同行，国内投行业也存在着一些突出问题，只有迈过这些坎”，中国投行业才可能走出国门，走向强大。

首先，国内投行业品种单一，缺乏经营特色。在成熟的资本市场中，投行已由单纯的中介机构转变为投资理财顾问，形成以并购咨询、资产证券化、项目融资、资产管理、风险投资等为核心的新一代业务，投行具有了更多的主动创造性。目前，虽然我国投行已经开始尝试资产证券化、直接投资等创新业务，但大部分投行业务仍然以证券承销保荐业务为主，没有形成各自特色，在创新业务上也还处于初步阶段。

业务范围狭窄带来的最直接的问题就是抵御市场风险的能力不足，承销业务目前仍然难以摆脱靠天吃饭的被动局面。如果新股发行放缓，投行收入将出现大幅下滑；如果市场持续低迷和交易日渐萎缩，承销业务将持续减少。业务品种单一导致投行业务和产品过度的同质化经营、低水平竞争；投行经营成本和经营风险增加，面临较大的生存压力。

其次，投行风险管理及内控机制有待完善。我国投行业的创新业务已经到了厚积薄发的临界点，各项创新业务的推出也对我国投行的风险监控提出了更高的要求。创新业务本身具有与传统业务不同的风险特征，风险控制难度相对更大。加之我国投行风险意识普遍淡薄，现有的风险管理体系尚不具备处理复合型投行业务结构的能力。投行应在经营方式创新、业务创新的同时积极制定行之有效的风险控制方案，并建立各业务品种的风险隔离制度。

与此同时，我国各投行保荐业务的内控管理机制也有待提高。目前我国部分保荐机构的内部控制制度不完善，没有建立严格的质量把控制度和程序，内核和内控部门独立性不够、资源配备不

足，业务流程各环节缺乏监督和制约，导致大量的初始申报文件质量粗糙，对拟上市公司的信息披露不充分、不完整。各投行应当根据自身业务特点，制定有效的业务管理办法、操作规程、工作细则等，并严格执行这些管理规范，加强权限和流程的内部控制，以完善内控管理机制，提高保荐质量，降低保荐风险。

第三，投行的资本约束环境限制了创新业务的发展。国内投行业务长期受制于证券公司净资产规模约束，在设立并购基金、另类投资基金、证券承销包销准备金等方面，存在一定限制。这不利于投行业务由承销保荐为主的被动性卖方业务向主动性的买方业务进行转变，也不利于国内投行业务扩大收入范围，夯实发展基础。另外，较强的资本约束政策，也使证券公司更愿意发展非资本消耗性的中介通道类卖方业务，而不是根据各自不同的主体优势为客户提供差别性的投行服务，并在此基础上打造各自投行业务的核心竞争力。

第四，投行人才结构单一，专业服务水平有待提高。目前我国投行以提供通道性质的服务为主，人才结构单一，创新能力、专业服务水平明显不足，服务的广度和深度难以满足我国实体经济多样化的投融资需求和投行业务多样性的要求。

投行是知识密集、人才集聚的行业。我国投行业缺乏长期性的激励约束机制，令投行业经营行为、激励行为短期化，不注重战略投入，难以吸引和留住高端人才，这也直接导致国内投行人均创收低于国际整体水平。根据中国证券业协会统计，在投行部门人均创收情况下，2011年中国证券公司投行部门总收入排名前五位的券商中，人均创收情况为平安证券103万美元、国信证券40万美元、招商证券53万美元、中信证券19万美元及海通证券49万美元。但2010年全球投资银行的投行部门总收入排名前五位中，人均创收情况为高盛集团212万美元、摩根大通61万美元、美银美林49万美元、摩根士丹利94万美元、德意志银行60万美元。

2010年高盛集团和中信证券业务结构对比

投资银行业务项目	高盛集团		中信证券	
	2010年收入(百万美元)	占比(%)	2010年收入(百万美元)	占比(%)
财务咨询	2062	42.87	16	3.29
股票承销	1462	30.4	381	78.23
债券承销	1286	26.74	90	18.48
总计收入	4810	100	487	100

2002年~2011年项目发行和募资统计

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
发行家数(家)	126	123	144	18	146	302	228	235	489	422
募集资金(亿元)	807.45	814.13	821.42	324.32	2873.5	8435.48	4161.78	3823.88	9633.88	5403.71

2002年~2011年IPO发行和募资统计

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
发行家数(家)	70	67	97	15	76	118	75	129	340	279
募集资金(亿元)	519.15	480.28	346.63	57.63	1693.65	4458.88	1026.55	2188.95	4957.66	2825.07

图表中的项目包括IPO、再融资及并购等业务 本版数据来源：中国证券业协会 桂衍民/本版制图 官兵/本版制图

2011年国内券商投行收入前五券商投行部人均创收

机构名称	收入(百万美元)	从业人数(人)	人均创收(百万美元)
平安证券	267.11	260	1.03
国信证券	203.46	505	0.4
招商证券	34.74	253	0.53
中信证券	115.65	619	0.19
海通证券	112.52	230	0.49

2010年海外投行集团收入前五投行部人均创收

机构名称	收入(百万美元)	从业人数(人)	人均创收(百万美元)
摩根大通	5200	8524	0.61
高盛集团	4810	2274	2.12
美银美林	4600	9338	0.49
摩根士丹利	3800	4056	0.94
德意志银行	3500	5821	0.6