

# IPO新政力克“三高” 投行资本市场部趁势上位

证券时报记者 桂行民

“首发募股(IPO)暂缓期间,市场上出现很多负面新闻,大部分是针对‘三高’问题,所以此次改革如何定价也较受关注。”在12月2日北京召开的新股发行重启相关会议上,监管部门负责人开门见山的表态令与会券商耳目一新。

与上述表态一致的还有,在《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》(简称“意见”)中,证监会通过调整新股配售办法、增加老股减持和市值配售、将新股发行时间窗口交还主承销商和发行人等多种方式,力图破解新股发行中久烧不退的高发行价、高发行市盈率和超高的募集资金。

证券时报记者发现,这让原本在投行中并不受重视的资本市场部行上台前,成为与项目组地位相当的实权部门。

## 新政多管齐下力破“三高”

证监会新闻发言人介绍称,此次改革后将不再执行25%规则,将从推动存量发行等方面解决新股高定价和“圈钱”问题,但并不意味着要放松对新股高定价和对“圈钱”的约束。发言人表示,新股发行“三高”,核心就是发行定价高。问题产生的原因很多,有新股炒作的原因,同时还有新股供求不平衡、发行人和保荐机构高定价冲动、“打新股”、“人情报价”等诸多因素。

据了解,此次《意见》主要从三方面着手:一方面是保持平衡供需,抑制高定价,更大程度发挥市场调节作用,使发行价格更加真实地反映市场供求关系;第二方面是强化约束,促进合理定价;第三方面是加强监管,威慑违规定价。

某投行人士分析称,为强化约束,促进合理定价,此次监管部门主要依靠五大举措:首先是针对发行人,把减持行为与发行价挂钩,限制发行人定高价;其次是采取措施约束网下配售的机构投资者报价高,确定发行价时,要求先剔除报价最高的10%的申购量,报价最高的部分将不得影响发行定价,报价最高者也不能获得配售,防止了“人情报价”或盲目报高价;三是提高网下配售比例,限制网下配售的投资者家数,加大报价申购的风险;四是针对主承销商,引入自主配售机制;五是提高招股、定价、配售各环节信息的透明度,供网上投资者申购决策时参考,防范定价配售环节的暗箱操作。

各承销商请平衡好双方利益关系,不能单独偏向发行人定高价,超募分成等现象,一旦发现,肯定会停止承销商相关资格。”在新股发行重启相关会议上,监管部门相关负责人明确表示。同时,对于新引进的老股减持、券商自主配售等环节可能涉及的利益,上述负责人也要求主承销商特别注意,若这些销售环节出现问题也会被暂停承销资格。

## 资本市场部门地位陡升

资本市场部以后将是一个非常敏感的部门,和项目组一样。”经过内部深入探讨后,深圳一位承销专员对记者表示。而在以前,投行资本市场部充其量只能算一个中台业务部门,项目组才是投行业务核心。

上述承销专员表示,资本市场部以后不仅事关承销资格,更是衡量承销商销售能力的重要部门。当然,资本市场部在发行承销过程中也牵涉着各种利益关系,从报价引导、询价传播、定价高低、配售归属等,每一环都有着巨大利益。

今后必须做实投行资本市场部,这将是券商投行十分重要的业务部门。”一位证券公司副总裁表示,从此次改革内容看,资本市场部不仅涉及定价、推介、路演、定价、配售,更为关键的是发行时间窗口的选择、最终预期价格下的成功销售都与资本市场部息息相关。这个部门已成为项目价值实现的关键环节,甚至在某种程度上比项目组更重要。

而就在新一轮IPO新股发行体制改革发布之前,已听到风声的部分证券公司便开始招兵买马扩充资本市场部。据记者了解,广州证券、东北证券等一批中小券商纷纷在市场上招聘资深人士充实旗下资本市场部力量,那些具备销售经验,又有机构客户资源的营销高手十分走俏。

与之对应的是,平安证券、国海证券和华林证券等券商早已将原属于经纪业务部的机构客户资源划归至投行部门或提升至公司总部层面,成为支撑投行资本市场部的销售部门”。由此可见,不少券商未雨绸缪,早已应对新股发行体制改革,在《意见》尚未发布前就悄然开始对机构关系进行维护。



桂行民/制表 彭春霞/制图

## 券商掌权新股发行 投行拟加大路演力度

证券时报记者 杨庆婉

新股发行体制改革终于揭开了神秘面纱,券商投行纷纷摩拳擦掌,以应对承销环节的诸多变化。

由于此次改革将发行市盈率25%红线取消,并将网下报价最高的10%申购份额剔除。这更加考验券商定价能力,投行将加大发行路演力度,前期市场摸底和路演时间将更加充分。”某上市券商资本市场部总经理向证券时报记者表示。

## 券商定价能力大考

此次发行改革放开了新股定价权和配售权,无疑对券商的定价能力和内部控制水平提出了巨大的挑战。

在日前下发的《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》(简称“意见”)中,新股发行市盈率25%红线取消。

上海某上市券商资本市场部总经理向记者表示,监管层比较实事求是,这样能让发行定价更趋市场化,超过行业平均市盈率,只需发行人做充分的风险提示即可。

但与此同时,《意见》要求在询价和配售阶段,网下报价需剔除申购总量中报价最高的部分,剔除的申购量不得低于申购总量的10%,并不能参与配售。

这是出于抑制发行价过高的考虑,投行在剔除最高申购份额10%之后,必须找到合适的定价以符合有效报价人数,并能有效覆盖募资规模。”上述券商资本市场部总经理解释。

《意见》要求,公开发行股票数量在4亿股以下的,提供有效报价的投资者应不少于10家,但不得多于20家;公开发行4亿股以上的,有效报价在20-40家之间;网下筹资总额超过200亿有效报价不超过60家。

据证券时报记者了解,资本市场部七八成首发股票数量在4亿股以下,此前要求有效报价必须在20家以上,这次实际上降低了有效报价的数量。只要能募集到资金,其实不必太在乎多少家报价机构。”北京一位投行人士称。

在配售方面,《意见》指出,网下配售40%应优先向公募基金和社保基金配售。上述券商资本市场部总经理认为,这条新规的影响并不大,从数据上看,以往网

上配售获配的公募和社保基金占比在37%左右,所以40%的比例是比较合理的。”

另一位负责新股发行的北京投行人士表示,此次发行改革放开了新股定价权和配售权,这无疑对券商的定价能力和内部控制水平提出了非常大的挑战。

## 加大市场摸底及路演力度

从国外和香港市场经验来看,新股改革后公布发行批文没有马上完成募资的情况将有所增加。

上述北京投行人士表示,以往发行人和承销商在拿到发行批文之后都会尽快发行,不完全按照市场环境来选择发行。而此次改革将发行批文有效期从6个月延长至12个月,承销商和发行人可自主选择发行时机。

这要求投行与投资人进行更充分的沟通,既要了解其具体需求,又要管理发行人的预期。”负责新股发行的北京投行人士向证券时报记者表示。

业内人士认为,从首发申请到审核结果揭晓仅需3个月,新股的供求关系将发生重大变化。当市场环境好、打新资金充裕的情况下,新股将扎堆发行。买方机构有很多选择,发行人要卖个好价钱也没那么容易。但市场环境差的时候,又少有新股发行,市场的作用会更加明显。

受访的几位资本市场部人士均表示,投行必须加大市场摸底和路演的力度,一方面要选择好的发行时机,另一方面则要引导发行人与投资者建立良好的沟通。

从国外和香港市场的经验看,新股改革后公布发行批文没有马上完成募资的情况将有所增加,也即狭义的“发行失败”将有所增加。

上述北京投行人士却认为这并非坏事。实际上,光大银行等很多赴港上市的新股在发行前都进行过不只一次的市场摸底和路演,意识到市场环境不佳或时机不对的话,重新选择发行时点对发行人和承销商都有好处。”他说。

而对买方机构而言,必须增加调研新股的时间。前述上市券商资本市场部总经理称,买方从申报到公布审核结果这三个月时间要对新股进行深度调研,才能在网下询价阶段理性报价,增加中签的可能性。

## 券商投行重归IPO独大格局

证券时报记者 张欣然

在首发募股(IPO)暂缓期间,券商投行被迫调整长期依赖IPO收入的业务结构,债券、再融资、并购重组及新三板等业务承销一度成为各券商争抢的蛋糕。

然而,随着IPO的重启和项目周转速度的加快,IPO业务将再度成为投行业务主力。

## 投行业务“左右手”互换

IPO开闸,短期内影响主要将集中于中小券商,因为其团队规模较小,主要人员和精力将落到IPO在会项目上。”某上市券商投行人士称,但长期来看,各券商会根据自身优势进行准确的业务定位及分工,实质影响较小。

在IPO暂缓的一年多中,投行被迫转变以IPO为业务核心的传统思路。”一位不愿具名券商人士表示,在此期间投行业务收入构成也发生了显著变化,一批曾经在IPO红海厮杀的券商投行逐渐在非IPO业务的蓝海实现突破。

证券时报记者发现,这一年多来,债券、并购重组、新三板等业务挑起了投行

收入的重担。Wind资讯数据显示,截至11月30日,今年券商承销收入合计26.67亿元,其中23.82亿元来自再融资,占比超八成。与此同时,投行传统的收入主力——保荐业务和首发承销业务几乎颗粒无收。而2012年同期券商承销收入合计为65.01亿元,仅8.48亿元收入来自增发,其余54.37亿元收入由IPO贡献。

东边不亮,西边亮。上海某券商非银行金融行业分析师认为,IPO的暂缓改变了券商投行收入结构,但可以预计的是,随着IPO重启步伐的临近,券商投行收入将放量回升,IPO业务将再度成为投行业务主力。

新股发行制度改革之后,部分并购业务可能将转移至新股发行,投行业务“左右手”互换。”广发证券研究报告认为,由于借壳从严,新股发行更为通畅,预计部分借壳或者拟被并购的企业可能会转向新股发行,投行收入“左右手”互换,所受实质影响较小。

## 难改IPO独大格局

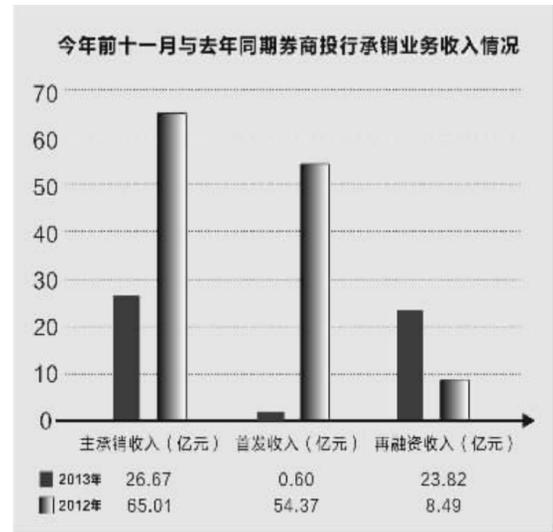
虽然都是投行业务,但IPO和再融资的竞争模式不太一样。”深圳某资深投行人士称,IPO注重的是承揽,因为拟上市公

看重的是投行团队及其过往业绩;而上市公司再融资侧重的则是承销,看重的是券商的平台和销售能力。

此次新股发行新政对券商影响最大的是自主配售和注册制。”招商证券非银行金融行业分析师洪锦屏表示,注册制意味着证监会发审委的权力很大一部分下放至券商,券商对上市公司的谈判力上升,有了未来收费上升的基础。此外,新政规定自主决定发行数量,能力强的券商可充分发挥优势,不容易出现收入季节性明显波动的局面;而自主配售意味着券商可以自主决定将IPO的份额配售给哪些客户,这也将提升券商对客户的谈判力,项目多的券商客户粘性也将大幅增加。

假设2014年有150家公司成功上市,券商投行收入有望同比增长100%以上,对营业收入的增量贡献将达到5%。”东方证券研究所王鸣飞认为,按照目前监管部门传递的信息,明年初将有50家企业IPO,760多家企业的审核工作需要一年左右时间,因此不排除2014年投行收入增量贡献超过10%。

而申银万国研究所预计,2014年整个券商行业净利润增长30%,其增长主要来自IPO重启以及融资融券、股权质押融资业务继续放量等。



数据来源:Wind资讯 张欣然/制表 彭春霞/制图