

聚焦 FOCUS 证券公司创新发展研讨会再回首 (三)

投行要新股承销、债券、并购三箭齐发

证券时报记者 肖渔

监管在变、市场在变，客户在变，当前我国券商投行领域正面临前所未有的全新环境。如何积极适应外部环境的转变，在参与证券公司创新发展研讨会投行业务分会场的代表们看来，投行业务要在深化传统投行保荐业务创新的同时，发展并购业务和固定收益业务，拓宽投行创新空间。

提升并购业务能力

2011年我国并购市场规模已超过了股权融资规模。不过，尽管并购规模大，但国内投行参与程度不深，业务主要集中在重大资产重组这一通道业务上，国内投行在搜寻并购机会、方案设计、估值定价、撮合交易等方面的竞争力，尚待提高。

业内认为，投行应积极提升并购业务能力，创新并购融资手段，提高从业人员综合素质，并构建起跨境并购网络。据介绍，目前具有保荐资格的75家券商，设有独立并购重组部门、配备专门并购重组业务人员的公司仅20家左右，从业人员尚不到从事保荐业务的投行人员总数的1/10，并购专业人才亟待充实。

与会券商还提出两则相关政策建议：一是借鉴新股发行体制改革中“弱化持续盈利能力的判断，强化信息披露”的理念，适当放宽并购审核标准，通过完善信息披露，将主要决定权交由市场，以进一步活跃并购市

场；二是允许券商在并购过程中开展买方业务。

投行保荐与承销要并重

会上大家一致认为，投行业务模式应从“重保荐轻承销”向“保荐与承销并重”转变。应当通过组织创新，着重提升销售和研究两方面能力。

一是要强化销售网络，平衡融资方和投资方的利益。在新的发行模式下，投行的客户既包括融资企业，也包括在一级市场上购买股票的投资者。只有有效对接双方，才能实现股票的发行销售。因此，投行应通过发挥资本市场部门、股票销售交易部门的作用，在公司内部形成制衡机制，充分平衡融资方和投资者之间的利益，创造多赢的局面。

二是要增强投行研究能力，充分挖掘企业价值，揭示企业风险。今后投行的核心竞争力将不仅仅是拿捏监管机构审核偏好以确保企业顺利过会，而是如何充分发掘企业的真实价值，揭示企业的风险，因此对投行研究能力提出更高要求。

研讨会对于推动新股发行体制下一步改革也提出了建议。首先，给予发行方案设置更大的灵活性，允许主承销商在发行方案设计时根据市场环境和项目特点量体裁衣。

其次，进一步扩大投资者范围。逐步放宽对推荐类机构和个人投资者具体家数的限制，促使各家主承销商培养与项目匹配的客户群体。

再有，逐步给予主承销商一定的配售权。这将有利于券商培养真正的销售

端客户，主承销商内部可以由资本市场部门相对公允地平衡发行端客户与销售端客户的利益，从而促进定价更合理化，同时，也使得研究能力强、倾向长线投资的机构投资者，可以获得更多的投资机会。

打造固定收益全产品线

大家认为，当前我国债券市场迎来重要发展机遇。但券商并未充分分享到债券市场蓬勃发展带来的红利。因此，要重点开展做市商业务，将债券市场上的流动性对接到债券发行人。具体而言，可从三方面入手：一是将传统的债券自营、债券承销等分散竞争、分散管理的业务板块，整合成为一体化的固定收益综合平台；二是提高杠杆水平，做

大资产负债表，扩大平台容量；三是通过产品创新，形成“收益与风险匹配”的系列产品。

对发展债券市场的政策建议包括：一是提高债券发行审批效率，使得债券发行能够成为比银行贷款效率更高的融资工具。二是做大交易所债券市场。要超常规发展和培育基金、资产管理、企业年金等债券机构投资者群体，积极将个人投资者引入债券市场。三是加强与相关监管部门沟通，减少对券商同业拆借的窗口指导，增加券商同业拆借规模。

此外，建议放开券商经营外汇和大宗商品业务，推进债券做市业务，尽快引入利率期货、利率期权等金融工具，打造证券公司真正意义上的固定收益(FICC)全产品线。

中银国际：主承销商应设置更灵活发行方案

中银国际证券表示，未来在新环境、新制度下推进投行业务创新，主承销商应该更灵活地设置发行方案。由于市场总是不停变化，有冷有热，项目也各有差异，主承销商必须在变化的环境中去判断风险，为此希望未来在发行方案设计上能有更大的灵活性，根据当时的市场环境及项目特点量体裁衣。

首先，新制度允许发行人和主承销商在发行核准批文的有效期内自行选择发行时间窗口择机发行。未来中银国际将在深入研究二级市场走势、同期一级市场发行环境、市场资金面等因素的基础上，更精准地选择发行时间窗口，争取更优的发行结果。

其次，针对每个项目的特点，在对市场资金面和投资者偏好研究的基础上，设计发行条款。新制度给予了主承销商在发行方案设计上更多的灵活性，中银证券也希望未来能与监管

机构在回拨机制、网上网下比例等发行方案条款设计上的创新进行更深入的探讨。

三是为保护中小投资者利益，确保机构投资者不能凭借资金优势攫取个人在新股发行中的份额，可仿照香港的做法，考虑根据每个账户的资金规模给予不同配售比例、网上人均1000股等。

四是在没有法定锁定期的情况下，借鉴国际经验，根据投资者自愿锁定的期限，在分配股票时尝试不同的配售比率，合理设置股东架构。

中银国际证券表示，当前新股不愁卖的时代已经过去。2011年以来，新股的估值出现了明显下滑，目前新股平均发行市盈率基本在30倍左右，已开始接近合理区域。

不过该公司也指出，新股发行市盈率的走低与大盘低迷以及目前的市场舆论有一定关系，基础并不牢靠。

在境内较为特殊的买卖双方利益不太均衡的情况下，永远都有动力去争取高发行价格的一方掌握定价权，如何从制度上和从发行人预期管理上保证新股的理性定价是需要解决的问题。

对新股发行体制下一步改革的意见，中银国际证券还建议，进一步推进改革的深度与广度，以给投行业务创新提供更大的空间。如逐步放宽对自主询价对象家数的限制，以促使各家主承销商培养与自身承揽的项目相匹配的独特客户群体。而这部分客户群体的成长壮大，可以形成一股有效的制约力量，打破目前市场普遍认为券商更多站在发行人一方的利益格局。

此外，建议逐步给予主承销商一定的配售权，在取消网下配售3个月锁定期的基础上，借鉴国际经验，根据投资者自愿锁定的期限，在分配股票时尝试不同的配售比率，促进股东结构的优化。

海通证券：增强投行定价销售能力

随着市场化改革的深入，投行之间的竞争将从传统的项目执行能力，转化为项目质量、定价能力和销售能力等全方位的比拼。为此，海通证券建议，未来证券公司投行业务的创新应该该创新激励机制，创新业务流程。

海通证券认为，目前，国内大部分投行的激励制度是简单的分成制。在原有业务单一的背景下，该项激励机制是较为简便、有效的方法。但随着业务领域的扩张，产品线收入差异的扩大，若仍停留在按项目收入“一刀切”地比例分成，将不利于激发业务人员工作的积极性和主动性。因此，建议改革和创新激励机制，开发多维的激励方案。

此外，投行还要创新业务流程，增强投行定价销售能力。市场化改革的

目标是使发行人、投行和投资者之间的市场博弈更加均衡。随着新股发行逐步从卖方市场转变为买方市场，定价销售能力也逐渐成为投行竞争力的重要组成部分。针对新的形势，海通投行已着力加强资本市场部的建设，力求使其从过去的衔接部门转变为买方和卖方之间的桥梁部门，重点提升部门整体的研究、定价和销售能力。未来，投行应从“全业务链”的视角出发，建立投行业务发展协作体系，从而进一步增强投行定价和销售能力。

对于进一步完善新股发行体制，海通证券提出两点看法。

第一，对“高于行业市盈率25%”的相关规则进行补充和细化。首先是行业市盈率指标的选取。目前上交所、深交所和中证公司都在发布有关行业

平均市盈率，由于统计方法不尽相同，使得同一行业平均市盈率水平存在较大差异，因此，需要出台配套细则规定行业市盈率的选取，以求投行使用时的统一和规范。其次，建议在设定“高于行业市盈率25%”规则的同时，对《上市公司行业分类指引》做相应修订。

第二，逐步赋予主承销商配售权。目前新股发行的网下配售环节，主板采取比例配售，中小板和创业板采取摇号方式，相对而言前者获配数量较低，后者存在不确定性，这在一定程度上影响了询价对象参与询价的热情。而赋予主承销商配售权，一方面可以真实反映投资者需求，尽量让有投资意愿的投资者获得配售；另一方面也有助于主承销商与有定价能力的投资者形成长期的关系，使新股定价更趋合理。

广发证券：将并购重组作为战略业务培育

广发证券表示，对投行来说，并购重组业务具有技术含量高、客户黏性强，智力驱动、资产资本消耗小，综合性强、业务衍生和辐射能力强等特点，在诸多业务中被誉为皇冠上的明珠。因此，国内投行应对其高度重视，并将并购重组业务作为战略性业务进行培育，改革相关考核和激励模式，设立专门的并购重组部门，鼓励和吸收更多优秀人员加入。

广发证券指出，我国上市公司并购重组虽取得了长足发展，但其功能尚未得到有效发挥：一是并购重组在资本市场上对于资源配置仍处于从属地位；二是并购重组的创新性不足；三是专门从事并购重组业务的投行人员数量较少，素质有待提升。

至于如何进一步发展并购，促进经济转型，该公司认为，第一，要进

一步完善并购重组审核制度，提高审核效率。建议对于市场化的并购重组，适度放宽并购审核标准，不对并购标的盈利能力作强制要求，通过完善信息披露，强化股东尤其是公众股东、独立董事、财务顾问、社会舆论的约束作用，将主要决定权交由市场，以进一步活跃并购市场。

优化审核流程，缩短审核周期，提高企业并购重组效率。建议监管部门在完善信息披露制度的基础上，进一步优化上市公司并购重组的审核流程，缩短审核周期，对符合一定条件的上市公司并购重组减少审核环节，甚至不进行事前核准，而改为事后备案。

第二，加快落实国务院《关于促进企业兼并重组的意见》，充分发挥市场主体的积极性、创造性，鼓励并购业务创新。监管部门在厘

清监管边界的基础上，还可以进一步放松管制，赋予市场主体更大的创新空间。

鼓励支付手段创新，拓宽并购融资渠道。应积极支持过桥贷款、并购贷款、并购基金的发展，并允许证券公司设立控股型并购基金、参股型并购基金，多方面、多渠道着手解决并购重组融资难问题。

放松对发行股票购买资产的价格限制，建立更有弹性的定价机制。建议在进一步优化健全相关约束机制的基础上，逐步放松上市公司并购重组中定向发行新股的定价管制，可以参照非公开发行，允许进行调价，或者引入定价基准日后价格调整机制，为并购交易顺利完成留有余地。

发挥券商贴近市场、专业能力强的优势，允许券商在并购过程中开展买方业务，提高券商服务实体经济能力。

中信证券：固定收益业务是投行创新蓝海

中信证券认为，未来中国将逐步进入以金融脱媒、利率和汇率市场化为主要特征的金融深化过程，中国资本项目开放的步伐也将加快，这一趋势将不可逆转。同时，从经济货币化到经济金融化的转变过程中，债券市场将迎来重要的发展机遇。这将突出表现为：

一是产品供给更加丰富，规模将更大，占社会融资总额的比例将显著上升；二是产品创新将更加活跃；三是人民币国际化将推动境外债券市场发展以及由此形成的跨境业务机会；四是货币增速放缓以及利率市场化，将在一定程度上改变投资风险偏好，相对提升较为安全的固定收益产品的吸引力，同时金融脱媒，资产安排多元化将导致对固定收益类产品的持续性增加。

但当前就固定收益业务而言，整个行业呈现三个显著的状态，一是资

本杠杆几近于无，而美国证券业相当保守的杠杆倍数为15倍；二是106家证券公司陷入低水平的同质化竞争中，所有证券公司的主要收入来源均来自传统的“通道型”业务收入；三是产品创新、主动进取的空间有限，压制了证券业最活跃的固定收益领域的创新功能。长此以往，将错失成就具有全球竞争力的本土证券业的良机。为此，中信证券建议，未来我国证券公司固定收益业务要提升竞争力，就需要逐步从传统的自营、承销等分散竞争、分散管理的模式走向依赖平台、提供综合化服务的资本中介型业务模式。

未来证券公司的目标应该是：重点开展以做市商为核心的资本中介型业务，成为市场的组织者、产品的设计者、流动性的提供者、交易的参与者和对手方以及风险的管理者，构建“巨大”（业务、人员、

收益）而“稳定”（低风险、低波动率）的固定收益业务。而要实现这一目标，未来主要路径选择就是不断加强创新。

通过创新，形成不同“收入-风险”关系的产品谱系，构建具有一定深度和广度的多层次固定收益市场，满足不同风险偏好的投融资需求；通过创新，加大对非通道产品的设计、交易、做市力度；加强为财富管理提供广泛而有深度的业务咨询和策略服务；通过做强做市业务，实现流动性套利、客户套利、产品套利、创新套利，大力发展资本中介型业务。

同时，实现从“以产品为中心”向“以客户为中心”的转变，实现“服务内容”与“服务平台”的进一步融合。未来，以客户为中心意味着：客户将是产品的销售对象、是交易的对手方、是创新的重要源头，也是共同发展的合作伙伴。

瑞银证券：券商要为企业跨境并购搭桥梁

瑞银证券表示，2011年中国跨境并购市场价值962亿美元，较2010年增长5.7%并创下历史新高，2012年仍将是中国跨境并购大发展的一年。

瑞银证券同时对中国出境并购交易成本进行了分析，指出在近年来已公布的交易中，有大于80%的交易已顺利交割，10%在交易新闻或传闻公布后没有下文，7%左右是买方退出。在94例买方退出导致的交易失败的交易中，现有数据提供了其中24宗交易的具体失败原因，其中买方未能在规定时间内提出收购协议条款占比较大，而外国政府不批准也是导致交易不能进行的原因。

此外，瑞银证券还就中国企业如何抓住难得的海外扩展和投资机遇提

出几点建议：

首先，券商要为中国企业顺利实施跨境并购搭建“桥梁”，发展并利用自身海内外客户资源及网络优势，为中国企业发掘并推荐符合企业发展战略的潜在“目标”。

同时，券商也可积极整合国内企业的并购需求，在适当的情况下促成中国企业以联合体的形式，实现资源、资金、技术等方面的共享，分散投资风险、实现协同效应、增强跨境并购业务中的讨价还价能力。

其次，中国企业实施海外并购交易的资金主要来源于银行借贷，充足的交易资金保障是顺利实施海外并购的先决条件，银行可在资金额度，融资成本及债务偿还安排等方面继续对中国企业提供有力支持。

再次，政府应通过外交手段在特殊政治区域给中国企业跨境并购关键支持，这将给中国企业出境并购提供十分重要的优势和价值。希望相关审批机构在适当的情况下继续给予中国企业尤其是上市公司更多豁免及审批支持，协助中国企业在交易可行的前提下迅速抓住投资机遇。

此外，虽然跨境并购在全球多以现金为主要出资方式，但也不乏以股票作为作价的案例，随着人民币的国际化以及中国大型企业在国外的影响力日益扩大，不排除在未来几年内出现国际卖家接受国内买家以股权作为作价的可能。相比于欧美等国的上市公司买家，甚至是在美国上市的中国企业，国内上市企业在使用股权并购上面临更为繁琐的监管限制。

第一创业证券：放开对自营资产限制

目前国内证券行业和资本市场的发展面临很多困难和问题，整个行业利润率已经下降到接近亏损的地步，而证券业资产规模在中国金融资产总规模的比例只有微不足道的2%，这种格局与行业的应有地位以及中国经济在世界上的地位非常不相称。为此，第一创业证券认为，不解开捆住国内投行业务的限制，让中国投行在国内竞争中得到锻炼，这一行业就永远也不能成为中国经济保驾护航的历史使命。

事实上现代的投资银行早已经超越了传统的收取佣金的范畴，全球化的企业不仅仅需要承销股票和债券，还需要在汇率和商品等方面的服务，投资银行的经营需要跟随实体经济的要求和客户的需要而变化，而不是人为地把投资银行的业务限制在传统的领域。”该公司表示。

他们认为，目前投资银行存在的问题不仅仅是经营范围，更深层次的还有经营的模式：投资银行提供的是金融中介服务，这种服务的核心远不是简单的资讯服务或者传统的代理买卖的中介服务，核心是吸收、消化、对冲风险，根据投资者的需要提供其需要的风险-收益组合，并以代理或者对手交易的模式来实现，是资本中介。

本质上金融企业都是经营风险的企业，因此证券公司绝不能因为过去的教训片面回避风险，畏惧风险，相反应该主动去持有风险和管理风险，来满足实体经济的需要。”第一创业证券指出，证券公司管理风险和提供服务的核心就是使用自营资产来进行做市交易，但目前对证券公司自营资产的过度限制，看上去保护了证券公司不会出现大的资本亏损，却根本上影响了证券公司对于实体经济服务的能力。

因此，该公司提出三点建议：第一，继续提高债券的发行效率，使得债券发行成为能比银行贷款效率更高的融资工具；超常规发展基金、资产管理、企业年金等债券机构投资者群体，积极将个人投资者引入高等级债券市场；尽快引入利率期货、利率期权等金融工具；积极鼓励和创造条件，推进债券做市业务，提高债券市场效率。

第二，积极协调和放开证券公司经营外汇和大宗商品的业务，不仅仅是通过期货公司代理进入期货市场，更重要的是允许通过场外交易的模式，为客户提供量身定做交易服务。

第三，进一步放开对于自营资产的限制，监管机构只需严格控制对客户资产的挪用行为和执行好投资者保护原则，确保不会造成系统性的金融风险；证券公司投资什么，盈利与否更多是股东需要关心的事情，其风险由股东承担。（杨扬 整理）