

考验券商能力 增强客户黏性

投行热议科创板“保荐+跟投”机制

□本报记者 赵中昊

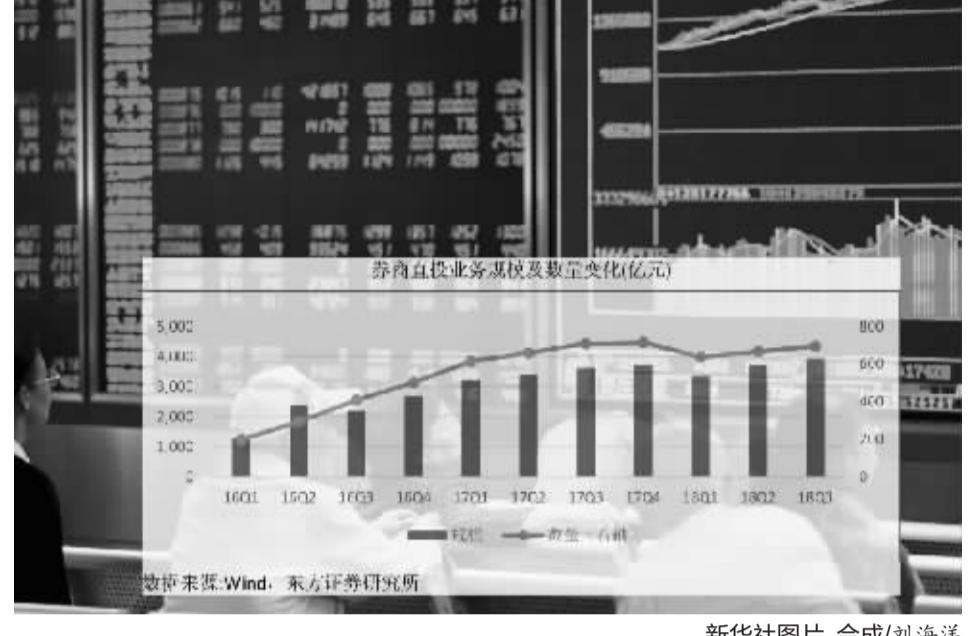
科创板规则提出试行保荐机构相关子公司“参与本次发行战略配售”。业内人士认为,跟投机制在对券商市场化定价能力及资源整合能力提出更高要求的同时,还可增强客户黏性,便利保荐机构更好地黏住客户,并将部分改变直投业务的运作模式。

体现对法治化的尊重

目前来看,券商跟投机制只是在IPO层面,还未涉及后续的增发和重组阶段。前资深投行人士王骥跃表示:“保荐机构成为上市公司股东后,可参与上市公司重大事项的表决,对于保荐机构黏住客户更有便利性,之前广泛存在的上市公司再融资或重组更换券商的情形可能会减少。但同样的,抢别人客户也会更难。”

券商定价能力仍是跟投的关键。“据统计,在全球主要资本市场,发行首日即跌破发行价的比例近50%。这意味着如果发行人发行价格大幅高于市场预期,基于券商跟投机制,券商直投子公司将面临跟投即亏损的可能,甚至出现券商整体项目收益为零甚至为负的情况。”方正证券相关业务负责人表示,保荐机构和直投子公司是两个相互独立的法人主体,拥有着不同的决策机制及考核机制,再加上合规、风控等多方面要求,事实上对券商的发行定价能力提出了更高的标准。

值得注意的是,征求意见稿中的表述是“可以参与本次发行战略配售”,正式稿中的表述删去了“可以”二字。王骥跃表示,征求意见稿所表述的“可以”,是给了保荐机构选择权,但各方面传达的监管意图却是“应当”,保荐机构并没有选择权,而是一项义务。“可以”与“应当”的差异,就是“权利”与“义务”的差异。规则删去“可以”二字,不仅体现了监管意图,更重要的是体现



新华社图片 合成/刘海洋

制度设计者放弃窗口指导的决心,以及对法治化的尊重。

考验券商业务协同能力

跟投也考验着券商的资本实力。长期来看,国内券商投行业务的保荐承销费率呈现逐年下滑趋势,传统通道业务利润下降。对比欧美券商转型历程,重资产业务的转型或是必然趋势。

兴业证券投行相关负责人对中国证券报记者表示,在跟投机制下,券商投行业务从通道式保荐承销变为持续性市值管理模式,对券商的研究能力、估值能力、定价能力、销售能力提出新要求。从项目承揽,到持续督导期结束、跟投减持退出,券商投行与另类子公司需全面合作,同时通过老股托管、经纪佣金和企业董监高专项资管计划等方式带动多项

业务发展机会,形成多部门合作的大投行业务转型。

具体到科创板项目,实际跟投规模预计不会特别大。王骥跃认为:“除非是蚂蚁金服这种大项目,一般的科创板项目跟投金额最多也就几千万,不会影响太大。但是,对于项目较多且项目普遍较大的证券公司而言,整体占用资金会比较多。”

王骥跃认为,跟投制度的设计,要求保荐机构的相关子公司接受发行价参与战略投资,而这些子公司和投行间的利益可能存在不一致,即使更高层可以协调,但毕竟存在内部博弈和制约,要求投行与投资部门之间要更紧密地交流。

“未来很可能会出现投行保荐,但直投不予跟投会导致无法申报抑或高价跟投的情况,因此,券商的发行定价能力、协调能力和

资本实力是投行项目成败的关键。”上述方正证券相关业务负责人表示,有鉴于此,方正证券及其子公司借鉴国外投行的先进经验,已完成组织机构转型,建立了大的机构投行业务条线,以实现合规前提下公司机构投行业务的全面协同。

直投业务模式或部分改变

有分析人士指出,券商跟投机制拓宽了券商直投业务的投资渠道与退出通道。不过,上述方正证券相关业务负责人表示,设置跟投机制的目的主要是为了避免道德风险及定价不合理导致的市场大幅波动。

“券商跟投机制或部分改变直投业务的运作模式。”上述方正证券人士表示,原有券商直投业务会根据自身投资风格,选择不同阶段的企业进行投资,进而形成不同的退出策略,也会根据自身的专长聚焦于不同的行业。而券商跟投机制或使券商部分直投业务的投资方向相对明确为七大新兴行业,在退出渠道上也固定为二级市场退出。

也有业内人士提出不同看法。“科创板跟投属于被动投资,不是主动投资,不影响其他投资,但客观上会占用投资公司的资金,因此影响的是规模,而不是运作模式。”王骥跃表示,更进一步讲,保荐+跟投机制应该会引导券商直投业务更关注适合科创板上市的公司,培养定价能力和选择优质项目的能力,在合规前提下主动出击为保荐业务揽客,以及更早更深入地去了解发行人,为将来发行定价及深度服务打好基础,降低投资成本。

也有分析人士指出,跟投机制或使券商面临保荐项目上市后经营管理不确定性带来的更大风险和压力。拥有持续盈利能力的优质企业后续执业风险和经营风险较小,券商承揽将更加重视企业质量的选择。此外,在锁定期内,为防止企业业绩下滑,券商必须做好持续督导工作,帮助企业强化核心竞争力。

险资候场科创板 电子科技类公司料受青睐

□本报记者 程竹

险资投资科创板带来利好消息。3月11日,银保监会副主席周亮回应:“在资本市场中,我们鼓励长期资金的运用,在保险资金上也会进行一些鼓励。相信科创板和所有的股市应该是一样的。”

中国证券报记者了解到,多数保险机构近期正积极准备参与科创板。年初至今,保险公司密集调研电子科技类等科创公司。保险人士预计,从险资自身属性来看,投资仍会求稳,未来在科创板会更加偏向“新基建”及5G商用等上升空间大、确定性强的概念机会。

险企密集调研科创板

多位险企人士表示,接下来会密切关注科创板的进展,待放开投资后,将积极布局。

从近期保险机构密集调研中可以窥见,保险公司对电子科技类等科创公司关注频繁。Wind数据显示,从行业分布角度来看,今年以来,险企调研的上市公司主要集中在电子、计算机、机械设备、医药生物、轻工制造、家用电器等热门行业。其中,海康威视、沪电股份等10家电子行业上市公司以及超图

软件、中新塞克等8家计算机行业上市公司接受险企调研。

川财证券分析师杨欧雯指出,保险资金对投资收益、久期、回报率有相对明确的要求,是资本市场上较为典型的长期资金,在约束条件满足的情况下,险资可以作为科创板企业合适的资金来源。

华夏保险人士认为,保险在资金属性上还是偏保守,不会主动出击去二级市场寻找标的,最好有一个母基金的形式(FOF\MOM)来做平滑收益的缓冲。

天风证券认为,科创板更加重视长期投资者。科创板将询价对象限定为公募基金、证券公司、保险公司等7类机构投资者(排除个人投资者)。此外,在网上申购前还需披露公募基金、社保和养老金三类长期投资者的报价情况。可以预见,科创板将赋予长期投资者对科创企业更大的定价权。

前期增量资金有限

多数保险公司认为,如没有优惠价格,险资前期将不会为科创板带来多少增量资金,除非有一二级联动的项目(在上市前已有过投资或其他接触)。

东方金诚首席金融分析师徐承远表示,

因投资偏好和投资能力的不同,保险公司对投资科创板的热情也有所差异。由于保险资金整体的稳健投资特性,其投资科创板上市公司股票应是一个阶段演进的过程,前期资金体量应该不大。

华夏保险人士认为,保险在资金属性上还是偏保守,不会主动出击去二级市场寻找标的,最好有一个母基金的形式(FOF\MOM)来做平滑收益的缓冲。

“考虑监管机构的试点推进和险资对科创板逐渐了解熟悉,前期险资投资科创板的体量估计有限,预计会相对集中在中大型险资。”华北某保险公司投资总监指出。

“在标的的选择上,主要还是结合战略新兴产业中的硬科技公司,比如5G、半导体、人工智能、生物医疗、航空航天、智能制造等。初期估计以股权投资拟上科创板企业为主,二级市场参与为辅。”上述投资总监补充道。

呼吁投资细则出台

保险机构锁定标的的同时,业内期盼银保监会尽快出台“险资投资科创板相关细则”。北京某保险资管公司相关负责人对中证证券报记者分析说,细则预计将包括监管

评级或者偿付能力、团队配备等与投资科创板资质挂钩的规则,以及科创板投资比例限制等。

对于如何引导险资积极参与科创板,徐承远认为,新兴板块和股票会带来较好盈利机会。长期资金本就对科创板较为关注,其投资的疑虑可能在两个方面:一是法律法规制度的完善,二是较为稳定的资金回报。

“引导长期资金的投资积极性可从两方面入手:一是完善相关法律法规,通过严格、完善的法律法规确保投资者合法权益的保护和交易公平。尤其是要完善信息披露制度,保证市场的有效性,使投资者后顾无忧。二是鼓励上市公司通过分红吸引长期资金。”徐承远表示。

华北地区某保险公司投资总监建议,从税收方面鼓励长期资金积极投资科创板上市公司,鼓励基于中长期价值判断的股权投资和二级市场长期持有。需要通过严格的法律要求上市公司的信息如实披露,保证市场的有效性,让市场发挥最大的作用,完善奖惩机制。同时科创板公司也应制定详尽可行的中长期分红计划,满足长期资金的长期稳定收益预期。

上交所举办“设立科创板并试点注册制”员工培训

□本报记者 周松林

上海证券交易所11日举办了设立科创板并试点注册制全所员工培训大会。上交所党委书记、理事长黄红元,上交所党委副书记、总经理蒋峰等所领导出席培训,证监会发行部相关负责人参会。

据上交所介绍,本次培训旨在使全所干部员工深入领会设立科创板并试点注册制的重大意义,深刻理解改革的主要目标和根本任务,全面掌握应知应会的业务知识,推动这项

重大改革尽快落地。上交所首席律师卢文道围绕如何认识这场重大改革、如何理解改革的实施路径、如何理解注册制下发行上市审核职能、如何把握好科创板的定位、如何保证试点注册制下科创板企业的质量、如何看待制度包容性和可能的监管套利、如何将个人融入到改革创新的历程中等七个方面问题进行授课。

此次大会既是上交所全员培训会,又是科创板开板前的上交所全员动员会。黄红元向

奋战在一线的全体员工表示感谢,并就做好现阶段重点工作提出了具体要求。他指出,要以习近平总书记和党中央对资本市场的一系列

重要指示批示作为基本遵循,深刻理解证监会主席易会满提出的“四个敬畏、一个合力”的工作要求,把握好平衡性、系统性、公开性、协同性的工作原则,坚决不碰廉政“高压线”。他强调,设立科创板并试点注册制没有先例可循,没有现实模板可以复制粘贴,上交所人须以忘我的精神,积极投身这项伟大事业,在时代大潮中淬炼自我价值、不负昭华。

增强市场“磁性” 吸引长期资金稳步入市

(上接A01版)全国政协委员、中投公司副董事长、总经理屠光绍表示,在开放金融

市场方面,相对公开市场,非公开市场的开放还不够,在不良资产处置、债转股、困难企业重组等方面,可以引进外资。杨成长认为,实业领域的投资与金融领域的投资是高度关联的,实业投资的开放和金融投资的开放相一致。

形成长期投资文化

培养长期投资文化,是引导更多中长期资金进入资本市场的题中应有之义。

全国政协委员、全国社会保障基金理事会理事长楼继伟指出,全国社保基金的机构

文化有六大特征。首先是长期投资、价值投资和责任投资的理念,这些理念的坚守和实

现有助于市场的稳定和长期价值的创造。

第二是分散投资,将资金分散到不同风险收益特征的产品。第三,高度重视资产配置的作用,包括战略资产配置、年度战术资产配置、季度资产配置和资产再平衡在内的资产配置体系。第四,采取适宜的主动和被动管理、委托和自营业管理策略。第五,高度重视风险管理与纪律约束。第六,责任、独立、包容的机构文化。

楼继伟表示,养老基金投资不应关注短期的、年度的波动,而是讲究跨周期的长期收益。

权益类资产风险大、波动大,但长期来看,权益投资的收益高于固定收益。

杨成长认为,普通投资者要改变交易幻觉。

所谓“交易幻觉”,就是觉得股票收益来

源于交易,但实际上交易过程只会是增加成

本,而不是创造价值。因此,应引导投资者进行价值投资,认识到只有通过长期投资、责任投资,才能够获得真正的收益。

“未来海外机构投资者的资金有望稳步流入,国内机构投资者队伍也在逐步培育中。”阎峰认为,一方面,上市公司的诚信十分重要的,如果上市公司没有诚信,长期投资者入场亏损的概率就会很大。现在对失信人员的处罚较轻,应该加重;另一方面,信息披露十分关键,充分的信息披露是专业投资者进行判断的基础。

全国政协委员、中国光大集团董事长李晓鹏建议,建立金融高质量发展指标评价体系。推动短期激励向长期激励转变,推行股票期权、员工持股、虚拟股权等长期激励方式。

央行:预计全年社融规模

增速与GDP名义增速相匹配

中国人民银行网站11日发布消息称,前两个月社会融资规模增速出现回升主要是由于宏观调控加大逆周期调节力度,货币政策传导出现边际改善的影响。看待社会融资规模,要考虑季节性因素,应把1、2月份甚至更长时间的数据统筹考察,不宜对单月数据过度关注。把前两个月结合起来看,社会融资规模增长平稳,预计全年社会融资规模增速与GDP名义增速相匹配。(王凯文)

■ 指数股(ETF)讲堂

ESG投资在路上

□国泰基金 苗梦羽

ESG投资是近年来在全球快速兴起的投资理念。在发达国家,ESG已成为一种主流的投资理念和策略,其价值受到市场认可。随着投资者对ESG由关注逐渐转入投资实践,投资者、资产管理人都有必要深入了解ESG投资可用的工具选择。

ESG的概念和起源

ESG,即Environmental、Social Responsibility和Corporate Governance,包括企业对环境的影响、对社会的责任以及公司治理情况三个方面内容。ESG投资不以传统的财务状况、盈利水平、运营成本和行业发展空间等方面来评价上市公司,而是将环境、社会和公司治理等因素纳入到投资的评估决策中,以ESG指标表现优秀的企业为投资对象。例如,在环境方面,需要评估企业活动对气候变化的影响、对自然资源的保护情况、能源是否得到合理有效的利用以及对废物的处理方式等;在社会责任方面,需要评估企业对于公司自身员工的管理、给予员工的福利与薪酬,以及与上下游如供应商及服务商的关系,公司产品的安全性问题及税收贡献等可能对社会造成各种外部性影响;在公司治理方面,则需要评估包括董事会结构、股权结构、管理层薪酬及商业道德等各方面问题。

ESG投资起源于社会责任投资(Sustainable, Responsible and Impact Investing, SRI),是社会责任投资中的一个重要方面。1990年KLD公司推出的Domini 400 Social Index指数,是美国第一个以环境、社会和治理因素(ESG)为筛选标准的指数,也是美国社会责任投资发展史上的一个里程碑。之后一些有代表性的指数也陆续发布,包括1999年的道琼斯可持续发展全球指数(Dow Jones Sustainability Global Index, DJSI)等。

进入21世纪后,得益于2006年设立的联合国责任投资原则(UN PRI),企业社会责任投资发展最终在全世界范围内得到进一步的深入与强化。时至今日,全球多家金融机构相继加入UN PRI,签署合作伙伴关系并自觉遵从PRI投资原则,将ESG理念纳入到产品投资决策中。

海外ESG主题ETF发展情况

近年来,社会责任投资规模持续增长,已成为国际主流的投资理念和方法。根据可持续投资论坛组织(US SIF)报告,2018年初,美国市场上依据ESG规则进行投资的资金规模已达12万亿美元,较2016年初规模增长了38%,占全美资产管理规模的1/4。报告还发现,客户需求是引起ESG投资规模增长的一个重要原因。

根据ETF.COM数据,截至2018年12月17日,美国市场上的社会责任主题ETF总规模为79亿美元,较年初的48亿美元规模实现了64%的增长。这些ETF投资于固定收益和权益两类资产,其中的42%投资于美国的权益类资产。ESG ETF中规模最大的是贝莱德旗下的iShares MSCI KLD 400 Social ETF,也是目前唯一一只资产规模超过10亿美元的ESG ETF。相比整个美国ETF市场的3.5万亿美元体量而言,ESG ETF还有很大的发展空间。

国内ESG主题ETF发展情况

国内ESG投资发展由于起步较晚,当前仍处于发展初期。此前,国内已有部分与ESG概念相关的公募基金,覆盖公司治理、低碳主题、环境保护、社会责任等主题。但是,真正按照专业ESG评价体系筛选成分股的ETF在国内仍是空白,未来,上海证券交易所将正式推出ESG ETF,为投资者提供更高效的场内ESG投资工具。那么专业机构如何根据ESG评价体系筛选成分股并提供可投资标的呢?以中证ECPI ESG 80指数为例来作分析。ECPI是欧洲一家专注于可持续发展评级的机构,其ESG评级体系主要包括两个方面:一是环境,涵盖环境战略、环境管理、产品(因行业而异)、生产过程(因行业而异),其中对产品和生产过程的评估指标包括废气排放、水处理和使用、废弃物处理、土地使用和能源利用等方面;二是社会和公司治理,涵盖公众关系、员工、市场、公司治理等方面。根据ESG各项目的评分,ECPI最终给出由F到EEE的九档ESG评级。

中证ECPI ESG 80指数以沪深300为样本空间。首先,对样本空间内股票采用ECPI可持续发展评级体系,依据评级结果选取ESG评分在E+以上的公司作为待选样本。然后,根据过去6个月的日收益率计算的年化波动率升序排序,选取排名前80只股票作为成分股,并采用波动率倒数加权。

从市值分布来看,中证ECPI ESG 80指数成分股以500亿元以上的大市值股票为主。从行业分布来看,该指数成分股主要分布在银行、食品饮料、公用事业、交通运输、汽车等行业。作为国内主要机构最新发布的境内ESG指数,中证ECPI ESG 80指数聚焦于环境、社会和治理方面表现突出的国内企业,以其为标的