

浅析香港 IPO 市场中基石投资者制度

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

咨询电话: 0551-63753813

服务邮箱: xtresearch@xtkg.com

公司网站: <http://www.xtkg.com/>

联系地址: 安徽省合肥市政务区

祁门路 1685 号兴泰金融广场 2206 室

2015 年 05 月 31 日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



内容提要:

- ◆ 本报告研究了香港 IPO 市场中基石投资者的作用, 并通过对徽商银行赴港 IPO 的案例分析, 阐释了基石投资者的功能。
- ◆ 香港 IPO 市场是全球最活跃的市场之一。随着中国经济的蓬勃发展, 中国的优秀企业的上市和募资需求与日俱增。由于香港成熟的资本市场环境与面向全球的投资视角, 香港市场受到众多内地企业的青睐。
- ◆ 通过研究基石投资者的作用, 发行人、承销商、监管层和投资者都能够更好地把握 IPO 的进行, 有利于他们对收益和风险进行预测, 并做出相应的决策。
- ◆ 基石投资者在 IPO 中发挥的作用值得未来内地市场关注和学习。未来的中国 IPO 一级市场定价将会是一个机构主导的市场, 但目前网下发行的比例只有 20% 甚至更少, 所以适当增大网下发行比例非常必要。通过引进基石投资者, 基石投资者与保荐机构和发行人通过讨价还价的博弈过程, 会对市场未来股价波动有一个稳定和平衡的作用, 无形中金融市场配置资源的效率也将会得到提升。
- ◆ 基石投资者已成为香港市场颇具特色的一种制度, 且在发行人中已经相当普及, 基石投资者在 IPO 中发挥的作用非常值得内地市场未来关注和学习借鉴。

关键词:

- ◆ 香港 IPO 市场 基石投资者

浅析香港 IPO 市场中基石投资者制度

一、引言

香港 IPO 市场是全球最活跃的市场之一。随着中国经济的蓬勃发展，中国的优秀企业的上市和募资需求与日俱增。由于香港成熟的资本市场环境与面向全球的投资视角，香港市场受到众多内地企业的青睐。

与内地资本市场不同，香港市场对 IPO 的审核更加流程化，不确定性较低，IPO 的成败主要取决于股份销售的结果。如何在保证发行价格较为理想的情况下完成股份的销售，就成了发行人和承销商面临的巨大挑战。为此，香港监管方面在 2005 年推出了“基石投资者”的制度：即将在香港 IPO 的发行人，与保荐人协商之后，可预先向部分投资者即基石投资者出售 IPO 发行股份中的一部分。

在此制度推出之后，包括工商银行和中国人保等知名公司在香港上市时纷纷应用，引入了重量级的基石投资者。目前，引入基石投资者的能力已成为投资银行竞标 IPO 项目的重要竞争力之一，而且基石投资者信息对外公开，因此它也成为一种投资策略的信息来源。由此可见，基石投资者在香港 IPO 市场发挥着非常重要的作用。

二、香港基石投资者制度介绍

IPO 通常可大致分为审核与发行两个步骤，而香港 IPO 审核较于内地是非常宽松的。在香港证监会的监督下，当企业通过了香港联交所的聆讯后，企业发行的政策前提即宣告满足。但香港的 IPO 定价机制却是高度市场化的，在整个 IPO 过程中，股票的销售是重中之重，不仅决定 IPO 的成败，也是衡量不同承销商能力的指标。在获得政策许可之后，香港 IPO 的定价可大致分为以下三步：

(1) 承销商与小范围投资者洽谈，确定基石投资者和定价上下限区间，并将上述信息写进招股书并发布；

(2) 管理层进行全球路演，向全球投资者进行推介销售，确定需求的过程通称“簿记”。与此同时，香港散户依照招股书的信息同步进行申购；

(3) 若国际认购与香港散户认购总数达到预定数量，则承销商依据簿记情况从价格区间中确定最终发行价格，承销商向机构投资者和散户分配股份；否则若认购数量不足，则减少发售股数或中止发行。

在此过程中，香港监管层顺应资本市场发展需要，推出了颇具特色的基石投资者制度：在 IPO 进入路演之前，基石投资者即承诺认购一定金额或数量的股份，并承诺锁定一段时间，通常为 6 至 12 个月。在基石投资者认购后，认购情况被写入招股书，基石投资者认购的股份直接冲减最终 IPO 发行的规模，即其他投资者在 IPO 剩余发行计划中认购股份。其中：

(1) 基石投资者可以是对冲基金、私募基金等机构投资者，也可以是有战略合作意向的企业，还可以是高净值人士等等；

(2) 基石投资者无论认购一定金额还是一定股票，都必须按照最终确定的发行价格购买。如果基石投资者承诺认购固定金额的股份，则最终获配的股份数即等于认购金额除以发行价；如果基石投资者承诺认购固定数量的股份，则最终需支付的投资总额即等于认购股份数乘以发行价；

(3) 在锁定期内，基石投资者在未经发行人和保荐人书面许可的情况下，不可处置在 IPO 所获配的股份；

(4) 根据香港联交所的规定，发行人在与基石投资者的投资协议中，只能确保基石投资者一定获得所认购的股份，而绝不能另带任何附加优惠条款。

在这种制度安排下，一方面，基石投资者可以确保获得股份，对于部分较为热门的企业 IPO 项目来说，这对基石投资者是一件好事；另一方面，在基石投资者提前锁定认购的情况下，市场信心往往会加强，减轻承销商销售乃至后期托市的压力。

三、基石投资者案例之徽商银行 IPO

为更好的阐释基石投资者制度，以徽商银行（03698.HK）2013 年的 H 股 IPO 项目为例，该 IPO 项目共募集净额 85.57 亿港元，其中基石投资者认购约 5 成。

徽商银行公布其配售结果显示，该公司每股 H 股发售价为 3.53 港元，集资净额为 85.57 亿港元。香港公开发售部分，共有 28.19 亿股认购，超额认购 9.79 倍；国际发售部分，共有 2.35 亿股认购，有适度超额认购。徽商银行赴港顺利 IPO 离不开基石投资者的帮助，下表列出了 IPO 项目的所有基石投资者的信息，各基石投资者锁定期均为 6 个月。

徽商银行基石投资者信息

基石投资者	认购股份	简介
万科置业香港有限公司	约 8.84 亿股	万科置业是一间于 2007 年 6 月 6 日在香港注册成立的有限责任公司，为一间投资控股公司，由万科企业股份有限公司间接全资拥有。万科及其子公司主要在中国从事房地产开发和经营业务。
周大福代理人有限公司	2 亿港币	周大福代理人有限公司为一间于香港注册成立之公司，由郑裕彤博士全资拥有及控制，其主要业务活动包括投资控股。
江苏汇金控股集团有限公司	约 1.37 亿股	江苏汇金主要从事建筑机械的生产与销售、消防设备的生产及安装、贸易业务、连锁酒店业务、生态景观管理及物业以及金融投资。
通用技术集团香港国际资本有限公司	3000 万美元	通用资本于香港注册成立，业务包括买卖市场证券，亦是物业及投资控股公司，由中国通用技术（集团）控股有限责任公司（通用技术）控制。通用技术成立于 1998 年，为中国中央政府直接管理的国有企业。通用技术专注于五大业务分部，包括设备制造、贸易及工程承包、制药、技术服务与咨询及工程建筑与房地产。
Peaceland Ltd.	约 1.24 亿股	Peaceland 为一间于 2013 年 9 月 9 日在马绍尔群岛共和国注册成立的公司，由徐平先生全资拥有，其主要业务为投资控股。徐平先生在金融行业拥有逾 29 年的经验。
Kan Hung Chin	1000 万美元	甘女士于香港及中国上市证券的投资及集体投资计划方面拥有丰富的知识及逾 10 年的经验

资料来源：徽商银行招股说明书，兴泰控股集团金融研究所整理

作为战略投资者，万科入股徽商银行，一方面，是为了适应中国金融市场的发展趋势。万科作为民营资本通过不断参与和进入具有国有背景的商业银行，实现股权多元化，也为民营资本进入银行领域提供了新的路径，实现了不同产业资本的跨界合作。另一方面，参与徽商银行 IPO 也有助于万科更好地理解参与社区金融服务业务，不

排除万科今后也会向支付和社区银行领域突破。入股徽商银行可望发挥协同效应，帮助万科率先向客户提供国内领先的社区金融服务，提升万科在全面居住服务方面的竞争力。

同时，香港富豪郑裕彤等著名投资者和其他知名国际投资机构本身具有很好的公信力，公众相信他们进行长期投资的经验和对企业价值的判断。他们的进入对于提升公众对徽商银行的关注度、提升投资者对徽商银行的信心、提高大家对徽商银行价值的认知不无裨益。

四、基石投资者制度的意义及启示

基石投资者现在已成为香港市场颇具特色的一种制度，且在发行人中已经相当普及，基石投资者在 IPO 中发挥的作用非常值得关注：

从发行人角度出发，通过研究基石投资者的作用，发行人就可以更好地做出 IPO 的决策，进行成本和收益之间的权衡取舍。除此之外，发行人还能够在财务上更好地安排出相应的人力、物力来支持基石投资者相关事宜，这对于发行人的正常业务进行也有帮助。

从承销商角度出发，如果更好地发掘优秀基石投资者，就可以更好地指导证券发行的工作，增加 IPO 的成功概率，或者提高发行价格，亦能提高承销手续费收入。在弄清基石投资者的作用后，承销商可以了解各自的优势和劣势，从而更好地服务客户，这也能够优化配置资本市场的资源，进而潜在地促进市场的效率。

从监管层角度出发，必须确保基石投资者制度的实施不包含任何利益输送等损害中小投资者的行为。如果基石投资者的作用仅仅为确保基石投资者获配股份，那么这一制度就可能失公允；反之，如果基石投资者增加了价格发现效率，则监管层则可以考虑鼓励甚至规定这一制度的实行。

从投资者角度出发，基石投资者的信息在资本市场中是否有用对他们是非常重要的，因为他们可以利用这一公开信息来做出投资决策。

总之，通过研究基石投资者的作用，发行人、承销商、监管层和投资者都能够更好地把握 IPO 的进行，有利于他们对收益和风险进行预测，并做出相应的决策。

从 2005 年的股权分置改革到目前 IPO 的市场化改革，中国的资本市场发展至今，制度化建设基本完成。市场建设已逐步进入到技术层面，定价的水平也越来越成为保荐机构的核心竞争力，一方面要求保荐机构既能为发行人制定一个比较理想的价格，另一方面又能够为投资者提供一个长期的合理回报。

基石投资者在 IPO 中发挥的作用值得未来内地市场关注和学习。未来的中国 IPO 一级市场定价将会是一个机构主导的市场，但目前网下发行的比例只有 20% 甚至更少，所以适当增大网下发行比例非常必要。通过引进基石投资者，基石投资者与保荐机构和发行人通过讨价还价的博弈过程，会对市场未来股价波动有一个稳定和平衡的作用，无形中金融市场配置资源的效率也将会得到提升。

鉴于本报告对基石投资者的分析，内地市场未来可以考虑引进基石投资者制度，以更好地促进中国资本市场的发展。

研究人员：

徐 蕾 博士

[返回首页](#)

免责声明

《专题研究报告》是合肥兴泰金融控股(集团)有限公司(以下简称“公司”)金融研究所推出的专题性、研究性、非盈利性报告,内容以宏观经济、行业分析、区域经济、地方金融为主,对内交流学习,对外寻求发声,旨在服务地方金融发展所需,为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

本报告基于公司研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点,不构成对任何人的投资建议,公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有,未经事先书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发,需注明出处,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。