

IPO 风云涌动 多家企业上市路坎坷

■ 本报 蒋庆 报道

在当下风起云涌的 IPO 浪潮中，资本故事正在一步步演绎，其中最具代表性的事件：春秋航空遭遇九龙航空“低成本”竞争，上市遇阻；内蒙古大中矿业股份有限公司主力矿井——书记沟铁矿，“以租代征”违法占地 2000 多亩，至今与当地村民纠纷不断；海南海汽运输集团股份有限公司拟募集资金 39 亿元投向旅游客运车辆和班线客运车辆更新等两个项目，业内人士认为，海汽运输面对省内客运市场是否狭小？投资风险存在怎样的漏洞？其上市之路路仍然不平。

春秋航空 IPO 难产

近日，春秋航空迎来了势头凶猛的“低成本”竞争对手——九元航空，九元航空由均瑶集团吉祥航空为主、亿利资源集团等民营企业共同参与发起，吉祥航空成立该子航空公司并明确打出“九元”的廉价路线，与春秋航空的低成本航空竞争关系至此正式形成。

面对未来九元航空可能带来的冲击，春秋航空副总裁王煜在接受媒体记者采访时并未表达过多的担心，他认为：“国内廉价航空的市场相当大，应该有很多企业一起把这块市场做起来，国内的竞争是为了把市场做得更大，把市场竞争力做得更强。”

春秋航空是首个中国民营资本独自经营的低成本航空公司。2010-2012 年各航空公司旅客运输量统计数据显示，前十大航空(集团)公司市场占有率排名中，春秋航空排名第六，且市场占有率从 2010 年的 2.2%逐年递升至 2011 年的 2.4%和 2012 年的 2.9%，持续领先排名第七的吉祥航空。

然而春秋航空的“低成本”地位并不稳固，意图一同竞争“低成本航空”市场的吉祥航空自去年底便开始筹划其廉价航空子公司——九元航空，日前更是与波音签下国内民航史上单笔最大金额的飞机订单，豪购 50 架 737 系列飞机，这一数字已经超过春秋航空截至去年底所拥有的飞机总数量——39 架。

除此之外，春秋航空的上市之路亦很坎坷。5 月 14 日，证监会发布公告称，因尚有关事项需要进一步落实，取消了发审委会议对春秋航空发行申报文件的审核。同一日接受 IPO 审核的另外两家公司，江苏今世缘酒业和上海联明机械两家公司均成功获得首发上市申请通过。

有媒体日前从企业相关人士了解到，春秋航空突然被证监会取消审核是由于员工举报。外界猜测重点多集中在股权分配矛盾、航线补贴过高、与旅行社的关联交易等方面。春秋航空新闻发言人张武安早先表示，公司并不存在隐瞒不利事实的情况，“对于取消审核这件事，我们也做好了充分的准备应对监管机构的各种审核”。

招股说明书显示，春秋航空的主要财务指标中，流动负债合计金额在 2011 年、2012 年、2013 年对应分别为 17.34 亿元、17.74 亿元和 22.28 亿元，呈逐年上升趋势，流动比率、应收账款周转率则在 2013 年均较 2012 年出现明显回落。资金紧张，公司借上市扩充资产的愿景却因“取消审核”突然搁置。

■ 特约撰稿 肖玉航

从世界资本市场来看，没有哪个国家的股票市场新股发行机制改革如我国 A 股之频繁的。中国股票市场运行轨迹显示：20 多年来，新股发行体制共出现过 9 次重大变革，先后经历过审批制和核准制等阶段。每次新股改革都使得市场在期待中再失方向，效果不佳，不是被叫停，就是规则不断修改。2009 年以来，更是屡改规则。笔者仅以 2009 年创业板股票发行以来的 5 年内来梳理一下，会发现新股改革如此之频，对于市场而言绝非福音。

笔者作为资本市场长期研究人士，发现在 2009 年-2014 年 5 年周期内，其新股发行改革出现了 5 次变化，可谓每年一变，而每次变化虽然有些会使市场预期有加，但事实是新股改革模糊不断，问题重重，市场质疑不断。我们来看一下近五年来，这五轮改革的特征与影响。

第一轮新股改革出现在 2009 年 5 月 22 日，其主要特征是完善询价和申购的报价约束机制，形成进一步市场化的价格形



●谢正军/制图

大中矿业 IPO 存法律硬伤

记者查阅《内蒙古大中矿业股份有限公司首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》（以下简称《招股说明书》）发现，大中矿业书记沟铁矿拥有土地使用证的面积约为 40 万平方米（约 606 亩），而记者在内蒙古自治区乌拉特前旗调查发现，书记沟铁矿实际占地面积高达 3000 多亩，有 2000 多亩地属于“以租代征”的非法占地。

大中矿业书记沟铁矿项目位于内蒙古自治区乌拉特前旗小余太镇联丰村，联丰村由苏计沟组、小井沟组、联丰组等数个村小组组成。5 月 15 日，记者驱车来此采访，这个铁矿项目占地庞大、十分醒目，项目绵延数千米，风一吹，整个生产线呈现出一条硝烟状沙带，在厂区外，形成了很大一片区域的沙漠状沙丘。

村民反映，大中矿业以远低于国家规定的补偿价格从当地农民手中租赁耕地，现在农民生活困难，这个项目使得大中矿业在当地的口碑差到了极点。

据记者实地调查，近日联丰村所属多个小组的村民接连到大中矿业就占地一事去要说法。“谁跟我一提大中矿业，我感觉心脏病都要犯了，大中矿业来我们这儿开矿挣钱，我们却没地种、没水浇地、吃不上干净水，厂区灰坐天天浮在我们上空，都快被它逼死了，我家里还有大学生和老人要供养，以后怎么活啊。”联丰村苏计沟组村民宋金花越说越激动，几乎要跳起来。宋金花家原有 70 多亩地，被大中矿业的尾矿库占去 20 亩，另外 50 亩地在尾矿库旁边，被大中矿业把土挖走了。

“大中矿业占我 80 亩地，虽然协议写的是租用，实质上是征用，是国家明令禁止的‘以租代征’，80 亩耕地给我的补偿总计只有 14 万多元，补偿价格远低于政府规定的标准，我们现在生活都存在问题。”村民王根旺说。根据王根旺与大中矿业签定的《土地租用协议》显示，大中矿业租用王根旺 80 亩土地，合计总金额 140453 元，其中洪地（即水浇地）737 亩，每亩 1803 元；旱地 63 亩，每亩 1202 元；土地租用期限为

2007 年 6 月至 2028 年 12 月 31 日。

提起大中矿业，村民郝来女也愤愤不平。“原来说给我们村民工作，现在全村也就六七个人在那里上班，还动不动就拿工作要挟这几个人，家里人再要说法就让走人，这样的公司还能上市？”她说，尾矿库用地大中矿业跟我们签了 20 年的合同，第一次每亩给了 1202 元，第二次又给了 300 元每亩，要拿到这 300 元的前提是把合同交给他们，他们为什么要收回合同，他们怕什么？

2004 年修订过的《中华人民共和国土地管理法》认定征用耕地的补偿费用包括：①土地补偿费，为该耕地被征用前三年平均年产值的 6-10 倍；②安置补助费，按照需要安置的农业人口数计算。需要安置的农业人口数，按照被征用的耕地数量除以征地前被征用单位平均每人占有耕地的数量计算。每一个需要安置的农业人口的安置补助费标准，为该耕地被征用前三年平均年产值的 4-6 倍；③被征用土地上的附着物和青苗补偿标准，按省、自治区、直辖市规定。

据多位村民反映，2007 年，他们村的旱地一亩年产值 400 多元，洪地年产值 700 多元。依据土地管理费规定，联丰村每亩地仅土地补偿费和安置补助费两项合计应该达到年平均产值的 10-16 倍，按照上述收入标准来算，该村每亩旱地补偿款应在 4000-6400 元，每亩洪地补偿款应在 7000-11200 元，而大中矿业给农民的补偿款远远低于这个标准。

海汽运输受制于海峡瓶颈

据了解，海汽运输主要从事汽车客运、汽车客运站经营以及与之相关的汽车销售与维修、汽车器材与燃油料销售等业务。其中汽车客运及汽车客运站经营是公司的核心业务。

招股书显示，2011 年-2013 年，海汽运输营业收入分别为 11.12 亿元、12.45 亿元及 13.19 亿元；报告期内实现净利润 485992 万元、590681 万元和 584549 万元。

尽管从数据上看海汽运输的营收和

利润近年都呈现小幅增长，但仔细比对却不难发现，实际上海汽运输的营收增长已经出现减速现象，2013 年利润也出现下滑，其中尤其是公司的主营业务毛利率低于行业平均水平而而负债率却居高不下，背后潜藏巨大风险。

相关数据显示，海汽运输营业收入中，汽车客运营业收入占主营业务收入比例达到 80%以上。而 2011 年-2013 年海汽运输汽车客运毛利率分别为 21.56%、22.67%及 21.28%，远低于 30.18%、25.37%及 33.70%的行业平均水平。

对此，海汽运输表示，由于海南人口数较其他省少，公司汽车客运实载率略低于同行业上市公司，使得毛利率也低于同行业上市公司。

事实上，海汽运输的主要客运服务范围集中在海南省内，而海南快速铁路（东环快铁）的建成对海汽运输相同走向的中长途线路的公路客运产生直接冲击，对快铁沿线和两端的客流量产生一定的分流，对班车客运量产生了影响。

除此之外，海汽运输在拓展省外市场方面，班次增长还由于受制于琼州海峡通行能力的影响而几无可能。

据了解，由于琼州海峡通行能力的限制，尤其是每年的春运即黄金周期间，轮渡受阻或瘫痪现象经常发生，严重阻碍出岛客运市场的发展。

三家企业都受到 IPO 的创伤，业内人士认为，第一，典型的低成本航空公司经营模式与全服务航空公司经营模式在机队设置、舱位设置、飞机利用率、航线航班设置、机票销售和附赠服务内容等方面存在较大差异，还需在未来的格局中，借鉴类似欧美的情况。第二，大中矿业违法占地 2000 多亩，致使大中矿业 IPO 存在法律硬伤，必将影响大中矿业在 A 股上市的进程。赢百姓才能赢天下，大中矿业需要重新树立新的信念整顿创业模板。三，海汽运输之所以遭遇这样的逆境，有相关人士解释说：“为了持续新增、更新客运车辆及新建客运站，而增加其他应付款和长期借款所致。”

名家视角·高连奎专栏



三十年来看世界

1933 年，经济学家凯恩斯写了一本名为《通往繁荣之路》的书寄给身处大萧条的各国财政部长。当然寄书名单中也包括美国新当选的总统罗斯福，以后罗斯福新政就是以这本书为蓝本展开的，新政的巨大成功，也让凯恩斯主义顿时成为了主流经济学。凯恩斯的经济主张也正如他这本书的名字一样，“让世界通往繁荣”，在实行凯恩斯主义经济学的时间内，人类出现了长达三十年的繁荣，这是进入资本主义以来历史上是绝无仅有的。

然而凯恩斯成功了，并不意味着别人就自甘失败，比如当时正跟剑桥大学争夺学术地位的伦敦政治经济学院院长罗宾斯就不想看到凯恩斯及其所在剑桥大学的一时风光，于是从奥地利请来了年轻经济学家哈耶克，充当攻击凯恩斯的理论枪手，在这次剑桥大学与伦敦政治经济学院的论战中，哈耶克代表的伦敦政治学院并没有占到便宜，反而因为后来包括伦敦政治学院院长罗宾斯在内的大量凯恩斯攻击者最终被凯恩斯的精湛学术所折服，最终倒戈到凯恩斯阵营而告结束。

论战结束后，论战先锋哈耶克也一时虚伪而又肉麻的吹捧起凯恩斯来，称“凯恩斯几乎是唯一明白事理、愿意并能保护我们不受通货膨胀冲击的人。我要站在凯恩斯一边，我不能损害他的信誉。……有他在，我觉得大快我心。”而凯恩斯也表现出不计前嫌的君子风度，在当时住房高度紧张的情况下，凯恩斯为哈耶克提供了一处宽敞的住所。而且经常邀请哈耶克一起讨论收藏心得。1944 年，凯恩斯还推荐哈耶克为英国研究院院士等。

然而哈耶克对凯恩斯的恭敬毕竟是虚伪的，此时他仍然出版了他的著作《通往奴役之路》，可想而知，这种书在当时是没有市场的，而且一出版就为哈耶克招来了大量的骂名，哈耶克也因此“混不下去了”。其实凯恩斯在世的时候，哈耶克从来没有在交锋中占过上风。而且即使在凯恩斯死后一直到 20 世纪 70 年代中期以前，哈耶克的思想也没有得到广泛认同和回应。

然而历史总是螺旋前进的，著名学者马克斯·普朗克说过：“一项新的科学真理取得胜利，并不是通过说服它的对手从而使得他们认识到这一真理，而是由于它的对手最终都死了，而熟悉这一真理的一代新人成长起来。”哈耶克的成功也是如此。

雇主的遣弃，同行的打压，在经济界混不下去的哈耶克，仍然致力于推广自己东西，他成立了“朝圣山学社”来宣传自己的理论学说，哈耶克也学着凯恩斯将自己的书送给各国政要，不过寄书名单上都是些臭名昭著的独裁者和保守派分子们，比如葡萄牙独裁者萨拉查，智利独裁者皮诺切特等，用哈耶克的话说，“看看这本书你就知道如何对付那些喜欢讲民主的人了”。

1974 年是转折之年，新诞生的诺贝尔经济学奖大搞左右平衡，极右哈耶克与极左的那缪达尔同时获奖，这让哈耶克又重新热了起来，这也是一个转折性事件。哈耶克获得诺奖的第二年，撒切尔夫人在英国当选保守党主席，急于选择道路的撒切尔选中了哈耶克，并且在一次内部会议上，撒切尔将哈耶克的书拍到桌子上，大喊“这就是我们的信仰”，这一举动也拉开了新保守主义横行世界三十年的大幕。

英国的新保守主义分子撒切尔上台后，完全按照哈耶克的主张行事，打击人权运动，去福利化，私有化国企，然而新保守主义实行的三十年中，世界并没有迎来更大的繁荣，而是一个个国家被摧毁，智利、阿根廷、俄罗斯、东欧、日本、东南亚、英国、意大利，最后是美国，受害人口过十亿，也正如哈耶克的书名所言“通往奴役之路”，实施哈耶克主义的国家无一不是陷入了奴役，陷入了贫困的奴役，陷入了资本的奴役，福利社会消失了，人权运动熄火了，贫穷重新降临了，几十个经济体被成功摧毁，危害的范围和深度超过了大萧条，直到 2008 年美国爆发金融危机，世界人民才彻底认清了了新保守主义的本质。

与此同时，原本野蛮落后的北欧海盗国家们，则开始攀登上人类文明的顶峰，从经济、社会、福利、自由等各项文明指标上大幅领先于西欧和北美，而受新保守主义波及较少，且信奉“社会国”原则，不信奉“自由国”原则的德国一跃成为了欧洲的新盟主，一惯坚持自我发展，且以“高税收”著称的法国也成了西欧大国中人均 GDP 最高的国家，而在东方顶住了新自由主义的压力的中国经过三十年韬光养奋，经济差不多 5 年多就翻一番，其总量已经接近改革开放之初的 200 倍，并跻身世界第二大经济体，并在一两年内就会跻身为世界第一大经济体。

真可谓“三十年河东”，“三十年河西”为什么凯恩斯主义给世界带来的三十年的经济繁荣和人权运动的勃兴，而哈耶克带给人类的是三十年的混乱与奴役呢，这仅仅是书名的巧合吗？而凯恩斯和哈耶克之后人类的道路又该怎么走，这是当下人们真正需要思考的问题。

（作者 高连奎 中国人民大学重阳金融研究院世界经济主管，中联经济体信商会首席顾问）

（作者 河南融信金融服务股份有限公司总裁）

新股发行改革不宜过频

成机制；优化网上发行机制，将网下网上申购参与对象分开；对网上单个申购账户设定上限；加强新股认购风险提示，提示所有参与人明晰市场风险，但事实是创业板发行股票的 PE 高过数百倍，不少股票的爆炒使得当时介入的投资者亏损累累。

2010 年 8 月 20 日，第二轮新股改革继续展开，强化了网下投资者扩大、信息披露、回拨机制和中止发行机制，完善报价申购和配售约束机制等内容，但事实是大量的新股发行 PE 继续向百倍以上冲击，而当年财务报告显示新上市公司欺诈发行、业绩变脸者明显增加。

第三轮改革可定义为 2012 年 4 月 1 日中国证监会提出的六项改革意见。从六项意见来看，尽管强化信息披露的真实性、准确性、充分性和完整性，完善对炒新行为的监管措施；增加新上市公司流通股数量等市场举措，但炒新难以控制，投资风险急增，市场出现较大的调整。由于新股不断上市与发行，炒新估值风险突出，新股发行被人为叫停，这一停就是一年多。

第四轮新股发行改革明显出现在

2013 年 11 月 30 日，证监会制定并发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》。《意见》主要内容为：推进新股市场化发行机制，强化发行人及其控股股东等责任主体的诚信义务，进一步提高新股定价的市场化程度，改革新股配售方式，引入主承销商自主配售机制，加大监管执法力度，切实维护“三公”原则。但从 2014 年首批 48 家公司上市发行来看，依然问题不断，新股发行在两会前一直叫停至今。

第五轮新股发行改革可理解为证监会启动新股发行预披露机制，且中国证券业协会的相关举措配合。我们看到，本轮改革期间，A 股市场阴跌不止，2014 年 2-5 月之间，A 股万亿市值蒸发，许多投资者对 IPO 发行改革屡变已难以承受。从最新预披露情况来看，至 2014 年 5 月 12 日已预披露的 IPO 公司达 319 家。市场对新股改革的屡改屡出问题，许多投资者已无稳定性与持续性预期，而此时，中证协发布配套的新股申购规定，实际上表明新股改革体制的路越走越模糊，难以体现稳定的市场预期。

未来还有多少新股改革，让市场投资者去猜？这样的屡变模式，对于严谨与风险较大、利益较广的股票市场而言，绝非是一种福音，也许注册制真正启动才会定下来，但目前来看，这一轮又一轮的改革仍在继续。

IPO 全称 Initial public offerings（首次公开募股），是指某公司（股份有限公司或有限责任公司）首次向社会公众公开招股的发行方式。应该说在世界主要资本市场已是一个非常成熟的模式，比如在美国其新股发行过程为建立 IPO 团队（CEO、CFO、CPA、律师），挑选承销商，尽职调查，初步申请，路演和定价等，其股票发行遵循上市规则与发行法规即可，并没有如此之多的屡变政策，更多体现出市场化与法制化，公平性较强。相反在中国 20 年的新股发行轨迹中，体现出频率如此之高的变化，的确让市场投资者难以适应，同时也累积了较大的市场问题与风险，构成了对三公原则的挑战。

（作者 河南融信金融服务股份有限公司总裁）