

IPO 带来的启示

许艳芳

一、案例介绍

2006年6月19日,中工国际(002051)在深交所正式上市交易。作为新老划段后发行并上市的第一只全流通股,它标志着我国暂停1年零12天的新股发行与上市工作重新启动,也标志着我国股市告别了“股权分置”时代,开辟了股票全流通的新篇章。然而,作为IPO第一股的中工国际,上市后的股价表现却令人瞠目结舌:其一是上市首日就创造了全球股市的新神话,以17.11元的价格开盘,远远超过7.4元的发行价,涨幅高达131.22%,从当日下午13:50分开始,仅用半个小时左右的时间,股价就完成了从18元向50元的挺进;随后,中工国际股价大幅回落,跌至25元,最终报收于31.97元。中工国际上市首日,全天成交8.2756亿元,换手率达94.05%,创造了我国股市“T+1”制度实施以来新股发行上市首日换手率的新纪录;最高价50元对应的市盈率为134倍,收盘价31.97元对应的市盈率为85.69倍,更颠覆了百度在美国上市首日的市盈率记录。其二是在上市首日暴涨之后,中工国际股价随后出现了5个连续无量跌停的“黑色交易日”。至6月26日,中工国际的股价报收于18.85元,与上市首日收盘价相比,跌幅达41%。6月27日,中工国际上市的第7

个交易日,巨量交易打开了连日来的跌停局面,股价一度反弹近8%,但最终报收于17.34元,与当天的开盘价相比,仍重挫8.11%。中工国际上市首日暴涨后又连续几天“高空跳水”,与沪指“连收九阳、步步高”的走势形成了鲜明对比。从理论上讲,我国股票全流通时代的到来,意味着合理的定价、有效的资源配置等一系列翻天覆地的变化。正因如此,人们对中工国际IPO寄予厚望。然而,人们炙热无比的热情却被其上市后的非理性表现击得粉碎。作为股权分置改革后的IPO第一股,中工国际给我们带来的启示是什么呢?

二、对新股发行和交易机制的启示

启示一:现金申购机制不合理,可引入回拨机制

我国新股的现金申购制度带来了两个问题:一是加大了股市被人为操纵的可能。因为投资者能够申购多少股份完全凭资金多寡决定,这就容易产生中签高度集中、散户中签机会少的现象。中工国际上市首日被暴炒就与现金申购制度下中签高度集中有很大关系。二是机构投资者具有明显的资金优势,在申购时能够拿到比市值配售下更多的股票,从而可以轻松获得上市首日丰厚的无风险回报。以中工国际为例,中信证券为获得原始股

的无风险收益,斥资35亿元在网上申购了85万股新股。在上市首日,中信证券就卖出大部分股份,获利1200万元左右。国元证券、中油财务等机构投资者也同样获利丰厚。为克服现金申购机制带来的问题,保护中小投资者的利益,我国可借鉴海外市场认购新股时采取的回拨机制。以香港的做法为例,一旦公众投资者的超额认购达到规定倍数,就启动回拨机制,降低机构投资者的比例,满足公众投资者的申购需求。

启示二:增设首日涨幅限制,抑制新股上市首日暴涨现象

在全流通的股市上,股价应该是公司价值的真实反应,是公司的合理估价。由于我国相关部门对新股上市首日价格上涨幅度未作任何限制,导致新股上市首日暴涨现象,制造了一个又一个新股不败的神话。以中工国际为例,国内具有相同业务的可比公司(G中成、G北方、G中色、G国际)的2006年动态市盈率为24倍左右,而中工国际2005年每股收益为0.3717元,以24倍的市盈率计算,中工国际的真实价值应为8.92元。考虑到首发溢价、IPO第一股等因素,中工国际在二级市场上的市盈率若定位在30倍左右,则合理价位为11.15元左右。但是,中工国际上市首日开盘价即为17.11元,高出合理价位53%;其50元的当日最高价更

高出合理价位307%，即使是31.97元的收盘价也高出合理价位187%。中工国际所在的行业无科技含量，公司本身也没有高成长预期，因此，其上市首日股价狂涨完全是一种脱离公司基本面的短线炒作行为。可见增设首日涨幅限制，以抑制我国股市长期以来炒作新股的顽疾是必要的。

三、对政府市场监管的启示

启示一：在监管目标上，应转变“圈钱”的政策导向

帮助国有上市公司“圈钱”一直被社会各界视为监管部门的政策导向。在中工国际案例中，监管部门急于帮助上市公司“圈钱”的痕迹依然非常明显。根据中国证监会网站的资料显示，在中工国际准备发行之时，已通过发审委审批但尚未发行的公司共有30家，其中2004年29家，2005年1家。为了给其他公司的发行和上市创造良好条件，相关部门对中工国际的发行和上市给予诸多照顾。其中之一便是违反自订的《首次公开发行股票并上市管理办法》等规则，豁免了中工国际的预披露业务。二是改变了中工国际的全流通性质，为其他公司发行和上市降低压力。新修订的《证券法》和《公司法》规定，首次公开发行股票可以全部上市流通，这正是全流通的本质所在。中工国际也在5月25日发布的招股意向书中称：在6000万股流通股发行成功后，届时全部19000万股股份将成为流通股。但为了给市场减压，中工国际与监管部门达成默契，私下承诺发行人股份及法人股自上市36个月内，不转让或者委托他人管理。由于在中工国际19000万股总股本中，法人股为13000万股，占总股本的68.42%，使得中工国际上市后3年内，真正可流通的股份仅占31.58%。证监会和上市公司就是通过这种默契，改变了IPO第一股的全流通性质，使中工国际全流

通有名无实。中工国际上市首日维持火爆高价，对证监会而言，是IPO成功着陆的一个参照标准，也为正在排队等候发行新股的30家乃至未来更多家急需资金公司的发行和上市打开了通道；对于等待新股发行的公司而言，则意味着自己的股票在发行时也能卖个好价格。

政府监管部门作为市场的“守夜人”，如果在监管目标上，不能树立保护投资者利益的政策导向，那么，我国的股权分置改革也就不可能真正成功，促进股票市场的健康发展也就成了一句空话。

启示二：在监管方式上，树立“重在制度建设”的监管理念

从中工国际的案例看，相关部门在监管手段上也存在一些问题：一是警示方式不当，造成不同投资者之间信息不对称。6月19日下午1:50分，深交所发现中工国际股价表现异常后，仅对相关营业部发出风险揭示，而未在网上对所有投资者及时提示风险。二是监管方式落后，不能应对股票全流通后的新局势。针对中工国际股票上市后“暴涨”的异常动向，深交所于6月25日通报了相关调查情况。该调查报告称：由于首日成交分散在较多的账户中，无法判断是否属于股价操纵。中工国际股价操纵案件就这样不了了之了。因此，在股票全流通下，市场监管将面临新的严峻挑战。在监管方式上，应树立“重在制度建设”的监管理念，对于交易过程中可能出现的紧急、特殊情况，可以采取警示、临时停牌等措施。这样，即使事后不能定性为股价操纵，也不至于像中工国际那样，出现投资者被套在40~50元高位的现象。

四、对中小投资者的启示

启示一：合理判断公司价值，谨防盲目跟风炒作

一般来说，上市公司的股票价格

会围绕公司价值波动。判断公司价值的方法有可比公司法、可比市场法等多种。可比公司法是以具有类似业务特征的可比上市公司市盈率为基础计算而得；可比市场法是以上市公司所在板块的市盈率为基础计算而得。在中工国际案例中，如果采用可比公司法计算，考虑到首发溢价、IPO第一股等因素，中工国际在二级市场上的市盈率可定位在30倍左右，以中工国际2005年的每股收益0.3717元计算，合理价位在11.15元左右；如果采用可比市场法计算，中工国际在中小板市场上市，中小板在扣除亏损公司后的平均市盈率大致在37倍左右，由于中工国际属于流通盘相对较大的公司，若给予10%的折扣，公司对应的市盈率应在33倍左右，以中工国际2005年的每股收益0.3717元计算，其合理价格在12.27元。因此，综合可比公司、所在板块两方面的情况，中工国际在二级市场上的合理价位应介于11~13元之间。

另外，中工国际以国际工程总承包为主营业务，经营范围包括各类境外工程及境内国际招标工程等，核心内容为成套设备与技术出口，目前主要在亚洲、南美和非洲等发展中国家中具有一定的竞争力。但公司的基本面有一些不利因素，如报表显示公司过去三年的净利润率持续下滑，此次募集资金项目收益率低。此外，公司还面临较大的汇率风险。如果未来10年人民币升值趋势不变，公司将遭受很大损失。再加上公司业务主要集中在委内瑞拉、缅甸等第三世界政治动荡国家，受国际政治不可控风险影响也较大。综上所述，中工国际上市首日17.11元的开盘价、31.97元的收盘价以及50元的最高价，远远超过了其合理价位。投资者高位被套，损失惨重，也就不可避免了。因此，中小投资者应学会合理判断公司价值，谨防盲目跟

风炒作。

启示二：识别庄家炒作手段，后市反弹不轻易跟进

一般来说，庄家对个股的炒作手段有建仓、拉高、出货三个步骤。中工国际的庄家在上市首日就完成了建仓、拉高两个步骤：建仓主要发生在9:25分至13:45分之间。由于不少中签者在上市首日以10~14元的卖价挂单出售，庄家以17.11元的开盘价扫盘，完成了初步建仓，股价在17元附近窄幅震荡时，庄家再一次建仓。庄家在吃饱筹码后，于1:45分左右开始拉高股价，最高拉至50元。按照庄家惯用的炒作手法，在完成建仓、拉高以后，接下来的步骤便是出货。中工国际也不例外。首日上市暴涨之后，在接下来的5个交易日中工国际股价出现5个无量跌停，第7个交易日，巨量交易打开跌停板，全天成交2 912万股，股价一度反弹近8%，最高价达20.36元。这说明庄家开始集中出货，当日虽有部分资金进入抢反弹，但以中工国际二级市场11~13元的合理价位来看，抢反弹的资金也难逃被套的命运。因此，中小投资者应学会识别庄家炒作的手段，后市反弹也不能轻易跟进。

五、对机构投资者的启示

启示一：正确判断市场环境，收敛股市炒作行为

股票全流通后，以往的炒作环境发生了重大变化。这是因为相关部门加强了市场监管。在中工国际案例中，6月19日下午1:50左右，当中工国际股价出现异常波动时，深交所就对相关营业部发出了风险提示，6月20日，深交所连续召开监管会议，听取初步分析情况汇报，6月21日，成立专门的调查组开始对中工国际股票的异常交易行为进行全面调查，6月22日，调查组向37家会员发出会员监管函，调阅相关账户的开户资料和资金往来凭证

资料；6月23日，深交所派出六个工作小组联合北京、上海、浙江、江苏、广东、深圳六个证监局，对其所在地共28个营业部进行实地取证和调查，6月25日，中工国际上市的第7天，深交所公开通报了中工国际股票异常交易调查进展情况。虽然调查报告未能制止这一股价操纵案，但也表明，为了适应全流通时代的到来，政府监管部门正积极采取措施强化市场监管，严厉打击各种市场操纵行为。同时，越来越多的中小投资者也变得更加理性。按照以往经验，我国A股市场的股票一般有三个跌停板就能引来抢反弹的资金。而中工国际则在连续5个跌停板后才引来抢反弹的资金。这说明市场抢反弹的意愿比较淡薄，越来越多的投资者更加理性。因此，机构投资者应正确判断市场环境，收敛股市炒作行为。

启示二：维护自身应有形象，成为股市中流砥柱

从机构投资者进入我国股市的第一天，政府监管部门和社会各界就希望其能够培育我国股票市场讲求理性、崇尚企业业绩及增长实力的投资文化，从而改变股市过度投机的氛围。机构投资者凭借自身雄厚的资金实力、技术实力及专业知识，完全有能力成为股市的稳定器。但无数事实证明，机构投资者与稳定股市不仅没有必然联系，相反，大多数机构投资者对股市的过度投机起到了推波助澜的作用。

中工国际股价上市首日暴涨就与机构投资者密不可分。从相关资料分析，中工国际上市首日在17.11元的集合竞价上换手率就达11.81%，而开盘后前三笔换手率达25.98%。这种超出平常的高换手率表明：一边是原始股东毫不犹豫地抛售，一边是资金在勇敢地接盘。如果在高换手率的同时，股价一路下挫，则说明这种买盘是被动的、节节后退的。但中工国际的股价在跌到15.50元后，竟能奇迹般地重新回

到17.11元的开盘价，且换手率超过60%，这表明主力资金有备而来，来者不善。之后主力资金积极换手，到中午，换手率已达创记录的79%。这意味着整个市场当日可以买到的中工国际筹码，只剩下20%左右零散地分布在散户手中。为了快速脱离成本区间，主力资金利用新股上市首日没有涨幅限制的法规漏洞，在午后狂拉。那么，这些主力资金来源于何方？根据深交所对中工国际首日股票异常交易情况的调查报告，上市首日，进入成交量排行榜前5名的机构包括：国信证券、东方证券、招商证券、银河证券和中信证券。在以后的几个交易日中，其中一些机构再次位列成交量排行榜的前五位。这些证据表明，机构投资者可能就是主力资金的神秘主人。

全流通后，机构投资者究竟该如何在市场中定位，是“继续炒作”，作股市的最大投机者？还是“洗心革面”，做股市的稳定器？前几年股市低迷时，机构投资者度日维艰的事实清楚地说明了：“股市荣，则机构投资者荣；股市衰，则机构投资者衰”。因此，只有抛弃暂时的“蝇头小利”，放眼股市的未来，成为股市的中流砥柱，机构投资者才有出路。

六、对上市公司的启示

启示一：杜绝“圈钱”恶习，培育“回报股东”的基本理念

长期以来，我国上市公司有极强的融资饥渴症和“圈钱”动机。很多上市公司没有融资成本的概念，更没有回报投资者的意识。发行股票是“免费午餐”，是他们的基本理念。通过首发、增发、配股等五花八门的手段从股市上大肆“圈钱”，是他们的嗜好。没有盈利项目，就编造虚假项目，没有好的投资项目，就把钱放在银行、委托机构理财或者借给大股东及关联公司；还有不少公司将“圈来”的钱投放在根本

不可能产生回报的项目上，最终让来自于投资者的几亿、几十亿、甚至几百亿的资金白白“付之东流”。全流通后，上市公司应杜绝这类恶习，培育“回报股东”的基本理念。只有如此，投资者才会与公司“同坐一条船”，当公司需要资金时，才会再度“慷慨出手相助”。

启示二：努力提高公司业绩，避免被“恶意收购”

全流通后，上市公司面临的最大危机是在二级市场上被“恶意收购”。这意味着，如果公司经营不善，财务业绩不佳，投资者就会在二级市场上抛

售该公司的股票，公司股价就会下跌。当公司股价下跌到一定价位，资金实力雄厚的投资者就可以借机低成本购入公司股票。当其拥有的股票份额达到一定数量并成为公司的最大股东后，便可以进入董事会，解聘公司原有的管理人员，聘任新的管理层。因此，全流通后，上市公司管理层为了保住自身的位置，需要努力提高公司业绩，以免公司在二级市场被恶意收购，落得个“扫地出门”的结局。

IPO 第一股中工国际给我国股市带来的影响是沉重而又深刻的。虽然经

过股改，全流通时代已经到来，但这并不意味着我国股市已经与国际市场完全接轨。建立公平、公正的市场监管体制，培育讲求理性、崇尚企业业绩和增长实力的投资文化，树立上市公司回报股东的基本理念，才是我国股市未来的希望所在。而这一目标的实现，需要股票市场的所有参与者，包括上市公司、监管部门及投资者齐心协力的合作。这也许才是 IPO 第一股中工国际带给我们的最重要的启示！■

(作者单位：中国人民大学商学院)

责任编辑 闵超

● 动态

财政部、国家税务总局联合发布 《关于企业技术创新有关企业所得税优惠政策的通知》

为贯彻实施《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020）》，根据《国务院关于印发实施〈国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020年）〉若干配套政策的通知》的有关规定，财政部、国家税务总局联合下发了《关于企业技术创新有关企业所得税优惠政策的通知》（以下简称《通知》）。《通知》规定，对企业当年提取并实际使用的职工教育经费，在不超过计税工资总额2.5%以内的部分，可在企业所得税前扣除。

首先，对财务核算制度健全、实行查账征税的内外资企业、科研机构、大专院校等研究开发新产品、新技术、新工艺发生的技术开发费，按规定予以税前扣除。对上述企业在一个纳税年度实际发生的下列技术开发费项目，包括新产品设计费，工艺流程制定费，设备调整费，原材料和半成品的试制费，技术图书资料费，未纳入国家计划的中间实验费，研究机构人员的工资，用于研究开发的仪器、设备的折旧，委托其他单位和个人进行科研试制的费用，与新产品的试制和技术研究直接相关的其他费用，在按规定实行100%扣除基础上，允许再按当年实际发生额的50%在企业所得税税前加计扣除。而企业年度实际发生的技术开发费当年不足抵扣的部分，可在以后年度企业所得税应纳税所得额中结转抵扣，抵扣的期限最长不得超过五年。

对于加速折旧，《通知》规定今年1月1日以后企业新购进的用于研究开发的仪器和设备，以单位价值30万元为准分为两类情况，单位价值在30万元以下的，可一次或分次计入成本费用，在企业所得税税前扣除，其中达到固定资产标准的应单独管理，不再提取折旧。而单位价值在30万元以上的，允许其采取双倍余额递减法或年数总和法实行加速折旧，具体折旧办法一经确定，不得随意变更。

《通知》还强调了高新技术企业税收优惠政策。自2006年1月1日起，国家高新技术产业开发区内新创办的高新技术企业，自获利年度起两年内免征企业所得税，免税期满后减按15%的税率征收企业所得税。这类企业在投产经营后，其获利年度以第一个获得利润的纳税年度开始计算；企业开办初期有亏损的，可以依照税法规定逐年结转弥补，其获利年度以弥补后有利润的纳税年度开始计算。按照现行规定享受新办高新技术企业自投产年度起两年免征企业所得税优惠政策的内资企业，应继续执行原优惠政策至期满，不再享受自获利年度起两年免征企业所得税的优惠政策。■