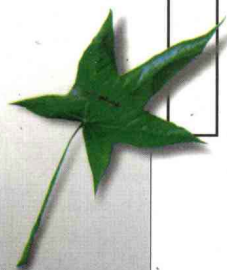


ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

中青年

经济学家文库



中国的股票市场与 上市公司风险研究

王 森 / 等著

ZHONGGUO DE GUPIAOSHICHANG YU
SHANGSHIGONGSI FENGXIAN YANJIU



经济科学出版社

山西省归国留学人员基金课题
山西省重点建设学科基金项目

中国的股票市场与 上市公司风险研究

王 森 等著

经济科学出版社

责任编辑：张 力 杨秀华

技术编辑：董永亭

中国的股票市场与上市公司风险研究

王 森 等著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行电话：88191109

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京密兴印刷厂印装

850 × 1168 32 开 16.5 印张 430000 字

2004 年 5 月第一版 2004 年 5 月第一次印刷

ISBN 7 - 5058 - 4109 - 2/F · 3399 定价：28.50 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

前 言

1792年3月，当约翰·沙纯（John Sutton）等人在华尔街22号签订世界上第一个有关股票交易制度的梧桐树协议时，他们并未意识到这个赋有重大历史意义的协议标志着通过制度规范股票市场从而规避风险的时代已经到来。时过境迁，200多年后的今天美国的股票市场已经成为美国经济运作的主体呈现在世人的面前；其完善的制度和高收益、高风险、高效率的特征把美国推上了首席经济强国的地位。1990年12月中国的股票市场也应运而生，经过短短10多年的飞速发展的这个新兴市场已雄踞世界股票市场之林。毫无疑问，股票市场成为中国经济发展中的不可缺少的重要内容。作为一个十分重要的新型市场，如何规避风险就成为中国股票市场建设的重要方面，这是时代赋予我们的历史重任。

风险作为一个经济学范畴其含义大致包括以下三类：不确定性、经济主体损失或失败的可能性、相对于经济主体预期的偏离。一国的上市公司作为资本市场核心的经济主体，在不同的经济体制背景和资本市场环境中遭遇的风险不同。伴随着社会主义市场经济的逐步建立和股票市场大发展的主旋律，在过渡经济的背景下，以国企改革形成上市公司为主体的中国上市公司面临诸多风险。那么股票市场和上市公司到底存在哪些风险，产生这些风险的根源在哪里，我们又该如何解决这些风险以促进中国上市公司稳健高效发展呢？本书试图解答这一问题。

我们知道，无论在国外还是国内，新股发行定价都是新股发行中的重点与难点，它一直是理论研究中的前沿课题。新股发行

定价是否合理不仅关系到发行人、投资者与承销商的切身利益，而且也直接影响到股票市场资源配置的效率。实践已经表明，过低的新股发行价格（即过高的新股抑价）会降低股市的筹资效率、助长投机并损害发行公司的利益，而较高的发行价格则可能导致发行失败。当然，具体的发行定价过程受到各种因素的影响，其中既有新股估值等技术因素，也有发行时市场行情等市场性因素，我们对此不可能完全预见，但是把握具有共性的问题与规律无疑对改进新股发行定价方式具有积极的意义。

在中国，新股发行定价方式一直在进行着改革，显露出由行政定价向市场化定价过渡的趋向，同时也取得了一些积极的成果。但是，在十余年中国股市的发展进程中，不合理的新股发行定价方式和发行价格却一直伴随着我们，成为我们股市发展极难逾越却又必须逾越的障碍。不难想像，在我国这种转轨经济国家中，由于特殊的政治、经济及发展背景，目前我国带有半计划半市场性质的新股发行定价方式孕育着比西方发达国家市场化定价方式更大的风险。在这种情况下，能否改进我国新股发行定价方式以控制由其所引致的风险也就成为我国股市能否顺利发展的一个重要方面。而本书的切入点及目的也正在于此，即对国内外新股发行定价的各种方式、方法进行考察，并在此基础上介绍分析我国新股发行定价方式及其沿革，由此揭示出我国新股发行定价方式及其风险演变的内在逻辑和内容，并提出相应对策以改善新股发行定价方式并控制风险。本书关于新股发行定价估值方法、新股发行定价方式及新股发行领域几个理论问题等的分析介绍具有综述性质，对于后续研究有较强的参考意义。对于中国新股发行定价方式及其风险演变逻辑的分析具有新意。对于具体定价方式的分析及提出的对策，则对中国股市的发展及各发行主体在具体发行定价工作中具有一定的实践指导意义。

近十年以来，经济学家一直致力于制度安排对市场运行所产生的作用和影响，并认识到制度因素已变得日益重要。的确，在

20 世纪最后十年所发生的一系列与制度相关的事件和现象已经并将继续对相关组织的经济绩效产生深远的影响。那么，对于资本市场中的上市公司而言，若要取得良好的运行绩效，也即在其市场运作的实现过程中，无论是产品运作还是资本运作，其实质都是在一定的制度框架下实现的。因而，成功的市场运作，首先就要求存在着合理的制度安排，同时还要求在这一制度框架下，作为经济主体之一的上市公司有效地整合利用各种条件以形成并推行市场运作行为，这当中的产品运作，资本运作以及所涉及到的公司治理和会计信息与退市制度等多方面的具体问题，都是决定上市公司是否能够高效运作的关键。从上述思想出发，本文揭示了在逐步建立并形成合理的制度安排下，资本市场中的上市公司在取得良好市场运作绩效的过程中，应该具有的特质及可能面对的风险，进而以探求实现高效运作绩效的方法和途径。

公司治理是一个具有重要理论价值和实践意义的研究课题。近年来，随着经济的发展，各国均出现了一个完善公司治理的趋势。在中国，随着经济体制改革和对外开放的不断深入，上市公司在公司治理方面的缺陷不断地暴露出来，成为制约资本市场进一步发展的障碍。要想促进中国资本市场的健康发展和经济成功转轨，就必须加强对公司治理问题的研究，探索适合中国国情的公司治理模式来指导上市公司发展，帮助解决中国上市公司在公司治理实践中产生的问题。本书的研究正是基于这种考虑。

公司治理是金融学和经济学的主题。本书主要介绍了在西方占重要地位的“股权至上主义”理论和共同治理理论。公司治理的产生是与股份有限公司的出现联系在一起，其实质是关于公司的权力安排和利益分配问题。“股权至上主义”理论强调股东的利益取向是唯一的，是至高无上的，股东是唯一的剩余索取权掌握者。共同治理理论强调，企业不仅要重视股东的权益，而且要重视其他利益相关者对经营者的监控；不仅要强调经营者的权益，还要关注其他利益相关者的实际参与。从理论发展

和各国公司治理实践的演进趋势来看，共同治理都将是今后公司治理发展的方向。接着文章从中国上市公司的历史、政策等角度揭示了中国上市公司治理的特征和存在的主要问题。笔者认为，目前中国上市公司在公司治理中主要存在三方面的问题：第一，股权结构不合理，国有股“一股独大”；第二，内部人控制问题；第三，董事会的运作机制不规范。这些问题给上市公司的日常经营管理带来了很多不良的影响。为寻找症结所在及探寻解决问题的思路，文章选取了1004家上市公司作为研究样本，试图通过实证的方式，发现中国上市公司当前的治理状况与公司经营绩效之间的联系，为进一步改善公司治理寻找出一些实际的依据。研究结果表明，对大多数属于竞争性行业的上市公司来说，流通股比例在70%以上的股权结构对公司的发展比较有利，而对关系国计民生的重要行业则由国家控股比较有利。综合上面的分析，本书指明要以利益相关者思路考虑建设转轨时期中国上市公司的治理模式，需进行以下几个方面的改进：（1）优化上市公司的股权结构，国有股比例过高的要坚持国有股，积极扩大流通股的比例；积极发展机构投资者，实现投资主体的多元化，形成各股东间相互制约的股权结构；（2）在董事会中引入独立董事制度，增强董事会的独立性，同时在董事会下设专业委员会，提高董事会的效率；（3）实施股票期权激励计划，充分挖掘和调动上市公司经理人员的生产经营积极性；（4）大力发展公司控制权市场、职业经理人市场，加强对中介机构的监督管理，完善上市公司的外部治理机制。通过全社会的共同努力，在中国的上市公司中建立一个内部治理和外部治理并重的共同治理模式。

越来越多的投资者（公司财产所有者）和公司决策者认识到，健全有效的公司治理是保护所有者及其他利益相关者的利益，保证现代市场体系有序、高效运行的微观基础。中国的上市公司要适应世界环境的变化，在激烈的国内外市场竞争中处于不败之地，显然必须花大力气健全公司治理机制。

当前上市公司资产重组是一个热门话题，在我国不少上市公司都试图通过资产重组和并购扩大规模，改变经营状况，有的公司甚至把资产重组当作“题材”来炒作。实际上，资产重组的风险是很大的，国内外都有大量由于重组失败而使企业效应下降甚至垮台的案例。我国的上市公司作为国有企业的代表，其资产重组的成败无论是对证券市场还是现代企业制度的确立都有重大的影响。

本书系统地阐述了上市公司资产重组的涵义、形式和在我国的发展历程，并结合了中外的大量案例，从资产重组的风险分析入手，指出公司在重组前和重组过程中应在重组动机、相关政策、反收购、财务处理等几个方面防范风险，并根据管理整合理论的架构，提出重组后的整合风险控制更重要，并从财务整合、人力资本整合、文化整合等三个支点来深入探讨如何通过管理整合保证公司重组的成功，论证了培养管理整合能力比培养资本实力更重要的观点。本书还提出，资产重组的成功与否还要取决于资本市场的宏观环境，并从政府定位、投资银行的发展、有关法律制度的完善等几个方面论证了其他经济主体在防范资产重组风险中应完成的工作和具备的条件，指出要为上市公司的资产重组创造良好的环境，从微观和宏观两大角度提出了防范资产重组风险的措施。

上市公司的风险源于治理失灵和法律监管失灵，而这两者都是制度经济学研究的范畴，所以我们说上市公司的风险是制度风险。本书通过构建一个中国上市公司风险防范化解的新制度经济学分析框架，逐步分析，并得出结论。具体而言，由于上市公司治理结构的缺陷导致了一系列风险诸如：资产风险、重组风险、信用风险等。防范化解这些风险的有效途径，一方面要不断完善上市公司的治理结构，进一步解决代理问题、激励问题、道德风险问题等优化这一组织制度的运行效率；另一方面，通过国有资产管理体制改革理顺产权关系，化解出资人风险，通过强化披露

化解由于不规范关联交易导致的资产风险，通过鼓励实质性重组和推行要约收购化解资产重组风险，通过提升上市公司质量和优化投资理念化解理财风险。

由于中国的证券市场产生和发展于转轨时期的中国特殊的政治结构和社会结构之中，因此也就被打上了转轨时期和东方社会所固有的不规范的烙印。证券市场法律监管制度的制度缺陷，产生于证券市场制度创新性风险，是上市公司风险的外部原因。化解这一风险需要法律体系的完善和改革。一方面，深化证券立法制度改革，提高证券立法与司法管理效率，确认符合法律精神基础上证券市场功能定位与政府依法进行的市场调控；另一方面，采用变法模式的同时采用自发模式，减少政府规制和立法，鼓励自发的制度变迁，以自发的模式消除成文的法律与现实的法律的冲突根源，提高执法者的信誉以促进法律制度的有效有序运行。

本书是由山西省归国留学人员科研课题的最终成果。该课题同时由山西省重点建设学科基金提供资助。王森博士担任课题主持人。课题主持人与他的研究生李日、姚萱、董雷光、沈玉华、王赟参加了本课题的具体研究，这个学术团队的雄厚的学术功底和严谨的学术作风使本课题得以出色完成。本成果的完成是对我们师生之间合作的最好的纪念。在完成课题的过程中，本书的一些成果分别公开发表在《金融研究》、《数量经济技术经济研究》、《财贸经济》、《经济问题》以及美国的《Journal of USA-China Business Review》等学术刊物上；其中的部分文章还被国务院发展研究中心的国研网和中国人民大学《投资与证券》2002年第6期全文转载。还有的内容以交流论文的形式分别参加了2002年联合国计划署在北京大学召开的亚洲第24届经济年会、2002年在吉林大学召开的国有企业改革国际学术研讨会和2003年在北京大学召开的资本市场与证券投资国际学术研讨会。

在此我们要感谢山西省人民政府归国留学人员管理办公室多年来对王森博士和他领导的课题组的大力支持，同时还要感谢美国加州州立大学金融系的 Monica Her 博士以及齐莲英博士和林国春博士给予我们的许多有建设意义的建议。

王 森 李 曰 姚 萱

董雷光 沈玉华 王 赞

2004 年阳春三月于太原

导论 1：中国股票市场的资源配置方式与绩效研究

一、引言

中国股票市场从试验转向发展，关键在于资源配置方式的转变，即由传统的以计划为基础的资源配置方式向以市场为基础的资源配置方式转变。股票市场的基本功能是资源的配置和再配置。股市的资源配置，通常是指如何将股市中有限的生产要素资源投向不同的地区、行业和公司，以获得最大的效益。在这里，股市资源配置方式的选择最为关键，它不仅决定着股市的运作是否有效率，而且也对于经济体制和经济增长方式的转变起着重要的作用。与股票市场的基本功能相对应，股市的资源配置方式有配置方式和再配置方式两种类型。股市资源的配置方式，是指一定时期内股市对生产要素的选择、分配和使用方式，例如募股资金的筹集和使用。股市资源的再配置方式，是指继股市资源配置之后生产要素的重新组合从而产生股市资源再配置的方式，例如股市中的资产重组方式。

从经济体制角度分析，资源配置主要有政府配置和市场配置两种方式。在政府配置方式下，生产要素资源主要是通过政府的行政权力、行政手段和行政机制来实现配置。在市场配置方式下，生产要素资源主要是通过市场机制来实现配置。一般来讲，二者相比，政府配置方式更能体现政府意图，按照政府的偏好，直接和自觉地配置资源，便于实现资源的数量配置；市场配置方式更能体现市场的供求关系，根据市场供求，间接和自动地配置

资源，从而实现效益配置。就中国的情况而言，完全采用政府配置方式，是计划经济体制下的通常做法，实践证明在经济飞速发展的今天是不适宜的；而完全采用市场配置方式，则会由于市场体制尚未发育成熟，同样会产生资源配置的低效率。或许正因为如此，中国在过渡经济中所选择的是政府配置方式与市场配置方式相结合的混合型配置方式。

中国的混合型资源配置方式，在其股市中反映得淋漓尽致。在目前情况下，从上市公司基准的确定、上市公司的选择、上市公司的评估，到上市中介机构的确定、上市公司的重组、上市时间以及上市额度的分配，其中政府起着决定性的作用，但是公司上市后股票的价格走向和运作情况则基本上由市场起作用。不少人批评股市中这种混合型资源配置方式的种种弊端，但是对一个刚刚经历了 10 多年和正在发育的股市而言，其对中国经济发展的贡献是毋庸置疑的。

二、中国股市的资源配置及其方式：股本与资金

目前，中国股市的资源配置方式主要是应用股本这个生产要素的载体，来实现资源的配置和使用的。我国新股发行的办法是根据地区和部门的审定以及股指情况，利用股本把筹来的资金转化为资本并投向预先确定的生产和经营方向，这是股市资源配置方式的重要特征；股市中发行筹资和配股筹资，就是通过股本载体实现其资本转化和生产要素配置的目标。从严格的意义上讲，中国股票市场的资源配置方式有四个层次：第一是选择什么样的公司上市；第二是如何使这些公司在一级市场获得筹资成功；第三是采取什么方式促使二级市场接受这些公司；第四是上市公司本身怎样配置募集到的资金，即增量配置问题。就第二个问题而言，从近年来深沪股市的平均中签率来看，1996 年为 3.57%，1997 年为 2.1%，1998 年上半年为 0.86%，平均中签率呈下降的趋势，而且下降幅度还比较大，可见，中国股市的筹资潜力

较大。需要指出的是，尽管在 2000 年以后出现过新股发行受阻的个别情况，但这并不代表中国证券市场发展的主流。举个简单例子来讲，中国证券市场的全部市值之和比美国微软一家公司的市值还低。这已充分说明我国股市潜力是较大的。因此在这一部分讨论中，我们把重点放在第一、三、四个层次的研究上。

（一）一级市场对新上市公司的选择

一级市场对新上市公司的选择是股市资源配置方式应用的第一步。1998 年 5 月 29 日中国证监会颁布的《股票发行审核工作程序》已经明确地规定对上市公司的选择分两个阶段进行。第一个阶段是预选阶段，其中有五个步骤：（1）中国证监会下达股票发行家数指标；（2）地方政府或国务院有关产业部门推荐；（3）中国证监会发行部受理预选材料；（4）征求国务院有关部门意见；（5）中国证监会预选审核。第二阶段是审批阶段，其中又有五个步骤：（1）地方政府或国务院有关产业部门初审；（2）中国证监会发行部受理申报材料；（3）中国证监会发行部审核；（4）发行审核委员会审议；（5）发审委审议通过后，中国证监会将根据市场情况，确定企业发行的具体时间，并按程序核发准予公开发行业股票的批文。通过严格的审批程序和产业发展要求来选择上市公司。

从实际情况来看，我国股票一级市场对新上市公司的选择基本上体现了国家的产业政策方向。近年来，新股发行的大部分集中在水利、交通、通讯等基础产业；电子信息、生物工程、新材料、航天航空等高新技术产业，电子、石化、汽车等国家支持的产业以及其他政府鼓励支持的行业范围，特别是其中的国有企业因所在行业中的地位重要、主业突出、潜力较大，在新股发行中的比重明显提高。从家数上看，1997 年和 1996 年基本持平，1996 年发行 207 家，1997 年发行 204 家，但从发行股本数和筹资金额来看，1997 年增长较快，全年共发行 92 亿股，较 1996

年增长 70% 以上，这主要是因为 1997 年新股发行的平均规模是 5500 万股，远大于 1996 年的平均规模 2500 万股。1997 年深沪两市的筹资金额为 650 多亿元，较 1996 年增加 1.6 倍。进入 1998 年以来管理层采取了“双向扩容”措施，即一方面有序发行并上市新股，另一方面发展证券投资基金。这不仅扩大了证券市场需求，增加了市场资金量，也为证券市场稳健地向前发展奠定了基础。

（二）二级市场对上市股份的认同

新股扩容的规模和节奏与中国股市二级市场表现紧密相关，管理层一般根据市场供求关系去配置资源。管理层在宏观层次上的资源配置方式：一方面在股价指数高涨阶段抓紧发行和上市新股；另一方面在股价指数低迷阶段则放松发行和上市新股。以深圳股市为例，从 1995 年 1 月到 1996 年 3 月大市低迷，深圳成指在 958.71 ~ 1225.38 点之间，新上市公司 22 家，月平均上市 1.47 家公司；从 1996 年 6 月到 1997 年 7 月大市高涨，深圳成指从 2059.13 点连续爬高，最高达到 5210.74 点，在此期间深市共上市新股 192 只，月平均上市 13.71 只。上海股市的走向及扩容情况与深圳市场基本类似，从 1995 年 1 月到 1996 年 3 月大市低迷，上证指数在 537.35 到 723.87 点之间波动，期间新上市公司 27 家，月平均上市 1.80 家；从 1996 年 6 月到 1997 年 7 月大市高涨，上证指数从 804.25 点稳步攀升，最高达到 1393.75 点，在此期间沪市共上市新股 143 只，月平均上市 10.21 只。从深圳和上海两个市场的情况来看基本上反映出宏观层次上资源配置方式和规律，显然这种资源配置的方式有利于市场对上市股份的接受和认同。

我们把视野深入到中国股票市场股本结构的内部去看，股本情况的变动也可以反映出市场对上市股份的认同情况。1996 年随着大市的高涨和上市公司的增加，总股本的扩张率为 44.4%，国家股的扩张率为 39.79%，法人股的扩张率为 48.65%，流通

股的扩张率为 87.92%，职工股的扩张率为 298.70%；国家股的扩张率低于总股本扩张率 4.61 个百分点，法人股的扩张率高于总股本扩张率 4.25 个百分点，而流通股和职工股的扩张率分别高于总股本扩张率 43.52 和 254.3 个百分点。1997 年大市进入高位盘整阶段，在此期间股市的扩容并未放慢，与 1996 年相比总股本扩张率为 58.80%，国家股扩张率为 64.21%，法人股扩张率为 41.09%，流通股扩张率为 66.21%，职工股扩张率为 160.66%；国家股扩张率高于总股本扩张率 5.41 个百分点，法人股扩张率低于总股本扩张率 17.71 个百分点，而流通股和职工股的扩张率分别高于总股本扩张率 7.41 和 101.86 个百分点。从表象上看，尽管流通股的扩张幅度并不太大，但大比例的职工股一般能在新股上市流通，实际上是流通股的再次扩张。可见，通过 1996 年和 1997 年股本情况我们可以看出，二级市场对上市股份的认同的原因除了管理层根据市场供求关系增强市场对新股的确认程度之外，还有一个重要的原因是上市新股中加快了流通股和职工股的扩张速度。流通股和职工股所占比重的逐步提高，容易改善上市公司资本结构和治理结构，为公司今后的发展打下坚实的基础。

（三）募股资金投向分析

对募股资金投向和效果的分析是考察股票市场资源配置方式和绩效的重要方面。从微观层面看，募股资金的使用与公司的发展前景以及投资者的利益息息相关。从宏观层面看，募股资金的使用又关系到产业结构的状况、区域经济的优化乃至整个国民经济的健康发展。在经过 1996 年和 1997 年的大规模扩容后，中国的股票市场在发挥资源的优化配置方面有了长足的进步。我国股票市场在 1996 年发行筹资金额为 91.32 亿元，配股筹资金额为 74.30 亿元，两者合并的筹资总额为 165.62 亿元。1997 年发行筹资金额为 715.05 亿元，配股筹资金额为 261.89 亿元，两者合并的筹资总额为 976.94 亿元。1997 年股市的发行筹资金额是

1996 年的 7.83 倍，配股筹资金额是 1996 年的 3.52 倍，合并筹资总额是 1996 年的 5.90 倍。实践证明，股票市场已经成为我国直接融资的重要场所和资源配置方式转化的重要渠道。

从发行筹资的资金投向上看，1996 年投入纺织、机械、建筑、商业 4 个行业的资金占当年发行筹资总额的 47.58%，除此之外，各行业资金投入占当年发行筹资金额的情况分别是：房地产占 1.58%，高科技占 4.88%，公用事业占 1.10%，家电和金融为 0，酒类占 1.76%，石化占 6.41%，冶金占 5.35%，医药占 5.67%，纸业占 1.15%，综合占 7.33%，农业占 5.37%。1997 年发行筹资资金投入高科技、公用事业、机械、石化、冶金、综合等行业的资金占当年发行筹资金额的 70.78%，其他行业的资金投入比重则在相对下降。由此看来，进入 1997 年后发行筹资的投向有了重大的变化，即资金的应用更加注重对高科技行业和国家支持的重点行业倾斜。1997 年的统计表明，在募股资金中，新建项目投资占全部实际投资的 49.2%，技改投资占 25.8%，两项合并占全部投资的 75%，这在很大程度上促进了我国的产业结构向高层次进化。

从配股资金投向上看，1996 年配股筹资金额为 74.30 亿元，其中投入资金占配股筹资金额的比重超过 10% 的行业是房地产、公用事业、家电、商业、综合，这 5 个行业所占用的配股筹资金额为该年度全部配股筹资总额的 61.70%，其他行业的配股资金占用比例分别是：纺织 4.80%，高科技 1.77%，机械 7.62%，建材 1.18%，酒类 0.90%，金融和农业为 0，石化 3.49%，冶金 4.19%，医药 0.67%。1997 年的配股资金总额比 1996 年有了大幅度的增长，但配股资金的投向却没有多少改变。配股资金占 1997 年度配股资金总额的比重超过 10% 的行业仍然是房地产、公用事业、家电、商业和综合，投入这 5 个行业的配股资金占该年度配股筹资总额的 58.73%，在这 5 个行业中实行配股的上市公司主要集中在上市时间较早的老牌公司，在激烈的市场竞争

中，这些公司试图通过配股来扩大规模和壮大实力，从而增强抗风险能力和竞争力。

综上所述，研究结果表明，配股募集资金投向与发行新股募集资金投向情况不同：发行新股募集资金投向的情况解释了我国的产业发展方向，而配股资金的应用则主要是为了增强上市公司本身的抗风险能力和竞争力。需要指出的是：从募股资金投向的大方向上看，应该肯定基本格局是朝良性的方向发展，但所存在的消极情况也不容忽视。根据 1997 年的年报统计，共有 514 家上市公司对募股资金的使用情况进行了说明，其中 1/4 的上市公司投资项目发生变动，1/3 的上市公司未按计划进行投资。从某种程度上讲，这样大面积的投资变更，应该引起管理层及上市公司的注意。从融资体制来看，在资本稀缺的情况下，获得更多的上市额度也就可以使本地获得更多的经济资源。一些地方政府和企业往往是力争上市额度上项目，而不是从合理配置资源和市场需要出发上项目，因此造成了随意立项和缺乏应变准备的情况时有发生。从上市公司运行机制看，虽然股东大会是最高权力机构，但由于我国上市企业在转制中形成的特殊的股权结构，股东大会的监督职能的发挥有一定的限度，这种情况导致上市公司内部监督机制的相对弱化，促使个别上市公司把上市变成了圈钱，结果是募资立项随意更改而忽视投资者的权益。因此，加强对上市公司募股资金应用的监督，已经成为我国股票市场优化资源配置方式迫切需要解决的问题。

三、中国股市资源再配置方式：资产重组

（一）存量配置：总体印象

中国股票市场的资源再配置方式主要是通过资产重组来实现。按照国际惯例，资产重组的概念是指集团公司内部对其子公司或其他有经营权和控制权的关联企业在经营资产范围内的整合。由于我国股权结构的特殊性，导致现行资产重组概念的内涵