

第一章 扩容的压力有多大？

虽然说股市是经济的反映，但中国股市的涨落，最主要的却是与股市的供求有关：股票多了，上市快了，资金进得慢了，股市就跌，反之就涨。因此，中国投资者最为关注的便是扩容的速度与规模。

任何股市都不可能没有扩容，作为还担负着为国企改革服务使命的中国股市尤其如此。目前六路扩容大军正大踏步进入中国股市：一是发行新股，二是配股，三是增发新股，四是隔三差五就上市流通的内部职工股，五是转配股陆续登台，六是国有股减持逐渐实施。对此，投资者不能不担心：中国股市扩容的压力究竟有多大？资金的供应能否适应扩容的步伐呢？

市场的问题，归根结底是供求的问题。历经了中国股市十年发展历程中涨涨跌跌的中国股民，对此无不有着特别深刻的认识。1990年深圳上市股票仅5种，票面价值2.7亿元，除去不流通的公股，实际市场上流通量仅为7000万元左右，而深圳不算外地流入的资金，仅本地的储蓄存款就达60亿~70亿元。10万大军斥数十亿元巨资追逐着面值不足亿元的股票，结果把所有股票的股价都炒得几十倍上百倍地飞涨。1993年末，证监会宣

布 1994 年有 55 亿新股的发行计划，股民一片恐慌，强劲的股市立即掉头向下，迅速走低。1994 年 7 月 28 日，证监会宣布三大救市政策，其中一条是暂停各种新股的发行与上市，一条是严格控制上市公司配股的规模，结果深沪股市一夜之间彻底反转，出现了一周涨幅百分之百的骇人飙升……在一定程度上，扩容直接或间接地影响甚至左右着股市的走向。

进入 2000 年 4 月份以来，因为科技股和网络股的热炒而一度被中国股民淡忘的扩容问题再次成为市场关注的焦点。密集而快速的扩容使投资者感受到了市场的压力。

从 1996、1997 年大扩容后，新股发行与上市的速度都明显放慢。1996 年上市新股 207 只，1997 年上市新股 215 只，而到 1998 年仅上市新股 106 只，1999 年为 98 只。近两年来新股发行一般是每周两只，2000 年元月份甚至出现了暂缓新股发行的“真空期”。而进入 4 月份后新股发行速度明显加快，当月即有 15 只新股发行，是以前每周“发二上二”的两倍，而 4 月 24 日更是创下了一天发行 4 只新股的记录，加上 4 月 20 日、21 日发行的 3 只新股，也就是说在 3 个交易日内有 7 只股票发行。“五一”节后新股发行更加密集。5 月 8 日，在有 3 只股票的内部职工股上市、5 只股票 1.87 亿股转配股上市的情况下，仍有 4 只新股发行。只隔了一天，到 5 月 10 日又有 3 只新股发行，5 月 12 日，再发 3 只。这样一周之内竟发行 10 只新股，这在中国证券史上是破天荒的。不仅新股发行的速度明显加快，而且发行市盈率大幅提高。1999 年所发新股平均市盈率仅 17.48 倍，2000 年则达到 23.98 倍，以 30 倍左右的市盈率发行的新股比比皆是。市盈率提高，相应的结果是发行价的提高，这无疑需要更多的资金量来支撑。

新股发行只不过是扩容的一支部队，实际上还有五支扩容大军正在大踏步地向股市走来：一支是 300 多家上市公司的高市盈

率和高比例的配股；一支是近期特别活跃的新股增发；一支是平均每个月 20 亿元左右的转配股上市；一支是陆续上市的内部职工股；一支是任务艰巨的国有股减持。这六支扩容大军齐头并进涌向股市，虽然还不能肯定其对股市的冲击有多大，但却对投资者造成了沉重的心理压力，最终导致了沪深股市的连续大幅下挫。上证指数好不容易攀上 1800 点的历史高位并在此高位运行了近一个月时间，从 5 月 8 日开始长阴贯市，连收 5 根阴线，到 5 月 12 日一个交易周内上证指数下跌 120 多点，跌幅近 7%，为 2000 年来所罕见，也跌去了这一波从 1408 点启动以来的大行情的上涨幅度的 1/3。虽然说此次股市的下跌有着多方面的原因，但密集而快速的扩容无疑对股市的供求平衡特别是对投资者的心理压力有一定的影响。

扩容是世界上任何股市都必然要走的道路，因为只有通过扩容，股市才能由小到大，不断发展。作为发展时间不长、规模还相当小的中国股市，通过扩容扩大股市规模、促进企业改革不仅是正常的，也是非常必要的。到 2000 年 5 月，中国上市公司虽然已逾千家，总市值 3 万亿元左右，但横向比较起来，却并不值一提，美国仅微软公司一家的股票市值就突破 5000 亿美元，相当于深沪所有股票市值的总和，随便调动美国哪家 1000 亿美元规模的基金，就可以将所有流通中的股票一举买光。若按国民生产总值证券化比例计算，我们不仅比不上新加坡、英国、美国等经济高度发达的国家，甚至也比不上马来西亚、菲律宾、印尼、泰国等这样的发展中国家。从这个意义说，中国股市仍然只是一个迷你型的市场。这不仅不适应中国的经济改革尤其是国有企业的改制改造，也不利于股市的稳定与规范。因此，扩容，必然是当前中国股市发展的基本内容。

但是，由于目前中国股市不仅规模较小，而且还存在着许多不规范的因素，大量不流通股的存在就是其中之一，而投资者也

处于不很成熟的状态。因此，扩容无论是对市场还是对投资者的心理都是一种压力。面对近期蜂拥而来的新股发行与配股浪潮，许多投资者不能不担心：中国股市的扩容压力究竟有多大？资金的供求能否适应扩容的步伐呢？

一、扩容大军向股市走来

新股发行的盘子有多大？

发行股票有两种情况：其一是首次发行，指股份公司采取募集方式设立时，一部分发起人认购部分股份，余下的部分向社会公众发行，也叫设立发行；其二是二次发行，指股份公司成立以后再次发行股票，方式有两种：向新的股东发行股份，称为增资发行；只向原来的股东按一定的比例配售股份，称为配股。这里我们先看设立发行，也就是通常说的新股发行。

中国的老股民一定不会忘记，90年代初期，发行新股的日子也是股民最激动最兴奋的日子。人们奔走相告，而后倾家发动，倾囊筹资，最后是倾城出动，每一个新股发行点都成了包围的中心。其热情之高无以伦比。

然而，三十年河东三十年河西。十年前被人们哄抢的新股，现在却似乎成了一只只可怕的“狼”。一听说有大量新股发行，股民就紧张，二级市场就震荡。虽然许多人对在一级市场申购新股激情不改，但也仅仅是看中了其与二级市场人为制造的差价，内心却显然是害怕新股发行的。正因为如此，管理层也把新股发行当作调控市场的砝码：股市涨得过火了，泼一瓢新股发行的冷

水，再火爆的股市也可以浇灭；而要把浇灭的股市重新点燃起来，只要宣布暂停一段时间的新股发行，奄奄一息的股市就立马可以再次火光冲天。回顾中国股市十年的发展史，我们便能清晰地看到股市上涨—扩容—下跌—救市—暴涨—再扩容的运行轨迹。

中国股市在 1991 年末只有 14 家上市公司，其中沪市 8 家，深市 6 家，股民也只是一些上海和深圳人。到 1992 年底，我国上市公司也仅 53 家。随着改革开放的不断深入，人们淡薄的金融意识逐渐增强，加上第一批股民的暴富效应，全国各地出现争购股票的热潮。为了调节这种供求关系的严重失衡，从 1992 年下半年到 1993 年初，出现了沪、深股市的第一次股票大扩容，130 家上市公司如洪水一般涌进股市，市场立即就有不堪承受之感。加上其他种种原因，股市出现大幅下挫，上证指数由 1420 点一路下滑到 386 点，这使人们第一次领教到扩容对股市的影响之大。1993 年，中国经济步入一个成长的高峰期，资本的高速扩张，货币供应量的放宽，使得大量资金涌入股市，加上扩容步伐有所放慢，沪市股指又一路上扬到 1558 点。由第二次资金大扩容，又引来了第二次股票大扩容。这一次 55 亿股票的扩容计划，再次造成了供大于求的失衡局面，股指又由 1558 点暴跌至 1994 年 7 月的 325 点，管理层只得宣布暂停新股发行以紧急救市，这才使股指由 325 点回升到 1052 点。

1995 年下半年以来，中国股市又出现了股票和资金的双向扩容。至 1995 年底，上市公司总数达到 323 家，与 1991 年相比，4 年间扩大了 22 倍；就股本而言，4 年间扩大了 93 倍。急速的扩容使上证指数再次跌到 512 点。

真正的大扩容是在 1996 年牛市序幕拉开之后，当年深沪两市共有 207 家新公司加盟，此后两年扩容节奏不减，1997 年增加上市公司 215 家，1998 年略有减少，但也有 106 家，到年底

上市公司总数已突破 800 家，达到 851 家。为了休养生息，1999 年发行节奏进一步放慢，当年上市 A 股只有 98 家。不过，虽然上市公司增加的家数不多，但由于发行新股的盘子较大，加上大量的配股和增发新股，筹资金额却不但没有减少，反而还比上年增长 402 亿元。

以下是《中国证券报》统计的我国证券市场股票发行情况与筹资情况：

年 类 别	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
上市公司 数量(家)	10	14	53	183	291	323	530	745	851	949
历年筹资金 额(亿元)	—	—	94.09	375.47	326.78	150.32	425.08	1293.82	841.52	1243
流通市值 (亿元)	—	—	—	423.94	859.83	937.94	2867.04	6177.75	5745.59	8214
历年成交金 额(亿元)	—	—	—	3667.02	8127.63	4036.47	21332.16	30721.84	23544.25	31321
转配与扩容	1999 年以来沪深两市新股加配股带来的月扩容规模(市值,按上市当日成交均价计)达 132.36 亿元。					未来 24 个月沪深两市转配股可能带来的月均扩容规模(市值,按 3 月 14 日收盘价推算)达 18.56 亿元。				

由上我们可以看出，从 1990 年到 1999 年的 10 年时间里，我国的上市公司增长了 94 倍；从 1992 年到 1999 年，筹资金额增长了 13 倍；从 1993 年到 1999 年，流通市值增长了 19.4 倍。从中我们可以看出，中国股市虽然只有 10 年的历史，但其发展速

度之快、对企业融资贡献之大，是有目共睹的。

但是，我们同样也可以看到，在股票发行的 10 年中，既存在着明显的急躁性，也存在着一定的随意性。只要股市行情稍微好一点，新股就像开闸泄洪一样冲向股市，待把股市淹得不成样子了，又一下子将新股发行的闸门关死……中国股市就在新股发行的这种不断开闸关闸之中大幅震荡。1993 年，上市公司一下子增加了 130 家，是以前数年发行新股总数的 2 倍多，结果股市不堪重负而大幅下挫，管理层为了救市，只得从 1994 年下半年起基本上停止了新股发行。到 1995 年，全年仅上市新股 32 只，筹资金额不到 1993 年的一半。好不容易到 1996 年股市再次走强，新股发行的闸门又一下子敞开，一年时间竟上市了 207 只新股，几乎每天都有新股发行，其结果是随后两年的股市调整，其筹资功能也随之大幅萎缩。

当然，世界上任何股票市场的规模都是由小变大，上市公司逐步增多，最终形成大规模的资本市场。中国股市是一个正在发展的新兴的股票市场，在这样一个股票数量很少的市场中，发行新股不仅是正常的，而且有助于中国股市的健康发展。但正如饭要一口一口地吃，新股的发行也要循序渐进，稳步进行。美国纽约证券交易所是世界上最大的股票交易所，成立于 1792 年，至今这个交易所的上市公司也仅 3000 家。我国沪深交易所成立不到 10 年，上市公司已达千家。按此速度继续发展，不出 10 年，中国股市的规模将超过纽约证券交易所。

股市要发展，企业要筹资，就必然少不了股市的扩容。我们不能拒绝扩容，但也不能如开闸泄洪般地盲目扩容。中国股市建立 10 年来发生的多起股市震荡，大都与扩容有关。从目前的情况看，除了新股发行的数量过多外，新股发行的质量不高、规模过大、节奏过快、发行价越来越高，都成为扩容影响股市稳步发展的重要因素。

由于上市公司拥有在股市筹资的特权，千方百计挤进股市遂成为许多企业的最大期望。在股市法制不健全、股票发行与审批不规范的情况下，一些企业为了达到进入股市“圈钱”的目的，不惜钻山打洞甚至弄虚作假欺骗上市，结果使不少上市公司素质不高，业绩低劣。典型的如红光实业，上市半年即告亏损。这种现象无疑对投资者的信心是一大打击，对大量上市的公司缺乏信任。因此，只要将新股发行的速度加快一点，许多投资者就纷纷撤离股市，从而导致股市的大幅度震荡。

上市公司筹资行为不规范也是影响投资者投资积极性的一个重要因素。公司发行股票最主要的目的之一就是筹集社会资金，发行公司在发行股票的时候必须在招股说明书中说明所筹资金作何用途，并且要有国家有关部门的项目批文，这实际上是对购买股票的投资者的庄重承诺。但实际上很多公司追求上市的目的就是为了“圈钱”，以至为了发行股票千方百计编造项目、骗取批文，钱“圈”回来之后就不负责任了。因此出现大量的改变募集资金用途的现象。据统计，在 1997 年公布年报并披露募集资金使用情况的上市公司中，有近 1/4 的公司改变了募集资金的投向，近 1/3 的公司原定投资项目未能按计划进度开展，约 1/3 的公司尚未投入项目的部分甚至全部资金存在银行吃利息。可见，上市公司不按招股说明书承诺使用募集资金的占绝大多数。据那些变更募集资金投向的上市公司解释，多半是由于种种客观原因，如募集资金到位迟，或不足计划金额，或与对方合资的项目被迫搁浅，或某些不可抗力影响等。以汇通水利为例，1996 年 6 月，汇通水利发行股票，招股说明书承诺将募集资金投入 3 个水电站项目。但在募集资金到位后仅两个多月，公司完全改变原来投向，将资金用于补充流动资金 104 万元，为下属企业技改提供资金和投资 5059 万元兴建另一座水电站项目。1998 年 8 月，公司又公告称该水电站因为上网电价达不到原双方协商的价格等原

因，项目建设再次搁浅。

《证券法》规定，上市公司要改变招股说明书所列资金用途，必须经股东大会批准，如果擅自改变原定用途，就不得发行新股。应当承认，履行了法定的程序对募集资金投向进行变更是合法的，并且这种变更如果又是确实必要的，也无可厚非。但大量的上市公司任意变更募集资金投向，就绝对不是正常现象，也不是合理的事情。因为投资者就是根据招股说明书或配股说明书承诺的投向来作出投资判断的，管理者也是按照招股说明书或配股说明书承诺的投向来决定是否审批的。现在上市公司将投资者的钱一弄到手，便改变以前的承诺，不说是投资者的欺骗，至少也可以说是一种糊弄。如此现象日甚一日，哪个投资者还会相信上市公司的招股说明书并作出投资决策呢？除了博取市场的差价，很少会有投资者对这些失信于人的公司作长期投资的打算。

发行的新股股本过大，也使市场有难以承受之感。由华夏证券研究所提供的资料显示，1999年，发行股本在1亿元以上的新股达到23家，占全年发行市场的1/4，比上年上升7%，而发行股本在2亿元以上的新股达10家，比上年增加一倍。尤其是从下半年起，大盘股的发行节奏明显加快。在这23家大盘股中，19家是下半年上网发行，约占下半年发行总数的1/3。这些大盘股基本上是国有企业，从中体现出管理层运用股市为国有企业筹集发展资金以脱贫解困的思路。但如此集中发行大盘国企股，对市场的冲击也不容忽视。1999年12月24日，发行3.5亿股、总股本将近18亿元的首钢股份跌破5.15元的发行价，以5.13元收盘，便证明股民们对市场扩容速度太快、规模过大等做法很难认同。

新股发行价格越来越高，也成为近期扩容的一个鲜明特点。据统计，1999年新股发行平均市盈率达17.48倍，比1998年高出约20%。与此对应，新股发行价也日益水涨船高，加权平均

价达 6.17 元，比 1998 年上升近一成。这种市盈率不断攀升、价格不断提高的现象，已成为当前新股发行的一个普遍趋势。据统计，1999 年上半年新股发行平均市盈率在 15~16 倍左右，而下半年的平均市盈率则上升到 18~19 倍。进入 2000 年后，新股发行的市盈率更是大幅提高，前 3 个月统计的平均市盈率达到 23.98 倍，高于 1999 年平均水平的 37%。这已是相当高的水平了，而在 3 月 26 日发行的亿阳信通以 18.24 元的发行价、35.08 倍的市盈率创出了中国股市新股发行有史以来的新高，但随之又被山西神州股份打破纪录。该股票全面摊薄市盈率甚至达到了 37.70 倍。以前备受人们关注的清华紫光发行价也不过 11.75 元，市盈率也不过 22.22 倍。而现在翻开新股的招股说明书，绝大多数新股发行市盈率大都在 20~30 倍之间。

有人认为，新股发行的市盈率提高，有利于缩小一、二级市场的差价，有望将一级市场的部分资金驱赶进二级市场。这种说法显然太书生气了。提高市盈率（即变相提高发行价）确实有使一级市场申购资金成本上升、获利率相应下降、缩小一二级市场平均盈利差距的效果，但从实际情况来看，囤积在一级市场的资金并没有明显退缩，因为这批资金多以追求盈利的稳定性为先，不会轻易介入风险性相对较高的二级市场。况且，即使新股发行的市盈率再高，也并不影响其在二级市场上市时卖出高价，2000 年 4 月份上市的星新材料和中科三环其发行市盈率都在 20 倍以上，但它们上市后照样有 200% 与 500% 以上的涨幅，特发信息发行的市盈率也不低，上市后照样翻跟头。其实，中国人投资，考虑题材的远比考虑市盈率的多。真要按市盈率来决定投资，恐怕大部分股票会没有人要。从国际股市来看，东南亚股市的市盈率一般为 10~15 倍；东京股市为亚洲最高，亦不过 40~50 倍；香港最优质的蓝筹股票，李嘉诚的长江实业股票市盈率为 11.8 倍，汇丰银行股票为 9.5 倍，怡和股票为 16 倍。美国股市牛气

冲天，但闻名世界的通用汽车股票的市盈率竟只有 8.7 倍。依此而论，当前深沪两市上市公司平均市盈率高达 50 倍，并且新股发行的市盈率就达到 30 多倍，有的上市后还暴炒至 100 倍以上，这还有什么投资价值？

当然，中国有中国的国情，中国股市有中国股市的特点。但不管怎样，许多上市公司盲目大幅度提高发行市盈率以筹集更多资金的方法，在一定程度上是在透支股票的未来发展潜力，有竭泽而渔的危险，而不问业绩、不问成长性的炒作也不利于市场理性投资理念的树立，而且还可能给市场带来较多的隐患。因此，最近已有许多证券界人士提出，必须扭转当前新股发行市盈率越来越高的倾向，应当以较低的市盈率水平发行，以利投资者有较大的获利空间，同时也有利于市场的稳定发展。为此有人设想，可以根据股票的性质与流通盘大小确定不同的发行市盈率。如流通盘在 1 亿股以上的国企大盘股，新股发行价在 10~15 倍市盈率之间；流通盘在 1 亿股以下的一般股票，新股发行价在 15~20 倍市盈率之间；高科技类上市公司的股票，新股发行价在 20~25 倍市盈率之间。

毫无疑问，扩容，必然要付出一定的代价，甚至是痛苦的代价。以美国纽约证交所为例，1920 年以前，面临第一次大扩容期，20 年中，股票种类从几种迅速扩大到 600 种左右，债券从 20 种上升到 1100 多种，道-琼斯工业指数基本上在 40~100 点范围内波动。1920 年到 1969 年的 50 年中，股票种类仅增加到 875 家，没有大的扩展。1970 年到 1988 年，纽约股市进入第二次大扩容，股票种类从 875 家增加到 1980 年的 2228 家，这时期，股价也出现大调整，道-琼斯指数基本上在 1000 点左右波动。但如何将扩容的代价降到最低，既能保证股市的扩容，又能保持股市的稳定，这是一个非常重要的课题。

至于 2000 年新股发行的盘子有多大，迄今为止还没有明确

的说法。年初，一些证券界人士预计年内上市公司平均发行规模为每周 1~1.5 家左右，每股发行价格大约平均在 4~5 元人民币，筹资总额大约在 400 亿~500 亿元。从目前的情况看，这显然是过于保守了。进入 4 月份后，每周实际发行新股 4 只，4 月的最后一周有 7 只，而 5 月份的第一个交易周居然达到 10 家，其发行数量之多，速度之快，是前所未有的。其发行价格也远不止 4~5 元，大都为 8~10 元。以后是否还会保持这种高速扩容的态势，现在尚不能肯定，但从种种迹象来看，新股发行速度将加快，规模将扩大。2000 年是国企改革最关键的一年，大量国有企业需要进入证券市场筹资，一些有发展潜力的民营企业也期望在证券市场获得融资的机会，尤其是在发行审核制度下，无论是国有企业还是民营企业，不再受到额度、地域等因素的限制，只要通过了发行审核委员会的审核就有了发行上市的资格，这一切都决定了 2000 年新股发行有提速的趋势。

毫无疑问，中国的新股发行还明显带有政府计划管理和宏观调控的特点。以前对于新股发行采取额度管理的办法，每年确定一个发行总额，再将发行指标分配到各个省市区。从 1998 年开始，中国证监会已取消每年新股发行额度的提法，开始根据二级市场承受能力，动态调节扩容的规模和速度。从这个方面来看，管理层也绝对不会不顾市场的承受能力，而打开闸门让新股像洪水一样地扑向市场，而会掌握好适当的节奏与时机。作为投资者，我们不能忽视新股发行的压力，但也没有必要过于恐慌。我们应该相信，有了 10 年证券市场管理经验的管理层，是完全能够较好地把握股市扩容与股市稳定之间的关系的。

配股 筹资还是“圈钱”？

对于股民来说，最害怕的还不是新股的发行，而是配股。

已上市公司的配股，几乎每天都在进行。配股融资已经逐渐成为上市公司最重要的再融资手段之一。1998 年上市新股 106 只，而实施配股方案的上市公司有 153 家，配股融资为 343.7 亿元，分别比 1997 年增加 40.4% 和 43.0%。另外，1998 年度上市公司配股融资占股票市场总融资的比例为 40%，明显高于 1997 和 1996 年的 31.9% 和 30.2%。1999 年发行新股 98 只，而实施配股的上市公司有 117 家，平均发行价格新股为 6.17 元，配股为 8.39 元。

进入 2000 年，配股方案更是如暴风雨般铺天盖地涌向股市。据统计，沪市先期披露年报的 349 家公司中，当年净资产收益率在 10% 以上者 185 家，符合配股条件的约 110 家，年报中已有 62 家提出配股预案，比例达 56%。也就是说半数以上具备配股资格的公司都准备进行配股。特别惹人注意的是 2000 年配股价要比往年高得多，62 家提出配股预案的公司中，平均配股价 8.56~12.2 元，有 6 家公司配股价上限在 20 元以上。配股价格最高的为 22~28 元，最低的也有 5~6.5 元，以 1999 年业绩计算的配股市盈率超过 50 倍的也不少见，最高的竟达到 54.17 倍。由此我们清晰地感觉到上市公司的配股公司增多、配股价高企和配股比例加大的现象已愈演愈烈。

配股问题一直是市场关注的焦点，也是让广大投资者最伤脑筋和最不满意的问题。虽然从理论上说，配股是证券市场以稳定的资金来源支持上市公司持续发展的一个重要制度。通过配股，上市公司可以筹集资金投资于扩大生产规模、技术改造、产品开发、进行购并以调整产品结构和产业结构。但投资者却普遍认为，现在的上市公司配股，已基本上沦为上市公司向股民圈钱的一种手段。因此，每当面临配股，投资者便左右为难：配吧，又得掏钱，掏完钱，还不知道股价怎么走；不配吧，配股除权之后，每股的价格低了，手里的股票就要缩水。因此，配股着实成

了投资者眼中的“鸡肋”：“食之无味，弃之可惜”。根据一项调查，只有 8% 的投资者认为目前上市公司推出的配股价比较合理，高达 92% 的投资者都认为上市公司定的配股价太高，大大超出了他们的承受能力。投资者普遍认为高价配股方案让人胆寒，原因之一是上市公司把他们当成了圈钱对象，根本没有把他们当成股东。证券市场犹如“血库”，而上市公司眼中的股民则成了这个血库源源不断的不需任何补偿的供血者。尽管有些公司并不很缺钱，甚至将以前“圈”来的钱放在银行里吃息，但看见别人配股，也认为不配白不配，都来分享股民的“免费午餐”。投资者还认为现行配股方式不合理，即允许上市公司大股东放弃或部分放弃配股权，却让社会公众股东高价配股，承担上市公司可能投资不慎的风险。一旦配股资金投入产生好的效益，大股东又往往决定不分配，甚至连续几年都不分配。因此，分红少，配股价格却很高，股市似乎成了上市公司“空手套白狼”的地方，“鸡肋”的感觉让投资者处于十分被动的境地。

在《证券法》颁布以前，配股政策制定的惟一依据就是 1993 年 12 月 29 日颁布的《公司法》。进一步可操作性的规范性文件是 1993 年 12 月 17 日的《证监会关于上市公司送配股的暂行规定》，具体规定了配股的时间间隔不少于 12 个月；配售的股份总数不超过公司原有总股本的 30%；配售发行价格不低于本次配股前最新公布的该公司财务报告中每股净资产值。1994 年的 131 号文，对配股条件又进行了细化，明确指出了公司 3 年连续盈利的水平为“净资产税后利润率平均在 10% 以上，属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低于 10%”，这是首次将 3 年连续盈利的指标数字化。至此，10% 的净资产收益率成了许多上市公司保配股的生命线，因此也出现了一些上市公司拼凑利润甚至弄虚作假以达标的现象。

1999 年 3 月，证监会颁布的《关于上市公司配股工作有关

问题的通知》，对以前的配股规定作了补充和修订，上市公司配股的条件增加到 9 条。其中第一条是以前法规中从未出现过的“上市公司必须与控股股东在人员、资产、财务上分开，保证上市公司的人员独立、资产完整和财务独立”，这主要是针对国有企业改制不彻底的弊病，实际上关系到法人治理结构问题。一些上市公司和集团公司的总经理由一人兼任，翻手为云，覆手为雨，内幕交易层出不穷，必须从根本上加以解决。另外，把净资产收益率每年 10% 改为三年平均 10%，但任何一年不得低于 6%，考虑到上市公司因一年达不到标准将失去三年的机会，而企业的经营业绩不可能不受宏观经济形势的影响，所以将标准定为每年不低于 6%，这是一个基本的回报率。配股申请不予核准的情形也增加了两条：“以公司的资产为本公司的股东或个人债务提供担保”、“公司的资金、资产被控股股东占用，或有重大关联交易，明显损害公司利益”。这主要是因上市公司和大股东相互担保，而一些地方政府和银行也要求上市公司为其他企业担保，由此可能引发债务连锁反应，危及上市公司的正常运营。

由上我们可以看出，配股政策是根据《公司法》和《证券法》的有关内容，根据配股中的实际情况，不断进行补充和完善的。其指导思想是规范上市公司配股行为，防范风险，提高上市公司质量。

虽然有这些政策与法规，但当前上市公司的配股行为却极不规范，配股目的也并非明确，以至配股成为当前股民最为反感的行爲，有的股民只要一听到某家上市公司准备配股，就开始找机会出逃。为什么一项被视为给老股东权益的东西反而成为人们的负担呢？这不能不值得我们深思。

综合分析，当前上市公司配股中存在的问题，主要表现在以下几个方面：

1. 配股条件方面存在一定的缺陷。如除净资产利润率外，

对其他重要的财务指标如资产负债率、每股税后利润、应收账款周转率及流动比率等尚未有约束规定，这在一定的程度上造成上市公司为了达标，不惜代价利用关联交易，突击报表重组等短期手法实施利润操纵，助长了其不规范甚至违法行为的发生。其次，对配股比例与上市公司业绩增长之间关系、配股定价的计量依据等问题均未作出明确规定，随意性较大。第三，配股审批机制的市场化程度尚不足。就当前配股体制来说，上市公司能否配股在很大程度上取决于证监部门能否审核同意，而作为直接参与配股的广大股东来说没有发言权，这在一定程度上易发生大股东操纵以及二级市场认配不足的情况，最终影响公司配股成效，使承销商承受很大的风险。

2. 配股募资投向改变较多，挫伤投资者信心。1998 年以来，上市公司配股募资投向变更公告频频见诸报端，引起广大投资者的极大不满。有关统计表明，配股募资投向变更多于新股发行募集资金投向。1998 年的年报显示，拟在 1999 年配股的 148 家公司中，有 92 家披露的董事会和注册会计师对前次募集资金使用情况的说明和专项报告，其中募集资金基本按照承诺投入的仅有 43 家，占 47%，没有按招股说明书或配股说明书的承诺使用的 49 家，占已公布前次募集资金使用说明公司的 53%。上市公司配股资金投向改变过多，从本质上违背了当初对广大参与配股投资者的承诺，虽然绝大多数上市公司改变募资投向都经过股东大会通过，但广大中小投资者没有决策权，最终还是损害了这些投资者的权益和信心，而且有可能影响募资投向的使用效率，从而影响市场稳定。资金投向的频繁变更本身就表明上市公司在投资立项时的不严肃，不是为项目求资金，而是为募资找理由编项目。由于国家有关法律法规的不健全，使得上市公司可以不从市场的角度和企业自身经营发展的角度去考虑对资金的需求。由于能够轻易通过配股实现在二级市场上的募资，配股资金投入产出

比的严重失调就可以说明上市公司对轻易到手的“银子”并不珍惜，企业往往容易陷入保配一募资的怪圈中，如个别企业在利用配股资金收购一项目后，半年后又将其卖出，配股资金变成了企业利润，又保留了其配股资格，如此循环，企业何以发展？

3. 重配股，轻使用，致使募集资金项目投向效益下降。有资料表明，虽然近几年部分上市公司连续配股筹资，但主营业务利润却呈负增长。根据 1997 年年报及 1998 年中报披露的配股项目进行的统计表明，90 家已配股公司真正产生效益的仅为 16.67%，不足 1/5，可见，配股资金的注入并没有形成企业新的利润增长点。配股之后业绩滑坡的原因主要是：①盲目多元化投资冲动，追求短期效益，使投资项目难以产生预期效益；②项目论证不够，或是客观环境的变化使得投资项目不得不推迟，甚至有些企业将原项目变更后又无法寻求新的合适项目，只能将资金存于银行；③主导行业进入调整期，同时又轻视主导产品的结构调整和行业的升级，产品很难寻到出路，导致项目运用效果不佳；④大股东放弃配股无法达到预期募集的资金数，影响项目的建设。

对上市公司来说，配股资金的低成本及弱约束是造成募集资金低效使用的根本原因。用苏阜苑的话说，就是上市公司根本没有珍惜投资者的血汗钱。一些上市公司募股资金到位后不知道该怎么花。有的四处投资，撒胡椒面，有的干脆存银行吃利息。究其原因，许多上市公司在配股筹资时就没有认真考虑筹资使用的项目，有的纯粹是为了从股市募集巨额资金，随意凑几个项目填充申报材料。这使投资者对一些公司的配股项目越来越失去信心，其股票往往成为投资者的抛售对象，有的甚至跌破配股价。据统计，1999 年共有 20 家上市公司的市价跌破配股价，比例达到 15.38%。

4. 配股的行为极不规范。不规范的行为往往出自不纯洁的