

中国股票市场的资源配置方式及绩效研究 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/41/2021\\_2022\\_\\_E4\\_B8\\_AD\\_E5\\_9B\\_BD\\_E8\\_82\\_A1\\_E7\\_c33\\_41441.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/41/2021_2022__E4_B8_AD_E5_9B_BD_E8_82_A1_E7_c33_41441.htm)

摘要：股票市场的基本功能是资源的配置和再配置。与此相对应，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，这是股市资源的增量配置方式。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的再配置方式，这是股市资源的存量配置方式。采用实证方法对中国股市的资源配置和再配置及其绩效进行了研究。检验的时间从1990年到1998年6月30日。研究的结果对中国股市的发展有重要启示。

### 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，在其股市中反映的淋漓尽致。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10多年和正在发育的股市而言，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，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958.711225.38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。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)