

2005 年度民营上市企业绩效排名

上世纪九十年代以来，民营经济的发展和壮大一直是我国经济发展的一个主要动力。民营经济在改革开放初期只是被看作国有经济的重要补充，其规模和地位同国有经济相比较有很大差距。但近十几年中，民营经济由于体制上的优势使得它的发展速度远远高于同期国有经济的发展速度。从九十年代起，随着市场经济的发展和国有企业体制改革中国退民进政策的实施，民营经济中涌现了大批的民营企业，他们从初期的小作坊逐步成长为现代企业，并成为我国经济发展的主要动力之一。根据国务院发展研究中心《中国市场经济发展报告 2003》，到 2001 年，非国有经济创造的增加值占 GDP 的比重为 62.32%，非国有工业总产值占全国工业总产值的比重达 78.3%。城镇从业人员中非国有部门所占比重为 68.09%，而在所谓的“非国有经济”中，民营经济占有绝大部分份额。根据美国商务部和亚洲开发银行等国际组织的不完全统计，进入新千年后，民营经济对我国 GDP 的贡献比例在 60% 以上。

随着市场经济的发展和所有制的多元化，民营企业的概念也逐步变得模糊。在我国改革开放初期，国有、集体和私营企业的界线比较分明。在早期，集体和私营企业一般被称为非国有经济，而民营企业的概念一般是指私营企业。但随着产权改革的发展，这种界线逐步变得模糊。首先，集体所有制为主的乡镇企业获得了飞速发展，目前不少乡镇企业已成长为我国知名的企业或企业集团。随着企业发展，集体企业产权不明晰带来的一些问题也逐步显现了出来。因而不少集体企业开始进行改制，集体企业逐步向股份制企业转变；而私营企业在规模逐步扩大后，由于融资和管理的需求，也逐步发展成为股份制企业。两种非国有企业的这种转化，模糊了集团企业和民营企业的界线。因此，目前民营企业常常也被用来泛指非国有企业，这种归类不是非常准确。其次，股份制逐步成为我国企业的主要产权形式。随着资本市场的建立，大批国有企业改制上市，企业的所有人已不再是单一的国家法人。随着国有法人在企业中持股比例逐步降低，国有企业和非国有企业间的界线正在逐步模糊。

从公司治理理论看，企业的终控制权属于国家法人、集团法人和自然人会对

企业的治理和价值产生非常大的影响。企业最终控制人为法人和自然人在代理人成本上有比较大的区别。因此，我们将企业最终控制人为自然人的企业定义为民营企业。这种定义兼顾了私营企业经营中的特点和我国企业体制的现状。

我们排名和研究的样本是上市的民营企业。首先，上市民营企业信息较充分，排名公允可靠。其次，公众对上市民营企业希望有更多了解，他们可以根据这些信息了解我国民营企业发展的一些状况，投资者可以根据这些信息进行投资。还有，上市融资是民营企业获得快速发展的重要途径，上市民营企业的研究对于希望上市的民营企业也有非常高的参考价值。**根据我国的实际情况，我们界定民营上市企业的标准是：该上市公司的第一大股东或是自然人，或是民营企业。在第二种情况下，作为第一大股东的这个企业的最终控制人也是一个自然人。并且，该上市企业的最终控制人主导着企业的管理决策¹。**

在目前，已经有不少民营企业涉足国际资本市场，在香港、美国、新加坡等海外证券市场中上市。我们的分析中包括了这些民营企业。我们根据公开披露的信息，确认了 2004 年民营上市企业总共 412 家，其中在国内上市的企业 273 家，在香港上市的企业 119 家，在美国上市的企业 11 家，在新加坡上市企业 9 家。

上市企业数量分布

	国内上市	香港上市	美国上市	新加坡上市	总计
2004 年	273	119	11	9	412
2003 年	226	99	5	NA	330

对这 412 家上市民营企业样本，我们从五个方面来考察企业的绩效，并在此基础上作出排名。这五个方面分别如下。

第一，营业收入总额。营业收入反映了企业的规模，也反映了企业对总体经济的参与和贡献。营收也是世界最权威的《财富》杂志全球企业排名的依据。因此，我们本次上市民营企业百强主要是根据营业收入为依据。

第二，净资产收益率。我们用这个指标来衡量企业的盈利能力。

第三，营业收入增长，是企业 2004 年营业收入较 2003 年营业收入的增长率。营收增长率反映了企业的成长性，是估计企业价值的重要依据。

¹ 我们从样本中剔除了一些有争议的企业，如目前被托管的德隆系。

第四，社会贡献²：企业在为股东创造价值的同时也在为社会做出贡献，其中主要的贡献就是解决就业和上缴税费。我们用企业工资支出和上缴税收之和来衡量企业为社会创造的价值。

第五，市场价值³。反映了上市企业在资本市场上的地位，也反应了投资者对于企业价值的判断。

2004 年对民营来说是充满挑战和机遇的一年。一方面宏观紧缩、原材料价格普遍上涨给民营企业经营带来了困难，另一方面，“非公 36 条”又为民营企业的未来发展开辟了道路。那么，民营企业在 2004 年的表现到底是如何？在这份报告中，我们将通过考察民营上市企业的绩效来找到答案。如果将这 412 家企业作为整体民营经济的代表，它们的发展状况也反映了我国目前民营企业的发展状况和前景。

2004 年民营上市企业的绩效

2004 年 412 家民营上市企业的营业收入总额约为 4154 亿元人民币。平均净资产收益率为 15.8%。企业营业收入平均增长率为 31.7%，在社会贡献方面，民营上市企业工资与税收支出的总额⁴为 332 亿元人民币，而民营上市企业的市值总额⁵为 603 亿元人民币。于之相比较，2004 年国内 A 股和 B 股上市企业共 1388 家，共创造了约 3.43 万亿的营业收入，平均每家企业约 24.9 亿，而民营上市企业的营业收入平均为 10.1 亿。这表明我国民营上市企业平均经济规模要小于市场平均水平。在营业收入增长方面，国内上市企业平均增长率为 31.2%，二者比较接近；在盈利能力方面，市场平均净资产收益率是 8.99%，民营企业平均净资产收益率要远高于市场平均水平。2004 年，国内所有上市公司的工资与税支出为 4154 亿元，而在国内上市的民营企业支出为 332 亿。由于民营企业的规模比较小，因此我们使用工资和税收总额与营业收入之比来比较单位生产总值中对社会的贡献。民营企业平均为 11.4%，而所有国内上市公司平均为 12.1%，二者在单位产值为社会作出的贡献方面大致相当。

在市盈率方面，AB 股民营企业平均为 49.6，明显要高于市场平均水平的

² 海外上市企业由于缺少数据，未参加本项排名。

³ 市值根据 2005 年 4 月 28 日计算。

⁴ 缺少数据，此项统计不包含海外上市民营企业。

⁵ 此项统计不包含在新加坡上市的民营企业。

40.2。这个指标实际反映了市场更加欢迎民营企业。说明市场预期民营企业未来会有更大的发展。

	沪深两市上市所有企业	民营上市企业
营业收入总额（万亿元）	3.43	0.416
营业收入平均（亿元）	24.9	10.1
营业收入增长	31%	31%
净资产收益率平均	8.99%	15.8%
工资与税收总额（千亿）	4.54	0.322
工资与税收/营业收入	12.1%	11.4%
平均市盈率	40.2	49.6

海外上市与民营企业

2004年民营上市企业的一个有意思的现象是新增的民营企业中的相当部分是在海外证券市场上市。对比2003年，民营上市企业总共为330家，其中在国内上市的有225家，在香港上市的有100家，在美国上市的有5家。而在2004年总共新增加的82家民营上市企业中，国内上市的为48家，其余34家全部是在海外证券市场上市，其中19家在我国香港上市，6家在美国上市，9家在新加坡上市。

上市地点	2004年民营上市企业	2003年民营上市企业	新增民营上市企业
中国内地	273	225	48
中国香港	119	100	19
美国	11	5	6
新加坡	9	0	9
总数	412	330	82

出现这个现象的原因，一方面是由于国内证券市场的不景气，导致民营企业无法正常在国内市场融资；但另一方面也表现出民营企业在国际化道路上的努

力。企业在海外国际证券市场中上市，不仅可以为企业筹集所需资金，而且有助于提高企业知名度，为企业开拓国内和海外市场提供很多便利。由于海外上市已经成为民营企业的一个重要选择，而且海外上市民营企业在上市民营企业中占了相当大的比重，我们对海外上市民营企业与我国内地上市民营企业之间进行了一些比较。

我们在表格中对比了内地上市民营企业和海外上市民营企业的绩效。由于在海外上市企业的有些数据无法获得，因此我们只能比较营业收入、营业收入增长和净资产收益率等几个方面。2004年国内民营上市企业营业收入总额为2891亿元，平均每家企业10.6亿元，而海外上市民营企业营收总额为1263亿元，平均每家9.08亿元；在营收增长上，内地上市民营企业平均为28%，而海外上市民营企业平均则高达41%；在净资产收益率方面，海外上市民营企业为16.3%，而内地上市民营企业为6.8%。可以看出，海外上市的民营企业在成长性和盈利能力方面远远超过了内地民营上市企业。而且内地上市民营企业在增长和净资产收益率方面还落后于内地上市企业平均水平。

出现这一现象的原因值得思考。一方面，从企业本身而言，选择去海外证券市场上市代表着企业的进取精神和对未来经营状况的自信，因此海外上市企业平均绩效要高于国内上市企业；另一方面，海外证券市场的监管和市场压力要大于我国内地证券市场，这也给企业的治理和经营带来外部的压力，“迫使”企业专心提高自身绩效。目前，由于民营企业整体的表现要好于资本市场平均水平，因此投资者对国内上市民营企业还是比较认可的，这反映在两类样本的平均市赢率差异上。但如果国内上市民营企业不注意提高自身经营能力，不注意投资者回报，那么就很可能失去在国内资本市场融资的能力。这对民营企业和资本市场的发展都是不利的。

	内地上市民营企业	海外上市民营企业
营业收入总额（亿元）	2891	1263
营业收入平均（亿元）	10.6	9.08
企业平均营业收入增长	28%	41%
平均净资产收益率	6.8%	16.3%

小结：

上面的分析表明，尽管上市民营企业总体在 2004 年表现不错，但其中存在着严重的结构性问题：海外上市民营企业表现突出，而国内上市民营企业表现不如人意。国内上市民营企业的绩效还不如资本市场中企业的平均水平。这与我国民营经济整体的欣欣向荣是不相称的，因此值得我们注意。上市并不单单意味着融资，同样意味着对其他股东的责任。把自身经营管理搞好，提升核心竞争力才是民营企业发展立身的根本。

从对海外上市民营企业的分析来看，海外上市是促进民营企业进一步发展的一个有效途径。海外上市为民营企业融资提供了另一途径，而且，借助海外市场的有效市场和严格监管，可以帮助解决企业融资过程中的逆向选择问题，帮助解决国内资本市场中存在的一些问题。但另一方面，海外融资增加了企业融资成本，从长远看，不能解决我国民营企业快速发展中的大量的融资需求。因此，证券市场的管理机构也应该积极解决内地上市过程中的逆向选择问题，引导优秀民营企业在内地市场上市，促进国内资本市场发展。

从目前的发展状态和趋势看，民营经济和民营企业已经是我国经济发展的重要引擎，而且其重要性会越来越显著。从市场对民营上市企业的态度看，投资者对民营企业还是比较欢迎的，也预期民营企业在将来会有好的走势。因此，只要民营上市企业能够提高绩效、改善市场形象，民营上市企业在证券市场中的比重将越来越大，地位也会越来越重要。