



简讯

(总第2期)

◇ **中心大事记** 1

◇ **“民营经济 36 条”专题**

◇ 对非公经济 36 条中有关“民企直接融资”的评论 3

◇ 保护民工权益：关键是建立公平竞争的劳动力市场 7

◇ 分工、报酬递增与产业集群发展 8

◇ 有序进入，规范竞争 11

◇ 发展和完善中介组织 13

◇ **学术透视** 17

◇ **中心简介** 30

顾 问：史晋川

金祥荣

主 编：叶建亮



浙江大学民营经济研究中心
CENTER FOR RESEARCH IN PRIVATE ENTERPRISE, ZHEJIANG UNIVERSITY

1/05

中心大事记

- **2005年1月中旬，香港大学宋敏教授和院张俊喜教授一行来我中心访问**
商讨开展金融方向双边合作研究的具体事宜，并初步达成相关协议。浙江大学民营经济研究中心将与香港大学中国金融研究中心以课题合作形式开展民营企业融资、资本市场发展、金融深化等方向合作研究。
- **2005年2月14-15日史晋川教授访问康奈尔大学经济与社会研究中心**
史晋川教授于2月14-15日应邀访问了康奈尔大学经济与社会研究中心，作了题为《中国民营经济发展》的学术报告，并与 Victor Nee 教授就浙江大学民营经济研究中心与康奈尔大学经济与社会研究中心的双边合作和学术交流问题进行了广泛和深入的探讨。
- **2005年2月17-19日，民营中心钱彦敏副教授在香港顺访香港大学**
与香港大学中国金融中心宋敏、张俊喜、胡一帆教授讨论了合作研究方案。钱彦敏教授在香港大学访问期间，考察了香港大学的数据库系统，并就金融人才培养教学改革与对方进行了交流。
- **2005年2月23日，江苏省洪泽县主要领导干部访问民营经济研究中心**
由中共洪泽县委书记陈贵、人大常委会副主任陈新民率领江苏洪泽县领导一行6人访问 CRPE，与中心学者交流发展县域经济和培育民营企业、吸引民间资本的政策和成功经验，并希望中心把洪泽县作为学术研究和开发的基地，帮助苏北地区发展民营经济。
- **2005年2月28日~3月2日，香港大学宋敏教授、张俊喜教授访问民营中心**
宋教授与张教授与 CRPE 研究人员进行了合作研究相关问题的讨论。在杭期间，两位教授访问和参观了湖州等地的民营企业，与政府官员进行了座谈。
- **2005年3月2日，国务院政策研究室综合司陈文玲司长访问 CRPE**
陈司长与史晋川主任、金祥荣执行主任等共同商讨建立双方学术联系，中心参与国务院政策研究、关于民营经济的重大课题的研究、建立中心研究成果的汇报渠道等相关事宜。
- **2005年3月6~7日，“东亚地区产业高度化与企业的作用”中日双边研讨会召开**

2005年3月6日，由浙江大学经济学院和浙江大学民营经济研究中心联合主办的“东亚地区产业高度化与企业的作用”中日双边研讨会在杭州百合花饭店召开，来自南京大学、中山大学、山东大学、浙江大学以及日本名古屋大学、爱知淑德大学、国际东亚研究中心、亚洲研究所研究单位的专家学者日本贸易振兴机构、丰田汽车公司等政府企业界人士共20余人参加了此次研讨会。研讨会以“产业高度化”为视角就东亚地区经济合作框架构建和经济发展进程中企业的作用展开讨论。与会学者对东亚地区产业高度化的理论与经验、产业组织与产业政策、企业组织管理、技术创新等方面的论题进行了深入的交流。

浙江大学民营经济研究中心与日本名古屋大学经济学部就东亚地区工业化问题一直开展长期合作研究，该项目旨在对东亚地区工业化过程中企业、政府、贸易、创新等各个领域的相关问题展开深入系统的跟踪研究。并为了促进学者、政府官员与企业界人士在此领域的交流与合作，双方共同倡议举行常规化的双边研讨会，每次由双方就研究中的重要问题或热点问题确定研讨主题，约请相关人员参与。此次研讨会正是与会人员一致认为，以研究机构为主体实施的双边“外交”——对外交流机制，将不仅能够更好推动科学研究的深入开展，而且通过吸收政界和企业界的参与，将能有效促进国际经济合作的开展。

● 2005年3月2日，CRPE召开国务院“非公经济36条”学习研讨会

2005年1月18日，《鼓励非公有制经济发展的若干意见》在国务院常务会上获原则通过，这项被外界俗称“非公经济36条”的政策于2月24日由新华社全文播发。这是国内第一个促进非公经济发展的系统性政策文件。会上讨论热烈，大家一致认为“非公经济36条”的出台，将为民营企业今后的发展奠定一个坚实的政策环境基石。结合学习体会，与会学者就民营企业的产权保护、民营企业的融资环境、民营企业的市场准入、民营企业参与西部大开发、民营企业职工合法权益与劳资关系问题、民营企业的市场环境建设、民营企业参与国企改革、民营企业的产业组织与产业集聚等非公经济发展问题进行了深入研讨。

● 2005年3月，《民营经济与区域发展》第四辑出版发行

该书是CRPE《民营经济与区域发展》系列丛书的第四部，由朱柏铭教授主编，是朱教授对其近几年关于改善投资环境研究成果的一个总结，对于关心投资环境问题的学者及政府官员有重要的参考价值。

“民营经济 36 条” 专题讨论

编者按：农历春节刚过，国务院下发了《于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》，提出了 36 条鼓励和促进非公有制经济发展的具体意见举措，似一缕春风，必将给非公有制经济发展带来一片生机盎然的春色。3 月 2 日，中心就此召开专题讨论会，与会人员就《意见》的各个条款对非公有制经济发展的影响和作用，结合自己的研究做了深入的讨论。现将部分人员的观点摘录于下：

对非公经济 36 条中有关“民企直接融资”的评论

汪炜

2005 年 3 月 1 日发布的《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》（简称：“非公经济 36 条”）包括 7 部分共 36 条，其中第二部分“加大对非公有制经济的财税金融支持”中，第十一条提出：

拓宽直接融资渠道。非公有制企业在资本市场发行上市与国有企业一视同仁。在加快完善中小企业板块和推进制度创新的基础上，分步推进创业板市场，健全证券公司代办股份转让系统的功能，为非公有制企业利用资本市场创造条件。鼓励符合条件的非公有制企业到境外上市。规范和发展产权交易市场，推动各类资本的流动和重组。鼓励非公有制经济以股权融资、项目融资等方式筹集资金。建立健全创业投资机制，支持中小投资公司的发展。允许符合条件的非公有制企业依照国家有关规定发行企业债券。

民营企业所面临的融资约束是理论界和政策部门长期关注的问题，而其中民营企业直接融资渠道匮乏、直接融资相关法律政策和市场条件不成熟的问题尤甚，成为制约民营经济发展的桎梏。“非公经济 36 条”中以一条篇幅提出拓宽非公有制企业直接融资渠道的相关政策思路，足显政府对解决民营企业直接融资问题的重视和决心。

目前，我国民营企业的直接融资渠道主要包括：证券市场股票和债券融资、股权融资、创业资本融资、项目融资和民间金融等相当有限的类型。其中，证券市场是民营企业可以利用的最主要的体制内直接融资平台。我国证券市场成立以来，曾长期作为国有企业的融资平台，有关政策限制民营企业进入国内证券市场，也限制民营企业进入国外资本市场融资。90 年代中期以来，国家逐步对民营企业开放了境内外证券市场，民营企业开始成为我国证券市场的一个新兴的、重要的群体。从 1998 年开始，我国 IPOs 公司中民营企业的比例基本保持着逐年上升的趋势，2002 年，IPOs 公司中的民企比例从 12.12% 上升至 18.57%，增幅近 50%；2003 年，在资本市场价格指数连续回落，股市成交持续低迷，IPOs 公司总量下降的情况下，民营企业 IPOs 的公司数却增加了 60% 以上，占当年度 IPOs 公司中的比重更是上升到了近三分之一，“民企上市”成为近年来国内资本市场出现的一个引人瞩目的现象。截至 2004 年底，通过 IPOs 和买壳上市等方式在我国 A 股和 B 股市场上市的民营企业已超过 300 家，民企上市公司数量超过上市公司总数的 15%。2004 年 6 月 25 日，深圳证券交易所中小企业板的推出更是为民营中小企业利用资本市场直接融资提供了重要的平台。仅半年多来，中小企业板已有上市企业 39 家，其中民企 29 家，占 74.4%，IPO 融资 73.0 亿，占 77.6%。同时，中国证监会还逐步放松了对民营企业境外上市的政策限制，一批民营企业走出国门实现在境外 H 股、红筹股、N 股、S 股等市场的直接融资。

在日益高涨的民企上市浪潮中，浙江民企成为一个相当活跃的群体。2001 年 1 月 18 日，浙江民企“天通股份”上市，成为中国第一家自然人控股的上市公司；2001 年 12 月 10 日，“浙江玻璃”作为首家 H 股民企在香港联交所成功上市，从而揭开了一个小乡镇 7 家民企上市公司的“杨汛桥神话”的序幕。截止 2004 年底，浙江省有 55 家民营企业在国内 A 股市场上市，数量居全国第一，约占全国民营上市公司的 25%。据不完全统计，到 2004 年末，浙江民企证券市场融资总额超过人民币 174.30 亿元（境外融资以港元与人民币比价为 1:1，新加坡元与人民币比价为 1:5 计算）。其中，境内证券市场 IPO 融资额 114.69 亿元，境外证券市场 IPO 融资额近 9 亿元，2000 年以来证券市场再融资额 50.61 亿元。

当前，民营企业直接融资的另一重要渠道是体制外的民间金融市场。由于正规金融部门对民营企业的融资约束，民间融资是当前我国民营企业特别是中小型民营企业解决短期资金

融通和长期发展资本问题的现实选择和有效途径。民间金融活动主要通过资金融通双方的非正规协议形成契约关系，因此其中大部分活动具有直接融资的性质。最近的一项调查显示，全国 20 个被调查省、区、市的非正规金融规模平均指数为 28.7，也就是说，非正规金融规模与正规金融规模之比例接近三分之一。据此保守测算，2003 年度中国非正规金融规模介于 7400 亿元~8300 亿元之间。在浙江温州，民间资本的规模在 1500 亿元以上，其中常年投入民间金融市场的就有 350 亿元。2001 年底，来自民间金融的融资占中小企业总贷款余额的 59% 以上。中国社科院农村发展研究所最近发布的一份有关民营企业融资的调查报告显示，在被调查的 24 家瑞安民营企业中，初始资金没有政府投资、没有银行贷款，也没有创业投资等风险性资本。其中，13 家企业完全依赖自有资本，其他 11 家除自有资本还借入民间资金。可见，民间金融与正规金融在推动民营经济发展中角色互补、业务竞争，在一定程度上弥补了民营企业的资金缺口，为民营企业创造了一个相对宽松的直接融资环境。

近年来，我国政府在民营企业直接融资渠道开拓和环境改善方面，虽然做了大量工作取得了显著成果，但是直接融资渠道狭窄单一、融资成本过高、政策法规不配套、市场条件不成熟等问题依然困扰着民营企业。“非公经济 36 条”的提出，对于推动民营经济的持续健康发展具有重大的政策导向意义，它不仅提升了民营经济的地位，也为各级政府和相关部门进一步拓宽民营企业直接融资渠道提供了政策依据。根据“非公经济 36 条”的政策指向和民营企业直接融资市场发展的现状，我们认为，民营企业直接融资渠道的拓展亟需解决如下重点、难点问题：

1、政府决策部门应正视市场法则，端正建立证券市场的目标和宗旨，为民营企业创造一个公平、健康的资本市场环境。近年来，尽管在上市条件、核准发审层面对民营企业的歧视和限制不断减少，但国有企业特别是大型重点国有企业的上市却往往可以超越制度和规则，享受超制度待遇而顺利、快速地上市，这种新的“国有制特权”侵占了其它企业的直接融资机会和参与公平竞争的市场权利。我们认为，要贯彻“非公经济 36 条”的政策精神，就应彻底摒弃证券市场为国有企业服务的思想和做法，杜绝部分国有企业超越制度上市的现象，唯有如此才能为民营企业创造一个公平、公正的证券市场直接融资环境。

2、政府监管部门应加强对民营企业上市的积极引导、有效监管和资本市场相关知识教育，进一步规范民营企业上市融资行为。近年来，我国民营企业欺诈上市、虚假陈述、内幕交易和侵占中小股东权益的事件在境内外资本市场时有发生，这些问题在一定程度上损害了民营企业在境内外资本市场中的市场形象，最终也削弱了民营企业的融资能力。我们认为，解决民营企业上市融资行为的规范化问题，其根本在于当然民营企业自身，但政府监管部门

的积极引导、有效监管和资本市场教育也是促其规范化的重要外部条件。如政府监管部门应采取有效措施引导民营企业整体上市，从根本上消除大股东侵占上市公司利益的制度条件；政府监管部门应严格监督民营企业的买壳上市行为，防止其异化为市场投机；政府监管部门在注重投资者教育的同时，应更加注重融资者教育，以提高民营企业对资本市场的认识，矫正部分民营企业利用资本市场“圈钱”的行为。

3、进一步明确中小企业板市场的定位，降低中小企业板上市公司的上市初始条件，建立真正的创业板市场。目前，国内虽然推出了中小企业板市场，但它是在主板市场的框架里面开辟的一个中小企业板块，从发行规则、上市规则、交易规则以及股份结构上看，都和主板几乎没有差别。因此，这一中小企业板市场从本质上仅仅是主板的一部分，并不是真正意义上的中小企业资本市场。而且，由于上市条件较为苛刻，实际上仍把绝大多数中小民营企业排除在了资本市场之外。我们认为，要使中小企业板市场真正成为中小型民营企业直接融资的场所，必须按照国外成功创业板市场的标准改造现有上市规则，创业板市场与主板市场的差别不仅仅在于上市公司规模，两者在其它发行条件、监管制度、交易规则等方面均应有所区别，使之真正符合中小民营企业的创业企业特征。

4、建立区域性企业股权场外柜台交易市场，完善多层次资本市场结构。不同层次的资本市场能够满足不同发展阶段民营企业的直接融资需要，目前我国已建立主板市场和中小企业板市场，但是大量中小型民营企业并不具备在这些市场上市融资的条件，根据国际经验和我国的现实情况，建立区域性企业股权场外柜台交易市场是拓展中小型民营企业直接融资渠道的重要途径。我们认为，政府应尽快根据各地的市场基础和发展需要，有选择地在经济发达和民营企业活跃、民间资本雄厚的地区，依托各省的产权交易中心及其交易网络，试点开设区域性的场外证券交易市场（OTC市场），以满足更多中小型民营企业直接融资的需要，并最终建立起从主板到创业板到OTC市场的较为完整的多层次资本市场结构。

5、通过制度创新和法律改进，扶持和繁荣民间创业资本市场。目前，国内创业资本市场基本上是缺位的。2003年我国创业风险投资总量仅37.15亿，而且国内的大多数创业投资公司或基金为政府设立（占总风险投资资本的74%左右），但同时又是盈利性的，这就决定了它既做不了“天使”也不能成为“野兽”。而民间创业投资机构由于没有有效的政策和法律支持，其投资行为趋于保守，与普通的投资公司并无区别。我们认为，要建立起真正意义上的创业资本市场，有赖于通过制度创新和法律改进造就适宜于创业资本成长的外部环境，包括确立有限合伙制度、退出机制、税收政策等。

保护民工权益：关键是建立公平竞争的劳动力市场

曹正汉

“保护农民工的合法权益”是一个说了多年的老问题，政府在这方面也没少做工作。从制订最低工资法，推行劳动聘用合同，到要求企业为员工参保，再到为农民工讨工资，政府该做的事似乎都已做了。然而，这么多年来，虽然政府出了大力，却成效不大，保护农民工的权益依然是政府面临的棘手问题。今年2月24日，国务院发布《关于鼓励和引导个体、私营等非公有制经济发展的若干意见》，共三十六条，第二十二条即是“保障职工合法权益”。这一条再次强调：“必须依法按时足额支付职工工资，工资标准不得低于当地政府规定的最低工资标准；不得强制职工超时工作，加班或延长工时必须依法支付加班工资；切实做好安全生产与作业场所职业病防治工作，改善劳动条件。”从这些条款来看，保护农民工的权益依然任重道远，因为政府争取实现的目标仍然是：民工干完活能拿到工资，工资能维持最低生活，干活时无性命之忧。

然而，在市场上，民工的权益和价值已悄然凸现出来，“民工荒”正在无声地改变着中国农民工的命运。2005年春季，浙江省连续第三年遇到民工荒。据浙江省8个劳动力市场统计，2005年春节后，8个市场共发布就业岗位63万余个，而登记求职的外来劳动力仅为25万余人，供需缺口37万余人。民工荒的压力正在改变民营企业内部的劳资关系。增加工资、带薪休假、计算工龄工资、包专车送民工回家过年，这在以前民工们是不敢奢望的，现在正逐渐在浙江民营企业中流行开来。民工荒为什么有这么大的力量呢？说到底，是市场竞争的结果，也就是企业在市场上争夺劳动力和民工“用脚投票”这两股力量在起作用的结果。民工短缺和民工能“用脚投票”，迫使每一个企业都要在劳动力市场上与其他企业相竞争，那些不善待员工、不按市场行情提供劳动报酬的企业，将招收不到合格的员工，这就迫使每一个企业重视民工的权益，接受市场水准的工资标准。

困扰政府多年的“保护民工权益问题”，竟然在市场上自发地、悄悄地得到解决。然而，这并不是说，政府在这一方面就可以无所作为。目前，市场保护农民工权益的力量才刚刚显露出来，阻碍市场发挥作用的因素依然存在。如城乡分离的户籍制度、歧视农民工的人事制度和劳动用工政策、限制外来劳动力就业的地方保护主义、农民工子女入学要交高额学费，等等，这些因素都在阻碍着农民工“用脚投票”，也妨碍了劳动力市场的公平竞争，将农民

工置于市场竞争的弱势地位。改革户籍制度，消除妨碍劳动力市场公平竞争的劳动人事制度和地方保护政策，恰恰是市场难以做到、而政府有责任做好的事情。

所以，保护农民工的权益，社会和政府都要看到市场的力量。当前，政府应该做的主要事情，是消除劳动力市场上阻碍公平和自由竞争的制度性因素。在一个公平、自由的劳动力市场上，农民工的权益和自身价值将会得到自发实现。

分工、报酬递增与产业集群发展

朱希伟

改革开放以来，产业集群在我国沿海地区得到了迅速发展，广东、浙江、江苏等省份的产业集群发展尤为明显，已成为推动工业化，促进经济增长的重要力量。2005年2月25日，国务院《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》专门提出“推进专业化协作和产业集群发展”。本文拟对产业集群的发展做简要分析，并在此基础上得出进一步促进我国产业集群发展的若干启示。

（一）产业集群：纵向专业化分工带来的弹性供给

在产业集群内，某一产品的生产往往形成上下游企业之间的纵向专业化分工。发达的纵向专业化分工蕴含着深厚的经济学道理，在产品生产过程中，由于各道分工工序的最佳生产规模往往不一致，在任何一家企业内组织生产都无法使产品生产所经历各道分工工序实现最佳生产规模；在产业集群内，充分发达的纵向专业化分工使从事特定分工工序的专业化企业出现，从而使产品生产过程所经历的每道工序都实现了最佳生产规模。因此，从产业角度看，处于各道分工工序的企业数量往往与该分工工序的最佳生产规模成反比。产业集群内的专业化企业主要是通过接受订单，根据订单的数量、质量和样式等规定及时组织生产。由于专业化企业接受的订单数量存在着波动，而在短期内专业化企业的最佳生产规模是一定的，从而出现了专业化企业之间频繁地转包生产任务；即当订单量超过企业的最佳生产规模时，便向外转包生产任务，支付加工费；当订单量低于企业的最佳生产规模时，便接受其他企业的转包生产任务，获取加工费。每道分工工序都存在大量专业化企业可以有效对抗剧烈

的需求波动对企业生产活动的影响，使每家专业化企业都可以在最佳生产规模上组织生产，取得最高的生产效率。大量专业化企业的存在使产业集群的生产活动极富弹性，呈现出“企业专业化，产业网络化”的发展格局。

另一方面，产业集群内纵向专业化分工的充分发达导致了频繁的中间产品交易，而大规模中间产品交易的实现依赖于高效率交易机制的形成。产业集群克服中间产品市场失灵的内在机制可从信息扩散与交易频率两方面加以考察：（1）信息扩散：产业集群内中间产品生产企业都集聚在某一特定的地理区域内，任何一方在交易过程中出现的机会主义行为都会迅速为其他企业获悉，以致丧失进一步合作的机会，从而交易双方都有积极性克制自己的机会主义行为，塑造良好的企业声誉。（2）交易频率：专业化企业之间进行中间产品交易的频率极高，致使交易双方进入“重复博弈”，对长远利益的追求使双方形成“损人必不利己”的共识；同时，中间产品高交易频率的特性使交易双方经常更换交易对象会产生讨价还价、生产延误等巨大的交易成本支出，形成较高的“退出壁垒”，致使交易双方处于一种“双锁定”的路径依赖状态。产业集群内高效率的中间产品交易机制促进了企业间纵向专业化分工的发展，不仅使每道分工工序都处于最佳生产规模，而且使产业的供给曲线更加富有弹性，增强了产业集群对抗市场需求波动的能力。

（二）产业集群：外部经济带来的规模报酬递增

同类产品生产企业在特定地理区域内大规模集聚可以获得许多外部经济利益，大致概括为：（1）外部范围经济。产业集群生产的产品多为非标准品，消费者对产品的尺寸、大小、款式、花色品种等的需求存在很大差异，相互之间不能完全替代。产品的多样性带来大规模的需求聚集，使任何一家企业获得其他企业品种多样化带来的外部范围经济，从而形成产品多样化→需求集聚→新企业加入→产品更加多样化→…不断自我强化的正反馈机制。（2）外部规模经济。①联合需求：生产同类产品的企业在某一特定地理区域内集聚，使不同企业对原料、辅料、零部件、运输服务等的小量需求汇集成达到上下游企业最佳生产规模的市场需求，诱使上下游企业进入以降低各种中间成本。②销售共享：产业集群内单个企业的最终产品产量很少，建立自己独立的销售网络具有不经济性，而同类企业在特定地理区域内大规模集聚则为共享销售网络组织——专业市场的产生创造了条件和可能。（3）知识外溢。大量中小企业在特定地理区域内大规模集聚产生了大量的外部知识，企业可以低成本地从本地获得市场信息、技术进步等知识；从业者之间频繁的交往又加速了相互之间信息交流与思维碰撞，加快了企业产品创新的速度，而企业之间地理上的相互靠近使某一新产品、新技术的出现可以在短时间内扩散开来，极大的提高了产业集群的创新能力和产业竞争力。（4）地域品牌。

在特定区域内同类产品生产企业大规模集聚使这一区域该产品在国内外市场占有率较高的市场份额，形成该产品的制造中心、价格形成中心以及信息中心，这些产业中心功能的发挥使这一区域往往因该产品生产而闻名，从而为本地中小企业的原材料采购、产品销售获得地域品牌效应的有力支撑，极大地减少了产业集群内企业与集群外企业发生交易的成本。

上述种种外部经济往往区分为技术外部性和金融外部性两类，后者在一般均衡模型中通过价格机制内部化，并且这一过程被模型建立者视为规模报酬递增的理论基础；而前者通常无法在一般均衡模型中内部化，往往被视为纯粹的溢出。进一步地，新经济地理学研究的基本结论是：规模报酬递增是产业发生空间集聚的必要条件，而地区间贸易成本的存在（如运输成本）则为产业空间集聚的发生创造了现实可能。换言之，地区间贸易成本非常高或非常低，即使存在规模报酬递增，产业空间集聚也不会发生；仅当地区间贸易成本处于中间状态时，在规模报酬递增的作用下，产业空间集聚才会发生。但是，找到产业空间集聚的原因只是完成了探究产业集群形成机制的一半，我们需要进一步回答的问题是，为什么不同产业会在不同地区发生集聚，形成地区之间的专业化生产。本文认为，需求的高度不确定性导致企业间纵向专业化分工的发达，而发达的企业间纵向专业化分工产生了大规模的中间产品交易需求，进而诱使中间产品生产本地化以发挥生产的规模报酬递增和降低运输等贸易成本，最终形成了同类产品生产企业空间集聚的产业集群。

（三）产业集群：进一步发展的启示

通过上述理论分析，我们可以得出关于我国产业集群下一步发展的若干启示。第一，积极引导具有高需求波动特征的消费品行业发展产业集群，鼓励这些行业的中小企业进行纵向专业化分工，增强产业集群的供给弹性和市场适应能力。第二，加强知识产权保护，为产业集群创造良好的创新环境和氛围，鼓励企业的创新行为和品牌经营，不断提高产品的差异化程度，降低不同企业生产的产品之间的可替代性，以满足消费者的多样化偏好。第三，积极吸引国内外投资，通过不断壮大和完善产业集群内企业间纵向分工协作体系，一方面构筑强大的规模优势，另一方面促进中间产品生产的本地化。这既有利于发挥规模报酬递增带来的经济性，也有利于降低地区间中间产品贸易成本。第四，大力推进专业市场的信息化建设，实现网上虚拟市场和实体交易市场的功能互补，通过后向关联为产业集群发展提供支撑。第五，不断完善市场交易制度，建立便捷的区域交通网络以降低市场交易成本，仍然是各级政府为产业集群进一步发展创造良好外部发展环境的重要工作内容。

有序进入，规范竞争

叶建亮

春节刚过，国务院就下发了《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》（以下简称《意见》），《意见》的主旨虽然是进一步放宽对非公有制经济的市场进入壁垒，但是，我们注意到，文件花了相当的篇幅强调了对市场秩序规范具体要求，主要体现在金融支持、市场信用体系建设、劳动用工管理、中介组织培育以及政府监管等方面。应该说，在强化市场秩序规范为保障的前提下，大规模解除对非公有制经济的市场进入限制，是这次《意见》的一大特色。

在我国近 30 年的改革历程中，以建立产权清晰的微观制度基础的改革方向逐步明确，但是，在鼓励和发展非公有制经济发展的同时，市场秩序的良好与否却始终左右着这一改革方向能否顺利进行。不可否认，非公有制经济进入产业领域的每一次拓宽，都或多或少的伴随着相关领域内市场秩序的失范。无论是假冒伪劣，还是偷税漏税，是逃避债务，还是拖欠工资，非公有制经济市场范围的每一步拓展都会因为这些不良竞争秩序的出现而大大掩盖了其背后意义深远的改革与发展内涵。也正因为如此，尽管学术界急切的呼吁政府加快放松对非公有制经济的市场进入管制，但是政府以至相当的公众则多少对由此而来的市场失范心存余悸，故而改革的迟步不前时有发生。

这其中似乎也隐含着所谓的竞争与秩序的“二律背反定理”。一方面，仅由国有部门垄断的产业领域势必难以获取良好的市场效率，必须通过引入竞争机制，允许非公有制经济的参与，方能推动市场竞争，优化市场资源配置，提高市场绩效。但是，另一方面，非公有制经济的进入过程和竞争过程却往往伴随这样那样不规范的事情，难以形成公平有序的市场环境。而公平有序的市场环境恰恰是促进竞争效率的基本前提，否则，失范的竞争只会带来社会资源的更大浪费和配置上的更大扭曲。如果在放松非公有制经济进入管制的同时，无法规范市场竞争，形成公平有序的市场环境，那么，这种放松管制的改革举措无疑是失败的，至少是不明智的。因此，从某种意义上讲，构建有序竞争的市场框架是放松市场进入管制，推动市场竞争的必要条件。也正是在这个意义上，这次，国务院出台的《意见》在放宽对非公有制经济市场准入的同时，十分强调了市场秩序的规范问题。

采取何种方式达到秩序规范理论界也存在分歧的意见。一种观点认为，我国改革的本质

特征是“摸着石头过河”，往往是先发展后规范，因此，在缺乏完善的规范框架下，允许非公有制经济进入原先国有垄断部门，促其竞争和效率改善，然后在发展过程中针对问题，逐步完善规则和法制框架。另一种观点则认为，必须首先建立规范的秩序框架，然后再放宽市场准入，使得非公有制经济在进入原先国有垄断部门已开始就在良好的市场规则制约下公平有序的竞争，因此，规则确立必须限于市场放开。总体而言，我国改革的前一阶段总体上遵循的是先发展后规范的原则。但是，随着改革的深入，这种改革路径下的发展道路所凸现的问题也越来越为人们所认识，特别是在规则不完善下导致的不正当和不公平市场竞争行为发生，不仅扭曲了市场资源配置，同时也滋生了腐败等冲击政治和社会秩序的问题。因此，在改革深入推进的过程中，也同时伴随着改革的方式逐步向着秩序构建前置的方向变化，这其中当然也有改革过程中矛盾凸显和经验积累的因素。因此，《意见》出台，事实上具有发展与竞争规范并重的标志性含义。

而且我们必须看到，本次市场准入的放开，涉及到国民经济的要害部门（如电力、电信、铁路、民航、石油等领域）和与公众生活紧密相关的行业（如城镇供水、供气、供热、公共交通、污水处理等市政公用事业和基础设施以及教育、科研、卫生、文化、体育等社会事业）。很显然，这些部门在整个国民经济中占有举足轻重的影响力，如果这些部门因为非公有制经济的进入而导致市场竞争秩序的紊乱，其造成的对社会经济发展的伤害和对改革的继续深入推进是无法估量的。正因为如此，强化监管，强化竞争秩序的构建，强化对市场行为的规范在这次市场准入放开的改革中就显得尤为重要。

如何规范市场竞争秩序？文件中主要体现在三个层次，一是法律与监管的完善与改进，《意见》特别强调了保护私有财产、企业和职工的合法权益；保护知识产权；企业信用；环境保护等方面的立法和执法。二是规范和强化行政执法监督，《意见》就监管方式、监管范围等进行了明确的规定。三是社会秩序的自我实施机制的构建，与以往中央的文件所不同，《意见》中多次体现了按照市场自身运行机制规范市场竞争行为，完善市场竞争环境的内涵。尤其是在企业信用体系构建、职工利益保护等方面，除了完善立法和执法外，特别强调了要通过市场中介自律组织进行自我实施，这也体现了中央对市场经济运行本质的更深刻的认识。

发展和完善中介组织

李建琴 王诗宗

《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》（“非公经济36条”）的第十四条明确指出，要“大力发展社会中介服务。各级政府要加大对中介服务机构的支持力度，坚持社会化、专业化、市场化原则，不断改善社会服务体系”；要“按照市场化原则，规范和发展各类行业协会、商会等自律性组织，为非公有制经济营造良好的服务环境”。

一、中介组织的类别和功能

中介组织，是指那些介于政府与企业之间、商品生产与经营之间、个人与单位之间，为市场主体提供信息咨询、培训、经纪、法律等各种服务，并且为各类市场主体从事协调、评价、评估、检验、仲裁等活动的机构或组织。在中国，中介组织大多属于民间机构，少量的具有一定的官方色彩。

中介组织的划分标准是多种多样的。按照中介组织发挥作用的形式、提供服务产品的特点，可以划分为：**自律性行业组织**，如由企业单位自下而上组织起来的各种行业协会、同业公会、商会等自律性组织，目的是通过制定行业发展准则，规范内部企业间的竞争，维护行业整体利益；**法律、财务服务机构**，如会计师事务所、律师事务所、资产和资信评估鉴定机构、公证和仲裁机构等组织；**信息、咨询服务机构**，如信息中心、研究及咨询机构、投资项目评估机构、报价系统等组织；**市场交易中介组织**，主要是指各种经纪商、典当行、拍卖行、职业介绍所、人才交流中心等组织；**市场监督鉴证机构**，主要是从事计量检查、商品检验、质量检查、从业资质认证等监督市场活动的组织。

各类中介组织的职能均在不同程度上与经济运行相关；尤其是对于非公经济，中介组织的作用尤为明显。例如，我国现有的行业自律组织的成员大多来自竞争性很强、非公有经济成分较大的领域，他们需要进行经济组织的再组织，以期获得有效的集体物品供给；需要通过选择或参与一个或数个行业性社会中介组织来表达和实现他们共同的利益诉求；需要行业自律组织来协调非公有经济主体之间的关系，调解商务、贸易和法律等方面的市场行为，实行集体自律，约束成员的市场行为，反对不正当竞争。

二、对我国中介组织实际功能的评价（以行业协会为例证）

大量的研究文献表明，随着“整体性国家”的消失，我国中介组织实际上已经填补了政府在社会领域的空白；更在市场经济中发挥了显著作用；同时由于中介组织的发展，政府职能转化有了初步的支撑条件和一定的推动力。以行业性自律组织中发展较好的温州商会为例，他们在行业自律、维权（如知识产权保护、消费者权益保护）、信息供给、技术技能培训、提供特殊集体物品等方面均发挥了切实作用，其中温州烟具协会应对 CPR 法案就是一个典型的例子。

但是，总体来说，我国中介组织职能不到位或者缺失的现象仍然较为普遍。仍以温州商会为例，1999 年国家经贸委出台的《关于培育和发展工商领域协会的若干意见》提出了行业协会的 17 项职能，《温州市行业协会管理办法》也赋予行业协会的 16 项职能。虽然各级政府的政策规定给行业协会的发展带来了很大的便利和空间，但也有的授权缺乏明确的法律依据，或者表述比较原则化，不能落实到位。由于行业管理体制及目前行业发展现状的客观制约，一些可由政府授权或委托给行业协会承担的职能，或者本来就可由行业协会承担的职能也未能真正到位。另外，一些商会还不成熟，适应政府职能转变和公共管理社会化的要求、真正承担起因政府职能转变而赋予它的职责还需要一定的时间。根据调查，温州地方政府赋予商会的职能中只有提供信息服务、沟通会员与政府、支持社会公益事业、调解业内纠纷等得到较好的履行。而协税护税、新产品维权、质量监督等职能或者没有得到履行，或者只在少数商会得到履行。

就全国范围看，一些事务亟待中介组织的介入，然而由于种种原因，相关中介组织并没有起到应有的作用。例如近年来，我国的丝绸产品出口中，屡屡出现出口企业竞相压价倾销的现象，印度等茧丝绸进口国也对中国产品采取了反倾销措施。但相关中介组织（如中国丝绸行业协会）并未起到组织行业力量一致对外的作用，企业陷入了竞相压价的囚徒困境。而生产初级原料的农民利益更得不到保障，甚至压榨农民成了维系国际市场低价格的必要条件。

还有一种不多见然而值得重视的情况——某些中介组织在发展过程中可能出现了旧式帮会倾向，对市场机制和社会秩序可能产生不良的影响。

三、问题和对策

总的来说，我国中介组织发展还不充分，功能发挥不完全，与非公经济发展不相适应。主要原因在于中介组织发育不成熟、政府功能过于强大或边界不清晰造成对中介组织的限制过多等。另外，我国的许多中介组织是政府职能转变的产物，一些由政府机构转化而来的中介组织还有明显的官方色彩，这类机构对政府依赖大，对民间依赖小；民间缺乏参与

热情，此类中介组织自身除了承担政府转交的某些职能以外，很难发挥民间组织应有的提供集体物品、降低交易成本、增加公共物品供给等任务。

除以上这些普遍原因以外，通过对中介组织的实际观察，我们注意到中介组织发展中的一些具体问题。

第一，发展不均衡。同类中介组织往往发展中存在地区间不均衡、行业间不均衡。如在 100 余家温州的行业协（商）会中，2002 年度开支在 10 万元以上的有 22 家，而开支在 1000~10000 元之间的也有 8 家；财务能力相差巨大。同时，温州行业组织与其他地区（包括浙江省内其他地区）之间发展状况也有天壤之别。

第二，会员制中介组织普遍存在覆盖面狭窄等问题。绝大部分温州商会的会员覆盖率在 20%~60% 之间。这样的覆盖率也导致了中介组织功能上的局限，如无法获得准确的行业数据，温州商会通常只能以“毛估估”应付政府的统计任务；行业自律也常因为覆盖率成为空话。

第三，政府和中介组织的合作机制不完善，使得中介组织必须借助政府权威才能开展工作，这就很容易造成不同来源（如政府机构转化而来的与民间自发成立的）、不同类别的中介组织的差别待遇。而这恰恰为公权与私产的不当结合提供了新的途径。

第四，中介组织的活动缺乏必要的法律和政策支持。除了 1998 年《社会团体登记管理条例》，目前对于行业组织的自治行动缺乏相应的法律和政策保障。

当前，政府将大力发展社会中介组织作为鼓励、引导非公经济发展的重要举措，这就意味着，政府应该有针对社会中介组织的新政策思路。新政策思路大致上应包括：

一、改革管理体制，根据地区、行业、组织类别的特点制定符合实际的管理办法。近年来，上海、浙江等地根据实际对行业自律组织采取了不同的管理办法，可谓各有千秋，但双重管理体制始终是一个改革难点。

二、注意遏制政府部门组建中介组织的现象。虽然政府部门在改革过程中成立组建中介组织或将部分机构“改制”成中介组织，在一定阶段是合理的，许多民间机构社团由政府组建，势必造成差别待遇和谈判能力的差异。今后政府此方面的主要职能是制定并维护一个良好的市场游戏规则，为中介组织创造一个宽松的社会环境和执业环境。

三、完善相关法律，给中介组织活动和功能发挥提供法律保障，如某些类别的行业组织迄今缺乏必要的法律地位界定，发挥功能时也常常缺少法律依据，这样的状况需要逐步而坚决的改变。

四、减少政府对中介组织活动的干预，在组织管理层的产生、活动内容、资金使用等方面均应该给民间中介组织更大的权限，以更好体现自发、自愿、自主等原则。政府主要通过法律标准对中介组织进行管理。

五、真正体现社会化、专业化、市场化原则。这需要政府适度收缩权力边界，改善管理体制，使中介组织的建立、运作更加具有“自治”色彩；对个私等非公经济发展有直接辅助作用的专业化中介组织，政府要为其发展创造更便利的条件，如通过政策激励优秀专业人才进入这些中介组织；发展中介组织应该根据市场需要，必要时突破一些常见的政策框架，如行业组织的“一地一会、一业一会”规定。

这些政策思路只是原则性的，需要进一步细化研究方可能转化为实际政策，同时新政策的产生意味着一次权力边界的重新划分，政治和行政因素将在很大程度上决定中介组织的前景。

资本家为何远离资本市场？

——浙江民企“不愿上市”案例的经济学解释*

汪 炜

在中国，上市好比塞壬女妖的歌声，听起来美妙动听无比，却不幸沦为众多水手堕落与死亡的致命诱惑——这样的“上市公司在温柔陷阱中抱颈而死”的现象值得反思，……对企业而言，是穿过女妖歌声缥缈的海域，继续按照自己企业既定的发展方向，还是“过把瘾就死”，似乎成为一个艰难的抉择……

——《商界》2002年6月

一、 背景

“民企上市”是近年来国内资本市场出现的一个引人瞩目的现象。从1998年开始，我国IPOs公司中民营企业的比例基本保持着逐年上升的趋势，2002年，IPOs公司中的民企比例从12.12%上升至18.57%，增幅近50%；2003年，在资本市场价格指数连续回落，股市成交持续低迷，IPOs公司总量下降的情况下，民营企业IPOs的公司数却增加了60%以上，占当年度IPOs公司中的比重更是上升到了近三分之一，“民企上市热”异乎寻常地持续升温。

表1：近年来国内A股市场IPOs民企数量

项 目 \ 年 度	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
民企 IPOs 数	21	7	10	17	8	13	21
IPOs 总数	188	102	93	140	66	70	66
民企比例 (%)	11.17	6.86	10.75	12.14	12.12	18.57	31.82

在日益高涨的民企上市浪潮中，浙江民企成为一个相当活跃的群体。2001年1月18日，浙江民企“天通股份”上市，成为中国第一家自然人控股的上市公司；2001年12月10日，“浙江玻璃”作为首家H股民企在香港联交所成功上市，从而揭开了一个小乡镇7家民企上市公司的“杨汛桥神话”的序幕；2004年6月25日，深圳证券交易所正式推出中小企业板

* 本文为浙江大学民营经济研究中心与天则经济研究所合作研究项目《中国制度变迁案例研究·浙江卷》的入选案例，并获得该项目的经费资助，特此感谢！

块，首批 8 家企业中有 3 家浙江民企，同日在中小企业板发布招股说明书的 21 家企业中，浙江民企占了 9 家，比例远远高于其他省份。截止到 2004 年 4 月底，浙江省有 48 家民营企业上市公司，数量居全国第一，约占全国民营企业上市公司的 23%。

与此同时，浙江民企的上市步伐似乎越迈越大：截至 2003 年底，中国证监会浙江监管局辖区共有拟上市公司 85 家，其中辅导期内企业 32 家，已通过辅导验收未上报企业 28 家，已上报未上发审会企业 15 家，已通过发审委审核的“过会”企业 10 家。浙江民企正以前所未有的热情走向资本市场。

然而，透过鼓吹“民企上市”的铺天盖地般的媒体报道和官员讲话，我们在这一喧嚣资本市场的浮躁和冲动背后，似乎仍然可以看到一些冷静的数字和理性的面孔：

2002 年，福布斯中国内地百富排行榜的资料表明，在前 50 名富豪率领的资产超过 1.45 亿美元的民营企业中，有 20 家企业不是上市公司，比重达到 40%。在浙江民企中，类似的统计显示已上市企业比例更是低至 18%（参见表 2）。表 2 的数字与人们一般所理解的民营企业“做而大则上市”的企业发展路径相去甚远；

表 2：2003 年度浙江省民营企业 100 强（利润额）中已上市企业的比例

利润排名	已上市企业家数	已上市企业比重
1—10	5	50%
1—30	8	26.6%
1—50	9	18%
1—100	16	16%

注：已上市企业包括以国内 A 股、B 股，香港 H 股、红筹股，新加坡 S 股，纽约 N 股形式整体或部分 IPO 上市及买壳上市的浙江民营企业。

与杨汛桥民企的积极上市截然不同，作为浙江民营经济最早兴起和发展最好的区域之一，温州至今没有一家民营企业 IPO 上市¹，这几乎正在成为被人们津津乐道的一个新的“温州模式”。而且，早在 2002 年 1 月，温州民营企业家的代表性人物——正泰集团董事长南存辉便语出惊人：“民营企业要慎提上市”，他进一步指出：“不上市的企业未必不是好企业，相反，差企业混进了股市才是最值得担忧的。”与南存辉的观点不谋而合，温州著名的鞋业企业奥康集团进入上市辅导一年以后，却出人意料地选择了退出。2002 年 8 月 28 日，“浙江省地方金融国际合作推介会”在杭州举行。在会上，浙江省隆重推出了期待在海内外上市的近百家民营企业。在长长的《浙江省拟海外上市企业简介》名单中，庄吉集团成为惟一一家来自温州的民营企业。

杭州是浙江省民营企业上市最多的地区，然而杭州民营企业对上市问题的态度也不尽相同。杭州的萧山区是浙江又一个民营经济最发达的地方，其工业产值 2004 年达到 1600 亿元，高踞全国各县区榜首。萧山现有 1.3 万家民营企业，其中年销售额超过 20 亿的大型民企就有 10 余家，然而这个工业经济实力最强的县区至今却仅有区区 3 家民营企业上市，而且除了老牌上市企业“万向钱潮”，另外 2 家上市才一年左右。

近年来，国内大型证券公司和国际著名投行纷纷来到浙江，致力于推动浙江大量的优质民营企业上市，然而令大多数投行专家感到惊讶的是，与国内其他省市民营企业热切盼望上

¹ 虽然至今还未有 IPO 民企，但温州民企华峰氨纶已通过发审委审核，正等待在国内 A 股市场 IPO 发行上市；另一家民企瑞立集团也已经领先一步，通过借壳上市的方式，登陆了美国的纳斯达克市场，成为第一个在海外上市的温州民营企业。

市相反，浙江民企并不急于上市融资。香港知名投行日盛嘉富集团的专家夏振海博士就曾对笔者感叹：“浙江民企上市热情不高、态度不温不火，拓展投行业务并不容易。”而且，这一现象在 2004 年出现了愈演愈烈的趋向：继奥康集团退出辅导期；宁波宏润、杭州富通昭和又相继以不同的原因撤出上市程序；2004 年 7 月 13 日，早已“过会”的杭州著名房地产企业“南都置业”宣布主动放弃 IPO，这一前所未有的消息更是震惊国内资本市场。

民营企业是我国当前经济活动中最典型的“资本动物”，作为“资本家”的民营企业企业家们应该具有最犀利的资本眼光和最敏锐的利益嗅觉。那么，为什么在众人趋之若鹜的时候，浙江的一些优秀民营企业企业家们却与资本市场保持着一段令人费解的距离？面对“资本的诱惑”他们为什么选择了等待或放弃？资本家为何远离资本市场？

本文试图通过剖析若干个浙江民营企业“不愿上市”的典型案列，提炼出影响民企上市决策的一些主要因素，在借鉴和拓展 Utpal Bahattacharya 和 B. Ravikumar (1999) 模型的基础上，考察“转型成本”和“融资替代”这两个关键性因素对民企上市决策的影响，进而运用经验研究方法对模型结论进行进一步说明和验证。本文旨在揭示民营企业“不愿上市”现象中的理性因素，为民营企业的 IPO 决策提供理论参考，并引导地方政府推动民企上市的政策取向。

二、 故事

1、温州民企与资本市场“无缘”

尽管温州商人素有“中国的犹太人”之称，但是与犹太人热衷于金融投资从而控制了全球资本市场的天性循异，温州的民营企业企业家们似乎与资本市场无缘。近年来，中国股市迎来了前所未有的“民企上市”热潮，而一向领风气之先的温州民营企业，却在这股热潮中难觅踪迹。²温州人曾经自豪地说，有海水的地方就有温州人。温州民企无孔不入渗透市场的能力是人所共知的，惟独对于资本市场，温州企业有一种复杂的心态。在很多人眼中，最先登陆资本市场的民企队列中，温州民企是最不应该缺席的。然而，温州民企几乎是以集体的方式保持了沉默。甚至那些已经开始向资本市场冲刺的企业，也不约而同地放慢了脚步。曾经创下无数中国民企发展纪录的温州企业，至今保持了“零的纪录”。

2004 年 11 月 30 日举行的“2003 温州企业上市推介会”，邀请了上海、纳斯达克、伦敦、香港、新加坡等几大证券交易所莅会。尽邀海内外众多大交易所的代表到场，目的就是——一个，用温州市副市长冯致礼的话说，“就是希望温州企业与各交易所、券商加强联系。”与政府部门的热情相比，温州民企冷对上市推介的态度并没有改变。“2003 温州企业上市推介会”共邀请了 70 多家企业参会，但热闹的会场上，中介机构人员远远超过企业人员，几乎看不到在商界叱咤风云的温州民营企业的高层人士，甚至连主办方邀请的重要嘉宾——正泰集团董事长南存辉、德力西集团董事局主席胡成中均未出席。

人们对温州民企的“上市冷淡”有种种的解释：解释之一跟温州企业的产业结构有关。清华大学魏杰教授认为：温州的大多数企业都属于劳动密集型产业，即使是处在扩张阶段的企业，对资金的需求量也并不大，而且，惯以实业立身的温州企业更愿意依靠自有资本一步一步地做大；解释之二，跟温州企业对资本市场的看法有关。温州大学管理学院的谢健院长指出：温州的文化有务实的传统，永嘉学派讲究“义利并举”，这种功利主义哲学观的历史积淀，对温州人的商业意识起着潜移默化的作用。在很多温州企业家眼中，资本市场意味着一种虚幻的事物，他相信看得见摸得着的东西，而对这种“只知己不知彼”的游戏没有兴

² 目前，温州市共有 71 家股份公司。其中，进入或完成了上市辅导期的有 5 家企业，包括：华峰氨纶、报喜鸟、华仪电器、正泰电器、德力西电器等。至今，温州只有一家上市公司“浙江东日”，而这是一家国有企业。

趣。正泰集团的新闻发言人廖毅认为，温州只组织“炒房团”却从来没有“炒股团”，便是这种传统或心态的一个佐证。

上述解释虽然从一些侧面对温州民企与资本市场之间的关系作出了说明，但可能没有一种解释接近真正的答案。

奥康的“有钱”与“没钱”

2002年，带着美好的愿望，奥康股份公司走进了上市辅导期，然而在短短的一年多之后，奥康集团董事长王振滔却出人意料地选择了退出。王振滔告诉我们，像奥康这样的企业，进入上市辅导期以后，每年的费用少说也得两三千万元，两三千万对于正在发展中的中小企业来说，当然是一笔不小的数目。面对漫长的辅导期和昂贵的辅导费用，许多民营企业就这样被挡在了资本市场的门外，奥康也没这笔“闲钱”。何况，近年来国内资本市场的拙劣表现甚至是丑闻也让温州的企业家又多了一重顾虑，现在上市已经不像以前那样可以迅速地增加美誉度，再加上定价、增发、配股控制都很严格，融资效果也大不如从前。

但是对于退出上市辅导期，王振滔认为自己还有更充分的理由：“上市不是惟一的一条路径，奥康做大有很多途径。奥康刚开始从三万块钱起家，到现在应该说翻了多少倍也不知道，但并没有依靠股市融资。因此，上市有上市的好处，不上市也有它的优点。我个人认为，有些企业或产业奥康如果上市，往往不一定做得很好，但不上市，你反而做得很好。”人格化交易导致的“产业锁定”，使温州民企的资本扩张风险增大。王振滔曾经很干脆地回答媒体的提问：我为什么要上市？有了那么多钱以后干什么呢？在制鞋这个领域，企业有足够的发展资金，在这个领域之外，做什么还是一个问题，甚至是一个更具挑战性的问题。

在调查中，好几位企业家不约而同地告诉我们：在温州，平均每四个家庭就有一个老板。几十年来的发展，不仅使温州成为中国民营经济最发达的地区之一，也在当地造就了成千上万的百万富翁乃至千万富翁，储备了极为丰厚的民间资本。截止2004年6月底，中国人民银行温州分行的统计数据显示，温州各项存款总额已经达到了2000亿元。丰厚的民间资本，活跃的民营金融，无疑为温州民营企业的发展，提供了一条更为直接、更为便利的融资渠道。

王振滔说：“我认为温州民营企业确实不缺钱，刚开始时不缺，到现在有的企业也不缺钱。到一定阶段以后，它的资金积累达到那个程度，如果不是跨行业，多元化发展，一般企业做好确实不缺钱。”温州耀华电器集团董事长何建国也有同样的观点：“实际上在温州，民间的资金、金融资金比较足，这种情况下，温州企业的上市，相应大家做这方面的工作比较少，我有的是钱，我干嘛去上市。”正泰集团的一位副总曾对媒体表示，尽管正泰和另一家民营企业（德力西集团，作者注）已经通过了辅导期，但上市计划又搁浅下来。“其中原因很多，但最主要的就是正泰不缺钱，即使需要融资，凭着正泰的“威望”，在当地也能很快筹到足够的资金。”正泰集团的新闻发言人廖毅还给我们举了这么一个例子：前段时间，正泰集团投资的一个项目需要七百万元资金，集团公司出资了五百万，剩下的两百万全部是向社会募集的。在很快的时间内，两百万就募集齐了，还有很多人愿意投都没有办法吸纳进来。

活跃的民间金融市场，不仅成为温州民企解决发展资金的最直接来源，同时推动了正式金融部门针对民营企业的金融服务。迫于体制外的竞争压力，各家商业银行更是不遗余力，为民营企业贷款亮起了绿灯。中国农业银行永嘉县支行行长陈忠献介绍说，他们对优秀民营企业采取公开授信制度，就是说评上银行“黄金客户”的企业，银行一年可以给它一定的信贷额度，比如说奥康2004年在农行的授信额度就达两个亿。

对于温州一些优秀民营企业迟迟未能上市的原因，曾经担任温州体改办主任的温州经济协会会长马津龙道出了他的理解。他认为：不急于上市恐怕是一个重要因素。早期上市企业的做法往往是不惜代价地上市，不顾一切地圈钱。如今企业上市日趋规范，那些不正常的

上市利益没有了。由于需要公开财务和分红，如今企业上市付出的代价有所提升，而获得的利益相对减少，融资成为上市的确切目的。而对正泰、奥康这类实力较强的企业而言，它有着比上市成本更低更通畅的融资渠道，股东回报率又高，因此上市的动力显然不是很足。

正泰上市的“八年之痒”

在温州，正泰集团的董事长南存辉虽然是第一位站出来质疑“民企上市”的企业家，但同时，他也是在温州公认的上市最积极的企业家之一。南存辉先生曾经说过，我们上市是早晚的事，并且正泰集团已经为上市准备了整整八年，那么现在，他们离上市到底还有多远呢？

正泰集团的新闻发言人廖毅介绍说，正泰电器股份有限公司已经具备了上市的条件，只是在等待一个合适的时机。这个包括：一方面是企业要做得更好，另一方面就是等待国内股市走出低谷。而董事长南存辉显然更为坦率，按照他的说法，正泰集团之所以现在仍未做出进一步的举动，主要基于两个原因。首先，为了解决关联交易的问题，正泰决定对股盘进行调整。尽管南存辉不愿对企业如何调整股盘做详细介绍，但他仍透露，在辅导期内，正泰原来的方案是将其几个最好产品作成小盘上市，但考虑到成立单独的销售网络成本较高，因此，正泰集团决定调整原有的股盘。南存辉所称的另一个原因是，“企业还需要根据上市要求使自身更为规范”。南存辉表示，在企业自身做好上市准备以后，还要根据整体的经济环境状况，选择在市场环境的最佳时期进入市场。这也是多数温州企业考虑较多的一个因素。

在温州的民营企业家中，正泰集团的规范运作是有目共睹的，而正泰集团的三次股权之变也被国内的多媒体关注。但根据我们的调查和了解，股权之变的结果显然还与规范要求有一定的距离。企业家自己也深深地感到在家族企业在发展过程中，最难的一点就是由家长式的管理，走向制度化的管理，走向职业团队管理。一位了解正泰集团上市历程的证券界人士告诉我们，“正泰电器股份有限公司要上市，必须下决心再作大的调整。”

温州企业大多数是从当年的家庭企业、手工作坊中发展而来，有着很深的家族经济背景，这在客观上制约了温州经济向资本市场的挺进。温州大学管理学院的一位老师说：“家族企业的治理难，是温州民企上市的一大障碍，一些企业财务管理之乱简直难以想象。有一家准备上市的著名休闲服装企业，财务主管竟然是老板的爷爷，而这位老板本人已经40多岁了。”京华山一企业融资有限公司执行董事兼投资银行部主管温天络去过温州3次，试图开展保荐民营企业上市的业务，但都无功而返。温天络接触过一家有意上市的温州民营企业，这家企业的5000多股东数，让他倒吸了几口凉气。温天络表示：“其实，温州的很多民营企业不错，一直是我们在浙江省希望发展业务的重点地区。只是它们的股权太过复杂，必须有人去帮助它们进行股权的重组。”普华永道中国有限公司合伙人封和平说：“民营企业要想上市，股权重组是很重要的一个内容。许多民营企业的股权重组都不规范，一个母公司底下可以有数十家子公司或关联公司，这些子公司或关联公司的法人可能是民营企业家的老婆、兄弟、亲戚，公司之间互相参股、互相控股，有时候连老板自己也说不清楚各公司之间到底是什么关系。”

马津龙的看法也许更客观、全面一些。他发现，温州民营企业在上市方面面临的问题大致存在两种情况：一种是像正泰集团这样实力雄厚的民营企业，已经完成了上市辅导期，本身早已具备了上市的条件，但是因融资渠道良好而不急于上市；另外一种情况是，一些实力相对较弱、处于辅导期或正在排队的民营企业，虽然融资需求比较强，上市愿望也比较强，但是由于一些原因它们被暂时挡在了门外。这其中又主要有两种因素：一是企业本身还不是太规范，仍然未达到上市的条件；二是国家在民营企业上市的市场准入上有着严格的限制。尽管温州符合严格上市条件的企业还不是很多，但马津龙认为，已经上市的那些企业未必条件更好。

2、萧山民企的IPO账本

曾经听一位已上市的企业家给我们算过这样一笔账：“我们企业 2000 年上市发行 4000 万股公众股，每股发行价 16 元，总发行 6.4 亿元。其中须支付上市辅导费 100 万元、股票承销费 1000 万元、注册会计师审计验资及赢利预测鉴证费 120 万元、律师费 50 万元、上市发行及登记费 180 万元、上市推荐费 100 万元、其它费用(差旅费、印刷费、办公费等)50 万元，总发行成本 1500 万元，实际募集资金 6.25 亿元，融资成本率才 2.4%。而当时银行的中长期贷款利率怎么也得 6%吧。”

这位老总显然不是一位负责任的上市公司领导，因为他根本没有考虑上市公司应该给予股东的投资回报；他不会是一位典型的浙江民营企业家，因为对于他们而言，需要考虑的上市成本远不止于此。

杭州兴南牵引装置有限公司（浙江益南链条与美商的合资公司，下称“兴南牵引”）是一家中等规模民营企业（总资产近 1 亿元、净资产 4000 万，2003 年主营收入近 6000 万、净利润 1800 万），公司股权结构单纯、产品 100%外销西方国家、市场占有率较高。2004 年初在拥有 200 余家规模化民营企业（净资产 5000 万、收入 1 个亿）的杭州市萧山区，被区政府上市办确定为 2004 年必须上市的 1—3 家首推企业之一，上市目的地为香港创业板市场。对于一家在萧山并不十分突出的企业，我们的想象中，这应该是一件十分值得庆幸引以为豪并积极争取的大事。然而，令我们颇感意外的是：在调查中，稳健平实的公司董事长施云祥却给我们算了一笔与前面那位老总完全不同的账。

施云祥告诉我们：“上市的直接成本谁都算得清楚，民营企业在国内主板上市，融资成本一般约占融资额的 5% 以上，以集资 2 亿元人民币计算，融资成本在 1 0 0 0 万元以上。这一比例在美国纳斯达克是 1 0 % 以上，而在香港主板则高达 2 0 % 以上。即使是在香港创业板，费用一般也要达到 1 5 0 0 万元人民币以上，融资成本占到融资额的 1 0 % 至 1 5 %。比如说我们到香港创业板上市的话，直接费用大致如下：保荐人顾问费约 100 万至 200 万港元上市顾问费约 120 万至 150 万港元；公司法律顾问费约 130 万至 150 万港元；保荐人法律顾问费约 80 万至 100 万港元；会计师及核数师费用约 70 万至 150 万港元；估值费（不包括境外资产估值）约 10 万至 40 万港元；公关顾问费约 25 万至 40 万港元；招股书印刷费约 40 万至 80 万港元；股票过户登记费约 5 万至 20 万港元；收款银行费约 20 万港元；中国法律顾问费约 15 万至 20 万港元，合计大约需要 1000 万港元左右。再加上相当于发行总股数的 2.5% 至 4% 的包销费。”

“然而，实际上，民企上市所需付出的代价远远不止这些直接费用。”他说，“以我们兴南牵引为例：首先是税，主要是所得税的问题。我们是福利企业，目前享受‘先征后返’的政策，上市后所得税一律为 33%；其次是‘三证’，我们这一带民营企业多多少少存在少批多用等违法占地情况，要上市必须取得三证。其中，土地证需补缴国家规费 4.3 万元/亩、级差地租 2.88 万元/亩，而且按照建设部规定，1999 年 1 月 1 日以后发生的少批多用，须先处罚后按上述标准办理出让；建设许可证需补缴建设配套费 3.6 万元/亩；房产证需补缴国家规费 0.68 元/平方米。”

在我们调查的萧山数家民营企业中，上市的间接成本高昂是它们面临的共同问题。我们对另一家拟上市萧山民企“东南网架”的调查发现：土地成本与兴南牵引情况类似，而其所所得税已往由当地政府豁免，上市后如按 33% 缴纳的话，意味着减少净利 7000 万元到 1 个亿。同时，它还面临着内部职工股的处理问题，一般来说，按净资产回购原股东不会同意，这就意味着又一笔巨大的支付。

“这是一笔不小的成本，如果没有‘政策’和主要领导的推动，我们不会走出这一步。”兴南牵引的董事长施云祥直截了当地说。萧山区上市办的陈建新主任不无忧虑地告诉我们：“与萧山的经济发展水平相比，萧山上市公司数量少得可怜。然而，尽管政府非常努力，积极地为民企和券商牵线搭桥，但是民企的热情好像永远没有政府高。”

直到 11 月底，兴南牵引未有登陆香港迹象，2004 年萧山区政府推动民企上市的目标仍未实现。

3、南都集团的两次“退出”

南都集团是浙江规模较大的民营企业，旗下共有五大行业：基础设施、房地产业、电源制造、金融服务业及信息网络与生物工程高科技，其中，浙江南都房地产集团公司是浙江最大的房地产商之一，在杭州、上海等几个中心城市均有楼盘。2000 年 12 月，在浙江南都房产集团控股的浙江南都富华房地产开发有限公司基础上改组为南都置业股份有限公司，主要经营浙江地区的房地产。2002 年 1 月，南都置业通过证监会的上市辅导验收，2003 年下半年，南都置业顺利通过发审委审核。按照正常排序，2004 年 7 月南都置业就有可能顺利发行，预计流通盘约 6000 万股，4 亿左右的募集资金垂手可得。然而，就在 IPO 前夕，2004 年 7 月 13 日，南都置业却出人意料地宣布主动放弃 IPO，这一爆炸性消息震惊了国内资本市场。

虽然，在此之前，南都集团并未在国内资本市场直接上市，但关注中国股市的人们对南都集团及其董事长周庆治却并不陌生，这位曾位列福布斯中国首富排行榜第 48 位的民营企业家不仅与资本市场有过数次亲密接触，而且可谓长袖善舞。早在 2000 年 5 月 25 日，南都集团就和其关联公司联手收购龙发股份（000711，后被更名为天伦置业）22% 的股权获得控股权，南都集团董事长周庆治也顺利成为上市公司的董事长。而且，就在周庆治收购龙发股份的 20 天前，他通过旗下百嘉力投资控股有限公司（“百嘉力投资”）成功收购新加坡上市公司百嘉科技（Pakara Technology），并将南都集团下属的南都电源置入上市公司。我国房地产行业的上市公司大都是在 1993—1994 年间上市，经过 1995 年以来房地产业的一轮大规模整顿后，国家相关部门对于核准房地产企业上市一直采取审慎的态度，直到 2002 年后才逐步开禁。南都集团买壳龙发股份在当时成为房地产企业进入资本市场的成功范例。然而，在进入龙发股份不到两年后，南都集团将其所持上市公司的股权转让给天伦置业，并最终从上市公司全身而退。回顾南都集团进出上市公司的过程，如果单看进出的股权买卖价格，从每股 4.38 元进入到每股 2.8 元退出，以 1300 万股计算南都集团净亏 2054 万元人民币，但如果算上南都集团在进入龙发股份的近两年里几起资产置换所获得的超过 1 亿的溢价，南都集团其实并没有吃亏，反而获得了极可观的收益。由此看来，南都集团已有一次从“资本围城”中成功退出的经历。那么，这次的提前撤退又事出何因呢？

对于主动放弃 IPO，媒体有各种不同的猜测。南都集团董事长周庆治的解释是：“原来公司（南都置业）在上市过会之初，对证监会有过关于关联交易与同业竞争的承诺，其中有些没有处理好，就算了。”

十分熟悉南都置业、负责其发行上市的主承销商华泰证券的上海投行部总经理胡旭证实了这一说法，当初“过会”时南都置业确实有过承诺，南都置业上市以后，作为控股方的南都集团不得从事在浙江省境内的房地产业务以避免和上市公司形成同业竞争，“事实上，从今年年初开始的宏观政策调控使得房地产行业的发展受到很大的影响。受宏观调控影响，原本一些项目的业绩可能达不到原先预期，硬要上市，企业业绩可能会变脸。”

“按照当时承诺，南都在浙江地产的房地产业务将全部交给南都置业完成，而宏观调控下，除了浙江省的地产，其他的市场变得不太好做，南都集团从整体发展的考虑似乎认为上市比不上市的损失更大，因为南都置业的利润要让公众一起分享，因此集团不愿意把这块起家的浙江房地产业务拿出去。”

此外，一位熟悉房地产业务的人士还道出了另一层原因，房地产行业对于资金的流动性要求比较高，如果南都置业上市后，集团就不可以随意动用上市公司的资金了。而凭借南都集团现在实力，少了 4 个亿的募集资金不会对企业带来很大影响。

关于南都置业主动放弃 IPO 一事，中国证监会浙江监管局局长王宝桐给予了高度赞扬。他表示，南都置业在知道自己原计划的项目无法实施，利润无法确保的情况下主动放弃 IPO，这是企业有远见的明智之举，也是企业对投资者、对市场、对社会高度负责任的一种态度。

三、 模型

(略)

四、 事实

本文第三部分的模型揭示了导致浙江民企“不愿上市”现象的两个关键性的因素：“高昂的 IPO 综合成本”和“民间金融的融资替代作用”。根据理论模型，我们至少可以得到下述三个基本的结论：

一、在不考虑外部融资机会、民营企业成长完全依靠自有资金的情况下，影响民营企业 IPO 决策的唯一因素是 IPO 价格，或者说是 IPO 成本 b 。民企上市的临界资本 \bar{k} 随单位成本系数 b 的增加而提高。而且，对于 b 的某些值而言，民营企业可能永远不会选择上市。

二、在存在外部借贷的情况下，IPO 成本 b 和银行存贷利差 γ 均会对民营企业的上市决策产生影响。银行存贷利差 γ 越高，民企上市的临界资本规模越大，而且只有在更低的 IPO 成本下，企业才会考虑上市。

三、如果进一步地考虑民间金融，我们可以发现，民间融资机会与正式金融提供的银行借贷机会之间存在互相替代的关系，活跃的民间金融活动增加了民营企业利用正式金融的机会成本，从而使其面对的实际利差水平 γ 上升，导致民营企业上市的临界资本规模扩大。

那么，上述由理论模型得到的结论是否符合民营企业上市选择的现实情况？又是什么决定了 b 的高低和 γ 的大小？

1、民企上市成本的计量结果

为了考察我国民营企业上市成本及其影响因素，我们分别运用计量建模和事件研究的方法，对民营企业 IPO 折价和民企购并中的控制权溢价进行了经验检验。

我们采用 1997 年至 2003 年国内 725 家 A 股 IPO 的公司为样本，运用连续复利方法计算 IPO 折价程度。在实证研究中，IPO 抑价程度是通过新股上市首日获得的回报率（或超额回报率）来衡量的。具体计算时，采用考虑复利因素的 IPO 折价测定：

定义单利收益率和复利收益率的关系为 $r^c = \ln(1+r)$ ，其中 r^c 为连续复利条件下的收益率， r 为单利条件下的收益率。所以，复利条件下的第 i 只股票的经调整的收益率为：

$$CFDF_i = \ln\left(\frac{P_{i1}}{P_{i0}}\right) - \ln\left(\frac{M_1}{M_0}\right) \quad (15)$$

在此基础上，我们建立了一个多变量的回归模型，为了检验上市企业性质对 IPOs 折价程度的影响，我们引入企业性质的虚拟变量 private issues dummy。

$$IPOs \text{ underpricing}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ lottery ratio}_i + \alpha_2 \text{ turnover rate}_i + \alpha_3 \text{ actual}$$

float_i + α_4 interval_i + α_5 fifteen days index return_i + α_6 marketization index_i + α_7 ln(1+age)_i + α_8 industry dummy_i + α_9 private issues dummy_i + α_{10} strategic dummy_i + α_{11} checking dummy_i + α_{12} prestigious underwriter dummy_i + α_{13} actual ratio_i + e_i

表 3：国内 A 股市场 IPO 总体显著变量回归结果

Variables	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-0.737293813	0.19179832		-3.84411	0.00
lottery ratio	-0.026298707	0.005062363	-0.158801976	-5.19495	0.00
turnover rate	3.05085364	0.22041335	0.424210801	13.84151	0.00
Actual float intervals	-4.70704E-10	1.9043E-10	-0.079301611	-2.4718	0.01
Fifteen days index return	0.003165384	0.000989417	0.103473514	3.199243	0.00
marketization index	-0.773784718	0.368040253	-0.063308732	-2.10245	0.04
ln(1+age)	-0.000443846	0.000197708	-0.107638624	-2.24496	0.03
industry dummy	0.134876242	0.038252891	0.118353319	3.52591	0.00
private issues dummy	0.540552011	0.080976928	0.203530275	6.675383	0.00
strategic dummy	0.172053884	0.08390436	0.062801713	2.050595	0.04
checking dummy	-0.203752217	0.075008055	-0.092161814	-2.7164	0.01
prestigious underwriter dummy	-0.244960224	0.098195371	-0.120978927	-2.49462	0.01
Actual ratio	-0.091902138	0.043231271	-0.065111092	-2.12583	0.03
Dependent Variable: IPOs underpricing					
Adjusted R ²				0.36	
Durbin-waston				1.72	

统计检验结果表明：企业性质哑变量系数的符号为正，企业的产权性质哑变量是一个显著变量，说明民营企业的IPOs折价程度高于市场总体的IPOs折价程度。³ 这一结论与Perotti（1995）和Dewenter and Malatesta（1996）关于英国私有化IPO折价程度高于私营IPO折价程度的理论阐述和实证检验结果不同。借鉴LLSV（2000、2001）的观点，我们很容易理解造成这一统计差异的原因，由于我国法律的条文法性质，资本市场对外部投资者的保护不足，国内民营企业上市以后基本保持了家族控制的特征，从而使其必须为控制权支付一定的折价成本。

³ 进一步的研究表明：在核准制前，我国的民营企业的IPO折价程度要显著高于国有企业的IPO折价程度。核准制的实行使我国IPO公司中的民营企业数量和比例迅速上升，并使企业性质对IPO折价的影响有所削弱。但是，从总体模型来看该结论也是成立的。

这种民营企业上市成本较高的问题同样出现在民营企业买壳上市的过程中。我们以 TP 表示存在控制权转移的大宗股权每股转让价格， NA 代表被转让股份的每股净资产，则控制权溢价 CP_{remium} 可定义为：

$$CP_{remium} = (TP - NA) / NA - EP \quad (16)$$

在这里， $TP - NA$ 代表大股东所获得的控制权收益， EP 代表投资者对目标企业增长率的合理预期， CP_{remium} 也被称为大股东侵占度。

我们选取了 1999-2001 年间可获取协议转让价格的 153 宗上市公司大股东（控股股东）转移（买壳上市）案例作为样本，其中 61 宗控制方为民营企业或民营企业企业家。

表 4：民企买壳上市样本数据描述

	平均值	最大值	最小值	标准差
转让股份比例	25.22%	69.06%	2.01%	8.12%
转让价格（元）	2.27	6.92	0.01	0.8390
每股净资产（元）	1.92	4.763	-2.175	0.8738
净资产收益率	-12.96%	33.23%	-297.96%	34.62%
总股本（万股）	16022	63107	6000	8699.45
流通股份（万股）	7216.3	17107	1600	4366.7
转让股份溢价水平%	78.27	2366.67	-46.8	118.94
转让股份溢价水平%（扣除预期）	72.16	2366.67	-61.28	120.8
转让股份溢价总值（万元）	620.8	10929	-14744	1939
溢价总值占股份转让总值比例%	54.92	2200	-88	91.29
溢价总值占总收入比例%	10.96	192.52	-115.65	21.25
溢价总值占公司总资产比例%	2.00	39.5	-29.1	4.26

注：净资产收益率最小值-297.96%，为华立科技(600097)。其他较小的为中讯科技（000669）、ST 猴王（000535），净资产收益率分别为-279.02%和-183.16%。

进一步地，我们比较了总样本和民企样本的控制权溢价水平，表 5 反映民营企业的控制权溢价远远高于平均水平，这一数字也从另一侧面说明民营企业的上市成本显著高于其它性质的上市公司。

表 5：民企购并中的控制权溢价与总样本的比较（%）

样本范围	平均值	中值	标准差	最小值	最大值	观测数	正值观测数
民企样本	0.27	0.02	0.15	-0.41	12.26	61	45
总样本	0.11	0.02	0.15	-0.14	1.38	153	112

注：本表数据是用上表得到的控制权溢价率乘以转让股份占总股本比例。

2、民企 IPO 上市的转型成本

本文的理论模型揭示了 IPO 成本对民营企业上市决策的重要影响，而计量模型分析的结论进一步反映了民企上市的确面对着高昂的实际成本。显然，模型中的 IPO 成本对于成熟的市场经济国家来说主要包括企业股票发行价格与企业价值的差额（即 IPO 折价）和 IPO 直接费用。而在当前我国的资本市场，民营企业的 IPO 成本则表现为一种综合成本，除 IPO 折价、IPO 直接费用以外，还包括了为符合上市的各项要求而支付的额外代价，这一高昂的额外代价可概括为我国大部分民营企业所面对的独特的 IPO 转型成本。

我国的民营经济是在经济体制改革和市场开放的进程中，从国有计划经济体制之外逐渐萌生和发育的。在领改革开放风气之先、民营经济发展较早的闽粤江浙一带，特别是在被称之为内源型民营经济典范的浙江省，绝大多数民营企业都是从个体户、小商品经营起步，依靠亲缘、地缘、人缘关系，一步一步发展起来。这些民营企业的领导者往往极具创业企业家的才能，是市场竞争中的强者，但其领导的企业则传承了初始的业主制结构，保持着传统企业的组织和管理方式，具有浓厚的家族企业特征。这些民营企业通常存在极其复杂而模糊的股权安排、大量难以厘清的关联交易，财务制度不够健全规范，并且通过各种途径享受着税收减免、占用着地方公共资源。而一旦成为上市公司，一方面上述利益尽失，同时还需为企业制度、行为的规范化支付高昂的代价。因此，上市对于这些民营企业而言，绝不仅仅意味着是一项一般意义上的通过让渡股权获得长期发展资本的融资方案，而是一次事关生死的蜕变和脱胎换骨的转型。

当前，我国民企 IPO 上市的转型成本主要包括：

（1）规范化成本。包括公司完善治理结构、调整会计制度、清理关联交易、改进内部管理和规范信息披露等所面临的巨大代价或高昂的当期支付。例如根据《企业上市准则》，上市公司必须具有规范、完善的法人治理结构，与对其具有实际控制权的法人或其他组织以及其他关联企业在人员、资产、财务上分离，以保证上市公司的人员、财务独立以及资产完整。而浙江大多数民营企业属于传统型的家族制民营企业，其中一些企业股权结构极不规范、父子公司和关联企业关系错综复杂，离现代企业制度的要求相去甚远。因此，企业上市时股权结构的梳理和管理方式的转变往往困难重重、代价昂贵，而且可能因为利益冲突、矛盾激化而使企业转型的边际成本急剧上升乃至趋于无穷；又如财务制度合规性是上市公司的基本要求，企业上市时需要提供三年内真实规范的财务报表，建立标准的会计制度。而在我国，财务制度不健全、不规范是民营企业普遍存在的现实问题，特别是那些从事小商品生产和贸易的企业大量存在现金交易。因此，会计帐目和会计制度的规范和重整，以及由此产生的既得利益损失，构成了这些企业上市时必须支付的又一项规范化成本；再如，在公司信息披露方面，《上市公司信息披露实施细则》规定，上市公司要对其筹集资金用途、研究开发项目、近期资产负债表以及重大事件等进行详实的披露。上市公司必须保证信息披露文件的真实、准确，不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。而民营企业一般不具备市场垄断、技术领先等核心竞争优势，大多数民营企业生存在一个从事低端产品生产的、充分甚至过度竞争的市场环境中，对市场的敏锐把握和善于抓住市场机会往往是企业赖以生存和发展的主要竞争优势。而上市公司严格的信息披露要求，有可能使企业的关键性信息很容易被竞争对手所了解，从而丧失竞争优势并面临经营风险。尽管，上述由于传统企业向现代企业、家族制企业向公众公司转型所产生的规范化成本往往并不完全表现为现期货币支付或难以精确度量，但是根据我们的调查，对于这些因素的忧虑确实影响了民营企业的上市决策，使一些企业迟迟迈不出上市这一步。

（2）税收成本。包括上市前的一次性补税和执行上市公司税收政策给企业未来经营活动带来的机会成本，这构成了民营企业上市时需要实际支付的一项巨大代价。由于我国相关

税收法律现存的问题,以及地方政府普遍把税收政策作为引进外来投资和鼓励企业发展的手段,民营企业往往会通过合资、福利企业、高新认证等各种途径争取享受税收优惠政策,如减免所得税、先征后返、包税等。一旦企业上市,企业所享有的这些税收优惠利益也将会随之丧失。我国上市公司所得税一律为 33%,而且根据上市条件,企业申请上市必须提供近三年的财务报告盈利记录,在计算前三年的盈利时需根据正常的纳税要求补足前三年的税收,这对一直享受税收优惠的企业来说,将是一笔相当大的现金支出。

(3) 公共资源外部性利益的丧失。主要包括无偿占用公共资源和侵害公共利益,前者如民营企业中较为普遍存在的,通过少批多用等方式占用农村集体土地和房产,而企业上市前的财务审计中需进行资产确认,因此必须补缴获取“三证”的规费;后者比较典型的如一些民营企业生产过程中对周边环境产生的严重污染,上市过程中和上市之后都会受到投资者和社会的高度关注而要求其停止侵害或做出补偿。因此,上市也就意味着一些民营企业长期占有的公共资源外部性利益的丧失,这也构成了民企上市时潜在的一项巨大机会成本。

由于企业的具体情况不同和涉及商业机密,上述转型成本很难确知,也没有如 IPO 直接费用那样的统一标准。但是,可以肯定的是,对于浙江民营企业而言, IPO 上市转型成本相当高昂,是目前影响浙江民企上市决策的主要成本因素。而且,浙江民营经济发展越早的地区、创业越早的企业,转型成本越高昂。

3、民间金融的替代作用

活跃的民间金融是浙江民营经济内源式发展的重要基础。浙江现有民间资金超过 5000 亿元,根据中国人民银行杭州中心支行的预测,到“十五”期末,浙江民间沉淀的资金将达到 8300 亿元。这些资本迫切地需要寻找投资渠道,从而在浙江引发了期货投资、股票投资、房地产投资、收藏品投资等一次次民间投资高潮,这也正是浙江民间金融高度发达的原因所在。事实上,20 年来,正是民间非正规的金融活动开发出来的各种金融工具,支撑着浙江民营经济的发展。

长期以来,民间金融与正规金融在推动浙江民营经济发展中角色互补、业务竞争,为浙江民营企业创造了一个较为宽松的金融环境。2004 年以来,宏观调控政策的实施成为我们观测民间金融与正规金融替代作用的一个绝好时机。

由于受宏观调控的影响,各商业银行信贷政策大幅度调整,贷款控制进一步加强。银行贷款压缩,迫使部分企业转向民间借贷,促使民间借贷的规模扩大、民间借贷利率也进一步上升。从 2004 年初开始,温州各家银行的存款余额每月平均递减 20 个亿,到 7 月末,减少了 100 多亿元。而此前,温州各家银行曾连续 10 年保持存款余额月月上升的纪录。⁴“存款锐减潮”不光局限于温州,浙东的宁波、绍兴,浙北的嘉兴、湖州,乃至整个浙江全境,均受到了程度不同的影响。

从银行取走的钱都流向了何处?2004 年以来,与正规金融的紧缩相对应,平稳运转的温州民间资本进入新一轮的活跃期。新华社浙江分社的调研结论说,仅温州一地,至少有 100 亿元存款新进入了当地的民间借贷市场,使温州民间借贷的规模总量迅速冲破 200 亿元大关。

根据人行温州市中心支行的数据,7 月份温州市民间借贷加权平均月利率为 12.03%,利率和发生额都创下自去年 1 月份开始监测以来的最高水平。人民银行温州市中心支行民间借贷利率监测数据汇总显示:7 月份 300 户监测对象民间借贷发生额为 6732 万元,同比增加 1516 万元,环比增加 363 万元。7 月份加权平均利率为 12.03%,分别比去年同期和上月提高了 3.409

4

另有报道称:2004 年 1—7 月,温州银行的存款余额只增加了 87 亿元,与去年同期的 241 亿元相比,存款余额增量下降 2/3。

和0.06个百分点。

在温州，越来越多的企业依靠民间借贷来筹措资金。自有资金、银行存款与民间借贷间的比例，从上世纪90年代为60:24:16；2003年为57:37:6；到2004年6月末，民间借贷比例上扬4个百分点，少数企业上升10个百分点左右。据温州市银监部门测算，目前温州市民间资本在1500亿元以上，其中投入民间信贷的有350亿元。

同时，中国社科院农村发展研究所最近发布的一份有关乡镇企业融资的调查报告显示，在被调查的24家瑞安民营企业中，初始资金没有政府投资、没有银行贷款，也没有创业投资等风险性资本；至少有一半企业向亲友借贷和向农村合作基金(金融会)筹措资本。其中，13家企业完全依赖自有资金，但不排除一些企业的合伙人资金里可能包含民间借贷资金；其他11家除自有资金，还借入民间资金。借入性资金一般借期较短，出借人可在短期内提出偿还要求，但一般只要按时支付利息就可获得展期，因此资金性质实际为不定期，比较灵活。在24家企业中，近一半利用民间借贷，借贷月利率在6%~15%，折合简单年利率在7.2%~18%。报告认为值得一提的是，民间借贷利率并非都高于一般银行利率，一些“互助会”、“标会”之类的名称不一的互助会提供贷款的利率，已低于官方法定贷款利率。这类组织显现出较大的互助性。

调查说明，“民间借贷利率一定高于官方法定利率”的说法站不住脚，企业民间借贷利率与正式信贷机构普通贷款利率之间存在正相关关系。借入民间资金的企业，一般都能按时归还本息。这说明，国有商业银行没有充分满足企业对银行信贷的有效需求，即企业有愿意支付，也有能力支付本息的贷款需求。

五、 尾声

据说，浙江立志要成为证券大省，制订了一个宏大的计划，叫做“1188工程”。全省11个地市均成立了企业上市领导小组或者上市办公室，连1/3以上的县政府也成立了上市办。不少地方还把上市目标写进了当地的“十五”计划，甚至出台了扶持和奖励政策。然而，令热衷于推动民营企业上市的地方政府困惑的是，这似乎越来越像是一件“皇帝不急太监急”的工作！

然而，可能事情本该如此：只有不急于上市的企业，才有可能深刻地了解上市的本意，才有可能成为一家优秀的上市公司。

参考文献：

(略)

中心简介

“中心” 下属研究机构

民营经济与发展研究所

所长：史晋川教授

主要研究方向：区域民营经济发展模式、民营经济发展的历史制度分析、区域性要素市场与民营经济发展、块状经济与产业组织、民间金融与民营企业资本化等。

民营经济与创新研究所

所长：金祥荣教授

主要研究方向：民营企业制度演进、民营企业产权制度及治理结构设计、民营企业内部管理问题、家族企业问题、控制与激励机制等。

民营经济与政府治理研究所

所长：余逊达教授

主要研究方向：民营经济发展的政策环境、私有财产保护制度、民营企业家的生存环境、公权与私权的关系等。

民营经济与国际研究所

所长：赵伟教授

主要研究方向：国际市场规则与管制制度、民营企业国际市场业务、WTO 与民营企业发展、区域外向型产业发展等。

本简讯全部内容可免费登陆
<http://www.crpe.cn> 阅读或者
致信致电本中心索取。

主办单位：浙江大学民营经济研究中心

地 址：杭州市浙大路 38 号浙江大学经济学院四楼

邮 编：310027

电 话：(086) -571-8975-2835

传 真：(086) -571-8975-2835

电子信箱：crpe@zju.edu.cn

网 址：<http://www.crpe.cn>

(内部资料 仅供交流)