

JUNGONG SHANGSHI QIYE KONGZHIQUAN DAILI YU TOUZI XINGWEI YANJIU

军工上市企业

控制权代理与投资行为研究

向先登 著



华南理工大学出版社
SOUTH CHINA UNIVERSITY OF TECHNOLOGY PRESS

国家社科基金项目研究成果（项目批准号12CJY005）

军工上市企业

控制权代理与投资行为研究

向先登 著



华南理工大学出版社
SOUTH CHINA UNIVERSITY OF TECHNOLOGY PRESS

· 广州 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

军工上市企业控制权代理与投资行为研究 / 向先登著. —广州: 华南理工大学出版社, 2019. 6

ISBN 978 - 7 - 5623 - 5980 - 7

I. ①军… II. ①向… III. ①军工企业 - 上市企业 - 工业企业管理 - 研究 - 中国 IV. ①F426. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 082278 号

军工上市企业控制权代理与投资行为研究

向先登 著

出 版 人: 卢家明

出版发行: 华南理工大学出版社

(广州五山华南理工大学 17 号楼, 邮编 510640)

<http://www.scutpress.com.cn> E-mail: scutc13@scut.edu.cn

营销部电话: 020 - 87113487 87111048 (传真)

责任编辑: 黄冰莹

印 刷 者: 佛山市浩文彩色印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印张: 12.25 字数: 269 千

版 次: 2019 年 6 月第 1 版 2019 年 6 月第 1 次印刷

定 价: 45.00 元

版权所有 盗版必究

印装差错 负责调换

前 言

自1993年10月“广船国际”（现为“中船防务”）作为第一家军工上市企业进入中国资本市场以来，经过多年的市场化改革，以价值驱动为核心的企业发展理念正逐渐形成，军工企业的投融资决策也正朝规范化和理性化迈进。但是，军工上市企业有着极强的行政粘性，特殊的制度安排使得上市企业在治理结构上存在着先天的体制性缺陷，其结果除了资源配置效率的耗损外，自然还包括较高的交易成本和代理成本，企业的经营绩效和盈利水平也将打折扣。与此同时，军工上市企业中普遍存在的金字塔股权结构，使得位于金字塔顶端的终极控制人能够利用控制权对上市企业进行干预。随着2007年中国军工产权市场化改革“政策年”的开启，一系列重大举措的推出引发了骨牌效应，带动了军工上市企业在资本结构、投融资体制、企业治理、经营管理等层面的深刻变革。当前，以股份制改革为主线的军工产权改革正深度推进，但多年来因股权分置（人为将股份分割为流通股和非流通股）所积累形成的“一股独大”等体制性问题，已严重束缚军工企业的经营绩效和军工行业的整体发展。这样一种“市场—行政”混元调控模式，使得中国军工上市企业具备了较之一般上市企业更为特殊的股权结构和治理结构。在这一模式下，军工上市企业控制权代理行为发生的机理是什么？这一行为本身对企业的投资决策、企业经营绩效和企业价值会产生怎样的影响？对控制权代理的规制，军工上市企业应如何从内外部的综合治理层面进行制度创新？本书尝试在“问题意识”的牵引下，对上述疑问逐一进行观察、思考、设计和分析，以期能够对相关领域的理论研究和实践发展有所裨益。

本书介绍了当前中国军工上市企业投资经营所处的国际和国内背景，描述了军工上市企业市场化进程、股权结构、治理结构、投资行为的基本轮廓，梳理了控制权和剩余控制权的配置性态及作用机理，指出了军工上市企业金字塔股权结构和控制权“超常控制”的存在性及其经济后果，分析了金字塔结构下军工管理层控制权代理和控股股东控制权代理与军工上市企业资本结构、薪酬体系、融资约束、企业投资、经营绩效、企业价值等关键变量之间的深刻关系，剖析了控制权配置市场化的基本理念、途径和具体举措，提出了面向军工产权改革的国家“有限控股”、军工业务结构扁平化、军民“两栖”战略推进以及“大资本”“大融合”战略思维等若干具有针对性、建设性和实践价值的观点。

(1) 从学术价值层面看，一是丰富了军工企业所有权问题的研究。目前理论界尚缺乏对军工所有权合约中剩余控制权与索取权配置性态及效果的具体研究。尤其是，考虑到军工上市企业与控股股东直至终极控制人之间所形成的独特的金字塔股权控制链，在控制权与现金流权相分离的情形下，控股股东如何利用金字塔结构实施控制权代理，这一行为对企业的市场价值会产生怎样的影响，目前几乎没有任何文献对此给予关注。本书研究发现，由于十大军工集团公司集团化运作与军工上市企业在资本市场平台化运作的结合，军工上市企业金字塔股权结构不仅隐性存在，而且通过更为隐蔽的方式使控股股东能够实现对企业的重大影响。这一发现无疑对更为客观全面地理解当前军工企业的产权改革和整体上市问题，提供了一个新的观察视角。二是丰富了军工企业投资问题的研究。已有的研究尚未论及与军工上市企业投资相关的两个维度：投资因果论和投资效果论。目前，军工上市企业中存在投资不足和投资过度等非效率问题，这一情况与融资约束、资本结构、企业治理等均存在一定关联性。本书的研究，拓展了军工企业投资决策问题的研究边界。

(2) 从应用价值层面看，一是有助于深化对军工企业综合治理的理解。与一般研究军工上市企业治理层面的文献不同在于，本书不仅设计了军工上市企业内部治理和外部治理的分析框架，更从所有权合约安排这一维度深入探究剩余控制权和剩余索取权的内在作用机理及其对企业治理的交互影响，从而为政府相关部门的政策制定提供了有力的实证支撑。二是有助于消除对军工股权分置改革的疑虑。一直以来，有观点认为对军工行业实行股权分置改革，容易导致国家对军工企业的“分权”“失权”，从而无法有效控制企业的发展战略和经营管理。本书立足于当前军工产权改革正深度推进的实际，从理论和实证的角度分析认为，国家对军工的“有限控股”和军工行业的“两栖”战略，是军工股权分置改革和组织机制改革的基本内涵之一。

本书难免存在一定缺陷，在此恳请各位读者提出中肯的指导意见和建议，诚挚希望就本书尚未论及的相关研究内容，与各位专家共同探究。

作者
2019年4月

目 录

第一章 导 论	1
第一节 选题背景	1
第二节 研究意义	13
第三节 概念界定	16
第二章 控制权代理与企业投资文献综述	30
第一节 企业投资理论	30
第二节 控制权理论	38
第三章 军工所有权合约安排	58
第一节 军工所有权合约	58
第二节 军工所有权性态	61
第三节 军工所有权合约安排	67
第四章 军工上市企业投融资	74
第一节 军工企业投融资体制的演变	74
第二节 军工上市企业融资结构特征	77
第三节 军工上市企业治理结构特征	81
第四节 军工上市企业投资特征	83
第五章 控制权、退出权与军工上市企业资本结构	86
第一节 理论分析	86
第二节 实证分析	90
第六章 控制权、管理层薪酬与军工上市企业治理	101
第一节 管理层控制权代理的模拟分析	101
第二节 管理层控制权代理的经验分析	104
第三节 管理层控制权代理的实证分析	108

第七章 控制权、金字塔结构与军工上市企业投资行为	120
第一节 军工上市企业金字塔股权结构	120
第二节 金字塔结构、控制权代理与企业价值	123
第三节 融资约束、控制权代理与投资效率	130
第八章 军工上市企业控制权的市场化	142
第一节 军工产权改革与“两栖”战略	142
第二节 军工控制权规制与企业治理	146
第三节 军工控制权边界与投资人保护	149
第九章 研究结论与研究展望	152
参考文献	158
附录	175
附录1 中国十大军工集团上市企业一览表	175
附录2 中国军工股上市企业（非十大军工集团）一览表	181
附录3 国防军工板块和国防军工相关板块	186

第一章 导 论

第一节 选题背景

自1993年10月广船国际（现为“中船防务”，600685）作为第一家军工上市企业进入资本市场以来，经过多年的市场化改革，以价值驱动为核心的企业发展理念正逐渐形成，军工企业的投融资决策也正朝规范化和理性化迈进。但是，中国军工上市企业有着较强的行政黏性，特殊的制度安排使得上市企业在治理结构上存在某些体制性缺漏，其结果除了资源配置效率的损耗外，还包括一定的交易成本和代理成本。行政主导一个突出的情形就是，在军工上市企业中普遍存在着金字塔股权结构，位于金字塔顶端的终极控制人能够利用控制权对上市企业进行干预。这一特殊的股权结构形态，并非以军工企业为代表的中国国有企业所独有，而是普遍存在于世界范围内不同业态的企业中，与之相关的控制权代理、企业治理、利益分配等问题也正日益引起学术界和业界的广泛关注。

一、国际背景

在企业治理和企业投资领域，企业所有权结构和由此产生的代理成本一直备受研究者关注。按照经典的MM定理，在完美的资本市场条件下，企业的投资决策与资本结构不相关（Modigliani & Miller, 1958）。但是，正如Jensen和Meckling（1976）指出的，由于存在信息和激励上的缺陷，企业的管理层将直接影响到投资决策，从而导致企业内部管理层与外部投资者之间的代理冲突，而MM定理无法合理解释这一经验现象。后续研究逐步放宽其基本假设和适用范围，将信息不对称、代理成本、企业治理等相关理论引入企业投资领域。

（一）欧美国家上市企业股权结构与代理

与此同时，Jensen & Meckling（1976）基于分散所有权结构的分析越来越受到普遍质疑。近年来的经验研究发现，世界多数国家的上市企业，其股权结构并非分散的，而是高度或相对集中。在欧洲和东亚许多国家和地区，大量存在着控制性股东（家族控制的比重相当高），并通过金字塔结构、交叉持股或复式投票权的所有权结构强化对上市企业的控制权，使控制性股东的控制权与所有权发生分离（La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; Becht F. & Becht M., 2001; Faccio & Lang, 2002）。尤其在金字塔型公司中，位于顶端的终极控制人实际所享有的控制权（投票权，voting rights），一般会超过相应的所有权（现金流权，cash flow rights），其所行

使的对企业管理决策的权力将超出所承受的责任范围,从而产生所谓的对中小股东的代理成本 (La Porta et al., 1999)。Bebchuk 将这种利用少数股权控制多家公司或多数股东的所有权体系定义为“控制性少数股权结构”(controlling minority structure, CMS),体系中的控股股东被定义为“控制性少数股东”(controlling minority shareholders, CMSs. Bebchuk et al., 1999)。CMSs 采用金字塔股权结构实现控制权与所有权的分离,将产生另一类代理问题 (Wolfenzon, 1999; Bebchuk et al., 2000; Attig et al., 2003; Mock et al., 2004; Almeida & Wolfenzon, 2005); 少量现金流权使得 CMSs 有足够的动机掏空 (tunnelling) 企业资产和侵占中小股东的权益,以此获得控制性私人收益 (Johnson et al., 2003)。

La Porta et al. (1999) 开创性研究了终极所有者主导下上市企业股权结构与企业治理的内在关系。La Porta et al. 发现,在 27 个发达经济体的上市企业中,如以 20% 投票权为终极控制形态划分的标准,除去美国、英国、日本少数几个国家外,其他国家大多都存在终极控股股东 (其中有 17 个国家的上市企业为家族控股),且通常采取金字塔结构来实现对企业的控制。此外,La Porta et al. (1998) 还检验了 49 个国家法律对投资者的保护程度,旨在判断这种保护程度是否及多大概率与上市企业治理结构体系中融资和所有权结构的差异相关。他发现,一国资本市场的法律保护程度越低,上市企业越呈现出高度的股权集中性。因此,法律机制和市场信用体系对保护外部投资者非常关键 (La Porta et al., 2000)。在 La Porta et al. (1999) 看来,所有权越集中的国家,上市企业的控制权越集中于控制性股东,这一结论无疑对 Berle & Means (1932) 关于所有权分散的相关结论提出了挑战。

在 La Porta et al. (1999) 研究范式的基础上,Faccio 和 Lang (2002) 进一步考察了 13 个西欧国家总共 5232 家上市企业的股权结构,发现除了英国和爱尔兰外,其他国家的上市企业都存在着终极控股股东且以家族控股为主要形态,而复式投票权和金字塔控股则是这些家族企业所普遍采取的控制方式。进一步研究还发现,在股权集中的上市企业中,来自控股股东的管理层所占整个管理层的比重达到了均值的 68.45%,这表明管理层与控股股东在利益取向上是趋于一致的,企业的代理问题更多来自控股股东与外部中小股东之间的利益冲突。持有少数股份就能够实现对上市企业的控制,低现金流权与高控制权搭配造成了非对称性所有权结构,也就是 Bebchuk et al. (1999) 所界定的“控制性少数股权结构”。较低现金流权意味着控股股东只须承担部分代理成本,而较高控制权则能够确保其充分享有代理行为所带来的收益。而且,代理程度与现金流权和控制权的分离程度呈正相关:两权的分离程度越大,控股股东越有动力和条件进行控制权代理行为。因此,相当多的研究将两权的分离度作为测度控股股东实施控制权侵害行为的替代性指标 (Claessens et al., 2002; Lins, 2003)。

一般认为,股权分散的上市企业是指不存在持有超过 10% 及 20% 投票权的大股

东，最大股东成为控制性股东则指的是在给定的控制权基准上，直接或间接持有的控制权能达到这一标准（Gadhoun, Lang and Young, 2005）。表 1-1 列出了在 10%、20% 投票权基准下，美国以及西欧、东亚国家上市企业所有权与控制权状况。

表 1-1 美国、西欧以及东亚国家上市企业所有权与控制权（%）

	10% 投票权基准			20% 投票权基准		
	美国	西欧国家	东亚国家	美国	西欧国家	东亚国家
1. 拥有控制性股东的企业（股权集中）	59.74	86.28	79.73	28.11	63.07	56.40
2. 仅有一个控制性股东，其控制权超过 10%	62.92	55.17	62.26	93.12	53.99	67.80
3. 仅由一个控制权超过 10% 的股东所控制	37.59	47.60	49.63	26.18	34.05	38.24
4. 家族控制	36.60	55.87	45.05	19.82	44.29	37.86
5. 家族控制并参与管理	67.12	66.79	54.55	76.22	68.45	57.10
6. 家族控制并管理	24.57	37.32	24.57	15.11	30.32	21.62
7. 股权分散的金融机构	16.33	18.14	17.80	4.66	8.73	4.94
8. 股权分散的企业	3.91	1.32	10.61	2.41	1.97	9.02
9. 国有	0.17	4.12	6.26	0.00	4.14	4.58
10. 其他	2.72	6.08	0.00	1.22	3.43	0.00
11. 股权分散（股权分散）	40.26	13.72	20.28	71.89	36.93	43.60

数据来源：Gadhoun, Lang and Young（2005）对由 Worldscope Global 1996 披露的美国 3607 家企业的数据加工整理；东亚国家数据引自 Claessens et al.（2000），西欧国家数据引自 Faccio & Lang（2002）。

（二）东亚国家上市企业股权结构与代理

近年来，亚洲特别是东亚国家的资本市场发展蓬勃，以家族（集团化）企业为代表的上市企业更多地利用股票市场募集资金。企业族系的治理样态，使得家族企业掌控着上市企业的控制权。Claessans（2002）的研究显示，如以 20% 的投票权作为控制权的分界标准，则家族或个人控制的上市企业最高比例可高达 70%（印度尼西亚和马来西亚），最低为 45%（菲律宾）；东亚 8 个主要国家，60% 的上市企业为家族所控制，远远高于发达国家的 48.15%。不同于西欧国家，东亚国家上市企业偏好金字塔股权控制，38.7% 的家族企业选择金字塔股权结构（Claessans, 2000）。进而，金字塔控股和交叉持股使得这些家族企业由集中的所有权结构演化为 CMS。此外，由于东亚金融自由化的持续推进，企业的市场化程度日益提高，无论是政府还是金融

机构层面，都无法对上市企业进行有效地监督和制约，企业内部治理危机加重。同时，族系企业多元化经营的冲动，进一步加深了控股股东与非控股股东的代理冲突。特别地，东亚国家上市企业的现金流权和控制权分离严重，控制权呈现出高度集中化，企业在经营战略上信奉多元化，导致经营绩效下滑。这一结果又引发骨牌效应，控制性股东预期未来市场的可投资机会减少，势必加大对上市企业的即期资源掠夺（Lemmon & Lins，2003）。一方面是企业经营绩效的持续恶化，另一方面是市场投资信心的严重不足，最终结果是东亚市场资本大规模逃逸，进而引发横扫东亚的金融危机。

东亚国家和地区上市企业的治理结构与其特殊的股权结构密切相关，自亚洲金融危机以来得到越来越普遍的关注。表 1-2 显示了在以 10%、20% 终极投票权基准下，东亚国家和地区上市企业的所有权集中度。

表 1-2 东亚国家和地区上市企业所有权集中度（%）

国家	内部人持有股份比重	第一大股东持有股份比重	前五大股东持有股份比重
印度尼西亚	67.80	48.60	68.90
马来西亚	49.70	30.00	59.00
菲律宾	54.50	40.80 [*]	65.30 [*]
新加坡	55.10	NA	NA
泰国	44.80	28.90	57.50
日本	40.80	NA	NA
韩国	29.00	20.40	38.50

①数据来源：Charles, Himmelberg P., R. Glenn Hubbard and Inessa Love, 2000, Investor protection, ownership and investment, Columbia University, working paper.

Capulong, Ma. Virginita, David Edwards and Juzhong Zhuang, 2001, Corporate governance and finance in East Asia, Volume 2.0, Asian Development Bank.

②*：非金融类上市企业。

由表 1-2 可以看出，东亚几个主要国家和地区上市企业的控制权集中度较高（日本除外）。此外，从控股类型看，家族是东亚国家和地区上市企业的主要控股股东，具体情况见表 1-3 所示。

表 1-3 东亚国家和地区上市企业控股类型和程度 (%)

国家或地区	企业数量	分散持股比重		家族控股企业比重		国家控股企业比重		分散持股金融企业比重		分散持股企业比重	
中国香港	330	0.6 [*]	7.0 [#]	64.7	66.7	3.7	1.4	7.1	5.2	23.9	19.8
中国台湾	141	2.9	26.2	65.6	48.2	3.0	2.8	10.4	5.3	18.1	17.4
印度尼西亚	178	0.6	5.1	68.6	71.5	10.2	8.2	3.8	2.0	16.8	13.2
马来西亚	238	1.0	10.3	57.5	67.2	18.2	13.4	12.1	2.3	11.2	6.7
菲律宾	120	1.7	19.2	42.1	44.6	3.6	2.1	16.8	7.5	35.9	26.7
新加坡	221	1.4	5.4	52.0	55.4	23.6	23.5	10.8	4.1	12.2	11.5
泰国	167	2.2	6.6	56.5	61.6	7.5	8.0	12.8	8.6	21.1	15.3
日本	1240	42.0	79.8	13.1	9.7	1.1	0.8	38.5	6.5	5.3	3.2
韩国	345	14.3	43.2	67.9	48.4	5.1	1.6	3.5	0.7	9.2	6.1

①数据来源: Claessens, S. Djankov, S. and Lang, Larry H. P., 2000, The separation of ownership and control in East Asian Corporations, Journal of Financial Economics, vol. 58, 81-112.

②说明: * 以 10% 最终投票权为基准 (数据部分第 2、4、6、8、10 列), # 以 20% 最终投票权为基准 (数据部分第 3 列), 其他数据基准一致 (数据部分第 1、5、7、9、11 列)。

由表 1-3 可见, 按照所有权结构类型 (金字塔型、交叉持股型、单一控制性股东型、终极控制性股东出任管理层型) 进行统计, 在东亚 9 个国家和地区的 2980 家上市企业中, 平均 83.40% 的公众企业拥有控制性股东, 58.70% 的公众企业为家族所控制 (日本除外), 并且属于单一控制性股东型的比重达到了 67.80% (Claessens, Djankov and Lang, 2000)。

二、国内背景

（一）中国军工企业的市场化进程

自中华人民共和国成立后，中国军工发展就一直在艰难波折中前行。这种艰难性体现的是企业与政府、市场三者之间在资源配置、职能定位、权利归属、产权边界等方面的相对变化。

封闭期。在1978年之前的计划经济体制下，面对复杂的国内外形势，当时的主要做法就是一、二、三线的布局建设，整体上贯彻“山、洞、藏”的方针。加之国防工业采取“大规划”战略，高投资、高速度的激进式发展思维，导致国防工业背负上沉重的包袱。这一时期，军工行业普遍存在产业布局分散、项目重复建设、资源浪费严重、整体技术低下、政企职能模糊等问题，军工体系呈现出一种明显的封闭化、孤岛化的状态，无法有效地纳入国民经济体制之内。

破茧期。从1979年开始，中国军工行业掀开市场化的序幕。大体而言，经历了启动期、对接期和融合期三个阶段。20世纪80年代，军工行业处于改革的艰难摸索阶段。首先是通过一系列改革来理顺体制问题，打破部门、地区界限，实行权、责、利相统一，有效聚合工业与贸易、军品与民品、科研与生产，将军工企业打造成面向国际国内市场、走联合发展之路的经济实体。从宏观政策环境看，中央政府先后对国企实行扩权让利、股份制（1984）、承包经营责任制（1987）、建立现代企业制度（1993）、国企战略改组、国民经济战略调整等层面的改革，军品供求关系相应地由高度集中统管转为合同制订货方式。然而，军工产业长期积累下来的深层次体制机制问题，并未随着市场化启动而得以有效消化和解决，军品任务锐减、民品开发困难、市场竞争加剧、行业亏损严重，成为困扰军工企业持续发展的突出难题。

阵痛期。20世纪90年代，伴随着军工部门的编制调整和归口管理，集团化、专业化、国际化的组织架构初步形成，军工行业逐渐摸索出一条依靠集团化经营实现规模化增效的民品发展的新路。但在这10年间，由于总体上政企切割无法严格落实，加之市场无法有效消化军工行业过剩产能，体制不顺、职责不清、渠道不畅、处断不力、经营不善等诸多问题始终无法得以解决，整个军工行业的发展处于异常艰难的局面。截至1999年底，约三分之一军工企业处于停产或半停产状态，另有三分之一处于维持状态；产品结构失调，老产品生产过剩，高新武器生产严重不足；全行业连续10多年巨额亏损，亏损面高达49.8%，成为同时期全国最为困难的行业之一^①。

整合期。2000年至今，中国军工产业在“分工协作、发挥优势、各有侧重、有序竞争”的战略规划下，朝向“集中化、市场化、融合化、国际化”的目标迈开了坚实的步伐。通过改革、改组、改造，实现军工企业的经营管理切实转向现代企业制

^①白万纲. 军工企业：战略、管控与发展 [M]. 北京：中国社会科学出版社，2010.

度的轨道。一方面,随着《全国政策性关闭破产建议名单》(1998)、《兵器工业能力结构调整方案》(1999)和《军工企业改革脱困方案》(2002)相继推出,以核、航天、航空、船舶为主体的军事工业能力结构调整和改革脱困开始有序展开。至2005年,基本完成关、停、并、转任务;至2007年底,累计关闭破产军工企业达到221家,保军单位完成能力调整并且80%通过验收^①。另一方面,军工企业不断强化与资本市场的融合程度。通过民用航空制造、军民两用航天配套系统等行业的改制上市,借力资本市场进行产业整合^②,如航天电子(600879)、洪都航空(600316)等;以股改为契机,通过军工上市企业“点”的示范效应带动全行业“面”的联动,以此不断推进国防资产证券化,如中国船舶(600150)、西飞国际(000768)、新华光(600184)等。

转轨期。在经历了被迫推向市场、纳入国家计划和追求规模经济与高附加值三个历史阶段后,中国军工行业的市场化已经步入股份制深度改革的轨道。以股改为契机,中国军工在资本市场上逐步走向“平台化运作,专业化重组、市场化调控”。在股权分置完成尤其是十八届三中全会吹响“全面深化改革”的号角后,利益的一致性、军工市值预期的高涨以及利好政策的进一步松绑,使得军工集团有非常强烈的动力进行资本的注入,并由此带动整个行业的产业整合和投资运营。伴随着资本市场上批核心军品资产注入所引发的示范效应,国防科技工业体制改革和军工资产证券化的概念再度浮出水面,受到资本市场投资主体的极大关注。截至2017年,军工企业直接融资3401亿元,占总融资额的57.28%。在直接融资中,股权再融资成为企业的主要融资方式。如航空领域,以高达964亿元的直接融资高居榜首,股权融资所占比重大达到88.31%。目前,中国A股军工上市企业的总体规模已大体和申万行业分类的电子或传媒板块规模相当。同期,美国市场最大的军工ETF(ITA)所跟踪的Dow Jones U. S. Select Aerospace & Defense Index指数成分股有100只,是中证军工指数成分股数的1.5倍。另据相关统计,美国军工企业板块市值是中国的7~8倍。考虑到美国的国防工业规模远大于中国(从军费预算规模看,美国是中国的4~5倍),仅从数字上看,就可见中国军工上市企业已经具有一定规模。

①白万纲,《军工企业:战略、管控与发展》[M],北京:中国出版社,2010。

②近年来,国际范围内的竞争日趋激烈,产业内大企业和特大企业之间的重组日趋频繁,导致产业结构变动剧烈。提高国际竞争力是产业整合的根本原因。这方面代表性的例子包括波音兼并麦道、花旗公司和旅行者集团合并等。产业整合主要通过企业之间的重组来完成,主要的方式有并购,分立、破产等。无论是哪一种方法,都需要金融支撑,即股票市场、债券市场、中长期信贷市场、投资银行和产权交易市场等的支撑(林伟艺,2006)。目前,学术界对产业整合的研究主要有Krugman(1996)、Martin(1996)、Kennedy(1997)、Ragunathan(1999)、Lafferty(2001)、Woodruff(2002),以及中国学者的研究如王小强(1997)、胡正荣(1999)、吕拉昌和许学强(1999)、吕福新(2000)、王贻志等(2000)、王秋丽和齐敏(2001)、李庭辉(2002)、张远鹏(2002)、郑胜华(2003)、朱瑞博(2004)等。

（二）中国军工上市企业股权结构

中国上市企业股权结构具有三个非常显著的特征：一是股权分置，也就是非流通股与流通股并存；二是非流通股占总股本的比重达到 60% 以上，其中国家股与法人股在非流通股中又占据多数；三是上市企业第一大股东平均直接控股比重超过 40%，成为控制性股东，所有权集中的特点尤为突出（马忠，2007）。虽然中国军工产业实现了高速发展，但一直存在着结构性问题，其中一点就是国有资本占比过大。国有股在军工集团尤其是军工上市企业的地位不可撼摇，“一股独大”的产权结构极易削弱行业的整体竞争性，对军工企业的投融资活动和管理创新也都将产生一定程度的制约。尤其是考虑到军工行业特殊的行政隶属关系，在多层产权控制体制下，作为军工上市企业的终极控股股东（国务院国有资产监督管理委员会及十大军工集团），存在一定的动机和条件通过行使控制权来影响企业融资决策和投资行为。

中国资本市场上，金字塔股权结构具有相当的普遍性。刘芍佳（2003）在 La Porta et al.（1999）提出的“终极产权论”的基础上，从“控制权”维度重新划分了中国上市企业股权结构，认为构成中国式金字塔控股体系的市场主体包括国有独资公司、政府控股的上市企业、政府控股的非上市企业和国有专业机构等四种类型。中国军工上市企业的一个突出特征，就是其出资人是军工集团公司。军工集团公司通过金字塔结构（pyramidal structure）^① 实现对集团内部上市企业的控制，这里主要有两种情况：一是军工集团公司以一部分军工企业为基础改组设立股份公司，或以其控制的国有资产投资设立，或通过并购建立股份公司；二是军工企业实行股份制改造时，将其核心或主体部分剥离出来，改组为股份公司，而将剩余部分改组为集团公司，再由政府授权该集团公司代表国家持有股份公司的国有股。

从资本市场表现来看，在形成一定规模效应的同时，中国军工上市企业投资主体多元化程度不高、股权分散度低等问题依然存在。从投资主体结构看，国有军工集团旗下的上市企业共占总市值的 77.84%，民营企业只占 9.73%。在军工属性更强的中航军工指数中，40 只成分股有 2 只属于民营企业，仅占 5%（2014 年数据，下同）。对于国有十大军工集团而言，旗下军品资产注入可利用的壳资源数量也分布不均。中国航空工业集团公司最多，有 20 多家（另外少部分属于港股和境外股），中国核工业建设集团公司旗下目前则没有上市企业。从股权分散度看，中航军工指数成分股中大股东持股比例在 40% 以上的超过一半，持股比例最少的也达到了 18.17%。与同期美国资本市场上市企业比较，中航飞机（000768）大股东持股比例为 47.36%，是波音的 4.15 倍；成飞集成（002190）为 51.33%，是洛克希德-马丁的 2.85 倍。国外

^①所谓“金字塔”股权结构，是指 A 公司拥有 B 公司的多数股份，而 B 公司又拥有 C 公司的多数股份……。依此类推，从而形成“股权链”。与“金字塔”股权结构相对的是“平行”股权结构，其内涵是 A 公司同时拥有 B 公司、C 公司……的股份，而 B 公司、C 公司……之间不再拥有其他公司股份。

大型军工集团的资产证券化率可达到 70%~80% 的水平,而中国国防科技工业局的最新统计数据则显示,中国军工资产证券化率平均水平仅为 37% (袁舒,2015)。军工股投资主体多元化程度偏低、股权集中度明显的现象,在核心军工上市企业中表现得尤为突出,这与中国以资本控制保持对军工企业的管控有密切关系。

从实证角度看,根据色诺芬数据库系统 (CCER) 相关信息以及整理各军工上市企业公布的年报,我们考察 2004—2009 年军工上市企业金字塔股权结构 (表 1-4)。我们考察同期国有上市企业和民营上市企业股权结构情况 (上市企业数量按年末值计)。

表 1-4 中国军工上市企业金字塔股权结构 (2004—2009 年)

年度	上市企业数量			金字塔股权结构上市企业数量 (占同类型上市企业比例,%)		
	①	②	③	①	②	③
2004	1002	48	336	857 (85.53)	48 (100)	306 (91.07)
2005	890	48	396	763 (82.70)	48 (100)	354 (89.39)
2006	801	48	434	654 (81.65)	48 (100)	412 (94.93)
2007	966	51	460	743 (76.92)	51 (100)	423 (91.96)
2008	993	54	497	767 (77.24)	54 (100)	451 (90.74)
2009	1027	54	503	856 (83.35)	54 (100)	469 (93.24)

注:①代表国有上市企业;②代表军工上市企业;③代表民营上市企业。

数据来源:根据色诺芬数据库系统 (CCER) 及各公司年报计算所得。

通过金字塔股权结构来实现控制权与现金流量权的分离,是终极控股股东行使控制权的最常使用的一种方式。早在改革开放初期,中国政府就倡导发展国有控股公司,目前国有控股公司通过间接持股控制上市企业已成为大多数国有上市企业的普遍现象。中国国防军工资本化运作的基本模式,即是终极控制人 (国务院国有资产监督管理委员会) 通过组建控股公司 (十大军工集团) 的方式来实施对其下属军工上市企业的间接管控。通过这种金字塔式的逐层持股,位于塔顶的终极控制人只通过少量的现金流量权即可获致对军工上市企业的绝对控制权。在这里,金字塔股权结构发挥了杠杆效应或乘数效应,这也是一般平行股权结构所不具备的功能。

表 1-5 显示,国有企业的所有权终极人身份主要是国有资产监督管理委员会,这一比例高达 71.47%,而军工上市企业的这一比例则为 100%。因此,国家行使对军工上市企业的控制与表决权,是一种间接控制,两者之间存在第一级代理人——军工集团公司。从金字塔层级来看,终极控股股东对军工上市企业的控制链,最长为 5

表 1-5 中国军工上市企业金字塔股权控制链层级 (2007 年)

终极控股股东 所有权性质	上市企业数量 (金字塔公司比例,%)		终极控股股东 平均控股层级		终极控股股东 最低控股层级		终极控股股东 最高控股层级	
	①	②	①	②	①	②	①	②
国有资产监督管理委员会	531 (71.47)	51 (100)	1.66	4.36	1	2	5	5
国有资产经营公司	19 (2.56)	—	1.13	—	1	—	2	—
国有独资公司	80 (10.77)	—	1.36	—	1	—	3	—
政府机构	100 (13.46)	—	1.26	—	1	—	2	—
高等院校	13 (1.75)	—	1.89	—	1	—	4	—

注：①代表国有上市企业；②代表军工上市企业。

数据来源：根据色诺芬数据库系统（CCER）及各公司年报计算所得。表中国有上市企业的四项指标的数值，是将“中央政府”和“地方政府”两级合并计算所得。

级，最短为 2 级，这一比例要略高于一般国有企业。此外，平均层级军工上市企业为 3.36 级，要显著高于一般国有企业。这说明，军工上市企业股权结构的金字塔化程度相对较高。一方面，反映在整体数量上的绝对金字塔化，即所有军工上市企业的股权结构都呈现为金字塔化；另一方面，还表现在控制权代理链的相对金字塔化，不同军工上市企业的金字塔股权层级有别，这取决于其本身的行业属性、市场规模、投资战略等变量的影响程度。

(三) 中国军工上市企业投资行为

企业投资，一直以来都是资本市场关注和研究的热点。军工行业处于国防经济与国民经济的交叉地带，对两大经济部门都能够形成很强的联动作用和溢出效应。军工企业投资所产生的未来现金流，构成了微观市场主体的成长性驱动要素，并在一定程度上影响着宏观经济的增长速度及其波动。对于企业而言，投资规模、投资结构、投资区位和投资方式的决策，是链接企业融资和资源配置的重要中介。作为企业财务决策三驾马车（融资、投资、股利分配）之一的投资活动，不仅影响到企业的融资规模、结构和股利政策的执行，还直接关系到企业经营风险、财务风险和市场风险，乃至决定着未来利润和价值的整体水平。从军工上市企业自身的市场行为来看，采取什么方式融资、融多少资、如何进行投资、投资效果怎样，不仅涉及融资结构选择、融资规模确定、投资战略实施等问题，更与企业资本结构、公司治理、经营绩效、市场价值等层面密切相关。

目前，军工上市企业投资和治理中较为常见的利益输送（tunneling）方式有以下