

日本企业融资结构与 治理结构效率

包小忠 著

中国社会科学出版社

日本企业融资结构与 治理结构效率

包小忠 著

中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

日本企业融资结构与治理结构效率/包小忠著. —北京: 中国社会科学出版社, 2006. 2

ISBN 7-5004-5452-X

I. 日… II. 包… III. 企业—融资—研究—日本
IV. F279.313.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 016135 号

责任编辑 郭 媛

责任校对 李小冰

封面设计 毛国宣

版式设计 戴 宽

出版发行 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 邮 编 100720

电 话 010—84029453(邮购)

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 盛华印刷厂

装 订 广增装订厂

版 次 2006 年 2 月第 1 版

印 次 2006 年 2 月第 1 次印刷

开 本 880 × 1230 1/32

印 张 8

插 页 2

字 数 230 千字

定 价 22.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

鸣 谢

在本书公开出版发行之际,我要感谢:

感谢澳大利亚堪培拉的孙宏友,以及日本东京和广岛的易华、田海波、吕明星、孙彤等身居海外的我的中国好朋友,是他们种种形式的提携让我受益无穷。

感谢日本的片冈幸雄教授、石田恒夫教授,是他们提供了我赴日学习的难得机会;感谢森田茂社长、玉手宏一社长、奥田净文课长,是他们使我能够亲身领略日本企业的实际运作;感谢渡边雅子小姐、长谷川纯子小姐、山本佑司先生、后藤博先生及其夫人,是他们在生活上给予了我热情的照顾。

在此,我要致以特别的感谢。

Abstract

This dissertation studies the following questions: what is the relationship between financing structure and governance structure of Japanese corporations, whether such governance structure is efficient, and how will the change of financing structure lead to the change of governance structure?

The so-called corporate governance is firstly designed and established by investors to protect their own principles and profits. Because company system not only fits for the high socialization and professionalism needed for the development of productivity, but also it causes agent problem that managers encroach investors' interests. Therefore corporate governance is in fact solving the agent problem under the separation of ownership and administrative authority. However the corporate governance structure, from the beginning, is a summation of a series of means, methods (systematic structures) which investors take to protect themselves from being encroached by managers.

So the distribution of company's managerial rights is decided by the distribution of investors. In another word, financing structure decides governance structure. For many years, the financing structure of Japanese corporations has had an unique characteristic which

is quite different from that of Europe and America, that is Japanese enterprises' liabilities has been keeping at a high level, and among their liabilities, loans from bank takes a relatively high proportion. All these is a result of the Japanese main bank system. On the other hand, mutual shareholding is another characteristic of Japanese financing structure. In view of these, this dissertation analyzes the efficiency of governance structure in Japan from three aspects of the selection, supervision and inspiration of managers.

First, the past study on Japanese corporate governance has been taking the selection of managers as a given condition. This is a very serious defect. So we must take the selection of managers into our analytical framework. In Japan, the fact of mutual share-holding has entitled managers of enterprises of virtual investors and factual major share-holders, which almost override the authority of board of directors and even the authority of shareholders meeting. Because under mutual share-holding system, managers as representative directors have controlled other stocks which owned by enterprises, while other enterprises also control their stocks. Both of two parties can control their own stocks which are owned by the other party. In another word, one party can control his own stocks through controlling the other party's stocks. The result is each party does things in his own way. According to this dissertation, the main body of corporate governance should be the share-holders and creditors who are the owners of corporations and they ought to get the mandate rights so as to have the corporate governance rights into their own hands, and managers of corporations are entrusted and act as an agent. Under standardized modern company system, the entrust-agent relation-

ship between owners and managers is a principle contract among all company contracts. However in Japan, the selection rights of managers are totally controlled by incumbent managers. So the selection in fact is that agents select agents, which is out of the control of owners. Since owners have no rights to select its agents, then so-called corporate governance takes no effect. Therefore the governance structure of Japanese company is not an efficient mechanism to distinguish and select the most excellent managers.

Secondly, the supervision on managers of Japanese corporations is not quite efficient. For a long time, the supervision mechanism of Japanese main bank has been concerned by academic circles. In general opinion, Japanese main bank supervision system is quite efficient. In fact, such kind of mechanism has also been restricted by many factors. Despite of its advantages, it has many disadvantages as well. Main bank first acts as a main creditor to take part in management. When a company can operate smoothly, main bank doesn't take any effect, which also causes many serious hidden dangers. It can be proved by the facts that many Japanese companies have met troubles in recently years. From the viewpoint of agent theory, main bank is an enterprise and its internal organization structure is not different from non-bank enterprises, so agent problems of non-bank enterprises also exist in banks. It is a double-agent that letting a supervisor (bank) with serious agent problems to supervise managers whose enterprise loans from bank. Its disadvantage is quite obvious.

Thirdly, Japanese corporate governance structure is inefficient from the angle of the managerial inspiration. Because if the inspira-

tion problems are not well resolved, managers will not get enough inspirations to work hard for investors, even though they have enough inspirations to make their own ideals into reality, such as improving their own reputations, social status through enlarging company's scale, increasing their on-job consumption through a large number of socializing fees. So this dissertation mainly analyzes from two aspects: the restrictive inspiration of company's liabilities and the restrictive inspiration of M&A (merger and acquisition). Company's liabilities is a rigid restriction, because once bankruptcy, company's managers will lose all incumbent interests. So such inspiration is principle, and it is related to the existence of managers, and managers must work hard. But in Japan, managers can predict the help from main bank. Such never-to-fall situation protected by main bank has made their metalenduring ability is superior to those of European and American managers. So they dare to bear more liabilities with very weak risk conscientiousness. From the angle of liabilities inspiration, it's actually a lack of inspiration. And M&A cannot provide enough restrictive inspiration as well. It is also the most important reason that mutual shareholding comes out and develops protecting any potential attacks from M&A.

In brief, the efficiency of Japanese corporate governance structure is really low because its special financing structure has serious drawbacks. It has bad effects on the efficiency of corporate governance structure. Therefore, the mutual shareholding system should be abolished and the system of financing through main bank should be improved. In fact, both of them have been in constant changes.

Finally, we can conclude that Japanese corporate governance

structure tends to be like those of Britain and America.

Key words: financing structure, governance structure, efficiency, main bank, mutual shareholding, selection, supervision, inspiration

目 录

导言	(1)
第一章 企业的融资结构与治理结构	(20)
第一节 现代公司制企业和代理问题	(20)
一 现代公司制企业的发展	(20)
二 “两权分离”	(23)
三 代理问题	(25)
第二节 公司治理	(35)
一 公司治理和公司治理结构的涵义	(36)
二 股东的治理和债权人的治理	(42)
三 公司治理需要具体解决的三方面问题	(48)
四 最优的公司治理结构	(50)
第三节 企业融资结构决定治理结构	(54)
一 企业融资结构的涵义	(54)
二 企业融资结构决定治理结构的机理	(56)
三 企业最优融资结构与最优治理结构	(60)
第四节 新资本结构理论与公司治理结构	(61)
一 资本结构与企业价值信息传递	(63)
二 资本结构与经理人激励	(68)
三 资本结构与控制权分配	(72)

四 相关评论	(82)
第二章 日本企业融资结构的特点	(83)
第一节 高比例银行贷款和主银行融资	(83)
一 企业高比例的银行贷款	(83)
二 主银行贷款和持股	(93)
第二节 企业法人相互持股	(96)
一 法人持股的比重大	(97)
二 相互持有的比重大	(102)
第三章 日本企业融资结构与经营者选拔	(111)
第一节 代理理论的一点不足	(111)
第二节 资本雇佣劳动的有效性	(116)
第三节 不同于英美的日式经营者选拔	(120)
一 英美企业中的经营者选拔	(120)
二 日本企业独特的内部“缓慢选拔经营者”	(123)
三 “经营者选拔经营者”	(128)
第四节 相互持股和“经营者主权”	(134)
一 个人股东放弃投票权	(134)
二 “大股东治理有效论”及其约束条件	(135)
三 “稳定股东”和经营者成为“虚拟大股东”	(141)
第五节 主银行相机更换经营者	(151)
第四章 日本企业融资结构与经营者监控	(155)
第一节 “道德风险”问题与日本企业经营者监控 ..	(155)
第二节 日本的主银行监控	(159)
一 融资基础上的主银行与企业关系	(161)

二 主银行事前、事中和事后三位一体监控	(162)
第三节 主银行监控的优势	(165)
一 银行监控具有优势的有关理论及评价	(165)
二 美日债权人监控有效性比较	(171)
三 主银行的监控“激励”	(172)
四 监控成本的节约	(176)
第四节 主银行监控的劣势	(178)
一 借贷关系是主银行监控的着力点	(178)
二 二重代理问题使监控有效性下降	(180)
 第五章 日本企业融资结构与经营者激励	(186)
第一节 经营者激励的一般研究	(186)
一 代理理论的核心内容	(186)
二 最优激励机制的设计	(188)
三 经营者激励的现实构成	(194)
四 报酬激励的强度	(197)
第二节 日本企业经营者激励若干研究评述	(200)
第三节 日本企业的破产激励	(204)
一 债务作为一种约束性激励	(204)
二 日本企业的破产激励与主银行	(208)
第四节 相互持股和 M&A 激励	(216)
 结束语	(220)
主要参考文献	(232)

导 言

—

曾几何时，随着日本经济在整个世界范围内取得的成功，处处兴起研究日本经济的热潮。“日本式经营”成了成功的代名词。连很多传统文化、商业惯例、法律法规等与日本有很大不同的经济社会都争相向日本学习，引进“日本式经营”，期待自己也获得同样的成功。可是，一朝“泡沫经济”破灭，轰轰烈烈的日本经济瞬间陷入低潮。时至今日，日本经济的萧条已持续数十年，^① 看不到什么根本复苏的迹象。

关于“泡沫经济”的形成和崩溃，在日本国内有两派相互对立的观点。一派以都留重人、铃木淑夫、三木谷良一等人代表，他们认为，所谓的泡沫经济就是金融与实体经济相分离的状态，金融本身的风险及不确定性是产生泡沫经济的直接原因。并认为，“金融资本是一头怪物”，是难以驾驭、难以驯服的“怪物”。与此相对，以奥村宏、桥本寿郎等人为代表的另一派则认为，日本的企业争相投身房地产市场、证券市

^① 根据IMF的统计数据，日本GDP的增长率，1990年为5.1%；1991年为3.8%；1992年为1.0%；1993年为0.3%；1994年为0.6%；1995年为1.4%；1996年为3.5%；1997年为1.6%；1998年为-1.0%；1999年为0.7%；2000年为2.2%；2001年为-0.5%。

场,进行大肆炒作,所以是大型股份公司的非实体经济运营导致了泡沫经济的产生。以提出“法人资本主义论”著称的奥村宏甚至把大企业在泡沫经济中所扮演的角色,称为法人资本主义解体的重要标志之一。^①

其实,在我们看来,如果不脱离社会经济的系统性质,那么,这两种说法指的是同一问题的两个方面。

在日本国内围绕过去泡沫经济的形成及崩溃的讨论中,经常提及的一个问题是,为什么当时企业明显的过度投资行为没有受到阻拦?银行界是否在对企业的贷款风险审查方面存在问题?特别是银行在贷款风险审查方面存在的问题,一直对日本银行界构成相当大的压力。而近年来,日本政府也开始逐渐地对日本公司治理方面存在的问题有所认识,并已从企业发生经营丑闻时追究经营者的经营伦理,上升到了对整个公司治理结构的重新阐释。^②日本经济企划厅发表的1997年度《年度经

① 可参阅刘毅《日本股份制变革研究》,辽宁大学出版社2002年版,第115页。

② 20世纪90年代公司治理问题在日本受到广泛的关注,其背景主要有以下几点:

第一,是因1993年商法修改而得以实现的股东代表诉讼手续费的下调(一律以8200日元的手续费获得诉讼权)。股东代表诉讼作为追究董事在经营方面的个人责任的一种手段,在美国已经是成了形的制度,日本的这次手续费下调会使股东的诉讼更为容易,在监控企业经营方面起到一定的作用。(早在1989年的日美结构协定中美国已经要求日本也让股东代表的诉讼进一步简便易行,1993年商法的修改可以追根至此。)第二,美国的机构投资者对公司治理问题的意识增强,对于作为投资对象的日本企业也提出愈来愈多的具体要求,譬如股利的增减、董事的人数、外部独立董事的引入等等。第三,在日本进行了大规模设备投资的80年代,资本的浪费显著,股东资本收益率(ROE)下降。所以,从公司治理的角度出发,痛感修正日本企业投资标准的必要性。第四,进入90年代以后日本企业接连爆出丑闻,在企业的控制结构方面对于无拘无束的经营者,监控机制没有有效地发挥作用。这种现实受到了人们的指责。

以上,尤其是第三点和第四点,在日本型公司治理理论方面,与主要的理论展开联结在一起。

济报告》指出：金融市场的重要职能，不单单在于进行资金的收付，它还具有监控企业活动是否有效率以及将缺乏效率的企业排除出市场的作用，^①这是公司治理结构的一个重要侧面。1998年7月发表的1998年度《经济白皮书》再次指出这一问题，并主张进行以股东利益为重的企业改革。白皮书指出：90年代的日本经济萧条被称作是公司治理失败带来的萧条。由于外部的监控机制未能发挥作用，企业把泡沫经济时期筹集的低成本资金大量投入收益率低的投资项目，它所导致的后遗症长期拖着日本经济的后腿，直接关系着目前的持续萧条。为此必须加强企业的信息披露，在经营方面重视股东利益，等等。提出上述看法的背景，就在于日本企业的融资结构不同于其他发达国家企业的融资结构。日本主要银行与企业之间的主银行融资关系，以及各类相互持股关系的存在是其最为突出的特点，它决定了董事会的虚拟性质和银行在企业经营行为监控方面扮演着十分重要的角色，即对于现行日本公司治理结构具有决定性的影响。第二次世界大战后，日本银行一直扮演着这种重要的角色，它与企业之间达成长期稳定的交易关系，通过积累的大量信息对企业的融资需求以及经营活动进行特别审查，而且，在企业经营的调整和重建过程中也一直发挥着重要的作用。可是，由于泡沫经济时期银行未能防止对土地和股市的过度投资，令人对银行的风险管理能力产生怀疑。

日本公司治理结构方面存在问题是肯定的了。那么，存在的问题仅仅是银行外部监控机制未能发挥作用等少数问题吗？

具体地，本书研究的问题是：日本企业的融资结构与治理

① 本书中所讲的治理结构的效率是指，这种治理结构所降低的投资者与经营者之间由于委托—代理关系成立而产生的代理成本的程度。

结构之间有着怎样的关系；这种治理结构是否有效率，^① 作为根源，日本企业融资结构的特点是怎样的，它在发生（或即将发生）着怎样的变化，并将使治理结构怎样变化。

从以往的相关研究来看，花枝、小山、松井、上田（1989）对日本企业融资结构作的研究可以说是先驱性的，但是，他们的研究仅仅是考察了日本企业资本结构的决定因素，没有谈到广义的融资结构与企业运作效率之间的关系。就日本企业的融资状况与企业运作效率之间关系所作的实证研究，有 Lichtenberg & Pushner（1994）、Xu（1995）、米泽和宫崎（1996）等人的研究。其中 Lichtenberg & Pushner、米泽和宫崎的论文是着眼于企业股票的持有结构对经营状况的影响。Lichtenberg & Pushner 使用了 TFP（Total Factor Productivity）作为指标，同时也使用了资本利润率这一指标。他们把 TFP 作为生产函数的残差项来加以计量，对金融机构持股比率和其他法人持股比率、个人持股比率以及股权集中度、管理人员持股比率等与 TFP 作了单相关分析。得出结论认为，越是金融机构持股比率高的企业，其经营的效率就越高，机构监控有效地替代了市场监控。另外，米泽和宫崎也作了类似的研究，其特点在于，他们在研究中同时估计了生产函数和股东构成对

① “日本企业体制建立在不同的双重理念之上：企业的效率标准不仅仅看它给予资本所有者的回报，更重要的还须看它给予消费者、地方和国家的回报，甚至还要看他给予雇员的回报，包括中层经理和工人，……促使经理层发挥功效的外部控制更多地来自于产品市场的反馈，而不是金融市场。也就是说，真正控制日本企业的力量不是资本的所有者本身，而是同时来自于企业组织内部的经理、员工和企业外部的诸多利益相关者，这些因素几乎和效率同等重要。”（〔英〕罗纳德·多尔著，郑秉文审校《股票资本主义：福利资本主义》，社会科学文献出版社 2002 年版，第 7 页。）但是在本书中，作为标准，首先是尊重股份公司制度的基本原理的，认为只要是现代的资本主义经济，它就是现实的共同的原则。可以说“市场取向”和“股份公司制度”就是全球标准（globalization standard）。这里所谓的“市场取向”就是尊重市场运行原理。

TFP 的作用效果,以减少后者作用效果的估计误差,因而在统计上更为有效。进一步地,他们还使用了劳动分配率这一指标。最终得出结论认为,股票的集中度和金融机构、外国法人、管理人员的持股比率等,对企业经营的效率具有正的影响。但是,Lightenberg & Pushner 以及米泽和宫崎在上述的这些研究中没有考虑资本结构对经营效率的影响。对此, Xu 把资本结构这一变量同股票的持有结构这一变量一同纳入考察范围,考察了它们对企业经营效率的影响,得出了企业的负债率对经营效率具有正的影响,而股票的持有结构对经营效率不具有有显著的影响这一结论。主银行方面, Heshi、Kashy & Scharfstein (1991, 1990b, 1990c) 指出,主银行关系有助于减少借款企业面临的代理成本。Horiuchi 和冈崎 (1994) 的统计结果认为, 1977—1988 年间,主银行关系减少了电子部件行业主要企业的代理成本。Aoki 和 Patrick 以及 Sheard (1994)、Petersen & Rajan (1994) 以及 Berger & Udell (1995)、Morck 和中村 (1992) 则考察了银行干预财务困难企业、对这类企业经营绩效的影响。根据他们的实证分析,在 1981—1987 年间,主银行的干预显著地改善了企业绩效。不过,也有人认为这种主银行对企业经营的干预机制只有在企业陷入经营(财务)危机的时候才发挥作用,其机能是不是经常性地发挥着作用还是个疑问。而且在另一方面,主银行关系随着近年金融的自由化、国际化而发生着改变,与其说是提高企业经营的效率,不如说是在通过过度的融资使企业的经营向着非效率的方向发展。有人指出了这种可能性 (Sheard, 1994),即所谓 soft-budgeting 问题的存在。可见,主银行关系在企业运作效率方面的作用问题目前还有着种种不同的议论。

总而言之,这些研究还是很零散、很不全面的,而且没有明确地说明中间过程的过渡性反应机制。所以,关于日本企业