

日本式经营体制 的终结

提及日本式经营体制 许多人的印象是所谓“三种神器”，即终身雇佣制、资历制和公司内工会。而现在这些人中的多数大概还认为以这“三种神器”为基础的经营是优越的。

笔者在十几年前读过美国加州大学洛杉矶分校的威廉·沃奇教授的《Z理论》和帕斯卡尔和耶索斯合著的《日本的管理》 记得留下了以“三种神器”为核心的日本式经营体制才是日本经济强大的秘密的印象。

此后笔者又读了以日本和美国的比较经营理论的实证研究为主的专著及最近大前研一的《日本企业的生存战略》一书，加之观察和这种观念不相符合的现实世界，认识到至少现在不能认为“三种神器”代表日本式经营体制。更重要的是，“三种神器”无论是从历史或现在来看都不是日本固有的事物，而是一部分成功的大企业战后

高速增长时期的现象，既不是日本经营的本质，亦非企业的文化。

为什么我有这种看法的问题留给学问渊深的著作去解答。本书主要考察的问题是：“什么可以说是日本式经营体制？”“如果有可称之为日本式经营体制的东西，那么它们今后还会有效发挥作用吗？”如果不能有效地发挥作用，那么日本企业应作何种改变？”

日本式经营的秘密在于“预计资产值”

日本式经营体制的第一本质是什么？笔者认为“预计资产值”。

预计资产值可以定义为，从当时市场上的交易价格（时价）中扣除其资产在会计账簿上的价格（账面价）。通常现行的企业会计以过去成本主义为原则，所以账面价是根据获得该资产时的价格来记录的。另一方面，时价因通货膨胀等各种经济、政治因素而变动。因此，时价和账面价之间自然有差额。

不管其差额有多大，现行的企业会计基本对此不理睬。而且对于有价证券或盘点资产应该是：当时价显著下跌，无恢复希望时，应根据时价修改账面价。但是，在现行的会计资产评估中，即使时价长期持续上升，也不考

虑修改账面价。这种会计制度的基础是日本的依靠预计资产值经营方式，它扮演着使企业预计资产值形成、保存、膨胀的决定性角色。

“预计资产值”是股票和土地

日本的预计资产值通常意味着账面价和时价大相径庭的土地或股票等资产，所谓预计利润指这差额的未实现利润。欧美也有预计资产值的概念，但在其规模或企业经营上，不像日本那样具有重大的意义。其原因：一是对会计制度或决算内容公开的看法不同；二是土地或股票市场方面的国情差异。

例如，英国以“企业必须对股东或投资者完全公开”（true and fair view）为原则，根据这一原则许多企业有权根据资产价格的变动，定期再评估土地和建筑物的价格。届时如产生了再评估利润则建立再评估公积金，合并入资本。对有价值证券也作时价评估。在法国，当通货膨胀严重时，就制定适时资产再评估法，进行再评估。美国按证券交易委员会（SEC）基准，对有价值证券实行彻底的时价主义，而且禁止银行保有自己定价的股票。

另一方面，德国对固定资产采取的态度是过去成本主义。但在原西德，人口 100 万以上的城市，市区的一半

以上为市所有地。而且和日本不一样，德国没有对买卖住宅使用的土地征收土地出让税，地价和日本相比，难以置信的低。在股票方面，股份公司很少，而且，一般业务公司几乎不保有股票。此外，股票市场的时价总额（法兰克福证券交易所截至 1997 年 6 月末约为 93 兆日元 仅为日本东证一部上市时价总额的约 26%。因此，在欧美是可以知道预计资产值的规模的。

不仅有会计制度或企业实体的公开制方面的看法问题，土地税制也是使日本预计资产值膨胀的原因之一。

日本土地税制的最大特征是“保有轻税，过户重税”。日本现行的固定资产税是 1.4%，而且由于课税评估额大幅度低于时价，实际税率只是表面税率的几分之一到十分之一以下，土地保有的成本极低。另一方面，土地过户时，在东京都最低也要征收 42.5% 的法人税。

企业保有土地要比个人有利。根据遗产税，个人在继承遗产时要再评估土地的价值，而企业对于课税来说没有继承这一概念就有了“预计利润”。因为原则上企业购买资金的利息作为经费不进入所得税，而个人必须从纳税之后的收入中付息。

股票也有税制上的优惠。企业保有的股票红利算作营业外收入，和其他收入不同，不计入赢利，即红利不成为法人税的课税对象。而且，不计入赢利的金额是扣除

掉购买股票的借款的利息后的金额。其理由是：股东的分红是从支付法人税后的利润中分配的，所以若在企业分红阶段征税就会变成对企业的双重征税。但对个人股东却可以双重征税。

如上所述，日本为企业制造预计资产值的设施可谓完美无瑕，但充分地利用这一设施的是银行的“土地担保金融”和通过它创造信用的机制。在银行的所谓“有担保原则”的习惯做法下，以信用程度最高的土地作担保的土地担保金融和高度增长相配合而正规化了。

事实上 高度增长时期的资本市场尚不发达 偏重于间接金融，即银行的超额贷款或企业的透支已为常态。这种状况无论对银行还是企业当然都不能说是健康经营，但因为作担保的土地价值持续上升，这也是符合逻辑的。

土地的价值上升 企业就有了担保的余力 企业就可以从银行借贷进行设备投资。土地这一物质资产对一国的信用创造和信用秩序起到如此之大的作用是世界罕见的。

产生剩余货币和低利率的泡沫

但是正因为其罕见，如不随时代的变化而改变政策

就会发生某种破绽。从 50 年代中期正式化了的这一日本特有的体系也使日本在 80 年代后期发生了前所未有的泡沫，至今日本经济仍为这泡沫的后遗症而苦苦挣扎。

1985 年，日本超过美国成为世界第一债权国，其后对外净资产仍继续增长。日本经常收入的黑字 1992 年在世界上首次超过 1 000 亿美元。日本正处于巅峰。

但是，仅让日本一家长期保持这种经常收支的状况是不可能的。其必然结果是美国、欧盟各国的政府和议会感到了日本出超的威胁，大声疾呼要求日本减少黑字。特别是美国贸易收支赤字额的三分之二来自日本，日美贸易摩擦激化。1985 年 9 月 22 日在所谓“广场协议”下改变了美元汇率高的局面，日元汇率急剧上升。广场协议时 1 美元兑换 242 日元，1988 年 11 月为 121 日元。

1986 年 4 月，前日本银行总裁前川春雄提出《前川报告》，主张必须采取完善社会资本等扩大内需政策，必须要对应广场协议后日元升值带来的经济低迷。政府接受了前川报告的意见，积极研究扩大内需政策。1987 年 2 月贴现率降到战后最低点的 2.5%，M2 + 信用卡两位数上升，引发了剩余货币现象。

在货币剩余和超低利率的状况下，企业和从前相比来了个 180 度的大转弯，认为“还贷才是运用资金的最好

方法”，开始将剩余资金用于偿还银行债务。没有剩余资金的企业则进入了由于大幅度放宽限制而为资金筹措增加了机动性的海内外资本市场，以股权金融即股票的时价发行增资或附新权债券的公司债券、可转换公司债券等筹措低息资金，用以还债。

特别是发行以外币为基础的附新权债券的公司债券大受欢迎。因为发行这种表面利率低的债券，进行通货互惠信贷就可以无利率或负利率筹措到资金。这一债券的发行额从 1987 年开始骤增，1989 年接近 10 万亿日元。

由于企业有了剩余资金以及在资本市场上很容易以超低利息筹措资金，企业不光是还贷，还开始向土地或股票投资而银行由于大企业正在“脱离银行”意欲确保其收入基础；同时债券公司抓住货币剩余这一千载难逢的机会，两者都向企业或个人（一般是以地主为主的有资产者或高收入者）展开积极工作。

野村证券公司当时也向法人客户强力推荐通过特定的货币信托基金或基金托拉斯（利用这些机构就可以将到手的有价证券的账面价和已经保有的有价证券账面价分别作会计处理）的剩余资金的股票运用，同时推荐股权金融。此外，“方案营业”十分兴隆，制造了三重优点（日元升值、低利率、原油价廉），东京都沿岸土地资产价值上

涨等等方案，宣传赞赏做这些工作的企业品牌。当时这些品牌的股价都上涨得令人发笑。

企业和个人像看待不会贬值的资产一样积极勇敢地向股票和土地投资。银行给用这些股票或土地做担保的企业和个人融资；这些企业和个人又用借到的资金买土地或股票。从 1980 年代后半期开始，土地和股票边买边涨，真是进入了良性循环的轨道。

土地和股票的蜜月时代

这一时期中土地的上涨和股票的上涨密切相关，这一点极其特殊。

首先是提供一方的资产为担保，购买另一方资产。这是为购买资产的资金筹措担保。全国银行的贷款余额对不动产担保融资的比例，从 1984 年的 17% 到 1987 年以后的 20% 左右逐年递增。此外，有价证券担保融资的比例也从 1984 年的约 1.5% 逐年上升，达到 1988 年的 2.5%。两项融资从 1986 年到 1989 年对上年的增长率均在 20% 左右。

其次，地价反映在股票价值上。刚才说的东京湾沿岸的土地资产上涨的相关股票是其典型例子。当时，证券市场上常说“Q 比例”。这是土地、股票、机械设备等保

有资产价值的比例，即用时价去除企业股票时价总额。

当时 证券公司主张这个数字到 1 为止都可以买。经济学中叫“托宾 Q”，是说明企业的设备投资或国民经济水平中资本形成的概念。“托宾 Q”的严密定义是平衡表左侧的总资产的时价（市场价格）为分母，右侧的总资本的时价（负债的时价和股票的时价总额的合计，即企业价值）为分子的比率。

“托宾 Q”大于 1 时 企业价值比总资产的时价高 意味着股票市场的投资者判断该企业的业务活动创造出高于总资产时价以上的价值。这时，企业的经营者将有强烈的愿望积极向设备投资，扩大业务。“托宾 Q”小于 1，且股票市场是完全市场时，这些企业就会成为收购对象。按这种形式，地价反映在股价上的就是股价中的土地预计利润明显表露出来。

再次，企业以反映时价为基础的地价的股价为基准，发行时价股票或可转换公司债券、附新权债券，以极其便宜的筹措成本从资本市场上筹措资金，将其资金的一部分投资于土地或股票。

我们看一看地价或股价到底上升了多少？（图 1、图 2）两者从 1985 年开始都加速度上涨，地价于 1991 年达到顶峰，而股价由于其先见性的作用，提前 2 年，即于 1989 年升到最高点。其间两者连续攀升，出现了完全背

离常识的价格。

比如，仅东京都的地价就等于全美国的土地价格。1989 年末，日本的地价总额为 2 150 万亿日元，相当于美国地价总额的 4 倍。美国的可耕地是日本的 25 倍，并且，和几乎没有资源的日本不同，美国有包括石油在内的庞大资源。从常识上讲，日美的地价总额是不会这样逆转的。此外，日本的东证一部的上市企业的股票时价总额超过美国，在顶峰的 1989 年约为美国的 1.5 倍。当然理由之一是日元大幅度升值。

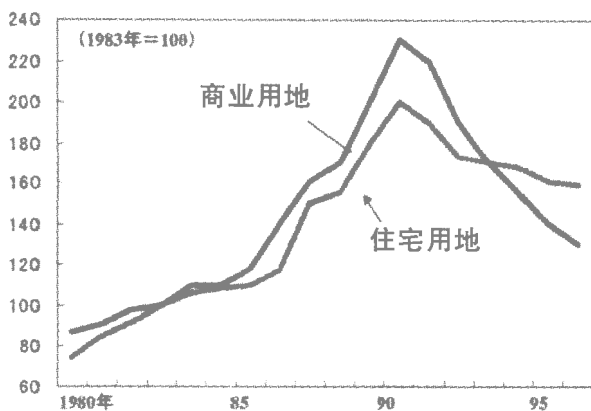
从 1985 年到顶峰期间，日经平均股价从 13 113 日元升到 1989 年的 38 915 日元，约上涨了三倍。东证一部上市企业的股票时价总额，1985 年末为 183 万亿日元，而 1989 年末达 591 万亿日元，约增长 3.2 倍。另一方面，土地的评估额，1985 年为 1 004 万亿日元，1990 年的顶峰则为 2 389 万亿日元，约增长 2.4 倍。1990 年的国内生产总值（GDP）约为 430 万亿日元，所以实际上是 GDP 的 5.5 倍。

自然从 1985 年开始，企业的预计利润迅速增长，左图即为除金融机构以外企业的股票和土地的多余资产的推移。（图 3、图 4）

上述内容是我对这个以世界上空前未见的规模形成“预计资产值”的原因极其过程所作的历史考察。

图 1

商业用地、住宅用地地价的变化



(注 商业用地、住宅用地 公开价格 0 国土厅)

图 2

日本股市的股价变动 (1982—1997 年)

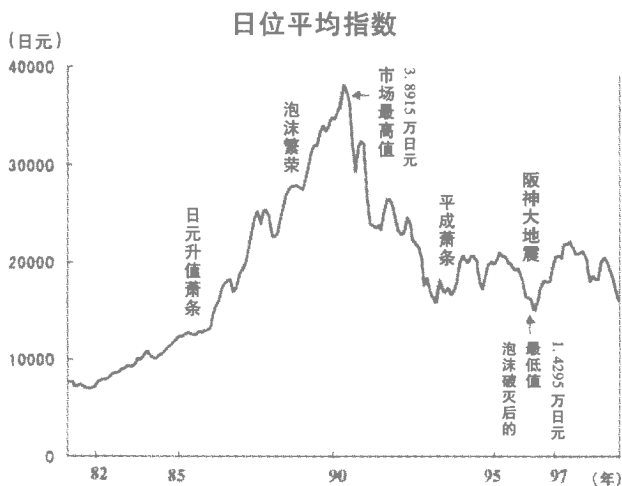


图 3

金融机构以外“法人企业”的预计资产值 (股份)

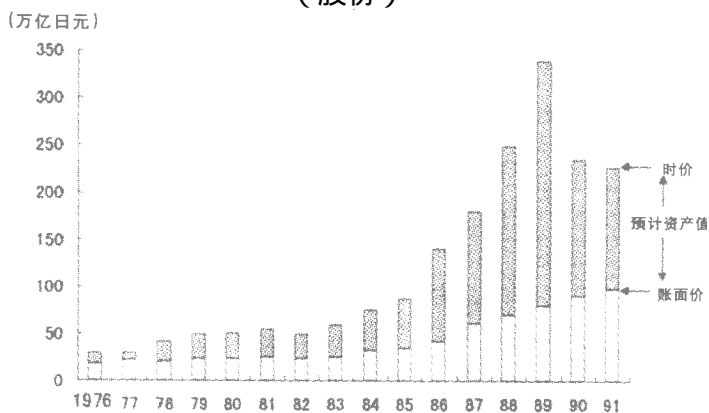
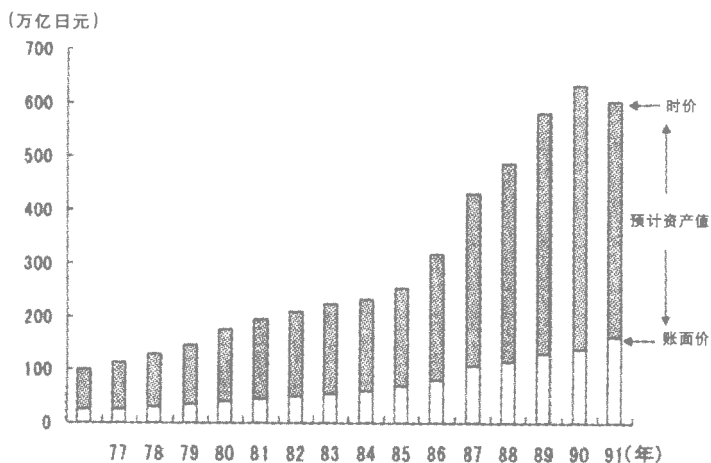


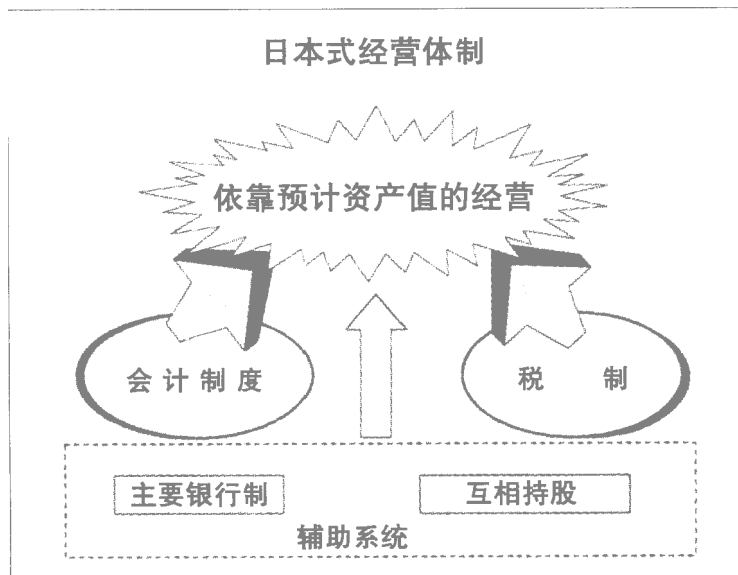
图 4

(土地)



资料来源:《经济白皮书》,1992年版

对企业的预计资产值增长起到巨大作用的是“主要银行制”和“互相持股”。如图 5 所示 这两者从日本战后早期开始，就成为支持依靠预计资产值经营的辅助体系。（图 5）



“预计资产值”带来的效用

下面探讨这个庞大的、积累起来的预计资产值在企业经营上的功能。一般认为预计资产值有以下益处。

一、有庞大的预计资产值，企业可以有长远的眼光，稳定经营。比如，日本企业短期投资效率虽然差，但却是

从长期增长的立场出发经营的，而这时预计资产值可作银行借贷的担保，或直接的财源（即抽出多余资产卖掉）支撑投资。此外，即使在效益恶化时，也可维持雇佣或使红利分配不受影响，以图经营的稳定。

二、预计资产值作为会计上利润的调节阀是有益的。即作为决算对策 频繁用所谓‘溢出’（卖掉低账面价的股票，以高时价买回）或母公司所有的土地分给子公司作溢出，或单纯地靠卖掉土地、股票而获得盈利的决算操作来应对景气变化或一时性效益恶化。具体而言，就是将 有价证券卖出的盈利算为营业外盈利，投资有价证券的卖出盈利算作特别盈利。为此，靠含有预计利润的有价证券的卖出，可以调整经常盈利或税前的当期盈利。

三、从资金筹措方面来考虑，人们指出了预计资产值在担保之外的有益性，即不为资本市场的状况（利率的水平或股市的动向、本公司股价的状况等）所左右，也没有向金融机构说明资金用途或谈判借还款条件等烦杂的环节；仅以流动性高的股票或土地为主，进行预计资产值的买卖，就能简单地应对资金需求。

“预计资产值”的幻影

下面我将对以上通常的看法——“预计资产值有益

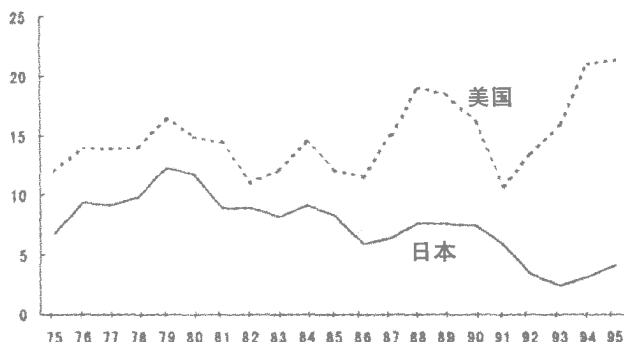
论”进行反驳。

第一、正因为有庞大的预计资产值的存在，才使股东得以“宽松经营”。如果是不能使企业价值持续积累的经营者，在美国，股东会视其为不合格的经营者而将其赶出企业。但在日本，由于有预计资产值，就可以维持决算操作或稳定分红，回避经营责任。结果无能的经营者的可以长期坐在总经理的位子上。此外，由于有庞大的预计资产值，“即使失败了也有办法”这样投资判断就容易失误，或者无视资本成本来进行投资。

这种宽松经营的结果，经常被人指出的是日本企业相对的低收益性。图 6 显示的是日美的股东资本收益率

图 6

ROE 的变动



(1)关于日本企业，是 NRI 在东证一部上市企业中连续调查的主要制造业，从 1970 年度到 1995 年度，数据可涉及范围为 236 家公司。

(2)关于美国企业根据“标准普尔氏分析手册”中工业股的数值。

(资料来源：野村综合研究所)

(ROE 的推移。

ROE 是股东资本除以税后利润，也叫资本净利润率。股东资本是企业发行股票从股东处直接筹措的资本和每年留存的税后利润之和，因此，ROE 表示股东向企业投资或再投资的资金每期有多少回报。

在美国 综合 ROE 在采用标准普尔氏工业股的企业上（主要上市企业约 400 家）高时超过 20% 低时也在 10% 左右；而日本 10% 左右为最高。1992 年为 3%，1993、1994 年度落到 2%，连风险低的国债的流通利润也连续三年下滑。进入 1990 年代以后，日本企业中这种 ROE 低下情况的最大原因被认为是投资整体收益率（资产收益率）低下所致，是投资标准宽松的结果。

但是 日本 ROE 之低 如上图所示 是从泡沫时期以前就有的，我认为依赖预计资产值经营是其原因之一。按账面价计算的 ROE 也相对过于低下，但以时价计算，日本的 ROE 或 ROA（总资产收益率）就更低了，日本企业的低收益率确实让人忧虑。

第二、预计资产值是否有益要看其内容。也就是说，该预计资产值是否是流动性高的资产，而且是否是可以卖掉的资产。

无论有多少预计资产值资产，和业务持续有关的资产都不能轻易卖掉。在和客户有相互持股情况时，或在

由于交易上的要求，政策上需要保有的情况下，资产都是很难卖掉的。因此在可以自由地使用预计资产值的意义上，土地只是指闲置资产；而股票则是指在政策性投资以外保有的股票。而如果卖掉它们，当然要征收大约一半的税。

第三、预计资产值的保有成本意外的高。反过来说，企业保有的股票或土地的收益性非常之低。对股票时价的股息收益率不满 1%；而土地即所谓闲置土地有很多几乎没有收益。此外，即使是业务上使用的土地也有很多是在高价地上进行收益低的业务。就是说，流动性高的闲置资产的保有是为了应付困境而支付保险金的资产。在牺牲实现预计利润——如在投资效益好的项目上投资就会产生利润——的意义上就会产生机会成本。而且股票的政策性保有也有可能产生超过交易上好处的机会成本。

第四、预计资产值赞赏论是以地价或股价的持续上涨为前提的。事实上，在泡沫经济破灭前，两者都令人惊异地上涨。据日本不动产研究所的资料，从 1936 年 9 月开始到 1991 年 9 月的顶峰的 55 年中一直持续上升，达 2.928 万倍。股价从第二次世界大战后到 1989 年达到顶峰为止，其长期趋势除了因景气变化略有波动外，大致是上升的。