

## 【参考与借鉴】

## 日、美企业融资结构与公司治理比较

管仁勤,李娟娟

(河南师范大学 经济与管理学院;河南 新乡 453002)

**摘要:**日本银行主导型金融体系与美国市场主导型金融体系的差异造成两国企业融资方式与资本结构的显著区别:日本企业关系型的间接融资、高负债、主银行制与法人之间的相互持股形成了日本主银行对企业的“相机治理”与内部人控制;美国企业的直接融资、低负债、股本为主且股权高度分散促使美国的公司治理主要通过外部市场实现。日本、美国企业融资体制、资本结构与公司治理方面的差异最终表现为 20 世纪 90 年代以来日、美两国经济走势的巨大反差。

**关键词:**金融体系;银行主导型;市场主导型;关系融资;主银行制;内部人控制

**文章编号:**1003-4625(2003)5-0060-04      **中图分类号:**F831.2      **文献标识码:**A

**Abstract:** There exist significant differences between the financing means and capital structures of Japanese and American enterprises, caused by the bank-led financial system in Japan and the market-led financial system in the U.S.. While the Japanese relationship-characterized indirect financing, high liability, and mutual stockholding between the main bank and the corporate bodies have effected the mechanism of main bank's "flexible governance" over the enterprises and the internal control, the direct financing, low liability, and high decentralization of stock ownership of the U.S. enterprises have required the U.S. corporate governance to be implemented through external market. These differences are represented by the sharp contrast of the economic development trends between the two countries ever since the 90s of the 20th century.

**Key words:** financial systems, bank-led, market-led, relationship-characterized financing, main bank system, internal control

20 世纪 90 年代以来,美国经济长期健康发展,“新经济”应运而生。同时期的日本泡沫经济破裂后,金融资产价值暴跌,实体经济增长乏力,造成所谓的“复合萧条”。对于在同一时期两国经济出现的如此巨大的反差,我们将通过对各自金融体系对微观经济主体——企业的融资、资本结构、公司治理的影响的比较分析,探讨这一反差背后的原因,以期对我国的经济的发展有所借鉴。

### (一)日、美企业融资与资本结构

在现代经济中,金融已不仅是实体经济运行状况的反映,而是整个经济不可或缺的组成部分,是实体经济良性运行的基础和保障,甚至已成为现代经济的核心。企业融资方式资本结构依存于一定的金融体制

和金融市场。日、美两国金融体制、企业融资与资本结构的差异主要表现在以下三个方面:

1.金融体制的差异。日本作为金融中介主导型金融体系最典型的代表,有其特点:第一,商业银行是主要甚至是惟一的金融中介机构,银行独立支撑金融体系,是公司资金来源的主要渠道;第二,金融市场不发达,在经济中扮演配角。日本股票市场的主要功能是通过法人相互持股,以稳定股东及维护公司经营利益为目的。股票市场虽然积聚的资本量很大,但周转率很低,资本化市场程度低,与发达的主银行制难以形成互动效应;第三,主银行制不仅导致主银行是企业集团最大的融资银行和融资企业的主要股东,而且因为企业融资主要通过银行完成,负债率高(一般在

[收稿日期]2003-03-28

[作者简介]管仁勤(1964-),女,河南新蔡人,博士后,主要从事资本市场与产业组织理论研究;李娟娟(1980-),女,硕士研究生。

【参考与借鉴】

70%以上), 由此决定了日本是典型的高负债发展模式, 它使金融体系处于高风险状态中, 给金融体制的运行埋下隐患。

美国市场主导型的金融体系是在传统的金融体系基础上经充分发育而形成的现代金融体系, 主要推动力与表现是高度完备的资本市场, 如股票市场、债券市场、外汇市场高度发达, 金融工具不断创新。企业融资尤其是长期融资主要通过资本市场, 企业负债率低(为40%左右)。由于所有者权益资本比例大, 且高度分散, 企业经营和投资的风险为众多权益投资者所分担、消化, 不会转嫁给金融系统, 不易造成金融动荡的风险。就资本市场与商业银行的关系而言, 美联储主席格林斯潘把二者看成是互为“后备”的金融中介方式, 认为当一国经济中占主导地位金融中介方式失灵时, 必须存在能替代它的“后备”的金融中介方式以完成该经济中的资金融通; 否则, 一旦占主导地位的金融体制安排陷入危机, 整个金融体系便陷入瘫痪状态, 进而整个经济陷入危机。日本20世纪80年代泡沫经济破裂后, 金融体制中充斥的不良债权严重阻碍了银行基础作用的发挥, 而发育滞后的金融市场又不能代替银行完成资金融通的任务, 资本得不到合理的配置, 成为干扰日本经济复苏的最为严重的问题。而1998年美国资本市场一度失灵, 由于“后备”金融机构特别是银行的存在, 代替资本市场支撑起金融体系才避免了更为严重的危机发生。

2. 日本企业的高负债与关系型融资。企业经营为了使企业价值最大化, 在新项目的融资上偏好于内源融资。当剩余现金不足以满足其扩张的需求时, 企业被迫进行外源融资。按照配克顺序(Pecking Order)理论, 企业首先偏好于债务融资尤其是银行贷款, 其次才是股权融资。日本企业以间接融资为主, 间接融资与直接融资的比例为3.8:1, 这直接造成企业高负债, 1991年至1995年企业负债率依次为73.3%, 72.7%, 72.0%, 71.5%, 71.6%。银行主导型的金融体系是日本企业偏好债务融资的决定因素。(1)日本经济中, 国民的储蓄倾向较高, 大量资金流向银行, 致使银行以绝对优势成为金融体系中举足轻重的力量。(2)日本资本市场与成熟的美国资本市场相比资本流量小, 规模小, 这与日本的政策导向一直对股票市场的压制有关, 尤其是与资金向银行的集中与股票市场自身的弊病有关。(3)日本的债券市场特别是企业债券的发

行被置于政府的严格管制之下。长期以来, 日本的债券市场只对少数国有企业和电子行业开放, 且债券发行委员会通过一套详细的会计准则对企业债券的发行设置了严格的限制条件。所有这些造成日本企业较少地依赖资本市场而过分地依赖银行进行间接融资, 从而在世界范围内日本企业的负债率都处于较高的水平。

3. 美国企业直接融资与资本结构。美国企业的资本构成与日本的高负债形成了鲜明的对比。1985年至1989年美国企业的负债率依次为37.7%, 40.2%, 41.5%, 43.3%, 45.0%。[5]比日本平均低近30个百分点, 如表(一); 企业的负债率与股权结构具有一定的相关性, 如表(二)。

日、美公司资本结构(%)比较(1980至1985年)

表(一)

年份项目	1980	1981	1982	1983	1984	1985
日本 股本	16.2	16.2	16.6	17.1	17.3	18.5
日本 负债	83.8	83.8	83.4	82.9	82.7	81.5
美国 股本	65.4	65.4	65.0	64.5	61.8	59.5
美国 负债	34.6	34.6	35.0	35.5	38.2	40.0

资料来源: Ballon, R.J., The Financial Behavior of Japanese Corporations Tokyo and New York , p.86, 1988

1996年日、美公司股权结构的比较(占总股本的比重, %)

表(二)

项目 国别	金融 机构	银行	保 险 公 司 和 养 老 基 金	投 资 基 金	其 他 金 融 机 构	非 金 融 企 业	个 人	公 共 部 门	非 本 国 公 民
美国	46	6	27	12	1	-	49	-	5
日本	42	15	12	-	15	26	20	1	11

资料来源: 施东晖:《全球一体化中的公司治理结构创新》, 载《上市公司》, 1998(11)。

从上述表格可以看出美国企业的融资、资本结构、股权结构的特点是通过资本市场进行直接融资为主, 股本为主, 负债率低, 股权结构分散且主要是众多分散的个人股东, 机构投资者正在崛起。这是因为: 其一, 美国的法律对银行采取歧视性政策, 如《国家银行法》(1863)、《麦克法登法案》(1927)、《格拉斯——斯

## 【参考与借鉴】

蒂格尔法案》(1933)、《投资公司法》(1940)、《反托拉斯法案》、《证券法》等一系列法律的实施对银行的经营进行严格的限制,使美国的银行业与日本相比实力相对薄弱,也使企业的间接融资受到制约。其二,美国拥有世界上最为成熟的资本市场,其规模之大、覆盖范围之广,尤其是美国闻名于世的纽约证券交易所、美国证券交易所、Nasdaq 股票交易市场,使得美国资本市场成为世界顶尖企业理想的融资场所。所以美国的直接融资活跃,形成了企业的直接融资为主与负债率低的特点。其三,美国法律对金融机构活动的限制特别是持股比例的严格限制,使得金融市场上分散的个人投资者占绝对优势地位,促使美国企业的股权高度分散。美国企业融资与资本结构的首要优势表现在降低了整个金融系统的风险,提高了金融体系的稳定性,这与低负债的发展模式是一脉相承的。一旦企业经营不善破产,股东的投资成了沉没成本,与金融机构无关,而不是如银行的借贷资本占企业资产的相当大比重时,企业破产直接造成银行大量资产的积淀,成为金融系统爆发危机的隐患。

### (二)日、美企业资本结构对公司治理的影响

金融体系的不同决定了日本与美国企业融资方式与资本结构的不同,不同的融资方式与资本结构对公司治理产生显著不同的影响。

1.日本公司治理特征。日本企业的资本结构、所有权结构决定了其公司治理的特征。第一,银行在公司治理中发挥较大作用形成日本公司治理的银行主导性。银行不仅是企业最大的债权人,通常也是企业最大的股东,在企业经营状况良好时,对企业的行为不加干涉,只作为“平静的商业伙伴”而存在;一旦企业的经营业绩下滑或出现异常情况,主银行通过与企业的特殊关系如查看企业往来账户、短期信贷、与企业高层领导沟通等途径及早地发现问题并及时介入到企业的经营管理中;若企业状况继续恶化,主银行则主持召开股东大会或董事会提议更换经理层,这就是主银行对企业的“相机治理”。第二,法人之间的相互持股形成所谓网络导向型体制(network-oriented systems)。法人之间相互持股的目的不在于获取资本收益,而往往是出于集团利益的考虑形成一个“利益共同体”。一旦有联系的企业发生困难,就由集团内主银行出面,予以资金融通,相互持股的企业也相应地分担困难,如放宽支付条件、收购过剩产品、安排人员

就业、派遣高级职员等缓解企业的经营危机。从这两个最显著的特点可知日本企业外部治理机制的作用较弱,原因是资本市场滞后,银行、企业相互持股的法人股东都是作为稳定性股东存在,股票市场流动性差,使股票价格作为企业经营状况“晴雨表”的作用不能充分发挥;法人相互持股没有使公司走向自主化道路,内部人控制引起的公司治理问题十分严重,主要表现为:(1)主银行的相机治理对正常的企业运营不加干涉,法人股东很少监督企业,外部治理机制不力,使日本企业的监督流于形式,内部人控制严重;(2)内部人控制的企业致命的缺陷在于企业创新动力严重不足。企业的高层经理人员受到来自股票市场、产权市场、经理人市场的压力较小,危机感不足,滋生了其内生惰性,造成企业的科技创新、制度创新、管理创新严重不足。而一国经济中若没有微观主体——企业的大量创新,富有活力的宏观经济将无从谈起。所以,日本企业的治理模式及企业行为是近十几年来日本产业结构老化的微观层面的原因。(3),企业与银行的高依存度使得 20 世纪 80 年代泡沫经济破裂后,银行背上沉重的不良债权的包袱的同时,企业融资陷入困境。至 1998 年 1 月中旬,日本所有银行不良债权总额达 76.7 万亿日元,银行出现了严重的“惜贷”现象,从而,银行作为日本企业最重要的“输血”机构的作用已大大下降,致使 1998 年度,由金融机构不愿向银行融资导致的“惜贷型”破产大幅度上升。由此,有人建议向金融机构提供巨额公共资金,以期改善这一状况。但要从根源上解决问题,必须从金融体系自身的缺陷着手,否则,只会是治标不治本。

2.美国股东主导型公司治理模式。美国企业资本结构中股权比例大,所有权高度分散的特征决定了美国的公司治理突出强调外部治理机制的作用。这是因为:(1)股权的高度分散导致众多小股东既无能力,也无动力通过“用手投票”的方式影响公司的决策,转而采取“用脚投票”。即使是机构投资者也不例外(20 世纪 90 年代之后机构投资者开始以积极的态度参与公司治理)。所以,美国的股票市场流动性很强,形成了对经营者的强有力的约束。(2)经理人市场的存在不容许在职的经理人有丝毫的懈怠行为,他们尽心尽责地在最大化公司价值的过程中维护自己的良好声誉。(3)敌意并购的威胁。高度分散的股权结构对于收购兼并的顺利进行非常有利。当企业因经营不善股票价

值下跌而低于公司的实际价值时,收购者通过购买分散的大量股份对企业采取敌意的收购兼并。一旦成功,并购者通过撤换管理层来提高企业绩效。在美国,资本市场的并购活动被认为是一种有效的公司治理方式,甚至被认为是维护股东权益的最为有效的机制,它对管理层的行为有强大的威慑力。

美国公司外部治理机制的运行在于发达的资本市场、产权市场、经理人市场使企业的各种资本要素时刻处于流动状态,各种外部市场中价格机制充分发挥作用使资源流向优势产业、朝阳产业、优势企业,实现资源的优化配置。分散的股权结构很少使企业处于某一大股东的控制之下,经营者有较大的空间按照自己的经营理念与经营方式经营企业。但最主要的原因在于外部市场对经理层造成的巨大压力,使得他们时刻充满危机感,从而有助于激发整个企业的创新意识,这是美国企业最大的优势所在。一旦每个企业都富有创新的动力和激情,整个经济中科技创新、制度创新就会不断涌现,成为推动经济发展的强大动力。美国以信息产业为代表的高新技术产业的发展 and 产业结构的迅速调整及优化,在很大程度上应归因于这种创新精神。20世纪90年代以来,美国企业创新和绩效提高的主要原因是IT的积极应用、全球竞争力的提高和公司治理的优势,其中公司治理又是关键因素。

### (三) 结论与启示

1. 日本银行主导型的金融体系与美国市场主导型的金融体系相比较,无论是在银行与金融市场互为后备、互为补充的金融体制安排方面,还是由于金融体系的不同形成的高负债与低负债的发展模式的差异,后者有着更强的防范金融危机的能力。在我国的金融体系中,银行居于绝对垄断地位,金融市场发育不完善,在金融体系中发挥的作用十分有限,特别是股票市场小,不规范,债券市场中的国债有所发展,但企业债券市场还不具备规模。所以,整个金融体系对银行的高度依赖使金融体系存在隐患,从有效地防范金融危机的角度出发,大力培育金融市场是我国的当务之急。

2. 银行主导型与市场主导型的金融体系对企业的融资方式、资本结构有不同的影响。日本企业以间接融资为主且广泛盛行关系融资,企业负债率高,所有权集中于主银行和相互持股的法人企业手中;美国企业融资主要通过资本市场,股权比例大,所有权高度

分散。从日、美的实践来看,随着世界经济的全球化和竞争加剧,后者更具优势。现实中,我国的金融体系对企业融资的影响可分为两方面。一方面,改革前期国家政策的导向使国企有动力与能力从银行获得贷款,国有银行迫于行政压力加上自身不是自负盈亏的法人实体,对贷款企业的事前评估与事后监督不力,导致国企的预算软约束与债权对国企的约束力严重弱化。另一方面,对于日益壮大的非国有企业,银行对其存在体制上的隐性歧视,使非国有企业普遍存在贷款难的问题,许多好的投资机会被错过。银行对国有企业与非国有企业的贷款导向使资本市场价格机制作用不能充分发挥,资本未能流向收益高的产业、企业,整个社会的资金配置低效。我国的资本市场不发达,直接融资对大多数企业仍遥不可及,尤其是非国有企业的融资受到银行与资本市场的双重限制,企业的发展只靠自身积累,速度十分缓慢。所以,从企业融资角度出发,资本市场的发育将为企业注入新的活力与动力。

3. 日本的公司治理有利于企业的长期稳定发展,但企业创新动力严重不足的弊病正日益成为阻碍其发展的桎梏。美国的公司治理机制使企业富有较强的创新动力,带动整个经济中创新大量涌现,高科技产业的异军突起正是美国企业创新精神的体现。所以,公司治理机制不同形成微观经济主体行为的差异,从而推动或阻碍宏观经济的发展。我国大多数企业尚未建立起规范的公司治理机制,这与企业的资本结构有关。伴随着资本市场的逐步发育完善,大批企业将会建立起规范的公司制,资本结构将会趋于合理,有效的公司治理机制将会建立。

### 参考文献:

- [1] 宋清华. 金融体系变迁与中国金融改革取向[J]. 金融与保险, 2002, (3): 26.
- [2] 菊泽研宗. 日本独立组织经济分析[M]. 1998.
- [3] 青木昌彦. 比较制度分析[M]. 上海: 远东出版社, 2001.
- [4] 李维安. 现代公司治理研究[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2001.
- [5] 郑建华. 90年代日本宏观经济政策及其负面影响[J]. 世界经济, 1999, (6): 71.

(责任编辑: 勾京成)