

2006年2月21-24日 上海办事处

# 企业投资行动和大股东的性质： 战前由日本带来的影响

京都大学大学院经济学研究科博士后期课程

川本 真哉 (KAWAMOTO, Shinya)

shinya.kawamoto@nifty.com

---

# 目录

1. 问题意识
2. 战前日本企业资产所有的构造
3. 投资·负债比率的变化
4. 过剩投资的产生机理
5. 1930年代的企业统治改革
6. 总结

# 1. 问题意识

- 1997年的金融危机暴露了当时东亚各国在企业管 理方面的各种弊端。其中最为严重的是具有支配 权的大股东过度投资的问题。
- 中国也毫不例外。、2003年轻骑集团的经营失败 就是由于过度投资所引起的。
- 回顾历史、1920年代的日本同样、具有支配权的大 股东进行过度投资，以至于相继出现经营失败的 企业。
- 本文报告是通过对战前日本企业中因过度投资所 产生的机构进行分析，并将其对今后东亚各国企 业管理所给出的启示作为课题进行探讨。

---

## 2. 战前日本企业资产所有的构造

- 所有权和经营权的一致
    - 65家大企业中(1921年)、经营者具有所有权的比率达到约8% (表-1表格A)。
    - 而企业主与经营者一致的企业(**OWN**)的比率, 经调查发现65家中的20家(30%)是如此。(表格B)。
- ⇒ 东亚各国的调查结果显示都具有同样的倾向 (Claessens et al. [2000])。家族支配型企业的比重较高。

# 表-1 战前日本“企业所有”的构造(1921年)

## パネルA

### 全サンプル

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
経営者の所有比率	65	0.083	0.169	0.000	0.984
首位株主の所有比率	65	0.225	0.278	0.000	1.000
株主数	65	3239.769	3464.994	1.000	14595.000

## パネルB

### OWN

経営者の所有比率	20	0.229	0.247	0.027	0.984
首位株主の所有比率	20	0.054	0.040	0.000	0.167
株主数	20	3374.200	3013.338	25.000	10357.000

### OLD

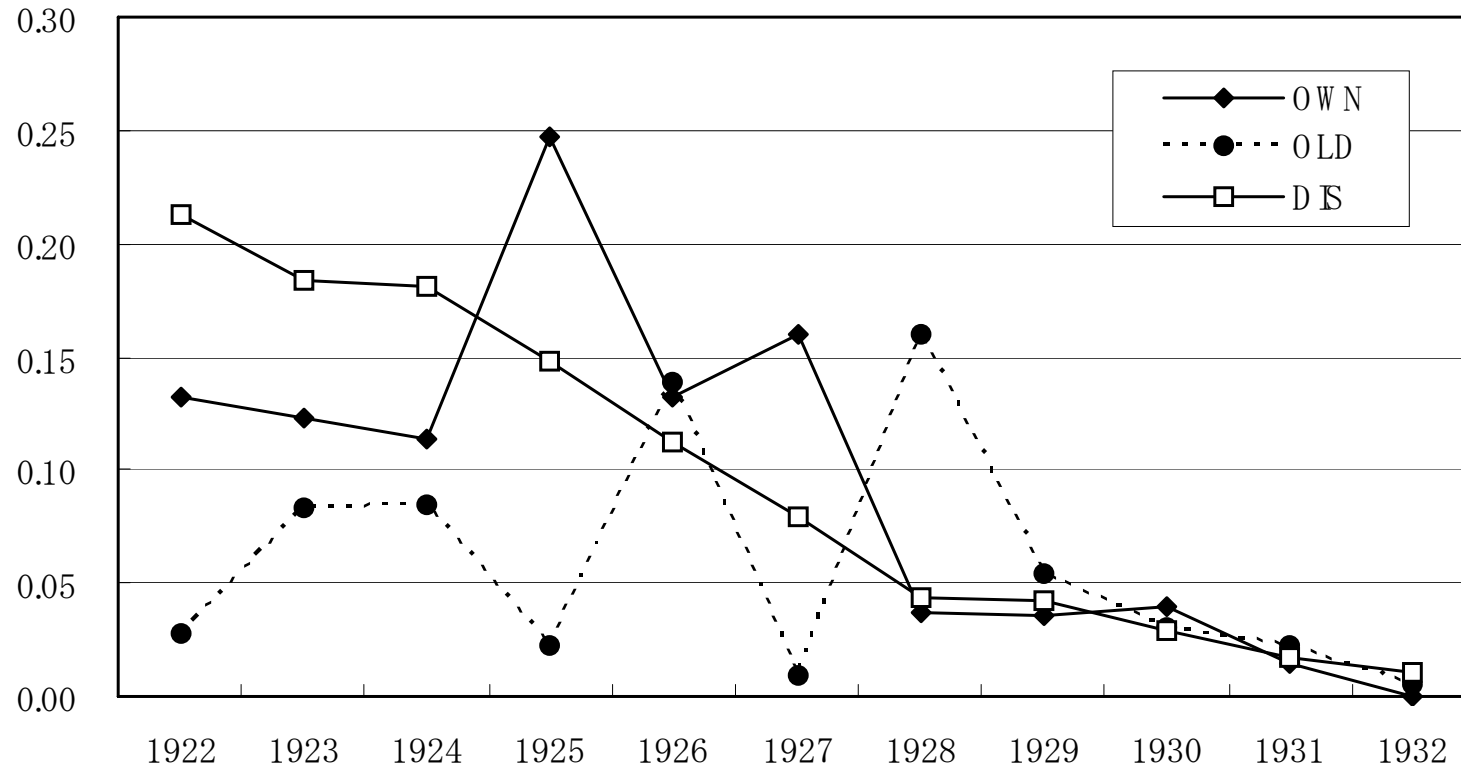
経営者の所有比率	7	0.001	0.001	0.000	0.002
首位株主の所有比率	7	0.851	0.182	0.600	1.000
株主数	7	1106.000	2884.760	1.000	7648.000

### DS

経営者の所有比率	38	0.022	0.041	0.000	0.230
首位株主の所有比率	38	0.200	0.192	0.024	0.600
株主数	38	3562.079	3711.783	30.000	14595.000

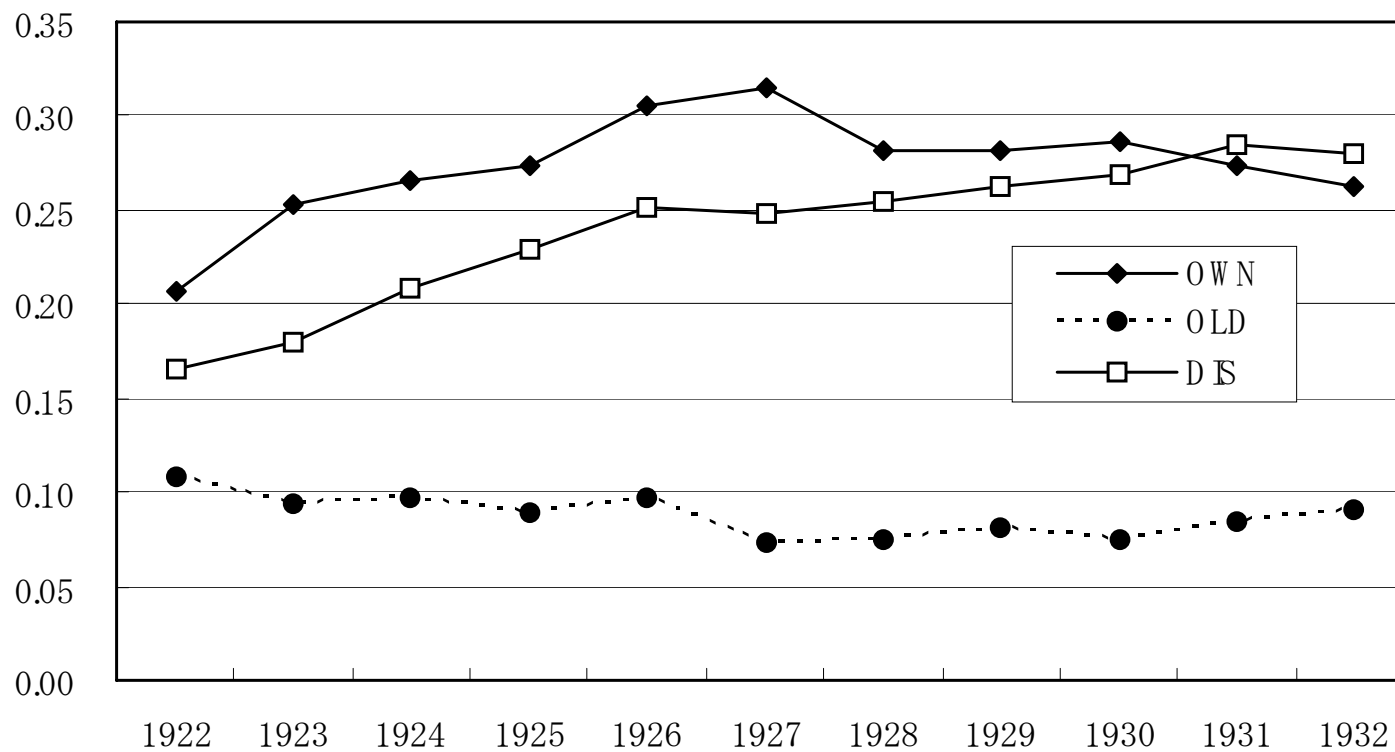
### 3. 投资·负债比率的变化

图-1 投资比率の推移



注：投资比率是通过(当期末固定资产-前期末固定资产)/前期末固定资产的算式所得出。

図-2 負債/総資産比率の推移



注：負債/总资产比率是通过(借入资金+公司债务+支付汇票)/总资产よ的算式得出。

## 投资比率的变化(图-1)

- 所有型企业（OWN）和财阀型企业（OLD），两者都是具有支配权的大股东为同一家族的亲属成员，但两者的行动样式却大相径庭。OLD的情况下，家族会对经营者的投资行动进行强行制约（森川 [1980]）；另一方面，在OWN的情况下，则很少有这种倾向，而其投资比率往往高出OLD。
- 另外，处在两者中间的分散型企业（DIS）的投资比率一贯持续减少。与此相比OWN的投资比率非常不稳定，比如1925年的时候曾经急剧增加过。



## 负债比率的变化 (图-2)

- OWN的负债比率比其它企业统治的类型要高，比如在金融恐慌爆发的1927年就曾经超过30%。
- 无论经济环境是否恶化，都借进高额的负债，从而进行高风险投资案例表现为資產代替 (asset substitution) (Jensen and Meckling [1976])。

⇒ 仅从图-1、2判断，战前日本所有型企业的投资活动中，资产代替的特征非常明显。

---

## 4. 过度投资的产生机理

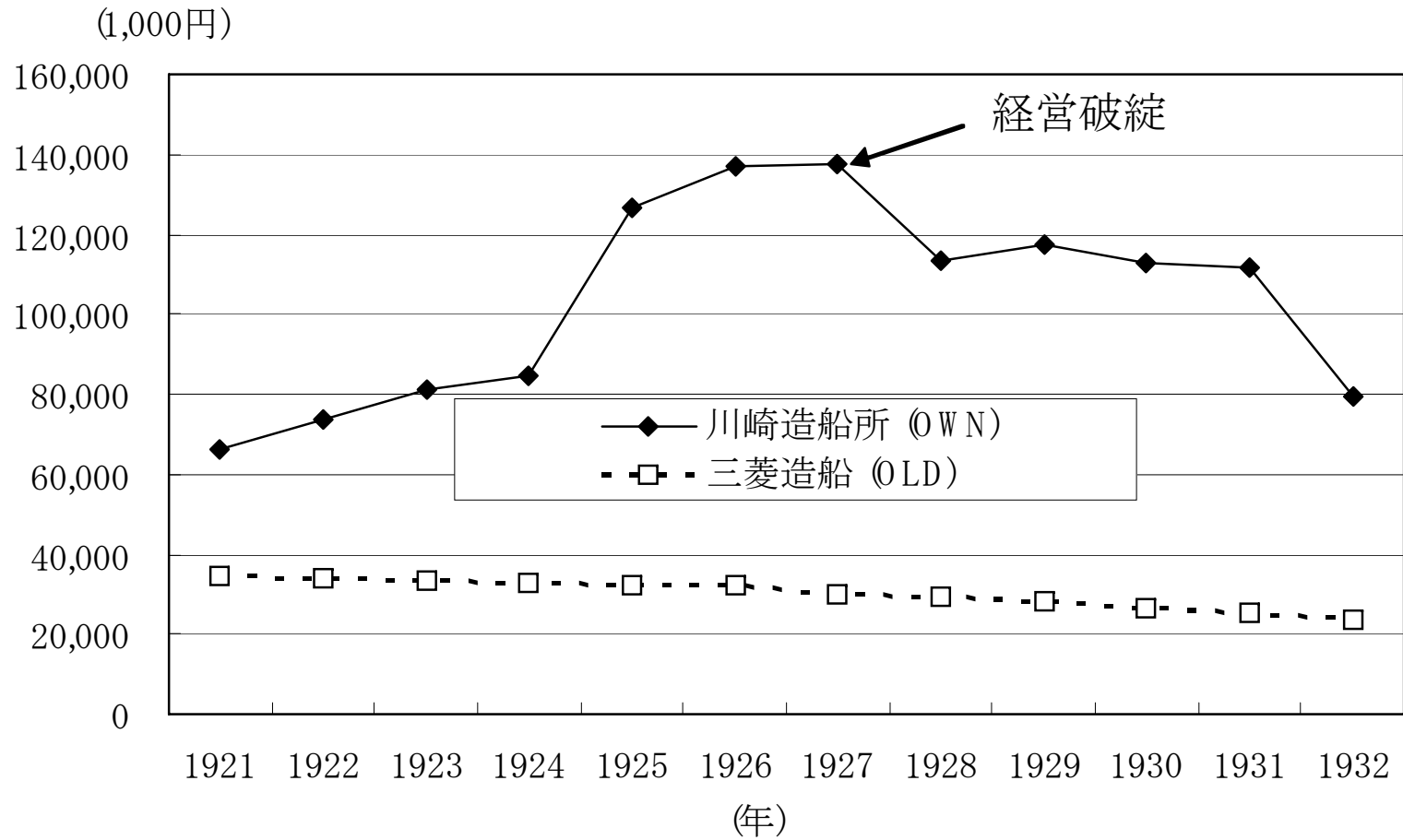
- **堑壕(Entrenchment)**

- 经营执行者的股票所有率过高时，受到内部或外部股东的牵制力就会减弱的状况。

ex. **1920年代**的川崎造船所

- 经济环境的恶化和果敢的行为(图-3)。
- 经营者：**松方幸次郎**对企业较高所有的比率(表-2)

# 图-3 2大造船企业的固定资产额



## 表-2 川崎造船所の所有構造(1921年)

株主名	株数	%
合資会社 松商会	297,734	16.54
合資会社 川崎総本店	127,032	7.06
島津 忠重	60,000	3.33
広瀬 正行	42,200	2.34
大阪松本合資会社	32,670	1.82
発行済株式総数	1,800,000	100.00
株主総数	9,745	

注：松商会は社長 松方幸次郎の財産保全会社。

資料：『川崎重工業株式会社社史』(1959)。

---

- **Connected lending (东亚)**

- 不根据合理的经济判断，而是从有血缘或政治关系的金融机构借入 (Charumilind, Kali and Wiwattanakantang [2003] )。

- 机构银行 (战前日本)

- 家族企业和其相关银行之间的 **Connected lending** 范围很广。所谓 机构银行。

ex. 川崎造船所和第十五银行。

## 表-3 第十五銀行の大額信貸客户(1927年)

1	川崎造船所	40,811
2	常盤商会	37,359
3	東京瓦斯電気工業	21,066
4	松商会	13,240
5	国際信託別口その他	12,240

注：単位は1,000円。

資料：高橋・森垣 [1993] 『昭和金融恐慌史』p.120.

## 5. 1930年代的企业统治改革

- 金融制度改革

- 由于银行法(1927年3月公布)的出台切断了企业和银行的连带关系。

- 有组织的投资家的抬头

- 1980年代发挥巨大国际竞争力的系列系统にの土壤。

- 大众传媒的发达

- 世界独一无二的『东洋经济新报』、『DIAMOND』等经济杂志的发达。

- 其它

- 财务会计制度等多种侧面对企业统治改革进行的尝试。

⇒ 从大股东独享主权转变到包括各类的持股者共同进行企业管理的结构。

---

## 6. 小结

- 和今日的东亚一样，战前日本的时候也是同族支配的企业对当时的经济起到巨大影响。
- 1920年代的过度投资，在同族企业中发生的现象，是由于connected landing所导致的。
- 30年代进行的企业统治改革，导致一系列同族企业的失败。在这个过程中，各种股票持有者共同进行企业管理的结构也逐渐形成。
- 东亚各国的企业管理问题，是由于作为具有支配权力的大股东的经营者权力过度集中所引起的。及时检查经营者的行为构筑正确的企业统治模式及其重要，在这一点上，可以参考战前日本企业的经验。