

日本控制权市场发展及其对公司治理效率影响评析*

李 彬

内容提要 本文采用案例研究法并结合学者们已取得的最新研究成果，考察了日本控制权市场快速发展的态势、原因，初步判断日本控制权市场正在发挥积极的公司治理作用。并购成功的公司积极进行公司治理改革，显示出协同效应并提高了公司价值。相比之下，我国控制权市场发展速度还不够快，因此日本控制权市场的发展经历对我国具有一定的启迪和借鉴作用。

关键词 日本 控制权市场 公司治理效率

西方国家成熟的资本市场至今经历了 5 次公司并购浪潮，控制权市场在配置存量资产和完善公司外部治理机制方面的重要作用是不言而喻的。随着我国股权分置改革的逐步推进，束缚上市公司股权流动的制度性障碍正在被逐步解除，国内控制权市场将会得到快速发展。在此背景下，如何建立和完善我国的控制权市场机制将是迫切需要解决的问题。日本从 20 世纪 90 年代末开始，控制权市场迎来了高速发展时期，可以说中日两国控制权市场的发展几乎是同时起步的。他山之石，可以攻玉，研究日本控制权市场迅猛发展的态势、原因及其公司治理效率，对增强我国控制权市场的公司外部治理机能必将有所裨益。

一、日本控制权市场的发展特点与趋势

控制权市场的公司治理机制是指投资者通过收集股权和投票代理权，取得对公司的控制权，以便接管公司和更换经营不善的经营者的一种制度设计，它是解决委托代理问题的一种重要手段。而获取这种公司控制权的方法主要是并购（Merger and Acquisition，简称 M&A），具体包括善意的协议并购和敌意的要约并购两种形式。

（一）日本控制权市场的发展特点

近年来，日本企业并购事件及涉及的金额急剧增加，由 1995 年的 500 件左右猛增到了 2006 年的 2775 件，10 年多时间里增加了 5 倍多。2006 年并购金额达 15 万亿日元之多，达到 1999 年以来的最高水平。^① 进一步分析日本控制权市场的发展有如下 3 个特点：

1. 并购类型由“内-外型”转为“内-内型”

20 世纪 80 年代后期至 90 年代初期，日本企业“内-外型”并购逐年增长，反映了当时日本受经济景气的支撑，企业大举进军海外市场的情形。20 世纪 90 年代后期至 21 世纪初期，“内-内型”并购急剧增加（见图 1），显示了日本企业试图通过实现生产集约化降低成本的行业内部重组态势。同时“外-内型”并购也在逐渐增加，由 1990~1995 年的年均 41 件增至 2000~2006 年的年均 178 件，约增加了 4.3 倍。受“内-内型”并购激增的影响，同一时间段内“外-内型”

* 作者感谢辽宁大学徐平教授主持的国家社会科学基金项目“经济全球化条件下日本经济的现状、问题及发展趋势研究”（05BJL060）的资助。

① レコフ社：《データで見る最近のM&A動向》，第2回M&A研究会資料，2007年11月27日。

并购比例的增加则不显著，仅由 8.2%上升到 8.9%。

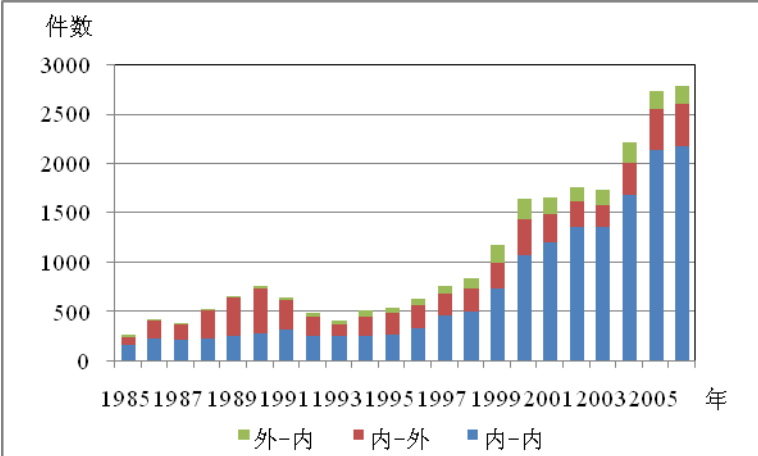


图1 日本并购件数与规模的变化

注：“外-内型”并购指外国企业对日本企业的并购，“内-外型”并购指日本企业对海外企业的并购，“内-内型”并购指日本国内企业之间的并购。

资料来源：レコフ社：《データで見る最近の M&A 動向》，笔者制成。

2. 敌意并购有所增加，但仍以善意并购为主

日本公司的并购活动通常是收购公司私下与目标公司股东进行谈判，即以善意的协议并购为主。近年来，日本管理层并购（MBO）和通过购买股票公开并购（TOB）的敌意并购活动有所增加（见表 1）。其中，在资金方面，2006 年 TOB 金额达 3.29 万亿日元，约占当年总并购金额的 20%。

表 1 日本并购方式情况

年份	MBO		TOB	
	件数	金额（亿日元）	件数	金额（亿日元）
1996	1	1.5	6	414
1998	2	38	14	1788
2000	13	326	18	2726
2002	42	766	28	1771
2004	43	418	39	4935
2006	80	7017	65	32931

资料来源：日本レコフ社：《データで見る最近の M&A 動向》，2007 年。

3. 与其他发达国家相比，并购规模依然很小

在发达国家中，日本控制权市场规模可以说仅处于初级阶段。1990~1999 年世界 49 个国家并购案件占有所有上市公司并购案件总和的比例均值达到为 23.5%。其中，美国为 65.6%，英国为 53.6%，法国为 56%，而日本只有 6.4%。^②即使是刷新日本并购事件历史记录的 2006 年，

^② Rossi, Stefano, and Paolo F. Volpin. “Cross-country determinants of mergers and acquisitions”. Journal of Financial Economics, 2004, 74:277-304.

从股票时价总额占GDP的比重来看，欧美大约占 8~9%，日本也只有 3%。可见，日本并购市场规模相对本国企业数量与GDP来说，所占比例仍然比较小。^③

（二）日本控制权市场的发展趋势

从并购类型来看，日本面临人口减少、老龄化日益严重等制约经济增长的不利因素。作为克服这些不利因素的重要途径，今后可能会加大企业重组力度，因此“内-内型”并购将会继续增加。此外，在经济全球化日益深化的形势下，日本不断改善并购环境，如 2007 年日本解禁了“外-内型”并购的三角并购。^④故而“外-内型”并购将会继续保持发展势头。从并购方式来看，依据欧美经济发展的历史经验，股票市场经历长期低迷的最终结果是敌意并购不断增加，据此可以预测日本今后敌意并购肯定会继续增加。

二、日本控制权市场迅速发展的主要原因

日本控制权市场为何会如此迅速地发展？究竟该怎样看待上述日本控制权市场的发展特点？本文认为促进日本控制权市场迅速发展的因素主要有如下 4 个方面：

（一）国际市场环境的变化

1. 资本全球化和信息化的深化

随着全球经济结构调整的加速和高新技术产业对资金需求的增加，资本全球化影响进一步深化，资本在全球范围内寻求低成本的投资、贸易机会。金融自由化规制的缓和，金融衍生工具的增加，均为企业并购活动提供了制度和技术支持。此外，信息化的进一步发展也影响了并购活动的展开。如 1998 年日本并购活动最为活跃的还是石油、非金属等传统产业，2003 年 IT 产业和服务业则占据了日本控制权市场的舞台 2. 东亚国家竞争力提升的压力

自上世纪 90 年代开始，中国、韩国及东南亚各国产品竞争力不断增强，给日本带来了很大的竞争压力。各国普遍认识到，战略并购、重组可以发挥规模经济效应，或发挥公司未曾被充分利用的管理潜力。因此，日本很多企业开始积极主动地在国内进行并购重组，以此应对东亚国家竞争力提升的压力。

（二）国内市场环境的变化

1. 资产价格低廉

20 世纪 90 年代初，一方面日本企业扩大设备投资的资金需求减少，经济整体出现过剩局面。因此将并购当作提高资产效率的企业，其富裕资金多用于并购活动。另一方面，日本股市低迷，面临破产的企业不断增加，降低了收购公司的并购成本。因此，20 世纪 90 年代中期以后，日本企业并购事件逐年大幅增加使得控制权市场逐渐走向活跃。

2. 劳动力流动性增强

过去，在终身雇佣和年功序列制度下，日本企业员工担心并购会导致自身失业，对并购活动一直持有强烈的抵触情绪。20 世纪 90 年代初，日本深陷经济萧条之中，为降低生产成本，

^③ 中島厚志：《2006 年の M&A の動向》，會計情報，2007 年第 4 期第 2 页。

^④ 2007 年 5 月 1 日，日本政府解除了旨在防止国外企业通过三角并购的形式对日本企业实施的禁令。所谓“三角并购”是指某国外企业首先在日本设立一家子公司，然后通过这家子公司以母公司股票置换的方式并购日本企业，其特点是子公司用母公司的股票换取被并购企业股东的股票，而不必使用现金。

一些企业纷纷裁员，采用多元化的雇佣制度。^⑤此外，人口老龄化加速，企业难以承受高工资的刚性成本，过去长期实行的年功序列制也难再维持。终身雇佣和年功序列制度的动摇，增强了劳动力市场的流动性，减少了并购活动中的劳动力障碍因素。

3. 企业经营目标发生转变

过去日本普遍认为并购活动并未提高社会利益，只不过是经营者利益向股东利益的一种转移，因此始终对并购活动敬而远之。在银行间接融资向直接融资转移的新形势下，过去一直占据主导地位的利益相关者理念开始向股东主权理念转变，企业经营目标由重视销售额、利润额等“量”的扩张，转变为重视提高股东资本利润率等“质”的提升。而并购活动刚好可以作为提高股东利益的一个重要方式，逐渐被日本实业界所接受自然是一种必然。

（三）制度环境的改善

1. 放松产业规制

新古典经济学派从对产业间相对利益带来冲击的宏观角度，寻求了导致并购活动增多的原因。Harford（2005）认为当出现对企业增长率和收益率的冲击时，并购活动作为配置资源的有效手段会被运用，其结果就会导致并购的激增。^⑥自1986年中曾根内阁发表《协调国际经济结构调整研究报告书》算起，至今日本放松规制的改革已有二十余年历史。随着政府放松准入、价格等规制，企业间的竞争加剧，进而给日本企业增长率和收益率造成了冲击，这种冲击刺激了并购活动的剧增。

2. 缓和并购规制

为提高企业的重组效率，降低并购活动的交易成本，自1997年开始，日本逐渐缓和了有关并购的规制，简化了并购手续，明确了如何运用反垄断进行并购。与并购活动相关的法律、会计及税收制度环境不断完善，促进了并购活动的发展，同时并购活动的增加也促进了制度环境的完善，可以说二者相辅相成。与日本并购活动相关的具体制度环境的改善情况如表2所示。

^⑤ 多元化的雇佣制度指非正式员工（合同工、特约工、派遣工、临时工、钟点工等）比例急速增加。

^⑥ Harford, J.. “What Drives Merger Waves?”. *Journal of Financial Economics*, 2005,77:529-560.

表 2 日本并购活动的制度环境改善情况

年份	商法	其他法律制度	会计制度	税收制度
1997	简化合并手续	解禁纯持股公司	简化合并手续	
1999	股票交换制度 全部让渡简易营业	促进产业活力的特别 措施法	适用会计制度的现金 流动量	
2000	公司分割制度	民事再生法	金融商品时价评价 新连结会计基准	
2001	废除面额股份制度 新法定准备金制度		相互持股的时价评价 支付退休金会计制度	重编企业税制
2002	种类股份制度 新股预约权制度 制作连结计算文件			连结纳税制度
2003	获取章程授权的本公司股票	全面修订公司复兴法 修订产业活力复兴法	减值会计基准	
2004	基于股东要求的不 发行股票制度			
2005	公司法制的现代化			
2006	实施新公司法		企业合并会计基准	重编企业税制

资料来源：日本レコフ社：《日本の M&A 市場の特色》，http://www.recof.co.jp/ma/j_ma.html 2008-1-30

（四）主银行制度和相互持股结构的变化

1. 主银行的制度变迁

当企业因经营绩效下降而面临财务困境时，英美国家一般运用包括并购活动在内的各种手段帮助企业走出困境。上世纪 90 年代以前，日本主要由主银行出面通过追加贷款、向企业派遣经营者等手段救助企业，使其摆脱经营危机。因此一般日本公司比起对控制权市场的依赖来，更依赖于主银行制。然而，随着日本所处的国内外市场经济环境的变化，主银行发生了制度变迁。为免遭破产厄运，日本公司不得不由对主银行的依赖转向对控制权市场的依赖。

2. 相互持股的消减

20 世纪 60 年代初，作为防御国外机构投资者敌意并购的对策，日本政府开始推进稳定股东的相互持股工作。一方面，相互持股结构减少了流动资本，根据价格供需关系原理，流通股数量的减少使大量购买股票的收购公司面临股价上升的问题。另一方面，相互持股结构使并购者难以知晓谁是具有企业经营发言权的真正所有者，这两方面问题增加了收购公司购买目标公司股票的交易成本。上世纪 90 年代后日本政府实施新会计规则和限制银行持股等规制改革，促进了相互持股的消减，流动资本随之增加，缓和了并购活动中的资金限制，股价收益比率（PBR=市值总额/会计上的纯资产）相对降低，企业也变得容易被并购。

三、日本控制权市场的公司治理效率

观察日本成功并购的案例，并结合学者们已经取得的最新研究成果，可以初步判断出日本控制权市场机制发挥的公司治理效率正在增强，主要表现为如下 3 方面：

（一）积极进行公司治理改革

采用案例研究法（case study）可以观察到并购活动促进了公司的组织革新，特别是“外-内型”并购成功的企业更是积极地推进了公司内部治理结构改革。比如 2000 年法国雷诺汽车公司将对日产汽车公司的持股比例增加到了 44.4%，被并购了的日产汽车公司更名为雷诺·日产汽车公司。为提高董事会治理机制，使经营决策、监督与执行经营相分离，并且为了以欧美推崇的能力主义替代公司沿袭多年的年功序列制，并购成功后的次年，该公司就引入了执行经理制度。类似的还有朝日钢铁公司，该公司在被国际 RHJ 公司并购的 2005 年当年就引入了具有英美型公司治理模式色彩的委员会制度。虽然目前已有的研究还没有得出执行经理制度和委员会制度有利于公司绩效提高的一致结论，但是可以肯定的是，被并购公司致力于日本公司治理改革的积极性普遍很高。

（二）企业呈现出协同效应

自世界最初出现并购活动时，古典经济学派就认为并购活动带来的协同效应是并购活动最大的动因。2002 年 NKK 钢铁公司与川崎钢铁公司合并，成立了 JFE 钢铁公司，实行统一经营。为准确考察 JFE 公司并购后的公司业绩增长情况，排除经济景气影响因素，笔者收集了 2002~2006 年日本东京一部（主板）上市的钢铁公司相关数据资料，统计结果发现，34 个钢铁公司绩效的平均增长率，即总资产收益率（当期纯利润/总资产额，简称 ROA）和净资产收益率（当期纯利润/总资产额，简称 ROE）的平均增长率分别为 -0.15% 和 -0.23%，而 JFE 公司的 ROA 和 ROE 的增长率则分别为 6.25% 和 17.59%，显著高于同期其他钢铁公司的经营绩效。分析其中的原因在于，扩大了经营规模的 JFE 公司，降低了经营风险，扩大了采购量，共享研发部门，在企业内合理分配生产设备，撤销重复的生产部门，即通过横向并购成立的 JFE 公司取得了规模经济效应。除横向并购之外，还有很多日本企业进行了纵向并购（集团内重组）。比如松下电器公司于 2004 年将对松下电工公司的出资比率从 32.8% 提高到了 52.7%，使松下电工公司成为其旗下统一结算的子公司。重组后的松下电器公司引进统一结算的会计制度，降低了交易成本。宫岛（2005）观察日本在能源、通信、医药品、金融及汽车等部门并购成功的案例后，也认为有很多日本公司并购成功后的竞争力显著增强。^⑦

（三）提高了公司自身价值

如前所述，自上世纪 90 年代末开始，日本并购活动才大幅活跃起来，因此与英美等国相比，对日本并购活动的实证研究成果比较少。尽管如此，仍有不少学者通过实证研究，比较准确地考量了日本公司并购后公司绩效的变化情况。如有的学者通过会计指标研究法（accounting-based measures）考察了并购活动对公司价值的影响。井上和加藤（2004）对 1990~2002 年日本收购公司和目标公司股价变化进行了实证分析，结果显示并购活动对收购公司和目标公司的股价均有正效应，对目标公司股价的影响效应大于收购公司。^⑧更多的学者则考察了并购活动对公司各种经营指标的影响（见表 3）。

^⑦ 宫岛英昭：《M&A で何が変わる？》，経済セミナー，2005 年第 2 期第 37 页。

^⑧ 井上光太郎，加藤英明：《企業買収（M&A）と株式市場の評価：日米比較》，証券アナリストジャーナル，2004 年第 10 期第 33~43 页。

表 3 日本并购效应实证研究文献成果一览表

作者	观察期间	评价指标	实证结果
Yeh and Hoshino (2002)	1970-1994 年	全要素生产率 (TFP) 利益率 (ROA, ROE) 销售额增加率	并购使公司经营绩效下降, 特别是关联企业并购后的公司绩效下降得更显著。
Kruse, Timothy, Hum, Kwangwoo and Suzuki (2004)	1969-1997 年	现金流/资产总额 现金流/销售额	并购后的企业改善了经营绩效, 且与不同行业并购公司治理效率相比, 同种行业的改善效果更大。
深尾 (2005)	1994-2001 年	全要素生产率 (TFP) 经常利润率 员工人数	“内-内型”并购可以有限度地提高企业生产率, “外-内型”并购较大幅度地提高了企业生产率。
長岡 (2005)	1985-2003 年	雇佣增加率 销售额增长率 总资本营业利润率	并购削减了雇佣的员工, 对等并购降低了销售额, 进而降低了劳动生产率, 而非对等并购则与此相反。
岡部、関 (2006)	2001-2004 年	总资本保留利润率 支付利息前利润/金融费用 利润率 (ROE)	并购提高了企业经营的稳定性和效率性, 对经营效率性的影响更大些。

注: 岡部光明, 関晋也: 《日本における企業 M&A (合併および買収) の効果》, 総合政策学ワーキングペーパーシリーズ, 2006 年第 107 号第 15~17 页, 笔者整理。

从表 3 可以看出, 20 世纪 90 年代初发生的并购活动并没有显示出公司经营绩效的提高。探究其原因可能在于, 这段时期的企业为摆脱泡沫经济后经济萧条局面, 才被迫进行集团内部重组, 这种救济型并购活动一般而言是不会提高经营绩效的。而 90 年代后期至最近的并购则大多显示出并购活动提高了公司价值, 这表明最近很多并购活动是将并购作为提高公司治理效率的经营战略来看待的。

除运用会计指标方法外, 内阁府 (2004) 还使用问卷调查研究法 (survey data), 对 1187 家并购重组企业进行了调查。调查结果显示, 过去 5 年中并购重组企业价值 (ROA、TFP、托宾 Q) 均比与未并购重组的企业价值高。^⑨松尾和山本 (2006) 运用事件研究方法 (event-study methology), 实证检验了 1999 年商法修订前后发生的并购活动, 结果发现无论是收购公司还是目标公司, 并购活动都带来了股东财富的增加。^⑩

四、结论与启示

在公司控制权市场发达的情况下, 绩效较差的公司控制权往往成为市场并购的目标。目标公司被并购后会导致原有公司经营者的解职, 因此, 对绩效较差公司的成功并购, 已被视为控制经营者妄为的比較有效的公司外部治理机制之一。综上所述, 自 20 世纪 90 年代以来, 日本控制权市场得到了迅猛发展, 其所发挥的外部公司治理机制正在明显增强。促使日本控制权市场迅速发展的原因既有国内外市场环境变化的客观因素, 更有政府努力改善并购制度环境的主观因素。我国与日本处于相同的国际环境条件下, 共同面临增强公司外部治理机制, 亟需发展公司控制权市场的紧迫问题。因此, 应该学习日本努力促进控制权市场发展的有益经验, 完善

^⑨ 内閣府政策統括官室: 《企業の事業再構築、コーポレートガバナンスと企業業績》, 政策効果分析レポート, 2004 年第 6 期第 8~11 页。

^⑩ 松尾浩之, 山本健: 《日本の M&A——イベント・スタディによる実証研究》, 経済経営研究, 2006 年第 3 期第 1~72 页。

并购活动的制度环境，加强公司外部治理机能，以此保证公司治理效率的不断提高。

（作者为辽宁大学国际关系世界经济专业博士生 责任编辑 魏全平）