经济

最大股东外国投资家与日本企业管理改革

小岛 明（世界贸易中心东京会长、政策研究大学院大学理事兼客座教授）

2014 年 3 月末，日本上市公司的股份中，外国投资家的股份持有率为 30.8%，超过了之前以 26.7%保持领先地位的金融机构的持股率。也就是说，外国人股东取代了代理银行制，即以融资和持股的方式对企业经营具有压倒性影响力的金融机构，而首次成为了日本股份制公司的最大股东。与此同时，探讨已久的日本企业管理改革将伴随“积极主义的股东”偏多的外国投资家的增多而迎来一个新的阶段。

小岛明 世界贸易中心东京会长、政策研究大学院大学理事兼客座教授

“日本再兴战略”中倍受重视的企业管理强化

安倍晋三政府在 2014 年 6 月内阁决议中出台的“日本再兴战略”2014 年版中强调“应通过生产能力提升来增加企业收益，进而提高工酬，刺激再投资，回馈股东等等。全球化公司等企业应注重资本成本，强化企业管理，以达到企业价值的持续增长。”

这一信息即在期待作为经济活动主体的企业切实增强其自身的“赚钱能力”，以发挥扩大雇佣，提高国际竞争力乃至推动日本整体经济成长的作用。目前的现状则是，上市公司中通过盈利来支付法人所得税的公司仅占不到 40%。盈利企业中，通过开发新产品，新服务，或者通过开发新市场的方式采取积极经营的企业不多，相反，很多企业在通过减员节省雇佣成本，或是通过割离企业资产来确保利益。

在这种情况下，政府岁出中依赖税收的部分还不到一半的窘境仍将持续，而财政再建与日本经济再生也将被画上问号。安倍政府的经济政策，即安倍经济学即将迎来第三个年头，在此前的表现中，虽然股票市场由于先行的期待而呈上升态势，但并未对企业经营行为等实体经济的活性化产生影响。安倍经济学“三支箭”中的第一支箭与第二只箭，即“异次元”量化宽松的金融政策和灵活的财政政策，抬高了人们的期待值，然而可以说其效果仅停留在了股价的上涨上。

量化宽松的金融政策也好，庞大的财政刺激措施也罢，这些或许是刺激经济的有效手段，然而却不能从本质上带来企业积极经营的姿态，也无法提高日本整体经济潜在的增长水平。要想提高经济潜在增长水平，即不通过定期反复的经济性刺激，而是提高可持续的经济增长力，这需要一种勇于挑战风险的企业经营理念。其背后不可或缺的是，包括规定改制在内的根本性的结构改革和制度改革。这便是安倍经济学的第三支箭。

在长达约 120 页的“日本再兴战略”2014 年版中，“创新”这一词条反复出现了 40 回。“生产性”一词也出现了 30 次以上。再如“企业价值的创造”，“赚钱能力”，“新陈代谢”等词也频频出现。然而不管哪一个都需要在第三支箭，即结构改革充分执行的前提下才有实现的可能，因为无论金融政策如何放宽，无论财政支出多么庞大，都无法带来这些效果。也正是出于这个原因，政府才格外重视对企业管理的强化。

IMF 的预警与“积极主义”的外国股东的增加

国际货币基金组织（IMF）于 2014 年 8 月发表的工作报告中，向日本提出了要加强企业管理的建议。即“Unstash the Cash! Corporate GovernanceReform in Japan”一文。工作报告特别指出，日本的企业过多地将现金掌控在手里，对于设备更新，研究开发等项目的投资积极性低，正陷入消极经营的状态。日本企业的现金及现金等值项目（cash and cash equivalent holdings）占股票市值的近 45%，明显高于同比仅为 15 ～27%的 G7 其他诸国。该报告还分析指出正是企业管理的差异导致了这一现象的产生。

与企业管理相关的另一内容也正在引起关注，即现今作为日本企业的第一大股东的外国投资家们对投资对象的日本企业的管理改革有着怎样的要求？

1997 年金融危机之后，日本的上市公司的股份持有结构发生了很大的改变。机构投资家的持有率在 2013 年从金融危机前的 28%上升至 48%。尤其是日本国外的机构投资家的持有比率达到前述的 30%以上。这些外国股东们对于作为投资对象的日本企业的经营管理会产生哪些影响，换言之，在“外压”之下日本企业能否由消极经营转为积极经营，能否通过企业管理的强化使企业价值更加容易提升，是大家瞩目的焦点。

最近较受关注的是以“积极主义的股东”闻名的美国加州公务员退休金基金（CALpers）等 20 个外国机构投资家集团对丰田汽车，日本电话电报公司，住友不动产，三菱 UFJ 金融集团等日本 33 家上市公司提出要求增加公司外部董事的书函。书函中要求三年内把外部董事的比例提升至三分之一，并称如无法达成，则将由 7 年后的股东大会进行应对。

在日本，对于企业经营直接进行干预的直接投资虽然没有增加，但在股票市场上的外国投资家们却极为活跃。出于对安倍经济学的期待，2013 年外国投资家对日本股票的购买差额高达 15 兆日元。这与日本无论个人投资家还是法人投资家都出现出售差额形成鲜明对比。也就是说，日本股票的安倍经济行情全部是由外国的投资家来支撑的。这也意味着，正因为有了安倍经济学，股份持有结构中外国投资家的比率才有了明显的上升。

被 CALpers 的书函要求强化企业管理的 33 家公司均为股票市值大，外部董事比例小的公司。丰田 15 名董事中，外部董事仅有 3 人。而在欧美企业中，外部董事占一半以上的公司占全部公司的 90%以上。

丰田的外国人持股比率截止至 2014 年 3 月为 30.3%，较前一年上升了 0.4 个百分点创历史新高。日立制作所的外国人持股比率也上升了 4%，创下 45.4%的新高。同一时期，日本上市公司的三分之二，约 2300 家公司的该比率均有上升。

2014 年 3 月末，外国人持股比率达历史新高的企业还有，花王（外国人持股比率 50.7%），资生堂（35.5%），电通（27.9%），精工爱普生（25.7%），柒和一控股公司（35.0%），KDDI（38.0%），松下（33.2%），良品计划（47.9%）等等。

比例增长中的外国投资家，尤其是位居中心的 CALpers 等机构投资家作为促使日本企业管理变革的外压或媒介，将起到多大的作用，成为了国内外热议的话题。

发起自日本国内的管理改革也见端倪

围绕“日本再兴战略”2014 年版中备受重视的企业管理改革，日本国内正在逐渐展开广泛讨论，并将其提上了日程。引发此举的契机是，2008 年的次贷危机以来，日本企业业绩恢复缓慢，国内外投资家对其低于国外企业的收益能力和由此造成的股价低迷不振心怀不满，并认为收益能力低下的原因之一就是企业管理的不足。

此次改革内容大致分为两条主线，一是要求接手客户的金钱，受托管理的投资顾问公司等机构投资家发挥其本职作用，二是通过对公司法的改订对企业本体进行改变。

前者，即要求机构投资家切实发挥作用的具体动向始于日本金融厅于 2014 年 2 月发表的“日本版管理职责法（Stewardship Code）”（机构投资家责任的各项原则）。

Steward 即财产管理人，stewardship code 是对持有公司股份的机构投资家提出的行动规范，最早起源于英国。受 2008 年金融危机影响，人们普遍认为，银行作为机构投资家却未能对投资对象公司的董事会进行充分的监察是导致金融危机的原因之一。在这一共识之下，英国于 2010 年制定了该法。其目的在于使股东，董事以及其他有利益关系者对公司经营的运行过程实施影响，以便提高企业的长期可持续的绩效。

日本的企业管理论，最初是为了防止发生公司丑闻而制定的以规章准则为中心的内容，而在安倍经济学的“日本再兴战略”中则体现为重在恢复日本经济活力的，以企业活性化为着眼点的内容。

金融厅的日本版管理职责法继承的正是这一路线。

金融厅颁布的管理职责法有以下 7 个原则。

原则 1，机构投资家须为执行管理责任制定明确的方针，并进行公示。

原则 2，机构投资家须为执行管理责任时应管理的利益冲突制定明确的方针，并进行公示。

原则 3，机构投资家为发挥其管理责任职能，实现投资对象企业的持续性成长，须对该企业的状况进行切实的掌握。

原则 4，机构投资家须通过与投资对象企业进行有建设性的，“目标明确的对话”来寻求共识，并积极解决问题。

原则 5，机构投资家对决议权的行使和行使结果须有明确的方针，同时决议权的行使方针不可以是仅局限于形式上的判断基准，必须努力使之成为有助于投资对象企业持续性成长的方针。

原则 6，原则上，机构投资家须定期将包括决议权行使在内的管理职责的具体履行内容向顾客和受益人进行报告。

原则 7，机构投资家为了帮助投资对象企业持续成长，须具备相应的实力，以能够在对其企业和事业环境进行深入理解的基础之上与该企业进行沟通或做出管理活动中合理的判断。

以上条文内容并非具有法律约束力的“法规”，而可以说是以“原则（principle）”出现的“绅

士协议”。

然而，截止至 2014 年 8 月末，已有 160 家机构投资家表示接受这一协议。其中包含投资信托投资顾问公司 109 家，退休金基金 17 家，信托银行 16 家等等。

日本的企业经营中，有“股东不爱说话”的传统。由于企业自身就有终身雇佣，论资排辈的化，公司的社长多为内部提拔并手中握有人事权这一强大的权利，所以多数企业的股东会议并非用来讨论，而仅仅是“不说话”，走走形式的会议。企业内部的员工股东很多。还存在着关系紧密的企业之间相互持有股份的持股结构。加之上市企业中约 8 成在每年 6 月举行定期股东大会，且其中 9 成以上都集中在当月下旬，这些都使得股东大会成为一种形式。从提高企业价值的角度讲，股东大会目前仍停留在难以展开活跃讨论的现状中。

即便在拥有这样的持股构造，这样的股东大会的情况下，企业经营者们在日本经济高度增长期依然曾勇于挑战，并提升了企业价值。然而，1991 年泡沫经济垮塌，尤其是 1997 年 11 月三洋证券破产后，企业经营在第二年（1998 年）严重的金融危机之下，总体呈现保守的消极经营的景象，仿佛突然之间对于一切风险都避之不及。导致这一切的原因是，在过去代理银行制下，本应指导企业管理的金融机构自身由于不良债券问题陷入危机，其自身的管理也随之出现了破绽。

金融危机之下，金融机构骤然疯狂信贷紧缩，信贷回收，结果以 1998 年为界，民营金融机构的融资额急剧减少，发生了典型的信用收缩。对此产生了危机感的实业公司将裁员等成本削减放在了首位，而对于研究开发的投资欲望则少之又少。金融机构的不良债权问题虽然已经得以解决，然而金融机构的融资业务依旧消沉，日本银行出台的量化宽松的金融政策也未能对恢复融资起到期待的效果。因为大多企业在金融危机时被强制中止银行融资的噩梦依旧挥之不去，国际货币基金组织的工作报告中敦促解决的内部资金积蓄过多的问题仍会延续。

要想摆脱通货紧缩，首先需要企业克服“经营者思想上的通货紧缩”。这才是今后企业管理改革的重要课题。

［为日本外交政策论坛特别撰稿。］

小岛 明
世界贸易中心东京会长、政策研究大学院大学理事兼客座教授