

日本银行业关系 融资的理论与实践

何 韧 上海财经大学金融学院

[摘要] 自二战以来,在日本,银行与企业之间关系融资得到广泛运用,为日本战后经济的重建和经济的快速发展起到了极大的推进作用。然而由于经济环境的变化,日本银企间稳定的关系开始减弱,关系融资在企业融资活动中的地位 and 作用逐渐降低。本文通过对日本银行业关系融资历史发展的简要回顾,分析了目前因日本银企关系的变化而导致的传统关系融资的改变。

[关键词] 关系融资 主银行 企业 日本

自二战以来,日本银企之间主流的融资方式被学术界称为“关系融资”(Relational Financing),按照著名学者青木昌彦教授和瑟达尔·丁克(Mashahiko Auki and Serdar Dinc, 1997)的解释,它是指“出资人在一系列事先未约定的情况(uncontractible states)下,为了将来不断获取租金而增加额外融资”的一种融资方式。

在关系融资中,预期(expectations)发挥着重要的作用。这种作用表现在两个层面上:首先是第一次偶然提供融资(contingent financing)时资金供求双方的相互预期,接着是资金供给者继续提供融资时对将来获取租金的预期。在这种融资模式下,关系出资人会将对资金使用者的事前、事中和事后的监督充分结合起来,最终在三个监督阶段存在很强互补性的交易领域,关系型融资制度便会随之产生。

就日本的金融体制而言,其政治、经济、社会、文化、历史和传统习俗的规制影响是日本关系融资制度得以萌芽、壮大和成长的土壤;另一方面,日本独特的主银行制度则是维系其发展的重要保证。然而,由于支持日本企业与一个固定银行之

间长期稳定关系的是一系列非正式的惯例、行为和制度安排,因为缺乏明确的法律约束,当经济环境发生变化时,银企关系的稳定性将会受到冲击,这种情况自上世纪80年代起即开始出现。本文以下的内容将在对日本银行业关系融资的历史发展进行简要回顾的基础上,分析目前因日本银企关系的变化而导致的传统关系融资的改变,并对其未来发展趋向进行分析和展望。

一、日本的主银行制度与关系融资的历史演变

日本银行业关系融资的微观基础是其独特的主银行制度,稳定的银企关系是确保关系融资得以形成和发展的重要前提。

作为一个综合性概念,根据日本学者的研究,主银行制度主要包括以下几方面的内容:(1)企业选定一家银行作为自己的往来银行(主银行)开立基本帐户,并主要从这家银行取得最多的贷款。(2)企业在与所有银行的业务往来中,其主银行占有最多的份额。(3)主银行是企业最大的股东,可以派员参与企业的财务管理,并帮助发行企业债券。(4)若干家以同一银行为“主银行”的企业,常

常以该银行为中心,形成企业集团,集团内部的企业可以通过主银行利用多种渠道进行融资。(5)如果企业经营出现了问题,则由其主银行牵头救助、帮助再组织化或进行清算(首藤惠等,1996)。

在日本战后的重建过程中,为了解决资金不足的问题,日本建立了以间接融资为主导的金融体制,支持银行对企业贷款,形成了企业自有资本比例低、负债水平高和以银行贷款融资为主的社会资本结构。当时日本的企业大多处于破产半破产边缘,同时银行也存在着大量不良债权,怎样解决银企不良债权债务,恢复企业的发展能力,成为日本经济恢复所必须解决的首要问题。经过协商,银企最终采用了建立新旧两笔帐的方式来处理,即双方协商定出不良债权债务的旧帐,这笔旧帐当时暂不解决,主要通过日后企业的盈利来冲销,而在新帐上银企则继续保持紧密联系,由银行向企业提供贷款。这种作法不仅使银企之间的关系变得更加密切,而且还为未来关系融资的发展打下了良好的基础。

为了适应经济高速发展时期企业对投资资金的需要,日本在50年代末相继成立了日本长期信贷银行与日本开发银行,这两家银行作为政策性银行和日本兴业银行一起,包揽了企业的大部分长期贷款,而企业的短期借款,则由商业银行提供。这时银企之间的关系融资随着主银行制度的逐步确立和集团公司的发展而大量涌现,它的一种独特的表现形式被称为“系列融资”。“系列融资”是指当时最大的六家银行和日本兴业银行通过向日本银行的大量借款,从而满足同系列企业近半数的货币需求,而其余部分则是由其他银行的辛迪加贷款来供给。宫岛英昭的研究表明,正是这些贷款推动了50年代初期前财阀系列企业的重建工作。

从60年代初开始,日本进入经济的高速增长时期,现代意义上的主银行关系得到正式确立,同时关系融资也有了长足发展。除了企业与银行的个别贷款方式以外,还出现了银团贷款方式,即由数家银行协同向一家企业提供贷款。这时,企业

的主银行将会以干事银行的身份出面进行协调,与其他银行共同对企业形成一种“协同融资”关系(罗清,2000)。在这种关系中,主银行向其他银行保证融资的安全性,以取得其他银行的加入,共同满足借款企业的资金需求,同时主银行为融资的实际安全也会对贷款企业进行救助。协同贷款不仅有利于银行对风险进行控制,同时企业也能确保信用的可获得性。因此,可以认为,“协同融资”是关系型融资的一种更高级的形式。事实上,在日本经济高速增长时期,日本银行业大量采用由数家银行向企业共同提供贷款的协同借贷方式,并通过向借款大户派出管理人员对企业实施监督,从而推动了银企密切关系的全面发展。

然而,从70年代中后期开始,日本企业的筹资方式发生了重大的改变。例如,根据对日本主要企业资金筹措结构情况的调查,企业借款所占比重从1970年—1974年的41.4%下降到1975年—1979年的23.3%,内部资金所占比重从35.7%上升到49.2%,股票和债券所占比重从8.3%上升到19%,即企业筹资方式从以间接金融为中心转变为直接金融、间接金融和自己金融三种方式并重(曲寅军等,1997)。这种状况出现的主要原因是日本资本市场的逐步发达与完善,高速增长期企业自我积累能力的增强以及1973年石油危机之后日本银行为稳定物价而实行的高利率。与此同时,日本股票市场走向繁荣,金融自由化趋势逐步增强,由于通胀导致名义经济增长率的下降,大企业的投资需求开始减少,国民经济从储蓄不足变成了储蓄过剩。绝大多数优良企业都能以利润留存和发行证券的方式筹集到足够的资金,银行贷款对其已不甚重要了。从此日本银企之间稳定的信贷关系出现动摇,关系融资这一信贷模式的主流地位也开始逐渐降低。

二、对日本银行业关系融资的理论考察

(一)主银行对关系企业的融资救助行为

一般认为,日本的主银行在关系企业发生经营危机时,时常会扮演白衣骑士(white knight)的角色,担负起重振企业的重任,这在日本企业经营

发展史上已多次得到验证。如日本兴业银行就曾经推动了一些著名企业象尼桑汽车、山一证券、科桑化学等公司的重组、调整和转变,三菱银行对关系企业赤井公司坚定的支持终使后者摆脱了困境,此外,在1975年住友银行对马自达汽车公司和1991年富士银行对飞鸟建设的危机救援中,主银行都发挥了极其重要的作用。银行救助企业的措施可以是温和的,如帮助危机企业联系新客户、重新安排贷款合约(Hoshi, Kashyap and Scharfstein, 1990)等;也可能是激烈的,如注入新资本,进行资产重组、更换高级管理人员等。

曾在20世纪90年代中期担任过日本经济协会主席的青木昌彦教授认为,主银行对关系企业实施救助是建立在“相机治理”的基础框架下,因为银企之间在建立主银行关系时就隐含有一种救助承诺,但是这一承诺又不会在正式合约文本中出现,其原因是为了防范借款人可能发生的“道德风险”和“逆向选择”。他指出,银行对企业救助的目的可能是为了获得一种调控租金(regulatory rent),因为政府将会对实施救助的银行予以增建分支机构的奖励。不过,青木的上述观点受到东京大学经济学教授三轮芳朗和哈佛法学院教授拉姆塞(Miwa, Y. and Ramseyer, J. M. 2002)的质疑,他们认为,没有证据表明日本的主银行会在金融危机时向借款企业提供保险,如果银行发现即将出现大规模不良贷款损失时,通常都会向对方企业增加贷款(或调减利息、核销部分债务等)以确保其走出困境,维护银行自身资产的安全,其实许多国家的银行都有这种相同的经历。他们指出,如果有关主银行理论成立的话,那么主银行在金融危机时期似应比正常时期与危机企业关系更加密切,但事实并非如此,他们的实证研究发现,若企业发生贷款损失的时间越长,则其与主银行关系发生变动的比率就越高。而且尤其是较大的货币中心银行(money-centre banks),它们更加可能抛弃其处于危机中的客户。

我认为,主银行对关系企业的救助行为不仅是指其注入资金帮助企业重建,同时还包括进行

和解、公司再生等。此时,主银行在考虑救助成本与未来潜在收益的基础上,将会在重建、和解、公司再生以及破产之中选择使企业价值最大化的一种方式,这是银行实施救助决策的重要基础。在2000年7月发生的日本最大一起非金融企业倒闭案——崇光百货集团倒闭案中,其主银行恰恰就没有根据惯例对企业进行救助,使之最终不得不上破产的道路。因此,救助行为是否发生应该根据特定危机企业的具体情况来确定。

近年来,由于日本金融环境的恶化,大量银行内部管理问题突出,出于自身经营安全的考虑,一些主银行不得不放弃对部分企业实施救助,这时紧密的银企关系可能对银行的救助行为会起到特殊的作用。例如,星岳雄等人的多项研究表明,同一集团公司的成员企业或与主银行关系密切的企业,它们受到金融危机冲击时,获得安全性保障的程度也就更强。

(二)主银行关系与企业融资活动的改变

进入20世纪80年代以后,日本的银企关系发生了一些重大变化,正如一些学者(如Kester, 1991; Ramseyer, 1994)所指出,1980年《外汇控制法》的颁布,使日本企业能够对国外发行无需抵押的金融债券,金融自由化导致日本企业正逐渐从严重依赖银行贷款转向从资本市场融资,在泡沫经济时期,资产价值的暴涨同时也加速了银行借贷的退化,长期以来,紧密的大企业与银行的关系开始出现松动。然而,主银行关系对企业其它融资活动仍有积极的影响,其作用不容低估。

研究表明,密切的银企关系将有助于企业在公开市场上融资。例如,米亚卡、萨克斯和特罗格从东京证券交易所的KAISHA(企业)数据库里提取了自1985年到1998年92个企业的样本数据,经过分析后他们发现,对于那些有银行持股或有银行人员在董事会里任职的企业,它们反而减少了对银行贷款的使用,这表明密切的银企关系降低了企业的银行融资需求,由于有银行部门的监督,企业从公开市场低成本融资的成功率得到了提高。这充分说明,在金融自由化以后,日本的主

银行依旧在企业的公司治理中保持着重要的作用,不过这时主银行的主要任务已逐渐从向企业提供贷款转变为对企业实施委托监督。

在企业的债务融资中,银行贷款占其全部债务融资的比重是一个重要的财务指标。早期星岳雄等人的研究发现,企业银行债所占比率与企业预期的成长性(用企业市价与帐面价的比值——MtB表示)呈负相关性,但1999年安德森等人却发现它们之间是正相关性。对此香港城市大学的Wu等人利用PACAP数据库中自1977年—1997年的日本企业相关数据进行了实证研究,结果显示日本企业的银行债与MtB值之间是一种U形关系。他们指出,低质量和前景较差的企业严重依赖银行贷款,随着企业成长性的增强和信用水平的提高,企业对银行贷款的需求降低,倾向于从公开市场进行融资,但是对于那些有极高成长性的企业来说,由于其在公开市场融资时信息成本和签约成本较高,它们对银行贷款的需求反而又趋增加。

从理论上讲,关系企业通过与主银行建立密切联系,其主要目的是低成本地获取资金支持。上述研究说明,目前日本企业的融资方式已出现了多样化,有较强经济实力和较高信用水平的企业已不再把银行贷款作为唯一的借款来源。另一方面,在融资渠道多样化的前提下,企业也可以根据融资成本灵活选择不同的融资方式,由于在公开市场融资成本偏高,高成长企业仍旧会把银行贷款作为主要融资方式。而对低质量的小企业来说,来自主银行的支持则显得十分重要。Wu等人还发现,日本主银行对关系企业的控制能力正在减弱。其实,这正是同一问题的反面,由于企业对银行贷款依赖程度的降低,不可避免会削弱原有稳定的银企关系,自然会影响到主银行对关系企业的控制能力。

(三)主银行关系对企业融资带来的不利影响

日本企业因与主银行之间建立密切关系所带来的成本问题,也是近年来学者们关注的焦点。吉布森发现,与发生了金融危机的银行关系密切

的公司在投资决策时对企业流动性条件更为敏感;家森信善等人指出,北海道拓殖银行的倒闭致使与其有密切关系的公司的股票发生了较大幅度的异常变动;韩国学者Kang(Kang and Stulz, 2000)等人发现,1989年时银行债务较高的公司,在1990年—1993年大震荡期间经营绩效恶化,并且它们与其它公司同期相比投资量也在下降;莫克等人得出了主银行对公司持股结构与公司绩效呈负相关性的结论;而威因斯坦和亚非更宣称,在战后没有任何证据表明日本企业高绩效与其主银行相关,他们发现主银行的关系企业(1)面临较高的利息成本,(2)具有较低的盈利性,(3)与其它竞争者相比经历了较低的成长率。此外,牛津大学圣安东尼学院的苏儒通过对日本支柱产业——电器制造业有关公司的研究表明,这些在70年代创造出惊人业绩的企业其绩效与主银行关系并不显著,具有很强银行关系的公司尽管支付利息成本比银行关系较弱的公司偏低,但是它们在90年代末经营表现却更糟。他同时还发现,主银行的“监督利得”(monitoring benefits)在90年代末似乎已经消失,而那些其主银行资本弱化的公司自己的绩效也变得更差了。

实际上,主银行关系无论对银行还是对企业来说从来都是一把双刃剑,关系融资对银企双方都有可能带来不利影响。对企业而言,主银行的信息优势和垄断控制在一定程度上会增加借款企业的筹资成本,这种成本又被称作“套牢”(holdup)成本,指的是由于主银行对企业取得信息优势后,将会通过建立长期关系来维持对这种优势的长期占有,以达到对企业的“信息俘获”、据此获得高额垄断性租金的目的。解决“套牢”问题的办法是企业设法与多家银行建立业务关系,但建立多银行关系又可能会给企业带来更多的交易费用,使之成为企业不得不进行权衡的又一难题。从这个意义上讲,企业借助银行声誉来对主银行进行限制倒不失为另一种有效的手段。而在主银行方面,它所受到的冲击将来自企业的“预算软约束”问题,银行可能会为企业短视的冒险投资行为

而承担更人的风险,因此银行放弃救助承诺显然是一种理性的选择。

此外,在金融危机时期,密切的银企关系还可能加速“危机”的相互传染,使原本经营正常的主银行或企业受到关系方的影响而陷入灾难的境地,这种情况已在日本金融危机中得到多次的验证并成为对主银行形成严重冲击的主要原因之一。

三、结语

从上世纪90年代起,日本的金融风暴使日本银行业受到沉重打击,以主银行制度为基础的关系融资也面临危机,无论是城市银行还是地方银行纷纷开始收缩信用,众多企业特别是中小企业因资金短缺而大量倒闭。澳大利亚储备银行的格尔在总结日本银行危机的结构性病症时指出,80年代以来的日本金融自由化和资本市场去规则化(Deregulation)削弱了日本银行的特许权价值,造成了借款人质量的下降,引发了在信贷市场的逆向选择风险,同时却激励银行为扩张更多贷款而从事高风险的借贷活动,而日本国内的经济政策和货币政策又未能有效隔离对银行体系的有害冲击,从而使稳定的银行体系变得日渐脆弱,最终导致危机的形成。

在上述背景下,日本的主银行关系也在发生深刻变化,由于主银行的衰退,它们对企业隐含的保护和救助作用开始明显降低,关系融资的作用和地位也大不如前。但是我们现在还不能武断地下结论认为日本的关系融资未来就不再重要,或者说关系型融资制度就不将存在。国内曾有研究者认为,1996年日本金融“大爆炸”式的激进改革,标志着关系型融资制度的终结,以及保持距离型融资制度的开始(杨喜瑞,2003)。本文作者并不赞成这种观点,因为尽管日本的主银行体制受到严重冲击,但是其生存的空间依然尚在,除了大企业需要主银行的支持外,对绝大多数中小企业来说,主银行仍旧是其融资的主要渠道。

美联储的斯皮格尔和名古屋大学的家森信善的研究表明,在金融危机时期,中小企业对其主银行的绩效异动具有较强的敏感性,并且实证显示随着银行趋弱,这种影响便愈大。这一研究充分说明,中小企业对主银行仍然具有很强的依赖性。事实上,日本除了大企业集团之外,还拥有数量庞大的中小企业群,如在上世纪90年代初就有中小企业623万家,从业人员近4000万人,它们虽然规模小,人数少,技术力量薄弱,但经营灵活,容易根据市场环境变化,迅速做出经营决策,它们通过建立同行业“事业协同组合”来加强彼此合作,或者通过加入大企业的系列化生产体系来增加其竞争能力。

由此我们不难预见,尽管长期以来以“系列融资”、“协同融资”为特征的企业集团与主银行之间的关系融资模式将会渐行远去,但是受日本传统金融体制惯性作用的影响,以及中小企业与面临大企业“脱媒”的商业银行自身未来生存的需要,在企业与主银行之间,关系融资应该还会有更进一步的发展,在融资多样化时代,日本企业的关系融资与保持距离型融资将会长期共存。

参考文献:

- ①星岳雄:《清理资产负债表:日本在战后重建时期的经验》,载青木昌彦、钱颖一主编:《转轨经济中的公司治理结构》,中国经济出版社。
- ②宫岛英昭:《日本前财阀控股的私有化和以银行为中心的公司的出现》,载青木昌彦、钱颖一主编:《转轨经济中的公司治理结构》,中国经济出版社。
- ③罗清:《日本金融的繁荣、危机与变革》,中国金融出版社。
- ④曲寅军、姚文雄:《再论主银行制度》,《财经理论与实践》,第5期。
- ⑤杨喜瑞:《日本关系型融资的演进及启示》,《经济前沿》,第1期。
- ⑥左中海主编:《日本市场经济体制》,兰州大学出版社。
- ⑦首藤惠、松浦克己、米泽康博:《日本的企业金融》,东洋经济新报社。

(责任编辑 孙世春)