

日本的关系型融资评析

何 韧

摘要：自第二次世界大战以来，在日本银行与企业之间关系型融资得到广泛运用，有力地推进了日本战后经济的重建和经济的快速发展。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，关系型融资在企业融资活动中的地位和作用逐渐降低。在现今企业融资多样化的时代，日本的关系型融资在方式上与过去相比会有显著的改变，但这并不意味着其已失去生存空间。

关键词：关系型融资 主银行 企业 日本

一、引言

自第二次世界大战以来，日本银企之间主流的融资方式被学术界称为“关系型融资”(Relational Financing)，按照美国斯坦福大学著名学者青木昌彦和瑟达尔·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。

在关系型融资中，预期发挥着重要的作用。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，来自该国政治、经济、社会、文化、历史和传统习俗的规制的影响是日本关系型融资制度得以萌芽、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20世纪80年代起即开始出现。本文以下的内容将在对日本关系型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型融资的改变，并考察近年来日本关系型融资相关研究的主要成果，最后对其未来发展趋向进行分析和展望。

二、日本关系型融资的微观基础

日本关系型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型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)。

日本主银行制度的形成，可以追溯到明治维新以后。随着日本《银行法》(1928)和《金融事业完备令》(1942)的颁布，银企之间的关系开始进一步密切。为了适应军国主义的发展和战争的需要，日本政府特别制定了“军需融资指定金融机构制度”，明确指定一些银行专门为军需企业服务。到第二次世界大战结束时，几乎全部的日本企业都有了自己的指定银行，日本的主银行制度初现轮廓(李扬, 1996)。第二次世界大战以后，日本企业的经营状况非常困难，自有资金的积累能力异常薄弱。在国家财政事实上已经崩溃的情况下，对信贷资金进行控制和分配，几乎是政府唯一可采用的政策手段，所以日本政府对于主银行给予了大量的政策优惠，例如，它置美国占领当局的建议于不顾，支持银行雇员在

企业兼职,并允许银行持有企业的股份,同时鼓励银行参与和指导企业的发展。相应地,对于企业从银行取得的贷款,政府也给予了税收优惠。从 1955 年至 20 世纪 70 年代初期,是日本经济的“高速增长期”,日本政府确立了“民间投资、出口为主”的经济发展目标,建立起以贴现率为中心的管制性利率体系。政府通过利率管制使主银行获得一定的制度租金,改善了主银行的激励结构(陈国进,2001)。由于日本政府对银行的竞争限制和有效的保护政策,以及稳定的经济环境的支撑,企业的经营效率大幅提升,经济得到高速发展。但自 70 年代以后,以欧洲美元的产生和离岸金融业的发展为标志,国际金融市场空前活跃,资本的国际化使日本企业能够从海外引入更多的资金。结果,企业的创新驱动和银行稳健风格的矛盾,股票市场的发展,以及金融业的迅速国际化,从多个方面弱化了日本的主银行制度。

90 年代泡沫经济产生之后,主银行制度又受到了进一步的冲击。由于卷入了不动产及股票投资交易,或是接受以不动产及股票为抵押的贷款条件,许多银行不良贷款数量大幅增加,造成多家银行倒闭,严重损害了日本金融制度的稳定性。如今,日本的主银行制度依然存在,但是其影响范围与过去相比有了很大的不同。过去,企业无论大小,基本上都实行主银行制,可谓“没有主银行就没有企业”(奥村宏,1998)。但自 20 世纪 80 年代中期以来,主银行制的特征已经不太容易在较大的企业中看到了。

三、日本关系型融资的历史嬗变

在战后的重建过程中,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,经营异常困难,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解决,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(星岳雄^①,1995)。这种做法不仅使银企之间的关系变得更加密切,而且还为未来关系型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(IBJ)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型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(三井、三菱、住友、富士、三和、第一劝业银行)和日本兴业银行通过向日本银行的大量借款,以此来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(Miyajima, 1995)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,同时关系型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,同时主银行考虑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 - 1974 年的 41.4% 下降到 1975 - 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、间接金融和自有资本三种方式并重(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,由于通货膨胀导致实际经济增长率的下降,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。其时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,关系型融资这一信贷模式的主流地位也开始逐渐降低。

四、对日本关系型融资的理论考察

建立在日本主银行制度背景下的关系型融资成效如何,在经济环境发生变化时,它又会出现怎样的

改变,对银企活动会带来什么样的影响?笔者根据近年来国外学者的研究进行简要的综述和分析。

(一)关于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(Ostrom, D., 1998)。如日本兴业银行就曾经推动了一些著名企业像尼桑汽车、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、重新安排贷款合约等(Hoshi, Kashyap and Scharfstein, 1990);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(Aoki, M., 1994, 2000)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,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,青木昌彦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的质疑(Miwa, Y. and Ramseyer, J. M., 2002),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,它们更加可能抛弃其处于危机中的客户。

笔者认为,事实上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(SOGO)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(Hoshi, Kashyap and Scharfstein, 1990, 1991; Hoshi, Scharfstein and Singleton, 1993)就表明,同一集团公司的成员企业或与主银行关系密切的企业相对于其他企业,它们受到金融危机冲击以及从紧的信贷条件影响的程度明显较低,获得安全性保障的程度也就更强。

(二)关于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(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,长期以来大企业跟银行的紧密关系开始出现萎缩。然而,主银行关系对企业其他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(Miarka, Sachs and Troege, 2001)从东京证券交易所的KAISHA(企业)数据库里提取1985-1998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。星岳雄等人(Hoshi, Kashyap and Scharfstein, 1993)的研究发现,企业银行债占比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(Anderson and Makhija, 1999)却发现它们之间是正相关关系。对此香港城市大学的Wu等人(Wu, Sercu and Yao, 2001)利用PACAP数据库中1977-1997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

公开市场进行债务融资,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,不可避免会削弱旧有稳定的银企关系,自然会影响到主银行对关系企业的控制能力。

(三)关于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(Gibson, 1995)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(Yamori and Murakami, 1999)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程度的异常变动;韩国学者Kang 等人(Kang and Stulz, 1997)发现,1989 年时银行债务较高的公司,在 1990 - 1993 年大震荡期间经营绩效恶化,并且它们与其他公司同期相比投资量也在下降;莫克等人(Morck, Nakamura and Shivdasani, 2000)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;而威因斯坦和亚菲(Weinstein and Yafeh, 1998)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面临较高的利息成本、具有较低的盈利性、与其他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(Tsuru, 2001)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弱银行关系的公司偏低,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”在 90 年代末似乎已经消失,而那些主银行资本弱化的公司绩效也变得更差了。

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,关系型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大的风险,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。

五、结语

从 20 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型融资也面临危机,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(Gower, 2000)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放松管制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改革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发生了深刻变化,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,关系型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型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)。笔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存在,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(Spiegel and Yamori, 2001)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20世纪90年代初就有中小企业623万家,从业人员近4000万人(左中海,1993),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企业“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,在日本经济发展中的作用也是不可小视的。

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型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,关系型融资应该还会有更进一步的发展,在融资多样化时代,日本企业的关系型融资与保持距离型融资将会长期共存。

注释:

①星岳雄(Takeo Hoshi)在国内有关文献中(见青木昌彦、钱颖一主编:《转轨经济中的公司治理结构》)被译为星武雄,系音误,现按日文改正,详见日本东京大学日文网页。

参考文献:

1. 李扬:《日本的主银行制度》,载《金融研究》,1996(5)。
2. 星岳雄:《清理资产负债表:日本在战后重建时期的经验》,见青木昌彦、钱颖一主编:《转轨经济中的公司治理结构》,北京,中国经济出版社,1995。
3. 陈国进:《日本金融制度变迁的路径依赖和适应效率》,载《金融研究》,2001(12)。
4. 奥村宏:《日本的股份公司》,中文版,北京,中国展望出版社,1998。
5. 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集团的出现》,见青木昌彦、钱颖一主编:《转轨经济中的公司治理结构》,北京,中国经济出版社,1995。
6. 罗清:《日本金融的繁荣、危机与变革》,中文版,北京,中国金融出版社,2000。
7. 曲寅军、姚文雄:《再论主银行制度》,载《财经理论与实践》,1997(5)。
8. 杨喜瑞:《日本关系型融资的演进及启示》,载《经济前沿》,2003(1)。
9. 左中海主编:《日本市场经济体制》,兰州,兰州大学出版社,1993。
10. 首藤惠、松浦克己、米泽康博:《日本的企业金融》,日文版,东京,东洋经济新报社,1996。
11. Anderson and Makhija, 1999. "Deregulation, Disintermediation, and Agency Costs of Debt: Evidence from Japan." *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 309 - 339.
12. Mashahiko, Aoki and Patrick, H., 1994. *The Japanese Main Bank System*. Oxford University Press.
13. Mashahiko, Aoki and Serdar, Dinc, 1997. "Relational Financing as an Institution and its Viability under Competition." SSRN Working Paper.

14. Mashahiko, Aoki, 2000. *Information, Corporate Governance, and Institutional Diversity: Competitiveness in Japan, the USA, and the Transitional Economies*. Oxford University Press.

15. Gibson, M., 1995. "Can Bank Health Affect Investment? Evidence from Japan." *Journal of Business*, 68, pp. 281 - 308.

16. Gower, L., 2000. "Some Structural Causes of Japan's Banking Problems." Reserve Bank of Australia, Economic Research Department.

17. Hoshi, T.; Kashyap, A. and Sharfstein, D., 1990. "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan." *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 67 - 88.

18. Hoshi, T.; Kashyap, A. and Sharfstein, D., 1991. "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups." *Quarterly Journal of Economics*, February, pp. 33 - 60.

19. Hoshi, T.; Kashyap, A. and Sharfstein, D., 1993. "The Choice between Public and Private Debt: An Analysis of Post-deregulation Corporate Financing in Japan." Working Paper, National Bureau of Economic Research.

20. Hoshi, T.; Sharfstein, D. and Singleton, K., 1993. "Japanese Corporate Investment and Bank of Japan Guidance of Commercial Bank Lending," in Singleton, K. J., ed., *Japanese Monetary Policy*. University of Chicago Press.

21. Kang, J. K. and Stulz, R., 1997. *Is Bank-Centered Corporate Governance Worth it? A Cross-Sectional Analysis of the Performance of Japanese Firms during the Asset Price Deflation*. Mimeo, Ohio State University.

22. Kester, W., 1991. *Japanese Takeover: The Global Contest for Corporate Control*. Harvard Business School Press.

23. Miarka, Sachs and Troege, 2001. "Do Bank-Firm Relationships Reduce Bank - Debt? Evidence From Japan." ESCP-EAP Working Paper.

24. Miwa, Y. and Ramseyer, J. M., 2002. "Bank and Economic Growth: Implications from Japanese History." *Journal of Law and Economics*, Forthcoming.

25. Morek, Nakamura and Shivdasani, 2000. "Banks, Ownership Structure and Firm Value in Japan." *Journal of Business*, 73(4), pp. 539 - 567.

26. Ostrom, D., 1998. "Japan's Banks and the Bad - Loan Problem: The Nightmare Continues." *Japan Economic Institute-JIE Report*, No. 25, July 3.

27. Ramseyer, J., 1994. "Explicit Reasons for Implicit Contract: The Legal Logic to the Japanese Main Bank System," in Aoki and Patrick, eds., *The Japanese Main Bank System*. Oxford University Press.

28. Spiegall, F. M. and Yamori, N., 2001. "Financial Turbulence and the Japanese Main Bank Relationship." SSRN Working Paper.

29. Weinstein, D. E. and Yafeh, Y., 1998. "On the Cost of a Bank Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan." *Journal of Finance*, 53, pp. 635 - 672.

30. Wu, Sercu and Yao., 2001. "Reexamining the Relationship between Debt Mix and Growth in Japan." Working Paper in European Finance Association Meeting.

31. Yamori, N. and Murakami, A., 1999. "Does Bank Relationship Have an Economic Value? The Effect of Main Bank Failure on Client Firms." *Economics Letters*, 65, pp. 115 - 120.

(作者单位:上海财经大学金融学院 上海 200433)
(责任编辑:S)