

日本金融体制的形成和发展

早稻田大学商学部

宫岛英昭

一、序言

战后日本金融体制的特征，表现在依靠主观判断的金融行政、间接金融为主和主银行制度，与以事前规定为依据的行政、直接金融、通过市场调控为特征的盎格鲁·萨克逊式体制相对照。但是，进入 20 世纪 90 年代后，泡沫经济的崩溃已显而易见，同时，屡屡受到指责的是，支撑战后日本经济增长的金融体制的制度乏力，而面向 21 世纪的金融体制改革正成为人们热烈讨论的主题（中谷，1996 经济企画厅，1996 本报告 寺西论文）。本报告的主题是，以上述议论为主线，论述日本金融体制形成和发展的轨迹。

本报告的前半部分是把焦点聚于由联合国军总司令部（以下缩写成 GHQ）提议实施的战后金融改革，并加以概括。其重点在于论述 1955 年前后建立的金融体制并未依照当初的计划被实现这一事实。

作为战后改革的一环，与其他的许多经济改革一样，它具有强烈的我国金融体制美国化的倾向。短期金融主要以商业银行为核心，长期资本的供应则通过由股票市场和证券市场构成的资本市场来加以运营，同时对金融市场的介入则限于以法规的安全性为基准的监督方面，这是 GHQ 的基本设想。现在，作为金融体制的构成要素，如把注意力放在分散风险、调整资金提供者和需求者之

间的期限失衡、缓和情报的非对称性及法人管理等方面，就能把 GHQ 的设想整理为这样几点，即股票所有者成了基本风险的承受人，并且，期限变换、信息的产生、企业经营者的规范等都要利用资本市场。

而且，如果考虑到以下因素：(1)作为改革对象的、战时的金融体制被置于高度的统制下，(2)在改革的实施过程中，金融机构发行的股票一时被转让于准国有机构的持股公司整理委员会，(3)其营业被置于政府的严格监视下，那么，我们会明白日本的战后改革是以盎格鲁·萨克逊式的有计划的金融体制为模式，且是该金融体制最初的及大规模的市场化实验。^①但是，1955年前后建立起来的金融体制并没有按当初所设计的改革方案实现。企业的资金筹措则依赖于间接金融，信息生产、经营者的规范都由城市银行，即主银行负责，同时，利息统制、资金分配支撑着它的运营。本报告的第 1 个课题是概括战后金融改革的进程，即制度的美国化及其修订（日本化），并研究为何以理想的平衡金融和以市场为基础的体制没有被建立起来，而与其相对照，却形成了以强有力的、主观判断的金融行政、间接金融及主银行体制为特点的战后金融体制。

具有以上特点的战后日本式金融体制，与其说是仅仅经过战后的改革而形成的，还不如说，它是以战时的金融结构的变化和金融制度改革为出发点，在战后改革中引进了美国模式，并经过修改，于 1955 年前后作为金融体制的巨大变化的结果而形成。最近的研究，清晰地向我们解释了以下一系列事实，即资金流动模式的变化（间接金融化）、金融统制的扩大（资金分配及利率规定、债券发行市场的规定），由公共资金支撑的长期资金供应体制的形成及作为主银行体制原形的协调融资体制的形成，并强调了日本式金融体制形成中战时变化的重要性（植田，1993；冈崎，1995），只是这种理解稍稍忽视了战后的金融体制是通过与战时变化有 180 度的

不同的战后改革而新“产生”的特点（桥本，1995；最近出版的刊物）。本报告的目的，在于解释以战时的变化为前提的战后改革在战后金融体制形成中所起的作用。

本报告后半部分的第 3、4 节的课题是，论述由此形成的金融体制在经济高度增长期中所起的作用，在此之后的稳定增长期中的变化。具体来说，第 3 节概括 1955 年前后形成的金融体制在经济高度增长前半期中的“洗炼”或“进化”，在经济高度增长后半期中的制度化或至顶峰期的发展过程，同时，解释了这样的金融体制在投资者和借款者（企业）对情报的非对称性的缓和和对经营者的制约方面所起到的有效作用。接着，在第 4 节论述石油危机后，特别是 80 年代以后的战后金融体制的变化过程。在 80 年代金融的自由化、证券化、国际化，以战后金融体制为特征的管制，间接金融都发生了变化，由此，主银行体制也发生了变化。特别重要的是，主银行制度的监察能力减弱，这是 80 年代后半叶泡沫经济产生的原因之一。这样，在 90 年代，日本式金融体制的改革被提了出来。在该节中，我要强调，要对作为战后改革期中美国化一环并被制度化的证券业务和银行业务的分离及禁止持股公司的规定进行再研究，这将在与战后金融体制大改革的关系方面具有重要意义。

二、战后金融改革 金融体制的美国化及其修订

（一）GHQ 对金融体制的“设计”金融体制的美国化

首先，从风险负担、期限变换、信息生产、法人管理的观点出发，对 GHQ 尝试的一系列金融制度改革加以归纳，这或许是较为方便的途径。

1. 关于金融改革，GHQ 的大问题意识在于打破产业和金融之间的密切关系。而隐含在其背后的认识则有以下几点：（1）财阀金融机构在银行、信托、保险等部门处于优势地位；（2）银行行为通过董事兼任和持股关系，在财阀组织内部垂直展开；（3）银行对

相关企业的投资和相关企业对同一系统银行的存款，使其形成了相互递增的优势；（4）财阀金融机构的高声誉和相关企业网使财阀金融机构相对于独立银行处于优势地位；（5）这些优势，也通过政府的政策得到强化。由此，GHQ 提出了以下建议：（1）分散持股、中止董事兼任关系；（2）被财阀公司吞并的金融机构的分离和银行部门通过分割改革为竞争性的产业组织；（3）限制银行持股；（4）限制巨额贷款^③；（5）缩小包括废除对财阀银行优惠政策在内的大藏省的权限。

2. 作为解散财阀政策的一环，当初金融改革就有相当明确的计划，对此，只要看一下初期的对日方针就会知道。但是 GHQ 对创立新的金融制度的计划未必是明确的，还不如说，在改革的实施过程中，由政策负责人特别提议这种色彩更浓一些。但是，在与日方交涉时，隐含于背后的是，在日本创立长期金融和短期金融明确分离的、本国式的金融体系，即可以归纳为“以商业银行的短期金融为中心，长期产业金融则由股票市场和证券市场构成的资本市场来进行，并以银行和资本市场的功能相分离为原则”。^④由此构想出长期资金——证券市场——投资银行、短期资金——资金市场——都市银行的体系。

3. GHQ 的看法是，由商业银行进行银行的主要业务，并以设计维持银行的安全性及保证其安全性的制度框架作为其重要课题。这点体现在以下几个方面：（1）从 1947 年 5 月起恢复了对金融机构的检查，并从翌年 3 月起开始强有力地实施美国式的检查方法；（2）为重建和完善金融机构要求高水准的风险—资产比率^⑤。（3）正如下文所述，被指示要制定包括金融机构在内的金融立法。而且，在恢复金融机构健全性问题上，GHQ 和大藏省的意向也是一致的。确保金融机构的健全性是金融危机以来银行行政的基本，而 GHQ 与大藏省的对立在于，GHQ 考虑的是通过法律行使政府监督，而大藏省则选择灵活性的行政手段（伊藤，1995，P. 103）。

4. GHQ “设计”的体制基本上是以市场为基础的体制，如从本报告开头的视角出发进行整理，如表 1 所示。

(1) 风险，基本上由“民主化”了的小股东承担。

(2) 储蓄主体的资金供应和投资主体的资金期限结构的失衡，由证券市场进行调整。

(3) 在缓和投资主体和储蓄主体之间产生的、信息的非对称性的问题上，对有关项目评估的“事前的监察”被委托于投资银行，对有关项目实施的“中间的监察”被委托于商业银行，对有关项目收益性的“事后的监察”则被委托于股票市场。

(4) 企业的法人管理，以个人为中心的、分散的所有体系为基础，通过股票市场和股东大会来监视企业的行动。⑩

这样的构想，如与战时发生的变化进行对比，它有以下两种情况：(1) 转移到银行乃至政府那里的风险负担和期限变换的功能，再次回到被民主化了的股东及股票市场上；(2) 通过强化对资本市场的培植和对股东的监控制度，使一时消亡的信息生产和监控重新得到恢复。此外，与经济统制以前的、以市场为基础的体制相比较，它有这样两大特征：(1) 解散在信息生产和监察中起重要作用的财阀组织；(2) 特别排除在公司债券市场上担负着重要的信息生产任务的证券业务。

(二) 实行改革的步骤

1. 禁止垄断和金融机构的重新组合

在这样的构想下，实际的改革是如何实施的呢？下面，我用已对该过程加以整理的表 2 来简单地概括一下。

(1) 关闭政府所属的金融机构和实行私有化 (privatization)。由此负责战时金融的“战时金融金库”、“金融统制会”、“朝鲜、台湾银行”被关闭了，同时横滨正金银行 (外汇专业机构) 日本兴业银行被民营化了，包括日本兴业银行在内都成为普通银行。

(2) 在 1946~1947 年，金融机构的支配力量被排除了。重要的

是，作为解散财阀政策的一环，全面更换了经营者。财阀银行经营者的更换是富有戏剧性的。不仅财阀总公司的兼任董事辞职，而且作为 1947 年 1 月实施的所谓驱逐财阀政策的结果，战前的董事会成员几乎都不得不一一卸任，新的经营者则是从分行长级中选拔出来。还有，通过一系列的改革措施，旧财阀银行的持股结构发生了戏剧性的变化。在这变化中，由于实施了解散财阀措施，使财阀家族、总公司、同一系统企业转让并处理其所持股份，加上随着金融机构的重建和整顿，所需资金被大幅度压缩，这些都具有重要意义。因舍弃了最低须达到 90% 高比率的资本金的规定，在银行股东组成方面，大大减弱了个人大股东的力量。

通过这两项措施，金融机构自身的法人管理发生了很大变化。即使在资金筹措的形式发生很大变化的战时，城市银行的法人管理也只发生了很小的变化；在战败后，住友、安田银行在同一系统的持股比率也超过了 50%，以此为背景的持股公司掌握着银行董事的人事权。而且，令人关注的是，在战时，即使在各银行积极参与产业金融的过程中，在银行内部，也不断有来自固守于过去的“健全银行”的保守派。可以看作在其背后，有财阀家族、总公司所代表的、回避风险的大股东的批判。^⑦的确，银行的贷款行为与过去的“健全银行”相比发生了很大变化，但是，这种变化是在 1944 年实现了政府的风险补偿以后才出现的。对于贷款的增加，银行方面一向就害怕风险的增大，直至 1943 年存贷率、风险资本率与战前的结构相比较也没有发生很大变化。因此，在政府对债务的保证被取消，并变成银行自身的责任时，大银行再次起到了商业银行的作用，这种可能性是不能否定的。这种经营者和持股结构的巨大变化被看作是阻止向自战前以来的“健全银行”倒退的一个重要原因。

(3) 战后改革大大制约了战前、战时在制度上放任的银行的证券投资行为。作为解散财阀的一环，同一集团企业中银行所持股份被强制性转让，旧财阀银行被禁止持有同一集团企业的股份（《公

司持有证券的限制条例》，1946年11月）。还有1947年12月制定的禁止垄断法把银行的持股率限制在5%，并全面禁止持股公司。前者与被作为典范的美国的禁止垄断法相比较已趋于缓和，但是，后者即使在美国的禁止垄断法里也找不到，它是非常彻底的规定。不过，这种限制，从战前的银行持股来看，其短期制约的效果较小。因为，在战前城市银行的总资产中所占的持股比例低（城市银行，1930~1937年，平均为1.8%），战时，其比例反而变得更低了（1944~1945年，平均为0.7%）。但是从长远看其意义却很大。因为，战前城市银行实施的银行系列化受到很大制约，禁止持股公司的规定是不可能允许银行业开设金融子公司的。

（4）通过对同一部门实施排除集中法，银行业创立了竞争性产业组织。但是，众所周知，该法律适用的现实性虽在1947年下半年有所提高，但最终还是被排除在适用范围之外（大藏省，1982；浅井，1989）。但是，通过采取其他措施直接、间接地推动了银行部门产业组织的发展：①金融机构的重建和整顿，以恢复战时的合并现状为其认可的方针，由此，就产生了从第一银行——帝国银行的再分离现象。这个时期的银行业的行政方针也是“反垄断”的。在1949年1月，大藏省采取排除集中的方针，即决定采取不允许大银行增设分行的方针，9月批准新设地方银行。②改革措施强度的非对称性对非财阀银行产生了有利的影响，它强化了银行间的竞争，这点也不容忽略。三和银行地位的上升就是在这一局面下实现的。

2. 美国制度的引进和复兴期的金融

金融机构中财阀的影响力被基本排除后，进入1948年新的金融体制的设计问题变得具体化了。首先实施的是根据修订后的证券交易法的，银行部门禁止从事证券业务的事项（1948年）。由此，战前较多地从事公司债券业务的城市银行从证券业务中被排挤出来。③接着，1948年6月，作为长期金融和短期金融分离的具体体

现，金融机构被迫对普通银行或债券发行公司作出抉择。结果，日本劝业银行、北海道拓殖银行选择了普通银行。而且还实施了制度改革，它支撑着由解散财阀而创设的、分散的所有制结构和以此为基础的法人管理。前文的证券交易法是以保护大众投资者为目的，并添加了许多有关信息公开等保护股东权利的规定，并在 1950 年得到实现。另一方面，依照爱德瓦特报告，对商法修订的研究也在进展中。这样，虽然对金融机构进行整体规范的金融业法的法制化未被实现，但是在 1948 年 GHQ “设计”的体制作为制度似乎一时形成了。

不过，通过引进这一美国制度，即由证券市场提供长期资金的构想，在实体方面并未开始产生功能性作用。而战败前夕所实施的关闭证券市场措施，由 GHQ 继续实施，公司债券的发行受到全面的限制。因为在这个时期，资本市场事实上已不存在，用于复兴、合理化的资金专门由间接金融提供（图 1）并且在产业部门间的分配处于政府的限制状态下。下文将对这个时期的资金供应的实际状况作一介绍。

(1) 从 1947 年末开始，为了实现倾斜式生产，以基于紧急金融措施令的“融资准则”和日本银行的融资斡旋为手段，在部门间实行资金分配。这种协调融资，被评价为是主银行体制的原型（冈崎，1993）。在此有必要注意以下几点：① 干事银行实际上“缺乏资金的余力”，日本银行实际上起到了干事银行的作用；② 城市银行的“监查”对日本银行的依赖性很强；③ 向协调融资屡屡“附上由复兴金融公库支付的保证”（桥本，最近出版刊物；日本银行，1957，P. 295），也就是这时，城市银行的事前监察事实上已由日本银行代行，贷款风险已被转移到政府那里。

(2) 在与主银行的关系上，以下情况很重要。尽管指定金融机构作为制度已被废除（1946 年 4 月），但作为实际的形态仍然持续。在 1937 年或 1955 年在包括 100 家最大矿业企业的 133 家企

业中 根据表 3,1948 年新旧帐目合并时,借款余额明确的 97 家企业中,大企业的借款依赖于旧的指定金融机构,其借款依存度平均超过 50%,除了对复兴金融金库的依存度高的矿产部门外,均达到了 70%以上。还有,从银行类别看,特别是帝国、三菱银行的比率高,只要看一下最大 100 家企业,就会明白,其借款的 50% 依赖于旧的指定金融机构的 4 大财阀银行或兴业银行中的某一家。这一事实在主银行体制的形成中具有两重意思:第一,意味着各行的贷款依然固定化,风险未被分散,其原因在于限制巨额融资有问题;第二,这样的关系意味着,旧的指定金融机构在这一时期推进了信息的积累。在战时补偿停止后的企业重建及整顿过程中,旧的指定金融机构成了特别的财产管理人,参与特别经理公司指定的企业的重建与整顿工作。这种参与就是直接参与制定以处理旧结算债务为目的对企业进行重建和整顿的计划,它包括以此为前提的、对剩余资产能力进行测定,并制定将来的生产计划、资金计划及基于这些计划的预定借贷对照表、损益计算表。银行参与计划的制定对于积累借款人的信息具有重要意义。由此,与融资关系由法律强制确定、风险基本上由政府担保的指定机构金融制度时期相比,银行更高密度地积累起有关借款人的信息(宫岛,1992)。

(3) 尽管这种融资关系继续存在着,但金融机构对于企业经营的监察却减弱了,对企业经营的实质性监察也不存在了,这种战时以来的状况依然持续着。在战后复兴期,企业内部工人的发言权得到加强,重视内部人员利害得失的经营(Insider Control)倾向增强了,而股东的影响却减弱了。一时,成为最大股东的持股公司整理委员会屡屡行使它的权利,但是,其观点却与普通股东不同^⑩。在业务方面,在财阀股的处理过程中,成为新股东的小投资者并没有监察自己所投资的企业意图及能力。这样,自战争末期以来,企业经营中的预算约束软化仍然继续存在,企业经营者重视内部人员利害得失的内部控制问题变得深刻了(冈崎,1993;宫岛,

1995a).

3. 道奇路线：美国金融体制的日本化

(1) 证券市场的崩溃和直接金融的挫折。

1949 年春开始实施道奇路线，恢复了市场经济，同时，因改革而引进的制度实际上已处于起动的阶段。道奇路线的基本思路是通过租税偿还政府债务（超均衡财政），使金融机构持有的债券由公债、复兴金融公库债变为民间债（事业债、金融债），这样企业资金的筹措方式便转换成通过发行股票、公司债券而筹资的直接金融方式，为此，着力于培植股票市场、公司债券市场。这种道奇思路，通过夏普税制而得到补充完善（志村，1978, P. 67）。

但是 GHQ 的这一构想遇到了很大的困难。最大的挑战是 1949 年秋开始的证券市场的崩溃。证券市场崩溃的短期理由在于，随着道奇路线的实施，利率提高、财阀解散及与重建和整顿企业相关的股票供过于求，此外，企业收益处于低水平也是一个重要原因。但是，作为更为结构性的重要原因，战后的通货膨胀引起了金融资产的贬值、因征收财产税和整顿企业及解散财阀引起了金融资产的分散，由此，引起储蓄水平的降低，这一点是战后重要的新的条件。结果，在家庭储蓄中，人们喜欢选择风险低、交易成本低的存款。

不过，即使储蓄水平低，因所期待的收益率减低而引起资金从股票转移，这不仅使存款成为可能，而且使其能进入公司债券市场。但是实际上，这也没有发生。其理由为，对债券发行统制的延续、对应募者收益率的抑制、证券业务和银行业务分离强制实行的，这些都被视为是很重要的理由。GHQ 所期待的证券公司缺乏自己承担风险来认购公司债券的资金及信息生产的能力，相反，持有这种能力的城市银行却被从认购业务中排挤出来。这种战后创立的制度方面的条件在公司债券市场的培植时期，是债券发行继续被统制的重要原因，在此意义上，证券业务和银行业务的分离具

有与 GHQ 另一个目的——培植资本市场——不相吻合的一面。

股票市场的崩溃不仅发生在产业资金的供应方面，而且从法人管理方面来看，对企业经营带来了不良的影响。股票价格的下降意味着企业经营者有必要实施重视收益的经营，反过来说，轻易兼并企业将会对企业经营带来干扰（宫岛，1995a；YAFEH,1994）。

如上文所述，GHQ 的构想显然与我国所赋予的条件相背离，是不现实的，同时，改革期中所引进的制度也得修订。第一，作为股价对策的一环，金融机构的持股得到推崇。1949 要求生命保险公司通过购股及城市银行通过自有帐目进行持股。当初，对金融机构持股的增加持批评态度的 GHQ 也对此加以承认（宫岛，1995a）。第二，投资信托制度的引进也是很重要的。不过，投资信托制度的引进并不应仅仅从股价对策方面被理解。因为，该制度还被从“它是战后证券民主化运动的最为合适的媒体的观点”加以研究，它是以 1940 年美国证券公司法为模式而被制度化的（大和证券，1963，P. 318）。投资信托的销售很顺利，1953 年信托银行的持股比率为 6.3%，它与 1937 年四大财阀总公司持股在全企业缴纳资本中所占比率是同一水准。该制度由于股票投资所引起的高风险及交易成本的降低，促使小投资者的资金流入证券市场。另一方面，因这一时期经营者信誉度下降，市场对经营者的制约被部分制度化了。第三，1953 年修改了禁止垄断法，金融机构的持股限制从以前的 5% 放宽到 10%。这样，战后改革期中所创立的制度均已得到了修订。

（2）主银行体制的形成。

在复兴金融公库的融资被停止、证券市场不能发挥在长期资金供应中被期待的功能这种金融恐慌中，向民间企业部门提供资金的是城市银行，而城市银行的贷款则依赖于从日本银行借款（图 1）。以上情形尽管是 GHQ 的构想，但却意味着复兴期的资金是由与指定金融机构相连的城市银行供应的。由此，以下各点令人关

注。

第一，城市银行贷款的增加是与贷款对象的分散平行发展的。根据别的相关统计，在实行道奇路线后，旧财阀企业对同一集团银行的借款依存度降低，并且各城市银行对同一集团企业的贷款集中度也平行降低（宫岛，1992）。这种贷款分散被看成是既有银行方面要求分散风险的要求，也有 GHQ、大藏省对巨额融资的规定所产生的影响。例如，1949年6~8月，日本银行开始实施以缓和金融为目的的购人证券的干预行动，对此，经济科学局提醒说：“购人证券的行动过火，这不是使融资性质接近于对个别企业的特定融资了吗？”此外，朝鲜战争开始后大藏省对“集中向系列企业提供长期的、巨额的贷款”问题持更为严厉的批判态度（大藏省，1976，PP. 427~28, PP. 570~71）。关于巨额融资规定，GHQ和大藏省之间取得了广泛的一致意见，这就促进了城市银行贷款的分散，原来意义上的委托监察人的关系，可以看作是在此局面下形成的。

第二，1949年4月日本银行不再进行融资斡旋，也不再作风险保证，城市银行开始有意识地对客户企业构筑起监察体制。其动向之一是扩充审查部。例如，富士银行在审查部内新设了审查计划股，按行业类别进行审查。另一方面，使业务部调查科作为调查部独立出来，以使审查体制更完善（富士银行，1982）。第二个新动向是向大客户派遣董事，这是战时及改革期中也不曾有的新行动。各银行向贷款额多或借款依存度大的企业派遣董事，这同时也意味着，向有交易的企业派遣了财务方面的专家（宫岛，1995c）。还有一个手段是持股，制约银行持股的各种限制已趋于缓和，同时各行持有交易往来企业的股份的倾向增强。这种银行持股的增加是以过去所采取的贷款转帐形式展开的（日向，1968）。这样，事前、期中、事后的监察机制就形成了。主要银行体制是以战后的信息积累为前提，并作为城市银行对市场经济化的反应而形成的。

并且，在实行道奇路线和向市场经济的恢复过程中，城市银行

在企业的法人管理方面的发言权也增强了，这是很重要的。在战后改革期中，业绩不良企业的专职经营者进行了更换，在更换中，最大的债权人——主银行行使了很大的影响力。这一点，也能从企业业绩恢复的利润分析的结果中得到证实（宫岛，1995c）。这样，有效的企业监察体制就形成了。

（3）长期资金供应体制的形成。

另一方面，城市银行担负着资金供应任务，其资金不足部分由日本银行解决（如资金不足、超贷问题），这种情形迫使 GHQ 对战后改革期中引进的金融制度进行再评价（详情请参照杉浦论文）。其最大的变化就是 GHQ 改变了在此之前对长期金融机构所采取的消极态度。1950年3月，道奇再次访问日本，一改以前的态度，对改善与日本开发银行、长期信用银行制度相关的长期金融构想表示了积极的态度。之后，正式开始设计长期资金供应体制，并构想出这样的对策，即由日本银行承购政府债券，把酬金作为长期存款存入城市银行，从而消除超贷（日本银行，1952年），但是最终还是选择了创立长期金融机构。正如表2所整理的，相继批准了日本兴业银行发行债券，设立长期信用银行等长期金融机构，设立日本开发银行，引进信托分离的贷款信托制度，创立中小企业金融机构制度。这样，在各行业设立了金融机构，分散金融交易业务，使特定行业拥有专业技术（有关长期金融的信息生产能力），同时让它们发行与资产对应的长期负债债券。这种金融债券是由政府资金及银行承购，引进包括期满变换在内的迂回金融，由此转移一部分银行资产（由此带来的风险和费用负担），这样长期资金供应体制就形成了（伊藤，1995）。并且，这种体制是通过债券发行委员会对公司债券的发行加以限制而得到完善的。由此以兴业银行为中心的、对金融债券的消化得到了保证。

这种金融机构的分工体制的形成，在下文的两个意义上，进一步完善了这一时期已建立的上述的主银行体制。第一，使以存款为

资金来源的主银行难以供应的长期资金运用成为可能。兴业银行和政府金融机构在长期资金中所占的比例，50年代前半期为60%，后半期为30%~40%。而且这时以长期资金供应为中心业务的兴业银行、开发银行从城市银行中独立出来，并处于中立的立场，这是很重要的（Packer, 1994）。因为处于这样的中立的立场，与城市银行和主银行建立业务关系的企业，也同样能期待它们提供长期资金。第二，兴业银行、开发银行的审查补充完善了城市银行的审查工作，这是重要的。^①兴业银行及开发银行的事前审查降低了城市银行的审查成本。

三、战后金融体制的展开

（一）探索时期 1955~1964年，经济高速增长前半期）

在1955年前后，形成了奠定经济高速增长期基础的金融体制（表1）。当初GHQ构想的平衡金融和以市场为基础的金融体制被以主观判断性强的政府管制、主银行体制（包括间接金融、金融机构之间的业务分工、利率规定）为特征的金融体制所取代。

这个体制在经济高速增长过程中起到了以下几方面作用：

1. 在战后改革期中形成的主银行体制在信息生产方面发挥了重要的作用。例如，现在信誉度高的索尼、本田公司当时都是新兴企业，主银行对这两家公司初期的大规模设备投资提供了资金，可以说，主银行起到了提供风险资金的作用。主银行的这一作用也能从研究限制设备投资流动性的投资函数的计算、预测结果中得到确认。根据宫岛（1995）通过内部资金对设备投资进行回归的报告结果可知，与主银行关系越密切的企业，其设备投资的资金流动系数越低。

2. 主银行在对经营者的制约上也有效地发挥了作用。在经济高速增长前半期，在贷款增加的同时，银行的董事派遣、持股也增多了，由此提高了银行对企业的监察能力。在与企业的关系上，只

要客户企业维持良好的经营状况，银行就不参与企业的经营。但是，一旦客户企业的经营状况恶化，银行就向企业经营决策层派遣董事，以加强对企业经营的参与，根据情形全面改组经营决策层以谋求重建企业经营模式（依赖于财务状况的管理）。这种参与方式，正如已指出的那样，一方面因经营业绩恶化，预计到随之而来的将是经营权的转移，银行就对内部人员（企业）加以制约；另一方面，如经营业绩恶化，银行对企业的救济成为可能，并且对国民经济来说，它显然起到了减少企业无效率倒闭的成本的效果。

不过，经济高速增长前半期的日本式金融体制仍存在不稳定的方面，近年对主银行体制特征的研究已样式化，以下从这一角度来对其原型加以概括。

1. 城市银行和客户企业之间的稳定关系尚未建立，从这个意义上说，主银行与客户企业之间的关系处于未形成阶段。关于这一点，银行和企业之间缺乏稳定性就是一个旁证。这是因为，三和、富士、第一劝业银行尚缺少大客户，在 50 年代初期，围绕大客户在所谓的主银行之间展开了一场竞争。

2. 企业行为受到股票市场很大制约。我们必须注意到，战后改革中的分散股票的影响还未被吸收。个人持股比率为 50% 加上投资信托达到 60%。投资信托的持股比率，1953 年为 6.3% 这个持股比率与 1937 年四大财阀总公司在整个企业缴纳资本金中所占的持股比率是同一水准。该制度通过因股票投资产生的高风险使交易成本降低，促进了小投资者的资金流向证券市场；另一方面，在这一时期，企业信誉下降，市场对经营者的制约被部分制度化了，并且依然对企业的法人管理有很大影响。企业经营者还处于股票市场的强大压力之下，在经济高速增长前半期，主银行的监察和市场对企业的调控并存（宫岛，1995b）。由此，企业行为受到股票市场强有力的制约。例如，根据红利分配率和自有资本收益率相关的结果，我们能证实，在经济高速增长前半期，企业的红利分配

率与自有资本收益率是有意的相关（宫岛，1996）。此外，从股票市场对投资项目的评估、托宾的 Q （投资与资本存量之比）对设备投资的回归结果可知，这一时期对设备投资是敏感的，企业行为也强烈地受到股票市场的影响（宫岛，1995）。

3. 构成主银行体制特征的、依赖于财务状况（contingent）的法人管理很难说是稳定的。在这一时期，如企业经营恶化，银行不对其救济而加以清算的事例也有；与此相反，银行以保全债权为目的而加以介入，这被作为过分介入遭到批判的事例也是有的，此外还有银行对贷款的事前审查过松的问题。企业内部人员和外部人员之间对于依赖于财务状况的法人管理尚未建立专门规定（宫岛，1996）。从这个意义上说，经济高速增长前半期是战后改革期中所形成的日本式金融体制原型得到进化或“洗炼”时期。

（二）制度化时期（1965～1973年，经济高速增长后半期）

经过被称为当时战后最大的证券市场不景气和在此之后的发展历程后，上述的不稳定状况发生了许多变化。在证券市场不景气引起股票价格下降和资本自由化引起收买海外企业危机高涨这种环境中，相互持股得到了发展。所谓持股法人化就是在这种局面下迅速发展起来的（奥村，1980）。

由此，欲在战后改革期创立的对企业的调控（market for corporate control）完全被消除了，经营者从股票市场的压力下被解放出来，变得相对自由了。这一点，能举例说明，即在经济高速增长前半期中显示的自有资本收益率有意的正相关和红利分配率的相关情况，到了经济高速增长后半期随即消失。而且在经济高速增长前半期对托宾的 Q 敏感的设备投资，到了后半期变得不敏感了，这也能使我们加深对这个问题的理解。从以日本式企业体制为特征的股票市场中获得相对独立的企业行为可以看作是通过这一时期典型的形式而得以形成的。

构成主银行体制的、依赖于财务状况（contingent）的管理结

构，也是在这一时期形成的。根据有关研究结果可知，证券市场不景气后的银行介入与经济高速增长前半期不同，直接派遣社长的事例减少了，通过内部人员交替和向董事会派遣董事并具有发言权的事例增加了。这一事实意味着，如果客户企业陷入金融危机，银行一方面支持原有经营决策层的交替和事业的重建，另一方面保住其在决策层的有影响力的位子，并对企业加以监察。此外，企业内部为了避免银行的介入，也自发地制定重建事业的计划，而且事前在企业内部人员中更换经营者的倾向加强了。在经济高速增长前半期，银行、企业内部人员共同研究了依赖于财政状况管理的专门规定（宫岛，1996）。

在该体制形成的同时，企业行为强化了依赖间接金融的发展模式。间接金融在企业外部筹资中所占比重（向银行借款的比重）高达 90% 以上（图 1）。结果，在企业资本构成中，自有资本的比重在 20 世纪 60 年代后半叶有所下降。并且，如果用负债和自有资本比率对以企业总资产为基础的增长率加以回归分析，我们能确认，只有 60 年代后半叶才是有意的负相关。在经济高速增长的后半期，企业依赖于负债筹资，这个负债依赖程度决定了企业的发展方向，这种关系被认为是系统性的。^⑫

四、20 世纪 80 年代日本式金融体制的变化

（一）日本式金融体制的转折点

上述的企业筹资模式显示了石油危机后出现的巨大变化。变化的方向是由间接金融向平衡金融转换（如图 2 所示）。由图 2 可知自 70 年代后半叶开始，设备投资的资金流动比率接近 1。1983 年后超过 1 在被称为“泡沫”经济的 1986 年后，此比率则大幅度超过投资水准。资金流动变得频繁了，企业的筹资手段也变得多样化了。自 70 年代后半叶以来，通过增资、发行公司债券进行筹资的情况增加，在 80 年代后半叶，这一动向加速变化，^⑬特别在 80 年