

对日本金融监管大改革的再检讨

[美]布鲁斯·E.阿伦森(Bruce E. Aronson)*

王之洲** 译

许多奇*** 校

目次

- 一、导论
- 二、大改革背景下的金融自由化
- 三、向以市场为中心的金融体系转型
- 四、宏伟社会目标的流产
 - (一) 提高私有金融资产的收益率
 - (二) 服务于新兴成长型产业的资本市场配置
 - (三) 打造世界领先的金融中心
- 五、结论

关键词 大改革 放松金融管制 金融改革 企业债券市场 风险资本 金融中心

一、导论

在近十年通货紧缩的压力下,日本在 20 世纪 90 年代所“失去的十年”延至今日已达二十载。

* 日本一桥大学国际企业战略研究科教授。本文部分内容为作者在日本银行金融研究所(Institute for Monetary and Economic Studies, the Bank of Japan)访学期间写就。作者要特别感谢该所金融基础设施研究部(Financial Infrastructure Studies Division)为其访学提供了极为有利的研究环境和组织支持,还要感谢神田秀树(Hideki Kanda)、森下哲夫(Tetsuo Morishita)以及明宏迩(Akihiro Wani),另外还有 2010 年 8 月 26 日在日本银行举办的一次讲座的参与者,尤其是高桥亘(Wataru Takahashi)、鲇濑道夫(Michio Ayuse)以及张本惠子(Keiko Harimoto)对本文初稿的评论意见。本文文责自负,同时并不必然代表日本银行官方观点。

** 美国威斯康星大学法学院(University of Wisconsin-Madison Law School)博士研究生。

*** 上海交通大学法学院教授、法学博士。

这一漫长的经济增长低迷期可归咎于多种不同因素,包括:(1)相较美国 2007 年而言更为巨大的房市与股市泡沫;^{〔1〕}(2)(至少从事后来看)过早弃用的经济促导手段,即货币与财政政策失误(分别在 1980-1990 年之间以及 1997 年);(3)1997 年爆发的银行业危机使得保持经济长期增长与提高生产率举步维艰,同时也进一步限制政府制定新政策的空间并缚住其采取行动的手脚;(4)老龄化社会所带来的劳动力短缺问题限制了经济增长;(5)支持对缺乏效率产业(特别是在乡村地区)持续补贴的“肉桶政治”(pork barrel politics)^{〔2〕}使得财政赤字与政府负债问题进一步加剧;且(6)运气不佳,1997 年亚洲金融危机与 2008 年美国次贷危机使日本经济的复苏时间表再度推延。

为回应经济现实,日本同时采用了短期财政与货币手段刺激经济增长,并力图实现长期结构性改革。而在众多改革努力中两项最为核心的要素为:延续肇始于 1996 年监管大改革背景下的实质性金融监管松绑,并将日本金融监管方式从行政指导模式(administrative guidance)转变为更明确依赖法律规则以及相应司法解释(legal rules and their interpretation)的透明体系。这些变化有利于将一个以银行为中心的、高度管制的金融市场转变为以市场为中心的、更加透明的金融体系(即金融大改革的标识性口号:构建一个“自由、公平与国际化”的金融市场)。由此,人们可寄望更具效率的资本市场引领经济持续性复苏,并最终迎来一个后工业时代的新经济增长模式。

但是在日本之外,无论是民众意见还是学术文献,均视日本此次改革为失败之举。很多人都以改革后出现的实质现象——即日本经济的持续低迷作为证据,特别当人们将日本经济与 20 世纪 90 年代美国金融与技术创新以及中国经济近十年来强劲的增长势头对比时,这种挫败感就更加难以避免了。日本经济增长的停滞被视为政府并未成功兑现其预设政策从而改革其金融体系的强有力证据。但是,这一观点太过宽泛且过于结果导向,并不足以成为评价日本金融体系改革努力的公允标准。

学界一直很关注这样一种理论:经济与法制系统的国际竞争将导致某种全球趋同(global convergence),最大可能是朝向基于美国经验的“国际化”或“标准”模式。^{〔3〕}法律专家们寄望日本公司治理模式从利益相关人中心模式(stakeholder-based system)转变为股东中心模式(shareholder-based system)。^{〔4〕}而商学院中的教授们则在有关“资本主义多样性”(varieties of capitalism)的作品中反复探究这样一个问题:日本的“政府协调主义干预经济”是否真的能够成功转型为“自由主义市场经济”。

在此领域与相关领域^{〔5〕}进行研究的学者认为,日本仍然缺乏清晰可见且系统性的结构转型。他们普遍认为或至少暗示,既有的改革努力并不足以令日本经济体制产生“真正的变革”(real

〔1〕 Richard Katz, “The Japan Fallacy: Today’s U. S. Financial Crisis Is Not Like Tokyo’s Lost Decade”, 88 *Foreign Affairs* 2 (2009), 9-14; Takatoshi Ito, *The Japanese Economy* (Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1992), p. 408.

〔2〕 译者注:是指议员在法案上附加对自己的支持者或亲信有利的条款,从而使他们受益的手段。这类条款一般都是在法案最后要通过时采取紧急附加条款的方法加入,法案的支持者为了获得这些议员的支持和法案的及时通过只能放任这些政客加入自肥的附加条款。

〔3〕 Henry Hansmann and Reinier Kraakman, “The End of History for Corporate Law”, 89 *The Georgetown Law Journal* 2 (2001), 439-468.

〔4〕 Curtis J. Milhaupt, “A Lost Decade for Japanese Corporate Governance Reform?: What Has Changed, What Hasn’t, and Why”, in Magnus Blomström and Sumner La Croix (Eds.), *Institutional Change in Japan* (Abingdon and New York: Routledge, 2006), pp. 97-119.

〔5〕 John O. Haley, “Heisei Renewal or Heisei Transformation: Are Legal Reforms Really Changing Japan?” 19 *Journal of Japanese Law* (2005), 5-18.

change),因此其意义有限。但是,系统性转型的发生本就鲜见,而以此来评断改革措施的重要性,也未免太过草率。不容否认的是,近来的一些研究已经开始重新审视这种“一刀切式”(all or nothing)的转型评价标准,^{〔6〕}并转而将目光投向渐进式体制演变(incremental system evolution)的重要作用。^{〔7〕}

普通公众与学术界人士的上述共同观点都建立在一种尚存疑问的推定之上:在后工业时代的经济模式下,金融自由化以及相应的行政体制改革会理所当然地带动经济持续增长。这一理解大概源于美国后工业时代经济模式的诱人成功以及在纽约与伦敦施行的以松绑金融监管为主要内容的“大改革”政策。如果这种金融自由化手段与美国模式能取得成功,那日本就只要照葫芦画瓢即可。

日本人自身似乎也抱有类似信念。他们相信,金融自由化以及相应配套的市场化金融体制转型将解决一个老龄社会与成熟经济体所面临的根本性人口与生产率问题,其理由在于:(1)私有金融资产更高的回报率将改善高度老龄化社会所面临的社保支出持续增长的困境;(2)资本市场将会更高效地将资金分配给新兴增长产业并带来较高的经济增长率;而且(3)东京将在国际金融市场竞争中取得成功并成为世界领先的金融中心。^{〔8〕}

此外,还有预期称,一个更具效率的崭新市场化金融体系不仅将会塑造一个强有力且高效的金融服务产业,同时也将迫使银行体系以及非金融性公司展开重组以获得更高的生产效率与竞争力。最终结果将是:日本以生产制造业为基础的出口导向型经济模式,将会转变为一个服务导向型的新型后工业化时代经济模式。

未能实现以上雄心勃勃的目标的现实,引发了日本国内对于相应改革措施的失望情绪。尽管改革措施在某些方面取得进展,但根本性问题依然悬而未决。日本国内的观点反映出人们在改革取得一定进展之外对于实质性改革成果的期待。这其中蕴含了一种广为流传的质疑:政府对于金融机构的持续性干预极有可能阻碍了过去二十年来具有竞争力的金融市场的建设以及宏大改革目标的实现。

在与金融大改革相关的基本问题(例如其持续时间与改革目标)上的模糊定义(definitional uncertainties),使得对改革成果的评估变得更为错综复杂。例如,之前政府宣布的大改革时期为1996年至2001年(对如此一项改革这已属漫长),但很多重要的改革举措直到2001年小泉政府上任后才开始推行。金融大改革的首要目标自然是实现金融自由化,但对于是否也应将之前预期实现的三大社会目标也纳入金融大改革的努力方向,并无一致结论。政府规划者们^{〔9〕}提出了这些宏大目标,但它们很有可能是政治目的下的夸大产物。此外,随着日本政府在1996年宣布大改革

〔6〕 Richard Deeg and Gregory Jackson, “Towards a More Dynamic Theory of Capitalist Variety”, 5 Socio-Economic Review 1 (2007), 149-179; Bruce E. Aronson, “Changes in the Role of Lawyers and Corporate Governance in Japan—How Do We Measure Whether Legal Reform Leads to Real Change?” 8 Washington University Global Studies Law Review 2 (2009), 223-240.

〔7〕 Luke R. Nottage, Leon T. Wolff, and Kent William Yamanaka Anderson, “Japan’s Gradual Transformation in Corporate Governance”, Sydney Law School Research Paper No. 08/29 (2008), available at <http://ssrn.com/abstract=1121510>.

〔8〕 Ministry of Finance (MOF), “Financial System Reform—Toward the Early Achievement of Reform” (1997), available at http://www.fsa.go.jp/p_mof/english/big-bang/ebb32.htm and http://www.fsa.go.jp/p_mof/english/big-bang/ebb25.htm; Tetsuro Toya, *The Political Economy of the Japanese Financial Big Bang* (New York: Oxford University Press, 2006).

〔9〕 MOF, *supra* note〔8〕.

战略后于 1997 至 1998 年开始计划并实施相应具体措施，其又必须着手处理已全面爆发的银行业危机，^{〔10〕}此时政府在金融系统稳定性上投注的精力，已经丝毫不亚于在金融体制改革上的投入了。^{〔11〕}

为了重新检讨日本金融大改革的成效，本文采用了更为广阔的视角来界定其时长与目标，即：对于正在进行的金融与行政体制改革，金融大改革的策划者们构思了一套根本性的改革思路以及长期性的改革框架，由此应当包括在 2001 年后的各项改革措施以及前述宏大的社会目标中——即便后者并非改革当务之急，或并无积极措施推动该目标的实现。

从日本的整体改革思路来看，人们愿意接受——或至少希望——通过放松金融管制与行政体制改革获取更高效自由化市场带来的积极、深远的影响。在放松金融管制措施的强力推进上，需要其他诸多领域相关改革予以配套，例如法律职业（在以法律规则为核心的监管体系中需要更多、更优秀的律师支持商业的运作），公司治理（在公司管理上转变为股东利益导向，增加投资者回报以及股市投资吸引力），公众公司的私有化（privatization of public corporations），提高劳动力市场灵活度（labor flexibility），以及养老金系统改革，等等。

本文的主要论点是：与传统研究结论不同，日本所实施的金融改革尽管未能达成前述宏大的社会目标，但其依然是“严肃的”（serious）改革，而并非一次失败的尝试。日本政府的确采取了重大的革新举措，并在行政流程与金融监管体制转型上取得了实质性进展。在将原本依赖于政府、行政性指导与指令的封闭性金融监管体系转变为一个更加开放、主要依赖市场、法制与透明的信息披露制度的体系上，日本已经取得了相当大的成功，尽管其在实现社会目标方面仍有所欠缺。

放松金融管制的确可以去除一定法律与行政障碍，并以此刺激经济增长与投资，但如果期待获得更高的投资回报、产出效率，实现更高的经济增长率，还必须更为重要的因素发挥作用。

我们有必要摆脱那种以理想化的美国模式为蓝本而过于粗放的转型评价标准。为此，我们必须将目光拉回到通过放松金融管制与改革行政体制来实现前述三项社会目标的进程之上，并对这一过程中每一步所做出的努力与相应的成果进行评估检讨。在金融大改革启动之初，这一进程并未获得明确表述。稍作回顾，我们便可以描绘出一幅实现前述三大社会目标的基本路线图。第一步为由政府主导的放松金融管制以及行政体制改革。第二步则为金融机构、企业债务人以及其他市场参与主体利用崭新的竞争契机逐步将日本原有的以银行为中心的金融体系转变为以市场为中心的金融体系。最后一步则是在其他众多因素的作用以及广泛的社会主体的参与下，打造一个更具效率的金融体系，并由此逐步实现前述三大社会目标，最终成就日本的后工业时代新经济模式。（见图 1）

目前，美国国内在 2008 年世界金融危机之后对经济问题的各种预测与认知的再检讨，都为我们重新审视日本实现市场化改革与持续性经济复苏的努力，提供了良好的契机。非同寻常的政策变革仅仅收到了极为有限的效果——这种不幸的经验已非日本独有。2008 年金融危机爆发之后，美国以及其他国家在财政与货币政策层面均被迫采取了“日本式”的非常手段，包括增加财政赤字

〔10〕 Thomas F. Cargill, Michael M. Hutchison, and Takatoshi Ito, *Financial Policy and Central Banking in Japan* (Cambridge: The MIT Press, 2000).

〔11〕 MOF, Discussion Group on New Finance Trends, “Organization of Discussion Points” (in Japanese) (1998), available at http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/nagare/tosin/1a031aa2.htm. Takeo Hoshi and Hugh Patrick, *Crisis and Change in the Japanese Financial System* (Boston, MA: Kluwer Academic Publishers, 2000), p. 16.

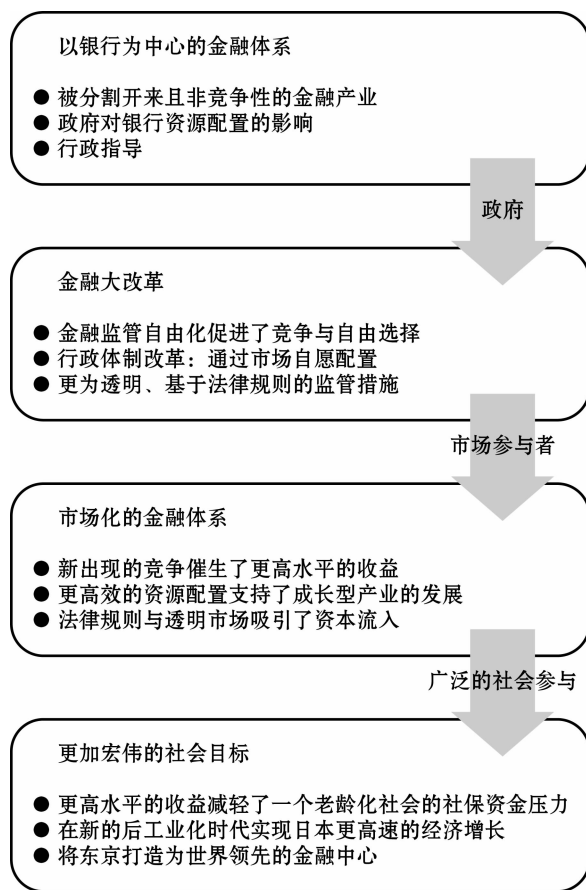


图1 金融大改革导致日本向后工业化社会转型的进程

以及采取量化宽松政策以提升货币供应量。最近,基于美国是否会重蹈日本经济增长停滞的覆辙甚至陷入通货紧缩困局无法自拔的担忧,已有学者开始了严肃的分析研究。^{〔12〕}

2008年的金融危机也给通过放松金融管制就可以带来广泛积极效果的美好憧憬,以及美国后工业时代经济模式的权威地位制造了空前的挑战。现在看来,美国金融服务业有相当一部分收入来源于经济泡沫或与实体经济毫无关联的金融资产重组业务(financial engineering)。而在诸如场外交易衍生品(over-the-counter derivatives)等领域中,监管的缺乏已经不再被誉为孕育金融创新的关键要素;在这一过程中所蕴含的金融风险也开始凸显。

本文拟对评价日本金融体制改革的恰当标准、目前可获得的相关数据以及前述改革进程中每一步的效果进行全面检讨。这些阶段性效果包括:(1)放松金融管制以及相关行政体制改革;(2)向以市场为中心的金融体系转型;以及(3)实现三项宏伟的社会目标。本文力求能跳脱最近二十年来在日本金融改革问题上的隐性假设以及传统认识,对这一问题进行全新的分析与探讨。

本文第二部分探讨日本是否在政府主导的放松金融管制与相关行政体制改革上取得了成功,特别是其监管风格与方式是否在实践中确实发生了转变。本文对此问题的结论是——与传统研究成果不同——日本的改革努力在放松金融管制与行政体制改革这第一步骤上取得了相当大的成功。

〔12〕 James Bullard, “Seven Face of the Peril”, 92 Federal Reserve Bank of St. Louis Review 5 (2010), 339-352.

本文第三部分考察日本是否发生了金融体系的市场化转型。这一部分的研究结论是：尽管直接融资水平在一段时间内的发展超出了间接融资水平，但日本的改革举措对市场参与者的影响有限，也并未加速向市场化金融体系的缓慢与逐步转型。日本实际上仍然保持着以银行为中心的金融体系，也并未在资本市场中开辟另一种全新而独立的融资机制即一个强大的公司债券市场代替银行信贷。

本文第四部分对金融大改革的策划者们希冀通过放松金融管制与行政体制改革来最终实现的三大社会目标进行检讨。考察的结论为，这三大目标并无一项得以实现，本文还提出了另外一些为实现这些目标而比放松金融管制更为重要的因素。

在本文第五部分得出的结论是，尽管金融大改革在很大程度已经实现了由政府主导放松金融管制并改革行政体制这一初期目标，但在总体上看，改革并未能成功超越初期目标而实现更高目标。这些现象表明，面对市场参与者过往实践的惯性以及诸如经济增长停滞、股市低迷不振等不利条件，通过放松金融管制以实现其自由化的举措，只能获取有限的成果。为了实现金融大改革时期提出的宏大社会目标，日本政府如今开始在更多领域采取改革举措，例如贸易、税收、社会福利以及监管政策等。与此同时，在继续坚持金融服务行业的改革努力之外，日本还应该改变该行业的监管方式以协助前述改革目标的实现。

二、大改革背景下的金融自由化

随着日本启动金融大改革，在其银行、证券与保险三大领域都掀起了针对金融法制的多项实体性改革。相较于以放松对经纪人佣金监管为专门目标的纽约与伦敦“金融大改革”，^[13]日本的上述改革措施涉及的领域更广泛，内容更为全面。在大改革背景下的金融监管改革正是当时改革进度显著提速的有力证据。自1997年以来，大量新法案如雨后春笋般出现。^[14]日本的此轮金融改革与20世纪90年代末世界范围内的金融监管改革趋势保持步调一致，后者见证了英格兰银行(Bank of England)走向独立、英国金融服务管理局(Financial Service Authority)的诞生以及美国《格拉斯-斯蒂格尔法》(the Glass-Steagall Act)的废止。同时，日本也认识到，金融体制改革不可能一蹴而就，而必须经历长时间、渐进的改革历程。

对于日本在“规定层面”(on the book)采取了一系列放松金融管制的重大举措这一点，基本少有争议。引发争议的焦点是，日本在法规以及监管制度层面进行的改革是否在监管实务中真正产生了预期效果。过去的研究者们以日本经济的实际表现缺乏亮点为由判定，这些改革举措并未对监管实务产生重要影响。此外，也并无任何统计数据表明，日本当局的金融服务监管模式发生过重大转变。

但是，证明重大转变的确存在的间接证据亦不容忽视，这包括通过立法行动将原来享有巨大监管权力的财务省(MOF)分拆开来，于金融服务监管领域新设金融厅(Financial Services Agency，

[13] Yasuyuki Fuchita, “Revisiting the Debate over the Competitiveness of Japan’s Markets and the Global Financial Center Concept”, 10 Nomura Capital Market Review 1 (2007), 2-13.

[14] Sayuri Shirai, “Promoting Tokyo as an International Financial Centre”, in Soogil Young, Dosoung Choi, Jesus Seade and Sayuri Shirai (Eds.), *Competition among Financial Centres in Asia-Pacific: Prospects, Benefits, Risks and Policy Challenges* (Singapore: Institute of Southeast Asian Studies, 2009), p. 7.

FSA),并推出全新且具有独立地位的日本银行(Bank of Japan,BOJ)。采用不具可诉性的“非正式”行政指令(tsutatsu)曾经是政府在管控金融领域上一项重要的手段,但自2000年起这种做法即被终止,改由一套在公共咨询程序之后发布的政府指导制度来代替(kantoku shishin)。此外,一项更具“美国特色”的“不行动函”(no-action letter)制度也被引入日本的金融监管体系,^[15]尽管这项制度尚未被广泛应用。

甚至在财务省正式分拆之前,即20世纪90年代中期,日本各大银行中的一个要职——用以维持与财务省官员非正式沟通关系的“财务省联络人”(MOF-tan)也开始慢慢消失。而如今,在业界层面,银行界与金融监管者之间的“意见交换与沟通”(give and talk)大多都通过日本银行家协会(the Japan Bankers Association)的主席办公室完成;而对单个银行而言,合规审查官(compliance officers)则在其中扮演了重要角色。最终,放松金融监管与行政体制改革对战后日本银行体系的几乎每一个环节[例如,产业细化与竞争壁垒(non-competition)、行政指导、为银行纾困的“护航”(convoy)系统、主要银行所扮演的角色等]都产生的重大影响。

除了以上结构与制度的转变,将金融监管模式从依赖随意性极大的行政干预转变为依托透明的法律规范的转型,也能从最近十年日本律师群体的崛起中获得最清晰的印证。在新型金融产品、经营合规与公司治理等领域,日本国内对于商务律师的需求也与日俱增。过去十年中,日本商务律所在这一强烈的市场需求下获得了蓬勃发展,其角色也从之前主要为跨境交易提供咨询意见而转变为专注国内金融与商事交易业务。法律职业者的这一角色转型证明,日本金融领域的行政体制与监管模式的确发生了变化,因为金融业者现在所咨询的问题都是法律规范与程序问题,而不再是如何与政府官僚进行非正式接触。^[16]

金融监管者也在很大程度上提高了与律师接触与合作的频率。截至20世纪90年代中期,在金融大改革启动之初,政府机关咨询律师的情形可谓寥寥无几。而时至今日,不仅金融监管者咨询外部法律顾问已成常态,顶尖商务律所中的年轻律师被暂时“借调”到监管机构工作数年的例子也开始变得普遍。金融厅是此类年轻律师的头号雇主,而其他金融监管机构同样也有类似的雇佣举动。^[17] 尽管这一趋势十分明显,但囿于此类金融监管机构往往并未常设相应的法律咨询职位,同时亦鲜有由律师们组成的金融监管执法部门。

目前主流观点认为,日本金融监管体系并未发生真正意义上的转变——外国银行业者及其律师是此论的最大推手。依据此论点,尽管监管机构的结构组成与监管法规的内容可能发生了变化,但整体监管政策的高压仍在,它对于希望参与东京金融市场的外来业者仍不友好。换言之,尽管正式的法律管控被非正式的调控方式代替——例如银行现场/非现场检查(bank examinations),但其结果并未改变。这一点十分重要,因为其直接关系到市场参与者能否真正在诸如提供新型金融产品或金融服务等领域获得完全自由竞争的机会。但是,在比较法的语境下要论证这一观点的难度很大,原因在于:一方面往往有道听途说之嫌,另一方面在每一个发达经济体中,银行与金融服务

[15] Financial Services Agency, “Details of the Financial Services Agency No Action Letter System” (2011), available at http://www.fsa.go.jp/en/refer/noact/index_menu.html.

[16] Bruce E. Aronson, “The Brave New World of Lawyers in Japan: Proceedings of a Panel Discussion on the Growth of Corporate Law Firms and the Role of Lawyers in Japan”, 21 Columbia Journal of Asian Law 1 (2007), 45-86.

[17] Bruce E. Aronson, *supra* note [6], at 231.

业都存在巨大的风险，由此相较于其他任何产业当然容易引起监管者最高程度的关注。

对日本监管机构的指责也经常语义模糊，往往包含“亟需构筑信任”以及“缺乏沟通”等用语。但值得注意的是，对于一个从非正式行政干预体系向透明的法律规范体系重大转型的金融监管系统来说，上述二者也是同样适用的重要议题。在这种转型之中，旧有的非正式沟通机制显然为新实施的监管规范所替代。这些新规范中就包括了金融厅发布的金融业经营指引和银行现场与非现场检查制度，它们看上去较之传统方法更加单方化从而缺乏互动性，因此同样可能在信任与沟通上引发新问题。

对日本金融监管机制重大转型的标准不应是要求其从以“繁复”规则为导向的监管体制转变为以“简明”原则为基础的监管体制——尽管后者为外国金融机构所拥护，^{〔18〕}甚至连日本金融厅也在2005年前后极富渲染色彩地表示将推动监管模式朝此方向转型。相反，关键的问题在于——日本转型是否朝着构筑更为开放的规则导向监管体制，而不是朝着继续依赖与政府监管机构进行非正式的封闭性内部沟通的方向行进。如果依据这一标准评价，可以说日本已经在很大程度上完成了监管体制上的变革。

透明度自然有赖于清晰的规则，但它同时也与信息公开披露密不可分。自1993年颁行《行政程序法》(Administrative Procedures Act)肇始，日本开始逐步迈向更为公开的监管模式：监管规范开始接受公共评议，对有关法律法规提案进行辩论的专门委员会的讨论记录被公开，执法行为也被公开披露。目前日本任何主要政府部门的网站都会及时公布或披露有关法律法规、政策以及相关行动的海量信息。而正在进行中的公司法改革也在2000-2010年这十年间进一步完善了公众公司的信息披露工作[2006年《金融商品与交易法案》(Financial Instruments and Exchange Act of 2006)，即所谓的“J-SOX”]并借此进一步巩固了资本市场的稳定，这场改革还对全面的公司内控体系提出了要求，其不仅超越了传统金融财务会计的范畴，更延及风险控制政策[《2005年公司法》(Companies Act of 2005)]。

上述立法并非金融监管与行政体制改革进程的终点。2007年，正当国际股票市场竞争与合并风头最盛之时，金融厅又推出了“市场强化计划”(Better Market Initiative)。^{〔19〕}这一计划的四个支柱之一，即是将规则导向和原则导向型监管手段同与金融业界进行更深入更广泛的对话磋商以及“提高监管与督察措施的透明度与可预测性”等举措相结合以形成“最优组合”(optimal combination)，并以此改善监管环境。^{〔20〕}近期通过立法修正案与政府行动而推行的改革举措包括：软化隔离银行业、证券业与保险业的防火墙、金融厅与金融业界达成14项基本共识以构筑半原则导向的监管机制(partial principles-based regulation)以及更多地采用不行动函机制。

政府对不断变动的经济环境的回应与对策——这并非一个单向性进程——也使得评价日本金融服务领域的监管措施与监管模式的转型效果变得更为复杂。目前较为广泛的共识是，在1998年金融大改革背景下采取的监管松绑等初步举措的确提高了金融服务行业的竞争程度，这主要通

〔18〕 International Bankers Association, “Recommendations to Promote Tokyo as a Global Financial Center” (2007), available at http://www.ibajapan.org/StoreImages/Editor/IBA_paper_on_Tokyo_as_a_Global_Financial_Center_E.pdf.

〔19〕 Financial Services Agency (FSA), “Plan for Strengthening the Competitiveness of Japan’s Financial and Capital Markets” (December 2007), available at <http://www.fsa.go.jp/en/news/2007/20071221/01.pdf>.

〔20〕 Ibid, FSA.

过银行大举出售共同基金(mutual funds)产品实现。但是,在证券交易量的提升中也同样反映出消费者所能获得的信息披露以及投资适宜性建议不足,并最终引发了以 2006 年《金融商品交易法》颁行为标志、以保护投资者利益为宗旨的“再管制”浪潮。

如前所述,1998 年改革启动之际,也同样是日本虚弱的银行业面临重大危机而致使政府不得不对其进行严密管控的时期。而当局势随着时间发展而逐步好转后,金融厅宣布逐步将监管模式转变为原则型监管,但相较于英国的同类改革,日本在这一方向上所取得的进展较为有限。

总而言之,尽管监管问题依然存在且要求采用对市场参与者更为友好的监管措施的呼声依然不绝于耳,但我们绝不能无视在经年累月中逐步发生的重大转变。由政府主导的放松监管与行政体制改革很有可能足以移除日本金融市场上法律与行政障碍,并由此为完全市场化的金融体系开拓发展空间。

三、向以市场为中心的金融体系转型

本部分探讨的问题是,由政府主导的放松金融管制以及行政体制改革等措施是否对市场参与者产生了影响,并同时引发了从以银行为中心的间接金融体系向以市场为中心的直接金融体系转型。针对这一目标的改革进展大体可以通过日本银行提供的资金流向数据(表 1 中进行了摘录)进行评估。数据显示,所有形式的企业融资水平在 20 世纪 80 年代呈上升态势,在 90 年代基本持平,而在过去十年中开始逐步下跌。在 1995 至 2005 年这一阶段出现的大幅下跌是因为贷款数量下降,而同一时期股份发行数量则温和攀升。非金融企业的贷款与证券(“股票及其他有价证券”)比例在 20 世纪 80 年代约为 6:1,在 1990 年为 5:1,2000 年为 3:1,而在 2009 年则降为 2:1。从本质上来说,这一数据体现了一项虽然进展缓慢但却颇具实质性的转变,即股权融资开始扮演愈发重要的角色。

表 1 公司融资(非金融机构企业债务构成)

单位=兆日元(trillion yen),百分比(percentage)

1980	(%)	1985	(%)	1990	(%)	1995	(%)	2000	(%)	2005	(%)	2009	(%)
202	50.4	301	54.0	498	52.4	555	53.6	445	48.1	327	39.2	337	41.1
197	4.8	31	5.6	79	8.3	76	7.3	74	8.0	71	8.5	72	8.7
3	8.1	54	9.6	95	10.0	117	11.3	141	15.3	156	18.7	158	19.2
2	6.8	36	6.4	60	6.3	58	5.6	42	4.5	37	4.4	3	4.5
116	29.0	129	23.2	198	20.9	208	20.1	194	21.1	182	21.8	166	20.3
3	0.9	6	1.2	20	2.1	21	2.0	28	3.0	62	7.4	50	6.1
400	100.0	557	100.0	950	100.0	1034	100.0	924	100.0	834	100.0	820	100.0

融资类别从上到下依次为:贷款、股份之外其他有价证券、股份与其他股权凭证、定金(deposit money)、企业间授信(Inter-business credits)、其他及总计。

来源:资金流向数据,日本银行

问题是这种逐步向直接融资体系的转变进程是否真正提高了日本金融体系的整体效率。对此,我们手中的数据多少有些模棱两可。过去十年间股票发行数量的攀升之所以与企业贷款数量之间形成某种关联,主要是因为自 1996 年起企业资产负债表上的贷款数量开始下滑。然而,年度资金流向数据并不能证明放松金融管制以及其他改革措施在企业从银行贷款转向股权融资这一长期、渐进的

趨勢上發揮了任何明顯作用。銀行貸款數量遞減現象也很可能是銀行為應對銀行業危機後更加嚴格的監管措施而減計不良貸款所致，另外也有可能是經濟形勢不景氣時企業資金需求整體萎縮所致。

某些密切關注日本銀行體系的學者認為，日本已經在很大程度上完成了向以市場為中心的金融體系的轉型。^{〔21〕}而支持這一結論的證據包括：政府不再在資本市場上對銀行採取保護措施，證明直接融資手段正逐步替代間接融資手段這一長期趨勢的相關數據，大型企業在融資渠道上的更多選擇。但是，如果對日本金融體系整體展開宏觀考察，大多數研究者眼中的日本仍然只擁有一個由銀行主導、效率相對低下的金融體系。

這一主流觀點更側重於關注銀行貸款與虛弱企業債市之間的對比。日本於20世紀80年代啟動金融自由化改革以來，研究者们長期以來均指日本疲軟的債券市場是日美兩國金融體系的重大區別所在。^{〔22〕}儘管直接股權融資水平的增長相對明顯，但日本金融體系依然在債務市場上過度依賴轉介性質的銀行貸款，並由此暴露出這種過度依賴所產生的典型問題：不良貸款、流動性過剩以及投資選擇不足(insufficient investment choices)。^{〔23〕}即使在企業相互借貸領域，美國的非銀行金融機構扮演了該領域中的主要角色，日本則依然由銀行獨領風騷。^{〔24〕}日本政府自身的報告也認識到了這種過度依賴銀行貸款的現象，並呼籲進一步將融資來源多元化。^{〔25〕}

金融自由化改革並未對日本金融體系一個長期存在的問題——缺乏一個與日本經濟與工業規模及成熟度相匹配的企業債券市場——產生影響。總體來說，資本市場體系一般都比以銀行為中心的金融體系更有助於大型經濟體，儘管在市場化金融體系下會產生因信息披露、監管與執法行動所帶來的高成本，但它能為企業提供成本低廉的資金，這比什麼都來得更為重要。^{〔26〕}而對於企業個體而言這種權衡也同樣存在：美國大型企業往往更青睞發行債券而非銀行貸款融資，因為前者成本更低且靈活性更大（儘管銀團貸款以及銀行資產證券化等機制已在一定程度上縮小兩者在傳統意義上的差異）。

相比低成本資金更為重要的是，資本市場在優化配置資源、形成最大效用上更具潛力。由此，如果要在銀行貸款之外提供一條真正意義上的替代性融資渠道，並從高效的資本市場獲得充分預期利益，那麼一個充滿活力的企業債券市場就為日本所不可或缺。

對比來看，在美國企業債券市場發行的債券價額約為股票承銷價額的17.5倍（截至2003年），而在日本，企業債券市場規模卻連股市規模的一半都未企及。公允而言，美國曾經是歷史上唯一一個企業債市獲得充分發展的国家，而包括德國在內的歐洲国家同樣在相當一段時間中對銀行貸款嚴重依賴。但是，在過去十年隨着企業債券歐元市場(Euromarket in corporate bonds)的形成以及歐洲

〔21〕 Takeo Hoshi and Hugh Patrick, *supra* note 〔11〕.

〔22〕 Takatoshi Ito, *supra* note 〔1〕, at 105.

〔23〕 Jonathan A. Batten and Peter G. Szilagyi, “Why Japan Needs to Develop its Corporate Bond Market”, 10 *International Journal of the Economics of Business* 1 (2003), 83-108.

〔24〕 Bank of Japan (BOJ), “Flow of Funds (3rd Quarter of 2010)—Japan and US Overview” (2010), available at <http://www.boj.or.jp/en/statistics/sj/sjhiq.pdf>.

〔25〕 Council on Economic and Fiscal Policy, “A New Era of Dynamism—Closer Ties and a Wider Range of Opportunities” (2005), 30-31, available at http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/english/publication/pdf/050419visionsummary_fulltext.pdf.

〔26〕 Hideki Kanda, “Regulatory Differences in Bank and Capital Market Regulations”, 2 *University of Tokyo Journal of Law and Politics* (2005), 29-40.

企业对于融资手段多元化的需求,欧洲企业债券的发行数量已经节节攀升。如今,如果以与经济规模相称的企业债市规模为标准,日本的企业债券市场已经远小于美国与欧洲的同类市场了。^[27]

对于日本来说,错过打造强劲债券市场的机会所产生的影响并不限于国内。日本是亚洲唯一一个有此能力发展此类企业债券市场的经济体,因此也肩负着整合亚洲金融市场并支持其运转的重大使命。这其实也有利于加强日本国内金融服务行业与本国经济,因为论者普遍认为加强与亚洲经济与金融市场的密切联系正是促进日本经济复苏的重要砝码。

但是,日本的企业债券市场依然停滞不前。从历史上看,法律与行政体制上的障碍妨碍了企业债市的发展。而政府已经采取放松金融管制的改革措施(特别是在1996年废除了对于发行债券者资格的限制)并构建“依照合理程度而发展良好”(reasonably well developed)的市场基础设施以支持债券市场的壮大。^[28]但是,规模巨大的公司企业债券市场并未如预期的大规模发展。截至2008年,企业债券仅占到日本债券市场份额的5.8%。^[29]

这一窘境——尽管移除法律障碍却并未带来强劲的市场反应——绝非仅见于企业债券市场。包括交易所交易基金(exchange traded funds,ETFs)、资产证券化产品以及房地产信托投资基金(REITs)(尽管很多人认为日本的REIT市场相对或至少在部分程度上较为成功)在内的各种新型金融产品,虽已实行自由化改造却依然发展缓慢的场外外汇交易(over-the-counter foreign exchange),以及金融衍生品市场,都出现过这种情况。^[30]总体而言,新型金融产品未能获得长足发展的原因在于日本投资者的避险趋性以及由此造成的羸弱需求。但是,债券市场的问题尤为突出的原因是:债券对应的投资风险本来就相对较低,同时亦有颇为可信的传闻证据证明:日本的机构与中小投资者对于国内企业债券与债券基金的确存在健康的潜在需求。

我们因而应该把目光同时投向供应者,即企业债券发行者一方,为日本为何未能打造一个蓬勃的债市寻求解释。一个最常为人们提及的原因是:在日本银行业传统上根深蒂固的关系型借贷现象(relationship lending practices)使得日本公司依然能较为容易地获得贷款;而羸弱的公司债券市场又尚未真正形成可替代性的融资渠道。即便是经营状况不佳的日本企业也可以轻易地获得银行贷款,而银行甚至还一直在对“僵尸”公司提供违约容忍型贷款(forbearance lending)。^[31]另一方面,在日本市场上几乎完全缺乏非投资级别公司(non-investment grade corporations)发行高回报债券(high-yield bond)——当然,禁止诸多机构投资者对投资级别债券进行投资的规定,也妨碍了这一特殊市场的成长。

金融大改革对银行业产生了巨大影响。主要银行与企业集团(keiretsu)的影响力已经被逐步

[27] Japan Securities Dealers Association, Study Group to Vitalize the Corporate Bond Market, “Toward Vitalization of the Corporate Bond Market” (2010), 1, available at http://www.jsda.or.jp/html/en/newsroom/researches-studies/pdf/100930_finalreport_e.pdf.

[28] Hibiki Ichiue, “Development of Japan’s Credit Markets”, BIS Papers No. 26 Developing Corporate Bond Markets in Asia (2006), 92.

[29] Japan Securities Dealers Association, “Fact Book 2009” (2009), available at http://www.jsda.or.jp/html/pdf/factb/FB2009_E.pdf.

[30] Sayuri Shirai, *supra* note [14].

[31] Ricardo J. Caballero, Takeo Hoshi, and Anil K. Kashyap, “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan”, MIT Economics Working Paper No. 06-06 (March 2006), available at <http://ssrn.com/abstract=889727>.

削弱，而整個銀行業都在經歷一場打破傳統行業藩籬的戲劇性整合。但是，原計劃以促進市場競爭為目標的監管改革實際上產生的主要效果，卻是各家銀行紛紛通過降低貸款利率展開博弈。它們似乎並無壓力要以盈利為核心目標而提高借貸業務效率，更遑論有動力與企業債券市場展開競爭。

總體來看，日本國內銀行的經營模式依然類似於其國內的公司，其一直強調市場份額更甚於盈利能力，並且從未在盈利率上超越美國銀行業。在過去十年間，日本各大銀行在淨利率差幅（低於1%）與資產收益率（低於1.2%）這兩個指標上均體現出盈利能力不佳。^{〔32〕}因此，寄望通過一個效率更高的資本市場來激發出一個由銀行主導而更富效率的金融市場的計劃，最終成為了泡影。儘管一般來說企業債券的吸引人之處就在於較之銀行貸款的低融資成本，但在日本情況似乎恰恰相反。^{〔33〕}

日本銀行業熱衷於發放利潤率較低的关系型貸款的趨勢，由於來自過量存款資金以及對此類資金的需求壓力而進一步惡化。極低的銀行存款利率意味著銀行即便將貸款利率維持在較低水平仍然可以通過微薄的利差獲利。此外，日本國內銀行貸款合同往往包含較為宽松的還款義務條款，同時日本企業在出現還款困難時也較容易與友好的銀行協商達成債務重組事宜——而這在美國正是為大型公司所偏好的、債券融資而非銀行貸款的兩大優勢。

最後，根深蒂固的習慣與既有不變的印象也可能是阻礙企業債券市場發展壯大的原因。很多大型日本公司都發行過可轉換債券（其本質上是股權）而非真正意義上的債券，但是在日本公司眼中，這二者似乎並無太多差異。此外，絕大多數日本債券投資者也只青睞曾在歷史上獲得頂級評級、數目極為有限的幾家債券發行商，而並不像在美國那樣投資者經常將其投資延伸至評級一般的普通公司債券。

由此，儘管日本企業直接融資比例已隨時間變遷出現了實質性增長，即便十分緩慢，但是在金融大爆炸時期所期待的大幅度促進市場效率，並由此使整體經濟獲益的金融體系轉型卻表現得不够充分。儘管金融自由化的大幕已經拉開，但銀行業根深蒂固的傳統經營方式以及市場參與者在發展企業債券市場上的興趣索然，已經成為政府主導的自由化改革進程及其背後更加宏偉的社會目標實現的最大障礙。令人感到諷刺的是，公司債券市場獲得真正發展的希望恰恰在於加強銀行監管而非放鬆監管。例如，巴塞爾協議Ⅲ在全球範圍內掀起的以強化資本充足率為核心的監管風潮，有可能迫使日本所有大型銀行都退出低息低利的貸款經營模式。

四、宏偉社會目標的流產

儘管日本在很大程度上完成了由政府主導的放鬆金融管制與改革行政體制這第一步改革，但在金融大改革啟動伊始提出的三項宏偉的社會目標卻最終未能實現。在本節，本文將提供充分證據證明日本在這三項目標的實現上並未取得進展。本文還將在放鬆監管以及提高市場效率這兩項改革舉措之外，提出實現上述三大目標所必需的其他重要因素。

〔32〕 Masahiko Igata, Toshio Taki, and Hiroshi Yoshikawa, “Examining the US Corporate Bond Market and the Changing Environment for Japan’s Corporate Bond Market”, 1 *Normura Journal of Capital Markets* 4 (2009), 22.

〔33〕 Japan Securities Dealers Association, *supra* note 〔27〕, at 4.

(一) 提高私有金融资产的收益率

在金融大改革启动后最引人注目的主张之一,即是可乘此机会刺激数额高达1 200兆日元的民间储蓄参与金融风险投资,以获得比存入银行储蓄更高的市场回报。^[34] 如果这一目标得以实现,将有助于为私人退休金账户以及政府社保基金带来丰厚收益,并将使日本在国际社会中重新扮演重要角色。

金融大改革的预期目标是促进金融服务提供者之间的竞争,以便催生更多诱人的金融产品以及对投资者更为友善的金融服务,并藉此刺激更多私人投资。然而,家庭储蓄与投资趋势却倒向了另一个方向——银行储蓄(“现金与存款”)在家庭金融资产中的比例持续上涨并已经冲高至近55%的高位(参见表2)。而在美国这一比例仅为14%。^[35] 相反,股票与有价证券在日本家庭金融资产中所占比例仅为6.4%,而在美国这一比例达到31.4%。^[36]

表2 家庭金融资产

单位=兆日元(trillion yen),百分比(percentage)

1980	(%)	1985	(%)	1990	(%)	1995	(%)	2000	(%)	2005	(%)	2009	(%)
217	58.5	329	52.6	482	47.4	630	50.1	751	54.1	769	50.7	798	54.9
27	7.4	48	7.7	64	6.3	74	5.9	48	3.5	40	2.7	42	2.9
49	13.2	100	16.0	172	16.9	144	11.5	107	7.7	197	13.0	103	7.1
4	1.2	14	2.3	34	3.4	29	2.3	34	2.4	52	3.4	55	3.8
50	13.4	102	16.3	212	20.8	319	25.4	378	27.2	391	25.8	393	27.0
24	6.3	33	5.2	53	5.2	61	4.8	70	5.1	67	4.4	62	4.3
372	100.0	627	100.0	1 017	100.0	1 256	100.0	1 389	100.0	1 517	100.0	1 453	100.0

金融资产类别从上到下依次为:现金与存款、债券、股票与其他股权凭证、投资信托、保险与养老金储备、其他及总计。

来源:资金流向数据,日本银行

如15年前一样,呼吁民众将更多家庭储蓄用于投资以获得更高收益的声音依然受到广泛关注。而在此期间,日本私人储蓄总额已经从1 200兆日元飙升至1 500兆日元。但为何私人金融投资仍不见起色呢?

实际上,自20世纪90年代中期起,日本便已经开始对资产管理行业松绑并鼓励其发展。金融服务业者与相关产品的数量也相应增加,而今天个人投资者可以从银行柜台非常容易地买入证券投资信托产品(日本版的股票共同基金)以及其他投资证券(尽管能买到的企业债券依然非常有限)。但是,其他更为重要的因素要么仍不具备,要么产生了负面影响。^[37]

首先是市场表现。个人投资者(以及有赖于吸引此类投资者的共同基金)倾向于追逐市场走势,并只在市场上扬时才下手投资。至少从日经指数看,日本的股市市值在20世纪90年代早期经济泡沫破灭后蒸发了约3/4,而在过去20年中一直走势平平。日本股票市场中的投资也同样平淡

[34] MOF, supra note [8].

[35] Japan Securities Dealers Association, supra note [27].

[36] BOJ, supra note [24].

[37] Ministry of Finance, Study Group on Structural Changes in Flows of Funds in 21st Century, “Outline of the Report Changes in Household Savings Rate and Financial Asset Selection Behavior and their Impacts on the Flow of Funds in Japan” (April 2001), available at <http://www.mof.go.jp/english/tosin/henkaku/hk004.htm>.

无奇。而美国的情况也一样，当高科技股票市场在 2000 年崩盘后，糟糕的股市回报率也导致自 1989 至 2001 年一直持续走高的股票与债券持有量首次出现下跌。^{〔38〕} 同样在这两个国家，股票持有量都在 2008 年金融危机以及股市大跌之后锐减，但旋即又随着股市从 2009 年低谷阴影中奇迹般走出而开始回升（2010 年末至 2011 年初）。

其次，就业不稳定、失业率居高不下（日本尤为严重）以及工资涨幅难见起色，这些梦魇几乎在过去 20 年间从未消退。大约从 1997 年开始，越来越多的日本公司开始大量依赖兼职或临时雇员。在过去数年中，新出现的工作岗位数量以及能够找到全职工作的毕业生比例锐减。这一趋势加上整个社会人口逐步老龄化，导致储蓄率降低并刺激投资者在金融投资上更趋于规避风险。

再次，很多日本民众也缺乏投资风险资产的需求。在美国，20 世纪 90 年代家庭持有有价证券与债券数量的增长趋势，正是随着养老金固定收益计划（defined benefit plans）这种传统退休金保障方式的式微，以及 401(k) 养老金计划以及养老金固定缴款计划（defined contribution plans）的日渐普及而出现。^{〔39〕} 这一结果实际上让很多人别无选择——雇主不再对雇员养老金的投资盈亏负责（并保证一定水平的回报率），而这一责任最终转嫁给雇员自行承担。而从 20 世纪 80 年代一直延续至 2000 年的牛市，则使得个人投资者更乐意将其固定缴款计划中的养老金用于投资风险资产。

而日本在 2001 年逐步引进养老金固定缴款计划之后，并未如美国一般出现由雇员个人对养老金投资盈亏负责的责任转移现象。大多数大型企业雇主仍然为其雇员管理及投资养老金，并于雇员退休后一次性支付养老金。这一福利再加上政府保障的社会保险以及以商业保险为代表的私人投资回报，使得大多数日本人都能在退休后保持令其满意的生活水平。因此对于绝大多数日本国民而言，实在没有太多必要用其退休金资产去市场冒险以寻求更高的收益回报。^{〔40〕} 而一个仍在继续改革的领域，便是逐步将养老金资产的投资责任转由个人承担，并对个人投资账户提供税收优惠。^{〔41〕}

最后，因为财政与政治上的多重原因，政府推行政策的实际效果与改革初衷南辕北辙，最终鼓励的却是回报率较低的投资行为。目前仍在日程表上的一项重要事宜，是如何处置日本邮政银行（Japan Post Bank）——它以前是政府所有的邮政机构，目前依然是日本最大的吸储机构。此外，巨大的财政赤字与巨额政府债务也使得日本政府不遗余力地鼓励个人投资者购买收益率较低的政府债券。在 2008 年金融危机爆发后，对于普通日本家庭而言，安全系数更高的日本邮政银行储蓄利息以及政府债券收益回报的吸引力与日俱增，同时还通过媒体广告进行了大规模宣传。

在这幅一片黯淡的图景中，唯一可能打动人的亮点乃是日本共同基金数目增长可观，同时机构投资者手中持有的个人投资资产仍占较大比重（见表 2）。养老退休基金则被特别视为日本私有财产专业化管理的希望所在，包括在股票以及其他风险资产投资上广泛采用的资产配置策略。这一趋势还包括对政府资金的专业化管理：自 2001 年一项重大改革出台之后，来自邮政银行的存款目前已经由政府退休金投资基金（Government Pension Investment Fund, GPIF）这一专业机构负责管理，而不再通过财政投资与贷款计划（Fiscal Investment and Loan Program, FILP）由财务省

〔38〕 Investment Company Institute and the Securities Industry and Financial Markets Association, “Equity and Bond Ownership in America, 2008” (2008), 7, available at http://www.ici.org/pdf/rpt_08_equity_owners.pdf.

〔39〕 Id.

〔40〕 MOF, *supra* note [37].

〔41〕 International Bankers Association, “Recommendations for Further Financial Reforms to Promote Economic Growth” (2010), available at http://www.ibajapan.org/StoreImages/Editor/IBA%20Recommendations%20for%20Further%20Financial%20Reforms_web.pdf.

全权负责控制与投资。但即便如此,日本机构投资者仍然远比其美国同行们保守。^[42]

(二) 服务于新兴成长型产业的资本市场配置

由于我们很难准确界定何谓“新兴成长型企业”(emerging growth companies),因此对这一目标下的改革进展进行评估也同样困难。流向小型企业的银行贷款数量是有据可查的,而这一数字在过去十年中一直在下滑。尽管“创业企业”(start-up)这一用语总是让我们容易将其与创新与小型企业联系在一起,但现实却并不尽然。在日本,事实上绝大多数小型企业都往往出现在增长缓慢的传统行业中,而不是新兴成长型产业。

但是,如果“市场”真的相较传统的行政指导体系以及具有风险规避趋性的银行业更能高效地将资本配置给新兴成长型产业,那么我们首先必须考虑的是,到底什么样的市场才能发挥出这种功效。在美国,风险资本市场是新生创业企业获得融资的天堂。但是,尽管日本在战后早期出现诸如颇具创业精神的索尼、本田等企业神话,但在当今日本,总体来说我们看不到一个强劲的风险资本或私募股权市场。在2009年,风投企业在日本市场的投资约为880亿日元,而在欧洲与美国这一数字则分别达到了5320亿日元及15920亿日元。^[43]

若需列举市场无法将资本有效配置给新兴成长型产业的证据,最近日本银行向一般银行提供特别低息贷款以鼓励后者向新兴成长型企业放贷的政府行动,就是力证之一。^[44]从更宏观的层面观察,日本政府在2010年提出了一项以一刀切方式砍掉10%政府部门预算的国民经济增长计划,藉此创立一家新的、由政府领导的成长型发展基金,这再次证明:通过市场活动配置资本的结果并不令人满意。

对于日本为何未能成功打造一个活跃的风险资本市场,存在多种解释。美国学者在历史上一般都将日本羸弱的风险投资市场归咎于该国以银行为中心的金融体系以及萎靡不振的股市表现。^[45]布莱克(Black)与吉尔森(Gilson)尤其强调风险投资人通过股票首次公开发行(IPO)机制顺利退出的重要性,并认为20世纪90年代的日本缺乏流动性强的IPO市场,才是日本风险投资市场发展未能如愿的肇因。他们提出的理由是:成功的IPO无疑将为风险投资者们带来最大的投资回报,也因此能刺激他们向处于成长早期的公司提供技术与相关专业知识的支持;同时也使得企业家将公司控制权暂时让予风险投资者之后,仍然能通过IPO重新获取控制权。

但是在过去十年间,有不少新兴公司股票交易市场相继出现并相互展开竞争,其中包括东京证交所的“保姆”(Mothers)板^[46],大阪证交所的海格力斯(Hercules)板(之前的纳斯达克-日本市

[42] BOJ, *supra* note [24].

[43] Venture Enterprise Center, “Recovery and Prospects for Venture Business in 2010” (in Japanese) (2010), available at <http://www.vec.or.jp/2011/02/01/001-33/>. Shortened summary entitled — 2010 Survey Results on Trends in Venture Capital Investment, is also available in English at <http://www.vec.or.jp/2010/12/15/brief/>.

[44] Bank of Japan, “Establishment of ‘Principal Terms and Conditions for the Fund-Provisioning Measure to Support Strengthening the Foundations for Economic Growth’” (June 2010), available at http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2010/mok1006b.pdf.

[45] Bernard S. Black and Ronald J. Gilson, “Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets”, 47 *Journal of Financial Economics* 3 (1998), 243-277; Curtis J. Milhaupt, “The Market for Innovation in the United States and Japan: Venture Capital and the Comparative Corporate Governance Debate”, 91 *Northwestern University Law Review* 3 (1997), 865-898.

[46] 译者注:Mothers一词为“market of the high-growth and emerging stocks”(高增长新兴股票市场)的简写,该板即东京证交所的创业板。

场)以及纳斯达克证交所(Nasdaq Securities Exchange)。此外,以松绑期权以及优先股制度为特色的日本公司法修订,也让日本企业家以及风险投资者获得了与美国硅谷同行们相差无几的交易能力。由此,风险资本市场所需的法制基础设施“似乎已经基本到位”。^[47]而事实上,IPO也已经成为日本小型风险投资市场中投资者们的主要退出渠道。^[48]

与对日本企业债市的分析一样,有风险资本支持的IPO并不乏投资者的潜在需求,那就必须从其他角度寻找日本新兴公司交易市场发展不成功的原因。这一次,最具有说服力的解释似乎又要回归到资本提供者以及根深蒂固的银行式的融资模式这两者身上。在日本风险资本市场,债权债务关系仍是主角,因为风险投资基金经常对获得股权缺乏兴趣,这使其市场行为与大型银行别无差异。当然必须承认,在日本绝大多数风险投资基金缺乏独立性,它们往往由银行或其他金融机构资助。这些风投基金的雇员都是“工薪族”,他们都来自风投基金的母公司,因而缺乏承担风险的经济动力。尽管日本风险资本市场的发展在过去十年间取得了一定进步,但正如米尔霍普(Milhaupt)在1997年所指出的那样,在风险资本提供者的性质上,日本与美国之间的差异一直持续至今。

这一现象在很大程度上解释了日本风险资本市场发展停滞的两大主要因素——即风险资本匮乏,且过度保守的投资策略盛行。上述两大因素又进一步导致(1)拥有资本的投资公司一般只会在成长型公司的发展成熟期而非早期进行投资;(2)这些投资公司也同样偏好保持较低投资额与多样化的投资组合以降低风险;(3)创业者也同样厌恶风险并惧怕经营失败。

应当承认,日本企业家对风险的规避趋性很可能是理性的,因为在日本,投资经营失败的后果可能比在美国更为严重。在美国,经营不善的初创公司申请破产十分常见,而一名企业家在经历若干次失败后最终获得成功的例子也非鲜见。但是在日本,申请破产是令人排斥的举动,一旦企业经营失败,企业经营者有可能被迫或因与风险投资者之间的契约而负有义务动用个人资产拯救企业;^[49]而经营失败者获得第二次机会的几率,实在不大。

针对风险投资环境的唯一一项年度比较研究给我们提供了有关规避风险趋性方面的证据。最近由《全球创业观察》(Global Entrepreneurship Monitor, GEM)进行的一项调查显示,在对20个发达国家就创业态度与认知(entrepreneurial attitudes and perceptions)的调查中,日本排名继续垫底(见表3)。但令人惊讶的是,日本却在媒体对创业关注度这一项指标上取得了较高的分数。令调查者们颇感意外的是:尽管日本媒体对创业问题的关注度并不低,但在人们的印象中,日本国内的创业机会却很少,担心创业失败的恐惧情绪却也很高。^[50]而最近采用不同调研方法的另一项新调查也呼应了上述结论:在“全球创业精神与发展指数”(the Global Entrepreneurship and Development Index)中,日本同样排在发达国家末位。^[51]

[47] Zenichi Shishido, “Why Japanese Entrepreneurs Don’t Give up Control to Venture Capitalists”, Working Paper (March 2009), 2, available at <http://ssrn.com/abstract=1370519>.

[48] Venture Enterprise Center, *supra* note [43], in Japanese, at 1.

[49] Zenichi Shishido, *supra* note [47], at 20.

[50] Niles Bosma and Johnathan Levie, “Global Enterprise Monitor, 2009 Global Report” (2009), 18.

[51] Zoltán J. Acs and László Szerb, “The Global Entrepreneurship and Development Index (GEDI)”, paper to be presented at the Summer Conference 2010 on “Opening Up Innovation: Strategy, Organization and Technology” at Imperial College London Business School (2010), available at <http://www2.druid.dk/conferences/viewpaper.php?id=502261&cf=43>.

表 3 创业态度与认知

创新导向 型经济体	创业机 会认知 Perceived Opportunities	创业能 力认知 Perceived Opportunities	对创业 失败的 恐惧指数 Fear of Failure*	创业意识 Entrepreneurial Intentions**	创业家职业 受欢迎程度 Entrepreneurship as a Good Career Choice	成功创业家 社会地位 High Status to Successful Entrepreneurs	媒体对创业 问题关注度 Media Attention for Entrepreneurship
比利时	15	37	28	5	46	49	33
丹麦	34	35	37	3	47	75	25
芬兰	40	35	26	4	45	88	68
法国	24	27	47	16	65	70	50
德国	22	40	37	5	54	75	50
希腊	26	58	45	15	66	68	32
香港	14	19	37	7	45	55	66
冰岛	44	50	36	15	51	62	72
以色列	29	38	37	14	61	73	50
意大利	25	41	39	4	72	69	44
日本	8	14	50	3	28	50	61
韩国	13	53	23	11	65	65	53
荷兰	36	47	29	5	84	67	64
挪威	49	44	25	8	63	69	67
斯洛文尼亚	29	52	30	10	56	78	57
西班牙	16	48	45	4	63	55	37
瑞士	35	49	29	7	66	84	57
阿联酋	45	68	26	36	70	75	69
英国	24	47	32	4	48	73	44
美国	28	56	27	7	66	75	67
平均值(未 加权)	28	43	34	9	58	69	53

* 评分计算中的分母是:感受到开办企业进行创业的机会较多的 18 至 64 岁人口数量

** 评分计算中的分母是:并未参与过创业活动的 18 至 64 岁人口数量

来源:全球创业观察成年人口调查(GEM Adult Population Survey,APS),2009

美国无疑拥有全球最为繁荣与发达的风险资本市场;因此,如果采用美国风资市场作为标准与日本市场相互对比,多少显得有些不太公平。但是,与企业债券市场的情况一样,即便不论美国,日本风险资本市场的发展也仍然大幅落后欧洲各国,^[52]而在创业态度这一指标上更是落后很多发达经济体一大截。尽管日本针对 IPO 市场进行了相应的法制改革并提高了其流动性,但市场参与者仍然未能打造出一个发达的风险资本市场。处于初生成长阶段的风险资本市场竟然继承

[52] Venture Enterprise Center, supra note [43], English figure 6.

了以规避风险为特征的传统银行经营模式，由此成为了导致日本金融体系急于支持新兴成长型产业的重要原因。

（三）打造世界领先的金融中心

尽管东京在 20 世纪 90 年代一直被广泛誉为引领全球的金融中心，但随着泡沫破碎所引发的经济大崩盘，东京的金融市场至今尚未完全康复。日经平均指数市场的市值损失约达 75%，而在过去 20 年时间里也未能逐步回升。在 1990 年，东京证交所的市值甚至超越纽约证交所，但在 2009 年其市值甚至连纽约证交所市值的三分之一都不到（见表 4）。1990 年在东京证交所股票市场上市的外国企业达 127 家，而之后这一数字持续走低，截至 2009 年已经跌至可怜的 17 家。

表 4 以国内市场市值总额为排名依据的十大股票交易市场

单位=十亿美元(billion U. S. dollars)

	1990		1999		2009	
1	东京证交所	2929	纽约-泛欧交易所(美)	11438	纽约-泛欧交易所(美)	11838
2	纽约-泛欧交易所(美)	2692	纳斯达克 OMX 交易所	5205	东京证交所	3306
3	伦敦证交所	850	东京证交所	4463	纳斯达克 OMX 交易所	3239
4	德意志证交所	355	伦敦证交所	2855	纽约-泛欧交易所(欧)	2869
5	纳斯达克 OMX 交易所	311	纽约-泛欧交易所(欧)	2444	伦敦证交所	2796
6	加拿大 TSX 交易所集团	242	德意志证交所	1432	上海证交所	2705
7	瑞士证交所	158	加拿大 TSX 交易所集团	789	香港证交所	2305
8	意大利证交所	149	意大利证交所	728	加拿大 TSX 交易所集团	1676
9	南非约翰内斯堡证交所	137	瑞士证交所	693	西班牙马德里证交所	1435
10	西班牙马德里证交所	111	香港证交所	609	巴西证交所	1337

来源：世界证券交易所联合会(available at <http://www.world-exchanges.org/statistics/time-series/market-capitalization>)

相应地，1996 年金融大改革的一个众所周知的目标，便是重振东京金融市场的雄风，并“在 2001 年达到与纽约、伦敦并驾齐驱的水平”。^[53] 人们预计，一个强劲的资本市场将给日本带来诸多利好。这种高水平的金融场所催生的新兴金融服务业不仅将带来报酬丰厚的工作机会，也将在后工业时代社会扮演重要角色；同时，它也为日本经济体中的其他产业——尤其是新兴成长型产业——提供充足的金融支持。

在 20 世纪 90 年代末，随着国际股票交易市场迎来新一轮竞争，金融市场建设与放松金融监管的措施也迎来了更多国际关注。当时颇有影响力的一种观点是，在国际股票交易市场竞争中胜出的“赢家”将是那些监管要求最低、因而能吸引外国企业在海外上市的市场。而在 21 世纪前十年，美国国内一场有关纽约是否在监管措施更加宽松的伦敦市场面前逐步失去国际金融中心优势地位的辩论，令这一观点获得了淋漓尽致的体现。^[54]

随着由证券交易所私有化、IPO 以及国际并购等催生并统治股票与其他资本交易的四大国际

[53] MOF (1997), supra note [8].

[54] Committee on Capital Markets Regulation, “Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation” (November 2006), available at http://capmktsreg.org/pdfs/11.30Committee_Interim_ReportREV2.pdf.

市场[纽约-泛欧交易所(NYSE Euronext)、纳斯达克-OMX交易所、芝加哥商品交易所(CME)以及德意志交易所(Deutsche Börse)]获得越来越多的经济观察人士的承认,东京证券交易所更加悲剧命运的警钟也就此敲响。东京还必须面对来自亚洲的新对手——新加坡,作为一个国内市场狭小因而坚持以自由宽松的监管要求来吸引外国股票发行人以及大胆交易者作为长期战略的新兴交易市场,它所带来的威胁甚至比伦敦还要大。

上述问题似乎已经随着2008年金融危机而消失,因为政策辩论的焦点已经转移到采用何种方式来加强金融监管体系以重塑投资者信心。在国际层面,这意味着不同股票交易所之间在执行相关证券法律法规层面展开更大程度的国际合作。从理论上来说,新出现的“力争从紧监管”(race to the top)的趋势足以与“力争放松监管”(race to the bottom)的竞争效应匹敌,甚至开始压倒后者。诸如上海证券交易所以及里约热内卢证交所等新崛起的证券交易机构均以强劲的国内市场为基础,而不再重蹈过去通过宽松的监管措施来吸引外国交易者与上市公司的离岸金融中心模式的覆辙(见表4)。

但是,随着新加坡2010年要约收购澳大利亚证交所这一事件,证券交易市场之间的竞争与结盟现象开始重回人们的视野。而2011年2月这一现象再次爆发:在伦敦方面突然披露收购多伦多证交所的要约后不久,德意志证交所与纽约-泛欧交易所宣布的合并计划也再次成为了新闻头条。但是,此时的问题焦点已经不再是监管自由化,而是商业模式。在2007年里有关交易市场的讨论都基于如下前提:全球将逐步达成较为统一的企业股票上市标准(但是从未真正实现),各地证交所也可能采取更为积极的措施构建全球性交易网络以主导股票及其他交易。新闻媒体则普遍将这一轮的合并谈判视为各大证交所在更具盈利性的衍生品全球性市场中争取利润份额的努力。而在逐步兴起的私人电子交易平台(private electronic networks)的挑战面前,各大证交所之间的合并意图也代表了其相应的抵御措施以及寻求规模效益的努力。

2001年后,东京监管当局采取了一系列重要举措放松金融管制,并试图以此重振东京金融市场。^[55]在重塑东京市场竞争力这一议题上,过去十年间由政府组建的研究小组与研究项目包括:财务省2003年组建的研究小组,安倍内阁于2005年提出的重振经济计划以及金融厅于2007年组建的研究小组。^[56]但是,如果在金融自由化上的巨大努力最终并未能成功地东京金融市场迎来又一春,那我们就不得不考虑其他的可能因素了。

对于单个企业而言,是否赴海外上市并非取决于监管措施的严厉程度以及相应的合规成本,而更多受制于许多现实因素。这些因素包括:融资需求的旺盛程度,企业资金成本以及公司股票在海外市场的估值,与该海外市场的商业联系以及股票上市交易的可行性是否逐步明朗,以及拟上市企业对当地市场与文化的熟悉程度。

除了缺乏外国企业赴日本上市,日本金融市场的另一个更大的缺陷在于其长期被日本国内证券公司占据。一个流传至今的说法是,这一现象的罪魁祸首是日本政府对海外投资者的不欢迎态度。事实上,日本政府在将东京打造为世界领先金融中心的整体方案上,一直存在某些模糊之处。政府的最终目标,究竟是要发展强劲而高效的日本金融服务业,还是不顾日本本土公司可能会被效率更高的跨国企业击败的这种可能代价而全力打造一个蓬勃的国际化金融市场?^[57]

[55] Yasuyuki Fuchita, supra note [13].

[56] Sayuri Shirai, supra note [14].

[57] Tetsuro Toya, supra note [8], at 106-107.

迄今在日本政府的报告中,这两大目标可以兼容。实际上,从一个分支市场传来的证据——外国承销商 1995 年监管措施松绑后纷纷涌入“武士债券”市场——表明:尽管某些发行股票的日本企业偏好日本承销商,但外国竞争者的进入也的确促进了竞争并降低了承销成本。^[58]但是,由于“塑造更高效的日本国内金融服务产业”与“打造一个更强大的国际金融中心”这两大目标均未能实现,因此我们很难预测当二者发生冲突时,到底优先考虑哪一目标。外国人士已经注意到,日本人对于东京在迅速国际化过程中可能会导致出现由外国公司主导市场的“温布尔登效应”^[59](Wimbledon effect)^[60]充满担忧,这与 1986 年伦敦以放松金融监管为目标而展开大张旗鼓的改革之后金融市场出现的境况一样。

但是,与计划发行股票的外国企业是否赴海外上市的决策类似,金融中心对于市场参与者的吸引力也同样取决于多项现实因素。对于过去十年间东京金融市场中外国企业数量持续减少这一现象,存在多种解释,^[61]其中包括税收政策与行政管理基础设施建设(administrative infrastructure)等问题。而在外国企业看来,东京金融市场无法吸引大量外国金融机构进场的原因则主要是:税负过重、金融厅监管措施要求太高以及相对狭隘封闭的岛国心态。

而东京金融市场对外国企业缺乏吸引力的另一更加简单、但却更具说服力的解释是,外国金融机构对于日本停滞的金融市场缺乏兴趣,相反将其资源集中在诸如上海及香港等快速增长市场中进行扩张。日本政府已经推行了诸多监管自由化措施,并显然在东京金融市场上并未采取任何消极对待甚至排斥外国市场参与者的举动。但是同时,它却未能采取与金融自由化无关的重要举措,例如——我们之前在谈及提高东京作为国际化金融中心的吸引力这一问题时所讨论的减税措施。同时日本也缺乏诸如通过利用其经济整体规模及庞大金融资源打造区域性领先的企业债券市场的商业战略,以此凸显东京较之亚洲其他金融市场的特色并吸引更多的外国市场参与者。

回望过去,东京证交所在 1990 年吸引大批外国企业上市交易,成为众望所归的世界金融中心候选者的风光场面,恐怕很有可能是一次不寻常的迹象或泡沫景观。当时,日本市场中的资本存量达到顶峰,同时几乎所有公司股票的估值都相当之高。因此即便与日本市场并无商业联系、或存在非资本市场联系的公司也恐怕难以避免、或至少很有可能被这一“红火”的资本市场所吸引,而之后当这一市场重归平静时,这些公司又很快对其丧失兴趣也就不足为奇了。而随着近期国际证券交易市场的合并风潮又起,日本金融市场的竞争性问题必然又会重新令人瞩目。

五、结论

金融大改革行动以及目前正在推行的改革举措在很大程度上实现了对银行、证券以及保险行

[58] Mark M. Spiegel and Jose A. Lopez, “Foreign Entry into Underwriting Services: Evidence from Japan’s Big Bang’ Deregulation”, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2009-14 (2009).

[59] 译者注:“温布尔登效应”因英国著名的温布尔登网球公开赛而得名,意指本国投入大量资源建设金融中心的结果最终是为外国投资者与企业搭建了市场平台,本国企业却未能成为市场主导者。

[60] Nicole Pohl, “Foreign Penetration of Japan’s Investment-Banking Market: Will Japan Experience the Wimbledon Effect?”, Asia/Pacific Research Center Discussion Paper (2002).

[61] Catherine Makino, “Asia Seeks Business Hub: Frantic Battle to be Financial Capital”, 44 ACCJ Journal 8 (2007), 28.

业的监管的放松程度,相较于过去,监管模式也实现了更高程度的信息披露与透明度,并更加依赖法律规则与市场机制。在过去 15 年里,日本也通过渐进式改革,将其以银行贷款为基础的间接金融体系缓慢地转变为了一个基于资本市场的直接金融体系。但是,这一转型仍然尚不完全,政府主导的改革举措迄今为止仅对金融机构与企业借款人的行为产生了极其有限的影响。而很多人们预期通过更为高效的资本市场带来的效益,并未真正实现。

尽管日本的金融自由化改革相较于纽约与伦敦采取的相应改革措施更为全面广泛,但在促进日本金融服务行业成长并实现与后工业时代服务导向型社会相关的、更为宏伟的其他社会目标上,距成功尚远。这一结果表明,仅仅依赖金融自由化改革只能带来有限成果,我们还必须看到其他重要因素的作用。日本所面临的不利因素极为凶险:银行业的衰败危机、经济增长缓慢以及股市表现糟糕,社会老龄化严重、通货紧缩压力、因政府为保持流动性而采取财政刺激计划产生的高额债务以及 1997 年与 2008 年两次不幸的外部危机。

在经历 2008 年金融危机后,放松管制已经不再被视为解决所有经济与社会问题的灵丹妙药。日本也已经明智地将注意力集中到一系列政策性措施上,以达成当年金融大改革所预期的宏伟社会目标并重塑日本经济。这些政策性措施包括税收政策,例如提高消费税税率并降低企业经营相关税种税率,对社会保障体系进行改革,以及签订新的自由贸易协议(特别是加入《泛太平洋伙伴关系协定》)。

为了继续发展资本市场,研究者必须特别关注日本金融体系中两大潜在的神秘特征:(1)缺乏强劲的企业债券市场,以及(2)由于低效贷款业务而导致日本银行盈利率持续偏低。政策制定者必须采取措施打破这种恶性循环:传统的银行业务经营方式阻碍了企业债券市场的发展,而缺乏可靠的企业债市作为可替代性的融资渠道又反过来加强了对传统银行信贷业务的需求。

最有可能打破这一恶性循环的方式是同时准备好萝卜与大棒——专门针对这一问题采取一系列措施,以在鼓励企业债券市场发展的同时遏制缺乏盈利能力的传统银行信贷业务。这些措施应当包括诸如税收政策与行政管理体制方面的变革,而迄今为止政府还未将其纳入总体政策性方案之中。还可以采取其他措施来专门刺激家庭投资、风险资本以及东京金融市场的发展。

即便很难说日本金融大改革取得了全面成功,但至少也应该承认其在相当程度上取得了成功。金融服务业的监管模式变化将有助于在该行业继续推动改革。但是,现在也同样正是时候采取其他改革措施,为推动日本实现向后工业化时代的转型做出更大贡献。

(责任编辑:黄 韬)