

日本股票市场“泡沫”破灭的 反思及对我国的启示

戴念龄

日本股票市场曾是世界上最为繁荣的股票市场，其东京证券交易所上市股票的价值曾一度超过纽约证券交易所而位居世界第一。但从 1990 年日本股市崩溃以来，一直未能恢复，并且直接导致日本经济达 6 年多的长期衰退。这场股灾不仅仅是一般的金融危机，而且是金融制度危机。

一、日本企业通过股票市场筹措资金的再回流 是造成日本股票市场虚假繁荣的直接原因

80 年代后半期，日本股票市场经历了前所未有的大繁荣，东京日经指数从 1985 年的 11545 点直升到 1989 年的 38916 点，但日本公司的盈利能力并未随之提高，因此到 1989 年股票的平均市盈率高达创纪录的 71 倍，而在此之前的最高点是 1979 年的 46 倍。根据股票价格理论，股价应反映企业经营的内在价值，但 80 年代后半期日本的股价已完全背离了企业经营的内在价值。与此同时，股票市价总值也由 1985 年底的 190 兆日元上升到 1989 年底的 611 兆日元，所占国民生产总值的比重亦由 59% 上升到 150%，可见在 4 年时间内日本股票市场急剧膨胀到何种程度。

80 年中期以前，由于特殊的银行企业关系，日本企业的间接融资占主导地位；但到 80 年代末，企业在证券市场，尤其是股票市场的直接融资规模迅速扩大，详见表 1。

| | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|
| 借款 | 80 | 65 | 63 | 61 | 69 | 79 | 82 |
| 证券 | 19 | 24 | 21 | 29 | 17 | 29 | 20 |
| 其中: 债券 | 4 | 5 | 3 | 2 | 5 | 9 | 15 |
| 股票 | 7 | 10 | 10 | 14 | 7 | 3 | 2 |
| 境外债券 | 8 | 9 | 8 | 13 | 5 | 17 | 3 |
| 商业票据 | - | 4 | 14 | 5 | 4 | -8 | -1 |
| 外债 | 1 | 7 | 2 | 5 | 10 | - | -1 |

资料来源: 日本银行:《资金流量帐户》1987—1993 年年度报告。

据统计,80 年代初期,日本企业通过证券市场筹集的资金不到 5 兆日元,而到 1987—1989 年则猛增到 55 兆日元,其中 90% 是通过发行股票筹集的。发行股票募集资金占日本企业资金来源的比重如上表所示,也从 1986 年的 7% 上升到 1989 年 14%,3 年翻了一番。各大企业获得了超出设备投资所必需的巨额剩余资金,在偿还银行贷款之后,于是便投机性地加以运用,大量购买大额定期存单、信托投资基金和特金

(Tokkin) 信托基金(一种特殊的货币信托基金)等等。而各种信托基金的受托人再把绝大部分资金投向股票市场,从而推动股价上扬。随着股价的攀升,使投资获利丰厚,这样又进一步刺激了企业通过股市融资购买各种信托基金,这就是企业的所谓“财技”(Zai-tech)。到1989年和1990年间流入股票市场的各种信托基金达40兆日元,此时的股票已不是公司所有权的代表,而成为众人追逐的金融商品。由于“示范效应”的影响,吸引了更多的社会资金流入股市,结果“泡沫”越吹越大,终于在1989年底出现了股市暴跌,日经指数从1989年的38916点,跌到1992年14000点,下跌幅度超过60%,此后日本股市长期低迷。又由于在股市“泡沫”时期,企业发行大部分的新股被金融机构认购,如今金融机构经营状况不佳,一直在伺机出售所持有的股票,从而使不景气的日本股票市场长期受到抛售的压力,回升乏力。同时,在此期间,一些银行甚至以借款人的股票作为担保来发放贷款,随着“泡沫”破灭,这些贷款无法收回,成为银行不良债权的一个重要来源。尽管此后日本政府为救市采用了一系列措施,但由于企业利用“财技”造成的投资不当引发股市“泡沫”破灭产生的后遗症至今仍未消除。

二、机构投资者的不规范经营和政府放松对机构投资者的管制以及宽松的金融货币政策助长了“泡沫”的膨胀

80年代后期,日本股票市场的持股者结构发生了显著变化,见表2。

| | 1980—1984 | 1985—1989 | 1990—1992 |
|--------|-----------|-----------|-----------|
| 金融机构 | 251 | 287 | 283 |
| 人寿保险公司 | 126 | 132 | 131 |
| 非金融机构 | 260 | 246 | 247 |
| 国内居民 | 277 | 235 | 234 |
| 外国居民 | 52 | 44 | 50 |
| 信托投资基金 | 12 | 25 | 33 |
| 证券公司 | 18 | 23 | 15 |
| 政府 | 02 | 08 | 06 |

资料来源:《日本股票交易全国会议》1981—1993年年度报告。

从表2可以看出居民个人持股的比重下降,而各种金融机构,尤其是各种信托基金的持股比重不断上升。这主要是因为许多企业采取“财技”方式投资,把募集的大量资金用来购买各种信托基金;同时,日本居民也越来越对低利率的储蓄失去兴趣,转向购买各种高回报率的信托投资基金。这些信托基金几乎都是由证券公司、投资咨询公司和信托银行等机构投资者经营。由于日本经济持续增长,资金供应充裕,各种信托基金的受托人很容易筹集到资金,再加之新成长起来的机构投资者缺乏基金管理的经验,机构投资者并没有设计出最佳的投资组合,而是把大部分资金投入现存的股票市场,它们参与二级市场的炒作为股价上扬推波助澜。此外,到1989年,日本的机构投资者积极参与项目交易,即通过项目有计划地筹集资金。机构投资者只关心受托资产的收益最大化,因此不断通过在股票市场的买进和卖出,以寻求更高的投资回报。随着机构投资者所经营基金的增加和股价越来越不能反映企业经营的内在价值,使得投资于某个企业股票的特定风险加剧,但机构投资者仅通过扩大投资组合来降低风险,缺乏责任,对企业如何使用资金毫不关心。

在股票市场高速发展的80年代,日本政府并没有制定有效的法律来规范机构投资者;相反,却采取了一系列放松管制的措施。1980年,对公司税法的基本条例进行了修改,允许企业把通过特金信托基金和其他信托投资基金帐户所持有股票与自己经营的股票区别对待,前者可不算作企业自营的股票,从而扩大了企业的持股量。1984年,允许人寿保险公司通过特金信托基金帐户进行股票投资。1986年允许人寿保险公司参与

项目交易，并取消了信托投资基金总量的销售限额。1987年，一部分国民养老金和福利保险金被允许通过机构投资者进入股票市场；同时，批准邮政人寿保险和邮政年金进入股票市场。到1989年，邮政储蓄系统的存款也可以通过机构投资者进入股票市场。随着政府金融管制的放松，以及股票市场高回报的“示范效应”，吸引越来越多的资金进入股市，急剧加速了股市膨胀。

从金融货币政策的角度来考虑，低利率和货币供应量剧增导致金融机构资金过剩，从而在客观上为股市“泡沫”的形成提供了货币条件。1985年“广场协定”签订后，日本为防止美元大幅度贬值、日元大幅度升值而降低了国内利息率。银根的放松使金融机构有了更多过剩资金，助长了对股票等证券经营的融资活动。1987年西方5个发达国家为进一步稳定汇率又达成了“卢浮宫协议”，为防止美元的贬值，日本再次降低利率，进入了所谓超低利率时代。于是货币供应量剧增，在1987—1990年间，货币供应量（ $M_2 + CD$ ）的增长率连续4年超过两位数。超低利率和大幅度增加的货币供应量使越来越多的企业和个人有可能用大量贷款来参与股票投机，从而进一步刺激了股价的暴涨。

三、日本传统的公司治理结构与现行股票市场运行机制的矛盾成为引发“泡沫”破灭的隐患

日本公司治理结构在形式上一般采取股东大会—董事会—高级经理三层结构，股东大会是最高权力机构，高级经理则负责经营活动，但日本大多数大型的公众持股的上市公司又普遍实行主办银行制。所谓主办银行制，是银行与企业间的一种特殊关系，它大体上包括了三方面的内容。一是确定主办银行，即指在许多向企业贷款的银行中，贷款份额最大、持股最多、并相应承担主要监督企业责任的银行。二是明确银行企业关系，指客户公司与主办银行保持长期交易关系，在这种交易过程中，银行有对客户企业进行审核和监督的权力，公司有向银行提供经营信息的义务。在必要时，银行还可以参加公司的治理。三是规定救援和扶助义务，当公司发生财务危机时，主办银行有义务通过允许企业延期还本付息，提供紧急融资，直至改组企业内部经理人员等手段来对企业实施救助。因此，虽然日本公司在形式上采取的是三层治理结构，但实际上，主办银行作为企业最大的股东，通过股权参与及人事安排等途径对企业进行监督和控制。同时，主办银行又是企业间接融资的重要伙伴，它们之间的资金交易类似于某种内部资金拆借，能减少大笔交易成本；此外，主办银行制还能有效地替代市场控制机制，为企业提供充足、稳定的资金，减少企业被兼并的威胁，使企业能从长远的角度进行经营决策，在最大限度上避免企业因短期行为所造成的损失。日本的这种公司治理结构在60年代和70年经济增长时期曾起过关键性的作用。进入80年代后，日本企业资金来源中债券与股票比例迅速上升，而且内部资金所占比重提高，尤其是折旧，开始成为资金来源的重要渠道。虽然直接融资所占比重不断上升，但银行持股、系列集团公司持股等法人持股的形式并没有多大改变，因此大企业利用设立股份公司的方式低代价地大量筹集资金，并通过股票法人所有，使得真正流通的股票较少，便于操纵，造成了股票价格的上涨。股票价格上升后，股份公司通过发行低利息甚至是负利息的转换债券或股票认购权债券，利用配股又一次筹集到优惠的资金。然后，再将这些筹集到的资金用于从事股票投机活动，这就使企业经营本身趋于投机化。法人持股的初衷是让企业经营者的不容易被个人股东追求高股利分红的短期行为所左右，而着眼于企业发展和长远利益。但由于法人持股大大削弱了普通股东的权力，强化了经营者权力，股东大会缺乏对企业经营者的约束，在利益驱动下，经营者会放弃对长期利益的追求，转而热衷于股票市场的炒作以获取短期利益。同时，日本股票市场信息披露制度不完善，法人持股便于操纵股价，使股票价格不能完全反映企业经营的有效性。再者，由于80年的金融膨胀弱化了主办银行和系列集团公司对企业的控制，传统上被认为是股票长期持有者的主办银行和系列集团公司面对日益高涨的股价和高投资回报率，也表现出短期行为。

如表3所示，进入80年代，日本六大企业集团中的前财阀集团（包括三菱、三井和住友）之间的持股比例降低；同时，由富士、三和和第一劝业组成的关联银行集团之间的持股比例亦不断下降。此外，不断增加的机构投资者部分抵消了企业治理，从而使日本企业处于市场导向和银行企业关系导向均不充分的态势。这种传统公司治理结构和现行股市场运行机制的矛盾便成为引发股市“泡沫”破灭的隐患。

| | 1997 | 1981 | 1987 | 1989 |
|-----------|------|------|------|------|
| 六大企业集团 | 239 | 255 | 227 | 21.6 |
| 其中: 前财阀集团 | 289 | 322 | 289 | 27.5 |
| 关联银行集团 | 189 | 188 | 164 | 15.8 |

资料来源: 日本公平交易委员会:《企业集团》1992 年年度报告。

四、几点启示

日本股票市场“泡沫”的破灭造成了长达6年多的经济萧条,通过对这一事件的分析,我们不难发现,股票市场运行机制不完备,是造成这场灾难的首要原因,而这也将会给正在兴起中的我国股票市场提供一些有益的启示。

1. 规范上市公司募集资金的使用范围,严禁国有企业和上市公司炒作股票。我国的国有企业和上市公司都处于社会生产的重要地位,应将精力集中到如何扩大生产、加速流通和新产品的研制和开发上。由于我国股市尚处发展初期,市场投机气氛较浓,且违规现象时有发生,不少国有企业和上市公司也投入到股市的炒作之中,它们有的动用银行信贷资金买卖股票,有的将股票发行募集的本应用于生产的资金投入股市,或提供资金给其它机构炒作。这些作法,既削弱了企业长期发展的潜力,降低了企业的市场竞争力,也增加了企业的经营风险,同时还会增大国家的金融风险。为防止类似日本的情况在我国发生,有关政府部门已做出规定,严禁国有企业和上市公司炒作股票,从而使广大企业和上市公司将其通过各种途径取得的资金投入生产和流通中,通过新产品的研制,新技术的开发和生产规模的扩大,增强企业的市场竞争力,这对企业的长期发展有积极的意义。当然在这里提到的仅是严禁短期炒作,对国有企业和上市公司进行长期股权投资,则是允许的。

2. 积极培育机构投资者,同时加强对其监管。我国股票市场投资者结构不尽合理,机构投资者所占的比例太低,造成市场波动剧烈,阻碍了股票市场的健康发展。当务之急是大力培育信托投资基金等机构投资者,使之成为股票市场的主要投资力量。同时,还应尽快出台有关信托投资基金等机构投资者方面的法律、法规,保护广大投资者的利益,维护市场公平竞争,保证信托投资基金等机构投资者的健康发展。一方面要加快组建符合规则的投资机构并推动机构投资者规范运作;另一方面要以法律手段加强监督,增强机构投资者运作的市场透明度,消除各种幕后交易行为,并逐步完善机构投资者的社会监督及自律体系。

3. 深化企业改革,建立合理的公司治理结构。建立合理的公司治理结构和发展健康的股票市场,是两个相互关联的问题。合理的公司治理结构,即是使企业通过股票市场筹集资金用于生产、研究和开发,并给股东提供相应的回报;同时,投资者可以借助于股票市场建立对企业有效的监控机制,提高企业的生产经营效益。可见,投资者通过竞争的市场买卖股票以确立合理的股价,并把这一价格尽可能地与企业经营业绩相联系,这样的股票市场才是我们所需要的股票市场,这样的投资者才是我们所需要的投资者。当然,这种公司治理结构和股票市场完美结合的形成则是一个漫长过程,要经过不断努力才能实现。

注释:

[日] 生野重夫:《现代日本经济历程》,中文版,130 页,北京,中国金融出版社,1993。

Journal of Asian Economics, Vol.6 No.1,1995, pp 120、120.

(作者单位: 武汉大学世界经济系)

(责任编辑: 林 玲)