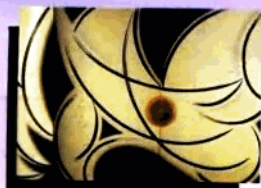


当代日本 股票市场研究

康焕军
著



日本研究博士丛书

日本国际交流基金会支援刊行

10

11

康煥軍 著

東方出版社

日本研究博士丛书

序 言

康焕军博士的力著《当代日本股票市场研究》出版了，我由衷地高兴，并表示诚挚的祝贺。

这部著作的出版可谓正其时矣！我们正在建设有中国特色的社会主义，着力把经济运行体制转到社会主义市场经济的轨道上来，正在做许多前人没有做过，我们也非常不熟悉的事情。我们需要自己的实践，也需要学习别国的经验，以进行有成效的探索。在学习别国的经验中，既包括合理的理论方面，也应有具体的可操作的运行机制内容。我们的学习应是具体的和务实的。这就需要我们对别国的经验进行深入细致的调查研究，透过纷繁的表面现象，把握住事物内在的精华，从而真正学到于我有利的东西。康焕军博士的这本著作适应了我们正在经历的这一时期的要求，因之值得认真地一读，以从中获得一定的教益。

虽然发达资本主义国家实行的都是市场经济，但各国的市场经济并不是千篇一律的，而是各有各的特色。适用于各个国家统一的市场经济模式是不存在的，作为市场经济一个重要组成部分的股票市场当然也是如此。

股票市场是对社会资金进行配置的一个重要形式和手段。通过股票市场的动作，可以使社会资金得到较好的运用，并进而达到使整个社会资源能较为优化地进行配置的目的。但和整个市场

机制一样，即使在社会资金的优化配置方面，股票市场也不是万能的、没有缺陷的。如何更好地发挥股票市场在配置社会资金方面的积极作用，并尽可能地避免它的消极方面，是各国股票市场都在追求，但都未能很好达到的目标。尽管如此，发达资本主义国家的股票市场毕竟已经运行了一二百年，各种成功与失败的经验与教训是积累了很多的。它们的股票市场在现在的条件下，已尽可能地趋于完善。它们的法规条例和运作方式，确实有许多值得我们借鉴的地方。

日本的股票市场在发达资本主义国家中是一个后来者，股票市场可以说不是在日本本土土长，而是从西方引进的。就这一点来说，与我们现在要建立自己的股票市场有相似之处。同时，从日本股票市场开始建立之日起，政府在这方面就起了非常积极的、重要的作用，这与我们要建立在国家宏观调控下的股票市场也是非常相近的。正因为如此，在我们建立和完善自己的股票市场的过程中，认真研究日本股票市场的各个方面，比较其与其他国家的异同优劣，从中吸取有益的东西，就显得更有实际的意义了。《当代日本股票市场研究》正是适应了这方面的需要。

康焕军博士的这本著作，既是一本理论著作，也是一本实务性很强的著作。说它是一本理论著作，是因为这本著作对日本股票市场甚至日本经济中的许多理论性问题都作了很好的分析和论证。诸如法人资本的地位和作用、股票的理论价格和实际价格的联系与区别、股票市场在日本经济运行中的作用与影响，等等，都是理论界和学术界普遍关注的重要理论问题，这些问题与如何认识日本当代资本主义的本质特征都有非常密切的关系。在这些重要的理论问题上，这部著作皆作了有益的探讨，有自己的见解和新意。说它是一部实务性很强的著作，是因为它对日本股票市场的具体运作作了详细的介绍、分析与评价，对我们建立自己的股

票市场很有参考价值。在此基础上，康焕军博士还就如何建立和健全我国的股票市场问题提出了不少可操作的具体建议。这些都是非常难能可贵的，由之形成的理论特色和与实际运作的结合，在其他介绍西方股票市场的同类著作中是不多见的。

这部著作能达到现在这样的、较好的水平，并在理论和实际的结合上取得一定的成就，是康焕军博士多年来辛勤劳动的结果。他不仅在攻读硕士和博士学位的过程中学习了大量的理论著作，刻苦钻研，打下了良好的理论基础，并且非常重视调查研究，把学习到的各种理论与现实经济工作的需要有机地结合起来。为了完成这部著作，他还东赴日本，对日本的股票市场进行了一年的实地考察和研究，不仅收集了大量的难得的资料，而且还与日本有名望的专家学者进行了广泛深入的研讨与交流。功夫不负苦心人。一部有价值、有水平的著作就是他刻苦学习与钻研的最好的回报。

在各种思潮的冲击下，现在年青的学者能坚持学术上的执著钻研是很不容易的。这部著作的出版，使我们看到了希望。有志于学术研究与理论创新的青年学者是存在的。他们一定会青出于蓝而胜于蓝。在建设有中国特色的社会主义事业中，他们必将作出越来越大的贡献。

在《当代日本股票市场研究》出版之际，我还想到的一点是，我们自己培养的博士和硕士们，在学术水平和工作能力上，他们决不逊色于在国外攻读学位的学者们，而且在中国实际的结合上，他们往往还略胜一筹。这本专著的出版，便可看作是一个有力的佐证。

王怀宁

1994年7月

前 言

战后日本经济发展取得了举世瞩目的重大成就,探索日本经济高速发展秘密的研究也因此兴盛起来。随着日本经济研究的逐步深入,研究的重点越来越集中于日本资本主义的特殊性方面。部分学者甚至将日本资本主义定义为“日本型市场经济”或“法人资本主义”。本书将日本资本主义的心脏——日本股票市场作为研究对象,其目的在于通过深入分析日本股票市场的特殊结构和运行机制,从一个侧面正确认识和评价日本型市场经济的长处和缺陷,为我国经济建设提供一定的借鉴。

当代日本股票市场研究是一个涉及面很广的课题。为将有限的时间和精力集中在问题的主要方面,本书不得不严格限定研究的范围。文中,将舍弃有关日本股票市场法律制度方面的专门分析,着重研究日本股票市场的特殊结构和运行问题。日本股票市场可分为现货市场和期货市场。期货市场是作为现货市场的派生市场而存在的。所以,本书将分析的重点放在现货市场方面。在现货市场中,又有交易所市场和店头市场之分,本书的研究范围仅限于最重要、最规范的交易所市场。

经过对研究范围的重重限定之后,本书对当代日本股票市场的分析研究,将以马克思主义基本分析方法为指导,主要从股票的市场供求入手,分析日本股票市场的基本结构、运行机制和股

价形成，并对日本股票市场的效率性进行尝试性评价。为此，本书在第一章将运用历史比较分析的方法，论述日本股票市场的发展过程，通过战前与战后日本股票市场的比较分析，突出当代日本股票市场的基本结构特征。第二章将从企业筹资方式的选择问题入手，分析股票的绝对供给问题，阐明日本企业股票发行的根据以及日本企业筹资方式的转变对日本股票市场的影响。第三章和第四章将分别从法人企业和个人投资者的股票投资分析入手，研究日本股票市场的股票供求问题。其中，论述了法人企业和个人投资者的股票投资的特点，分析了不同投资者的股票投资对股票市场运行所产生的影响。在从股票的供与求两个方面考察了日本股票市场之后，第五章是从一般股价分析入手，结合日本股票市场的具体情况，探求新型股价理论的基本结构及其与传统股价理论的区别和联系。第六章将在股价理论分析的基础上，分析日本独特的股票市场结构、市场参与者的市场行为以及日本独特的股价形成机制。通过对日本股票价格合理性的判断，试对日本股票市场进行效率性评价。本章的目的在于，一方面运用日本股票市场的事实，验证在第五章建立起来的股价理论，另一方面则是要对日本股票市场进行总结性分析评价。结束语则是作者站在我国经济发展的立场，对日本股票市场的观察和思考，以及关于建立和完善我国股票市场体系的几点政策性建议。从文章的结构上看，本书对当代日本股票市场的研究，主要运用了从特殊到一般、再从一般到特殊的逻辑分析方法。

通过上述分析，我们得出如下几点结论：

（一）当代日本股票市场虽然是规模庞大、体系完整的规范化、现代化、国际化的股票市场，但是，在优化社会资源配置方面并不是富有效率的股票市场；（二）日本股票市场非效率的根源在于股票市场结构的垄断性极强；（三）在垄断性股票市场结构的基础

上，形成了日本独特的股价形成机制。80年代后半期的股价暴涨和90年代初期的股价暴跌都根源于此。

本书对当代日本股票市场研究这一重要课题的开拓做出了一些努力，取得了预期的研究成果，但仍有明显的不足之处。例如，由于研究范围的严格限定，所以难于从整体上把握日本股票市场的全貌；本书尚缺乏从国际比较的角度对日本股票市场进行深入的分析；如此等等，这一系列尚待深入研究的课题，都是作者今后加倍努力学习和研究的出发点。

本书是由作者的博士学位论文修改加工而成。在学期间，深得恩师王怀宇教授的多方教诲和悉心指导。此外，在日本国际交流基金的资助下，使作者有机会在日本从事有关日本证券市场的学习和研究。在日本学习期间，得到日方指导教师奥村宏先生的热心指导，并且从日本证券经济研究所副岛孝俊先生、二上季代司先生、绀谷典子先生、北俣裕雄先生，松尾顺介先生以及东京证券交易所调查部广田真人先生等多位先生那里得到良多教益。在此，一并致以热忱的谢意。

1994年4月

第一章

日本股票市场概述

日本股票市场自明治初期成立以来，已经走过了百年以上漫长而曲折的道路，目前已发展成为世界首屈一指的现代化、国际化的股票市场。本章将运用从历史到现实的分析方法，简述日本股票市场的发展过程以及当代日本股票市场的基本结构，以其达到概括性地把握日本股票市场的目的。

第一节 日本股票市场的发展历程

一、战前日本股票市场的建立和发展

日本股票市场建立于明治 11 年，即 1878 年，明治初期，日本资本主义刚刚起步，落后的日本毫无例外地面临着殖民地化的危机。在腥风血雨、惊涛骇浪的历史动荡之中，日本走上了学习西洋、追赶西洋的道路。为子跻身于“列强”之列以求自保，日本提出了“殖产兴业”的口号，作为殖产兴业政策的支柱，从西洋引进了现代银行制度和股份公司制度。日本股票市场就是在这种极其复杂的历史条件下建立的。

明治政府成立之初，所面临的首要问题是如何筹措从封建旧

体制到资本主义新体制过渡所必需的资金。作为筹资手段之一，明治政府发行了金禄公债、起业公债^①等多种政府债券。随着资金筹措金额的不断增长，国债发行总额迅速膨胀起来。同时，作为殖产兴业政策的一环，明治政府为振兴对外贸易，设立了“通商会社”及其金融机构——东京外汇公司。这两家公司采取了划时代的股份公司组织形式，成为日本最早的股份公司。其后，股份公司组织形式为国立银行所采用，随后又普及到了马车铁道、保险等行业。股份公司制度的建立和普及，使股票发行日趋活跃，发行数额不断累积。国债和股票的不断累积增加，就需要成立规范的证券流通市场，以促进国债和股票的顺利发行和流通，形成公正的价格。因此，国债和股票的发行成为日本股票市场建立的契机。

在这种情况下，明治政府于1878年制定了《股票交易所条例》。根据本条例，同年5月成立了东京股票交易所。6月1日举办了隆重的东京股票交易所开业庆典。1878年8月又成立了大阪交易所和横滨股票交易所。至1883年，日本已建立了以东京股票交易所为中心，由11个股票交易所组成的完整的股票市场体系，直至第二次世界大战结束。

战前的股票交易所是股份公司组织。股票交易所，特别是东京股票交易所发行的“东证股”一直是股票交易的主要对象。不过，在股票交易所成立初期，交易所交易的主体是明治政府发行的国债。直到1888年之后，股票交易所的交易主体才从国债移向股票（详见表1—1）。因为当时日本处于资本主义发端期，一方面

① 金禄公债、起业公债：明治政府发行的公债。金禄公债是明治政府在明治维新后（1876年）以公债形式向全部华、士族支付家禄、赏典禄而发行的公债。其目的是减轻财政负担。起业公债是明治政府为推行“殖产兴业”政策，建设铁路，工厂等所发行的一种公债。

股份公司数量有限；另一方面，股份公司的资本金大都是由富商、旧大名（藩主）等出资的，其股票几乎没有公开上市。在 19 世纪 90 年代，随着股份公司创立和投资高潮的到来，股票交易才逐渐趋于活跃。特别是甲午战争后，日本从中国掠夺了大量战争赔款，大大加快了日本的工业化进程，股票交易规模才有了长足扩大。到 1898 年，东京股票交易所的股票上市牌名达到了 113 种。

表 1-1 成立初期的股票交易所交易量

(东京)

(单位：日元)

年 份	公 债		股 票	
	交易量	牌名数	交易量	牌名数
1882	68 474 200	5	3 601	9
1883	53 580 300	5	5 701	24
1884	25 682 000	4	104 088	26
1885	18 025 500	6	56 833	29
1886	17 455 120	7	703 386	32
1887	314 495	8	1 278 579	34
1888	1 200	8	907 719	39
1889	9 550	8	2 038 579	53

资料来源：(日)大藏省证券局编《证券年报》1963 年版第 5 页。

战前，日本股票市场的股票交易方式主要继承了封建时期谷物期货交易的“帐合米制度”，采取“定期交易”方式。所谓“帐合米制度”，就是只在帐簿上进行谷物买卖，在结算日根据价格变动进行差额结算的交易制度。期货交易性质的“定期交易”类似于“帐合米制度”，交割期限分为“当限”（30 日）、“中限”（60 日）、“先限”（90 日）三种，在交割日或进行现金与股票的现货交割，或进行差额结算。1921 年（大正 11 年）以后，“定期交易”改称“长期清算交易”，并另设一种“短期清算交易”。短期清算交易未规定交割期限，根据买卖双方的意愿，可在交易成立后的翌日进行交割，也可以延至交易成立后的第 30 日交割，如果支付一定的手续费，那么交割期限可进一步延长多次，故称“万年交

易”。长期清算交易和短期清算交易都是投机性交易。特别是短期清算交易的投机性更强。因此，1943 年日本制定了“日本证券交易法”，废止了短期清算交易。但是，长期清算交易方式一直延续到第二次世界大战结束。在股票投机盛行的战前日本股票市场上，股票现货交易比重很低。从整个明治时期来看，期货交易（或定期交易）一直占主导地位（详见表 1-2）。明治以后至二战结束，现货交易比重进一步下降了（见表 1-3、4）。

表 1-2 明治年间东京市场交易总额中现货交易所占比重 （单位 %）

明治 11	32.41	明治 23	6.04	明治 35	2.45
12	30.65	24	2.98	36	13.61
13	22.25	25	0.02	37	19.95
14	—	26	0.01	38	21.14
15	—	27	0.92	39	14.64
16	—	28	0.67	40	16.00
17	—	29	20.75	41	7.69
18	—	30	31.78	42	21.54
19	0.75	31	13.45	43	29.68
20	1.95	32	17.61	44	15.17
21	0.01	33	24.44		
22	—	34	18.98		

资料来源：〔H〕大藏省证券局编《证券年报》1963 年版第 6 页。

从战前日本股票市场的发展状况来看，一方面，市场规模的扩大与日本频繁发动的对外侵略战争密切相关。如前所述，“甲午战争”后，日本股票市场实现了交易主体从公债到股票的转变，标志着日本股票市场步入正规发展期。日俄战争的胜利，引起了前所未有的投资热潮，上市股票数和市场交易额急剧增加（如图 1-1 所示）。第一次世界大战极大地促进了日本重化学工业的发展，企业创立、设备投资十分活跃。在 1914—1921 年短短七年间企业总数从 7000 家骤增到 18000 家。战争所带动的经济高潮大大促进了股市规模的扩大（详见表 1-3）。

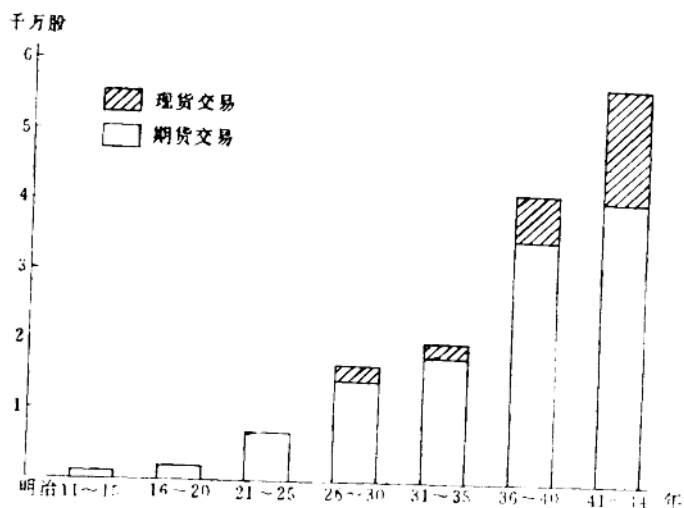


图 1-1 不同交易方式的股票交易量

表 1-3 大正繁荣时期 (东京) 股票交易所交易量 (单位: 千日元)

	大正 4	9	10	14
公债				
(国债、地方债)				
长期清算交易	-	-	-	-
现货交易	41 852	32 014	209 145	208 800
股票				
长期清算交易				
股数 (千股)	19 566	35 730	39 790	38 477
金额	1 672 436	4 582 480	3 590 043	3 153 240
短期清算交易	-	-	-	2 466 813
现货交易				
股数 (千股)	1 175	5 048	9 689	6 616
公司债				
长期清算交易	-	-	-	-
现货交易	83	1 555	19 443	32 206

资料来源: (日) 大藏省证券局编《证券年报》1963 年版第 7 页。

表 1-4 昭和初期股票交易所交易量(东京) (单位百万日元)

	昭和1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
股票												
长期清算交易												
股数(千股)	48266	37390	28186	21265	31412	25171	41929	50824	49956	33812	11693	36218
金额	4624	2991	2517	1545	1829	1032	2457	3521	3617	2395	3071	1152
短期清算交易												
股数(千股)	34995	22850	20030	25087	30167	45683	51628	60605	53171	59606	33576	83971
金额	5115	3153	2993	2813	2502	5275	7133	8803	6426	6803	5793	10999
现货交易												
股数(千股)	6141	7499	7440	5292	4732	3714	7106	7589	9861	6742	10685	12638
金额	430	387	408	323	372	397	549	612	323	181	376	570
债券												
公债	172	402	856	390	338	243	138	186	161	383	528	475
外债	2	39	57	16	4	43	53	57	100	368	303	130
公司债	15	24	29	19	7	10	11	27	6	6	5	61

资料来源:〔日〕大藏省证券局编《证券年报》1963年版第7 8页。

战争刺激过后，迅速膨胀起来的日本经济于1927年陷入严重的经济危机，股票市场发展停滞。直到“九·一八事变”日军侵占东北，军工企业股票和所谓“满洲关连股”出现投机热，股票市场才恢复昔日的繁荣。但是好景不长，1937年“芦沟桥事变”爆发，日本开始发动全面侵华战争，日本经济转入战时统制经济。《国家总动员法》、《临时资金调整法》等等统制立法相继颁布实施，股票市场的统制色彩也日渐浓厚。日本政府实行的限制配息、限制增资等措施，引起股票价格暴跌，股票交易不振。1943年日本政府又将全国股票交易所合并，成立了政府主导的“日本证券交易所”，将股票市场完全变成了战争资金的分配机构。从此直到战争结束，真正意义上的股票市场在日本消亡了。

另一方面，战前日本股票市场的发展受到财阀企业筹资方式的制约。日本财阀主要是依靠国家资本发展起来的。财阀企业成立之初，就未通过发行股票筹集资金。20世纪初期，垄断财阀在国民经济中确立了牢固的统治地位。直到战争结束，财阀主干企业的股票大都没有公开上市。财阀企业筹资主要采取“自己金融”^①方式。财阀企业即使进行增资发行，也都采用面额配股方式，财阀家族牢牢地掌握着财阀企业的绝大部分股票。这种极其封闭的资金筹措方式，直接造成了如下结果：其一，股票市场特别是股票发行市场的发展受到严重制约，造成投机性流通市场畸型发育。其二，股票市场并未真正发挥向产业企业提供长期资金的功能，流入股票市场的资金大都是投机性资金。其三，证券公司一味进行股票投机，从未发挥连接投资者与股票市场的桥梁的作用。

① 自己金融：在企业筹资方法中，有银行借款、发行有价证券等外部资金筹措和利润留成、折旧等企业内部自有资金筹措。自己金融是指后者，自己金融比率=
$$\frac{\text{自有资金额}}{\text{企业筹资总额}} \times 100\%$$

因此，证券公司数量大、规模小、投机性强，故被称做“株屋。”

二、战后初期的日本股票市场改革

1945年8月，日本战败投降，盟军占领日本。在占领当局的领导下，以对日管理政策为基础，对日本的政治、经济、社会体制进行了全面彻底的改革。作为经济体制改革的一环，日本股票市场改革也是在占领当局的强力推进下展开的。

1945年8月9日，苏军参战的消息传遍日本列岛，随之全国证券交易所停止交易，作为有组织的股票交易活动完全终止了。同年9月，日方向占领当局提出重新开放交易所市场的请求，但遭到拒绝。其理由是不仅交易所的机构、交易方式等方面存在根本性问题，而且经济民主化改革尚未着手进行。在证券交易所重开无望的情况下，时价总额达550亿日元的股票被迫在店头流通，以“实荣会”为中心进行“集团交易”^①。这种集团交易市场是自发产生的非正式，但被占领当局和日本政府默认的市场，亦可称之为“股票黑市”。日本股票市场改革就是在集团交易盛行之中进行的。

日本股票市场改革主要包括如下几方面：第一，证券民主化。1946年8月，为推进解散财阀工作成立了“持股公司整理委员会”，并根据《有偿证券处理调整法》（1947年）设置“证券处理调整协议会”，对财阀家族持有的股票以及国有股票等进行强制性清理卖出。到1951年6月为止，此协议会以公司职员、一般投资者和公司所在地的关系者为对象，共卖出股票6827种，2.3亿股，

^① 集团交易：战后初期在各地证券业协会的管理下，取代被封闭的证券交易所，证券公司集中在一定场所而进行的有偿证券交易。这种交易自1945年12月17日在东京兜町日证馆开始，一直持续到1949年5月16日证券交易所正式重建为止。其交易方法有当日交易、普通交易（3日交割）、特约交易等3种。其交易方式为相对交易、现货交易。