

日本如何构筑防范金融海啸的制度堤坝

——中国法学会证券法学研究会代表团访日考察报告

郭 锋 甘培忠 董安生 施天涛 周伦军 刘 燕 杨 东 许凌艳

在全球金融危机不断演化的背景下,为了研究和交流应对金融危机的制度和法律措施,应日本有关机构的邀请,2009年3月28日至4月5日,中国证券法学研究会会长、中央财经大学法学院院长郭锋教授率证券法学研究会代表团赴日本进行了访问。代表团成员包括副会长:北京大学法学院甘培忠教授,中国人民大学法学院董安生教授,清华大学法学院施天涛教授;理事:北京大学法学院刘燕教授,复旦大学法学院许凌艳副教授,中国人民大学法学院杨东副教授,最高人民法院民二庭周伦军法官;以及深圳证券交易所法律部钟洪明,中央财经大学法学院林剑峰博士。

代表团访问考察了日本金融厅、证监会、东京证券交易所、东京金融交易所、野村证券、保德信人寿集团、西村朝日法律事务所、东京大学法学院、早稻田大学法学院、一桥大学法学院、青山学院大学法学部,并举行了多场专题座谈会。通过这次访问,代表团对日本的金融监管体制和金融商品交易法有了较为全面和深刻的认识,对日本金融业在1997年亚洲金融危机后的改革措施和谨慎经营所积累的经验有了切身的感受,并与日本金融界、法学界建立了友好的关系。

一、金融海啸为何对日本金融业影响较小

2008年的金融海啸倾覆了众多发达国家的金融巨舰,华尔街五大独立投行更是全军覆没,但日本金融机构的表现却令人刮目相看。2008年9月22日,日本最大银行集团三菱UFJ集团宣布拟购入摩根士丹利20%的股份,日本最大的证券公司野村证券公司证实将以2.25亿美元的价格收购美国雷曼兄弟公司欧洲及亚洲地区的业务。一天之内,日本两大金融巨头相继出手风雨飘摇的美国投行,成为全球金融媒体的头条新闻。

日本作为世界第二经济大国和金融强国,在全球化的资本市场运行中受到美国华尔街爆发席卷全球的金融海啸的影响相对较小,除了所持美元国债缩水、少量所购美国次贷证券亏蚀和产品出口受到挤压所受的损失外,其国内的金融资产在海啸的第一波冲击(08年10月)和第二波冲击(2009年1、2月)下没有受到任何来自西

方狂潮的正面的撕裂、颠覆和吞噬。在金融厅(FSA)、东京证券交易所(TSE)、东京金融交易所(TFX)、野村证券(NOMURA)、早稻田大学(Waseda University)、东京大学,我们曾经围绕这个核心内容提出了如下几个问题:日本的资本市场上是否销售过美国的次贷抵押证券产品?日本有没有仿照美国华尔街的模式制造了本国的许多金融衍生产品?是什么因素在抵制美国次贷资产证券和其他有毒金融衍生品进入日本时发挥了主要作用,是严格的金融监管以及2006年制定的“金融商品交易法”,还是日本存在某种金融贸易壁垒或者其他形式的保护主义?日本的制度安排是机缘巧合还是未雨绸缪?统合的金融监管体制与金融、保险、证券等的混业经营有无对应关系?印象中,日本金融机构在过去的十几年中一直在平成泡沫破灭、亚洲金融危机、IT泡沫破灭等一系列金融危机中苦苦挣扎,为什么在2008年金融危机中却能够损失较小?

通过访日期间与日本官员、金融从业人员、律师、学者等的广泛交流,答案逐渐清晰。这其中既有机缘巧合,例如2002~2006年间全球主要金融机构和投资人都享受着流动性泛滥的盛宴,而日本金融机构仍处在挤泡沫的最后阶段,尚未来得及参与全球资本的狂欢,从而也侥幸躲过了接踵而来的灾难。但更多的是一些必然的因素。所谓前事不忘,后事之师。过去十几年中经历的重重危机给日本金融机构以深刻的教训。从业界到政府,从观念到法律基础,都出现了一些积极的变化,从而增强了其对泡沫经济的免疫力。

首先,日本在20世纪90年代的金融危机与此次美国金融危机有共同之处,即都属于泡沫破灭引发的金融危机。由于货币当局的宽松货币政策和松懈金融监管措施,造成了巨大的资产泡沫,只不过日本集中于商业地产和股市,而美国则是个人住房。不同的是,日本的泡沫是因为商业银行传统信贷造成的,而美国则是通过资产证券化,给购买者提供便利的金融杠杆和过度流动性而造成的。20世纪80年代末,日本经济的火车头——制造业产品出口因日元升值而放缓,大量银行资金进入房地产市场和股票市场,催生了全球最大的房市泡沫和股市泡沫,即“平成泡沫”。当时,东京的地价可以买下整个美国,而东京股市的平均市盈率在100倍以上。1991年,地产泡沫与股市泡沫同时破灭,日本企业以及金融机构都遭受了沉重的打击。金融机构的损失源于两方面:一是银行对企业的贷款变成了坏账;二是银行持有的上市公司股权急剧贬值。平成泡沫破灭后,实体经济陷入长达十年的衰退,金融机构则因为坏账缠身而长期挣扎在破产边缘。1997年亚洲金融危机令资产负债表极其虚弱的日本金融机构雪上加霜。直到2003年之后,日本金融界才追随着企业界开始走出衰退,通过合并、改组而重振力量。

其次,日本政府对于金融机构的改组终上正轨,夯实了金融机构的资产基础。日本大藏省与金融界之间的亲密关系以及政府对金融机构的呵护一直为国际金融界所诟病。亚洲金融危机后,日本政府起初只是对问题金融机构注资,却不愿意对银行坏账进行彻底清理,这也是20世纪90年代以来的金融危机迟迟不能结束的一个重要原因。2002年,小泉政府终下决心来清理银行系统的坏账,认真、仔细、尽管有些缓慢地调查、评估金融机构的资产质量,并根据评估结果决定注资规模。与此同时,日本政府从一些大银行手中接收其持有的上市公司股权,限制银行、公司之间交叉持股,交叉持股比例从1991年的27.7%降到2003年末的7.4%。此后,政府又推动甩掉了坏账包袱的银行之间进行大规模的合并重组,形成了三菱UFJ集团等金融巨头。这些措施提振了公众对日本金融机构的信心,也夯实了金融机构的资本基础。如今,手头相对充裕的资金让日本金融机构有能力接手华尔街风暴中资金窘迫的美国金融巨头,扩展全球业务。一个有趣的插曲是,当年亲自主持银行资产评估的前日本经济大臣竹中平藏先生,如今理直气壮地批评美国政府对华尔街的注资是鲁莽之举,在不了解银行真实资产状况的前提下的仓促注资,犹如把钱扔进了无底洞,简直是重蹈日本当年的覆辙。

最后,日本建立了对所有金融行业和金融产品的金融厅一体监管体制。20世纪末期,日本经济在经历了数10年的高速增长长期后,因经济周期和泡沫经济破灭的原因逐渐进入了低迷发展阶段,世纪末的亚洲金融风暴更是雪上加霜般地打击了日本经济,呆坏账拖垮了23家银行,通过政府的帮助最后保留了7家。事实上,在2007年经济开始好转之前,日本政府和社会主要忙于应付解决自身经济危机的问题。无论是日本的《外汇及外贸管理法》还是《金融商品交易法》,都没有关于购买类似美国次级贷款资产证券的直接限制。相反,在完善有关资产支持证券的法律制度方面,日本进行了一系列的努力,追随英国1986年的金融大爆炸和美国1999年的金融服务法的社会发展取向适度放宽了金融管制。根据2008年1月的统计,日本一共购买了140亿美元的美国次贷,其中商业银行占63亿美元。可以说,在主要经济国家中,日本是最少的。然而,重要的是这个善于总结教训、充满忧患意识的民族自20世纪末就开始了系统防范金融风险的工程建设。一方面,日本政府积极采取鼓励投资、促进出口、扩大就业的实体产业发展政策,不断降低公司企业设立的门槛;另一方面,从1997年开始策划并实施将金融监管机构从大藏省分立出来,成立金融厅统筹监管保险、银行、证券以及各类金融衍生产品的工作。经过两个阶段的金融监管制度和立法改革,日本建立了对所有金融行业和金融产品的金融厅一体监管体制,泛滥于美国无监管的场外交易的各类金融衍生产品在日本都必须接受监管。

总体上看,对过往金融危机教训的总结也使得日本各界对于金融与实体经济之间的关系有比较清醒、理性的认识。不盲目夸大金融以及金融市场的作用,对于金融衍生市场的发展持谨慎态度。在与日本资本市场与法制研究会的座谈中,前日本金融厅长官五味广文说,在日本,金融应当是实体经济的润滑剂,而不是经济的主导。的确,日本是全世界制造业最发达、技术水平最高的国家之一。传统上,日本的银行为日本企业的高速发展和扩张提供了大量资金,二者之间形成了良性互动。平成泡沫以及破灭后的大衰退则从反面证明,金融系统流动性的泛滥不仅导致金融危机,而且会引起实体经济的衰退。近年来日本金融市场基础法律改革以《金融商品交易法》为主线,着眼于保护金融商品投资人的利益,强化金融机构的信息披露、风险提示义务,这些都进一步增强了金融机构控制风险的意识。

二、《金融商品交易法》:日本金融法制改革的里程碑

2006年日本制定了《金融商品交易法》,“吸收合并”了《金融期货交易法》、《投资顾问业法》等法律,彻底修改《证券交易法》,将“证券”的定义扩展为“金融商品”的概念,最大限度地具有投资性的金融商品、投资服务作为法的规制对象,避免产生法律的真空地带,构筑了从销售、劝诱到资产管理、投资顾问的横向的、全方位的行业规制和行为规制的基本框架,从以往的纵向行业监管法转变为以保护投资者为目的的横向金融法制。这是大幅改变金融法律体系的“金融大爆炸”改革,融合判例法和成文法的制度,从而成就了目前世界上最先进的证券金融法制之一。其以保护投资者为目的的横向金融法制的制度设计,较好地平衡协调了金融创新和金融监管的关系。

日本制定《金融商品交易法》的主要原因和背景是:

第一,《金融商品交易法》的出台是日本金融法制改革的必然需要和必经阶段。日本的金融法制改革如同一个三级跳:第一跳是2000年的《金融商品销售法》;第二跳是2006年的《金融商品交易法》;第三跳就是在不久的将来制定真正大一统的金融法制即日本版的《金融服务与市场法》,存款、保险商品将真正纳入一部法律中,实现横向规制的最终目标。

第二,《金融商品交易法》的出台是规制各种新型基金的需要。近年来,日本在培植创业企业、从储蓄到投资、从间接金融到直接金融这一巨大的资金流动过程中,利用合伙合同或隐名合伙合同,进行投资的基金越来越多,已经扩展到了各个领域并呈多样化复杂化的趋势,其利用人数也在激增。但是,多数情况已不在法律的规

制范围内,亦不在投资者保护的框架内。并且,出现了投资者购买了这些在法律真空中开发的新金融商品而利益受损害的案例。例如,“平成电电事件”、活力门恶意利用基金进行违法活动等。

第三,《金融商品交易法》的出台是为了规制日益频繁的上市公司收购活动。以2005年2月活力门公司收购日本放送公司为代表,近年来日本发生多个收购案例,都暴露出要约收购制度(TOB制度)以及伴随股份的大量购买的信息披露制度和相关报告制度的缺陷和问题。活力门公司收购日本放送公司事件中,活力门是利用交易时间外的场内交易从特定股东购买股票,有规避要约收购义务之嫌,使包括个人投资者在内的一般股东的利益受到损害。

第四,近年来在日本,通过《公司法》、《证券交易法》等的修改,实现了各种制度大规模的放松管制。在激发经济活力的同时,也出现了恶意滥用这些新制度的现象。因此,《金融商品交易法》的制定也是对20世纪90年代末以来日本对公司法、证券法制等的各种制度实施大规模的放松管制后的反思,强化对放松管制后滥用制度行为的管制,以达到保护投资者之根本目的。

第五,受到国际上金融法制的横向规制发展趋势的影响,特别是英国、欧盟等国家的统一金融法制制定潮流的影响。

在上述背景下,2004年秋开始到2005年末,日本金融厅金融审议会对于《投资服务法》进行了集中讨论和审议,并于2005年7月7日公布了“中间整理”,同年12月22日完成了最终报告书《为实现投资服务法》并加以公布。经过2006年3月10日的内阁会议决定,经过众议院和参议院审议,于6月7日通过,并于2006年6月14日公布。

《金融商品交易法》的主要内容又可用“四个化”来形象概况:适用对象和业务范围的“横贯化”、规制内容的“灵活化”、信息披露的“公正化、透明化”、对违法行为处罚的“严格化”。其中,适用对象和业务范围的横向扩大化和规制内容的灵活化又是最主要的特点。《金融商品交易法》的内容虽然是个复杂的体系,其中“横贯化”特点即金融法制的横向规制的趋势,是最根本的特点。

1. 横贯化

与许多成文法国家相同,日本《证券交易法》对证券的定义较为狭窄,不包括很多投资产品。此次修法,日本将“证券”的定义扩展为“金融商品”的概念,以适应近几年来金融商品和投资服务不断创新发展的现实环境,最大限度地横向扩大了法律适用对象的范围。具体有:(1)追加信托受益证券、抵押证券作为有价证券,并规定有无权利凭证不影响“有价证券”的认定;(2)直接列举和导入了“集合投资计划”这一总括性概念,作为兜底,该法最大限度地把几乎所有具有投资性的金融商品和投

资服务纳入适用对象,进行统一规制;(3)扩大了衍生商品交易的范围,其不仅包括场内交易,还包括场外交易、跨境交易,其对象既包括有价证券等金融商品,又包括天气衍生品等金融指标。另外,对金融产品或者服务的横贯化规制也延伸到了业务领域。该法明确了“金融商品交易从业者”的范围,要求其统一适用《金融商品交易法》从销售、劝诱到资产运用、投资建议的诸项规定。此外,金融商品的横向规制趋势也必然会要求金融商品交易者、金融商品交易的业务行为、投资者、自律规制机构等金融业的相关主体横向规制的发展。因此,《金融商品交易法》对金融业的横向规制内容做出了规定。该法一方面将证券交易、投资信托、投资顾问、金融期货交易纳入了“金融商品交易业”的范畴;另一方面根据业务内容与范围的不同,又将金融商品交易业细分为第一种金融商品交易业、第二种金融商品交易业、投资建议与代理业、投资运用业等四类业务。为了提高行政效率、促进金融创新,该法简化了行政程序,对金融商品交易业统一实行登记管理。

2. 灵活化

该法按照投资者的知识、经验或者财力,把投资群体分为专业投资者和一般投资者。以及可变更的专业投资者或者一般投资者。其中,可变更的专业投资者可以向金融商品交易从业者申请将其确认为一般投资者;反之亦然,但确认程序更趋严格。对不同类别的投资者,《金融商品交易法》要求金融从业人员遵守不同的行为规则。例如,向一般投资者销售金融商品时,从业人员必须履行书面交付义务,不得不当劝诱等。但对于专业投资者,从业人员不受上述行为规则的约束。

3. 公正化、透明化

“力图通过资本市场功能充分发挥来形成金融商品等的公正价格”是《金融商品交易法》的重要目的之一。而市场功能的充分发挥,必须基于市场信心、透明度及其效率的提高。为此,《金融商品交易法》进一步完善了信息披露制度。第一是将季度报告法定化。第二是引入内控报告书制度。《金融商品交易法》效法美国的《萨班斯法案》,要求企业对与财务报告有关的内部控制有效性作出说明,并由注册会计师进行审计。为了确保所披露信息的真实性与准确性,日本引入了经营者确认制度,即由经营者对所披露内容的适当性予以确认。第三是增加要约收购交易的透明度。除了充实要约收购报告书等一般性要求外,《金融商品交易法》对目标公司课以就收购事项发表“意见说明报告书”的义务。这既为目标公司提供了向收购人进行质询的机会,也能让投资者充分了解目标公司的意愿。第四是修改大量持有报告制度。受“活力门”事件的影响,日本对大量持有报告制度作了修改,提高了报告的频率,让投资者充分掌握机构持股的变动情况。

4. 严格化

该法大幅提高了对市场违法行为的惩戒措施,维系投资者对金融市场的信赖。日本对于内幕交易、不公平交易、谣言的传播、欺诈手段、操纵股价行为、提供在重要事项中有虚假内容的有价证券报告书、不提供有价证券的申报书等的处罚,明显加大了罚款、罚金以及相关责任人的刑事责任。

三、日本金融监管体制

1. 日本金融监管机构的变迁

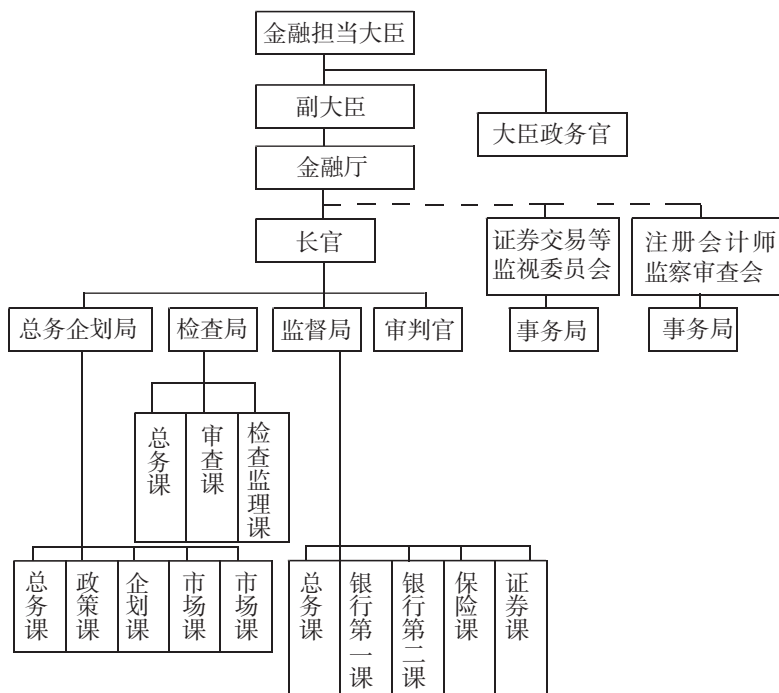
日本金融监管的行政监管机关历经了财政和金融的集合到分离的变迁,并最终形成集中统一的金融监管模式(Integration of Financial Regulations),即将银行业、证券业、保险业等金融业务作为一个相互联系的整体统一进行监管。

1948年日本证券交易法的制定以美国的SEC为范本,证券交易委员会全面行使行政监管权限并依法制定规则。1952年,证券交易法修改,证券交易委员会废止,其权利移交给大藏省,金融监督属大藏省负责。大藏省下设金融检查部、证券局、银行局及证券交易监视委员会。大藏省长期集财政和金融大权于一身。日本经济经历泡沫经济破灭后,证券业产生不少丑闻,1992年证券交易等监视委员会设立,负责对证券市场规则的监管,于是该项职能从大藏省分离出来。为了加强对住宅专门金融机构不良债权的处理,国家投入很多国有资金,大藏省的财政部门与金融部门需要分离的看法随之增加。1997年亚洲金融危机爆发,同年5月前桥本内阁提出六大改革措施,在金融体制改革规划方面提出金融大变革(Big Bang)。改革重点包括将原大藏省的金融监督业务独立出来,成立金融监督厅,确立金融、财政相分离的新型金融监管体系,实施金融自由化政策。1998年6月,通过金融监督厅设置法,设立总理府外局的行政机关—金融监督厅,负责金融检查和监督,大藏省则下设金融企划局,负责金融、证券交易制度的企划与政策的拟定。由于金融机关破产案增多,1998年12月,通过金融再生相关法案,在总理府下设金融再生委员会,与大藏省共同负责危机或破产银行的事后处理。2000年7月,依据金融厅设置法,整合金融监督厅与金融企划局,成立金融厅。2001年1月,日本撤销了金融再生委员会,将其事务也纳入金融厅,金融厅升格为直接隶属内阁府管理,大藏省则改制为财务省,负责金融破产处理及金融危机管理相关的事务。经过金融监管体制的大变革,除政策性金融机构由财务省负责监管外,银行、证券、保险等商业性金融机构均由金融厅独立监管或与相关专业部门共管,维护日本包括银行、证券及保险业等的整体金融体系的稳定,确保金融

秩序。由于金融产业和制度的发达,多样性的金融商品也随之问世,与此同时,钻法律中的空隙进行欺诈的实例在日本频频发生。但日本对金融资本市场的限制结构(相关条例构造)依然保持着传统式的以行业区分的金融监管体制,不能迅速应对新型金融衍生产品、混业经营和多种新型金融商品所引发的问题,因此旧有法规构造面临着许多尚待解决的问题,相类似的金融商品的规则体系产生了互相冲突的问题。特别是2003年日本外汇交易相关的机构投资者蒙受的损失已成为社会问题,虽然在当时的状况下,将外换交易列在范围之内,实行了金融期货交易法的紧急措施,但未能充分保护金融消费者的利益。2006年爆发的“活力门丑闻”则是素有日本比尔·盖茨之称的“活力门”公司恶意利用无限责任合伙制投资基金,钻法律漏洞进行违法活动的案件。日本政府为了应对急速变化的金融资本市场环境,着手进行了对金融相关法律制度的结构性变革。2006年6月,日本将证券交易法进行了扩大再编(补充重编),确立了《金融商品交易法》。该法将规范传统有价证券、衍生产品、外汇交易、投资信托、证券化产品、产品基金等金融商品的法规统一起来,彻底整顿金融法制。

2. 日本金融厅的组织及职能

日本金融厅的组织结构如图:



其中,金融厅的金融担当大臣为日本政府内阁成员,经选举产生。其监管课按照功能分类。金融厅的职能主要有,第一,负责金融制度(包括宏观政策法律法规)的策划和制定;第二,监督法的执行(行政性规则的监督执行、信息披露规则的监督执行紧急停止命令的执行、罚金缴纳的手续等。)

在金融厅组织结构中,证券交易等监视委员会和注册会计师监察审查会是两个独立的机构,以第三方观点中立地进行监管。证券交易等监视委员会的主要功能是对证券市场出现的不公正交易等证券违法违规行为进行监管。其监管对象和内容主要是:第一,对上市公司信息披露的检查,即是否符合适当性原则,是否有虚假陈述等违法行为;第二,对违规事件相关人进行行政罚款调查;第三,对违规事件的嫌疑人进行违法、违规的调查,对重大违法违规行为向检察院报告,将没收的财产移交检察院。证券交易等监视委员会由三名成员组成(一名委员长和两名委员),委员会成员直接由内阁总理大臣任命,其收入由法律来确定。在具体进行金融监管活动时,完全由这三名成员决定,不受金融厅影响,保持独立性和中立性。注册会计师监察审查会的职能是对注册会计师会计审查法人的审查质量进行检查。共十名成员(一名会长和九名委员)。2009年4月1日还引进对外国会计审查法人等进行审查的制度。日本金融厅设立独立的证券交易等监视委员会和注册会计师监察审查会,通过公法性手段,由内阁总理大臣直接任命组成成员及委员会成员,采用合议制方式独立、中立地进行的证券交易等监视和对注册会计师会计审查法人的检查制度。

四、日本证券市场

近年来,鉴于世界各国资本市场的现代化发展变化,鉴于传统日本证券市场的非国际化缺陷,以东京证券交易所为主体的日本资本市场也发生了根本性的变化,在新修订后的《日本金融商品交易法》的原则指引下,日本金融界鼎力重整了其主板市场、创业板市场、柜台交易市场、金融衍生品市场;初步完善了其多重市场格局。

1. 日本证券市场主板

应当说,日本证券市场主板的发展成绩是相当惊人的,其目前的政策与格局已经与几年以前有了根本的改观。截至2008年底,东京证券交易所在市值上已达到全球第三,在交易量上已达到全球第二。这显然与东京证券交易所所采取的制度变化适应于投资者需求,制度变化服从于投资者需求的基本政策有着内在的联系。

日本证券市场的主板主要由东京证券交易所和大阪证券交易所的主板交易构成,其中东京证券交易所的主板交易在2008年占到日本全部主板交易量的95%以

上。东京证券交易所的主板现分为第一事业部与第二事业部两个层次,两者的上市证券在品质上有高低之分,但可以平滑转板与下市。在交易制度上,东京证券交易所全面改造了原有的交易系统;建立了适合于散户交易的投资者指令驱动交易系统、适合于机构投资人交易的证券商报价驱动交易电脑系统、和仅适用于控制权转让的场外协议交易三种制度,它所体现的制度合理性值得中国借鉴。在交易投资者培养上,东京证券交易所根本改变了其闭关锁国的政策,采取了鼓励境外上市公司到日本发行上市股份、允许上市公司在信息披露上选择适用日本会计准则或国际会计准则或美国会计准则、大力培养机构投资人和特定投资人制度、吸引和鼓励国际投资人跨国进行证券交易等诸多做法;目前,在东京证券交易所的整体交易量中,由境外投资人形成的交易量已经占到了60%以上。

2. 日本证券市场创业板和三板

日本金融界普遍认为,鼓励中小企业或创业企业的市场化融资是资本市场的最重要任务,它对于一国实体经济的发展升级有着不可替代的作用。在这一思想指引下,日本分别建立了东京证券交易所的 Mothers 板(高增长新兴股票市场)、JASTAQ 创业板市场(Jastaq Securities Exchange) 2009年1月又由东京证券交易所与伦敦证券交易所集团合资建立了针对全球创业企业的 TOKYO AIM 市场。除此之外,日本还广泛保留着柜台交易市场或三板市场。

但总的来说,日本目前的创业板市场实践并不成功。我们认为,其问题有一些:

首先,日本的创业板市场类型多而不统一,在创业板市场的投资者定位上不确定。在东京证券交易所 Mothers 板中,其投资者定位于机构投资人和特定投资人;在 Jastaq 创业板市场中,其投资者定位于一般投资人(其个人投资者的交易量已经占到市场整体交易量的71%以上);而在 TOKYO AIM 市场中,其投资者定位于境外的机构投资人;这实际上影响了其交易制度的选择。

其次,日本的创业板市场在交易制度上是存在问题的。在欧美等国以机构投资人为主的市场中,为提高证券市场的流动性,多采取证券商报价制度并辅之以强制性做市商制度;这在电脑化交易系统设计中是极端重要的。而在日本众多的创业企业证券市场中,其电脑化的交易系统并不能容纳做市商的贮存买卖职能,这显然不可能提高交易的流动性。

最后,日本的创业板市场并没有解决创业企业的发行定价技术、上市门槛、IPO 发行中符合商业条件的最低市值问题。对于此类企业的小市值发行,多数证券公司会因其发行成本在筹资额中占的比例过高而丧失积极性;此类问题不解决,创业板

市场的发展和繁荣也是难以想象的。

日本的三板证券市场发展较早也较为稳定,目前对这一市场及其交易的监管也已经纳入了日本金融厅的统一部署。其三板市场的上柜条件甚至严于东交所的 Mothers 市场,近两年来,不断有 Mothers 市场的上市公司因创业板市场的不良表现,要求下市并转到三板市场上柜。应当说,日本三板证券市场的发展是与大陆法各国公司法制中的小额募集制有着内在联系的,离开了三板市场,实施了小额募集的公司股份将丧失了基本流动性,这也就使得公司法制中的募集设立规则失去了意义。日本监管部门未来面临的疑问仅在于:在《日本金融商品交易法》的原则指引下,对于三板市场及其产品的定位与监管究竟应如何完善、发展和实施的问题;如何根据三板市场投资者的需求,使三板市场保持适当的宽松度与灵活性的问题。

五、日本的金融衍生品交易

《金融商品交易法》规定了金融机构对一般投资者和特定投资者的强制信息披露义务(只对合格机构投资者豁免信息披露义务),这使得蔓延于美欧的有毒金融衍生品无法低成本进入日本市场。根据金融厅官员的介绍,日本对高风险、高对冲的金融产品早有戒心,这来源于正确总结亚洲金融风暴的经验教训。2008年1月29日日本金融厅长官佐藤隆文在日本投资顾问协会上的讲话《金融行政的课题——世界性金融市场的混乱与我国金融、资本市场竞争力的提高》,已经密切关注到金融衍生产品的巨大风险。由此,也提出了进一步修改金融商品交易法增加对金融评级机构进行监管内容的立法要求。东京证券交易所的官员很幽默很客气地说,日本没有像美国那样聚集了太多的金融精英,能够设计出令人眼花缭乱的衍生产品,日本自身的实体经济中比较不具备创造大规模资产支持证券的参照模型。以美国和日本做比较,美国的房贷规模约为10万亿美元,其中次贷占13%~14%;日本只有1.4万亿美元,禁止次贷。因此,有毒证券在日本受到严格制约而无法产生。日本以银行信用卡和房地产抵押担保债权为基础资产发行的资产支持证券规模也比较小,2004年为530亿美元,2005年为820亿美元,2006年为980亿美元。可以说,在所有金融衍生产品都受监管和禁止发行有毒资产证券的双重压力下,资产证券的风险被控制在正常的范围内,即使有场外交易活动也不至于形成金融堤坝的连锁管涌。历练了亚洲金融危机的日本成功地扼制了新的泡沫和疯狂的杠杆率对实体经济的摧残。

东京金融交易所股份有限公司(TFX),原名为东京金融期货交易所,2007年9

月因配合日本金融商品交易法的实施而更为现名,是日本唯一的金融期货交易所,是根据1989年3月施行的金融期货交易法于当年4月成立的从事金融期货和各类金融衍生品交易的全日本机构。成立初期,该所推出的交易品种只有日元、美元的利率期货和货币期货两只。按照金融商品交易法第84条的规定,所有在东京金融交易所上市交易和退市的金融期货产品和金融衍生产品品种,都得以内阁府令的形式由政府决定。由于业务竞争的关系,在日本由东京证券交易所设计并交易了TOPIX股价指数期货和大阪证券交易所设计并交易了日经225股价指数期货,目前在东京金融交易所交易的金融期货产品和其他金融衍生产品主要有:3个月期欧洲日元利率期货商品、3个月期欧洲日元利率期权商品、交易所外汇保证金交易、次日日元利率期货商品。正在推出的须每天交割的、不考虑红利计算的日经225股价指数期货和大阪证券交易所交易的每年3、6、9、12月为最终交割月的日经225股价指数期货形成区别。

日本的金融衍生品市场主要由东京证券交易所的TOPIX市场、大阪证券交易所的日经指数市场和东京金融交易所(原东京金融期货交易所)组成;除此类集中交易所外,为适应投资者的非标准交易需求,在柜台交易市场中同样存在着金融衍生产品,特别是远期交易产品和每日交割的差额买卖保证金交易。

日本在金融衍生产品的开发上采取了稳健地与国际惯例接轨的原则。其产品主要包括货币期货与期权产品、利率期权与掉期产品、信用掉期产品、股指期货与期权产品、国债期货产品、货币差额买卖保证金交易产品(CFD)等。应当说,欧美等国流行的对提升实体经济效率有意义的基本金融衍生品均被日本市场所采纳,并且其采用的保证金比例相当低;尽管日本金融厅对于境外投资资金可能进行的跨市操纵行为有所担心,但各市场经营者均认为其市场系统风险极端低。

我们认为,日本的金融衍生品市场在发展中有以下几个问题:首先,日本的金融衍生品市场并不统一,基于竞争因素又造成不同的日本的金融衍生品交易所各自发展自己的独特产品的特点,其效率可疑。其次,在东京证券交易所和大阪证券交易所中都存在着证券现货市场与衍生品市场并存的问题,尽管两个交易所对于衍生品市场的结算交割均采用由独立机构签署独立合同的方式解决,但证券现货交易毕竟应与金融衍生品交易采取不同的会员制和不同的结算规则。最后,日本的相当一部分金融衍生品交易是通过柜台交易方式实现的,按照其市场经营者的说法,此类非标准的金融衍生品无法持续放在集中交易所,并且在未来产品成熟后会逐步提升为集中交易所产品。

值得说明的是,日本的金融衍生品市场中基本不存在仅仅针对个别证券的衍生

产品,这实际上限制了对冲交易的规模与类型,使得可能的对冲交易仅仅局限于对日本实体经济有积极意义的范围内;此类做法虽然可能形成市场不活络的问题,但却避免了系统风险,并且保证了日本金融衍生品市场的完整性;其意义不容低估。

六、日本公司法的改革及其启示

21 世纪初,基于国际竞争环境与日本经济现状的考虑,日本法务省认为宜将公司法的规范模式由“事前规制”转向“事后矫正”,并实现四大目标:确保公司治理的实效性、适应高度信息化社会的要求、改善日本公司筹集资金的方式、使公司活动进一步国际化。为此确立了四步走的修法策略,主要围绕库藏股、单位股规制的缓和化,推进公司运作机制的电子化,完善公司治理结构和会计制度,条文表述现代化等内容顺次展开。

当人们还在消化日本 2002 年全面引进美国制度的成果时,2005 年《公司法典》这一划时代的立法作品诞生了,替代了《商法典》中的公司制度。这次史无前例的公司法改革酝酿于 2003 年 10 月,肇始于法务省制作的《关于公司法制现代化的纲要试案》,并将各类见解和观点整理成了《关于公司法制现代化的纲要试案补充说明》,之后广征意见。在继续研究问题、总结学界成果的基础上制定了公司法典的草案,直至最后颁行。本次公司法改革的哲学命题是“限制放宽”(永井和之语),或称为“管制放松”(滨田道代语)。不但从形式上进行革新,如平假名口语体的表述风格、单行法的整合和统一,还结合最近经济形势的变化,在内容上进行了实质性修改,重塑了公司法理论,从根本上舍弃了公司的“社团性”和“营利性”特征。在这部《公司法典》中,不仅条文丰富细致,而且有很多极富特色的制度,如将股份公司和有限公司统合成股份公司,调整最低资本金,改善股票、新股预约权和公司债制度,完善股东代表诉讼制度,建立会计参与制度,对内控制度进行了详细的规定,强调信息披露方面的国际化,公司监管体制的多重改革,等等。

特别值得一提的是,鉴于此前的修法工作的重心即是改善公司治理,该法典有意识地把重心移向中小企业法制的改革,制定了令中小公司相关人士及法律实务界、学界都满意的、新的中小公司法律制度。在东亚经济圈中,日本的“双重经济”模式极富特色,大公司和中小公司两极分化,尤其是小公司历经多次经济荣衰数量极为庞大,成为日本经济中重要的一分子。而传统公司法大多按照“中型公司”的理论模型建构,对于小型公司关照较少,日本《公司法典》这一变化正是对经济生活诉求的一个积极回应。

经历了历史性变革,日本公司法俨然已经步入新的发展阶段,尽管在母子公司关系、债权人/第三人保护等方面尚待继续完善,甚至独立董事建构中缺乏诉讼委员会体制而被疑为作用不彰,但不可否认,如此大规模整饬公司立法的行动有其典型的时代意蕴,当可融入世界公司改革的浪潮,特别是对于东亚地区诸法域在公司法的革故鼎新、探寻卓越方面必将产生深远影响。

日本公司法改革的经验和启示是:

其一,注重改革公司法的精神气质。由日本的改革实践可以看到,当代公司法制的发展轨迹是放松管制,培育自由主义的大趋势。因此,公司法修改的首要问题就是要重新确立公司法的自由主义精神,并以此为基础构建其制度规则。

其二,转变立法者的视角。大陆法系的立法饱含着立法者对社会生活的预设,传统上倾向于家长主义。而此次日本公司法的修改则将视角转变为法律制度利用人的视角,不刻意追求立法体系上的完美,而注重实用性,为意图创设公司的人提供更多的制度选择。

其三,修法要保持延续性。法律是一种历史的存在,其本身的修改多是源自于对现实问题缺乏解释力,而这其中的缺憾极可能是逐渐暴露出来的,那么法律修订中就要不断追踪一项具体制度下根生的问题,以备继续完善之用。如1950年以前的日本旧商法未规定股份有限公司中股东的公司解散请求权,1950年根据商业实践的需要参考了美国法对股份公司的规定,通过修改旧商法,确立了股东公司解散请求权,随后的《公司法典》照搬了旧商法中的股东公司解散请求权制度,仅就行使该请求权的股东资格要件做了更可行政的调整。

七、结论:值得借鉴和参考的若干经验

通过此次考察,我们认为,在此次美国金融海啸席卷全球时,日本的金融体系未受太大影响,而且在恢复日本经济和稳定世界金融体系方面逐渐发挥重要作用。在全球金融危机的背景下,日本继受和创造金融法制的经验,值得包括我国在内的其他大陆法系国家的借鉴和参考。我国也需要大力推进金融体制改革,金融衍生产品的发展和金融混业经营的趋势将对我国金融监管模式和金融法制提出新的挑战。此次危机虽未对我国的金融安全和金融体系造成大的影响,但是,从长远战略来看,探讨金融商品的横向统一规制、资本市场统合法立法问题,具有重要意义。

日本金融界,特别是银行界从之前十余年的惨痛经历中获得了泡沫经济及其后果的深刻认识。由此而形成的保守、谨慎的经营理念,与日本民族深厚的忧患意

识结合起来,使得日本的金融机构对高负债、高杠杆的运作模式以及高收益、高风险的金融衍生品持有一种警惕态度。从目前的统计资料看,日本金融机构购买的次贷资产在发达国家金融机构中是最少的,它们也没有将美国的金融衍生品引入日本,推介给日本的投资人。日本的资产证券化市场虽然也有近十年的历史,但集中于本土房地产项目的证券化。且经过了1990年以来房市、股市的挤泡沫,不论基础资产还是证券化债券都属于低风险资产。因此,美国次贷危机对日本金融体系的直接影响比较小。

我国向来对美国、英国和欧洲其他国家的资本市场法制和金融监管研究甚多,而对亚洲地区,特别是日本、韩国的资本市场法制、金融商品交易法制较少关注。美国金融危机的爆发,应该引起我们的高度反思,我们的资本市场法制、金融商品交易法制的完善和实践不能“美国一边倒”、“欧盟一边倒”。近几年来,日本、韩国在金融法制的横向规制、横贯化立法趋势、资本市场统合立法等方面已经取得了令世界瞩目的成就。而日本、韩国的金融商品交易法制、资本市场统合法的最新发展,本身就是吸收了欧洲和美国的经验和教训。我们在研究日本、韩国的金融商品交易法制、资本市场统合法的最新发展的同时,自然就会借鉴吸收欧美的经验和教训。

不可否认的是,我国政府高度重视应对金融危机,但主要还是采取传统的投资拉动经济模式,对制度建设和法律改革没有从根本上予以重视。我们认为很有必要研究建立中国统一的大金融监管体制,即将银监会、保监会和证监会予以合并,建立统一的国家金融监督管理委员会,对金融市场实施统一的监管。此外,改革现有的金融法律制度已迫在眉睫。应在修改或废除现有的银行法、保险法、信托法、证券法、投资基金法的基础上,制定一部综合的《金融服务法》或《金融商品发行和交易法》。