

資本主義多樣性與金融體制轉型： 日本年輕世代投資行為之研究

田島真弓、徐儀紋

001

資本主義多樣性與金融體制轉型

本文得以順利完成，承蒙編委會及匿名審查人提供許多寶貴意見與建議，使本文在理論建構、研究設計與論述表達方面獲益良多，在此謹致誠摯謝忱。筆者亦衷心感謝國立臺北大學社會學系陳易甫教授與陳宇翔教授長期以來的鼓勵、啟發與合作。兩位教授不僅多次與筆者就金融社會學、青年世代投資行為及臺日比較研究等議題進行深入討論，更積極建議筆者將研究視野拓展至日本年輕世代投資行為之研究，並鼓勵筆者在日本進行相關田野調查與資料蒐集。透過與兩位教授持續而熱烈的學術交流，筆者得以重新思考金融體制、資本主義多樣性與青年投資行為之間的關係，並開拓新的研究方向。若非兩位教授的支持、信任與啟發，筆者恐難以踏入青年投資行為此一嶄新的研究領域。謹以此文表達最深的感謝與敬意。

※收稿日期：2024.02.20 接受刊登：2025.06.23

田島真弓(✉)

日本專修大學商學院

通訊地址：〒101-8425 日本東京都千代田区神田神保町3-8

Email：formosalounge123@gmail.com

徐儀紋(✉)

日本專修大學商學院

摘 要

近年來，在歐美以及臺灣、日本等東亞先進國家，經濟成長雖然趨緩，但年輕世代開始對股票投資產生興趣。在美國，年輕世代因為貧富差距而感到絕望，試圖透過股票投資來獲得龐大財富。同樣地，日本的年輕世代也開始嘗試透過股票投資來打破貧富差距。本研究從資本主義多樣性的角度，試圖分析日本的協調性市場經濟體(coordinated market economies, CME)與金融體制轉型，對於年輕人投資行為的影響。研究結果顯示：如同美國的Z世代有父母於2008年金融危機中陷入經濟困境的經驗，日本Z世代也經歷了父母世代在泡沫經濟崩潰後的就業困難，這些經濟困境與經驗，被深刻地刻印在他們的記憶中。然而，與美國年輕世代對於機構投資者感到憤怒，並產生相對剝奪感不同，日本的年輕世代受到日本特有的「CME」，也就是聯盟資本主義(alliance capitalism)以及金融體制轉型的影響。他們透過政府的制度性支援、社群媒體(SNS)，以及投資應用程式來追求經濟獨立，在此脈絡下，醞釀出日本聯盟資本主義結構下的理財風潮。日本政府的股票投資優惠政策受年金制度限制的影響，而臺灣年輕人也因低薪、高房價、職場環境惡劣等結構性因素對未來生活感到不安。探索日本年輕世代投資行為與資本主義制度之間的關係，也有助於瞭解近幾年臺灣年輕世代比以前更熱衷於投資股票之行為的背後原因。

關鍵詞：資本主義多樣性、CME、聯盟資本主義、理財風潮、日本Z世代

Varieties of Capitalism and Financial System Transformation: The study of Investment Behavior among the Younger Generation in Japan

Mayumi Tabata

School of Commerce, Senshu University

I-Wen Hsu

School of Commerce, Senshu University

Young investors in Japan are responding to widening wealth gaps by investing in stocks, and similar trends are emerging in Taiwan. This study examines how Japan's coordinated market economy (CME) and financial system transformation shape younger generations' investment behavior. While both American and Japanese Generation Z members are deeply influenced by their parents' economic hardships during the 2008 financial crisis, they respond differently. Americans often express anger toward institutional investors, whereas Japanese youth pursue greater economic independence through Japan's unique CME alliance capitalism, government-supported financial policies, social media (SNS), and investment apps. Alliance capitalism has contributed to a financial management boom in Japan, supported by government stock investment incentives and shaped by pension system constraints. Similar to young Japanese, young Taiwanese face structural challenges such as low wages and high housing prices. The investment behavior of young Japanese and Japan's capitalist system help explain the recent surge in stock investment enthusiasm among young Taiwanese.

Keywords: varieties of capitalism, CME, alliance capitalism, financial management boom, Japanese Generation Z

一、前言

近年來，在歐美以及臺灣、日本等東亞先進國家，經濟成長雖然趨緩，但年輕世代開始對股票投資產生興趣。我們認為，年輕世代的投資行為受到他們所居住國家的資本主義機制特性的影響。從資本主義多樣性（varieties of capitalism, VOC）（Hall and Soskice 2001）的角度來看，美國和日本分別有自由市場經濟體（liberal market economies, LME）和協調性市場經濟體（coordinated market economies, CME）兩種截然不同的制度背景。LME 以契約和競爭原則為主軸，擴大自由經濟體制。也就是說，企業透過市場機制，以競爭方式解決問題，並且主要透過市場與政府、勞工等其他行動者建立關係。CME 則是透過非市場性的制度，例如勞資協調、產業團體、銀行主導的資金籌措等，在非競爭原則之下，由政府、企業間、勞資間的協調來追求經濟發展。然而，資本主義制度機制完全不同的美國和日本，卻意外地同樣經歷金融危機和泡沫經濟崩潰帶來的嚴重損害。儘管日本和美國在受損嚴重程度上有相似之處（如下所述），但兩者對於金融危機的集體記憶所產生的衝擊以及對應行動，卻有著顯著的不同。本研究於美國 Z 世代的投資股票行為中獲得啟示，並從兩國資本主義制度機制差異的角度，試圖探討日本 Z 世代投資股票行為的特性。

科技泡沫和 911 恐怖攻擊帶來嚴重的經濟困境，美國政府為了促使經濟復甦，迅速實施降低利率的政策。美國聯邦準備系統降低短期利率，在 2001 年至 2003 年間約由 6.5% 降至 1%。隨著利率下降，美國房地產市場變得活絡，國民對於不動產投資熱情高漲（Moran 2009: 13-14）。在股市繁榮的情況下，低收入者、信用能力較低者、無法從銀行獲得住宅貸款的移民等群體，

透過次級房貸 (subprime mortgage)¹ 業者取得購房所需的資金 (Kochhar et al. 2009)。受到經濟復甦和過熱的影響，自 2004 年 6 月以來，美國政府大幅提高利率。在這種情況下，以浮動利率申請住宅貸款的次級房貸借款人面臨難以償還的困境。這對貸款金融機構造成巨大的負面影響，許多金融機構因此破產。這一系列事件引發 2008 年的金融危機，該危機不僅對美國國內，也對全球經濟產生嚴重影響 (Moran 2009: 14)。美國的 Z 世代，是指在 1992 年到 2012 年間出生的年輕人，他們在金融危機前後度過童年，目睹父母和周圍成年人在金融危機影響下陷入困境 (Chohan 2023)。美國政府為了防止次級房貸的破產擴大至對沖基金等機構投資者，投入了公共資金支援 (bailout)，試圖拯救機構投資者 (Moran 2009: 57-61)。也就是說，2008 年金融危機期間，華爾街的機構投資者獲得美國政府的救濟，但當時 Z 世代的父母們卻面臨失業、失去家園等重大困境。這對當時處於幼年時期的 Z 世代造成嚴重的心理創傷——機構投資者得到政府的救濟，但年輕人的父母幾乎得不到任何幫助，這加深了年輕世代對美國政府和大型金融機構不公平的感受。2020 年新冠疫情流行期間，美國政府再次向大型金融機構提供巨額資金援助。與此同時，年輕人只獲得極少數的補助金。總之，美國的經濟刺激措施主要提供給大型金融機構，因而加劇了年輕世代的相對剝奪感 (Chohan 2023)。

在日本，1985 年 9 月由美國主導的「廣場協議」(Plaza Accord) 將日圓從貶值引導至升值，日本政府對國內經濟的惡化感到擔憂。因此，日本銀行實施低利率政策，大量資金湧入企業的設備投資，同時也流向土地和股票市場，引發前所未有的經濟繁榮，即泡沫經濟的到來。在泡沫經濟的 1980 年代後半到 1990

1 次級房貸通常都是浮動利率房屋貸款 (adjustable-rate mortgages, ARMs)，即在低利率的初始激勵期過後，房屋貸款利率會被重設為基於市場的較高利率 (Moran 2009: 22)。

年代初期，企業積極進行人才招聘。然而，由於日本政府擔心經濟過熱，轉而實施金融收緊政策，導致經濟急速惡化。1991年起，泡沫經濟開始崩潰，勞動市場迅速惡化，到了2000年，有效求人倍率²下降至0.99。這一時期被稱為「就業冰河期」，許多年輕人無法找到正職工作。由於日本政府於1986年通過《派遣勞動法》，在就業冰河期，許多年輕人在大學畢業後進入派遣工作等非典型就業（岡本彌 2011：4；太田聰一 2020）。於就業冰河期畢業並進入就業市場的這群人，被稱為「冰河期世代」，指的是在1970年到1980年前後出生的日本人。在當時的社會，終身雇用和正式員工被視為理所當然的就業常態，但他們卻面臨前所未有的就業困難和非典型就業困境（北村行伸 2013），成為對日本經濟發展感到絕望的一代。而他們的子女正好是日本的Z世代，他們在看到父母一代成為政府和企業金融遊戲的犧牲品並受苦的情況下長大。

美國Z世代在金融危機中目睹雙親被迫失業的窘境，對美國政府救助對沖基金等機構投資者的情況感到不滿（Chohan and Kerckhoven 2023）。日本Z世代的年輕人則看到父母在就業冰河期被迫陷入非典型就業的困境，因此深知經濟獨立的重要性。近年來，隨著日本政府的制度安排和網路證券商的出現，年輕人參與股票投資的門檻大大降低。接下來的章節中，我們將從日本資本主義發展的制度以及金融體制改革的角度，試圖分析年輕世代在新冠疫情前後參與股票投資的主要原因，並進一步探討這些體制如何影響日本Z世代的投資行為。

2 有效求人倍率指的是招聘職位數量與求職者數量之比率。有效求人倍率越高，求職者越容易找到工作。在日本的「就業冰河期」，截至2000年，有效求人倍率為0.99，低於1，表示每名求職者平均只有不到1個職位匹配，反映了當時求職市場嚴重的不景氣。

二、文獻回顧：資本主義多樣性與年輕世代的投資行爲

既有研究已討論金融改革如何影響國內投資環境，如發展中國家股票市場的制度化（Aney et al. 2017）等。然而，關於金融改革對年輕世代投資行爲之影響方面的研究仍相當罕見。在日本，如後述，1990年代前後的金融改革浪潮改變了日本企業的資金籌措結構。政府推動長期性的金融改革，其目的主要在於打破企業間交叉持股的結構，並將散戶投資者引入市場。這類改革遲遲未能推進的背景，與日本資本主義制度模式的影響息息相關。如前所述，日本的資本主義制度模式具有與美國截然不同的發展歷史背景。具體而言，日本的資本主義經歷了第二次世界大戰時期的威權資本主義（authoritarian capitalism），與戰後協調性市場經濟「CME」³發展模式兩種歷史階段。關於CME的定義，Hall與Soskice（2001）在資本主義多樣性理論架構中，將資本主義國家主要分為「自由市場經濟」（Liberal Market Economies, LMEs）與「協調性市場經濟」（Coordinated Market Economies,

3 關於是否能將日本的資本主義系統分類為協調性市場經濟（CME），學術界在與歐洲資本主義比較探討的過程中產生不少爭議（Amable 2003；山内麻理 2023）。Hall與Soskice（2001）分析工業發達國家，將六個國家歸類為LME、十個國家歸類為CME，另外六個國家則被歸類為無法分類。然而，即使是在被歸類為CME的國家之間，或是被歸類為LME的國家之間，也存在相當大的差異。此外，考慮到日本與德國的不同，以及日本與韓國的差異，也有人認為這樣的分類無法稱得上是完美的（山内麻理 2023）。因此，本研究將日本的資本主義系統以引號標示為「CME」。泡沫經濟破裂等歷史變遷，也對日本的資本主義系統產生重大影響。在泡沫經濟破裂後，日本的金融系統出現如下變化：在泡沫經濟期間，銀行貸款是企業主要的資金來源。然而，泡沫破裂後，透過股票市場和公司債券市場進行資金籌措的情況增加，企業的資金籌措手段變得多樣化。此外，主要銀行體制的影響力減弱，銀行與企業之間的關係逐漸改變。再者，由於BIS（巴塞爾銀行監管委員會）規則的導入，銀行的自有資本比率規範得以強化。結果，銀行出現不願意放貸款等現象，對企業的資金籌措產生負面影響。詳見厚生勞動省，2011，《平成23年版労働經濟の分析—世代ごとにもた働き方と雇用管理の動向—》，257-265。https://www.mhlw.go.jp/wp/hakusyo/roudou/11/dl/04.pdf，取用日期：2024年6月30日。日本的「CME」在泡沫經濟破裂後，依然維持其基本特性。例如，企業之間，及企業與員工之間的長期協調合作關係，依舊是日本經濟系統的特徵（山内麻理 2023）。雖然隨著金融市場發展，股票市場及公司債券市場的角色增強，但這可以被視為「CME」內部的適應，而非向LME的轉變。重視股東的企業治理趨勢雖增強，但企業與員工及交易夥伴之間的長期關係依然重要。在勞動市場方面，終身雇用制度雖有所弱化，但日本雇用慣行的基本特徵依然保持（西西泰等 2000；小峰隆夫、岡田恵子 2011）。

CMEs) 兩類，日本與德國並列為 CME 的代表例子。雖然歐洲的 CME 與日本的 CME 之間存在差異，但兩者在政府於協調機制中所扮演的角色上，具有類似的特性。也就是說，在注重市場自律性的同時，透過與企業以及勞工的制度性連結，創造出經濟公共財 (Hall and Soskice 2001)。此外，在歐洲的 CME 中，產業工會或同業公會是推動協調的主體；而日本的 CME，則是由企業集團，如系列企業 (keiretsu) 等擔任主要的協調角色。如 Amable (2003) 所指出，日本的 CME 具有新協調主義 (neocorporatism) 的特徵，也就是除了由政府、勞工及企業三方協議建構政策之外，企業彼此在保持獨立性的同時，也建立密切的合作網絡。系列企業這樣的網絡型企業集團，以及以金融機構為中心的製造業、零售業、服務業等不同產業企業間，在資本或交易關係上的密切連結，提升了網絡整體的韌性 (Gerlach 1997)。Amable (2003) 與 Gerlach (1997) 將日本 CME 稱作「聯盟資本主義」(alliance capitalism)，並認為日本資本主義的特徵展現在行動者之間的協調與連結上。

從日本資本主義發展的歷史來看，1930 年代，日本著名的馬克思經濟學學者，山田盛太郎（前國立東京大學經濟系教授、前專修大學商經系教授）在日本社會科學界的經典著作《日本資本主義分析》中指出，明治維新後，為了強化軍事力量，日本政府追求國家主導型的經濟發展。由於封建制度的殘留，公民社會的發展並未實現，國內消費能力薄弱，因此日本政府開始與大型財團企業合作，積極拓展海外市場。這一舉措促使日本政府進行殖民地建設，奠定了日本國家資本主義的基礎（山田盛太郎 1934）。於此脈絡下，日本國家壟斷資本主義成為探討日本資本主義分析的理論基礎中被引導出來的研究典範。第二次世界大戰結束後，1950 年，馬克思經濟學者井上晴丸（立命館大學經濟系）和宇佐美誠次郎（法政大學經濟系）兩位教授發表著

作《國家壟斷資本主義論：日本經濟的現階段分析》，探討日本在戰爭經濟中推動的國家主導型經濟管制機制（井上晴丸、宇佐美誠次郎 1950）。在日本的工業化過程中，尤其是在戰爭時期，政府所推動的經濟管制扮演「經濟國族主義」的核心角色。然而，到了戰後時期，金融機構、商社（大型貿易公司）、海運公司等民間企業迅速發展，日本的經濟發展模式擺脫政府所主導的經濟國族主義，政府和民間企業合作的發展方向成為主流（橘川武郎 2022：128）。如此一來，隨著美國政府推動民主化政策，戰後日本社會逐漸由國家主導型體制，轉向政府與民間企業協作的模式，並開始形成以重視企業間合作關係為特徵的日本獨特「CME」模式。

在 1960 年代，探討比較經濟制度的學者們認為，資本主義和社會主義經濟體制最終將趨同於整合市場機制與國家主導制度的混合經濟體制。到了 1970 年代，大多數學者都專注於市場經濟研究；但在 1980 年代，隨著日本經濟成長對美國霸權構成威脅，美國經濟學者們開始關注美日資本主義制度間的差異（Boyer 2005: 5）。在 VOC 理論中，美國的資本主義體制被歸類為 LME；而日本的資本主義體制雖然具有獨特的發展模式，但被歸類為 CME。特別是在勞動市場制度和福利體系方面，兩者存在著明顯的差異。LME 基本上以市場競爭為中心建構制度，而 CME 則不僅強調市場競爭，還強調國家的支持與介入（Boyer 2005: 28）。

日本的金融制度帶有明顯的 CME 特性，企業籌措資金主要仰賴政府的制度性安排，並在與銀行之間密切合作網絡的支持下運作。日本企業與銀行間密切的連結關係，可追溯至戰前日本資本主義發展的歷史背景。寺西重朗（2006）指出，關於日本戰前資本主義歷史的先前研究都認為，戰前的日本政府採用德國式金融體制，重視銀行的角色，而非股票市場或債券市場。其經

驗研究結果也顯示，在戰前的日本資本主義體制中，股東將經營策略授權給專業經理人或管理階層，股東通常不直接參與企業日常經營。但銀行與企業之間的關係相當密切，銀行專門支援大企業的資本支出。二戰後，高度經濟成長的過程中，銀行所扮演的角色愈來愈大，從中小企業到大企業都從銀行籌措資金。股票市場則以大企業間持股為主，日本政府對公司債交易施加相當多的限制。因此，「主要銀行體系」——也就是在融資方面，企業所仰賴的主要交易銀行——發揮金融中介與監視公司治理（corporate governance）的功能。由於公司的財務仰賴銀行，銀行主管因而有機會進入公司董事會。此時，銀行主管對於公司的財務結構與金融商品的選擇，有相當大的影響力。銀行進入公司董事會的原因，不僅緣於公司的財務依賴，也有公司與銀行之間的合作關係、聲望、社會與政治關係等因素（Fligstein 2007 [2001]: 144-145）。銀行霸權主義（bank hegemony）議題受到研究企業間網絡的學者們矚目，許多相關研究從資源依存（resource dependence）的觀點，探討銀行與企業間的互兼董事（interlocking directorates）網絡關係（Windolf 2002: 67-70）。日本企業間互兼董事網絡的先前研究也顯示，從 1950 年代到 2005 年，在日本的六大企業集團（三菱、三井、住友、芙蓉、三和、第一勸業銀行）旗下公司間互兼董事的網絡中，銀行以及保險公司等金融機構扮演著網絡中心性（centrality）的角色。中心性代表處於網絡結構的核心位置，例如，三菱銀行董事被派到集團內的幾個公司，即是衡量中心性的重要指標。與三菱銀行連結的公司越多，就表示三菱銀行越具網絡中心性（仲田正機等 1997；菊地浩之 2006）。

上述研究結果顯示：在籌措資金的機制方面，日本企業與銀行間的聯繫相當密切，產業資本與金融資本之間的連結，對日本企業的經營策略帶來相當大的影響。Fligstein（2007 [2001]）認

為，控制大型企業、影響這些企業策略的行動者可分為兩種：一種是公司的經理人與所有者，另一種則是銀行等金融機構。經理人所控制的公司，有較高的自有資金比率、較低的負債比率（equity over debt）、較低的資產報酬率（the ratios of returns to assets）與營利率（the ratio of returns to sales）、較低的股東權益、較高的本益比（price-to-earnings ratios），以及較高的現金流量（cash flow）等特性。經理人所控制的公司，採取併購和多角化經營策略的機率也比較高。「經理人控制」（management control）的指標包括：單一家族或個人的控制、較低的銀行持股比例，或較高比例的法人持股。「銀行控制」（bank control）則與「經理人控制」不同，其主要指標包括規模最大的銀行所持有的表決席次，以及銀行互兼董事在企業董事會中的人數等。企業董事會中的銀行互兼董事，提升了資本權益報酬率（returns on equity），加強企業的財務表現。但這些銀行的控制，也有使公司的負債淨值比（debt-to-equity ratios）上升的風險（Fligstein 2007 [2001]: 131-167）。

然而，與日本不同，在美國的LME資本主義體制中，自1980年代以來，國際競爭日益激烈，產業經營限制逐漸放寬，工會力量相對衰退。與此同時，機構投資者持有大量股份的大型企業相繼誕生。企業開始強調股東價值（shareholder value），即相較於勞工、地方社區等利害關係人，更重視股東的利益（Fligstein and Shin 2004; Dobbin and Zorn 2005）。Movahed（2023）以及Deeg（2012）探討不同資本主義體制下，資本分配到企業各種機制。他們的研究強調，在美國的自由市場經濟體制中，股票市場扮演關鍵性的角色。在「CME」資本主義體制的日本，企業的資金籌措，原則上建立於與銀行密切合作關係下的債權融資（debt financing），而不像美國那樣重視股權融資（equity financing）。然而，自2000年以來，隨著企業自有資本

比率下降，以及推動大規模設備投資變得困難，以日本為主的大型電子製造商因資金短缺而失去競爭力。日本液晶面板大廠夏普被臺灣鴻海收購，就是其中一個典型例子（Tabata 2016；田畠真弓 2016）。

如此，日本企業長期仰賴銀行借款，並透過相互持股來強化企業間的信任關係。然而，此種結構性機制抑制了散戶投資者在股票市場中的參與（Gerlach 1997），進而阻礙資本市場的成長。在此情況下，進入 2010 年代後，安倍政權下的「安倍經濟學」政策使日本金融政策產生重大轉變。日本銀行實施大規模的金融寬鬆政策，包括大規模購買上市交易基金（ETF）以活躍股市，並透過引進 NISA（少額投資非課稅制度）促進個人投資。此外，企業治理的引進，也促成以股東為核心的經營策略（瑞穗綜合研究所 2013；谷口洋志 2018）。這些政策推動日本從傳統上以銀行與企業集團為中心的經濟結構，逐漸轉向更加市場導向、重視散戶投資者的方向。然而，就目前而言，雖然散戶投資者的市場參與呈增加趨勢，但與美國相比，仍處於較低水準。

泡沫經濟崩潰以後，日本經濟的停滯與少子化也對政府福利政策產生負面影響，年輕人對未來的擔憂日益加深。這樣的情況也促使日本政府支持散戶股票投資，並激發年輕人對股票投資的關注。在日本，進入 1990 年代後，隨著民主主義社會的發展，企業、個人和公民社會在社會改革中開始發揮主導角色。除了政黨之外，企業、非營利團體等民間組織成為日本社會的核心行動者。但另一方面，隨著全球經濟擴展和新自由主義經濟的抬頭，市場中心主義（market fundamentalism）也對整個社會帶來巨大的影響（半田正樹 2019）。由於國家在福利政策中的作用相對減弱，年輕人得不到社會安全網的保護，陷入非典型雇用的不穩定就業狀態，失業的情況也不少；即使被雇用為正式員工，仍舊徬徨不安。越來越多日本公司逐漸放棄終身雇用制度和依年資提升

的薪資制度，將年輕人排除在中高年一代所享有的穩定雇用狀態之外。社會排擠（social exclusion）沉重地壓在日本年輕人的肩膀上（Iwata 2017）。在國家和政府支援極為薄弱的情況下，特別是新冠疫情流行以來，日本政府透過提高年輕一代的金融理財素養、鼓勵投資股票與創業等方式，鼓吹經濟獨立。於是，日本年輕人間產生一股在財務狀況良好的前提下，提高自我實現和能動性的潮流。

如社會政策和區域研究領域的先前研究所指出，在先進國家和發展中國家，貧困人口被排除在銀行貸款和各種金融商品投資之外，而透過創業或投資金融商品來增加資產的方法也很有限（Leyshon and Thrift 1995; Gloukoviezoff 2007）。屬於貧困階層的特定社會群體和個人受到金融排擠（financial exclusion），其模式可分為以下五種：（1）機會排擠：在銀行等金融機構的風險管理過程中，未能通過信用調查而被排擠在金融服務之外。（2）條件排擠：由於金融商品的條件限制，貧困階層等個人被視為無力償債，而被排除在商品購買對象之外。（3）價格排擠：在金融商品具高價值的情況下，貧困階層被排除在購買商品對象之外。（4）行銷排擠：特定人群在行銷階段被排除在金融商品的銷售對象之外。（5）自我排擠：個人預設自己在所處生活領域中，會被認為無力償債，認為自己無法獲得銀行貸款或購買其他金融商品，從而排除自身籌集資金或嘗試投資的機會（Leyshon and Thrift 1995; Koku 2015: 655）。如此，相對於高所得者，貧困階層缺乏可做為抵押品的資金和資產，在銀行等金融機構的信用調查中被認為無力償債。同樣地，年輕一代累積的資金與資產比中老年人少，薪資水準也較低，在金融機構的授信調查中不合格，或是無法獲得貸款的情形不在少數。況且股票、共同基金等金融商品，需要一定的財力才能購買，所以年輕一代擔心自己的支付能力，進而放棄購買這些金融商品的機會。這種金融排擠，也就

是獲得銀行貸款和購買金融商品時所產生的不平等，存在於年輕一代和中老年人之間。與中老年一代相比，年輕一代更難利用銀行貸款、投資股票和共同基金來建立經濟基礎。這種金融排擠加深了年輕世代對未來的恐懼感。然而，受經濟衰退與少子化問題影響，日本政府在福利政策上的財政支出已面臨困境。在此危機下，政府逐漸將政策重點放在改善散戶投資股票的制度環境，以促進年輕人更容易參與股票投資。

後續分析章節，將聚焦於日本金融體制的轉型與投資股票支援制度之間的關係。探討從政府主導的企業與銀行之間密切的合作關係，轉向企業在股票市場籌措資金的潮流，以及為了彌補年金資金不足，而支持年輕世代進行股票投資的「CME」資本主義體制，對日本年輕人投資行為所產生的影響。

三、研究方法

本研究透過結合深度訪談、內容分析法，以及文本分析的多元三角交叉法，嘗試探討日本年輕人參與股票投資行為的背景因素。我們對 24 名已經投資股票或正在考慮投資股票的日本大學生、上班族，以及他們父母年代的受訪者（詳見附錄 1），進行約一個小時到一個半小時的深度訪談。受訪者年齡從 20 歲到 40 歲不等，其中，大部分是 20 歲左右的年輕人。訪談涵蓋受訪者的個人背景、投資經歷、投資方式、市場態度等幾項問題，同時搭配開放式問題（open ended question），讓受訪者暢所欲言，以便深入瞭解受訪者與日本社會結構之間的關係。本研究也進行焦點訪談（focus group），邀請幾位年輕個人投資者針對股票交易交換看法。在內容分析方面，我們挑選致力於向年輕人和初學者提供股票投資資訊與金融素養指導的 15 個代表性理財網

紅頻道，並對它們共同的主題、強調的詞彙等進行分析。正如 Krippendorff (2004) 所指出，過度的實證主義客觀原則，有可能因為未考量歷史、文化、社會結構等背景而導致分析謬誤。因此，本研究採用文本分析，針對理財網紅播放的內容進行語境分析 (contextual analysis) (游美惠 2000)，試圖釐清社會情境對理財網紅播放內容的影響。具體而言，我們探討日本資本主義機制的制度層面如何影響播放內容。此分析的主要目的，在於進一步瞭解影響理財網紅所播放內容的社會情境和社會權力關係。

如前所述，本研究探討日本年輕世代投資行為時，除了進行個別深度訪談外，也特別安排焦點團體訪談，邀請多位年輕個人投資者針對股票交易進行意見交流。焦點團體訪談的設計重點在於「團體」互動與集體討論，因此在訪綱設計上，與個人訪談有明顯的差異。個人訪談主要著重於受訪者個人的投資經驗、動機與價值觀，採用開放式問題，讓受訪者能夠深入描述自己的想法。而焦點團體訪談則更強調集體經驗的激盪與多元觀點的交流，因此問題設計上，會特別引導參與者彼此回應、討論與比較。例如，詢問「你們怎麼看新 NISA 政策對年輕人投資的影響？」或「在股票投資過程中，大家最重視哪些資訊來源？」等，藉由團體成員間的互動，挖掘出更豐富的集體觀點與潛在共識。討論開始時，由主持人說明研究目的與討論規則，營造安全、開放的討論氛圍。主持人會適時引導話題，平衡發言機會，避免少數人主導討論或有成員被邊緣化；並在出現意見分歧時協助澄清、促進理性討論。討論全程錄音以利後續分析。這樣的設計有助於發揮團體動力，讓不同背景的年輕投資者能夠互相學習、激盪出新的觀點，同時也能觀察團體中意見領袖的影響力與集體討論的動態。

至於焦點團體的具體執行情形，受訪對象共 24 人，年齡分布以 20 至 30 歲為主，涵蓋大學生與年輕上班族，部分延伸至

40 歲。在性別分布方面，24 位受訪者中有 15 位為男性，顯示男性參與者比例較高。焦點團體訪談屬於輔助性質，從 24 人中每次抽出約 6 至 10 人，實際舉辦兩場，參與者皆為已投資或有意願投資股票的年輕人。這樣的團體訪談設計，讓研究能夠補足個人訪談無法捕捉的集體經驗與社會互動層面，進一步理解日本年輕世代在股票投資上的行為模式與觀念形成過程。特別是在日本個人投資者相對稀少的情況下，對於關心股票投資或加密貨幣交易的年輕人，社會上常以「是否會成為詐騙受害者」等奇異眼光看待。因此，參加焦點團體的青年們，能夠遇到志同道合的夥伴，顯得格外興奮且積極地進行意見交流，這一點讓人留下深刻印象。

在本研究的內容分析中，我們針對 15 個致力於向年輕人與初學者提供股票投資資訊及金融素養指導的代表性理財網紅頻道（詳見附錄 2），分析其「共同的主題」與「強調的詞彙」。這些頻道的共同主題主要包括：「新 NISA 制度的介紹與操作方法」、「指數型基金投資」（如 S&P 500、納斯達克指數基金）、「長期投資策略」（如 buy and hold）、「分散風險的重要性」、「美國大型科技股（如蘋果、微軟、亞馬遜等）的投資優勢」，以及「年輕人如何利用 NISA 優惠制度穩健累積資產」等。例如，頻道會重複強調「長期投資」、「分散投資」、「免稅額度」、「資產運用」、「經濟獨立」、「退休準備」等詞彙，並以「選擇指數基金」、「堅持 10 年以上投資」、「NISA 億萬富翁」、「投資理財成為社會潮流」、「不理財就會損失」等口號，做為內容的核心訴求。此外，在風險意識的培養方面，也常見「風險分散」、「避免短線操作」、「穩健理財」等用語。這些主題與詞彙，例如「長期投資」、「分散風險」、「NISA」、「指數基金」、「美國科技股」、「經濟獨立」、「資產增值」、「免稅」、「退休準備」等，反映出日本年輕世代理財 KOL 所傳遞的投資理念與社會氛圍，並強調透過制度性支持與理性規

劃來降低投資風險、追求穩健成長。

在本研究中，針對「翻譯」在跨非日語與日語的研究設計、資料蒐集、逐字稿轉寫 (transcription)，以及論文撰寫過程中的方法論與研究倫理議題，我們特別留意如下幾點。首先，中文與日語在語言結構、表達邏輯與語用習慣上確實存在顯著差異。日語強調敬語、間接表述與條理分明的語序，中文則偏向直接、口語化與語序靈活 (藤田昌志 2016)。這種語言結構與語用風格的差異，會影響訪談問題設計、資料蒐集與受訪者回應。例如，日語的間接提問和敬語用法，可能讓受訪者更傾向於委婉或含蓄地表達意見；而中文受訪者則較易以直接、明確的方式回應。因此，我們在研究設計階段，即考量兩種語言在提問方式、語境建構與互動模式上的不同，確保問題能被受訪者準確理解並自然回應。

在資料蒐集與逐字稿轉寫階段，我們特別重視語意的忠實再現與語境的保留。日語逐字稿常見敬語、語助詞與語尾變化，中文則較少這類語法結構。考量到轉寫時應盡量保留原語言的語氣、情感與細節，避免因語言轉換而失真，我們在進一步進行翻譯時，採用雙語互審、回譯 (back translation) 等質控機制，以降低語意偏誤與文化誤讀的風險 (Tyupa 2011；朱藹琳 2021)。

在研究倫理方面，跨語言研究必須確保受訪者的知情同意、隱私保護與文化敏感性。因此，在所有語言轉換與資料處理過程中，我們均尊重受訪者原意，避免曲解、簡化或斷章取義。此外，我們也反思自身的語言立場與文化權力關係 (齊嵩齡 2015)，避免因語言或文化差異導致的偏見或誤解，確保跨語言資料分析的公正性與透明度。

四、日本金融體制轉型與投資股票支援制度

日本股票市場的歷史始於 1878 年的《股票交易所條例》，同年 5 月，東京股票交易所成立（太田達也 2021：284）。然而，財閥企業，以及在明治維新後從公家（在皇家工作的高級官員）和大名（領主）轉型為銀行資本家的貴族（後藤靖 1986：5-6）等機構投資者之間的持股往來成為主流，散戶的比例較低。戰後，由於財閥解體和貴族制度廢除，大量股票被釋放到民間，暫時性地提升了散戶的比例。然而，這些新興散戶因為戰後的貧困而資金不足，對股票市場的貢獻並沒有很大。隨後，以未成為財閥解體對象的銀行為中心，企業之間的股票持有成為主流；以銀行為主的機構投資者逐漸成為日本股市的核心（北島忠男 1984）。

從 1990 年代末期到 2000 年代初期，日本政府推動被稱為「金融大爆炸」（Big Bang）的金融改革，促進金融市場的國際化和自由化。順應這一潮流，旨在提高年金運用效率和多樣化投資方向的放款監管措施也在推進，進一步促進了機構投資者的活躍（馬場直彥、西崎健司 2001）。另一方面，雖然日本政府對投資者進行制度性安排，但這些措施在保護散戶的同時，主要是為了促進機構投資者交易的靈活性。2007 年 9 月 30 日，《金融商品交易法令》施行，並引進「特定投資者制度」。此制度將投資者分為「特定投資者」（機構投資者）和「一般投資者」（散戶）。「特定投資者制度」對散戶在衍生性金融商品等高風險投資上的行為進行限制；對機構投資者，則在某些高風險商品的投資上撤銷一部分限制，使他們能夠進行更大膽的交易。⁴

4 參見日本政府金融廳，2007，《金融商品取引法制の政令・内閣府令等の概要》。<https://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7/34.pdf>，取用日期：2024 年 9 月 30 日。

因此，在日本股市歷史和制度的發展過程中，由於日本政府的政策措施，散戶被排除在投機性金融商品之外，高回報、高風險的金融商品僅允許銀行等機構投資者購買。日本政府對投資者的制度建設，目的在於使機構投資者的投資更加高效率且多樣化。如下所述，日本年輕人過去對股票投資不積極的背景之一，也是因為日本的股票市場歷來主要由銀行為首的機構投資者主導；且不像臺灣那樣，股票投資的經驗從父母輩傳承到子女這一代。

美國民間企業則與臺灣類似，透過以散戶為主要動力的股票市場籌集資金，以提高自有資本比率；相對地，日本企業仍仰賴以銀行為首的機構投資者，因此缺乏充足資金來擴大事業規模。日本政府金融廳（相當於臺灣的金管會）也對此相當重視，希望促進國民投資股票市場，並致力於提高日本企業資金籌措管道的多樣化。⁵此外，泡沫經濟崩潰、就業冰河期、「失去的 20 年」等長期景氣停滯問題，嚴重壓迫政府財政，因此政府決定在制度上鼓勵國民進行股票投資，以彌補年金的不足（木內登英 2022）。這項制度性支持旨在推動日本社會轉向股票投資等金融化方向（壁谷順之 2022：226）。

日本歷經快速經濟成長後，1990 年代到 2000 年代進入低成長時期，無法從全球化中受益的人們面臨前所未有的生活艱難。近年來，由於中國生產據點和市場的快速發展，中國工廠生產的廉價產品流通於日本國內，年輕人大量消費中國和韓國企業所提供的廉價商品，方得以在低薪資結構中謀得生存空間（辻美代 2019）。相較於在全球經濟發展之前的日本經濟高速成長時期，已然透過年金和豐厚福利政策保障，而累積財富的中老年一

5 參見日本政府金融廳，2020，《事務局說明資料（市場制度を巡る諸課題に関する検討）》。
https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryu/20201012/03.pdf，取用日期：2024 年 6 月 30 日。

代，面臨少子化危機的日本年輕人更容易陷入工作貧窮的狀態。目前，日本的年金制度採用賦課方式，即直接使用從年輕世代收取的保險費來支付退休人士的年金。因此，在年金受領者相對較少、而年輕世代較多的時期，年輕世代所負擔的保險費相對較低。然而，當年金受領者增多、而年輕世代人數相對較少時，每位年輕人需要支付的保險費則較高。由於保險費根據當時年齡人口結構而變化，因此會導致不同世代之間的負擔差異。尤其在日本進入少子、高齡化社會後，支撐老年世代年金的年輕世代，金錢負擔大幅增加（小口登良 1996：100-102）。

日本政府擔憂人口老化將導致年金資金枯竭，因此透過鼓勵日本國民進行股票投資，以減少財政支出。在此背景下，日本開始推動被稱為 NISA（Nippon Individual Savings Account，少額投資非課稅制度）的股票投資優惠稅制。⁶除了日本政府的稅收優惠制度外，民間證券公司，如樂天證券等，也建立網站和應用程式平臺，使年輕一代以及股票投資新手更容易開始進行股票投資。日本金融廳指出，為了快速推動疫情後的經濟復甦，不僅需要從銀行部門籌集資金，也需要從資本市場，也就是股票市場籌集資金。如圖 1 所示，相較於美國，日本企業的資金主要來自銀行。因此，金融廳強調參考美國證券交易委員會（SEC）和歐洲委員會（EC）的建議，致力於活絡資本市場並促進投資。⁷另外，如圖 2 和圖 3 所示，美國人持有的資產，個股與共同基金的加總占總資產的 50% 以上。然而，日本人持有的資產中，54.2% 為現金或存款，而個股與共同基金占總資產比率僅約 15%。考慮到這種現狀，日本前首相岸田提出「資產運用立國計畫」政策。岸田政府的年代，也推動一種由政府 and 民間合作的「新資本

6 參見日本政府金融廳網站，《NISA 內容說明與介紹》。<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/index.html>，取用日期：2024 年 6 月 30 日。

7 同註 6。

主義」，將日本社會面臨的各種問題，轉化為經濟增長引擎。做為其中一個核心策略，政府試圖將日本家庭金融資產中占超過一半的現金存款（截至 2023 年 6 月底達到 2,115 兆日圓）轉向投資，以期使企業價值提升的利益能回饋到家庭。換句話說，岸田前首相認為，國民投資活動的熱絡，將促進進一步的投資和消費，創造出資金流動，不僅能增加家庭的薪資收入，也能增加金融資產收入，進而實現「成長與分配的良性循環」。

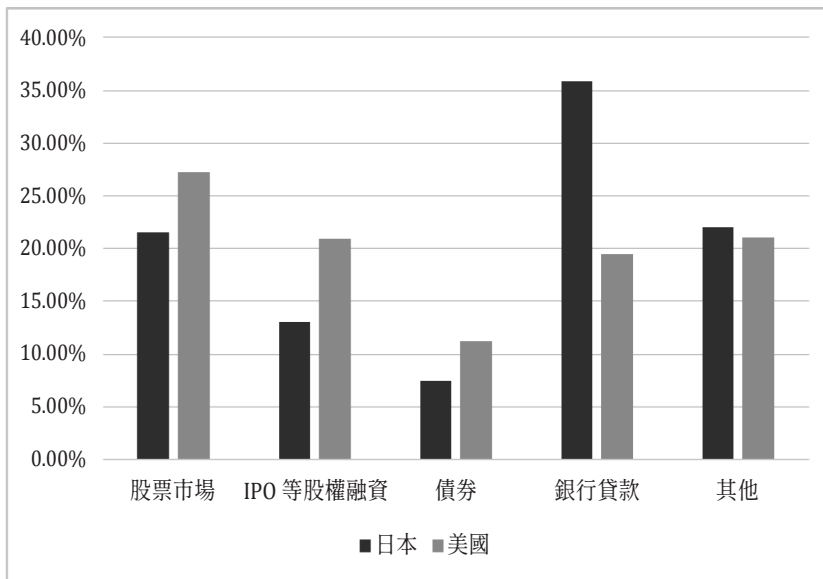


圖 1：日本（2009 年）與美國（2008 年）民間企業在金融市場籌措資金的比例
資料來源：作者參照日本政府金融廳資料自製。⁸

8 日本政府金融廳，2009，《資料 3-2》。https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/kondankai/siryou/20091001/04.pdf，取用日期：2024 年 6 月 30 日。

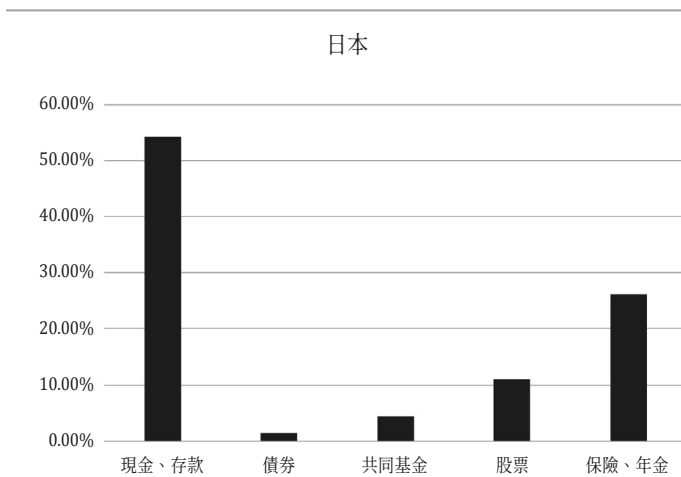


圖 2：日本個人持有金融資產比例

資料來源：作者參照日本銀行調查統計局資料自製。⁹

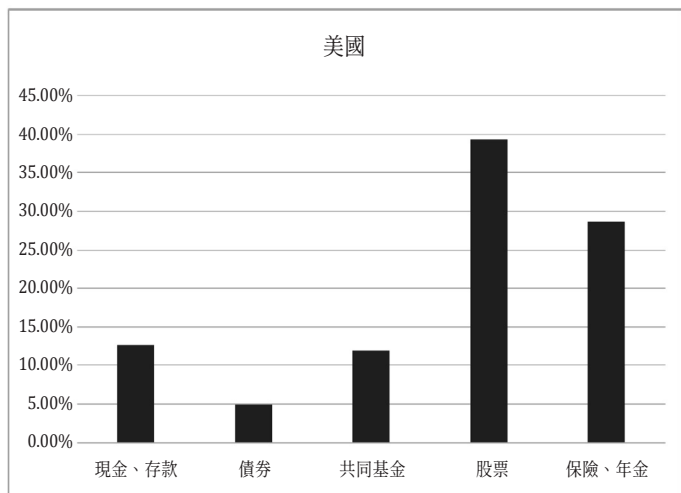


圖 3：美國個人持有金融資產比例

資料來源：作者參照日本銀行調查統計局資料自製。¹⁰

9 參見日本銀行調查統計局，2020，《資金循環の日米欧比較》。<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>，取用日期：2024年6月30日。

10 同註9。

知名日本經濟學者、前日本銀行副總裁岩田規久男指出，自從 1990 年代的泡沫經濟破裂後，日本長期面臨經濟不景氣和通縮的困境。為了應對這種情況，日本央行推出零利率政策和量化寬鬆政策（Quantitative Easing, QE）。然而，日本的銀行長期以來與企業之間維持密切關係，深度參與企業管理。日本企業透過主要往來銀行籌措資金，因此，銀行的經營狀況直接影響企業運作。泡沫破裂後的不良債權問題限制了銀行的貸款能力，進而導致整體經濟停滯不前（岩田規久男編 2000）。相對地，在歐美國家，銀行的角色同樣重要，但與企業之間的關係沒有日本這麼密切，企業也有多樣化的資金來源，例如透過股市籌措資金等。日本的金融政策受限於銀行貸款收縮，未能有效改善通縮問題；而歐美國家的金融政策則得以迅速靈活實施，並引進通膨目標政策。日本在資金來源多樣化方面進展不大，持續經濟低迷，因此，自 2013 年以來，日本央行推出非常規的貨幣寬鬆政策，並在疫情期間持續實施低利率政策（植田宏文 2023）。由此可見，岸田前首相所提出的「資產運用立國計畫」反映日本金融政策已面臨限制，並認為活化股市做為企業資金來源至關重要。

2024 年開始實施的新 NISA 制度，旨在擴大和修正 2014 年開始的一般 NISA 制度之免稅優惠範圍，¹¹ 並使其永久化。在股票投資方面，無限期延長非課稅持有期限，使得證券帳戶開立期限永久化，並允許定期積立投資架構和成長型投資架構同時使用。年度投資限額也擴大：定期定額投資方式每年為 120 萬日圓，不定期投資方式每年 240 萬日圓，總計最高每年 360 萬日圓。此外，非課稅持有額上限擴大至總額 1,800 萬日圓。¹² 根據三井住

11 一般 NISA 是在 2014 年 1 月開始的一項課稅優惠制度，每年最多可購買 120 萬日圓的金融商品（包括共同基金和個股）。在持有每年購買的金融商品期間內獲得的股息，以及賣出後獲得的利潤，在購買年起計算的五年內皆不課稅。投資總額的非課稅部分最高可達 600 萬日圓。自 2024 年起，新的 NISA 制度啟動，一般 NISA 的角色因此結束。可參見註 6 資料。

12 同註 6。

友信用卡公司的問卷調查結果，約三成的 20 多歲日本年輕人有進行股票投資。另有約三成的年輕人表示「目前沒有，但很想要開始」，合計約六成的 20 多歲年輕人對股票投資抱持積極意願。進一步而言，根據問卷調查結果顯示，日本的整體 20 多歲年輕人中，約 29.3% 已經開始進行股票投資，其中有 56% 使用 NISA 制度。特別是那些沒有股票投資經驗的人中，利用 NISA 制度開始進行股票投資的比率最高（電通 PR 諮詢 AMP 2023）。新冠疫情前後開始進行股票投資的日本大型日用品製造公司業務人員（J-1）、豐田汽車旗下零組件公司員工（J-6）、日本飲料大廠業務人員（J-8），以及大學生（J-16），在焦點訪談時對於新 NISA 的投資策略進行如下意見交換：

J-6：我在大二（2018 年 6 月）修讀金融素養課程時開始進行定期定額 NISA 投資。當時，我開始 S&P 500¹³ 共同基金的定期定額投資。我有發現，在這共同基金裡面有排名最前面的美國股票，如 GAFAM（Google、亞馬遜、臉書、微軟、蘋果）的股票，因此也有開始個股投資。

J-1：新 NISA 即將啟動，你有考慮投資策略嗎？

J-6：對新 NISA 的定期定額投資來說，我期待美國企業的成長潛力，因此打算投資 S&P 500 和納斯達克指數的共同基金，而在個股的成長投資方面，我想要投資蘋果、微軟等美國大企業。

J-8：最近，公司也開始舉辦由財務規劃師主持的 NISA

13 標準普爾 500（S&P 500）指數，是追蹤美國證券交易所上市的 500 家最大公司股票表現的股市指數。若要投資標準普爾 500，可透過投資相應的共同基金或指數股票型基金（ETF）來實現，這些基金會複製該指數的表現（Kenton 2023）。

講習會，我也希望能夠學習股票交易知識。

J-16：在新冠疫情期間，日本政府以補助金的形式向每位日本國民發放 10 萬日幣。我以此為資金開始股票投資，並且也在進行定期定額，NISA。在我旁邊，越來越多的學生也開始參與 NISA。

由上可見，日本年輕一代對於新 NISA 制度表現出高度的興趣，希望利用免稅額度，穩健增加個人資產。此外，在新冠疫情期間，一些學生由於打工機會減少以及無法支付學費等問題，開始股票投資。儘管日本 Z 世代的父母經歷就業冰河期，難以找到穩定的工作，但由於日本的金融體制深具「CME」色彩，他們開始進行股票投資的案例遠遠少於美國。因此，在新冠疫情前後開始進行股票投資的日本年輕人，沒有從父母那裡學習股票知識的機會，而是透過日本政府所安排的高中與大學金融素養課程，以及觀看如下一章節分析的財經 KOL（Key Opinion Leader，關鍵意見領袖）¹⁴ 的 YouTube 節目，逐漸學習股票投資的基本知識。

五、日本年輕世代的股票投資行為分析

（一）日本聯盟資本主義結構下的理財風潮

在 LME 資本主義體制的影響下，美國年輕人將機構投資者視為攻擊目標；然而，日本的金融體制深具「CME」色彩，年輕人與機構投資者之間並未產生激烈衝突。如表 1 所示，在極度仰賴銀行融資的經濟體制下，日本的股票投資以機構投資者和外國

14 KOL 通常在特定領域具備深厚的專業知識與實務經驗，能以專業形象獲得受眾的高度信任。他們通常活躍於社群媒體、部落格、YouTube 等平臺，擁有大量追隨者，並因其專業或個人品牌而獲得粉絲的信任與支持。

企業為主，占整個股票投資市場的 70% 以上，而國內個人投資者僅占不到 20%。¹⁵ 散戶投資者在日本社會中依然屬於少數，尚未展現出強烈的集體能動性。

表 1：日本個人與機構投資人持股比例的變化¹⁶

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
政府、地方公共團體	0.10%	0.10%	0.10%	0.20%	0.10%	0.10%
信託銀行	18.80%	19.60%	20.40%	21.50%	21.70%	22.50%
人壽保險、損害保險公司	5.40%	5.30%	5.00%	5.00%	4.80%	4.70%
都市銀行、地方銀行	3.70%	3.50%	3.30%	3.10%	2.90%	2.70%

15 在日本資本主義體制之外，日本股市的歷史演變，以及日本政府的制度性介入，也是導致日本股市中散戶不顯著的主要原因。相較之下，鄰近的臺灣由於國民黨政府當初忽略民間企業的培育，民間企業與銀行之間的關係較為薄弱，民間企業的發展主要依靠散戶的投資活動來支撐。鄭力軒（2017）分析臺灣政府股票市場自由化政策對企業資本的影響，顯示臺灣政府在 1980 年代推動股票市場自由化時，大量個人投資者湧入股市。臺灣政府對於股價的投機性高漲感到擔憂，曾幾次試圖恢復徵收證券交易所稅（證所稅），但每次都因散戶的投資意願大幅減少而難以推動，並於 2015 年撤銷。參見孫克難，2021，〈證所稅 VS. 證交稅，孰較可愛？〉。《工商時報》，8 月 24 日。<https://www.ctee.com.tw/news/20210824700670-431305>，取用日期：2024 年 9 月 29 日。證所稅是對股票買賣所獲得的利潤徵稅，在日本的股市有徵收。另一方面，不論是否獲利，每次股票買賣都會被徵收的證券交易稅（證交稅）日本並不徵收，但臺灣則有此制度。證交稅具有抑制短期買賣的效果，促使投資者更謹慎地進行投資。然而，證所稅是對交易所得的利潤進行課稅，有導致投資者退出股票投資的風險。因此，與臺灣的情況不同，日本徵收證券交易所稅，使散戶大量流入股市的情況被有效抑制。

16 1950 年代，美國散戶在美國股市投資總額中所占比率超過 90%。然而，到了 2009 年，散戶投資額僅占 30%（Davis 2009; Langevoort 2008）。這是因為在過去約 30 年間，美國金融市場中機構投資者——即共同基金、退休基金、保險公司和銀行信託部門等機構的投資顯著增長。其他一些債券市場或創投公司的創業融資市場，也主要由機構投資者支撐，而 1980 年代以前存在感不大的對沖基金和私募基金等機構投資者，目前投資也多達幾兆美元。美國散戶也常投資於如標普 500 等共同基金，而這些共同基金和退休基金等，都是由機構投資者經營的。儘管美國散戶在股市中所占比率呈現下降趨勢，但與機構投資者的關係密切，此狀況顯現出美國 LME 體制的特徵。在 LME 體制中，金融市場在資源配置上發揮關鍵作用，並且強調短期回報和流動性（Hughes 2013）。機構投資者，如共同基金、退休基金和保險公司，能夠有效運用大量資本並快速響應市場變化。機構投資者的角色，反映出 LME 對市場的協調為散戶和公司提供相當大的靈活性。散戶通常透過這些機構投資者間接參與股市，例如，投資由機構投資者所管理的共同基金或退休基金（Langevoort 2008）。將散戶納入機構投資者的策略框架，使他們能夠受益於專業管理和多樣化的投資標的，這就是 LME 金融系統的一個特徵。

續上頁表 1

國內民間企業 (非金融行業)	22.60%	22.10%	21.90%	21.70%	22.30%	20.40%
證券公司	2.10%	2.20%	2.00%	2.30%	2.00%	2.50%
外國公司	29.80%	30.10%	30.30%	29.10%	29.60%	30.20%
個人投資者	17.50%	17.10%	17.00%	17.20%	16.50%	16.80%

資料來源：作者參照東京證券交易所資料自製。¹⁷

如後所述，日本的年輕世代投資者透過 YouTube 頻道學習股票的基本知識，並為了避免與機構投資者發生衝突，特別選擇投資指數基金（index fund）的策略。在日本，針對初學者進行股票投資指導的 25 名理財網紅常推薦的書籍是 Ellis Charles 的《投資終極戰》。Ellis 是美國諮詢公司 Greenwich Associates（格林威治聯合公司）的創辦人，也是指數基金的先驅。Ellis（2014 [1985]）指出，美國股市的主要參與者幾乎都是機構投資者，他們擁有包括分析師、基金經理在內的眾多優秀、專業人才，並具備用於資訊蒐集和投資組合管理的系統平臺。他們通常能夠瞬間捕捉且正確解讀影響股價的資訊，並透過交易將這些資訊反映在股價中。因此，個人投資者要與機構投資者在股票市場中競爭是相當困難的，而追求這一目標的主動型基金（active fund），由於交易成本的緣故，也難以成功。他指出，為了避免與擁有巨額資金的機構投資者競爭，投資指數基金是一個重要的策略。因為指數基金是基於機構投資者透過買賣股票過程中所累積的有效股價形成，讓投資者能享受平均回報的產品。另外，如同日本年輕人及其父母的受訪內容顯示，由於長期指數投資成為主流，他們對機構投資者幾乎沒有敵對意識：

17 參見東京證券交易所，2021，《2020 年度株式分布狀況調查結果の概要》。東京：日本取引所グループ。<https://www.jpex.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000005nt0v-att/report2020.pdf>，取用日期：2024 年 6 月 30 日。

J-11：當我開始投資的時候（高中時期），我並不知道機構投資者的存在，最近才知道有他們的存在。如果是長期投資的話，機構投資者影響不大，但是如果進行短期投資，由於他們是專業的，所以我想應該很難贏過他們。另外，因為他們操作的資金量很大，所以當機構投資者下達賣出或買入指令時，跟風的散戶投資者可能會因此虧損。我主要進行長期投資，所以感覺對我來說影響不大。

J-23：機構投資者是能夠影響市場走向的人，所以我想預測他們的想法和行動，並跟隨他們的步伐。雖然這幾乎是不可能的。我認為機構投資者和我的立場不同，他們是處於更高地位的人，因此我並沒有特別的敵對意識。

J-24：我認為機構投資者創造市場並不是一件壞事。如果市場規模不大，散戶投資者也無利可圖。或許有人認為機構投資者是上層人士，甚至覺得他們在掠奪國家資源。

在日本，與美國相比，個人投資者相對稀少，而且他們主要投資長期指數基金，再加上社會正義意識的氛圍相對淡薄，年輕人很少對機構投資者感到憤怒。然而，受到日本長期經濟衰退和經歷就業冰河期的父母影響，日本 Z 世代對經濟獨立和財富自由的渴望相當強烈。1990 年代泡沫經濟崩潰後，日本經濟停滯約 30 年。1980 年代，日本實現前所未有的經濟成長，尤其是松下電器、東芝、日立、夏普等電子產業，在半導體和家電事業上取得成功，席捲全球市場。汽車和半導體產業的成長，不僅引發日本與美國之間的貿易摩擦，日本股市的熱絡程度更是達到巔峰，成為東亞地區可以與美國抗衡的主要經濟強國之一。值得一提的

是，當時支撐日本「CME」資本主義體制的終身雇用制度，以及銀行與企業之間穩固的合作關係，是日本經濟增長的重要支柱 (Tabata 2016)。然而，1990 年代後半期以來，隨著韓國企業在半導體產業猛追，日本不斷面臨激烈的競爭壓力，並迅速推動電子產業向海外工廠的外包。電子廠商的工廠主要轉移到臺灣和中國，緊接著發生日本技術、知識與科技人才等大量外流，情況進一步惡化 (田畠真弓、莊致嘉 2010)。特別是隨著中國薪資水準飆升，日本的薪資水準卻長期低迷，年輕人對於日本的技術、商品和人才被外國人廉價購買的慘狀產生危機感：

J-2：放假在家休息的時候，爸媽總是要我去考對工作有用的證照。他們給我很大的壓力。我不想存錢，但我想玩日本股和美股。就像電視上說的，買黃金後等它上漲時賣出，不只有黃金，還有購買土地後等它上漲時賣出，像是建立資產一樣。必須要運用金錢。但是我對股票一無所知，所以我現在沒做。如果有允許小額投資的 App，我想嘗試一下。這並不代表我做了股票就不會對未來感到不安。這是長期投資。如果我購買的股價在長期內逐漸上漲，那可能還不錯。

1993 年左右到 2000 年代初期，應屆畢業生面臨「第一次就業冰河期」。接下來，2008 年雷曼兄弟倒閉等金融危機，又導致 2010 年到 2011 年的「第二次就業冰河期」。非典型雇用急劇增加，收入差距擴大，薪資和物價都在下跌，導致通貨緊縮的加劇。由於這種長期的不景氣影響，日本 Z 世代的父母世代，即所謂「冰河期世代」，如受訪者的訪談內容所示，放棄此前壟斷日本消費文化的無盡消費欲望，轉而選擇購買盡可能廉價的商品和服務，變成務實的消費風格 (牛窪惠 2020；原田耀平 2020)。在無法期待經濟持續成長的情況下，Z 世代的年輕人一方面對未來感到不安，另一方面遵循父母世代的教誨，抑制消費欲望，並

在務實生活中尋找人生價值。我們針對日本的 Z 世代大學生和社會人士共 24 人進行訪談，其中約七成的受訪者表示曾經被父母告誡要盡量不花錢，過著務實的生活。此外，約六成的受訪者表示曾被父母要求從事公務員、會計師、稅務士等穩定工作，以便快速達成經濟獨立。一位從高中開始進行股票投資的大學生，對於冰河期世代的父母和親戚在就業極為困難的時代中，盡量節儉生活的經歷提出如下的看法：

J-7：我的父母和姑姑都是冰河期世代，聽說姑姑從國立山形大學畢業時，就業特別困難。即使成為地方公務員也需要派系等人脈關係，真的很辛苦。我的父母高中畢業後在當地的中小企業就職，一直過著節儉的生活。他們的口頭禪是「我們家並不是很有錢」，因此努力購買廉價的商品和服務。

J-1：我們這一代可能正承受著來自父母相當大的壓力。例如，我的父母突然說不會支付我的大學學費，所以我只能靠打工賺錢。我覺得自己「活得很急迫」。看看旁邊的朋友們，大家似乎都有一種必須快點取得成就的感覺。從高中開始，就好像一直有種焦慮感。

日本的年輕人承受著來自父母的期望與壓力，因而試圖達成財富自由與經濟獨立。從未對股票投資感興趣的他們，也想嘗試使用允許小額投資的股票應用程式來建立資產。¹⁸ 他們將股票投

18 在此僅討論日本年輕人透過小額投資開始累積財富的股票應用程式在技術方面的正面因素。但股票應用程式並不僅是一個技術物，也具有政治性的功能。例如，它除了降低投資門檻外，也扮演監控資本主義的核心平臺。隨著大量資訊與知識集結於網路平臺，監控資本主義的趨勢大幅度發展。監控資本主義乃是一種新的經濟秩序，它要求將人類經驗做為商業慣例的免費原材料（Zuboff 2019）。散戶的投資行為與投資經驗，會直接被累積為平臺的數據，並有可能被平臺業者用於商業目的。在日本，大型電商樂天集團旗下的樂天證券提供股票投資應用程式，但由於中國騰訊子公司對樂天集團進行投資，日本顧客的資訊有可能外流至中國，這引發對個資安全的擔憂。有鑑於此，日本政府對樂天與騰訊之間的關係加強警戒。參見：產經新聞，2021，〈中国 IT 大手出資の樂天を監視 警戒強める日本政府〉。《產經新聞》，4 月 21 日，<https://www.sankei.com/article/20210421->

資視為一種長期投資手段，而不是把它當作賭博來享受。他們透過小額投資股票，抱著小小的期待，希望可以稍微減輕對未來的不安。在散戶投資者極為罕見的日本，年輕人缺乏從父母那裡學習股票投資的金融素養這種「文化資本」。與此同時，SNS 和 YouTube 的理財 KOL，以及能夠透過手機應用程式輕鬆購買股票的便利性，降低了年輕人參與股票投資的門檻。

J-6：我主要使用 SBI 證券（網路券商），但在 App 推出之前，我曾經利用電腦（SBI 證券的網站）買股票。現在可以使用智慧型手機 App 快速買股票。SBI 證券的 App 應該會在 2021 年秋季發布。2018 年 2 月左右，摩乃科斯證券（網路券商）發布了日本第一款用於股票交易的智慧型手機 App。之後，樂天證券（網路券商）和 SBI 證券也紛紛仿效。

網路券商在這幾年迅速成長，主要原因是這些券商提供小額股票交易，並推出低手續費服務。另一方面，很多店面型券商多為傳統的大型券商，客戶以不擅長網路的中老年人為主。店面交易大多是高額交易，手續費高，但營業員會給投資者股票買賣方面的建議。在日本，野村證券、大和證券、SMBC 日興證券等是具代表性的大型店面型券商，歷史也很悠久。而網路券商包括 SBI 證券、樂天證券、LINE 證券、摩乃科斯證券等。¹⁹ 美國 Z 世代中，約 50% 以上投資股票，且股票投資者中有 82% 在 21 歲前就開始投資（CFA Institute 2023），其中，65% 使用 App 進行股票投資。這個比率遠遠超過美國的千禧世代（55%）以及 X 世代（38%）（CFA Institute Industry Research 2023）。在日本，大學時期開始投資股票的比例僅為 18.6%（MUFG 資產形成研究所

E4SYK5LN7FIGBKWAT4ZXQDIZ3Y/，取用日期：2024 年 6 月 30 日。

19 參見 Zaionline，2024 年 6 月 6 日，〈証券会社を徹底比較〉。Diamond Inc.，<https://diamond.jp/zai/category/shouken-hikaku>，取用日期：2024 年 6 月 30 日。

2021)，日本 Z 世代使用網路交易平臺進行股票投資的比例大約為 9.7%（日本証券業協會 2022）。由此可見，美國 Z 世代在大學時期就積極使用 App 進行投資；而日本 Z 世代對股票投資的風險意識較高，雖然在國家政策的影響下，使用 App 進行投資的人數有所增加，但仍遠不及美國 Z 世代熱衷。

隨著應用程式的出現，小額交易成為可能，日本的年輕人也開始參與股票投資。然而，不同於美國的情況，日本並未出現利用應用程式或社群媒體群組等手段，動員年輕人的資金對抗機構投資者的社會氛圍。日本的金融體制深具「CME」色彩，政府與銀行、證券公司合作，引進 NISA 制度，透過稅制優惠，鼓勵年輕人參與股票投資。此外，與美國的 YOLO（You Only Live Once）人生觀不同，日本年輕人並不追求在股市中獲得鉅額報酬，而是盡量避免風險，將股票投資視為實現經濟自由和退休資金的財源。在推廣 NISA 制度與規避投資風險的部分，如下節所述，理財 KOL 與 X（原名 Twitter，中文譯推特）使用者在日本聯盟資本主義結構下的理財風潮中扮演核心角色。

（二）KOL 在聯盟資本主義結構下的理財風潮中扮演的角色

根據我們的調查，過去兩年內，在日本 YouTube 上活躍的理財 KOL 以及網紅頻道共有約 78 個。除此之外，包括這些 KOL 所發布的內容在內，關於 NISA 制度的內容、運作方式、使用方法以及未來前景的詳細解說及討論影片，高達 152 部。由於新 NISA 於 2024 年 1 月推出，因此這一年相關主題的影片發布量明顯增加。「兩校長」是相當受日本年輕人歡迎的知名理財 KOL，擁有大約 242 萬名訂閱者。在詳細介紹新 NISA 制度的內容和使用價值後，他指出：

新 NISA 的推出將改變 20 至 40 歲年輕一代的未來。然而，正確利用 NISA 制度是其前提。也就是說，選擇風險分散的指數基金，並堅持投資期間長達 10 年至 15 年以上的 buy and hold 策略。遵循這個鐵則，將來將會誕生許多 NISA 億萬富翁。投資理財將成為一種社會潮流，如果不進行投資理財，就會損失。如果未來沒有任何增稅的話那另當別論，但很可能會有增稅。如果不進行理財投資，只會承受增稅的影響。日本本身已經陷入低成長的陷阱。如果薪水增加並且社會保險持續完善，即使不進行資產運用也是可以的，但並不能期待這種情況。²⁰

在日本，長期的經濟停滯不前，使年輕人對未來越來越感到恐懼（受訪者 J-13、J-15、J-17、J-21、J-22）。日本政府為了振興經濟實施低利率政策，鼓勵銀行設定零利率，因此國民的儲蓄動機也漸漸消失（齊藤壽彥 2016：21）。在這種情況下，雖然日本 Z 世代的父母對股票投資不太熟悉，但隨著日本經濟持續停滯，年輕人對投資的興趣日漸增大。蘋果、微軟、亞馬遜、Netflix、元宇宙、Google 等美國跨國公司的商品和服務在日本市場占據了主導地位，引發購買美股的熱潮。購買日本股票通常需要以 100 股為單位，但購買美國股票則可以從 1 股起，對於資金較少的年輕人來說更容易購買。此外，日本股票市場設有停損、漲停等波動規制，而美國股票市場則沒有相應的規定。因此，如果投資以美國股票為主的指數基金，由於股價有較大的增長潛力，相比於投資日本股票，可以期待更大的利潤（岩崎博充 2017）。由於指數基金具有風險分散的特性，對股票投資經驗較少的日本年輕人來說，也更容易長期持有。

20 參見兩校長，2023，〈第 235 回【歴史が変わる】新 NISA のココがスゴイ 5 選【株式投資編】〉。《両学長 リベラルアーツ大学》YouTube 頻道。<https://www.youtube.com/watch?v=mEQDotS9Bp8>，取用日期：2024 年 6 月 30 日。

J-1：日本股票只能從 100 股開始購買，美股從 1 股可以買，所以比較容易買美股。在美股當中，我瞭解的企業較多，所以我覺得它們有成長性。我購買美股是因為我周圍的許多服務和商品都是美國的。我對美國公司有一種熟悉感，但這可能是世代的關係。我沒見過索尼等日本公司的全盛時期，所以對日本公司感覺不熟悉。我想我這一代的父母主要是靠日本產品生活的，但現在日本年輕人的生活卻以美國產品為主。

由於長期的景氣衰退，和以家電製造商為主的日本企業衰退，日本年輕人傾向避開投資日本股，透過投資美股來迴避風險以保護他們的資產。這股風潮有可能加強日本年輕世代過度依賴於美國資本主義的發展。然而，日本 KOL、網紅以及 X 使用者，也提供股票購買初學者各種相關的財經資訊，提醒年輕人要關心國際經濟情勢。他們不僅傳播有關購買股票方面的基本知識，也分享對世界經濟和社會新聞等國際動態的分析，提醒年輕人避免過度仰賴特定國家的經濟發展而陷入僵局。在日本，兩校長、Bank Academy、Poncho 和 Tsumitate Theta 等著名理財 KOL 所發布的 YouTube 影片，在年輕人間越來越受歡迎。日本聯盟資本主義結構下的理財風潮透過 YouTube 和 X 等社群媒體不斷發展壯大，並為缺乏金融理財素養的年輕人提供管理投資風險的知識：

J-4：我使用 SBI 證券的 App 下單。此外，由於可以在 App 上設定限價，當價格上漲或下跌到自己設定的價格時，App 會自動下單買賣，所以我不用頻繁地看盤做交易。除了購買和閱讀幾本關於股票的書籍外，我還從 YouTube 獲得了許多資訊。

此外，由於擔心只從書本上獲得資訊有所偏頗，因此一些年輕人認為，可以透過 YouTube 和 X 等社群媒體上的各種資訊，獲

取有關股票投資的知識以規避風險：

J-1：如果想買股票，我不會去券商的櫃臺下單。現在一般都用券商的 App。在購買股票之前我根本沒有學習相關知識。我從來沒有透過看書來瞭解股票。當我看到 X 上某個有高可靠性的人推薦的股票資訊後，便買了他推薦的股票。我使用社群媒體學習股票。在社群媒體上可以看到各種投資者的意見，沒有偏見，所以你可以做比較。看書固然好，但只能看到一個人的意見，無法比較。就算是書，也不能說這個人說的是 100% 正確的，會變成相信那個人的意見。這是不可靠的。與其買書，不如從不同的角度比較人們在社群媒體上發文的意見。在社群媒體上有很多投資者在討論的股票，感覺可靠性較高，風險也很小。社群網路服務的好處是可以同時比較各種資訊。最近，網路券商邀請在 X 等社群媒體上發文的人做為講師舉辦直播等活動，在有些活動中，他們談論未來的市場前景等，我認為網路券商也意識到社群媒體的重要性。所以，我覺得很多投資者在社群媒體上發的貼文中所推薦的股票可信度很高。

陳宇翔（2020）指出，關係鑲嵌與社會資本的先前研究，長期以來著重於口頭資訊的「新穎性」（不重複性），強調「弱連帶」的價值，但對於「可靠性」以及誤資訊可能帶來的損失卻未深入探討。他的研究結果顯示，假如探討口頭資訊的「可靠性」這個價值面向，其重要性取決於誤資訊造成的損失大小。若依據誤資訊可能造成的損失程度，即所謂的「口頭資訊風險」來分類，則可區分出「高風險口頭資訊」，如股票操作資訊；投資人因誤資訊而交易會蒙受巨大損失，這類資訊更依賴「強連帶」的可靠傳遞。也就是說，在臺灣，散戶投資者為了避險，通常會參考親朋好友或父母所提供的口頭資訊，他們認為「強連帶」能夠

提供可靠的股票投資資訊。然而，在日本 Z 世代周圍，本研究受訪者中只有兩人的父母有股票投資經驗；大多數受訪者的父母、親戚和周圍朋友都沒有進行股票投資，因此他們獲得可信口頭資訊的機會比臺灣的個人投資者少很多。此外，即使有受訪者表示父母有股票投資經驗，其中一人 (J-6) 也不常與父母交換股票資訊，只有一人 (J-7) 表示父母指導過她如何買股票，因此在購買股票時會特別參考父母的建議。沒有「強連帶」口頭資訊網絡的大多數日本 Z 世代投資者，會比較分析已經在投資界活躍的 KOL 或 X 上的資訊來思考投資策略。

如此，在日本，越來越多年輕人試圖透過 YouTube 和 X 等社群媒體獲取資訊來學習金融理財素養，致力在迴避股票投資風險的前提下，建立個人資產。但另一方面，如同以下訪談內容所示，也有擔憂日本經濟狀況的聲音出現。他們認為，日本的經濟情勢已經變得無法依賴傳統儲蓄類型的安全資產，而不得不使用如股票投資等風險資產。利用社群媒體與手機應用程式進行的投資股票行為，正呈現出迫切的一面，可以說是不得已而為之：

J-4：似乎明年日本的高中就要開設理財知識課程了。然而，與其把這件事視為讓年輕人建立資產的機會，我對日本目前的情況感到非常失望，因為我個人認為日本經濟停滯不前，銀行利率大幅下降，僅僅透過將錢存入銀行來建立資產是不可能的。

另一位受訪者 (J-13) 也指出，針對金融素養缺乏的日本大學生，透過社群媒體進行二元期權 (binary options) 詐騙的情況猖獗。以大學生為主的 20 多歲年輕人，透過朋友或社群媒體結識對方後，被推薦購買二元期權投資分析工具的隨身碟等高價資訊商品，隨後被引導與未註冊的海外業者進行交易。在開始交易後，遭受重大損失、無法聯絡到業者、無法解約等問題的案例急

速增加。二元期權的運作原理是買方和賣方進行交易，並在合約到期時根據投資標的，例如股票、外匯的實際價格來決定收益。雖然此交易方法類似於以外匯為主的當日沖銷（day trade），但它更具有賭博性質，且有承擔巨大損失的風險。因此，日本政府金融廳、日本貸金業協會等同業公會以及大學當局正向年輕人發出警告，提醒他們注意相關風險。²¹

日本的金融量化寬鬆政策提升了股價收益率（北坂真一 2009）；同時，日幣貶值以及物價高漲等原因，也共同促成了這約 30 年以來難得一見的股市飛漲。由於股價的高漲，日本年輕人投資於賭博性質金融商品的風險正在浮現。然而，以下原因使得股價上漲並未反映日本經濟的實際狀況。在日本，即使物價下跌，企業仍以長期穩定就業為規範，因此很難下調基本薪資。所以，物價上漲率暫時提高時，企業會將基本薪資的上調幅度壓低至物價上漲率以下，以在中長期內平衡物價上漲率和薪資上漲率。結果，實質薪資持續下降。由於實質薪資下降，企業收益增加，導致股價上漲。此外，儘管物價高漲，低利率政策仍維持不變，使得股價上漲但無法抑制物價上升，民眾生活因此更加困難。另外，日圓貶值增加出口企業的收益，並以日圓貶值產生的日本企業股價低廉感吸引外國投資者，使股價上漲成為一種趨勢（木內登英 2024）。然而，這些情況並未對日本國民的家庭財務帶來正面影響。因此，本研究的訪談結果也顯示，日本年輕人對股市投資持謹慎態度，更傾向於購買指數基金等被動管理的共同基金，以避開投資風險。

21 參見日本政府金融廳，2020 年 2 月 28 日，《バイナリーオプション取引にあたってご注意ください！》。<https://www.fsa.go.jp/ordinary/chuui/binary.html>，取用日期：2024 年 6 月 30 日；日本貸金業協會網站。https://www.j-fsa.or.jp/topics/association/for_young.php，取用日期：2024 年 6 月 30 日。

六、結論

本研究結果顯示，在日本「CME」資本主義體制的歷史背景下，日本年輕世代的理財行為，是在制度上由日本聯盟資本主義結構下的理財風潮所引導出來的；加上受到冰河期世代父母的集體記憶、社群媒體以及股票投資應用程式影響，正逐漸發展為股票投資國民運動。他們的父母世代受到日本長期經濟衰退和就業困境的影響，很難找到穩定的工作，從事非典型工作的比率也相當高。在目睹父母世代辛苦處境的過程中長大的日本 Z 世代，在日本終身雇用制度逐漸崩潰的情況下，對未來感到恐懼。與此同時，由於少子高齡化的影響，日本政府對年金資金的枯竭感到焦慮，因此推動支援國民股票投資活動的政策，以緩解國民不安情緒。日本政府與證券公司、銀行等金融機構合作，引進 NISA 制度，並開始大規模推廣國民股票投資運動的稅收優惠政策。日本的金融體制深具「CME」色彩，散戶投資者在日本極為罕見，但透過這種由政府所推動的政策，過去未曾參與投資的年輕人中，掀起了股票投資熱潮。網路券商所提供的應用程式和網站，也讓股票交易變得更加簡單易行，而在 YouTube 上活躍的理財 KOL 和 X 用戶也分享易懂的股票投資知識，大力推動年輕人的股票投資。

這種日本年輕世代對於股票投資的觀感，以及日本政府在塑造股票投資熱潮中所扮演的協調角色，若與美國年輕世代在 LME 資本主義體制下對股票投資的態度相比，可看出更為明確的差異。日本在 1990 年代初期泡沫經濟崩潰後，長期面臨經濟停滯和通貨緊縮。這段期間，經濟成長幾乎停滯不前，企業投資和消費低迷。由於經濟的不確定性，Z 世代傾向於持有保守且現實的價值觀，消費行為也相對謹慎（和田安加里、金珉智 2023）。但美國的情況與日本不同，2008 年金融危機後，美國政府實施大

規模的金融寬鬆政策，迅速推動經濟復甦。此政策提升股價，加上美國長期以來接納大量移民，促進了產業創新和經濟成長 (Tropeano 2012; Bernstein et al. 2022)。由於這種經濟政策背景的差異，美國 Z 世代受益於金融寬鬆和股價上升，對股票投資持有較開放與積極主動的價值觀 (Pandurugan and Shammakhi 2024)。

在散戶與機構投資者之間的衝突結構方面，美國的案例中，LME 的一個特性，即股東價值的優勢，扮演重要的角色。如 Deakin (2005) 指出，股東價值的優勢並非源於公司法，而是源於 1970 年代到 1980 年代在英國和美國興起的敵意收購風潮，及其伴隨的規範與慣例。Waring (2006) 指出，過去美國散戶投資者比例較高；然而近年來，共同基金、退休基金、保險公司和銀行等機構投資者的運用資產規模不斷增大，對股市的影響也越來越大。如表 2 所示，機構投資者的成長在 LME 中尤為顯著，而在政府退休金體制扮演重要角色的 CME 中，則不那麼明顯。由此可見，在如美國這類 LME 國家中，機構投資者對股票市場的影響相當大，散戶投資者對機構投資者的敵意也相對較大。根據 Waring (2006) 的說法，隨著退休基金和共同基金資產的急速增長，這些機構投資者在股票市場中變得越來越強大。這些共同基金資產成長與累積的結果是：雖然 20 世紀以來，美國出現散戶投資者增加的趨勢，但近年來，組織特定投資組合基金團隊的機構投資者對股票市場的影響更為顯著。在日本，政府採取提升銀行以及保險公司等機構投資者投資效果的政策。然而，另一方面，散戶投資者卻被排除在高風險金融商品的投資之外。由於這樣的制度安排，機構投資者與個人投資者之間的衝突得以避免，因此並未出現如美國那樣激烈的機構投資者與散戶投資者的衝突。此狀況也為政府、企業以及散戶等組織、個人之間的合作體系奠定基礎，容易促成日本聯盟資本主義結構下的理財風潮。

表 2：年金基金資產成長的 LME 與 CME 比較（以一兆美元計）

	2001年	2011年	2022年	2022年的年金基金資產在GDP所占的比例
美國（LME）	7.48	11.11	20.04	82.12%
英國（LME）	1.07	1.88	2.56	80.05%
德國（CME）	0.06	0.19	0.26	5.81%
日本（CME）	0.54	1.06	0.98	18.19%

資料來源：作者參照OECD Pension Markets in Focus資料自製。²²

Weiss（1995）也指出，在日本，政府與產業界之間的「管理依存」（governed interdependence）扮演相當重要的角色。學者認為，這種關係並非國家在功能上的衰退，而是在推動適應，並成為整合國內和區域網絡的「催化劑型國家」，在其中扮演關鍵性角色（Weiss 1995; Nottage 2001）。日本聯盟資本主義結構下的理財風潮，也是為了回應年輕人的不安情緒，由日本政府推動形成。政府透過以金融廳與證券公司、金融業界等產業界的合作為基礎的金融體制轉型，推動日本朝向「股票投資立國」的長期國家政策。因此，在美國，年輕人透過社群媒體論壇結合凝聚力對抗機構投資者；而在日本，政府整合企業和年輕人的合作關係，推動與興起聯盟資本主義結構下的理財風潮。然而，這種現象也有潛在的風險，會被認為是日本政府由於擔憂年金資金枯竭，而與企業合作，動員國民的剩餘資金，以推動國家金融資本主義的結果。換句話說，對貧富差距和世代間不對等問題感到焦慮的年輕人，正好踏上日本政府所鋪設的軌道，進而被捲入國家金融資本主義的策略之中。在泡沫經濟後期看不到前景的長期經濟停滯中，日本年輕世代所萌生的能動性，最終也有可能被納入

22 參見 OECD, 2023, “OECD Pension Markets in Focus.” *The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)*, <https://data.oecd.org/pension/pension-funds-assets.htm> [Date visited: June 30, 2024].

日本政府的國家金融資本主義結構中而收斂。新冠疫情期間，面對病毒爆發性大流行對經濟的影響，美國和日本政府各自採取前所未有的量化寬鬆以及低利率政策。美國聯邦儲備系統（FRB）透過降低政策利率和量化寬鬆來促進經濟和穩定金融市場（Ihrig and Waller 2024）。同時，日本政府加強對企業的貸款支持，並採取措施使長期利率保持在低水準。²³ 這些經濟刺激措施，營造出美國和日本利於股票投資的環境，反映出牛市的趨勢。在此情況下，安全資產如銀行存款等不再是財富累積的可行途徑，股票投資被政府或年輕人視為重要的風險對沖工具（risk hedging）。

CME 資本主義體制在不同國家之間有各種差異。即使同屬 CME 體制，國家所扮演的角色和金融體制，仍受到各自的歷史和文化背景影響。因此，比較分析其他歐洲 CME 體制國家，如德國和北歐國家，與日本聯盟資本主義結構下的理財風潮和年輕人投資行為間的異同，也是相當重要的研究議題。此外，同屬東亞國家，資本主義體制的差異性也相當大。臺灣較傾向如美國的 LME 資本主義體制；近年來受到低薪、高房價、勞動環境不佳等因素影響，²⁴ 年輕人對股票投資也比以前更有興趣，²⁵ 因此，將臺灣與日本進行比較研究，將會是探討東亞資本主義多樣性的重要議題。另外，需要進一步探討的是，日本的聯盟資本主義是否能成為資本主義危機的靈丹妙藥？以及這些措施對未來東亞資本主義發展可能會產生的影響。如安孫子誠男（2018）指出，自 1990 年代以來，受新自由主義風潮影響，日本的聯盟資本主義逐漸

23 參見 Noguchi Asahi, 2022, “Economic Activity, Prices, and Monetary Policy in Japan Speech at a Meeting with Local Leaders in Akita.” *Bank of Japan Website*, https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2022/ko221208a.htm (Date visited: Oct 7, 2024)。

24 參見天下雜誌，2024，〈年輕人陷「低薪又高物價」職場地獄？基本工資連 8 漲，仍追不上通膨速度〉。天下雜誌電子報，6 月 21 日。<https://www.cw.com.tw/article/5130674>，取用日期：2024 年 6 月 30 日。

25 參見民視新聞，2021，〈年輕人靠短線買股「99% 都慘賠」？財經專家給投資小白的 3 大要領〉。民視新聞網，11 月 2 日。<https://www.ftvnews.com.tw/news/detail/2021A29W0241>，取用日期：2024 年 9 月 29 日。

轉變為一種混合型態，整合了 LME 市場導向的金融與所有權結構，以及 CME 所重視的長期關係導向型內部組織（以內部人士為主體的董事會與長期雇用制度等）。因此，探討日本資本主義體制轉向混合型態後，對東亞資本主義危機帶來的影響，也是相當重要的議題。

另外，Walby 指出，金融資本的過度擴張為國家帶來負面影響。在新自由主義社會中，金融化透過房貸、退休金和信用卡滲透到日常生活，金融資本在新自由主義的此種政治企圖中得到加強（Walby 2013）。如果日本政府的「資產運用立國計畫」政策被新自由主義支配，將可能鼓勵較投機性的投資活動，進一步加劇國內經濟不平等。在公民社會及年輕世代的能動性未能充分發展的情況下，日本聯盟資本主義結構下的理財風潮之功能將喪失，並導致受新自由主義支配的貧富差距不斷地擴大。本研究結果顯示，不同於美國年輕世代，日本年輕一代的散戶投資者對金融化的危機感相對較弱。在日本政府庇護下的「資產運用立國計畫」政策所推動的，日本聯盟資本主義結構下的理財風潮，在政府採取重視風險迴避的政策時問題不大；但如果新自由主義進展加快，投資者將資金集中於能獲得更大投資利益的美國股票，此資本外逃（capital flight）可能會對國內產業的資金籌措造成更大損害（山田博文 2024）。

進一步來說，日本的「CME」或美國的 LME 等資本主義體制類型並不是靜態的，而是隨著時代背景變化而改變的動態存在。自 1980 年代以來，在美國政府推動之下，新自由主義成為全球主導的意識形態。但 2018 年到 2020 年，受到嚴重的氣候變遷、美中貿易戰，以及新冠疫情大流行的影響，新自由主義所帶來的超級全球化（hyper-globalization）時代已告一段落。在激進民族主義與地緣政治風險升高的情況下，全世界正面臨不確定性相當高的國際經濟秩序混亂時代。後新自由主義的潮流，已經

不再能用簡單的國家或市場對立來解釋（瞿宛文 2024）。因此，有必要探討這種後新自由主義潮流對日本年輕人投資行為的影響及未來的動向。

最後，本研究的限制與挑戰主要在於，對日本年輕世代參與股票投資的後果缺乏深入分析。日本歷史上散戶投資者的比例相對較低，且年輕世代的父母輩普遍缺乏股票投資經驗。在此背景下，日本 Z 世代對高風險金融商品持有較高的警戒心，但在準確評估股票市場風險方面可能面臨困難。此外，不同世代之間對股票投資的接受程度及風險認知存在顯著差異。因此，未來研究應進一步探討 Z 世代與其父母輩（即冰河期世代）在投資觀念上的差異，特別是對不同類型投資商品的態度及風險評估方式，以提供更全面的見解並填補現有研究的空白。

至於本研究接下來的課題，是臺灣與日本年輕世代投資行為的比較，這將有可能為東亞地區的金融社會學以及金融資本主義多樣性研究帶來嶄新的視野。陳宇翔（2020）探討臺灣股市散戶如何評價口頭資訊，並未直接針對臺灣年輕人投資股票的歷史趨勢進行分析。然而，從他的研究中可以推測出一些相關的洞見。陳宇翔指出，臺灣股市中散戶之間的口頭資訊傳遞非常普遍，這種資訊具有高度不確定性，且其價值通常難以直接從內容中判斷，因此投資者會依賴資訊提供者的社會特性（如關係強度和專業程度）來評估資訊的初步價值。這種依賴社會網絡和口頭資訊的現象，反映了臺灣投資文化中的一些特徵，而非僅僅是近年來因經濟壓力而出現的新現象。臺灣年輕人參與股市的行為早已存在，只是伴隨著經濟環境的變遷，如低薪和高房價等因素，使得這一現象更加顯著。在臺灣，一般民眾傾向透過父母、親戚、朋友等「強連帶」口頭資訊，來評估投資資訊。然而，如本研究所示，由於日本的散戶投資歷史尚淺，因此日本的年輕世代較難從父母、親戚或朋友那裡獲得投資資訊，反而更傾向透過社群媒體

或 KOL 來獲取相關投資訊息。因此，做為未來的研究課題，可以進一步比較臺灣與日本 Z 世代在理財、投資以及金融素養的養成機制，藉此分析臺日資本主義體制的差異如何影響年輕世代的投資行為。

作者簡介

田畠真弓

田畠真弓 (Tabata Mayumi)，現任日本專修大學商學院教授。曾任國立東華大學社會學系副教授、國立臺北大學社會學系副教授。研究領域為經濟社會學、組織社會學、東亞資本主義、全球化與發展、網路社會與產業發展等。近年來特別關注傳統共同體功能的轉變，以及社會網絡、產業生態系統與平臺組織如何成為新的合作與資源整合機制。研究主題包括：資本主義與產業發展機制的臺日比較、科技人才跨國流動與產業生態系統研究、社會網絡與平臺組織對人才流動的影響、網路社會對青年投資行為所帶來的影響，以及數位平臺所帶來的社會網絡機制等。

徐儀紋

專修大學商學院研究助理，國立東華大學中文系暨社會學系畢業生，現職文化產業工作者。研究興趣圍繞在全球化浪潮下的青年發展與流動。

附錄1：訪談對象

受訪者編號	國籍	性別	工作經驗 (累積年資)	年齡	個人資料
J-1	日本	男	0.4	22	日本日用品大廠業務人員
J-2	日本	女	0.4	22	業務人員
J-3	日本	男	0.4	22	房仲業務人員
J-4	日本	男	18	40	外商公司主管
J-5	日本	男	0	21	大學生
J-6	日本	男	0.4	22	汽車零組件公司業務人員
J-7	日本	女	0	19	大學生
J-8	日本	男	0.6	22	日本飲料大廠業務人員
J-9	日本	男	16	38	日本人才管理顧問公司主管
J-10	日本	女	6	28	科技公司公關人員
J-11	日本	女	0	20	大學生
J-12	日本	女	0	21	大學生
J-13	日本	女	0	22	大學生
J-14	日本	女	0	22	大學生
J-15	日本	男	1	23	公務員
J-16	日本	男	0	20	大學生
J-17	日本	男	1	23	不動產開發業務人員
J-18	日本	男	1	23	系統工程師
J-19	日本	男	2	24	人才管理顧問公司業務人員
J-20	日本	男	2	24	專業貿易商業務人員
J-21	日本	男	2	24	廣告公司業務人員
J-22	日本	女	2	24	食品公司業務人員
J-23	日本	女	27	45	中小企業員工、J-11的母親
J-24	日本	男	30	48	中小企業員工、J-11的父親

附錄2：日本著名的理財KOL

	頻道名稱	簡介	投資股票相關頻道/ 影片連結
1	兩校長	由企業家兼投資人的兩校長，以易懂方式介紹金融知識的頻道。(242萬位訂閱者)	https://www.youtube.com/channel/UC67Wr_9pA4I0gllxDt_Cpyw (本頻道首播於2018年10月5日)
2	BANK ACADEMY	共同基金積存、年金、資產投資等金錢知識易懂教學。(61萬位訂閱者)	https://www.youtube.com/watch?v=clsCi6J3iR0 (本頻道首播於2019年12月2日)
3	NAKATA UNIVERSITY	日本高學歷搞笑藝人，介紹很多理財相關的知識、人生的生存之道等。(517萬位訂閱者)	https://www.youtube.com/@NKTofficial/about (本頻道首播於2018年2月6日)
4	小資女 Fuyuko	理工科研究所畢業、發作憂鬱症辭掉大公司研發人員工作的Fuyuko以簡單易懂的方式，從基礎開始介紹賺錢和股票投資方法。(33.1萬位訂閱者)	https://www.youtube.com/@fuyuko_money/about (本頻道首播於2021年2月23日)
5	pontiy.com	年輕投資者介紹如何購買日本股票、美國股票、投資基金、高股息股等。此外，也有介紹YouTube、部落格、代購等副業的基本知識。(40.1萬位訂閱者)	https://www.youtube.com/@user-hx7bn7hp9v/about (本頻道首播於2019年10月14日)

續上頁附錄 2

	頻道名稱	簡介	投資股票相關頻道/ 影片連結
6	節省口罩男	中小企業工廠作業人員，30歲時累積金融資產4,500萬日圓，實現財富自由退休，介紹賺錢的各種方法。主要分享省錢、副業、轉職、投資、儲蓄等方面的技巧和資訊。（16.8萬位訂閱者）	https://www.youtube.com/@user-by9it9pm5x/about （本頻道首播於2019年12月3日）
7	節儉流派	學貸壓力很大，結果找工作失敗發現儲蓄的重要性，分享他自己的節儉人生觀以及理財方法。（25萬位訂閱者）	https://www.youtube.com/@user-xj7uz3oh5s （本頻道首播於2018年6月17日）

參考書目

- MUFG 資産形成研究所，2021，《学生の投資に対する意向調査》。
https://www.tr.mufg.jp/shisan-ken/pdf/kinnyuu_literacy_13.pdf，
取用日期：2024年6月30日。
- 小口登良，1996，〈基礎年金の財源と受給及び負担の世代間格差〉。
《日本經濟研究》33: 93-118。
- 小峰隆夫、岡田恵子，2011，〈第2章 バブル崩壊と景気後退〉。頁
375-410，收錄於小峰隆夫編，《「バブル／デフレ期の日本經濟と
經濟政策」第1卷『日本經濟の記録—第2次石油危機への対応か
らバブル崩壊まで—』》。東京：佐伯コミュニケーションズ。
- 山内麻理，2023，〈ホール＝ソスキス『資本主義の多様性—比較優位
の制度的基盤』〉。《日本労働研究雜誌》753: 22-25。
- 山田盛太郎，1934，《日本資本主義分析：日本資本主義における再生
産過程把握》。東京：岩波文庫。
- 山田博文，2024，〈「資産運用立国」と格差拡大・キャピタルフライト
ト〉。《經濟》342: 90-109。
- 井上晴丸、宇佐美誠次郎，1950，《國家壟斷資本主義論：日本經濟的
現階段分析（国家独占資本主義論：日本經濟の現階段分析）》。東
京：潮流社。
- 太田達也，2021，〈明治後期から大正期にかけての株式投資成果の再
検証—日米の株式パフォーマンスの比較から—〉。《商学研究論
集》55: 281-297。
- 太田聰一，2020，〈労働市場の全体的な動向〉。《日本労働研究雜誌》
717: 1-5。
- 日本証券業協会，2022，《インターネット取引に関する調査結果
（2022年9月末）について》。[https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/
toukei/files/interan/netcyousa2022.9a.pdf](https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/files/interan/netcyousa2022.9a.pdf)，取用日期：2024年6
月30日。
- 木内登英，2022，〈金融庁の2022年度金融行政方針・2023年度税
制改正要望：NISA見直し、金融教育を国家戦略に〉。野村綜合
研究所，8月31日。<https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/>

- lst/2022/fis/kiuchi/0831_2，取用日期：2024年6月30日。
- 木内登英，2024，〈日経平均終値史上最高値更新を主導した3つの要因『物価高・金融緩和・円安』の循環に逆回転のリスクも〉。野村総合研究所「ナレッジ・インサイト」，2月22日。https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/lst/2024/fis/kiuchi/0222_2，取用日期：2024年6月30日。
- 牛窪恵，2020，〈若者たちのニューノーマル：Z世代、コロナ禍を生きる〉。東京：日経プレミアシリーズ。
- 北坂真一，2009，〈金融政策と株式収益率：インパルス反応による分析〉。《経済学論叢》61(1): 61-82。
- 北村行伸，2013，〈所得分配と世代から見た若年者雇用問題〉。頁83-112，収録於樋口美雄編，〈若年者の雇用問題を考える：就職支援・政策対応はどうあるべきか〉。東京：日本経済評論社。
- 北島忠男，1984，〈わが国における株式所有状況の推移について〉。《明大商学論叢》66(5-7): 331-357。
- 半田正樹，2019，〈グローバル資本主義の「資本主義度」を問う：市場原理の膨張，経済の金融化，グローバリゼーション〉。《季刊経済理論》56(1): 28-40。
- 田島真弓，2016，〈東亞資本主義與跨國産業合作：臺日合作對於技術策略之影響〉。《亞太研究論壇》63: 1-26。
- 田島真弓、莊致嘉，2010，〈引進技術的過程和發展結果：比較臺灣與日本液晶面板産業〉。《台灣社會學》20: 145-184。
- 仲田正機、細井浩一、岩波文孝，1997，〈企業間の人的ネットワーク：取締役兼任制の日米比較〉。東京：同文館。
- 安孫子誠男，2018，〈《資本主義の多様性》論とイノベーション・システム論（下）：〈比較制度優位〉をめぐる討論〉。《千葉大学経済研究》32(3-4): 79-117。
- 寺西重郎，2006，〈戦前日本の金融システムは銀行中心であったか〉。《金融研究》25(1): 13-40。
- 朱藹琳，2021，〈コミュニケーション摩擦場面から見た通訳者の倫理〉。神戸：神戸大学国際文化学術研究科博士論文。
- 辻美代，2019，〈21世紀型アパレル企業の取り組み：日中アパレル企業を例に〉。《關西大學經濟論集》68(4): 239-259。

- 谷口洋志，2018，〈アベノミクスの金融政策〉。《経済学論纂》58(5-6): 265-286。
- 和田安加里、金珉智，2023，〈Z世代のファッションに対する購買行動と国内のアパレル産業の関連性—教育経済的観点からに基づいた文献的考察—〉。《教育経済学研究》4: 1-11。
- 岡本彌，2011，〈「就職氷河期」における新規大卒労働市場の実証分析〉。《KIER Discussion Paper Series》1101: 1-21。
- 岩田規久男編，2000，《金融政策の論点》。東京：東洋経済新報社。
- 岩崎博充，2017，〈日本人が知らない「米国株投資」本当の儲け方：個別株やETFなど日本にいながら売買できる〉。東洋経済，9月22日。https://toyokeizai.net/articles/-/189292，取用日期：2024年6月30日。
- 後藤靖，1986，〈日本資本主義形成期の華族の財産所有状況〉。《立命館経済学》34(6): 703-742。
- 香西泰、伊藤修、有岡律子，2000，〈バブル期の金融政策とその反省〉。《金融研究》19(4): 217-260。
- 原田耀平，2020，〈Z世代若者はなぜインスタ・TikTokにハマるのか？〉。東京：光文社新書。
- 馬場直彦、西崎健司，2001，《90年代後半におけるわが国金融構造の変化に関する考察》。日本銀行金融市場局。https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/mkr/data/kmr01j11.pdf，取用日期：2024年9月30日。
- 陳宇翔，2020，〈台灣股市散戶的口頭資訊評價實作〉。《台灣社會學》39: 1-38。
- 植田宏文，2023，〈長期化した異次元金融緩和政策の経済分析〉。《同志社商学》75(3): 311-334。
- 游美恵，2000，〈内容分析、文本分析與論述分析在社會研究的運用〉。《調査研究》8: 5-42。
- 菊地浩之，2006，《役員ネットワークからみる企業相關圖》。東京：日本経済評論社。
- 瑞穂（みずほ）総合研究所，2013，〈アベノミクスで何が変わったのか〉。report130726.pdf (mizuho-rt.co.jp)，取用日期：2024年6月30日。

- 電通PR諮詢AMP，2023，〈20代の約3割が「投資をしている」
将来のために投資を始める若者多数〉。https://ampmedia.
jp/2023/08/24/mitsuisumitomocard-toushi-research/，取用日
期：2024年6月30日。
- 齊嵩齡，2015，〈譯者主體性與語言生態〉。《編譯論叢》8(2): 1-30。
- 齊藤壽彦，2016，〈日本銀行のマイナス金利政策とその影響：副作用
を中心として〉。《千葉商大論叢》54(1): 1-27。
- 鄭力軒，2017，〈自由化、資本形成與股票市場：一個經濟社會學的分
析〉。頁89-123，收錄於李宗榮、林宗弘編，《未竟的奇蹟：轉型
中台灣的經濟與社會》。臺北：中央研究院。
- 壁谷順之，2022，〈老齡年金の繰り下げと金融資産設計に関する現状
と課題〉。《長崎県立大学論集（経営学部・地域創造学部）》55(4):
221-234。
- 橘川武郎，2022，〈日本の經濟發展とイノベーション〉。《經濟研究所
年報》35: 117-153。
- 瞿宛文，2024，〈這一輪新自由主義時代的結束——兼論產業政策的角
色〉。苦勞網。https://www.coolloud.org.tw/node/98519，取用日
期：2024年10月18日。
- 藤田昌志，2016，〈日本語表現と中国語表現の相違：誤用例分析・日
中対照表現との関連で〉。《三重大学国際交流センター紀要》11:
33-44。
- Amable, Bruno, 2003, *The Diversity of Modern Capitalism*. Oxford: Oxford
University Press.
- Aney, Madhav, Sanjay Banerji, and Athanasios Lampousis, 2017,
“Financial Market Integration and Firms’ Access to Capital:
Evidence from the National Stock Exchange in India.” *Final Report*.
International Growth Centre (IGC), https://www.theigc.org/sites/
default/files/2017/04/Anney-et-al-2017-final-report-pt-2.pdf (Date
visited: Jan. 18, 2025).
- Bernstein, Shai, Rebecca Diamond, Abhisit Jiranaphawiboon, Timothy
McQuade, and Beatriz Pousada, 2022, “The Contribution of High-
Skilled Immigrant to Innovation in the United States.” *Working*
Paper, 30797. National Bureau of Economic Research.

- Boyer, Robert, 2005, "How and Why Capitalisms Differ." *MPIfG Discussion Paper 05/4*. Cologne: Max Planck Institute for the Study of Societies.
- CFA Institute Industry Research, 2023, "Gen Z and Investing: Social Media, Crypto, FOMO, and Family." https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/industry-research/Gen_Z_and_Investing.pdf (Date visited: June 30, 2024).
- CFA Institute, 2023, "New Research Shows Gen Z Are Immersing Themselves in the World of Investing." <https://www.cfainstitute.org/about/press-releases/2023/finra-cfa-institute-gen-z-research> (Date visited: June 30, 2024).
- Chohan, W. Usman and Sven Van Kerckhoven, 2023, *Activist Retail Investors and the Future of Financial Markets: Understanding YOLO Capitalism*. New York: Routledge.
- Chohan, W. Usman, 2023, "Book Launch: Activist Retail Investors and the Future of Financial Markets." *Centre for Aerospace & Security Studies*, <https://www.youtube.com/watch?v=6LGSF4uGEiA> (Date visited: June 30, 2024).
- Davis, Alicia J., 2009, "A Requiem for the Retail Investor." *Virginia Law Review* 95(4): 1105-1129.
- Deakin, Simon, 2005, "The Coming Transformation of Shareholder Value." *Corporate Governance: An International Review* 13(1): 11-18.
- Deeg, Richard, 2012, "The Limits of Liberalization? American Capitalism at the Crossroads." *Journal of European Public Policy* 19: 1249-1268.
- Dobbin, Frank and Dirk M. Zorn, 2005, "Corporate Malfeasance and the Myth of Shareholder Value." *Political Power and Social Theory* 17: 179-198.
- Ellis, Charles D. 著、劉道捷譯，2014，〈投資終極戰：耶魯操盤手告訴你，投資這樣做才穩賺〉。臺北：大牌出版。（Ellis, Charles D., 1985, *Investment Policy: How to Win the Loser's Game*. Homewood, IL: Dow Jones-Irwin.）
- Fligstein, Neil and Taek-Jin Shin, 2004, "The Shareholder Value Society: A Review in Changes in Working Conditions in the U.S., 1976-2000." Pp. 401-432 in *Social Inequality*, edited by Kathryn M. Neckerman.

- New York: Russell Sage.
- Fligstein, Neil 著、鄭力軒譯，2007，《市場的構造：21世紀資本主義社會的經濟社會學》。臺北：國立編譯館。（Fligstein, Neil, 2001, *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies*. Princeton, NJ: Princeton University Press.）
- Gerlach, Michael L., 1997, *Alliance Capitalism: The Social Organization of Japanese Business*. Berkeley: University of California Press.
- Gloukoviezoff, Georges, 2007, “From Financial Exclusion to Over Indebtedness: The Paradox of Difficulties for People on Low Incomes?” Pp. 213-244 in *New Frontiers in Banking Services: Emerging Needs and Tailored Products for Untapped Markets*, edited by Luisa Anderloni, Maria Debora Braga and Emanuele Maria Carluccio. Berlin: Springer-Verlag.
- Hall, Peter A. and David Soskice, 2001, *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. New York: Oxford University Press.
- Hughes, Alan, 2013, “Short-Termism, Impatient Capital and Finance for Manufacturing Innovation in the UK.” *Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 457*, <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2023/05/cbrwp457.pdf> (Date visited: Oct. 5, 2024).
- Ihrig, Jane and Chris Waller, 2024, “The Federal Reserve’s Responses to the Post-Covid Period of High Inflation.” *Board of Governors of the Federal Reserve System*, February 14, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3455> (Date visited: Oct. 10, 2024).
- Iwata, Masami, 2017, “Social Exclusion and Homelessness.” Pp. 140-164 in *Housing and Social Transition in Japan*, edited by Yosuke Hirayama and Richard Ronald. New York: Routledge.
- Kenton, Will, 2023, “S&P 500 Index: What It’s for and Why It’s Important in Investing.” *Investopedia*, <https://www.investopedia.com/terms/s/sp500.asp> (Date visited: June 30, 2024).
- Kochhar, Rakesh, Ana Gonzalez-Barrera, and Daniel Dockterman,

- 2009, "Through Boom and Bust: Minorities, Immigrants, and Homeownership." *Washington, DC: Pew Hispanic Center, May 12*, https://www.pewresearch.org/hispanic/wp-content/uploads/sites/5/2009/05/Pew-Hispanic-Center_Through-Boom-and-Bust-Minorities-Immigrants-Homeownership_2009-05-12.pdf (Date visited: June 30, 2024).
- Koku, Paul Sergius, 2015, "Financial Exclusion of the Poor: A Literature Review." *International Journal of Bank Marketing* 33(5): 654-668.
- Krippendorff, Klaus, 2004, *Content Analysis: An Introduction to Its Methodology*. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Langevoort, Donald C., 2008, "The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets." *Georgetown Law Faculty Working Papers, No. 80*. https://scholarship.law.georgetown.edu/fwps_papers/80 (Date visited: June 30, 2024).
- Leyshon, Andrew and Nigel Thrift, 1995, "Geographies of Financial Exclusion: Financial Abandonment in Britain and the United States." *Transactions of the Institute of British Geographers, New Series* 20(3): 312-341.
- Moran, Eamonn K., 2009, "Wall Street Meets Main Street: Understanding the Financial Crisis." *North Carolina Banking Institute* 13(1): 5-101.
- Movahed, Masoud, 2023, "Varieties of Capitalism and Income Inequality." *International Journal of Comparative Sociology* 64(6): 621-657.
- Nottage, Luke, 2001, "Japanese Corporate Governance at a Crossroads: Variation in Varieties of Capitalism?" *North Carolina Journal of International Law* 27(2): 255-299.
- Pandurugan, Vaidehi and Badriya Nasser Said Al Shammakhi, 2024, "Modelling the Theory of Planned Behavior to Evaluate the Investment Intention of Generation Z in the Speculative Market: Stocks, Forex and Cryptocurrencies." *Arab Gulf Journal of Scientific Research* 42(4): 1900-1916.
- Tabata, Mayumi, 2016, "The Collapse of Japanese Companyist Regulation and Survival of the Upstream Industry: Developing East Asian Production Linkage." *Evolutionary and Institutional Economics*

Review 13(1): 151-163.

Tropeano, Domenica, 2012, "Quantitative Easing in the United States after the Crisis: Conflicting Views." Pp. 227-242 in *Monetary Policy and Central Banking*, edited by Louis-Philippe Rochon and Salewa Yinka Olawoye. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.

Tyupa, Sergiy, 2011, "A Theoretical Framework for Back-Translation as a Quality Assessment Tool." *New Voices in Translation Studies* 7(8): 35-46.

Walby, Sylvia, 2013, "Finance versus Democracy? Theorizing Finance in Society." *Work, Employment and Society* 27(3): 489-507.

Waring, Peter, 2006, "Institutional Investors and Contemporary Corporate Governance: Prospects for Enhanced Protection of Employee Interests in Liberal Market Economies." *International Employment Relations Review* 12(1): 543-551.

Weiss, Linda, 1995, "Governed Interdependence: Rethinking the Government - Business Relationship in East Asia." *The Pacific Review* 8(4): 589-616.

Windolf, Paul, 2002, *Corporate Networks in Europe and the United States*. Oxford, UK: Oxford University Press.

Zuboff, Shoshana, 2019, *The Age of Surveillance Capitalism: The Fight for a Human Future at the New Frontier of Power*. New York: Public Affairs.