

株式市場再生の意味に関する疑問と再生策の誤り

宮 村 健一郎

- 1 はじめに
- 2 株式市場再生の意味
- 3 株式市場再生策の誤り
- 4 おわりに

1 はじめに

本稿は、現在採られている株式市場再生策の問題点をさまざまな角度から明らかにする。また、わが国に通常見られるような株式持ち合いが企業買収を困難にしている場合に、伝統的な株式時価総額決定式が修正される必要があることを示し、それに関連して株式持ち合いに関する従来見逃されて来た効果を明らかにする。

2 株式市場再生の意味

はじめに明らかにすべきことは、株価の上昇と株式売買の再活発化を指すと思われる「株式市場再生」、特に何らかの人為的介入によってなされる再生が、国民経済的観点から果たして望ましいことなのか、という点である。理論的に、自由な価格決定に対する介入や規制によってもたらされる損害は経済的非効率である。株式市場の場合で具体的に考えてみると、①敗者となった投資家の温存、②本来あるべき実勢より時価が高いことによってエクイティ・ファイナンスが困難になることにより、株式市場が企業の資金調達場として機能しにくくなること、③株式市場およびその周辺で活動する過剰生産要素（労働者や固定資本）の温存、④主要国の中では低い配当収益率を特徴としてきたわが国企業の配当政策（この是非については後述）の温存、である。

一方、株式市場の再生が社会的に望まれているのは、⑤証券会社経営危機の回避、そして⑥銀行のBIS規制クリアを容易にし、いわゆる「貸し渋り」が生じやすくなることの回避、さらにつけ加えるのであれば⑦株価が下落し

たことによる、いわゆる「逆資産効果」による景気悪化加速の回避、⑧一般企業や銀行による過去に大量に行われたエクイティ・ファイナンスがもたらした問題の回避、⑨いわゆる「ファントラ・特金」などの運用で含み損が出た中小金融機関の破綻の回避、であろう。

よって、「株式市場の再生」政策が是認されるためには、自由な市場に対する介入によってもたらされる損害である①～④よりも⑤～⑨のメリットが上回ること、さらに⑤～⑨のメリットを生じさせるためのよりよい政策手段が他に存在しないことを示す必要がある。

(1) 株式売買増加による証券会社経営安定化の問題点

この問題については、株価が上昇することによって将来的に株式売買が増加すれば、証券会社の手数料は増加するであろうから、証券会社の経営が現在の規模のままでも安定するのは明白である。しかしここで問題となるのは、もし1日あたり数億株の株式取引の水準で各投資家のポートフォリオ調整が完結しているならば、わざわざ1日あたり10億株以上の取引を発生させて、労働者を証券市場従事者として温存しておくよりも、モノづくりの産業や他のサービス産業に移動させた方が望ましいであろう、ということである。

さらに、証券ディーリングは、(利息分を除けば)長期的、またマクロ経済的観点からはゼロサムゲームであるから、極端に言えば、投資家に対し「1年に1回しか証券の売買はできない」というルールを遵守させ、それによって失業した証券関連従事者を他の産業に移動させる方が社会全体としては日本人が消費できるモノの量が多くなるであろう。キャッチボールのような毎日の証券売買によって生じたGNPは日本人の実質的豊かさ(これは金融サービス以外の財・サービスの消費量のことでありと考える)への貢献はゼロであるといっていよい。ただ、現在の公的資金などによる人為的な株価の維持のもとでは、取引が枯渇する傾向があるため、証券関連生産要素の淘汰、整理はかえって進むと思われるので、皮肉なことに、余剰資源の移転の妨害という問題は少なくなっているかもしれない。

昨今のOA化の進展や、今後のリテールまでの情報ネットワークの進展と個人投資家の世代交代が進むにつれて、金融機関との取引はパソコンを使った低コストの通信で行われることになるであろうし、金融業は他の多くの産

業の中で、通信を最も効率的に利用できる産業の1つであると考えられるので、リテール分野でのネットワークの本格的利用によってもたらされる今後の金融業における生産性の上昇に伴い、一般事務職員はかなり減少する可能性がある¹⁾。

(2) 銀行のBIS規制クリア容易化のための株価上昇政策の問題点

BISによる自己資本比率規制の計算に用いられる自己資本に株式含み益の一定割合(時価の42%)を加えることができるので、株式含み益を含めた自己資本比率が基準値(8%)ぎりぎりの銀行にとって、株価の下落は自己資本比率の8%割れを引き起こすであろう。そのような銀行が8%を回復するために貸出債権を減らす行動に出るのは自然であるから、株価の下落は貸し渋りを引き起こし、景気低迷に拍車をかける可能性がある、という話の筋は、たとえ実証的には明らかになっていないにしても、論理的に正しい²⁾。

このような状況下、劣後ローン、永久劣後債などによって各銀行は自己資本比率の上昇を図り、その結果、期限の93年3月末には最終ベースで8%の基準を達成できた。しかしながら、銀行経営基盤の強化(その他にも目的はあるが)を狙ったこの「自己資本比率規制」という装置も、それが拠って立つ自己資本が不自然な形で水増しされるのであれば当初の目的を果たすことはできない。基準を満足させるために株価の維持を図るようなことが慣行化してしまうことは、この規制を形骸化させ、将来に禍根を残すであろう。

もし、株価の変動が激しいから自己資本比率が変動し易いことが問題であるというのであれば、株価を支持するのではなく、自己資本に含まれる株式含み益として、たとえば「過去1年間の株価の平均から計算した含み益」といった方向に制度を変更する方が望ましいであろう。根本的には、現時点では無理としても、今後、このような株価を通じた景気低迷・過熱の加速を断ち切るために、段階的に株式含み益を算入しないようなルールに変更することが必要であろう。

そもそも株式含み益を含めた自己資本比率規制とは、景気に対しては、しばしば指摘されているように人工的に作られた「自動不安定化装置(ビルト・イン・アンスタビライザー)」である。なぜならば、景気低迷(過熱)が株価下落(上昇)を引き起こすと自動的に銀行が貸し渋り(貸し込み)を行い、

さらに景気を低迷（過熱）させるからである³⁾。ただ、景気低迷時に貸出を抑制させることを通じて銀行の不良債権の発生を防ぎ、銀行の経営悪化を予防するという効果は存在するだろう。結局、株式含み益を含むBIS規制は、経済の安定化を犠牲にして銀行の安定性を保つという規制であり、株式含み益を含む規制が望ましいとするならば、これによる景気的不安定化に対しては、通常の財政・金融政策を用いて景気安定化を図ればよい。

このように考えてみると、銀行にBIS規制をクリアし易くさせるために株価を上昇させようというのは当面の方策としては許されるとしても、制度自体、特に株式含み益を繰り入れるというルールを修正することが根本的な解決策であることがわかるであろう。

（3）逆資産効果を抑えることによる景気悪化防止策の問題点

株価、土地の上昇局面では、わが国の株式時価総額、土地時価総額も上昇し、人々はその上昇分の一部を「所得」とみなして消費を拡大したのであれば、下降局面では消費が下落するのは当然である。株式や土地の原則自由な売買が認められることは資本主義社会の原則であり、自由な売買が認められるためには価格が市場で決定されることが基本である。それによって社会的に問題が生じる（外部不経済が発生する）と考えられるときは政府による介入が認められるが、土地政策はともかく、株式市場に政府が介入することは、金融自由化、金融のグローバル化の潮流に逆行しているし、さらに金融機関に対して株式の売却を抑制するよう指導するといったような行政指導は、株式市場の流動性を減少させ、国際的に見ても東京市場の評判を落とすであろう。さらに、金額的にみても、時価から計算した各年における株式の含み益、含み損の総計は土地の含み益、含み損の総計よりもかなり小さいと考えられるので、負の資産効果を防止するためには株価の維持よりも地価の維持の方がより効果的である。さらに景気刺激策としては、本来、財政・金融政策が望ましいであろう。

（4）株価下落によって浮き彫りになった過去の大量エクイティ・ファイナンスの問題点

この問題は企業側（資金調達者側）の問題と投資家側（資金運用者側）の問題とに分かれるであろうが、基本的には資本主義社会における自己責任原

則のもとでは無視できる問題であろう。企業はエクイティ絡みによって結果的に非常に低コストな資金調達ができただけに収益性の極めて低いプロジェクトに投資し、ワラントの行使や転換社債への転換が進まないまま借替時期になったら当初よりも金利が高くなったことで困難に陥った。しかしながら現在の長期金利は歴史的にみても極めて低水準であり、より低金利のエクイティ絡みの資金調達を行えないといっても、企業にとってそれほど不利な状況ではない。またプロジェクトの期間と資金調達期間のミスマッチはその企業の財務戦略の誤りであり、その誤りによって生じた困難を株価の再上昇によって証券市場に救済してもらおうというのは、発行者の立場としては理解できるが、やはり経済全体としては問題である。つまり、エクイティ物の発行者にとっては、株価が高い方が（1株当たりの配当が不変であれば）低コスト資金調達が可能であるが、逆に投資家からみればこれは不利な状況である。すなわち、株価が高ければいいというような考え方は、わが国でしばしば見られる、関係者間、業者間のみ主張である。すなわち既存株主、企業、金融機関は一致して株価が高い方がよいと考えているだろう。しかしながら、これから株式に投資しようと考えている投資家や信用売りを行っている投資家にとっては、買い値が低い方が高利回りとなるのである。

次に特に大きな損失を被った投資家にはどのような者がいるかを考えて見ると、バックファイナンス付きで特金・ファントラ運用を行った一般企業、貸出額の低迷に悩んでいた中小金融機関による特金・ファントラ、そして個人などであろう。このうち、一般企業と個人投資家については、投資家を保護するために不公正な商慣行を廃することは重要であるが、手数料自由化によって「暗黙の株式のプットオプション契約」である「握り」を防ぎ、取引の透明性を図ることがもっとも重要である。仮に「絶対に儲かる」といわれて個人が買った株式やワラントで受けた損害についても、自己責任原則からみて、基本的に証券会社が救済すべきではないし、このような救済はわが国投資家への自己責任原則の浸透に悪い前例を残す。それよりも、今後の経済の一層の高度化、高齢化による金融資産蓄積の進展、ネットワークの発達を考えれば、一般法人投資家、個人投資家に対する教育や、今後の投資家となる高校生、大学生などに証券・金融取引に関する基本的教育を地道に行わない限り、この種のトラブルはいつまでも減少しないであろう。最近、わが国

の教育に消費者としての教育を導入することが必要であるといわれているが、金融取引に関する教育も含めるべきである。

株価下落による中小金融機関の苦境については、いわゆる「金融秩序の維持」という点でしばしば別扱いされる。もし、「金融秩序の維持」のために支援を行うというのであれば、できうるならば、株価を支えることよりも直接的な支援策を講じる方が透明性が高いであろう。この場合は問題のある経営者を淘汰することができる。株価の買い支えによる間接的な支援策は、投資失敗の責任を不明確にし、かつ問題のある経営者を温存することになる。よって、公器である金融秩序を維持するために財政による直接的支援を行い、同時に、経営責任等を明確化すべきである。中堅規模以上の銀行を支えるためには預金保険機構などによる支援には限界があるが、だからといって、国内の問題のために国際化された株式市場に介入するといったようなことは、長い目でみれば日本市場に対する海外投資家の信頼を損なってしまうという点で、やはり問題があろう。

以上の観点から、株式市場の再活性化が当面セカンド・ベストであるとするならば、その理由として①証券会社の業績が急激に悪化することは短期的に失業、金融制度の混乱をもたらすため、当面支える必要があるが、公的な補助金を投入するわけにもいかないため、株式市場の活性化で代用する、②BIS規制のルール自体は当面変更不能であるため、銀行経営を安定化させるためのBIS規制が持つ経済の不安定化効果に対しては株価刺激によって対応する、③逆資産効果に対して財政拡大などの政策をとれないため、金融緩和、株価刺激によって代用する、④企業の過去のファイナンスの借替や企業や個人、中小金融機関の損失についてのソフトランディングを目指す、⑤金融機関の倒産などによって当局の対金融機関監督政策等の失敗が明確になった場合の政治的、行政的混乱、責任問題を回避する、などがあげられる。しかしながら、これらの全ての項目について別の本質的な改善策が必要であることは今述べてきた通りである。

3 株式市場再生策の誤り

次に百歩譲って株式市場再活性化が必要であるとして、そのための方策を考えてみよう。

本稿では(1)株式持ち合い制度と株価の関連、(2)個人投資家の拡大策の問題点、について言及する。

(1) 株式持ち合い制度の株価に及ぼす効果

本節では、株式持ち合いなどによって安定株主のシェアがほとんどの企業で50%超のため企業買収がほぼ不可能なわが国においては、「企業の時価総額は企業価値に等しい」というような伝統的な恒等式が成立しないことを示す。

一般に、ある企業について、その企業が買収可能（安定株主によって所有される株式が全発行済株式の50%未満）であれば、時価総額と企業価値に格差があった場合は直ちにTOBなどにより買収され、ときには分割されたり清算されたりするであろうから、時価総額と企業価値はほぼ等しくなるであろう。すなわち次式が成立する。

$$\text{発行済株式の時価総額} = (\text{株価} \times \text{発行済株式数}) = \text{企業価値} \quad (1)$$

次に、企業価値は、無限将来までの税引き後利益の現在価値の合計、または現在の資産（現金預金や不動産）の総価値のうちのどちらか大きい方である。

企業価値

$$\begin{aligned} &= \text{今年の税引き後利益} + (1/(1+r)) \times \text{来年の税引き後予想利益} \\ &\quad + (1/(1+r)^2) \times \text{再来年の税引き後予想利益} + \dots \end{aligned} \quad (2a)$$

または、

$$= \text{現在の現金預金や不動産等資産の総時価評価額} - \text{負債} \quad (2b)$$

(r : 各時点までの長期金利)

その結果、(2a)においては、株価に影響するものは将来の企業の予想利益と長期金利のみであり、(2b)においては将来変数は企業価値に全く影響を与えず、企業の配当性向の大小はその企業の株価に影響しないことがわかる。すなわち、配当性向が低くても内部留保として企業内に残った資金の所有権は株主にあるからである。いわゆるPER（株価収益率）や、PBR（株価純資産倍率）、Qレシオはこのような基準から株価を評価する方法として使用される。企業が買収可能であれば、仮にこのような算式で計算された企業価値よりも株式時価総額が小さくなれば、自然と買収（含み益を狙う場合は買収後に清算・売却を伴う）が行われるであろうから、株式時価総額が企業価値とほぼ一致する点で株価が決定されるであろう。

ところが、絶対に安定的な株主の保有する株式のシェアが50%を超えると、上で示した伝統的な株価決定式、すなわちファンダメンタルズ・アプローチ⁴⁾は成立しない。これは(2a)または(2b)が成立していても(1)が成立しなくなるからである。すなわち、安定株主の存在のために買収によって利益を得ることがもはや不可能であれば、投資家の株式選択基準は実際に支払われる無限将来までの配当と長期金利のみに依存するであろうからである。同時に、配当に回らなかった企業の内部留保に対する所有権は、事実上投資家から企業経営者および労働者に移転してしまっている。わが国企業の実態は大体においてこのような状況であろう。今、不確実性の問題は捨象すると、上記の内容は次式で表すことができる。

発行済株式の時価総額

$$\begin{aligned}
 &= \text{今年分の配当総額} + (1/(1+r)) \times \text{来年の時価総額} \\
 &= \text{今年分の配当総額} + (1/(1+r)) \times \text{来年分の配当総額} \\
 &\quad + (1/(1+r)^2) \times \text{再来年の配当総額} + \dots \\
 &\quad + (1/(1+r)^n) \times n \text{年後の配当総額} + \dots
 \end{aligned} \tag{3}$$

その結果、株価は無限将来までの企業の配当と長期金利 r のみに影響されることになる。すなわち、絶対に安定的な株主が保有する株式のシェアが50%を超える企業については、「時価総額＝企業価値」という長期的な均衡条件が通用しないのである。これは、「企業価値≠無限将来までの配当の現在価値」が成立するためである。

一般的な場合、現在安定株主が保有する株式のシェアが50%以上の企業であっても、最近しばしば見られる株式持ち合いの解消のケースのように、必ずしも無限将来まで安定株主による保有が50%以上を維持できるかは不確定である。よって、現時点において、安定株主によって50%以上株式が保有されている企業の時価総額 V は、投資家が考える安定株主のシェアが将来50%を割り込む確率 α をウェイトとする、(2)と(3)の加重平均であろう。(2)と(3)による時価総額をそれぞれ V_1 、 V_2 とすれば、

$$V_1 \geq V_2$$

であり、次式が成立する。

$$V = \alpha V_1 + (1 - \alpha) V_2 \tag{4}$$

この式において、持ち合い構造が壊れることに関する投資家の主観的確率

α は、安定株主比率に関する減小関数、企業価値一時価総額（すなわち $V_1 - V_2$ ）に関する増加関数である。なぜならば、現在の安定株主比率が高ければ高いほど、企業グループの突然の再編などによる持ち合い構造の変化などによって安定株主のシェアが50%を割り込む可能性は低くなるであろう。また、実際の企業価値と、低位に抑えられている配当に起因する時価総額との間の格差が大きければ大きいほど、TOBなどによって得られる利益が大きくなるため、安定株主に対する株式買収の誘い等が生じる可能性が高くなるであろう。実際の株価は市場においてさらに V から乖離するかもしれない。このように考えて見ると、安定株主比率が50%超のとき、 V がファンダメンタルズ価格で、伝統的な「ファンダメンタルズ価格」は、「ファンダメンタルズ価格のファンダメンタルズ価格」という関係になる。

今まで見て来たことから、株式持ち合いが進んでいる状況では、株式保有の収益である税引き後の配当が高くないと、株式を保有する魅力がない。よって、 $\text{配当} = \text{税引後利益} \times \text{配当性向}$ 、が時価に対して長期的に低い水準で安定しているわが国においては、現時点では不況のために配当性向は高くなっているにしても、株式保有の魅力はそれほどないといわざるを得ない。企業価値が時価総額よりも十分に大きいにもかかわらず時価が上昇しない企業が時価を長期的に上昇させるためには、①安定株主比率を下げ、買収の可能性を生じさせること、または②配当を高くすること（または配当性向を高めること）である。また、持ち合い構造が持続する中で、市場原理を歪ませずに政府が株価維持のために行えることは、③配当の非課税化または税率の引き下げ、または法人税との二重課税の回避であろうが、これはあまり現実味はない。

（2）個人投資家拡大策の問題点

以下の議論では安定株主の問題は捨象し、わが国企業には安定株主がおらず、常に買収可能であるとしよう。その結果、ファンダメンタルズアプローチが成立し、時価総額が企業価値（すなわち無限将来までの予想税引後企業利益の現在価値の合計）に一致する。このような場合、多様な情報源、価値判断を持つ多くの投資家、特に個人投資家が増加すれば、一見したところ、株価はいままでより適切な価格に決まりそうに思える。すなわち企業の将来収益に関する合理的期待値から計算されるような株価が形成され、ある意味で

は現在よりも安定するというような楽観的な議論が頭をよぎるかもしれない。

しかしながら、大部分の個人は、金融経済知識に疎く（例えば、株式保有者のいったい何％が「ワラント」の内容を正確に知っているだろうか）、保有株式発行会社の経営分析や経済予測を多少とも独自にできる人はまれであろうから、予想値上がり益に対する情報は証券会社や雑誌などから得ざるを得ない。そして、同じ情報源に基づいて行動する人々は、みかけ上、あたかも1つのグループのように一体化して行動することになる。その結果、株式市場への参加者の数がいくら多くても実質的にはごく少数の大口の投資家グループしかないという状況になってしまうであろう。これは、現在のように個人の代理人としての機関投資家が株式市場の主要な参加者となっている状況と、実質的にはほとんど変わらない。

実質の意味での市場参加者が少ない株式市場では株価の変動は大きく、不安定であろう。もし、個人投資家のシェアが高い株式市場が安定的であることが実証されたならば、その理由は1人1人の個人投資家が非常に優秀で独立に行動しているというよりも、単に証券会社などからの情報に対する反応が遅いだけ、ということかもしれない。個人投資家拡充策の意味が、個人投資家の情報に対する反応が遅いという特性を生かして株式市場を安定化する、といったものであれば、個人を犠牲にした株式市場安定政策の遂行といえなくもない。

ただ、最近では証券不詳事前とは異なって、証券アナリストが独自の見解を示すケースがしばしばみられる。個人投資家の増加問題とは関係ないが、独自の分析結果が多く示される傾向がでてきたことは、株価安定、適切な株価決定には歓迎される。

次に、個人株主の増加策を、個人の金融資産ポートフォリオの中に占める株式のシェアを高めようという政策であるとするならば、その具体的な意味は、年金や株式投資信託が保有する株式を一定とすれば、持ち合いや証券投資などの目的で一般企業、金融機関が保有する株式を移転させるか、もし移転させないのであれば株価を上昇させるか、または増資の際の受け皿に個人を使うという政策であると考えられるが、まず株式の保有が個人投資家に魅力的になることが肝要である。

持ち合いを解消することができないのであれば、個人投資家に株式を保有

させるためには、既に述べたことも含まれるが、配当を大きくし、株式保有の魅力を高めること、さらに、投資家、またはその予備軍である高校生や大学生に対する教育を行って投資家の資質を高め、独自の判断、情報網によって独立した投資態度を持たせ、長期的に個人が保有する株式のシェアを安定化させることである。

4 おわりに

はじめにみたように、株式市場再生自体、金融市場の必要以上の拡大が国民経済的にはマイナスであることから、株式市場再生の必要性は本質的に疑問があることがわかる。必要があるとするならば、経済のソフトランディングのために、または金融機関の倒産に対する備えが不十分であるために、当面に限って株価を支持することはそれなりの意味があるが、後者の理由であれば、金融機関経営者とともに監督当局も政策の失敗に関する責任が問われる。

株価を上昇させ、市場の売買を拡大するための方策としては、現在の安定株主制度を今後も維持することを前提とするならば、配当（または配当性向）の引き上げは絶対不可欠である。

また、このような株価の維持は、株価を発行している企業のためであるというよりも、基本的には第三者である金融機関、証券会社のために行われているという点で、金融機関、証券会社のために公器であるはずの金融市場への歪んだ介入となっているように思える。もちろん、この点については、金融機関の安定なくして金融市場の公共性が有り得ないという反論があろうが、庶民感情としては、自分の預かり知らぬところでの公的資金の導入や、株価や地価の人為的な支持という間接的な支援を受けた金融機関や証券会社の責任者に対するペナルティもほとんどないことにも見られるように、やはり金融機関、証券会社の側に偏った政策であるように感じられるだろう。さらにもし一般上場企業がこのような政策から利益を得られるとしたら、個人投資家、機関投資家などの資金運用者または一般納税者の利益を損なっている政策であるかもしれない。

最後に、さまざまな点から、わが国の金融・資本市場全体、特にオープン市場が発達する上で重要なことは、投資家およびその予備軍に対する教育であろう。

注)

- 1) 投資家にとっての株取引のコストは委託売買手数料と税金から構成され、このうち委託売買手数料はリテールまでのネットワーク化の進展に伴い引き下げの余地が生じるが、税金面が固定されていれば、株取引コストに占める税金部分が相対的に拡大し、委託手数料が引き下げられても取引需要は伸びないであろう。すなわち証券取引需要の委託手数料弾力性は税制のために小さくなるだろう。その結果、税制面の改善がなされないと、ネットワーク化のメリットが発生しなくなり、その結果ネットワーク化も進展しない可能性がある。リテールまでのネットワーク化により税の捕捉率や徴税コストは大きく改善されるであろうから、有価証券取引税の軽減と、キャピタルゲイン課税の適正化（すなわちキャピタルロスが生じた場合の払い戻しを行うこと）などの改善が将来求められることになるだろう。
- 2) [1]は、全国銀行貸出残高が90年以降伸び悩んでいるのはBIS規制に伴うクレジットクランチであると主張している。これに対して[2]は、データ上でそのように見えるのは、資金需要自体の低迷であって、第一次石油危機以降から92年までの金融機関の貸出態度の長期的水準から比較すれば貸出態度は91年以降も決して低くはないとしている。しかしながら、彼が示した図においても、比較時点を80年以降で考えれば、90年以降の貸出態度は相対的に厳しいというようにも見ることができ、クレジットクランチは総じて生じていないという彼の結論はやや問題がある。
- 3) これに対する政策の対応は[3]に示されている。すなわち、BIS規制が貸出の制約になっているという議論が生じたために、92年4月に、大蔵省は「金融行政の当面の指針」を示したが、その中には、株式の売却による銀行の「安易な益出しの抑制」といったような、株式市場に対する数量規制も含まれていた。その理由は銀行の体力消耗の防止と「益出し—株価下落—益出しの悪循環に陥るおそれがある」となっていた。
すなわち、この「益出しの抑制」は、銀行の売りを減少させ、株価が下落することを防止することによって銀行自身の含み益も維持するという、株価維持介入である。
- 4) [4]、[5]参照。[5]では、配当性向の低さに関して、いくつかの説明がなされている。

参考文献

- [1] 宮崎義一『複合不況』pp.228—229 中央公論社 1992
- [2] 野口悠紀雄『バブルの経済学』pp.216—223 日本経済新聞社 1992
- [3] 大蔵省『大蔵省銀行局年報平成5年版』pp.27—36
- [4] 丸淳子『証券市場』p.54、p.122 新世社 1990
- [5] 岩田一政『現代金融論』pp.225—231 日本評論社 1992

(1994年10月31日受理)