

[書 評]

白川方明著『現代の金融政策——理論と実際』

日本経済新聞出版社, vi+445頁, 2008年

金融政策は、経済理論と現実の経済・社会・制度が関わり合いながら進化・発展を遂げてきた経済学の一分野であるが、とりわけ近年その進展は際立っている。1990年代以降、各国の中央銀行は相次いで制度改革を実施し、物価安定を主たる目標として政府から独立性を付与された。それとともに、中央銀行は自らの政策運営を国民に説明する責務（アカウントビリティ）を負うこととなる。いまや政策決定の過程は社会に広く公表され、中央銀行総裁の講演や記者会見は国民に瞬時に伝わる。かつての高インフレは影を潜め、物価の安定は各国で定着した。そういった良好なパフォーマンスを背景に「ニューケインジアン・モデル」や「最適金融政策」など金融政策の理論分析も飛躍的な進歩を遂げた。

理論・現実双方の世界的な進展の一方で、日本はバブル崩壊後の長期停滞・デフレーションに苦しみ、金融政策をめぐる激論が続いたことは記憶に新しい。異例のゼロ金利・量的緩和政策が導入され、2006年にようやく解除されたのも束の間、今度は欧米で住宅バブルが崩壊し、世界金融危機が勃発する。物価安定と景気拡大を謳歌してきた先進国経済は、いまや日本がたどったゼロ金利・量的緩和の道を歩もうとしている。独立性と透明性を高め、物価安定も実現し、理論的にも著しい進展を遂げた世界の金融政策運営の何が誤りだったのか。自問自答の模索は続く。

本書は、現日本銀行総裁・白川方明氏の手による金融政策・中央銀行政策に関する包括的なテキストである。白川氏は、本書刊行直後の2008年4月、日銀総裁に就任された。刊行からすでに2年が経過しているが、世界金融危機を経た現在、本書の重要性は、これまでも増して高まっている。現実の金融

政策運営は、マネーサプライや政策金利の決定といった教科書的な側面にとどまらず、金融システム、決済システム、国際通貨制度など幅広い周辺テーマと密接に関わっている。そして、それらがまさに金融危機後の世界の主要な政策課題なのである。

本書は、全6部構成である。第I部から第V部までが、関連テーマを含めて金融政策を包括的に理解する基礎編と位置づけられ、金融政策の目的（第I部）、金融政策の決定主体（第II部）、金利調節の実際（第III部）、政策判断と運営に関わる課題（第IV部）、金融・為替市場、財政などの制度（第V部）といった構成で体系的に解説される。金融政策を実際に運営する立場から、金融調節の仕組み、決済システムとの関係、政策委員会の意思決定方式、市場とのコミュニケーション、経済統計に関する技術的論点など、中央銀行が現実直面する数多くの課題が網羅される。そして最後の第VI部は、ゼロ金利・量的緩和政策、デフレの危険性、資産価格と金融政策など、日本が過去20年に経験してきた、そして世界が経験しつつある現代の具体的課題を取り扱う応用編である。全体を通じて、学界で議論・提示されてきた理論研究・実証研究の成果と実際の政策運営との関係について多くの紙幅が割かれ、また海外中央銀行の運営や諸制度との対比にも注意が注がれている。

無論、決着していない論争も数多い。量的緩和政策の評価、ゼロ金利コミットメント・時間軸政策の効果、金融政策と金融システムの相互関係など、いずれもアカデミックな研究面、現実の制度設計の両面において、現在進行中の重要なテーマである。それらの課題に取り組み、理解を一步でも前進させることは、中央銀行と学界双方の責務である。

実際、先進各国でゼロ金利・量的緩和政策が相次

いで導入され、また将来の金融政策の方向性を事前にアナウンスするというスタイルも随所に採用されるようになった。後者は、日本のゼロ金利政策以降に見られる新しい現象である。将来の方向性を明確にすることによって、人々のインフレ予想が安定化し、透明性が高まるというプラス面が期待される一方で、たとえば金融緩和予想が固定化することで、マーケットのリスクテイク行動を助長するといった問題も指摘される。過剰なリスクテイク行動の結果発生する金融システムの機能不全やバランスシート問題をどう分析に取り込むべきかについても、とりわけ危機を経験した先進国経済にとって、喫緊の課題である。

世界は不確実性にあふれている。現実の経済のメカニズムを完全に描写することも、また現実の政策

効果を正確に把握することも、残念ながら、まだその途上にある。だからこそ各国の中央銀行は、最新の経済理論や実証分析の成果を吸収し、より良い政策運営を目指して、学習を続けている。通貨への信認は、国民生活や経済活動にとって極めて重要なインフラであり、それは経済の持続的成長に欠かせない要件である。一方で、デフレやゼロ金利の状況では、通貨の信認を犠牲にせよ、インフレを起こせといった通常とはまったく正反対の主張が聞かれる。その狭間の中で、政策現場が抱える課題は数多い。まさにその現場の視点から執筆された本書の刊行は、金融政策・中央銀行政策の理解をより広く浸透させるとともに、困難な時代の政策論争をより建設的に進めていくための、大変重要な一歩である（2010年1月29日脱稿）。

(神戸大学 宮尾龍蔵)

筒井義郎・平山健二郎著『日本の株価——投資家行動と国際連関』

東洋経済新報社, xxi+382頁, 2009年

本書の目的は、情報効率性と国際連関の2つの視点から、日本の株式市場の価格形成を行動経済学アプローチによって実証分析することにある。「日本の株式市場の混乱と20年にわたる長期停滞ぶりを、投資家を含めた経済主体が超合理的個人であると前提し、株式市場は効率的であるとみなすことによって、本当に理解できるのであろうか」、この疑問に答えるというのが、本書の基本スタンスである。実証結果に基づく結論を先取りすれば、投資家の心理的バイアスが株価にアノマリーな動きを引き起こし、株式市場は伝統的理論が想定するほど効率的ではないし、株価変動の国際連関も経済のファンダメンタルズではなく投資家の心理的影響に起因する。つまり、理論では想定されていない投資家行動の歪みが、現実の市場の動きを左右している。

評者自身、多くの研究者が超合理的個人を想定した「効率的市場仮説」を暗黙の前提として証券市場の議論を展開したり、証券市場の関係者がこの仮説を都合よく使っていることに、かねがね強い疑問を持っていた。効率的市場仮説とは、株価は利用可能な情報あるいは与えられた情報セットを迅速かつ適

切に反映するという、「情報効率性」に限定するものと狭く理解すべきである。情報効率性は、資金配分の効率性の必要条件であっても十分条件ではない。超合理的個人を前提にすれば、情報効率性と資源配分の効率性の齟齬がもたらす問題を見逃してしまう。

一定期間の株価にアノマリーが認められずランダムに変化するとしても、現実の世界では日々投入される新たな情報セットが常に適切かつ十分である保証はない。さらに、そのときどきにエキゾティックな行動をもたらす心理的要因が働く可能性があるし、合理的な個人であっても判断の視野には限界があるだろう。技術革新の進展は新情報への反応速度という情報効率性の追求を加速し、投資家の視野は短期化して、短期的には合理的反応であっても適正なリスク・プレミアムの形成を歪める行動をとる可能性は高まるだろう。情報の非対称性や不完全性を特徴とする市場では、意思決定に心理的要因が働きやすく、認識の誤りが生じやすい。超合理的個人の不在、これこそ、証券市場に内在する本質的な問題なのではなかろうか。

本書は、研究者のみならず実務家が、明確にあるいは漠然と抱いていた効率的市場仮説に対する疑問に正面から取り組み、ブラック・マンデーと日本のバブル期を含む1980-90年代を対象に、日次データやティック・データを用いて徹底した検証を試みている。日本の株式市場は一定の情報効率性を持っているが、投資家の非合理的予測や情動が株価形成に大きな影響を与えており、長期低迷やバブルといった株式市場の特異で病的な現象を理解するうえで心理学的要因の解明が不可欠であるとの結論は、丁寧な実証に裏付けられているだけに説得力がある。

本書の概要について紹介しておこう。本書は、4部構成となっている。

第1部では、日本市場の株価の動きに、伝統的ファイナンス理論の想定とは異なるアノマリーがあるかどうかを検証している。第1章では、弱度、準強度、強度の3つの効率的市場仮説を説明し、1983年から1996年の日次パネル・データを用いて為替レートに関する株価の反応を分析している。為替レートは企業行動に影響を与える重要な情報であり、株価への連関が強いと考えられる。企業の輸出依存度と外貨建て資産の効果を控除する検証モデルを用いて株価への情報効果を推計し、1987年のブラック・マンデー以降、日本の株式市場では準強度の情報効率性が改善されたという興味深い結果を得ている。第2章では、1986年から96年の終値と始値のデータを用いて、取引が行われない夜間に株価が上昇するアノマリーを検出し、短期の株価変動についてランダム・ウォーク仮説が支持されないという結果を得ている。第3章では、1分単位のティック・データを用いてTOPIXの変化率に5分ごとの自己相関を検出し、証券取引所の特別気配値の自動更新制度と証券会社の株価上昇期待というマーケット・マイクロストラクチャーに起因するアノマリーと解釈する。

つまり、為替レートという企業にとって重要な情報に対して投資家はある程度合理的に反応するが、日々の取引にはアノマリーが存在し、制度を利用した市場仲介者の行動が市場効率を引き下げているということである。こうしたアノマリーやノイズの存在は、取引コストや制度を考慮すれば投資家の非合理的行動に起因するとはいえない、すなわち、効率的市場仮説と矛盾しないというのが筆者の解釈である。

第2部の主題は、投資家行動と株価形成の関連である。第4章と第5章では、1989年から半年ごとに行っている機関投資家向けアンケート調査をもとに、1990年代の日米投資家行動に大きな違いを見出している。日本の投資家は自国のみならず米国の株価に対しても一貫して楽観的であり、投機性の高い行動をとりがちである。これは、願望を追い続ける、群れ行動をとりやすいなど、気質の特性によるところが大きいという問題を指摘しており、わが国投資家行動について重要な分析視点を提供している。

第3部は、1974-1995年の日次データを用いて、株価の国際連関の実態について明らかにする。第6章では、日独英米の間で1987年のブラック・マンデー以降、株価の国際連関が強まったという実証結果を得ており、第7章では4カ国の取引時間のラグを考慮してVARモデルに直前の市場の終値を入れる修正を行って再定式化して分析し、1980年代の自由化の影響を受けて株価の国際連関が強まったとの推測を裏付ける結果を得ている。第8章では、大きな株価変動自体がニューズ価値があるという仮説を、株価変動の他国への波及効果の閾値を推計するという方法で検証し、一定以上の大きな変動が国際連関を引き起こすこと、また、上昇より下落の波及効果が大きいという結果を得ている。これは、行動ファイナンスが目指す「損失回避」という性向と整合し、投資家心理が影響している可能性をうかがわせる。

第4部では、国際的な株価連動の要因を分析する。第9章では、日米英3カ国の株価について共通ショックと国別ショックを分けて、共通ショックが株価の国際連関を起こしている原因であるとする。第10章では、各国の株価の変化に応じた国際投資家のポートフォリオ調整が株価の連動性を引き起こす要因であるという仮説を、日米英の3カ国について現地通貨建てと自国通貨建ての2つのモデルで定式化し検証したが、有意な結果は得られていない。そこで第11章では、日米それぞれについて、他方の国の株価の変化の影響をイベント・スタディーの手法を用いて検証し、大きな変動が情報として投資家行動に影響しているという結果を得ている。第12章ではアンケート調査の結果を用いて、ブラック・マンデーの際の日本の投資家の反応の大きさに国際連関の心理的要因を見出している。

以上、筆者は一貫して、伝統的理論の想定とは異なる市場参加者の行動が価格形成に歪みをもたらしていることを明らかにしようとしており、徹底した実証主義の姿勢は感嘆すべきものである。計量分析とアンケート調査による質的分析を組み合わせる論旨を展開しているのも目新しい試みである。全体と

して見れば、株価形成の歪みに関する前半の分析と株価の国際連関に関する後半の分析とは視点が異なるため、株価変動に対する心理的要因の影響という側面で結びつけているものの、やや違和感を感じる。しかし、本書の価値を損なうものではない。

(早稲田大学 首藤 恵)

花崎正晴著『企業金融とコーポレート・ガバナンス——情報と制度からのアプローチ』

東京大学出版会, vii+305頁, 2008年

コーポレート・ガバナンスは企業の成長や安定性に影響を及ぼし、ひいては一国経済のパフォーマンスにも影響する、経済システムにおける重要な要素である。このため、多くの研究者、実務家、政策立案者の関心を集めてきた。こうしたなか、本書は、企業金融とコーポレート・ガバナンスに関する基本的な理論に基づき、まずデータに基づく事実を提示したうえで、著者オリジナルの分析を付加したものであり、この分野に関心を持つ者にとっての必読の書となっている。

一般に、コーポレート・ガバナンスの企業パフォーマンスへの影響を分析しようとする研究者は、いくつかの困難に直面している。

第1に、客観的な評価が意外に困難である。マクロ経済が成長し、金融システムも安定しているときは、その国で支配的なコーポレート・ガバナンスに対して好意的な評価が与えられやすく、逆にマクロ経済が停滞したり、金融システムが不安定になると、その国で支配的なコーポレート・ガバナンスは批判の対象になりやすい。高度成長期の日本のメインバンク制度が1990年代初めにもはやされ、その後、銀行危機の深刻化に伴って「追い貸し」の温床として非難の対象になったことは、記憶に新しい。東アジア諸国の家族支配についても、一時は称賛の対象にさえなっていたのが、アジア危機を機に *crony capitalism* として、アジア危機の一因になったと非難された。先に述べたように、コーポレート・ガバナンスは一国経済パフォーマンスに影響を与えるため、こうしたバイアスも理由なきものではないが、実際には、ある経済環境の下で良好な成果を示したガバナンスが、経済環境の変化に伴い、劣悪な

成果をもたらすと考えるのが自然である。しかし、経済環境とガバナンス構造の組合せがランダムに生じないかぎり（それは非現実的である）、両者の関係を明確に示すことは容易ではない。

第2に、世界的に普遍的な知識として共有される分析結果を得ることが難しい。一国内で支配的なガバナンス構造はさまざまな規制・法制度の下で歴史的に発展したものであり、各国固有の特徴を持つ。したがって、たとえば日本におけるメインバンク制の功罪を明らかにしても、それだけで、日本以外の国の人々が関心を持つことは稀である。どのような規制・法制度の下でメインバンク制が有効になったり害悪をもたらしたりするのかを明らかにしてこそ、世界共通の知識となりうるが、制度とガバナンスが密接に結びついている以上、これも容易ではない。「資金提供者のリターンを確保する仕組みを整えることが有益である」という命題は極めて普遍的であるが、よりよいガバナンスを通じて企業と経済のパフォーマンスを向上させるための指針としては具体性に欠ける。

こうした困難を克服するためには、関連する規制・法制度を丹念に洗い出し、企業の資金調達構造やパフォーマンスの時系列的变化や国際比較を通じて事実を整理することが極めて重要である。本書は、まさにこうしたファクト・ファインディングのアプローチに基づいた分析を行い、さらにそこから因果関係を含むオリジナルな分析にまで発展させている労作である。上記の困難さに鑑みれば、ファクト・ファインディングだけでも本書には十分な価値があるが、以下では、オリジナルな分析のいくつかをピックアップして紹介したい。

まず、メインバンクの企業金融あるいはコーポレート・ガバナンスとしての役割が評価されている。特に、日英仏の企業データを用いた設備投資関数の推計結果に基づき、日本の系列ないしメインバンクが企業の資金制約を緩和してきたという役割は、必ずしも有効性が高いものとはいえないと結論づけている。

次に、銀行業のガバナンス問題を取り上げ、銀行の株式所有構造とパフォーマンスとの関係を分析している。この結果、上位3株主がすべて金融業（保険会社あるいは銀行）によって占められている銀行（「エントレンチメント銀行」）は、ROAやROEで測った収益性が低いことなどを見出し、外部からの規律づけが有効に機能しなかったこと（ガバナンスの空白）が金融危機を発生させ、深刻化させたことと結論づけている。

また、東アジア企業のガバナンス構造とアジア危機との関連についても分析を行い、重層的な支配構造を通じた実質的な議決権（voting rights）の集中度が高いほど、また、議決権と収益受取権（cash-flow rights）の乖離が大きいほど、アジア危機に際して収益率の悪化の程度が大きいことなどを見出し、東アジアの家族支配型企業の負の側面を明らかにしている。

日本企業のガバナンス構造とパフォーマンスとの関係については、さまざまなガバナンス指標と労働生産性変化率との相関を分析し、株主による規律づけは、大口株主に一定の役割が観察されるものの、個別主体別にはロバストな結果が得られておらず、また、メインバンクのモニタリング効果についても、肯定的な結果は得られなかったが、製造業部門では市場競争の要因が有効な規律づけを与えていると結論づけている。他方、非製造業部門では、市場競争の規律が有効に機能していなかったことも明らかにしている。

こうした分析結果を踏まえ、今後のコーポレート・ガバナンスのあり方として、企業行動に社会性や公共性を求めるガバナンスのメカニズムである「ソーシャル・オーバーヘッド・ガバナンス」の覆いの下で、伝統的なコーポレート・ガバナンスやステイクホルダー型のガバナンスなどによって規定される多層構造をとるものと予想している。

このように、本書が取り扱うトピックスは多岐に

わたり、さまざまな分析結果が報告されている。分析手法や解釈もおおむね妥当だが、2点ほど留意すべき点があるように思われる。

1つは、企業の資金調達とパフォーマンスの同時決定の問題に十分に留意する必要がある。企業は、それぞれの特徴（収益性、成長性、リスク、規模など）に応じて、資金調達構造（内部資金と外部資金の比率、外部資金のうち負債と株式の比率、負債のうち銀行借入と社債の比率、銀行借入のうちメインバンク借入対その他銀行借入の比率等）を決めている。そして、各資金提供者は自らの利益の向上と確保を図るため、企業にどのように介入するか（あるいは介入しないか）を決めており、これら資金提供者の介入によって、企業のパフォーマンスが影響される。当然、企業は資金提供者からの介入を予想して資金調達構造を決めるので、資金調達構造と企業パフォーマンスは、理論的には同時決定である。もちろん、実際の両者の間には時間のずれがあるが、将来の介入を予想して資金調達を決めていけば、やはり同時決定の問題は考慮する必要がある。また、資金調達構造のなかでも、たとえば外国人持ち株比率や個人持ち株比率などの株主構成は、公開企業にとってはコンロール不可能であるが、この場合にも同時性の問題が生じている。たとえば、外国人持ち株比率と企業の収益性との間に正の相関が見出されたとしても、外国人が収益性の高い企業に投資しているのか、外国人による経営介入によって収益が向上したのか、峻別が困難である。同時性バイアスの問題に関しては、著者自身も十分に認識しており、解釈にあたっては、そうした留保条件もつけられているが、推計の段階で、もう少し工夫する余地があったかもしれない。

もう1つは、企業パフォーマンスをどう測定すべきかという問題に関するものである。ROAやROEなどの収益性の指標や労働生産性などの効率性の指標が用いられているが、2つの点で留意が必要である。まず、会計指標を用いる場合、測定誤差を伴う。特に金融業におけるパフォーマンスとして会計指標を用いて測定する場合は、資産評価に時価会計が徹底していない限り、測定誤差の問題は深刻である。次に、収益や生産性などの1次のモーメントだけでコーポレート・ガバナンスの影響を見るのは、十分ではない。なぜなら各資金提供者はそれぞれのペイ

オフに応じた好みのリスクとリターンのプロファイルを持っているので、リターン（1次のモーメント）を見るだけでなく、リスク（2次のモーメント）も見る必要がある。

もっとも、これらの問題点は、本書に特有のものではなく、コーポレート・ガバナンスの研究分野においてはほぼ共通に見られるものであり、この分野の多くの研究者を悩ませている問題である。通説に流されることなく、地道なファクト・ファインディングとオリジナルな分析によって、日本と東アジアのコーポレート・ガバナンスを包括的に扱った本書は、極めて学術的価値の高いものだといえる。

最後に、著者が今後多様化するガバナンスの1つとして展望する、従業員、取引先、地域コミュニティなどの多様なステイクホルダーの利害を考慮したガバナンスについて、疑問を呈したい。そもそも、

伝統的に株主によるガバナンスが強調されてきたのは、株主が残余請求権者であることによる。最も企業利益に敏感な残余請求権者は企業をコントロールするインセンティブが強いので、彼らにコントロール権を与えることで、企業価値を最大化できるというのが伝統的な考え方であった。株主に加えて従業員によるガバナンスが機能するのも、従業員がボーナスなどを通じて実質的な残余請求権者になる場合である。しかし、地域コミュニティなどのステイクホルダーが企業活動に一定の利害を持つとしても、それは必ずしも残余請求権ではないのではないか。この点については、今後、日本企業のガバナンスの変貌ぶりが徐々に明らかになった段階で、再び著者による分析を期待したい。

(学習院大学 細野 薫)

高屋定美著『EU 通貨統合とマクロ経済政策』

ミネルヴァ書房, xii+205頁, 2009年

高屋定美著『ユーロと国際金融の経済分析』

関西大学出版部, viii+179頁, 2009年

1999年にEU11カ国において単一の共通通貨ユーロが導入されて、本書の出版された2009年で10年を迎えた。この10年の間に、ユーロは、前半においてその価値を減価させたものの、後半においては2008年夏までには増価させてきた。一方、ユーロを採用している国の数、すなわち、ユーロ圏を構成する国の数も増え続けてきて、現在ではEU16カ国を数えるまでになっている。一方で、2007年に始まったアメリカ発の世界金融危機の影響を最も大きく受けたのは、EUとその周辺国であった。特に、2008年9月15日に発生したリーマン・ショックは、ドルに対してユーロを大きく減価させることとなった。ユーロがドルに並ぶ世界経済の中の基軸通貨にはいまだ至っていないことが明らかとなった。

このようにユーロ誕生10年を迎えた2009年に、また世界金融危機の中でユーロの問題点が露呈するという絶妙のタイミングで出版されたのが、この書評で取り扱おうとする高屋定美氏による2つの著書である。これらの2つの著書の構成は以下のとおりとなっている。

『EU 通貨統合とマクロ経済政策』ミネルヴァ書

房, 2009年

第I部 経済通貨同盟の政治経済学

第1章 経済通貨同盟と欧州化

第2章 経済通貨同盟の政治経済的基盤

第II部 EUでのマクロ経済運営

第3章 欧州中央銀行制度の独立性と金融政策

第4章 ユーロ導入後の欧州中央銀行による金融政策の評価

第5章 欧州中央銀行の金融政策と各国による財政政策との調和

第6章 経済通貨同盟における財政政策と安定成長協定

第III部 経済通貨同盟での残された課題

第7章 経済通貨同盟における労働市場改革と財政制約

第8章 ユーロ圏内での各国物価の乖離要因

『ユーロと国際金融の経済分析』関西大学出版部, 2009年

第1章 国際通貨制度と共通通貨ユーロの登場

第2章 欧州通貨制度での為替レートの役割——

実質為替レートの役割は重要であったのか

- 第3章 最適通貨圏の動態的検証
- 第4章 ユーロとドルとの基軸通貨競争
- 第5章 ユーロ圏とアメリカの金融政策の国際的波及——2国VARモデルによる推定
- 第6章 ユーロ・ドルレートの決定要因の実証——拡張されたマネタリー・モデルによる実証研究
- 第7章 ユーロ圏での経常収支調整

『EU通貨統合とマクロ経済政策』では、ユーロ圏における金融政策や財政政策などのマクロ経済政策の諸問題に焦点を当てている一方、『ユーロと国際金融の経済分析』ではユーロ圏とアメリカとの間の国際経済及び国際通貨システムにおけるユーロにかかわる諸問題が取り扱われている。著者は、ユーロという1つの共通通貨について広範な研究を行い、その研究成果を2冊の著書にまとめている。その研究の方法論も多岐にわたり、取り扱う問題にあわせて、政治経済学的アプローチ、理論的アプローチ、実証的アプローチ等を駆使して分析が行われているという点で、評者も感服する力作となっている。

かつては、ユーロのような国際通貨制度にかかわる考察は、制度的・歴史的アプローチによるものに限られていたが、1980年代終わりから理論的・実証的アプローチが主流となっている。最近の経済学の新しい分析手法を取り入れた、「オーソドックスな」（今となっては、「オーソドックスな」といえる）理論的・実証的アプローチによってユーロに関係する諸問題が分析されている研究成果であると評価することができる。

すでにユーロが導入されたEUの経済・通貨同盟において、共通の金融政策を実施することのできない、とりわけ非対称的ショックに対する共通の金融政策による対応という問題も重要であることは確かである。しかし、それ以上に問題となるのは、EUの通貨同盟において通貨主権は各国政府からEU政府へ移管したものの、財政主権がまだ各国政府に残ったままで、EU政府へ移管されていないことである。『EU通貨統合とマクロ経済政策』は、共通の金融政策に関連する問題とともに財政政策の問題に焦点を当てているところが特徴である。

その第5章では、欧州中央銀行による共通の金融政策と各国による財政政策との間の調和を考察している。とりわけ、ユーロ圏諸国で対称的なショックが発生しているかぎりは、共通の金融政策でユーロ圏全体の景気過熱や景気後退に対応することができる。しかし、いったんユーロ圏諸国で非対称的なショックが発生した場合には、欧州中央銀行による共通の金融政策によってユーロ圏全体のインフレ率をはじめとして景気を制御するとともに、各国政府による財政政策によって、欧州中央銀行による共通の金融政策では対応できないショックに対する非対称的な経済の反応をそれぞれに制御することが必要となる。

そのときに問題となるのが、経済収斂条件の中のGDPに対する財政赤字の3%ルールであり、さらに、財政規律を求めて、その3%ルールを遵守させるためのペナルティを規定した安定成長協定である。このような問題意識から、第6章で、著書はEUの経済通貨同盟における財政政策と安定成長協定について考察している。その考察を通じて、著者は、安定成長協定に加えて、緊急財政基金を加えることを提言している。緊急財政基金とは、財政黒字になればそれを基金として積み上げ、その分を景気循環に対応して支出できるものであり、財政支出のスムージングを図る枠組みである。一方、市場金利に上乗せ金利を乗せた高い金利で財政赤字に対してこの緊急財政基金から借り入れられるという仕組みが組み込まれている。このような緊急財政基金は、高めの金利による借入によってモラルハザードが抑制される一方、柔軟性を持って財政政策を実施することができるようになる。このような枠組みは、最適通貨圏の理論で指摘されている、非対称的ショックに対する対応策として、緊急財政基金に基づいた貸借によって異時点間で財政移転を行おうという興味深いスキームである。

次に、『ユーロと国際金融の経済分析』においては、ユーロ圏そのものの問題のほか、ユーロと米ドルとの基軸通貨競争及び国際通貨システムについて考察されている。この基軸通貨競争に対する考察は、昨今の基軸通貨ドル体制に関する議論に深く関連する。評者（小川（1998））は、money-in-the-utilityモデルを理論的なフレームワークとして、それに基づいて、効用関数の中の米ドル残高に対するパラメ

ータを推定した上で、どれだけのインフレ率あるいは減価率に対してどれだけの米ドルの占有率になるかシミュレーション分析を行い、米ドルの基軸通貨としての慣性を説明したことがある。著者は、理論分析に留まっているものの、取引費用関数を明示化することによってユーロと米ドルとの間の基軸通貨競争を考察している。結論としては、理論的にはパラメータに依存することから、ユーロが基軸通貨へ押し上げられる可能性もあれば、基軸通貨としての米ドルの慣性が作用し続ける可能性もあるとしている。このような現実の問題を対象としてより明確な結論を得るためには、実証分析が行われることが必要である。

最後に、ユーロと米ドルとの間の基軸通貨競争に関連して、2007年にアメリカのサブプライム問題から始まった世界金融危機、とりわけ、2008年9月15日のリーマン・ショックをきっかけとして、ユーロ

が米ドルに対して暴落したことは、欧州金融機関のドル流動性へのアクセス困難とバランスシートをどれほど傷めたかわからないというカウンターパーティ・リスクに起因する。一方で、このような世界金融危機が、グローバルな基軸通貨としての米ドルの地位を確実なものとして、ユーロが依然として地域の基軸通貨でしかないことが明らかとなったことは確かである。世界金融危機後におけるユーロと米ドルとの間の基軸通貨競争の問題は、筆者がこれらの本を書き上げた後に発生した問題であるものの、筆者にはこれらの問題に対して引き続きさらなる研究を進めてほしい。

[参考文献]

小川英治 (1998) 『国際通貨システムの安定性』 東洋経済新報社。

(一橋大学 小川英治)

須藤功著『戦後アメリカ通貨金融政策の形成——ニューディールから「アコード」へ』

名古屋大学出版会, ix+346頁, 2008年

世界的な金融危機と100年に1度の大不況の中で、金融制度の再建と中央銀行の新たな役割が課題になっている。

アメリカでは投資銀行が事実上消滅し、証券化の基礎であった2つの住宅金融公社ファニーメイ、フレディマックが機能不全に陥っている。大手銀行への公的資金の投入をはじめとする金融機関への再建策は市場再生への政府の役割となり、金融・証券を統合する管理システムとして連邦準備制度が新たな監督権限の強化を求められている。

この激動の時期に本書は、現代的な連邦準備制度の形成について新たな局面を切り拓く詳細な考察を提出するものとなっている。

本書は、1930年代の大恐慌と金融制度改革、特に1935年銀行法をめぐるマネタリズムの政策分析を起点に、1951年の「アコード」に至る通貨金融政策の展開を丹念に分析した大著である。

構成は「序章 大恐慌から戦後通貨金融改革構想へ」「第1章 銀行規制の歴史的展開——大恐慌と金融政策改革」「第2章 ニューディール金融政策

とマネタリズム」「第3章 金融制度改革と連邦準備政策の限界」「第4章 銀行監督・検査体制と二元銀行制度」「第5章 戦時期における連邦準備制度理事会の改革構想」「第6章 戦後対外通貨金融政策と国際通貨金融問題国家諮問会議」「第7章 『アコード』の成立と金融システムの再編」「終章 金融グローバル化と銀行構造の変化」となっている。このように、本書は国際関係を視野にいれてグローバルな見地から連邦準備制度の基盤形成過程を考察している。

これまでの金融政策の研究は主として「アコード」以降に集中している。それは金融政策の捉え方に関わる問題で金融政策は「アコード」以降にそれまでの国債価格支持政策の大きな制約から解き放たれてその有効性を発揮されることになるからであった。

しかも「アコード」以前についてもすでにこの間の金融政策を含め連邦準備制度について包括的で研究者にとって標準的といつてよい労作が提示されている。

それなら国債価格支持政策の強制下で金融市場機能を十分に活用できない「アコード」以前の金融政策研究にどのような意義があるのか、本書はこの点でいくつかの野心的な試みをしている。

その1つの特徴はこれまで若手ケインジアンとして位置づけられていたカーリーにシカゴ学派との関連を見出して、その一連の人的および理論的な関係性を析出していることである。そしてこの観点から現代的な連邦準備制度確立に及ぼしたシカゴ学派の影響を強調したことであろう。

著者の分析は資料を駆使した詳細な論理構成で展開されているが、その特徴が最もよく示されているのがワグナー委員会調査の活用であろう。

第2章から第5章までそれは本書の骨格を支える基礎資料となっている。

第2章では金融制度改革構想としてシカゴ・プランの役割をカーリーを中心にエクルズの「銀行制度統合プラン」を比較しつつ論述し、マネタリズムの影響を検討している。

そして著者は1937年不況が連邦準備制度の政策を転換させたことに注目している。その議論は興味深く読みごたえがある。

また、第5章の「連邦準備制度理事会の改革」の分析は今後の研究分野の基礎となる業績とってよい。

以上の考察において、著者の関心は現代の混迷する金融危機を分析するための視座を定めることにある。

著者はその観点から1930年代の連邦準備制度の役割に詳しく焦点を当て、現代の金融政策の源流が、これまで看過されがちであった1930年代から開始されることを提示された意義は大きい。この研究業績は高く評価されるべきであろう。

本書のもう1つの主題は金融制度の規制・監督の論点である。これは、本書を貫く著者の基本視角でもあるが、これは次のように説明されている。

「あらためて、大恐慌を起点とする銀行規制を整理するならば、第1に、ニューディール政策のもとでのカルテル体制の試みを経て、大恐慌・金融恐慌の再発を防止するための『セーフティ・ネット』を備えようとしたものであった。第2に、金融規制の中心的手段は連邦預金保険制度、預金金利規制、銀行と証券の業務分離、消費者たる証券投資家の保護

(情報開示)、規制・監督機構の整備であった。」(71頁) この認識で歴史を振り返ると、著者が整理されている1863年の国法銀行法から1999年グラム・リーチ・ブライリー法までのアメリカの金融制度改革の中で今日の現状と照らして特に重要な金融規制は大恐慌期の1933年銀行法と1935年銀行法であろう。

その中でも著者は全国産業復興法(NIRA)体制崩壊後に成立した1935年銀行法に着目し、それを現代につながる連邦政府による金融規制体系確立の出発点に据えている。その場合も著者の関心は、連邦準備制度の規制・監督にあるから1935年銀行法についても、その意義をまずFDICの確立に求めている。

「第1に、1933年銀行法で暫定的に導入した連邦預金保険制度を恒久化したことである。その際、連邦預金保険公社(FDIC)の規制・監督権限もまた強化されたが、なかでも連邦準備制度に加盟しない被保険銀行(=非加盟被保険銀行)に対する規制・監督権を確保した点が重要であった。」(62頁)

このように評価される理由は、著者は必ずしも強調されていないが、実は1930年代の金融危機と大不況の中で、銀行制度の改革は、「銀行制度の統一化」が1つの大きな底流にあったからである。1932年に連邦準備局のメイヤー総裁から提起されて以来、この課題が1933年銀行法(グラス＝スティーガル法)から1935年銀行法に至る過程で一大争点であった。

背景にはアメリカ固有の銀行制度である国法銀行と州法銀行の競争が結果として銀行制度そのものを脆弱化させ、連邦準備局の銀行への監督機能を弱めているという認識があった。そのため二元銀行制度を見直し、商業銀行を連邦準備制度へ強制加盟させることで一元的な監視を強めるというのがその骨子である。この構想にはブランチ・バンキングや預金保険も加わり、さまざまな抜本的な改革が試みられた。しかし、連邦準備制度理事会への権限の強化は実現したものの、一元的な監督体制の実現はならなかった。

とはいえ、それまでの「銀行制度の統一」はエクルズによる連邦準備制度理事会の権限の強化によって1つの終結をみる。

「しかしながら、彼の『銀行統合』論は二元銀行制度の否定に繋がりがかねず、財務省・通貨監督官や州法銀行関係者との厳しい論争を呼び起こした。最終的に、1938年9月に連邦準備銀行・通貨監督官・

連邦預金保険公社・州銀行当局の間で銀行検査方式の統一が図られたが、銀行検査原則の主な変更点は①銀行貸付返済の『遅延』区分を止めること、②銀行投資は生来的な健全性の観点、日々の市場変動ではなくある期間の平均から判断することであった。また定期的会合による管轄の調整によって、実質的には分業体制の重要な欠陥は除去されたといえよう。」(67頁)

その結果、銀行監督・検査体制について、第4章で、連邦準備制度は改めて「二元銀行制度を形式的に維持しながら、銀行監督・検査機能の連邦準備制度への一元化を試みたのであった。」(183頁)と総括されることになった。この脈絡上に、今日、連邦準備制度理事会の監督権限の問題がまさに焦眉の課題となっていることを思えば、これは実に有益で興味深い考察である。

評者自身もこの点を重視しながら、1930年代の連邦準備制度の役割については、不況下における銀行

の不稼働資産の流動化や政府による公的資金投入にも注目し、そこに現代につながる歴史的な意義を求めている。

この点で、著者の視点は評者とは異なるが、著者の提示する視点は現代の金融危機分析にとって刺激的な論点である。本書は、今後の金融危機の動向を追跡するうえで、1つの指針となる貴重な労作であり、評者も多くの方で強い感銘を受けた。だが、それだけに課題も残る。銀行制度の統一と連邦準備制度による一元的な監督は実現しなかったが、現在の証券までをも含めた監督権限の拡大・強化の方向は、構造変化ともいべき新たな金融制度の変貌とみるべきなのか。それとも規制・監督面における連邦準備制度の展開なのか、あるいは必然なのか。これをどのように評価すべきか。評者はこの点を今、重視しているがこの点を含めて、著者の現代金融危機についての分析も期待したい。

(熊本学園大学 坂本 正)

長島芳枝著『多国籍金融機関のリテール戦略』

蒼天社出版, viii+268頁, 2009年

本書は、多国籍金融機関のリテール戦略について、歴史的・実証的に分析することを目的としている。2008年9月のリーマンショック後、多国籍金融機関はとりわけ投資銀行を中心に軒並み急激に収益状況が悪化し、結果、救済買収されたり、投資銀行が銀行傘下に入るなどグローバル金融機関の鳥瞰図は大きく変貌した。本書は、近年の金融グローバル化の下で多国籍リテール展開を核とするビジネスモデルで世界的な金融活動をリードしてきた3つの巨大多国籍金融機関に焦点をあて、歴史、経営戦略、規制、地域別リテールなどの観点から、詳細に分析したものである。

第1章では、多国籍銀行の定義について検討した後、経営学の観点から経営戦略論のスクール・オブ・ソートなどについて分類し、それぞれを詳説している。さらに動学的戦略論構築について、先行研究を丹念に整理し、銀行行動の動学理論の整理を行っている。これらの理論的整理を基盤として3つの銀行を実証分析する形で本書は体系づけられている。

本書では、多国籍金融機関の代表として、リテール業を世界で幅広く展開している代表的金融機関、HSBC、シティバンク、バンク・オブ・アメリカの3行を取り上げ、それぞれに1章ずつを充てて詳細に分析している。まず第2章で、HSBCについて歴史的観点、地域別展開を中心に分析している。HSBCはもともと英国系海外銀行として1865年に香港で香港上海銀行として設立されたが、経営困難に陥った世界各国・地域の地場有力金融機関の救済合併と再生を繰り返す形で成長してきた。被買収機関は地場有力リテール銀行であり、香港上海銀行は地理的に拡張を続けながら強大なリテール基盤を構築していった。本章では、アジア、米州、欧州それぞれでのリテール基盤の拡張を歴史的、経営戦略的に論じ、英国に基盤を置くユニバーサル組織での持ち株会社形態の強みを強調している。

第2章ではシティバンクについて歴史的、制度的観点から分析している。とりわけアメリカの二元銀行制度、州際業務規制、グラス・スティーガル法な

ど規制面からアプローチしており、クレジットユニオンとして1812年に誕生した同行が、いかに全国展開する有力銀行に成長したかを論じている。アメリカの制度の下で持ち株会社組織形態でのユニバーサルバンキングを実現し、1998年のトラベラーズグループとの合併により真のグローバル金融機関となった。多国籍リテールの側面からは一貫して支店網主体で海外展開を行ってきたが、80年代以降は新規店舗開設重視から現地銀行買収合併を重視する方向に転換したとしている。加えて顧客層ごとのマーケティング、ITの活用が競争力を維持させたと指摘している。

第3章ではバンク・オブ・アメリカ（BOA）について概説している。ノースキャロライナを本拠地とするBOAは、1874年創業のコマーシャルナショナルバンクと1901年創業のアメリカントラストとの合併がそのスタートであった。州際業務規制があるなか、マクファデン法規制緩和のなかで州際でのM&Aを繰り返し、新規市場の開拓、業務範囲の拡張がなされていった。

従来銀行業の多国籍化については、①顧客追従、②戦略的先導、③自国の金融規制回避、④通信・情報処理の技術進歩などが指摘されてきたが、著者は以下の点を強調している。第1に、事例研究の結果から自国市場の法制度上の制約による、事業の成長・存続への脅威が働いたとしている。例えば米国の州際業務規制、業務規制の存在や97年の香港の中国への返還に伴う法制度改正を含めた不確実性などが、銀行の多国籍化を促進したと指摘する。第2に、歴史的、地理的分析を通じて、通信・情報処理分野の技術革新により、世界的なリテール戦略を可能とするインフラ整備が進んだことを指摘している。第3に、国および地域ごとの発展段階の相違を指摘している。特に最近の新興市場の急激な経済発展は新興国のリテール市場への参入の契機となっており、とりわけ新興国の所得が急増するなかこれら諸国の家計は多国籍金融機関の中核的顧客層になったと指摘している。

一方で、多国籍金融機関の世界的業務拡張は必ずしもすべてが成功しているわけではないとし、HSBCなどが行ったクロスボーダーM&Aが成功したのは、実行後の組織統合に関わるオペレーショナル・ケイパビリティが高かったことを指摘してい

る。すなわち買収実行時の財務・業務面の精査だけでなく、組織統合とその後の現地企業への分権、裁量権の維持および持ち株会社による集中的な経営・管理のバランスが重要だとしている。

本書の学術的貢献は以下のとおりであろう。第1に、制度的背景、および経済発展段階を外的環境要因と捉え、これら金融機関の戦略形成の歴史的過程を動学的に捉えることにより、新たな多国籍リテール金融論の提示に結びつけたことである。第2に、従来の制度的分析、歴史的分析について、法制度からアプローチするのではなく、各市場参加者の行動形態、すなわち金融機関の経営戦略を歴史的に分析することでアプローチし、さらにそれらを統合して新たな理論構築を試みたことである。

各章は各銀行の戦略を制度的アプローチとともにそれぞれが分析されており、独立して読んでも非常に面白い文献となっている。なかでも、HSBCについては、今後市場の拡大が大きく見込まれる中国市場への関わりと絡めて読んでも興味深い。そもそもその設立は、アヘン戦争前後からの中国と英国との貿易拡大がその背景にあり、2004年に上場された中国4大商業銀行へのHSBCの資本参加も考えれば、今後の多国籍金融機関の中国戦略についての分析も待たれる。

旧東欧諸国を含む新興国では、90年代の冷戦終結とともに国営銀行が民営化され、その過程で多くが大手欧米銀行に買収されていった。2008年のリーマンショック後、これら外資系銀行の経営悪化、資金回収によりホスト国の経済は大きな打撃を蒙ったが、とりわけリテール重視の多国籍金融機関の海外進出にはこのようリスクが大きいことも考える必要がある。これらについては現在FSB（金融安定理事会）を中心に新たな国際的規制の枠組みが模索されているが、進出国との相互関係をも考慮した多国籍金融機関論にも言及してほしかった。また、投資銀行も含めたグローバル金融機関の鳥瞰図が大きく変わり、規制強化が見込まれるなかで、投資銀行業務とリテールとを対比させた多国籍金融機関経営論についての言及もあれば、さらに深みが増した著作となっただろう。

とはいえ、これらは今後の著者の研究成果への期待として指摘するにとどめたい。本書は、ノースウェスタンケロッグ経営大学院のMBAを持ち、シ

ティバンクなど外資系金融機関でアナリストとして活躍された著者のこれまでの研究成果であるが、世界金融危機後のリテール多国籍金融機関の戦略変化、

また、中国を含む新興国への新たな戦略についての今後の研究成果を強く期待したい。

(明治大学 勝 悦子)

小川功著『虚構ビジネス・モデル——観光・鉱業・金融の大正バブル史』

日本経済評論社, xii+247頁, 2009年

はじめに

著者小川功氏はここ数年間企業・金融の複合的破綻現象を説明する人的要素として、ハイリスクを選考する「虚業家」の存在に注目してきた。本書は「リスク管理の弛緩現象がなぜ特定の時期に全国的(ないし世界的)に集中的に発生し、幅広く各方面に蔓延し、抑制や防止がきわめて困難になるのか、その加速メカニズムの本格的な解明のための予備的研究である。」その「特定の時期」とは大正バブル期のことである。これまで著者は「虚業家」仮説を提示し、多数の論文、著書を通じて、企業家史研究の横道のさらに片隅に放置されていた「虚業家」たるハイリスク選好者らを丹念に拾い上げ、彼らに共通する特徴を解明してきた。その調査の手法は綿密あるいは神出鬼没であり、その事例数の多さには誰もが驚きを隠せないだろう。本書もその例外ではなく、多岐にわたる事例研究が「虚構ビジネス・モデル」としてまとめられたものである。

本書の構成、問題意識と課題

さっそく本書の内容を紹介したい。本書の構成は以下のとおりである。

- 序章 「企業家」と虚構ビジネス・モデル
- 第1章 不動産・観光業の融合・温泉土地会社の破滅
- 第2章 貧鉱を富鉱に虚飾した鉱山業者
- 第3章 外地での証券・金融・開拓ビジネスの幻影
- 第4章 庶民の証券貯蓄を収奪した債券業者
- 第5章 庶民の預金を陶器に開けた「虚業家」
- 第6章 老舗庶民金融機関のビジネス・モデルの変容
- 第7章 大正版ベンチャー投資ファンドの末路
- 終章 ハイリスク選好者の連鎖メカニズム

著者は、序章において自身の「虚業家」研究の歩

みと問題意識を紹介し、本書における問題意識、課題への接近方法、および本書の構成について述べる。著者の問題意識は、まず、大正バブル期に1000万円を超える巨額の資本金を有する大規模泡沫会社が多数出現しえたのはなぜかということにある。これについて、設立偽装を除けば、これまで十分には説明されてこなかった。巨額の資本金を有する泡沫会社の設立には少なくとも10万円単位の収入印紙を用意しなければならなかったはずである。この収入印紙が、「虚業家」による一連の会社設立と経営の推移およびそのネットワーク形成の、謎解きの鍵となっていく。さらに、「多種多様な『虚業家』が共鳴・共働するネットワークが過去のわが国のバブル期のリスクを増幅させてきたのではないか」とする仮説の検証も本書の目的として示される。

各章の内容紹介

第1章から第4章は、「大正バブル期を中心に様々な業種において天才的な革新性をも秘めた新規ビジネス・モデルの創始・開発事例」が対象となる。「新規」というより「新奇」と呼ぶにふさわしい。その「新奇」たるゆえんを少しばかり詳しく紹介したい。

まず、第1章に登場するのは、能勢口土地、新花屋敷温泉土地、日本無軌道電車、花屋敷温泉土地と、設立の大正8年12月から昭和7年に終焉を迎えるまでの短期間に次々と社名を変更した土地会社である。土地会社の本邦における嚆矢は明治36年とされる。大正バブル期には大阪を中心に多数設立されて、都市近郊開発の多くを担った。当該企業は、当初は不動産分譲をもくろむ零細・後発のものであったが、立地の不利を補うべく温泉・遊園地を付帯させた温泉土地会社となり、さらに、分譲地や温泉等娯楽施設へのアクセスを確保するため、日本初の無軌道電

車を開通させると日本無軌道電車と社名を改称し、不動産、観光業、無軌道電車と多角化したこの事業においても経営不振のまま社長が自殺して、最後は不透明な私的整理によって消えていった。

第2章は、ハイリスクの“鉱業投資ファンド”大北炭砒と一大炭砒トラスト・亜細亜炭砒を中心に展開された虚偽的信用補完慣行の分析である。信用補完慣行とは、専門知識を持たない一般投資家をハイリスク投資へ誘い、投資を決断させる様々な仕掛けのことである。

大北炭砒は大正8年に創立が計画されたもので、その株式は「北海道東部という遠隔地の採掘実績のない試掘坑群への集中投資」を図った「鉱業投資ファンド」とも言うべきハイリスク金融商品であった。大仕掛けの募集計画も、虚飾された事業が行き詰り、多額の空株の実態も明るみに出て、大正14年設立無効の判決を受け清算となった。設立の中心人物は行本邦彦、三井徳宝、平渡信、大塚専一、戸水寛人らであって、中外証券信託、日本海上倉庫、北海採炭など他の破綻泡沫会社の問題経営者として名の上がっている人物が再度顔を揃える。「世界的公募」を謳い、さらなる大がかりな壮語により設立が企図された亜細亜炭砒も大泡沫会社であった。三等郵便局長津下精一の横領収入印紙で取り繕いながらも設立は成立しないまま、海外を含む多数の株主から詐欺横領を訴えられるに至ったものだ。

第3章は「大物政治家の係累、参謀本部付きの現職少将、米国での銀行経営者など一見一流の人物かと誤解しそうな輩が発起・創立した植民地・外地での証券・金融・開拓ビジネス」が取り上げられる。具体的には台湾証券交換所、中日合弁・裕華銀行をはじめとする中国関連事業やメキシコ土地開拓事業でいずれも問題のベンチャー投資家津下精一が関係した企業群である。

第4章は、有価証券割賦販売業者である日本公債、日本国債、東京国債、明治公債についてそのビジネス・モデルの虚構性と有価証券割賦販売業法制定前のリスク管理上の致命的欠陥を明らかにしようとするものである。有価証券割賦販売業者は「取り扱う商品は低利・少額の債券で抽選償還時に割増金が付加されたため、顧客は金利ではなく、多額の割増金のみに関心を持つ射幸心をもった不特定大衆」であり、「割増金付復興債券等の公債・勸業債券類を

「済崩（なしくずし）販売）」と呼ばれた月賦販売契約にもとづいて、広く全国的に支店、代理店を設置し、会員の募集活動を行い、月賦掛金を徴収して一定期間（3年間）満了後に会員に証券」を引き渡すという事業を行っていた。ここで取り上げられた4つの企業は、巧妙な仕掛けで大衆から資金を集め、集めた資金を経営陣のハイリスクの関連事業に投資するも、いずれも失敗に終わり、会員に大きな損失を与えたものばかりである。

第5章と第6章の中心人物田中猪作と小出熊吉はいずれも津下精一の不正な資金の投資先である。ここでは「貯蓄銀行・生命保険などの正規の庶民金融機関がハイリスク選好者との緊密な接点を持ち」「庶民から託された資金を妄りに他に流用し、当期に投じて消失させ」については「破綻の道を歩むという共通の道筋を明らかに」しようとするものである。第5章では佐賀貯蓄銀行（明治29年設立）と中央生命保険相互会社（明治44年設立）が、第6章では老舗営業無尽から業態転換した共栄貯金銀行が、ハイリスク選好の危険人物をトップとして迎えるリスクの具体的事例・典型例としてそれぞれ取り上げられる。

第7章は、各章で取り上げられた企業や中心人物を投資先としていた津下精一についてである。多額の印紙横領および偽造に手を染めた「三等郵便局長が問題含みの投資先ばかりを意図的に選好して、幅広く巨額の郵政資金を撒布し尽くし、身代をつぶしたという治産能力が著しく欠落した個人投資家サイドの失敗事例」が詳述される。

終章では「各種の虚構ビジネス・モデルを創出したハイリスク選好の“虚業家”同士が相互に競合・扇動・共働・共鳴し合い、重層的に役割分担し、絡み合う全体像を“虚業家”の連鎖・相関ネットワークとして提示」し、「ハイリスク選好の連鎖のメカニズムの解明に迫る」。

著者は、本書で取り上げた大正バブル期の新興企業群の共通性を「虚構ビジネス・モデル」という類型として総括し、31もの特徴を挙げる。最後に、「虚構ビジネス・モデル」を構成する重要な要素として職業的な発起業者の主導、いわゆる「泡沫会社」「幽霊会社」、もっともらしい“舞台装置”、有力政治家・政界との癒着性、信用補完のメカニズム、情報媒体の最大限の活用、金融機関・ノンバンクの

投機機関化、ハイリスク・ビジネスを支える専門金融業者、ガバナンス不全を列挙して、本書を締めくくっている。

本書の意義

本書の対象とした「虚構ビジネス・モデル」とは、バブル景気の下で発生するリスク管理弛緩現象を象徴するビジネス・モデル類型である。著者はそれまでだれも手をつけてこなかった領域の個別事例研究の集積を通じて、課題としたリスク管理の弛緩現象の発生及び拡大するメカニズムの解明に取り組む。その大構な挑戦が生き生きと描かれているところこそが本書の秀美であろう。著者には、このモデルに何らかの中心的な特徴を見出し、体系化を摸索しようとする壮大な意図が伺われるが、このモデルに31もの特徴を挙げるということになれば、その課題は拡散し、一般化や体系化の困難を示唆する結果となってしまっているのではないかと言わざるをえない。

著者はさらに、取り上げられた「虚業家」らの経営行動や「革新」に光を当て、「虚構ビジネス・モデル」形成とその拡散を追跡し、この時代の企業家の一類型である「虚業家」の活動の本質に迫ろうとする。その時代の経営風土や社会的価値体系、多様で個性的な人間主体が著者の目を通して描かれるという点を重視する企業家史的観点から見れば、まことに魅力にあふれた研究であることがわかる。限られた資料をくまなく探し求め、多様なアプローチから事例に迫り、実態を解明・分析するその態度には、相変わらず敬意を表さずにはいられない。

各章に収められた事例のおもしろさを紹介するのに紙幅を割きすぎた。評者が、著者の挑戦について十分に紹介できたか否か不安は残るが、一読をお薦めしたい企業家史の秀作であることを述べて筆を擱きたい。

(山梨県立大学 黒羽雅子)