

## 伊藤修著 『バブル後の金融危機対応——全軌跡1990～2005』

有斐閣, 234頁, 2022年

本書は1990年代から2000年代前半にかけて発生した日本の金融危機とそれへの政策対応の経過について、整理・記録したものである。著者は財務省（旧大蔵省）が『明治財政史』以来、時代毎に編纂してきた『財政史』シリーズにおいて、『昭和財政史——昭和27～48年度』から直近の『平成財政史——平成元～12年度』まで一貫して「金融行政」編の執筆者として関わってきた。いわば戦後金融行政史の記録者として、今後金融危機が再発した時に参照し得る記録と総括を残しておかねばならないとの強い責任感・問題意識の下、本書は執筆されている。

本書の構成は以下のとおりである。

第1章では、金融危機の経過を追う前に、必要な前提として戦後の金融行政の全体像が概観されている。まず戦後日本で続いた護送船団型金融行政とはどのようなものであったかが整理され、次いで1987～1991年ごろのバブルの発生とその抑止を巡る議論が振り返られる。そしてバブル崩壊から危機収束に至る金融行政の概観と、金融機関の破綻とその処理、公的資金投入とその結果についての総括が与えられる。

第2章ではバブル崩壊後、対処の初動が遅れた1990～1994年の期間が扱われる。まずバブル崩壊当初の状況と社会一般の認識が振り返られ、次いで当時の金融危機対処の制度的枠組みと当初の金融行政の方針が確認される。不良債権処理や金融機関の破綻処理の枠組みは未整備であり、株価急落に伴う金融不安に対する当局の対処方針も、短期的な乗り切り策が中心に必要な制度整備には踏み込まれなかった。金融機関の経営悪化と破綻件数の増加に対し当局は救済合併（斡旋）や奉加帳方式で処理に努めるものの、深刻さが増し次第に通用しなくなっていく。

第3章は1995～1996年を対象である。東京協和・

安全の「2信組問題」と「住専問題」が大きな政治問題となり、公的資金投入はタブーとなった。金融機関の破綻は続発、銀行にまで及び規模も大きくなった。従来の予防型救済合併処理は全く不可能になり、必要な制度・規定を欠く中、破綻・清算の個別処理は困難を極めた。

第4章は最大の危機が生じた1997年から1998年にかけてを対象にする。大規模な接待スキャンダルが明るみとなり大蔵省批判からその改革・分割へと向かう一方、金融改革の流れに属する「金融ビッグバン」も進捗、のちの金融制度・組織の大幅な再編につながっていく。1997年11月の危機は三洋証券に始まり、北海道拓殖銀行、山一証券と大手金融機関が経営破綻、社会に深刻なショックを与え、公的資金投入を含む破綻処理の実行とスキーム整備の方向に世論は大きく転換する。これを受けて1998年のいわゆる金融国会で金融再生法、早期健全化法が成立、2000年の改正預金保険法で金融破綻処理は恒久化される。金融国会直後には長銀・日債銀が破綻、新法の適用対象となった。

第5章は、不良債権の処理が進展し、景気上昇局面と共に不良債権問題がようやく一段落する1999～2005年前後を対象となる。持株会社解禁により大規模な統合・グループ化が進み、中小金融機関では急速な合併が促進された。柳澤金融行政のもと、不良債権処理、企業再生政策が急速に進展するが、不良債権は大量処理される一方、同時に大量発生も続いていた。2002年に竹中金融大臣が就任、「金融再生プログラム」が策定され、行政の転換が図られた。本章では、この竹中金融行政がそれまでの金融行政を断続的に転換した「革命」ではないこと、どこに変化、独自の意義があったのかが考察されている。2003年には一連の公的資金注入の最後として

そな銀行・足利銀行が処理され、以後危機は収束に向かう。

著者は伊藤（1995）で日本の金融システムの歴史的な特徴と構造を明らかにした後は、日本の経済システム全体の解明を対象を広げ研究・著書を発表してきた。終章では危機収束のち今日まで続く日本経済の停滞ないし地盤沈下ともいえる事態が分析されている。1998年ごろから2010年半ばまでGDPギャップはマイナス、需要不足の基調にあった。個別企業のコスト削減努力がマクロの「合成の誤謬」となり、マーケットの縮小がよりコスト削減を招く「縮小均衡」に陥っている。日本経済は戦後の高成長に適合した社会経済システムを成熟段階への移行に合わせて転換できなかった上に、旧社会主義圏崩壊後の要素価格の均等化やデジタルへの技術基盤の移行といった環境条件変化にも、危機下で身動きがとれず供給側も弱化した。人口再生産という最低限の社会維持条件まで損傷するに至った状況を踏まえ、経済学の責任と社会各部門の必要な課題が整理され本書の結びとされている。

既述のとおり、著者は『平成財政史』中の『金融（含金融資料）』『金融行政』編の執筆者だが、行政の公式記録では事実の客観的な記録に厳しく限定、解釈や考察に属することは排除されていた。本書では今後の参考になる知見や命題を提示するという目的に照らし、金融危機の経過とときどきの行政対応が極めて詳細かつ時系列に沿って丁寧に叙述されている。1995年から1996年にかけて危機対策の基本原則が初めて明確に提示され、早期是正措置が導入、不良債権の定義と資産査定のプロセスが整備されたこと、また柳澤行政のもとで金融検査マニュアルの制定と検査の厳格化、償却税制の転換、私的整理の制度整備等が行われたことなど、従来混迷・喧騒の中で埋もれてしまい注目されてこなかった地道な金融行政の成果に光を当て、正当に評価し直したことは本書の貢献である。

加えて行政の経過と共に政治や世論、思潮など、行政を取り巻く環境や状況等の制約条件も記録すべく、平成財政史プロジェクトでの調査や各種口述・回顧も駆使して背景叙述がなされており、本書を読むと当時の時代の空気のようなものが人間から生き生きと立ち昇ってくる。評者のようにキャリアの過半を危機と共に金融業界で過ごした者にとっては、

一気に「あの時」に引き戻され様々な記憶・感情がフラッシュバックする思いがする。

充実した労作を前に自らの浅学を恥じるばかりだが、同時代の経験も踏まえ以下2点コメントしたい。

本書の眼目の一つは竹中金融行政についての評価の見直し、「金融再生プログラム」によって金融行政は「先送り」から「ハードランディング」に劇的に転換し不良債権問題が決着した、との定説的イメージの訂正にある。すなわち、厳正な資産査定とオフバランス化の推進は柳澤金融行政から一貫しており、行政は継続性が強い。柳澤・竹中両者の違いは、不良債権最終処理に伴う資本不足と公的資金投入の必要性を“現時点（当時）で認めるか否か”、世論の支持を動員しそれをバックに行政に強い実効力を与えるという意味での「行政」と「政治」の違いだったと分析・整理されている（P35・P187）。また、柳澤行政下では中堅・中小企業と中小金融機関が処理の主対象とされ、大口債務者は対象外だったとの定説についても、償却税制転換後の1999年以降から大口債務者企業の処理は一斉に進展し2002年はその最盛時にあった、金融庁検査も大手銀行に厳しい査定を迫っていたとし、多数の先行研究には誤解があるとしている（P190）。

本書の考察に異存ないがあえて補足すれば、毎期多額の不良債権処理にもかかわらず新規発生により逃げ水のように高止まる不良債権残高に、構造改革断行を掲げる当時の政権・世論は倦んでいた。竹中行政はいわばこの問題に「ケリをつける」べく、公的資金の再投入を視野に、DCF方式導入や繰延税金資産の算入制限など行政・ルールの連続性を脇にやっても主要行を追い込み、不良債権の最終処理と財務基盤の劣る銀行の淘汰を目指した、といえるのではないかと。尚、竹中行政は主要行に注力、地域金融機関については「リレーションシップ・バンキング」を検討した上でアクション・プログラムを策定することとした。この施策の評価についても、今日の地域金融機関経営を巡る状況を踏まえて再検討の余地があるように思われる。

もう1点、本書は金融行政の記録と考察だが、金融行政の対象となった金融機関の経営からの視点を加えることで、分析・理解はより立体的になると思われる。当時不良債権処理が最大の経営課題であったことは勿論だが、同様に強く経営を規定した行政

対応として「BIS規制」と「経営健全化計画」が挙げられる。

BIS規制（バーゼルⅠ）は1991年3月期から適用され、特に有価証券評価益の45%がTierⅡに算入されたことから株価急落に伴い主要行は劣後調達に奔走していた。1998年以降はさらに早期是正措置や修正国内基準、時価会計の導入と結びつくことで実効性が高まり、回復困難な財務内容の悪化に陥った金融機関が集中的に洗い出されることとなった（佐藤（2007））。

また早期健全化法に基づき、資本注入手には経営健全化計画の提出とその履行が義務付けられた。当期利益の実績が計画ベースの数値より3割以上低下した場合（いわゆる3割ルール）、業務改善命令の発動も含めて厳正かつ適切に対応するとされたことは、公的資金優先株式に対する無配の回避と併せ、資本注入手にとっては大きなプレッシャーとなった。柳澤行政から竹中行政までの経緯は、金融機関側のモチベーションを視野に加えることでより理解が深まるように感じられる。

今次日本の金融危機では、金融業界のみならず多くの人が人生を狂わされ辛酸をなめることとなった。2007～2010年の世界金融危機においても、震源地となったアメリカにおける救済合併の行き詰まりと大手金融機関の破綻、銀行救済への世論の反発と公的資金投入に至る政治過程など、危機の経過と政策対応の経緯は日本のそれとよく似ており、日本の経験が活かされていればと思わざるを得ない。本書は日本の金融危機対応の記録の決定版であり、金融危機・金融行政に携わる人々にとって長く必読の文献となることを確信する。

#### [参考文献]

- 伊藤修(1995)『日本型金融の歴史的構造』東京大学出版会。  
 佐藤隆文(2007)「日本における規制の進化」佐藤隆文編『バーゼルⅡと銀行監督——新しい自己資本比率規制』第2章、東洋経済新報社。  
 （桜美林大学 木内 卓）

### 大森拓磨著『黎明期アメリカの銀行制度——中央銀行なき状態の苦悶と自生』

東京大学出版会、481頁、2019年

本書の課題は「南北戦争以前における黎明期アメリカの銀行制度の特異な展開に焦点を当て、その内実を究明すること」(p.1)である。本書が、「黎明期アメリカ」を研究対象とした理由は、「中央銀行なき状態のアメリカにあって、通貨・信用秩序の健全性維持に、州ないし地域単位で独自に挑む果敢な蠢きが叢生していた」(p.1)ためであるとされる。

まず、本書の著者の問題意識を理解するために、簡単に本書の研究背景をまとめる。建国後のアメリカには、いわゆる「第一合衆国銀行」(1791-1811年)と「第二合衆国銀行」(1816-1836年)が存在し、この2つの「合衆国銀行」は、いずれも「アメリカの中央銀行としての役割が期待」(p.3)されていたが、これまたいずれも「特許の更新時に……連邦議会の承認を得られず……政争の具となった挙句、消滅の憂き目に遭う」(p.3)。この2つの「合衆国銀行の消滅」が、本書の問題意識の背景をなす「中央

銀行なき状態のアメリカ」をもたらしたことが、本書を理解する上で第一に押さえておくべき点である。この2度の合衆国銀行の設立と消滅の背景をなす、さらに大きなアメリカ史の文脈として、連邦政府の権限の強化と中央集権化を目指す「フェデラリスト」と州政府の権限を重視する分権主義の「ジェファソン主義」との対抗関係があった(p.3, p.153)。

本書を理解する上で押さえておくべき第二の点は、第二合衆国銀行消滅(1836年)と国法銀行法制定(1864年)に挟まれた1837-1863年の時期が、「フリーバンキングの時代」として研究史上で位置づけられている、ということである(Rolnick and Weber (1983)p.1080)。著者は、「本書では、これまでの研究経緯を踏まえ、前著(大森(2004):菅原)で示された、いわゆるフリーバンキング論批判としての黎明期アメリカの銀行制度の展開をめぐる体系観・歴史観についての、問題意識と基本視角とが継承さ

れている」(p.6)と述べている。著者が批判の対象としているフリーバンキング論とは、「金融市場における自由放任の貫徹を推進する観点から中央銀行の存在や役割を消極視する理論的な考え方」であり、「フリーバンキング論の肯定を前提とした黎明期アメリカの通貨・信用秩序をめぐる体系観や歴史観は、現在でも主流を成す有力な観方となっている」(p.5)。ここで、本書においても重要な先行研究のひとつでもある寺地(1999)から評者が読みとったところから、フリーバンキング制度の評価の基準をまとめると、評価の軸は2つある。1つめは銀行制度の「結果」であり、2つめはその銀行制度が「フリーバンキング」であったか否かである。この2軸による評価をまとめると、 $2 \times 2$ のマトリクスができ、その結果は、(1)その銀行制度はフリーバンキングであり、かつ結果は成功であった、(2)その銀行制度はフリーバンキングであり、かつ結果は失敗であった、(3)その銀行制度はフリーバンキングではなく、かつ結果は成功であった、(4)その銀行制度はフリーバンキングではなく、かつ結果は失敗であった、という4通りに整理できる。この4通りに対して、(1)と(4)に対応するのが「フリーバンキング論」である。この場合、(1)については、「フリーバンキング制度だったのでこの銀行制度は成功した」という評価となり、逆に(4)については、「フリーバンキングではなかったのでこの銀行制度は失敗した」という評価となる。フリーバンキング論においては、19世紀前半のスコットランドと、19世紀半ばのアメリカが(1)に当てはまる事例となるだろう。(4)については、ハイエク(1978)から、1970年代にインフレに苦しんだ先進諸国が当てはまる。そして、(2)に対応するのが、アメリカの「フリーバンキング」時代(1837-1863年)の銀行制度の帰結を「失敗」とみなす、アメリカ金融史における「伝統的見解」である(寺地(1999)p.203)。最後に、(3)の「その銀行制度は成功であったが、実はフリーバンキングではなかった」という立場を、ある特定の地域(ニューイングランド地域、ニューヨーク州、インディアナ州)について取っているのが、本書の著者である。

本書において分析対象の核になっているのは、1829-1866年のニューヨーク州におけるセイフティ・ファンド制度と(第I篇)、インディアナ州に

おける、The Second State Bank of Indiana(存続期間1834-1857年)などの断続的に登場した3つの半官半民銀行である(第II篇)。著者が、この2つの州の制度を「成功」とみなしている理由は次の2つである。1つめは、ニューヨーク州では、「結果的には、セイフティ・ファンドは、課徴金による収入総額が支出総額を上回った黒字の状態であったのであり、1866年に最終残余分が州の公庫に移管されて解散された」(p.437)、ということであり、インディアナ州では、1837年・1839年・1857年の3つの恐慌に際し、いずれの場合も他の諸州とは異なり、銀行券の正貨兌換を部分的とはいえ維持し、同州が「通貨・信用秩序の健全性維持を果たした全米でも稀有の実例」(p.447)とみなされていたためである。2つめの理由は、この2つの州の制度が、アメリカの中央銀行制度の形成に際して、不可欠の構成要素としての役割を果たしたと著者が評価していることである。

「中央銀行なき」状態のアメリカを対象とし、「フリーバンキング」論を批判した著者の積極的な主張は、「これらの「奇態」は、……中央銀行なき状態で、……不安定性の膨らむ通貨・信用秩序の健全性をなんとしても維持しようと挑み、苦悶や苦闘、錯雑の山積の果てに孕み、生み、育まれ、「番人」たらんとした、制度や組織の姿態そのものだった……」(pp.454-455)というものであり、著者の前著(大森(2004)p.2)で、「セントラルバンキング派」として示されたものである。ここで、「セントラルバンキング派」とは、銀行制度の「自生性」を、中央銀行の生成へと繋がりうる内的な必然性を顕す動態として捉え、中央銀行の存在意義や不可避性を強調するもの(大森(2004)p.2)である。

本書で示されたニューヨーク州とインディアナ州の制度で、後のアメリカの中央銀行制度の重要な構成要素となったものは、以下である。(A)ニューヨーク州のセイフティ・ファンド制度に含まれていた検査・監督制度が、国法銀行法(1864年)の構成要素となった(p.437, p.451)。(B)インディアナ州の「剰余基金」制度も国法銀行法の構成要素となった(pp.430-431)。(C)インディアナ州の地域分散型の州唯一の半官半民銀行が、連邦準備制度(1913年)における12地区連銀とその連合体というアメリカに特有の制度のモデルとなった(pp.452-454)。

(D) ニューヨーク州のセイフティ・ファンド制度自体が、1933年の全国的な公的預金保険制度のモデルとなった (p.451)。

評者にとっては、上記 (C) のインディアナ州の半官半民銀行が、地区連銀の集合体としての分権的な中央銀行制度の先駆者であったという事実は初見であり、シンプルに印象深く、興味深かった。この点は、本書と同時期を対象としている Bodenhorn (2003) でも強調されておらず、重要な指摘であると思う。同じく重要な指摘として、The Second State Bank の頭取であったヒュー・マカロック (Hugh McCulloch) が、全国通貨法期に連邦通貨監督官に、国法銀行法期には連邦財務長官に就任しているという制度構築の中での人的連続性の指摘もあった。

最後にいくつか論点を挙げる。1つめは、1837年恐慌の際に、インディアナ州の The Second State Bank が部分的に正貨兌換を維持できた、制度的また実務的な要因についてである。この点が、インディアナ州の銀行制度の「成功」の評価を支える中核的な事実であると考えためである。例えば、「人々が取り付けに訪れた時、第2行政区の The Lawrenceburg Branch Bank は用心深く門扉を閉め、第4行政区の The Madison Branch Bank はすでに門扉を堅く閉ざしていた」(p.271) といったことがなぜ可能だったのだろうか。また、「兌換の請求を行おうと各支店銀行券を携えた代理人が東部からインディアナ州域内に集まって」(p.274) きた際の帰結はどうなったのだろうか。より根本的には、The Second State Bank は、Woodbury 連邦財務長官から、「貴行は、連邦政府預金を保有する全米の銀行のなかで、あらゆるかたちで正貨による支払いを提供できると私共に申し出された唯一の銀行です」(p.275) と告げられたのだが、なぜ The Second State Bank だけが他州の他行とは異なりそれだけの正貨を蓄積することができたのだろうか。開業時の正貨払い込みについては詳細な説明があるが (pp.228-233)、日常業務の中での正貨蓄積の仕組み

についても興味が惹かれるところであった。2つめの論点は、アメリカ中央銀行制度形成における国法銀行制度と連邦準備制度の設計思想における連続性と断絶性の評価である。この箇所は、本書では展望的な位置づけでもあり、国法銀行制度と連邦準備制度の連続面を前面に出した上で、上記 (A) ~ (D) の各構成要素の位置づけがなされている。しかし、国法銀行制度と連邦準備制度の設計思想に断絶的な側面もあった場合には、上記 (A) ~ (D) の各構成要素の評価や位置づけにも変化が生じるかもしれない。ただし、国法銀行制度から連邦準備制度への変遷は、約50年に及ぶ長期の過程であり、本書の直接の分析対象の範囲を超えた問題でもある。したがって、この最後の点については、本書を読むことによって改めて私たちに提起された課題として受け取ることができたということである。

#### [参考文献]

- 大森拓磨(2004)『サフォーク・システム——フリーバンキング制か、中央銀行制か』日本評論社。
- 寺地孝之(1999)『近代金融システム論』有斐閣。
- A. J. Rolnick and W. Weber (1983) New Evidence on the Free Banking Era, *American Economic Review*, Vol.73, No.5.
- F. Hayek (1978) *Denationalisation of Money: The Argument Refined : An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*, Institute of Economic Affairs (フリードリヒ・ハイエク (2020) (村井章子訳)『貨幣発行自由化論 改訂版——競争通貨の理論と実行に関する分析』日経 BP)。
- H. Bodenhorn (2003) *State Banking in Early America: A New Economic History*, Oxford University Press.

(東北大学 菅原 歩)

本多佑三・家森信善編著『ポストコロナとマイナス金利下の地域金融——地域の持続的成長とあるべき姿を求めて』

中央経済社, 232頁, 2022年

本書は15名の金融研究者が内外のデータや事象から、ポストコロナとマイナス金利下の地域金融を考察し、地域金融機関の将来像を提示することを目指したものである。

編著者は、「地域金融機関はマイナス金利などの金融環境下で、預貸利鞘で収益を上げる伝統的な銀行経営モデルは行き詰まっているが、事業性評価とそれに基づく支援能力を高めて、顧客価値向上を通じて自らの収益基盤を拡大することが地域金融機関の進むべき道である」との将来的な理想像を掲げる。そして、それによってこそ「地域の持続的成長に貢献できる」と述べている。このビジョンの下、本書は「第Ⅰ部 変化する金融機関の経営環境」(第1～4章)、「第Ⅱ部 地域金融機関の戦略と将来像」(第5～11章)、「第Ⅲ部 海外の事例に学ぶ」(第12～14章)でそれぞれの視点で分析、構成されている。第1章では、コロナ禍以前から中小企業が抱える問題とコロナ禍によるその深刻化を指摘する。また、支援策として2020年5月からの実質無利子・無担保、最大5年間元本据置の融資(いわゆるゼロゼロ融資)が開始され資金繰り支援がある一方、企業アンケートからは販路拡大や従業員育成など非金融面での課題もあることを示唆する。

第2章はマクロ経済分析で、マイナス金利政策の効果は、円高を止め、景気の落ち込みを未然に防止し、2019年末まで失業率低下に寄与したことだとしている。他方、低金利は金融機関経営を逼迫させるが、自ら経営効率化することによって、実質利子率低下、あるいは自国為替レートが減価し、実質GDP増加につながると説く。

第3章では、サーベイの結果から、コロナ禍に対する中小企業向け金融支援策の中でゼロゼロ融資は、中小企業の資金繰りと経営環境改善に寄与したことを確認している。第4章では、地域銀行の預貸率は、失業率から負の影響、高齢化率からは正の影響があり、マイナス金利政策は銀行貸出促進効果があったことをパネルデータ分析から得ている。

第5章では、地域金融機関の収益悪化の要因は構造的な問題であること、このため、規模拡大を目指す経営政策も有効ではなく、役務収益で当面の収益をカバーするのは情報量・マンパワーが必要で地域金融機関では到底無理だと指摘する。融資業務の効率性についてDEA分析を行い、経営効率化には少人数での融資業務が可能なような改善方法を検討すべきだという。第6章では、国内金融機関の収益多様化には手数料収入が柱となるが問題点も多く、他行との差別化の困難さ、金融機関が同一の行動をとった場合の過熱の恐れなどを挙げている。地域商社、人材紹介業務は収益化するには時間を要し、長期的な視点からの取り組みだと評価している。

第7章では、地域金融機関のリスク動向を俯瞰し、足下の信用コストの水準は低いものの不断のチェック体制が必要とし、信用金庫の潜在的な金利リスクが大きいことを示している。筆者はリスクの適切な管理は銀行経営そのものだと述べるが、実際の金融機関のリスク管理には課題も多いと指摘している。

第8章では、関西圏の各市区町村における金融機関店舗シェアを用いて、開業率・廃業率を被説明変数とする空間計量経済モデルで店舗再編と地域の景況について推定している。結果、地元の金融機関の店舗シェアが上昇し、競争度が低い地域ほど民営事業所の開業に寄与し、市区町村の境界を越えた広域的な取引先の開拓や支援が開業促進・廃業抑制に寄与した可能性を示唆する。評者は、今後の研究の方向として分析対象を他地域に広げることのほか、開業だけでなく、企業規模・数が増加(減少)し、雇用者数の増大(減少)まで波及したかまで視野に入れた分析も期待したい。昨今の中小企業の発展には、開業支援・事業承継や人材支援・販路開拓など、総合的な経営支援の展開が必要であるとともに、地域の持続的成長のためには雇用増加までの波及が不可欠であると考えられている。

第9章では、信用金庫を「長期的視点の金融機関」と定義し(地銀・第二地銀は株式会社で短期

的視点)、金融機関の決定要因をプロビット・モデルで分析している。結果、信用金庫は長期的思考であり、株式型の地域銀行は短期的視点だとしている。しかしながら、「株式会社」が短期的視点だというのであれば、多くの信用金庫が子会社として株式会社を設立し、その株式会社に短期的視点の営利業務を担当させることはどのように説明できるのであろうか。

第10章では、地域金融機関はソーシャルキャピタルと融合した地域金融を進め、地域課題を解決すべきだとしている。事例として、和歌山県や北九州地域の事例を紹介し、地域金融機関の地域貢献のあり方を考察している。第11章では、信用金庫の協同組合としての特徴を制度の発端、信金庫法制定の経緯まで遡し、コミュニティー・キャピタルの視点から信用金庫のあり方について考察している。

第12章では、ユーロ圏でのマイナス金利政策の導入による金融機関収益やマクロ経済への影響について検証している。マイナス金利政策は景気に対して有効で、金融市場では不安を鎮めたことを示唆している。COVID-19へのECBの対応については、PEPP（パンデミック対策緊急資産買入プログラム）はソブリンリスクの高まりを抑制する一方、都市封鎖などの厳しい人流制限は経済を停滞させたが、景気の落ち込みを防いだと評価している。

第13章では、オランダ地域金融大手のラボバンク（農業系協同組合銀行）を取り上げ、コロナ禍に対応した金融支援の結果、同行の損失が拡大したと報告している。ラボバンクは環境対応を従前から行ってきたが、コロナ危機が財務に著しい影響をもたらしても環境対応を脇に置くことなく、逆に「持続可能な社会実現に向けた取り組みを加速させる契機になった」という。具体的には、融資の審査ではCSRテストの導入、環境対応住宅へのローン提供のほか、中小企業向けにはグリーンローン、インパクトローンなどの提供を行い、中小企業の環境対応を推進・支援しているという。こういったいわゆる「ESG金融」は、わが国でもコロナ禍以前から大企業への証券投資を中心に広がり、事例・実績や様々な定量・定性データの蓄積、研究は開始され、政府

も推進策をとり、中小企業金融でも事例紹介は開始されていた。<sup>1)</sup>本書はこの章で海外事例を紹介するのみであるが、日本のESG地域金融についての議論は行っていない。ポストコロナでは「ESG投資やSDGsへの対応は一時的流行であり、中小企業や地域金融、金融機関行動には全く影響を及ぼさない」という可能性もあろう。あるいは、「中小企業、地域金融機関もサステナビリティを意識した経営行動をとり、地域金融でも一般的となる」との可能性もあるかもしれない。ポストコロナを議論するのであるから、せめてそれぞれの可能性や地域金融（機関）への影響などについて議論し、どのような結論に至ったのかについても、読者に提示したら有益だったように考える。

第14章では、中国のデジタル経済の発展により、P2Pプラットフォーム、P2Pレンディングの急増とその後の規制強化の結果、淘汰期に転じた顛末について解説している。また第三者決済の普及と小口貸付の急速な拡大の背景にはECの普及やビッグデータ技術の応用があったという。本章は、既存の金融機関では取引金額が小さすぎて審査・モニタリングコストをカバーできず、取引対象としなかった小口取引でP2Pレンディングや小口貸付が拡大したことを示唆する。ネットでの小口貸付等はわが国では既存の地域金融機関の取引先の領域とは異なるため、棲み分けができるとの評価もできよう。しかしながら、データベース活用による審査・モニタリングコストの低減化は、第5章でも述べた「経営の効率化・人件費削減」にも関係し、従来型の地域密着型金融の深掘りに金融IT技術を融合させながら展開する可能性も考えられよう。実践では技術的な議論も合わせて必要のように考える。

最後に、地域金融機関の進むべき道は「中小企業向け貸出」で事業性評価と支援能力を高め収益基盤を拡大することのみが、地域貢献の唯一の方法なのか、あるいはそれ以外の道もあるのかについては、検討する余地があるのではないかと、ということ指摘したい。少子高齢化により伝統的な預貸業務では存続できないという根強い意見がある。もしもそうであるなら様々な収益を柱としなければ地域に存在

1) 環境省『グリーンファイナンス・ポータル』(<https://greenfinanceportal.env.go.jp/>)ではボンド・ローンのほかESG地域金融の事例も収集・紹介している。

する金融機関は成立しないのではないかということである。たとえば、本書では地域の個人預金者（顧客）については議論されていない。金融リテールビジネスを長期的に安定した収益源の一つとする地域金融機関は今後一つも出てこないのであろうか。コロナ禍以前から地域金融機関でも金融DXは進行し、ポストコロナでもその進展が確実視される中で、それを単なる預貸業務の効率化だけで終わらせるのか、ビッグデータを活用し収益化に向けたリテール・ビジネス戦略を構築・展開することができるのかなどの考察は有益であろう。一部の金融機関関係者や評論家は「投資は日本人には向かない」「個人顧客の長期的な資産形成のための資産運用ビジネスは日本では成立しない」などのように結論づけている。しかしながら、そのような意見の持ち主は、過去に一部の金融機関が自社の目先の利益のためにフィデューシャリー・デューティに背く営業行動を行い、長期的な視野に立つ金融リテールビジネスが成立する機会を金融機関が自ら挫き、顧客の長期的な資産形成までも阻害したことを無視している。金融機関がそのような目先の利益を追うような行動を改め、長期的に個人顧客の資産形成に資するようリテール戦略に転換し、良質な金融サービスを提供するようになることで、安定した収益源の柱の一つに

していくことは本当に不可能なのであろうか。現実には、フィンテックやロボアドバイザーの広がりとは並行して、独立系FPも都市圏を中心に広がりつつあり、地域金融機関の中には連携する動きも出始めるなど、金融機関戦略や顧客の資産形成への考え方も変化の兆しが見え始めている。コロナ禍によって国家財政はさらに厳しくなり、自助努力による資産形成と老後への備えが最重要な国民的課題となったことから、今度こそ個人顧客の資産形成に資する良質な金融サービスを地域金融機関が提供することで地域住民への貢献にもなり、収益の一つの柱にもなるのではなからうか。勿論、簡単にはいかないであろうが、こういった可能性まで検討したものであれば、本書の意義はさらに高まったように考える。

いずれにせよ、本書は、地域金融・経済について様々な視点を持つメンバーがポストコロナを見据えて多様な角度から地域金融を研究した労作である。上記のようにいくつかの点を指摘したが、本書が議論する地域金融機関の貸出行動の今後について示唆する内容は非常に豊富で、さらなる研究や地域金融機関経営に役立つ材料に事欠かない。地域・中小企業金融の研究者、実務家には是非一読をすすめたい。  
(高崎経済大学 森 祐司)

### 中曾宏著『最後の防衛線——危機と日本銀行』

日本経済新聞出版、736頁、2022年

本書は2018年3月に日本銀行副総裁を最後に退職した中曾宏氏の約40年におよぶ日本銀行での活動記録である。とりわけ、中曾氏が信用機構局や金融市場局などで責任ある立場につくようになったバブル崩壊後からの激動の30年間について、日本銀行の内外での議論、苦悩しながら取り組んだ政策対応、制度変更について詳細に解説したものである。

日本銀行の機能は多岐にわたるが、大きく分ければ三つある。第一に、企画局と金融政策決定会合メンバーによる金融政策の立案と、その実施を決定する機能。第二に、そのための経済統計情報を提供し、内外の研究を咀嚼し、行内に還元する調査統計局や金融研究所が担う機能。そして、第三に日本銀行の

実務である、金融市場調節や銀行考査、発券、決済、国庫管理などを行う機能である。このうち、第一と第二の機能に関しては、メディアや学界を通して解説され、議論も交わされることが多い。それに対して、第三の機能やその制度改革に関して、注目されることも少ないし、日本銀行内部からの発信も限られている。実務に関しては問題が無くて当たり前であり、むしろ日銀美学として、水や空気のように、その存在を忘れてしまうほど自然に機能するような環境を提供できればそれがベストであるという考え方があるのかもしれない。

著者の中曾宏氏は過去30年超にわたって、日本銀行の第三の機能の運営に中心的に携わってきた人物



であり、本書では、この間に中曽氏が関わってきた諸問題や制度対応について、それに関わった人物を実名で紹介しながら、あくまで本人の視点から率直に描いている。これは、その間の中曽氏の奮闘を知る人にとっては、ドキュメンタリー番組を見るような感覚に陥るものであり、金融の実務経験がない大学教員にとっては、日本銀行の実務に触れ、内部での議論の進め方、制度設計の準備の仕方がよくわかるという意味で、極めて重要な情報源となるだろう。

本書の構成は四部からなっている。第Ⅰ部は1997年の日本の金融危機、第Ⅱ部は金融危機の処理からリーマンショックによる国際金融危機への展開、第Ⅲ部は、国際金融危機後の日銀と金融政策、第Ⅳ部は金融危機から学ぶ教訓と今後の課題について論じている。各部は何章かに分けて書かれており、全体で20章からなっている。紙幅の関係ですべての章に対してコメントをすることはできないので、選択的に重要だと思われる論点について触れていきたい。

まず、第Ⅰ部では1997年に経験した日本発の金融危機について、その発端から収束に至るまで7章を使って論じている。この部分は、日本の金融機関が次々と破綻に瀕した金融危機を扱った部分であり、どのようにして破綻処理を行い、どのような制度を構築して将来の金融危機に備えたのかという、核心的な問題に取り組んだ経緯が描かれている。

1990年2月に株価の暴落が始まりバブル経済の崩壊が始まった。その後1991年6月には大手証券会社の巨額損失補填が問題化するなど、次第に金融機関を巡る不祥事が、あちこちで聞かれるようになってきた。後知恵で考えれば、バブル崩壊後のなるべく早い時期に不良債権の洗い出しを行い、損失を明確に計上していれば、1997年11月の三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券、徳陽シティ銀行などの連鎖的破綻はくい止められたのではないかと悔やまれる。実際、中曽氏が第7章で論じているように1990年にスウェーデンでは商業用不動産バブルが崩壊し、1992年時点で不良債権残高GDP比が13.2%まで膨れ上がり、銀行部門が機能不全に陥った。この時、スウェーデン政府は、全銀行の全債務保護方針を宣言し、公的資金注入による大手銀行の国有化、不良債権の銀行からの切り離しなどを行い、約5年で不良債権処理を完了した。私も1990年代のどこかの時点で日銀金融研究所が開催した国際コンファレンス

で、スウェーデン中央銀行からの関係者と、金融危機における早期の大規模な破綻処理のメリットについて議論をし、大いに説得された記憶がある。ここでの破綻処理の先送りのコストは大きかったが、その処理のための制度対応はかなり改善されたというのが第Ⅰ部の印象である。

第Ⅱ部は国内の金融危機の処理からリーマンショックに関わる国際金融危機に続く部分である。日本銀行も金融危機への対応の一つとして1998年から新日銀法が施行され、政策も変化してきた。1999年2月にはコールレートを実質的にゼロ%とする「ゼロ金利政策」を「デフレ懸念が払拭されるまで」継続する方針を発表した。この政策は現在では「フォワード・ガイダンス」と呼ばれるもので、先進国の中でさきがけとなった非伝統的金融政策である。当時の速水優総裁は、ゼロ金利からなるべく早く退出し、正常な金利設定を指向する考え方が強く、2000年8月にゼロ金利政策の解除を行った。しかし、その後の景気後退から、2001年3月にはふたたびゼロ金利の世界に戻り、量的緩和政策を模索することとなった。

この政策対応のブレは日銀外部のメディアや金融緩和を主張するいわゆるデフレ派経済学者から強い批判を受けた。日銀内部からは白川方明氏や翁邦雄氏がその議論をうけて日銀の立場を説明するなど火消しに当たったが、2013年3月に黒田東彦氏が日銀総裁に就任するまで、日銀批判の狼煙は熾り続けた。

話は、2008年のリーマンショックに戻るが、これはサブプライム・ローンが生み出したアメリカ発の住宅バブルが崩壊し、ヨーロッパを始めとして、世界的な金融危機に拡大したものである。日本の金融機関は1990年代の苦い経験から、サブプライム・ローンを組み入れていたところは少なかったし、損失規模も大きくはなかった。むしろ、日本の金融市場は欧米の金融機関に対して、ドル資金を供給するプラットフォームの役割を果たした。そのためにアメリカ、イギリス、カナダ、ECB、スイス、日本の6中央銀行がドルスワップ協定を結んで、短期金融市場におけるドル調達圧力に対処することとした。この間のFRB、ECB、BISとの調整に関しては中曽氏の直接関与した部分であり、非常に詳しく説明されており、参考になる。

第Ⅲ部は国際金融危機後の日銀と金融政策対応に

ついて論じている。2008年から2013年にかけての白川方明総裁下での日銀は、金融緩和を進めながら、常に出口戦略にも配慮した、バランスの取れた政策を実行していたと思うが、先述の通り、デフレ派からの批判は止まなかった。2013年3月に黒田東彦氏が日銀総裁に就任し、前例のない「量的・質的金融緩和（QQE）」策を打ち出した。黒田日銀では、様々な手法を導入しながら、超金融緩和策を継続し、白川総裁までは意識されていた出口戦略が、次第に政策の視野から遠のいていった経緯などが第16章で触れられている。しかしながら、中曽氏としては「債券取引損失引当金」を導入することで、日銀の財務体質を強化し、ひいては出口の際に被る損失を少しでも緩和する仕組みを入れておくことで、こっそりと出口に備えたということも報告されている。

第IV部は金融危機から学ぶ教訓と今後の課題について論じている。中曽氏は黒田総裁の最初の5年で副総裁を辞し、2018年3月に日銀を離れたことになる。その後、コロナ感染症の拡大で、景気は大幅に落ち込み、政府の財政赤字も急拡大した。第20章では日銀の現場から離れて、少しは客観的にQQEを顧みて次のように述べている。「QQE以前には、デフレは貨幣的現象として日銀がマネーを増やせば解決できる政策課題であり、達成できないのは政策対応が不十分だからだとする批判的論調が多かった。しかし、物価上昇のメカニズムはもっと複雑だということが、QQEで明らかになった。結局、どこまでが金融政策で対処可能で、どこから先は金融政策だけでは対応できないのかという、効果と限界を示したのが、黒田総裁の下での金融政策だったのではないだろうか。」(p.695)

過去30年間の金融政策を巡る議論は、非常に複雑で難しい局面の連続であったことがお判りいただけ

たと思う。この経験を通して、どうしても気にかかる制度設計上の問題が残されている。それは、1990年に日本でバブルが崩壊した後、金融機関の抱える不良債権の処理を先延ばしにし、いつか景気が回復して資産価格が正常化すれば、問題は解決するはずだから、それまでみんなで耐えようというような社会的な空気はどこから出てきたのかということである。いま、植田和男日銀総裁の下で、超金融緩和策からの出口を模索している。ここでも早く出口から出て、新しい経済・金融環境の下で、活動を開始すべきであるという考え方と、まだ緩和を継続すべきであり、出口について論じることは時期尚早であるという考え方が入り混じっている。日本の社会がある状況に陥った時に、そこから新たな動きを生み出すことがなかなかできないのは、お互いがお互いに依存してしまっている運命共同体的な思考に陥りやすいということなのではないだろうか。

そうした社会的制約の下で、中央銀行の独立性について触れておきたいというのが中曽氏の最後の考察である。ここでは、21世紀に入り、多様化した政策目標に対応した中央銀行の独立性とは何を意味するのかという点について注意を喚起し、中曽氏の元同僚で大阪経済大学教授高橋亘氏の、「立憲的な権力分立モデル」を紹介している。これは政府と中央銀行が経済判断に関して意見が分かれた場合、それを反映した政策を実施することが保証されるというモデルである。確かに、違う船に乗っていればそれは可能でも、同じ船に乗っている中で意見の違いをバランスさせることは思いのほか難しい。我々は同じ船に乗っているのか、違う船に乗っているのか、この認識の違いや制度設計上の違いは、繰り返し議論する必要がある。

(立正大学 北村行伸)

### 朝岡大輔著『企業のアーキテクチャー——コーポレートガバナンス改革のゆくえ』

東京大学出版会、256頁、2022年

本書は近年のコーポレートガバナンス改革が日本企業に与える影響に注目しながら、企業とは何かという問題について検討している。資本コストやエージェンシー問題などコーポレートファイナンスやコ

ーポレートガバナンスの基本概念をわかりやすく解説する一方で、コモン・オーナーシップ問題などコーポレートガバナンスをめぐる最新の研究や行動経済学の考え方などを積極的に用いることで、様々な

問題を幅広い角度から考察している。

第1章では、企業という仕組みはどのようなものか、という議論から始まり、所有と経営の分離、エージェンシー問題、法とファイナンスの関係といった、コーポレートガバナンスを考える上で重要な概念が説明される。そして、コーポレートガバナンスとは企業の存続を維持するための仕組み＝アーキテクチャーであり、時代や文化、法制度が異なれば望ましいアーキテクチャーも異なる、という本書全体を通じた考え方が示される。

第2章では、加重平均資本コスト(WACC)、トレードオフ理論、フリーキャッシュフローといったコーポレートファイナンスの基本的な概念が説明される。さらに、資本コストの概念に内包される「将来の期待」の持つ役割の重要性に着目した議論が展開される。資本コストは将来の株価の期待やその期待の確からしさに影響を受けることから、マネジメントにとって将来の期待のコントロールこそが投資家との関係において重要な課題であることが述べられる。また、人間の形成する期待が心理的な影響から無縁でないことから、利用可能性バイアスや現状維持バイアス、後付けバイアスといった行動経済学で明らかにされてきた様々なバイアスについても紹介される。

第3章では、コーポレートガバナンスの中心課題である企業や経営者と投資家の関係について議論が行われる。企業の目的をめぐるベプチャックとリプトンの間の論争などを紹介しながら、株主利益の最大化とステークホルダー全体の利益の最大化の2つの考え方が紹介される。また、株主代表訴訟、大量保有報告書、公開買付け(TOB)、買収防衛策など株主によるガバナンスをめぐる様々な論点がわかりやすく解説される。ベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティなどのファンド、インデックス投資を行う機関投資家とエンゲージメント活動、アクティビストなどについても詳しい説明がなされる。

さらにここでは、コーポレートガバナンスと企業の事業戦略との関係が行動経済学の観点も取り込みながら議論される。企業の範囲をめぐる企業と株主との綱引きは、コーポレートガバナンスと企業経営の関係を考える上で重要な論点である。たとえばロングロマリット・ディスカウントにもとづく事業売

却をアクティビストなどの投資家から要求された場合、企業の経営者はそれに応じることもあれば拒否することもある。株主による事業売却要求を経営者が拒否する場合、その理由として雇用維持や経営の長期性の欠如の観点が指摘されることが多いが、本章では保有(エンダウメント)効果の影響に注目した議論が展開される。

第4章では、第3章までで議論した資本コストや株価を経営指標として用いた経営の重要性とその難しさについて、個別企業のケースなどを用いた議論が行われている。ここで強調されるのは、資本効率性や利益など目に見える指標を経営指標に置くことのリスク面である。会計不正や製品の検査不正は、生産の効率性や利益などを重視すればするほど、それ以外のことが見えなくなることを象徴していること、人間は目標を与えられるとその実現だけに目が向き、達成のために非倫理的な行動や不正が増える可能性があること、そして測ることができる資本コストが重要になりすぎると測られないものや物差しがない問題が重要でなくなるリスクなどがここで述べられる。金銭的な価値や資本コスト基準は企業経営の中心となるべき重要な仕組みではあるが決して絶対的なものではなく、困難であることがわかりつつも、複数の基準を使い分けながら金銭では満たされない幸福感を達成する経営を目指すべきであると主張が行われる。

最後の第5章では、価値を生み出す源泉としての人間の創造性に企業は役立つ必要があり、生身の人間を念頭においたコーポレートガバナンスの構造を組み立てることが重要であることが述べられる。企業価値の源泉が変化すれば、企業組織の在り方や企業の境界も当然変化する。そこで本章では、企業の組織再編に関連する法制度、スピノフやスプリットオフの基本的な解説、日本企業における親子上場問題の解消にあたってスプリットオフを用いることの利点などが述べられる。また、スピノフやスプリットオフを用いて企業組織の境界線を変更することは事業の優先度、評価や報酬体系に対する認知を変化させ、結果として企業内部の人間の考え方に影響を与える可能性が指摘される。

以上から本書の特徴は大きく2つあるといえる。第一には、本書がコーポレートガバナンスをめぐる諸問題についてわかりやすく整理した優れたガイド

ブックであるという点である。基本から最先端まで、さらに法学からファイナンス、行動経済学まで多岐にわたる論点を取り上げており、読者は本書を読み進めることでコーポレートガバナンスをめぐる議論の全体像をとらえることができるだろう。

第二の特徴は、コーポレートガバナンスや企業の境界の問題に対して行動経済学的な見方を積極的に導入することで、類書とは異なるユニークな視点を提供している点である。たとえば第3章では先に述べたとおり、投資家の要求する事業売却に経営者が反対する理由を、経営者に対する保有効果の影響を用いて説明している。また、事業や企業へのコミットメントの小さいアクティビストファンドなどの外部株主が、経営者のバイアスに基づく経営判断の誤りを修正する役割を担っている可能性を指摘する。全体を通して展開されるこうした行動経済学的な説明は、本書を他と差別化する最大の特徴だといえる。

他方で、この2つの特徴こそが評者に本書の限界を感じさせる点でもある。多岐にわたる論点が詰め込まれた結果として、当然ながら個々の論点につい

てさらに掘り下げた議論が望まれる部分も見受けられる。とりわけコーポレートガバナンスの問題に対する行動経済学的な説明は、より詳細な議論の必要性を感じさせる部分である。たとえば事業売却に経営者が反対する理由としては、経営者の私的便益の追求にもとづくエントレンチメント仮説が広く知られている。本書で強調される経営者の心理面のバイアスの果たす役割が、これまでの研究史の中でどう位置づけられるのか、既存の理論とどう関係しているのか、といった点についてより丁寧な議論が必要であると考えられる。ただし、そもそも本書は研究書として書かれているわけではない。したがって、学術的な観点からの仮説の詳細な検討は本書の目的ではなく、むしろ本書を読んだ後に読者が自ら行うべき作業と考えるのがフェアな見方だろう。

本書を通じて読者はコーポレートガバナンスをめぐる諸問題を幅広い角度から学ぶことができ、さらには新たな視点でこれらの問題を見直すきっかけを得ることができるだろう。

(早稲田大学 蟻川靖浩)

### 小栗誠治著『中央銀行論——セントラル・バンキングの本質を求めて』

知泉書館, 382頁, 2022年

わが国では、1990年代初めにバブル経済が崩壊した影響を受けて、90年代後半には金融機関が相次いで経営破綻する金融危機に見舞われた。それ以降も長期のデフレ経済に陥り、2008年からは世界的な金融危機（リーマン・ショック）も重なって、各国の政府、中央銀行はその対応に追われてきた。

中でも金融政策は、柔軟に対応できない財政に代わり、否応なく各国経済を支える要として機能せざるを得なかった。既往の政策の枠を越えた対応が求められ、日本銀行はマイナス金利や量的緩和など未曾有の諸政策を打ち出し続け、欧米主要国の中央銀行もそれに追随していった。

一方で、中央銀行による異例の政策遂行はさまざまな議論を巻き起こした。そもそも中央銀行とは何かとの疑問が生じ、その本質に沿った本来あるべき政策の姿を求める声が高まったのも不思議ではない。

本書はそうした疑問に真摯に答えようとする企て

である。多年にわたる中央銀行研究の成果を踏まえて、さまざまな事項について内外の見解を丹念に整理・分析し、その作業を通じて現代における中央銀行の本質、あるべき姿を提示しようとする意欲的な著述となっている。

そして、著者は、中央銀行がもつ多くの側面の中でも、公的な性格を帯びた組織ではあるが、あくまでも金融市場の中で (in the market) 銀行業務を行う (banking) 存在であり、その政策は「市場取引の中で、その取引の必要から、市場メカニズムに沿って」行われることこそが最大の特質であると主張する。その見解は本書の膨大な論述の中で徹底して貫かれている。

本書は序章に続く4部10章から成り、各章のテーマはいずれも中央銀行の本質を論ずる際の鍵となるものである。

序章『中央銀行論の再構築をめざして』は、現代

の政策環境の下で改めて中央銀行の本質を探り、あるべき姿を追求するとの本書執筆の問題意識を展開する。

続く第Ⅰ部『銀行券の債務性とシーニョレッジ』を構成する4つの章では、世界の経済・金融取引が変容し、用いられる通貨の意味合いも変化、拡大する中で、その変容を理論的に理解するべく、中央銀行が発行する銀行券の本質を掘り下げる。

まず第1章『銀行券の本質と債務性』では、現代に流通する不換中央銀行券は、経済取引に伴う信用関係（債権・債務関係）から生じる中央銀行の債務であり、その意味で信用通貨であることが強調される。本章の分析は、中央銀行論展開のベースを形作る本書の白眉となる議論である。

第2章『セントラル・バンキングとシーニョレッジ』では、中央銀行の独占的な通貨発行権（シーニョレッジ）をさまざまな角度から論じ、現代の不換銀行券システムにおける通貨発行益は、独占的発行権と法的強制通用力だけでなく、物価安定の確保など中央銀行業務の完遂からもたらされると指摘する。

第3章『銀行券の会計的把握』では中央銀行通貨の会計処理上の扱いを考察し、中央銀行通貨の本質はその債務性にあり、中央銀行は債務の返還要求に直ちに対応できる優良資産を保有しなければならないとする。さらに、中央銀行通貨の性格を踏まえた適切な会計処理が財務の健全性のみならず、銀行券の信認については中央銀行の信認の確保のために欠かせないと主張する。

第4章『政府紙幣の本質およびヘリコプターマネー、統合政府、MMT』では、近年のデフレ経済の下で、その克服を目指して提唱された政府紙幣、ヘリコプターマネー、現代貨幣理論（MMT）といった異質の通貨供給論を検討する。しかし、いかに逆境の経済情勢の下でも、政策手段の発揮に際しては「市場性の尊重」が欠かせず、その意味でいずれの通貨供給論も、金融市場の中でバンキング業務を行うという中央銀行の本質からは逸脱していると批判する。

続く第Ⅱ部『中央銀行の「最後の貸し手」機能』は、最後の貸し手機能（LLR：Lender of Last Resort）を詳しく論じる。まず第5章『「最後の貸し手」機能とバジヨット再考』では、LLRに関する諸見解を分析し、中でもバジヨットが唱えた原則

〔経営が健全（ソルベント）であるが一時的な流動性不足に陥った金融機関に、優良担保を徴求して高金利（ペナルティ・レート）の資金を供与する〕を深掘りする。そして、流動性不足の金融機関と経営が健全でない（インソルベントな）金融機関の識別が実際には容易ではないにしても、LLRが金融機関や金融市場に信用を供与するバンキング機能の発揮である限り、「インソルベントな金融機関にはLLRを発動しない」とのバジヨット原則が守られるべきと強調する。

もっとも、第6章『「最後の貸し手」機能についての日本銀行の考え方とその概念の拡張』では、現行日銀法はインソルベントな金融機関にも無担保貸付を認めていると指摘する。さらにリーマン・ショック以降は、危機の伝播メカニズムが変容したことから、機能低下した資産市場に直接介入する「最後のマーケット・メーカー」（MMLR）や、国際的なスワップ協定を通じて外貨資金を供給する「最後のグローバル貸し手」（GLLR）といったLLRの新たな機能も求められていると指摘する。

第Ⅲ部『中央銀行の独立性と財務の健全性』は第7章と第8章から成る。第7章『日本銀行の独立性再考——法的位置付けと新しい挑戦』では、独立性獲得には、組織の保障と専門的な独立性、機能・操作の独立性、財務の自立性、独自の規制・監督権の法的規定などが担保されなければならないとし、日銀については対政府信用供与の増大を防ぐことが喫緊の問題であると指摘する。また、日銀の法的位置付けを巡っては、憲法第65条（行政権の内閣帰属）の観点のみならず、財政民主主義を謳う憲法第83条は通貨価値の安定についても規定していると読むことが可能であり、そうであるならば通貨価値の維持の権限は国会に帰属するべきではないかとするなど、踏み込んだ読み応えのある議論が展開されている。

続く第8章『中央銀行の債務構造と財務の健全性——銀行券、準備預金および自己資本』では、中央銀行の信認確保には財務の健全性維持が欠かせないが、非伝統的政策を繰り出す各国中央銀行のバランスシートの規模、構成は大きく変化しており、そうした政策から脱却する際には損失を抱える可能性がある」と指摘する。そして、中央銀行がインソルベントとなる場合に備えて、自己資本として会計上の資本のみならず、それを大きく上回って保有する資本

の経済的実質価値（ネットワークス）を確保しておくことの重要性を強調する。

最後の第Ⅳ部『金融調節と内生的貨幣供給』は第9章と終章から成る。第9章『日本銀行の金融調節と「日銀流理論」』では、日銀が行う金融市場の資金調節とそのベースとなる資金需給表の実務を分析し、金融調節を通じて市場に供給される銀行券と日銀当座預金は日銀の債務を表した信用通貨であり、金融市場の通貨需要を受けてバンキング業務によって供給されることが強調される。こうした金融調節とその背後にある内生的貨幣供給説は「日銀流理論」として学会から批判されたこともあるが、著者はその考え方の正当性を強く主張する。

終章『中央銀行の本質を再考する——中央銀行の公共性、銀行性、独立性および一般原則』では、中央銀行を「公共目的の達成を使命とする政府から独立した銀行」と規定し、その役割は常に通貨の安定的供給にあると強調する。そのうえで著者は、政策遂行に備えて中央銀行が保持すべき4原則を示し、現在においてもこの原則を確認することの意義を強調している。

中央銀行の本質を論じた著作としては、西川元彦著『中央銀行——セントラル・バンキングの歴史と理論』（1984年、東洋経済新報社刊）が思い起こされる。西川氏も中央銀行の最大の特徴は市場の中でセントラル・バンキングを行うことにありとするが、それはバブル経済以前の経済情勢を踏まえての議論である。本書は、対応がより困難な未曾有の局面に対峙した中央銀行を巡って幅広い検討を加え、深みのある議論を展開している。西川氏の中央銀行論を現代の視点で再確認しつつ、これをより高度なもの

に押し上げており、そこに本書の学術的な意義が見出される。

もっとも、現代の中央銀行が置かれた経済情勢と政策環境は一段と激しく変化している。中でも、デジタル・トランスフォーメーション（DX）の進展は時々刻々と経済・金融の情勢を変化させ、金融界も大きく揺さぶられている。今や金融機関は、DXがもたらす環境変化に適切に対応していかなければならなくなっている。

それは中央銀行も例外ではなく、DXの下で中央銀行の業務のデジタル化も急激に進む。取引決済では銀行券、硬貨を用いないキャッシュレス化が進展しつつあり、そう遠くない時期には中央銀行デジタル通貨（CBDC：Central Bank Digital Currency）も一般化しよう。その具体的な流通の姿は詳らかではないが、金貨、兌換銀行券、不換銀行券と発展する中で具備されてきた通貨の特質は、デジタル通貨の出現でどのように変質していくのであろうか。また、中央銀行がこれまで培ってきた金融調節、金融政策の手法とその効果にどのような影響を及ぼすことになるのか。このように通貨が変容する中においては、中央銀行という存在の意義、市場の中で銀行業務を営む銀行であるとの認識も変えざるを得なくなるのであろうか。

現時点ではこうした疑問に的確な回答は得られず、中央銀行の本質を探る作業は今後も続けられる。しかし、次世代の中央銀行像を模索するうえで、本書が示す中央銀行の諸特質を十分理解しておくことは、極めて有益な視座をもたらしてくれると読者は首肯するであろう。

（元大阪経済大学 熊倉修一）

