

## [書 評]

植杉威一郎著『中小企業金融の経済学——金融機関の役割 政府の役割』

日本経済新聞出版, 416頁, 2022年

## 1 はじめに

日本の中小企業金融は、政府系金融機関による低利貸出や公的信用保証などのさまざまな政策措置が講じられており、世界金融危機、東日本大震災、コロナ禍など危機のたびに支援が拡充されてきた。これらの支援策については、地域経済や雇用の維持の面から必要であるとの議論がある一方、非効率な企業の温存につながり、経済成長を損なうとの議論もある（アトキンソン，2019；櫻川・星，2009など）。しかしいずれの議論も、エビデンスに基づくものは僅かであり、政策効果について十分な検証がなされてきたとは言い難い。

そもそも、中小企業金融は、本来果たすべき機能（中小企業に対する流動性の供給、資金制約の緩和、および、効率的な資金配分）を果たしているのだろうか？ また、これらの機能を果たすために、金融機関や政府はどのような役割をどういった政策手段を用いて果たすべきなのか？ こうした重要な問題について、これまで、企業レベルや貸出レベルのミクロデータを利用した厳密な分析はほとんど無かった。この主な理由は、中小企業の財務データや資金調達に関するデータの入手が困難であったことである。

そこで著者は、自らが中心となってアンケート調査を実施するほか、政府統計の個票、民間信用機関のデータ、政府系金融機関の内部データ等、さまざまな中小企業金融に関するデータを収集・整理し、こうしたデータを利用することにより、中小企業金融の現状と政策効果を明らかにするための緻密な実証研究を蓄積してきた。本書はその集大成である。

本書評では、第2節で本書の概要を紹介し、第3節で本書の貢献と今後の課題について述べる。

## 2 本書の概要

本書は3部構成である。第1部（第1章から第3章）は、主に中小企業への資金配分とその効率性に関する分析結果を示す。第1章では、まず、日本の企業、特に中小企業の資金調達状況の全体像を概観し、次に、中小企業の多様性を踏まえ、資金調達面で両極端に位置する企業、すなわち、無借金企業と債務超過企業もしくは金融機関の支援なくしては事業継続が難しいゾンビ企業に着目する。分析の結果、無借金企業は中小企業を含めて2000年代にその比率が増大したが、成長志向が低く、資金制約に直面していた可能性は低いこと、他方、債務超過企業やゾンビ企業の比率はコロナショック前までは低下していたが、コロナ禍後の借入れ依存度の上昇により高まる可能性があることを示している。

第2章では、1980年代以降における、企業間での資金再配分の規模とその効率性を検証する。具体的には、資金再配分の規模は、不況期および1990年代の低迷期に小さくなる傾向にあったこと、また、再配分の効率については、中小企業部門では低生産性企業から高生産性企業への明確な資金の動きは確認できなかったことを示している。

第3章では、金融機関の貸出・預金を介した地域間の資金配分の動向やその効率性について、金融機関店舗ごとの貸出・預金残高情報を用いた分析を行う。分析の結果、各都道府県内の貸出には域内で集められた預金が最も多く用いられており、特に近年では同一県内での資金の流れが相対的に増えていること、また、生産性と資金の流れとの間には負の関係がみられることが示されている。

第2部（第4章から第8章）では、中小企業金融政策の評価を行う。第4章は、まず、中小企業の資金繰りを支援するための政府関与の理論的妥当性に

関する議論を整理している。次に、政府系金融機関による直接貸出と信用保証に関する理論分析に基づき、信用リスクの大きな企業ほど信用保証の方を選択する一方、信用保証の方がより企業の借入や投資を増加させる効果があるという理論的仮説を導いている。ただし、データによれば、前者の仮説が支持される一方、後者は支持されない。

第5章では、特別信用保証（1990年代末）と緊急信用保証（2000年代末）の利用要因と効果を検証する。分析の結果は、信用保証は信用リスクが高い企業が利用すること、また、特に特別信用保証は借入企業の利益率を低下させることを示している。

第6章では、政策金融公庫中小企業事業部によるローンレベルのデータを用い、公庫貸出の決定要因と効果を分析する。分析の結果は、公庫貸出は、営業利益率、売上高成長率が高く、自己資本比率が低い企業が利用していること、営業利益率、赤字企業比率、債務超過企業比率などで測った企業の事後パフォーマンスの有意な改善はみられないこと等を明らかにしている。

第7章では、政府系による民業圧迫の有無を、政府系金融機関による民間金融機関の貸出の代替の有無という観点から分析している。具体的には、制度変更に伴う高格付け企業への金利の低下を外生的ショックとして利用し、政府系金融機関による民間金融機関の代替は生じていないことを明らかにしている。

第8章では、政策金融公庫中小企業事業部による無担保貸出および無保証人貸出（財務制限条項付き）の利用要因と効果を分析する。分析の結果は、無担保貸出は有担保貸出に比べて、信用リスクの高い企業ほど選択する傾向があり、事後の信用リスクを上昇させること、一方、無保証人貸出は、有保証人貸出に比べて信用リスクが低い企業ほど選択する傾向があり、事後の信用リスクを改善する傾向があること等を示している。

第3部では、貸出市場の集中度の実態、その変化の要因、および集中度が企業の借入条件に及ぼす影響に関する分析を行う。第9章では、日本の都道府県や都市雇用圏ごとの貸出市場におけるハーフィンダール・ハーシュマン指数（HHI）を算出し、HHIが高まると借入金利が小幅かつ徐々に上昇する傾向にあることなどを見出している。第10章では、銀行

合併が取引先企業の資金調達環境に及ぼす影響を検証し、合併行と取引していた企業の資金調達環境は平均的には改善していることを明らかにしている。

最後に、終章では、分析結果から得られた政策的含意として、主に以下の3点が指摘される。第一に、資金配分は、政策の副作用もあり、非効率性が存在している。第二に、金融機関は、事業再生のための一層の取り組み、個人保証から財務制限条項への代替、店舗網の再構築等が必要である。第三に、政府は、信用保証・直接貸付において、借り手の財務危機を防ぐための取り組み、新たな金融技術の進展を阻害しない配慮等が必要である。

### 3 貢献と課題

第2節でみたように、本書は、中小企業の企業レベル、貸出レベル、銀行の支店レベルなどさまざまなマイクロデータを用いて、中小企業金融に関わる制度の詳細を踏まえた緻密な実証分析を行っている。また、分析結果に基づき、いくつもの重要な政策的含意を導いている。このように、本書の学術的、政策的貢献は極めて大きい。特に、日本の中小企業が直面している資金制約は、政策効果もあり相当程度緩和されている一方、効率的な企業ほど多くの資金提供が受けられているか、という資金配分の観点からは、政策の副作用もあり、非効率性が存在しているという発見は重要である。こうした実証結果の提示は、今後、中小企業金融政策にけるEBPM（エビデンスに基づく政策形成）に大きく寄与するものと期待される。

本書の分析、特に、政策的にも重要な第2部の分析に関して、今後の課題を三つ述べておく。第一に、信用保証の効果に関する分析（第5章）については、借り手企業のモラルハザードの可能性を指摘しているが、銀行は、信用保証があることで、信用保証がなければ貸さないような信用リスクが高い企業に貸す結果、企業の債務比率はさらに高まり、デフォルトリスクが上昇するという銀行側のモラルハザードも、借り手のモラルハザードと同等あるいはそれ以上に重要かもしれない。これに関連して、保証協会による代位弁済のうち、単なるリスクの移転ではなく、信用保証によって生じたリスク（借り手あるいは銀行のモラルハザードに起因するリスク）に関する定量的分析が望まれる。

第二に、政府系金融機関による直接貸出の効果に

関する分析（第6章）では、貸出が事後の企業パフォーマンスに及ぼす効果について、必ずしも頑健な結果が得られていない。処置効果を測る際の対照群の選定の妥当性のチェックなど、計量的により緻密な検証が望まれる。

第三に、無担保貸出や無保証人貸出に関する分析（第8章）では、政策金融公庫中小企業事業部の貸出データを用いた分析が行われているが、ここでの分析結果が民間金融機関の無担保貸出や無保証人貸出にどのような条件のもとでどの程度妥当すると考えられるのか、より丁寧な議論が望まれる。

無論、これらの課題は本書の学術的・政策的価値を減ずるものではない。むしろ本書によって、日本における中小企業金融研究の新たな地平が開かれた

のである。

最後に、学術書でありながら、結論をわかりやすく説明するなど、一般の読者向けに読みやすさにも配慮されていることを付記しておく。

#### [参考文献]

アトキンソン、デービッド（2019）『国運の分岐点——中小企業改革で再び輝くか、中国の属国になるか』講談社+α新書、講談社。

櫻川昌哉・星岳雄（2009）「問題多い中小企業金融円滑化法案」『日本経済新聞 経済教室』2009年11月13日。

（学習院大学 細野 薫）

### 王東明著『中国株式市場の形成と発展（1978-2020） ——「移行経済型市場」と国際的インパクトを中心に』

関西学院大学出版会, xiv + 574頁, 2022年

本書は、膨大な資料に基づき、中国における株式市場の制度形成と発展過程を、国家と市場の関係という一元的な構図にとどまらず、中小国有企業など、投資家、金融機関および地方政府を含む地方、中央政府、国際社会（海外）の三者の相互作用という多面的な視点から描き出す点において特筆に値する。

評者は、はしがきにある「下からの改革」の言葉に惹かれ、本書を読み書評を書きたくなった。それは、「本書は、コースと王が主張している国家主導と草の根という中国改革の二重構造を〈上からの改革〉と〈下からの改革〉に言葉を変え、中国株式市場の形成と発展を考察するものである」（iv頁）からである。著者は、株式市場の形成について、「下からの改革」というキーワードを用い、株式市場が地方の各主体による試行錯誤の中から現れたことを強調する。1980年代初頭に始まる企業改革の中で、資金調達手段としての株式発行が「草の根」的に導入され、制度化されていくプロセスは、トップダウン型の改革イメージとは一線を画す。こうした「下からの改革」は、中国経済における民間の創造力と適応力を証明するものであり、本書はそれを丹念に実証している。これに対して、評者が「下からの改革」に注目するあまり、本書を読み進むと、少し期

待外れと感ずるようになった。

しかし、「下からの改革」に終わらず、統計資料を含め膨大な資料に基づく多面的な分析に感心した。本書において、統計資料や政府文書、報道、政策分析、地方政府の実践記録など、膨大な一次資料と二次資料を駆使している点は、注目に値する。著者はこれらの資料を用いて、多面的かつ重層的な分析を行っており、単なる記述や歴史の再構成にとどまらず、制度変容の背後にある力学や意図、偶然性をも浮き彫りにしている。

以下は、本書の主な内容を、章ごとに簡単に紹介する。

序章では、中国の株式市場の概況と特徴を紹介したうえで、問題意識と分析視角、独自の概念と先行研究を提示した。問題意識として、国有企業改革、個人投資家の行動、国際的圧力・影響の三者と株式市場との関係が挙げられている。それは同時に、本書を貫く3つの視角でもある。株式市場を「国家の道具」あるいは「自由市場の導入」といった単純な二分法では捉えず、複数の主体が交錯する「制度創造の現場」として捉える視座が提示される。

第1章では、株式市場の形成とのかかわりで、株式会社制度導入の背景と経緯を明らかにした。企業

の資金源が財政投入から銀行融資に変更される中、銀行融資を受けるのが難しい地方の中小国有・集団所有企業による、株式を発行して民間から資金を調達する実験が始まった。ここでは、企業や地方官僚が中央の明確な指示を待たずに独自に制度導入を進める様子が描かれ、中央政府がそれを追認するかたちで制度が整備されていったことが示されている。

第2章では、上海証券取引所と深圳証券取引所の設立が扱われる。株式を持つ個人投資家の行動、地方金融機関の動きおよび地方政府の立場を考察し、初期段階の株式市場における「下からの改革」を分析した。ここでも国家による上からの計画というよりは、企業のニーズと地方政府の先導が制度化を促したとされる。証券取引所の設立は「下からの提案と上からの容認」のダイナミズムにおいて実現したことが明らかにされる。この2章はまさに「地方」発の制度形成という本書の重要な論点を支える部分である。

第3章では、株式市場の拡大とその問題点を考察した。1990年代後半からの「上からの改革」として、中央政府による制度の整備と統制強化が描かれる。株式市場が国有企業の資金調達の「場」と企業改革の「場」としての性格を明らかにした。一方、2000年代半ばから、ITブームの中、株式市場は民間企業の資金調達の「場」にもなりつつある。ここでも、依然として民間のイノベーションや新たな経済主体の出現が株式市場の制度改革に影響を与えた点が示される。

第4章では、個人投資家に対する調査を活用して、「大衆基盤型市場」という中国株式市場の構造を明示した。中国の株式市場は、非流通株だった国有株が発行済み株式の半数以上を占めている中、とりわけ流通市場では、個人投資家による短期取引が中心となっている。本章は、投資家の収入、金融資産および投資状況を丹念に分析し、株式投資の「大衆化」と「ミドルクラス化」が同時に進行していることを明らかにした。

第5章では、上場国有企業の株式の所有構造と企業効率との関係を実証した。その結果、国家株の比率が高いほど企業の収益性が低くなることが明らかになった。但し、一部の基幹産業や寡占的な業種では、国家株比率が高く、業績にプラスの影響を与えている。また、法人株（国有法人株が多く含まれ

る）の多い企業は、企業収益に有意なプラスの影響を与えている。本章は、膨大な調査データを駆使し、国有株などと企業収益との関係を分析した。

第6章では、上場企業のコーポレート・ガバナンスを分析した。企業調査で現れたガバナンスの特徴を分析した結果、国有株主が上場企業で支配的な地位を得ていることが明らかになった。現段階では、上場企業のコーポレート・ガバナンスの特徴は、経済合理性を追求する専門的経営者の台頭と「党政支配」体制の維持という2つの側面を持っているといえる。

ここまで、中国株式市場の形成、発展のプロセスを中心とする第I部である。第7章からは、「中国株式市場の国際的インパクト」を扱う第II部となる。

第7章では、B株市場の創設、発展とその課題を考察した。1992年に海外投資家に限って投資できる市場として、B株市場は、1990年代に外貨不足の中で考案された。しかし、中国企業の海外上場、中国が世界最大の外貨準備保有国となって久しく、B株市場の人气が低下した。B株市場は、「下からの改革」によって発生したが、「外圧による改革」でもある。B株上場企業と市場関係者は、外国市場や外国企業からさまざまな経験を学んだ。

第8章では、中国石化上海石油化工有限公司をケーススタディとして取り上げ、国有企業のニューヨーク上場を考察した。ニューヨーク上場は、中国企業に資金調達のルートだけではなく、アメリカ市場の諸制度と金融技術、さらにはアメリカ企業の経営手法を学習する機会をもたらした。さらに、企業のコーポレート・ガバナンス構造の変革にも一層促進的な役割を果たした。

第9章では、中国のWTO加盟が銀行、保険、証券市場に与える影響、2000年代以降の市場拡大と国際化を分析した。ここで注目すべきは、中国の株式市場が国内制度にとどまらず、国際的な投資家や海外基準との接続を通じて、急速にグローバル化していく過程である。一方、現段階では金融市場の開放は限定的であり、外資系金融機関の国内業務の規模も小さい。資本市場は、最も開放されていない分野である。これらは、中国金融市場の将来課題となるだろう。

総じて本書は、「民間などによる地方的な試み」「国家による制度化と管理」「海外からの制度的・資

本的圧力」の三者の関係性を中心に、三位一体的な分析となっている。その結果、中国株式市場のダイナミックな発展過程を描き出している。中国における制度構築を面的に語ることの危うさを示すとともに、多様な主体が絡み合う中での制度変容の複雑さを実証的に明らかにした点で、本書は高く評価されるべきである。

一方で、資料の豊富さと分析の丁寧さゆえに、同じような議論や事例が章をまたいで繰り返されている印象を受ける箇所もある。例えば、地方政府や企業の主体性についての記述や、国際化に関する視点は、複数の章にわたって重複して取り上げられており、全体としての論旨に若干の冗長さをもたらしている。初出一覧を見ると、実は33本の論文が挙げられている。これほどの論文を1冊の本にまとめるには、相当苦勞するだろう。結果的に、574頁にも達する大著となった。もちろん、これだけの大著では、論理的にも繰り返して述べる必要がある。但し、一般の読者はその厚さに圧倒され、読み始めるのに、少し勇気がある恐れがある。第Ⅰ部中国株式市場の

形成と、第Ⅱ部中国株式市場の国際的インパクト（第Ⅱ部の主な内容は、中国株式市場の発展における海外の圧力・役割）を、それぞれ上下の2冊にすることを提案したくなる。それと同時に、自らの研究に、そして学生の論文指導に、先行研究と資料集として、使いたくなり、もっと早く出版されていれば、とも思う次第である。

本書は、多くの課題を残してくれた。とりわけ、本書が提示した「三者関係」のフレームワークを他の制度領域（たとえばインターネット産業や環境政策）に適用し得るかという点が挙げられる。また、株式市場についても、国際資本のさらなる関与や、ESG投資、デジタル証券化（トークン化）といった新たな潮流に対して中国がどのように制度的に対応するのか、将来の研究の重要なテーマとなるだろう。

中国経済、制度分析、金融市場に関心をもつ研究者・実務家、そして学生にとって、本書はきわめて有益な視座と資料を提供してくれるに違いない。

（麗澤大学 陳 玉雄）

鹿野嘉昭著『日本近代銀行制度の成立史——両替商から為替会社、国立銀行設立まで』

東洋経済新報社, xiv+366頁, 2023年

本書は、明治維新时期における日本の近代的銀行制度の成立と関わる重要トピックについて、再検討したものである。周知のように、明治政府は西洋から近代的な金融諸制度の移植を図ったが、その目玉となったのが銀行制度の導入であった。確かに、江戸期にも両替商が主に貸出や為替の面で銀行業と同様の機能を果たしていたが、預金という面（論争はあるものの）銀行業は両替商とは一線を画していた。本書は、その内容の多くを日本最初の銀行（Bankの訳語）とされる為替会社及びアメリカの国法銀行（National Bank）を参考にして新設された国立銀行の検討にあてている。「まえがき」において、「新たな制度を導入するにあたって何が障害になり、それらはどのように克服されたのか、新たに導入された金融機関の経営はどのような状況にあったのか、…金融論の視点を加味して検証した結果を提示する」とあるように、あえて現代的なアプローチ（著者の

表現を借りれば「異色の金融史」）をとっているとところが特徴的である。あわせて、通説的イメージに対して懐疑的なトーンで一貫しているという特徴もみられる。ここで、本書の目次をみよう。

- 第1章 江戸期大坂における両替商の金融機能
- 第2章 いわゆる銀目廃止をめぐる
- 第3章 為替会社の意義と機能
- 第4章 為替会社の破綻処理
- 第5章 明治4年の銀行論争
- 第6章 なぜ国立銀行の創設は4行にとどまったのか
- 第7章 明治9年の国立銀行条例改正
- 第8章 明治9年の条例改正後における国立銀行の経営状況

目次からも明らかのように、本書では、江戸期に

における両替商の金融機能を確認したのち、慶応4年における銀目廃止のインパクトに再検討を加えた上で、明治2年の成立から破綻処理の時期までの為替会社及び旧国立銀行条例時代から明治9年改正国立銀行条例時代の初期までの国立銀行業が取り上げられている。本稿では、紙幅に限りがあるため、評者の専門分野である国立銀行に関する3つの章を紹介したい。

第6章では、旧国立銀行条例下で国立銀行の創設が4行にとどまった要因について、多面的に再検討している。まず、本書の表6-2(260頁)で、国立銀行の期待収益率がマイナスになっていたことをシミュレーションし、それが投資家の出資意欲を減じていた可能性を指摘している。もっとも、後に日本銀行が初めて公定歩合(当初商業手形割引歩合)を松方デフレ下で設定したときですら日歩2銭8厘(年利10.22%)だったことに鑑みると、民間銀行の貸付利率を年利10%と著者が想定しているのはやや低い印象を受けた。加えて疑問に思ったのは、国立銀行は御用為替方として官金取扱の特権によって高い収益が得られる可能性について、(評者の見落としかもしれないが)議論されていないようにみられる点である。当時の投資家の感覚は、儲かる=政商ビジネスというもので(時代はやや下がるが、地租改正後の三井物産の貢米売捌業務や三井銀行の納税資金荷為替業務のような)、純然たる民間ビジネスはあまり想定されていなかったのではなからうか。

次に、為替会社の整理において、為替会社規則では出資金以上の負担はないことが規定されていたにもかかわらず、整理の段階で「宇宙の公法」として出身者に追加負担が求められたことが、株主有限責任を謳う国立銀行への出資に際しても、一般投資家の不安を拭えなかったことを指摘している。さらに、国立銀行が提供する金融サービス(「大仕掛けのもの」と民間部門が希求するサービス(小規模資金融通)にミスマッチがあり、国立銀行業には魅力がなかったこと、最低資本金制度や政府による監督規制及び各種の報告義務など「使い勝手」が良くなかったことも、国立銀行が「忌避された」要因として指摘している。最後の指摘については、為替会社より強化された規制や正貨準備規定がネックとなって国立銀行の設立が進まなかったという通説的イメージと同様であるが、金融ビジネスの供給者と需要者

とがそもそもミスマッチを起こしていたという視点はこれまでなかったように思われる。官製ビジネスが失敗する重要な要因として今日のインプリケーションも提供できているといえ、さらに明治初期のマクロ経済・産業の動向や主流のビジネス(米穀取引関係)などについても紹介があれば、読者により親切だっただろうと感じた。

第7章では、旧国立銀行条例下で設立された国立銀行の経営内容が取り上げられる。通説では、当該4行は兌換請求が相次ぎ政府貸下金を4行連名で求めるほど極度の経営不振に陥っていたとされるが、その再検討を課題としている。本書の表7-1(284-285頁)及び表7-2(290-291頁)では、明治7年6月末~明治9年6月末における第一国立銀行及びその他の国立銀行の資産・負債・資本勘定が明らかにされている。著者による検討の結果、国立銀行の苦境の主因は、金額的にみると官公預金の大幅な減少(400万円)にあること、及び民間預金を「規模相応に」獲得したが、25%の預金準備率を維持するために利回りゼロの金銀有高が資産の3割に達していたこと等にあり、銀行券の発行困難は官公預金の担保率引上げによる資金繰り難への最後の打撃(「日々の資金繰りというフローの側面において資金調達に限界的に悪影響を及ぼした」となったという見解が示されている。なお、第一国立銀行以外の国立銀行では半期10%の配当が実施できており、先行研究が指摘するような「厳しい状況」ではなかったことにも言及がある。正貨兌換が草創期国立銀行の苦境の主因ではなく、官公預金の減少をキーとみる著者の見解には評者も同意する。明治6~7年は、明治六年政変、佐賀の乱、台湾出兵など政情不安定な時期でもあり、当時の情勢と国立銀行経営との関係について、より検討を深めることが今後の課題といえよう。

第8章では、明治9年の国立銀行条例改正に伴って、国立銀行の設立ラッシュがなぜ起こったのか、再検討している。この点、通説的には正貨兌換規定の撤廃や秩禄処分に伴う大量の金禄公債証券書の発行とされている。著者の結論的には、国立銀行業が投資家にとって高い収益性が見込めることになったところに求めている。すなわち、金禄公債を出資して国立銀行券を発行できるようになったこと、資本金に組み入れられた公債にも付利が行われるためさら

に高い収益性（ROA 8.49%）が期待されたこと、仮に投資家が七分利付公債を市場で購入し国立銀行へ出資した場合も時価83.4円に対して資本金繰入価格が77円であり6円の追加負担で済む（半期10%配当であれば半年で元がとれる）ことを指摘している。明治9年の改正によって国立銀行業がより高収益を見込めるようになったことについては評者も異論はないが、西南戦争以降の金融繁忙や米価高騰（明治13年には地租米納が検討されたほど地主・米穀商とも大きな利益を得たと推測される）により銀行業が求められる経済情勢になったことも、設立ラッシュの大きな要因であるように思われる。

第8章の後半部分では、明治9～13年における国立銀行全体、第一国立銀行、第十五国立銀行の資産負債状況を示すことで、（第一や第十五のような特異な国立銀行を除いた）平均的な国立銀行の姿を表8-9（346-347頁）で計数的に明らかにしている。預金6万円及び資本金15万円に対して発券高11万円というところから、改正国立銀行条例直後の平均的な国立銀行が「発券銀行としての色彩を強く帯びた」ものであったと説得的に論じている。

以上みてきたように、本書は草創期国立銀行の研究に対して少なくない貢献をしている。特に、旧国立銀行条例下での国立銀行4行の経営分析を（第一国立銀行に絞らずに）丁寧に行う意義を示したことは、後進の研究者にとって有益である。あわせて、

兌換請求が相次ぎ国立銀行の経営が立ち行かなくなったというような教科書的な通説こそ疑うべしという研究の初心に戻る重要性も、本書は示すことに成功しているといえる。

評者も国立銀行時代のブルーデンス監督について研究する中で感じていたことではあるが（『銀行監督の歴史——日本の銀行業とブルーデンス』名古屋大学出版会、2024年）、本書を通読して、あらためて明治維新期の金融当局・政策担当者の論理的思考力の高さには驚かされるばかりである。抵当増額令のような失敗もあったとはいえ、交通・通信事情も悪い時代に諸外国の制度に関する情報を得て比較し、今日の経済学・経営学の教科書的な内容も確立されていなかった当時に、割引現在価値や複式簿記等を理解して制度設計に活かすことができたのには、どのようなバックグラウンドがあったのだろうか。単なる権力争いや出世競争という視点だけではない新たな視点を付加し、今一度人物に注目してさらなる検討を行う必要性が示唆されているといえよう。

最後に、本書は必ずしも金融史を専門とする研究者でなくとも理解できるような内容となっている。本書が多くの読者を得て、有益な政策提言につながることも、学部生や大学院生が明治維新期の金融史を研究するきっかけとなることを期待しつつ、筆をおくこととしたい。

（横浜国立大学 邊 英治）

### 祝迫得夫編『日本の金融システム——ポスト世界金融危機の新しい挑戦とリスク』

東京大学出版会、449頁、2023年

日本の高度成長期を特徴づけたメインバンク・システムを根幹とする銀行中心の金融システムは、1980年代以降の金融自由化、グローバル化、バブル景気とその崩壊に伴う長期不況、そして情報通信技術の進歩に起因する金融サービスの革新的進化（フィンテック）などにより、かつてない変革期を迎えている。

東京経済研究センター（TCER）を舞台に展開されたミクロの金融・ファイナンス研究プロジェクトの成果をとりまとめた本書は、現下の日本の金融システムを多岐にわたる切り口で取り扱うものであり、

執筆陣には各分野の著名な専門家がそろっている。

第1部「決済手段と決済システム」では、第1章「日本の家計による支払手段選択——キャッシュレス決済推進の政策的論点」において、フィンテックの進展の現象面として、日本家計におけるキャッシュレス決済と小口決済システムの普及状況に関して、実態面と学術面で興味深い考察がなされている。この考察から得られる事実は、現金需要が根強いというものである。

第2章「信用経済と決済システム——新しい電子通貨は銀行預金に代わる決済手段になりうるか」で

は、電子マネーやブロックチェーン技術の進歩を背景とする暗号通貨の普及および海外デジタル通貨が、日本の銀行預金に基づく決済システムにどのような影響を及ぼすのかを、主に理論面から考察している。主要な結論としては、現代の銀行システムは、その効率性を前提とする限り、暗号通貨等の電子通貨システムに比べて、優越性を有しているというものである。

第Ⅱ部「銀行業の変貌と課題」の第3章「日本の銀行業の変貌——所得データに基づく分析」では、日本の銀行業の収益や預貸動向の長期推移および日米比較のデータに基づき、「銀行業衰退論」の妥当性を分析している。その結果、日本では銀行業の所得は低下しているものの、預金・貸出の対GDP比率は上昇傾向にあること、また企業の負債に占める借入の比率はさほど低下していないことなどが明らかにされている。

第4章「ポストコロナ時代の地域金融機関の役割——金融を超えた企業支援のための課題」では、コロナ禍後における金融機関の企業支援ツールとして期待される地域商社事業と人材紹介業務に関して、中小企業に対して実施したwebアンケート調査の結果を紹介している。その結果、いずれの事業についても企業の認知度は低く総じて期待も高いとはいえないものの、メインバンクとの信頼関係が緊密でコロナ禍で金融機関が親身に対応している場合には、その期待は高い傾向がみとれた。

第Ⅲ部「ハイテク化する資産市場」の第5章「21世紀の日本の株式市場——電子化・高速化による変遷」では、日本の株式市場を対象に、金融取引の電子化および高速化がどのような影響を及ぼすのかを分析している。Fama-Frenchの3ファクター・モデルでの分析において、Book to Market比率の高いバリュー株に基づく投資戦略のパフォーマンスが2010年代から低下していることが明らかにされている。また近年プレゼンスを高めている高頻度取引(HFT)の行動特性に関する詳細な分析により、個人投資家と対照的な性質が浮き彫りにされている。

第6章「株式投資における曖昧さ回避行動——米国と日本の株式市場データを用いた分析」では、資産選択理論の標準モデルともいえる平均分散アプローチに基づく投資行動と現実の投資行動とのギャップが分析対象とされている。平均分散アプローチの

基礎となる効率的フロンティアは過去データに基づくものしか観察できないという意味で不確実性が存在し、その不確実性を避けようとする行動は「曖昧さ回避」と呼ばれており、日米の株式市場データの分析によりその存在を確認している。

第Ⅳ部「企業金融とコーポレート・ガバナンスの挑戦」の第7章「機関投資家の非同質的特性とESG——日本企業の長期投資とCO<sub>2</sub>排出量から」では、機関投資家の多様性に着目した分析がなされている。広範な先行研究のサーベイののちに、外国人投資家の株式保有が、ESG活動を通じて企業の広義の長期投資活動を促進するという仮説を実証分析し、その仮説を支持する結果が導かれている。また、CO<sub>2</sub>排出量と機関投資家の持株比率との関係に関する分析からは、北欧・EUの機関投資家は、CO<sub>2</sub>排出量が多い企業からダイベストメントする傾向にあること、パリ協定後には北欧・EU以外の広範な機関投資家が、CO<sub>2</sub>排出量の削減余地が大きく実際に削減傾向にある企業の株式を保有する傾向にあることなど、興味深い結果が得られている。

第8章「日本型コーポレート・ガバナンス——金融・内部ガバナンスの制度的補完性と進化」では、伝統的な日本型ガバナンスであるメインバンクによる金融ガバナンスと社内出身者を中心に構成される取締役会による内部ガバナンスに焦点を当て、金融・内部ガバナンスが近年においても維持されているのか、両者の制度的補完性は保たれているのかを考察している。実証分析の結果、近年においても金融ガバナンスの特徴を有する企業では、内部出身者が経営者になる傾向が強く、両者の制度的補完性が維持されていることが明らかにされている。また、近年ではガバナンス改革の進展により、経営者は株主価値に配慮するようになってはいるものの、現状でも日本型ガバナンスは株主権型に移行したとはいえないとの結論が得られている。

第9章「全社的意思決定としての企業保険の意義——理論と現状分析を踏まえた課題と将来展望」では、2011年度と2021年度に実施された2つのサーベイ調査の結果に基づき、企業保険の意義を考察している。ステークホルダーに対する説明責任が明確化されるなか、保険購買は全社的意思決定の一環としてなされるべきであるが、現状では保険は別物という意識が根深いという課題が浮き彫りにされている。

また、損保業界においては、顧客企業の企業価値を高めるために、リスクマネジメントとしての企業保険の意義や役割を顧客企業に理解させることの重要性が指摘されている。

第Ⅴ部「資本のミスアロケーションとマクロ経済への影響」の第10章「日本企業の資金調達——ゾンビ企業・無借金企業の存在」は、いわゆるゾンビ企業と無借金企業が併存する日本において、ゾンビ企業の影響を多面的に考察するものである。最初にゾンビ企業と無借金企業の時系列推移を明らかにしたうえで、ゾンビ企業の存在が非ゾンビ企業の投資、雇用、生産性に及ぼす影響および無借金企業との関係を定量的に分析している。その結果、ゾンビ企業比率が高い産業では総じて非ゾンビ企業の投資、雇用および生産性に悪影響が及んでいること、ゾンビ企業比率が高い産業では実質無借金企業が発生しやすいことなどの事実が明らかにされている。

第11章「金融制度と危機対応——企業救済に関する理論と政策の課題」は、経営危機に陥った企業や銀行に対して政府の介入の是非を論じた論文である。企業救済や銀行救済に関する伝統的な議論を整理したうえで、コロナ禍のような大きな社会的ショックが発生した場合の企業救済のあり方を論じている。それを要約すれば、政府は一般的な企業倒産の事例に直接介入することは正当化されないが、倒産手続きがスムーズに進むための制度設計等には政府の役割があるというものである。また、ゼロゼロ融資のような過度な支援策は、結果としてゾンビ企業を生み出すものであり、正当化されないとしている。

終章「関連する研究テーマと今後の研究課題」では、各章で展開された議論をより発展させるための今後の研究課題が論じられている。

以上のように、本書は日本の現下の金融システムの重要トピックスに関して、先行研究のサーベイおよび理論提示と信頼性の高い実証分析が丁寧に展開され、その結果意義深いファクトが数多く明らかにされている。また、各章にはそれぞれ指定討論者が割り振られ、建設的なコメントがなされていることも、研究書としての質を担保するうえで重要な役割を果たしている。このように本書は日本の広義の金融システムを理解するうえで、必読の学術書であることは疑う余地がない。

しかしながら、本書が日本の金融システムに関連

する主要なテーマをすべてカバーしているわけではないことも事実である。評者として以下では、本書で取り上げられていないが、極めて重要性の高いテーマを3点指摘したい。

第一は、国際金融規制である。金融規制は、伝統的には各国の規制当局が独自の視点で実施していた。しかしながら、国際資本移動の活発化により、ある国の銀行破綻の悪影響が他国に波及するような事態となり、バーゼル銀行監督委員会のもと、1988年に銀行規制の国際統一基準が設けられた（バーゼル I）。その後、2006年のバーゼル II を経て、2008年のリーマンショック（世界金融危機）を契機として、新しい規制の枠組み（バーゼル III）が、2013年から段階的に実施されつつある。

バーゼル III では、銀行の自己資本比率規制が厳格化されるとともに、流動性規制やレバレッジ比率規制等が導入され、規制色が一段と強まっている。このような国際金融規制の動向が、銀行行動にいかなる影響を及ぼすのか、とりわけ日本のように銀行セクターが重要な役割を果たしている国において、厳しい国際金融規制に副作用はないのかなど、重要な論点は多々あるように思われる。

第二は、「貯蓄から投資へ」である。「貯蓄から投資へ」は、2001年6月に閣議決定された骨太方針2001において、「21世紀にふさわしい…直接金融を重視したシステムに円滑に移行するために個人の株式投資にかかる環境整備を行うなど証券市場を活性化する」とされたのが始まりであり、その具体的施策として、2003年から2013年にかけては証券優遇税制、2014年にはNISAそして2024年からは新NISAが、それぞれ導入された。そもそも、間接金融を主体とする日本の金融システムを直接金融が主流である英米型に移行することの是非および実現可能性は、日本の金融システムを巡る現下のホットイシューの一つといっても過言ではないであろう。

第三は、P2P レンディングの可能性である。P2P レンディングとは、銀行等の金融仲介機関を経由せずに、インターネットを利用して資金を必要としている個人と資金を提供できる個人を結び付ける仕組みである。現状では、銀行システムが脆弱なインドなどの新興国において、P2P レンディングはある程度のステイタスを確立している。将来的には、フィンテックやAIの進化により、借り手と貸し手の

マッチングおよび信用調査を有効にできる業者が出現すれば、先進諸国においても市場規模を拡大させる可能性がある。いうまでもなく、P2P レンディングは、日本の銀行セクターにとって潜在的な脅威であり、長期的には日本の金融システムを大きく変

化させる可能性を秘めているといえる。

これらのテーマについては、編者およびプロジェクトオーガナイザーによる次作に期待したい。

(埼玉学園大学 花崎正晴)

### 由里宗之著『庶民金融機関の戦後史——大衆と共に永久に栄えん』

三恵社、305頁、2025年

本書は、戦後から現在に至るまでの中小企業・庶民金融機関の歩みを、制度・理念・実務・人的側面の交錯のなかで整理しようとする貴重な試みである。信用金庫・信用組合・相互銀行の3業態を、それぞれの理念と実務的苦闘、行政当局や経済・金融環境とのかかわりと、その結果としての制度変遷・現代的課題を統合的に描いている。

本書は、著者が発表していた9本の論文（「ベース論文」）、連載記事及び著書をベースにしており、とりわけこれらのベース論文は詳細な資料に基づき、分析が施されていたため、専門的な深さを担保されている。一方、物語的な語り口など、一般読者にも手が届くような「一般書」にアレンジし、読みやすさを追求している。その結果、専門性と可読性との微妙なバランスをとろうという工夫が随所に感じられる。構成上も、「極力わかりやすく」を心がける(237頁)ため、「庶民金融史のポイント」と業態ごとの計4部23講となっている。そのうち、各講とその下の項目は、タイトルがそれぞれの内容を非常に分かりやすく示している。また、分量・価格設定ともに中厚・手頃なものであり、関心を持つ「庶民」が手に取りやすい、もっと深くあるいは学術的に追究したければ、オンラインで公開されているベース論文を読めばいい、というユニークな設計になっている。この意味では、中小企業・庶民金融に関する学術的な入門書にもなる。

以下は、本書の主な内容を、部ごとに簡単に紹介する。

イントロダクションの第1講では、庶民金融機関の定義と、「大衆と共に永久に栄えん」という「庶民金融のこころ」を提示した。

第1部では、中小企業・庶民金融の形成・発展の

歴史と、それを取り巻く環境・制度設計を明示した。具体的に、第2講では3業態のルーツとそれへの再編成、その背景および特徴・制度設計、第3講では戦後復興期における中小企業金融の逼迫と奮闘する3業態と、中小企業を余った資金を貸す調整弁とする銀行の姿、第4講では高度成長期における3業態の活躍とその背景、第5講では1960年代以降金融正常化・効率化が要請された3業態、第6講では銀行の中小企業融資攻勢に対する3業態の存続戦略の模索、第7講では1980年代の金融自由化とバブル経済の下で「中小企業金融機関」の「解散」に際する3業態の戦略、が描かれている。

第2部では、市街地信用組合から、信用組合を経て再編された信用金庫の歴史と戦後の発展を扱い、とりわけ「信金銀行化論」を拒否し「信金らしさ」を追求した業界の姿勢が強調されている。具体的に、第8講では「協同組合」に異なる「協同組織」、戦前「傍流」に置かれた市街地信用組合とその独立性、第9講では市街地信用組合の変遷と信用金庫への再編成、その制度設計と業界の悩み、第10講では信用金庫が発足してから10年間の発展とその課題、「信金銀行化論」の足音、第11講では「信金銀行化論」と戦う信用金庫業界、第12講では1970年代以降の「地域密着型」業務の推進と「融資政策」の模索、「信金らしさ」の追求、が描かれている。

第3部では、「実質的に戦後派」の信用組合の戦後史を扱う。具体的に、第13講では多様な組織からなる信用組合とその「相互扶助」の協同組合精神、第14講では小零細企業の資金需要に応える地域型信用組合の姿、第15講では地域型信用組合と信用金庫との「棲み分け」、信用金庫とかぶらない業域型・職域型信用組合、第16講では他業態からの競争圧力

に対応した「限度20%で員外預金受入れ可」の実現、第17講では業態間の競争激化が加速させた「金融機関主義」から、「原点主義」と「生き残り戦略」の模索が生み出した「コミュニティバンク」路線及び「相互扶助」精神が息づいていた業域型・職域型信用組合の姿、が描かれている。

第4部では、相互銀行のルーツとそれへの再編成、発展の歴史を扱い、より規模が大きな企業への融資や普通銀行化に走った業界の姿勢を批判している。具体的に、第18講では庶民金融の本流としての無尽講とその「団」を引き継ぐ無尽会社、第19講では相互銀行の発足、「庶民のための独自商品」を守る努力と「主力業務」としての「相互掛金」の退潮、第20講では「取引層のレベルアップ」による低収益性と普通銀行との同質化、第21講では「イメージ調査」からの「相互」の悪玉論と合併・転換法のもと「抜け駆け普銀化」にざわつく業界の姿、第22講では「金融自由化」を背景とする「普通銀行一斉転換」と、中小企業金融を経営の中心に置いた一部の相互銀行の姿、が描かれている。

終講では、戦後における中小企業融資からブレない3業態の姿勢、その後組合員・会員が持つ「融資期待権」に応えようとした信用組合・信用金庫の姿が描かれ、1970年代信用金庫業界の「初心回帰」への取り組みと相互銀行業界の「理念失速」を対比した。最後に、「中小企業取引という得意分野」からブレない一部の相互銀行の姿勢で終えた。

本書において、形式的に学術性を融合した「一般書」というユニークな設計の他、内容的に多様な視点を統合したことは、もっとも重要な特徴だとみられる。著者は、都銀勤務を経験した後、米国のコミュニティ銀行研究を経て、協同金融機関とのかわりを持ちながら上記3業態を中心に研究してきた。都銀と信用金庫という2つの「故郷」は、実務と学術の両面を意識した視点を本書に持ち込む素地であろう。データの事実と、経営者の話や現場の奮闘ぶりが、本書の随所にみられる。このような実務と研究の交点に立つ経験を背景に、現場的な感覚と歴史的な視点を融合させようという姿勢が本書の魅力を高めている。

また、金融業態という独自の視点、しかもこれまで多くみられた一つの業態の制度史ではなく、「中小企業金融機関」としての3業態を総体的にみた点

は特筆すべきものである。戦後日本の信用組合・信用金庫・相互銀行は、制度的には多くの変遷（法制度整備、統廃合・再編、金融行政との関係変化、金融市場環境の変化、規制緩和等）を経験してきた。著者はこれらを、単発の制度論ではなく、「個々の金融業態の歴史は金融史全体の流れの中で進んできた」とし、「戦後社会・経済構造の変化とリンクさせて」整理しようとする姿勢がみえる。その上に、制度変化だけでなく、組織運営上・理念上・現場における葛藤・ジレンマを重視して描写しようとしている点が、本書を単なる制度史以上の価値あるものにしてている。

さらに、著者の「庶民金融の心」への情熱に感心した。信用金庫業態と相互銀行業態の運命を分ける道を「庶民金融の心」に求めている。本書では実証していないが、「愛庫」「愛組」「愛行」といった精神を、かつての信用金庫・信用組合・相互銀行の職員たちが共有していた可能性を示唆する。その中で、業界リーダーや金融機関の経営者だけではなく、「現場で働く人々」の意識・モチベーション・葛藤をも重視している。このような「人間の営み」にも重きを置くアプローチは、堅い制度史・経済論から脱し、読み手に感情・視座の共振を誘う。

但し、これらの魅力的な特徴には、同時に本書の課題にもなりうる。例えば、本書は一般書体的裁を目指すため、注記・参考文献・脚注の数を抑えているという方針を著者自身が述べている。あるテーマ・論点で「もう少し資料をあげてほしい」と読者が感じることもあるだろう。とりわけ制度変遷・統計データ・地方別比較データなどでは、補足資料を自分で参照する必要がある。著者自身も、補論ノートでこのような「未解決論点」が存在することを認めている。一方、本書だけで消化し切れなかったテーマの追加議論を提示することで、学術的なたたき台も備えている。本書は日本の中小企業・庶民金融を論じる上での「共通の参照点（レファレンス）」となりうるし、将来的には他国・地域との比較研究を誘発する足がかりにもなる可能性を持っている。

何よりも、相互銀行協会に対する厳しい批判には、評者が少し違和感を覚える。本書は信用金庫業態における「信金らしさ」の追求に対して、「困ったときはお互い様」の心を持ち、金融的・社会的ルールをセットしたうまい仕組みを作った頼母子・無尽講、

無尽会社にルーツを持つ相互銀行業態全体の「脱相互」を厳しく批判してきた。相互銀行業態が「消滅」した原因を、このような「戦略的迷走」に求める。しかし、掛金が資金量に占める割合は、昭和26年の77.6%から昭和51年には0.4%まで低下した。同時に給付金が融資量に占める割合も、当初の60%から平成元年の0.02%まで低下し続けた。即ち、相互銀行は、その特色でもある固有業務の相互金融の割合が、その経営にほとんど影響がないほどまで低下した。「相互金融」という「主力業務」を失った相互銀行は、後戻りできず、普通銀行化は自然な成り行きであろう。むしろ、その相互金融の割合がなぜここまで低下したのかが、重要な課題になると考えられる。

本書も、中小企業金融を経営の中心とし続ける一部の相互銀行の姿を記している。また、結果的に1968年にいち早く普通銀行に転換した日本相互銀行は、実際に「無尽由来のDNA」を働かせ、強制貯蓄と見返り融資を特徴とする「相互金融」新商品「イチワリ貯金」を考案し、業界全体に普及させた。

さらに、1976年、相互銀行の中で2番目に普通銀行に転換して出来たみちのく銀行（旧弘前相互銀行）が、転換後に本書の副題に採用された「大衆と共に永久に栄えん」を掲げた。それらのことは、相互銀行の現実を表しているだろう。

このように、本書は中小企業・庶民金融に対する歴史的俯瞰を提供するだけでなく、現代・将来の地域金融・協同金融の課題解決や理念の再検討にも資する材料を多く含んでいる。本書の「はじめに」に示されるように、信用金庫と信用組合、そして相互銀行の後継業態である第二地方銀行の役職員を中心に、銀行をはじめ幅広い金融関係者、さらに信用金庫・信用組合・第二地銀と取引があり、「交渉相手のことを知りたい」中小企業・個人の方々、最後に「金融本好き」・「昭和史好き」の幅広い一般読者の方々にも読んでもらいたい。その他に、金融研究者・地域政策関係者にとっても読み応えある一冊である。

（麗澤大学 陳 玉雄）

#### 内田浩史著『現代日本の金融システム——パフォーマンス評価と展望』

慶應義塾大学出版会，484頁，2024年

本書は、現代日本の金融システムに関する包括的な評価と将来に対する展望を得ることを目的としている。

第1章で著者は、「日本の金融システムにはどのような問題があるのだろうか。今後の金融システムはどうあるべきなのだろうか。」（1頁）という課題を設定したうえで、近視眼的な対症療法の模索に陥ることなく金融システムのあり方を考えるためには、「客観的・中立的観点から、その全体像を長期的かつ包括的にとらえることが必要である」（3頁）と述べる。そして、本書の目的を、「(1)金融システムの評価を行うために必要な枠組みを示し、(2)その枠組みを踏まえて現代日本の金融システムの変遷を概観し、(3)金融システムの機能が適切に発揮されてきたかどうかを評価した上で、(4)将来に対する示唆を得る」（4頁）ことに設定する。分析対象時期は、戦後の高度成長が終わった1970年代後半から

新型コロナウイルス感染症の感染拡大以前の2020年までとし、特に、日本の金融システムに大きな問題が発生した1980年代後半以降の時期に注目する（5頁）。また、理論はあくまで可能性（仮説）を示すものであるとの認識に立ち、「データを用いて検証した実証研究を踏まえて検討」（5頁）し、「実証されておらず、データの裏づけにも乏しい単なる理論的推論には重きを置かない」（6-7頁）とのスタンスを示す。

第2章では、金融システムを評価するための理論的枠組みを提示する。システム工学におけるシステムの定義である「ある目的をもって要素を組み合わせたもの」（13頁）から説き起こし、金融システムを「経済・国全体で金銭のやり取りが円滑に行われるシステム」（17頁）、金融システムの目的を「マクロレベルの資金移動の円滑化」、円滑化の主たる評価基準を経済学のアプローチに基づく効率性と安定

性に設定する(25頁)。続いて、金融システムを金融市場セクター、金融仲介セクター、預金取扱金融機関セクター(ただし金融仲介セクターと預金取扱金融機関セクターは重なる部分がある)に分け、各セクターにおける個別取引レベル、組織レベル、セクターレベルの機能を整理し、預金取扱金融機関に特有の信用創造機能すなわち「調達せずとも貸出を行うことができる」点を強調する。そのうえで、効率性と安定性の観点から問題が生じる事例として、金融危機とその実体経済への影響に言及する。

第3章「経済環境と金融制度の変遷」と第4章「金融構造とその変遷」で対象時期の経済と金融の流れを概観し、第5章～第8章で日本の金融システムに発生したとされている問題を時代ごとに検証する。第5章では資産価格バブルの形成と崩壊(1980年代後半～1990年代初め)、第6章では不良債権問題と金融危機(1990年代～2000年代初め)、第7章と第8章では「失われた30年」と称される経済停滞(1990年代～2010年代)を取り上げ、当該時期の金融システムについて効率性と安定性を基準に評価する。

第5章と第6章では、資産価格バブルの形成と崩壊およびその後の不良債権問題と金融危機について、個別取引レベルで金融機関が資源配分の効率性を歪め、組織・セクターレベルの情報生産機能や金融仲介機能も適切に発揮されていなかったとする。また、金融システム全体のレベルでは、バブルの生成に関して金融自由化と金融政策が信用膨張の遠因となっていた可能性があるほか、自己資本比率規制の導入や政府の対応の遅れがバブル崩壊後に効率性、安定性を阻害したとする。さらに、2000年代に発生した世界的金融危機を踏まえ、間接金融優位の日本だけでなく直接金融優位の国でも市場型間接金融が重要な役割を果たしており、間接金融優位の日本と同様の問題が発生していたと指摘する。

第7章では、貸し渋りや追い貸しの実体経済への影響について、少なくとも2000年代以降に関する限り資金制約は企業にとって深刻な問題ではなく、また生産性の低い企業を生み出した主要な原因が追い貸しであったとも考えにくいとして、「金融システムではなく経済の実物面に起因した企業活動の停滞が、失われた30年を招いた可能性は高い」(287頁)とする。

第8章では、経済停滞・デフレの要因としての金融政策について、金融危機時のプルーデンス政策としての日本銀行の政策に肯定的な評価を与える一方で、実体経済を活性化させるための大規模な金融緩和の効果に疑問を呈し、「失われた30年という問題は、実体経済に関する問題であり、金融システムに働きかける金融政策(だけ)ではこの問題を解決できなかった」(371頁)との評価を示す。そして、非伝統的金融政策は、市場の効率性の低下や企業・政府に対する規律付けの喪失、将来の金融政策の自由度の低下といった問題を引き起こしたとする。

第9章では、各章で示された評価を踏まえ、金融システム全般にわたり将来への展望を示す。金融政策に関しては、(1)特定の経済理論への過信を避け、現実妥当性をチェックする必要、(2)引締めと緩和の政策効果の非対称性の可能性、(3)危機時における金融システムの機能回復のための政策と平時におけるマクロ経済安定のための政策の違い、(4)短期的として採られた措置を短期で終わらせることの政治的な困難さ、(5)経済システムのインフラとしての金融市場取引への影響の観点からみた劇的な政策変更への危惧を示す。

一方、「貯蓄から投資へ」というスローガンに代表される間接金融中心の金融構造から市場型間接金融への移行の必要性を主張する論拠について、①預金取扱金融機関セクターに集中するリスクの分散、②市場の価格発見機能の向上、③新たな投資機会の発見、④最終的貸手の金融資産所得の増大、の4つに整理したうえでその妥当性を検証し、市場型間接金融への移行といった金融構造の変化は「目標として設定すべきものではない」(423頁)とする。このうち、①については、マクロ・ミクロのプルーデンス政策などの公的介入によって対処すべき、②については、金融市場セクターの機能を阻害するさまざまな制度的要因を取り除くべき、③については、市場型金融を担う金融機関の目利きや運用能力の向上と、リスク資金の投資対象となり得るプレーヤーを増加させる実体経済側の取組みが必要、④については、リターンを増大だけを目的とすべきではなく、資金配分の効率性の観点からみて本来行われるべき投資が実行できていない場合に金融機関の運用能力の向上を図るべき、とする。

最後に、著者の定義による金融システムの本来の

目的を超えた社会的・環境的課題の解決といった目的からみた金融システムの評価について、資源配分の効率性という判断基準しか持たない現代の経済学のアプローチには限界があるとして、経済学以外の学問分野との協働の必要性に触れる。

本書の全容について論評するのは評者の能力及ぶところではなく、金融の歴史を研究する者として若干の所感を述べることで書評に代えたい。

「あとがき」の中で著者は、本書の出発点となった自らの著作として、2010年までを分析対象とし、金融システムはバブル崩壊後の日本経済停滞の主因ではなかったと結論付けた内田（2018）を挙げている。著者によれば本書は、「紙幅の制限により同論文には収録できなかった多くの内容を追加」するなどして「圧倒的に深みを増した研究成果」（439頁）であり、日本の金融システムを体系的・包括的に評価する枠組みを整え、分析対象期間を2020年まで延長して、非伝統的金融政策ならびに金融構造の評価を加えたものである。その結果、本書は、著者の長年の研究対象であった金融システムの姿を、著者の「これまでの知識を総動員して可視化する作業となった」（440頁）としている。評者はこの自己評価に賛同する。本書は、現代日本の金融システムについて、多角的で壮大な構想に立脚し、緻密な理論的枠組みを構築したうえで、広範な先行研究サーベイに基づき正当な手続きを踏んだ実証研究を選別して検討し、バランスの取れた評価に意を砕いた包括的な研究であり、現代日本の金融システムを知るうえで必読の書である。

類書として、著者も言及している蠟山（1982）、池尾（1985, 1990）のほか、一般書ではあるが池尾（2010）を挙げたい。蠟山（1982）は、1980年代初頭における間接金融優位かつ規制金利体系下の日本の金融システムについて、理論的な論拠を示しつつ、

金利および取引全般の自由化を展望した。池尾（1985, 1990）は、情報の非対称性の概念を取り入れて日本の金融システムの分析を試み、池尾（2010）はバブルの生成と崩壊を視野に入れつつ日本の金融システムの将来像を展望した。これらの先行研究が日本の金融システムに関する分析のこれまでの到達点であったとすると、本書は、2010年代までの日本の経済と金融システムに起きた大変動に関する理論・実証研究の進展を取り込むことで一層の精緻化を行うとともに、市場型間接金融といった先行研究の分析の枠組み自体について見直しを図る画期的な研究といえる。さらに、本書の全体を通じて著者は、金融システムを評価するための普遍的な枠組みを提示することにより、グローバルな視点で各国の金融システムを比較する視座を提供している。本書を起点とする今後のさらなる研究の展開を期待したい。

#### 【参考文献】

- 池尾和人（1985）『日本の金融市場と組織：金融のミクロ経済学』東洋経済新報社。
- 池尾和人（1990）『銀行リスクと規制の経済学：新しい銀行論の試み』東洋経済新報社。
- 池尾和人（2010）『現代の金融入門【新版】』ちくま新書。
- 内田浩史（2018）「金融：低成長下の日本の金融システム—バブル・危機・停滞下の安定」深尾京司・中村尚史・中林真幸編『岩波講座日本経済の歴史 第6巻 現代2』第2章、岩波書店。
- 蠟山昌一（1982）『日本の金融システム』東洋経済新報社。

（早稲田大学 鎮目雅人）