

## 第 61 回日経・経済図書文化賞決まる

2018 年 11 月 3 日発表

日本経済新聞社と日本経済研究センター共催の 2018 年度・第 61 回「日経・経済図書文化賞」受賞図書は、次のように決まりました。

《受賞図書》賞（賞金 100 万円および副賞として記念品を著者へ、賞牌を出版社へ贈呈）

### 「日本のエクイティ・ファイナンス」

鈴木 健嗣著（中央経済社）

### 「財務制限条項の実態・影響・役割」

中村 亮介、河内山 拓磨著（中央経済社）

### 「Economics of Pessimism and Optimism」

西村 清彦、尾崎 裕之著（Springer）

### 「経済成長の日本史」

高島 正憲著（名古屋大学出版会）



## 総 評

### 実務家にも役立つ考察

審査委員長／立正大学教授 吉川 洋

審査委員による熱心な討議の結果、選ばれた今年度の受賞作は 4 点。昨年は 5 点中 2 点、啓蒙書が選ばれたが、今年は 4 点とも選りすぐりの研究書となった。

『日本のエクイティ・ファイナンス』（鈴木健嗣著）は 2000 年代に入り重要性が増している日本企業のエクイティファイナンス（株式発行を伴う資金調達）に関する包括的な研究書である。様々な論点についてデータに基づく実証分析や個別企業の事例検討を行うだけでなく、問題の所在を理解するために不可欠な日本の制度・仕組みについても丁寧に解説している。

この分野におけるランドマークとして、実務家をも裨益する優れた書物として高く評価する声が多かった。

『財務制限条項の実態・影響・役割』（中村亮介・河内山拓磨著）は一見特殊な書物と誤解されかねないが、実は債権者の権利を保護する上で重要な役割を果たしている財務制限条項について本格的な実証分析を行った、先駆的な書籍である。

独自のデータベースを構築したこと、それに基づく堅実な分析手法、得られた結果の子細な検討、いづれについても評価が高かった。

保険の数理のように、不確かな事象でも客観的な確率に基づいて数学的な分析を行うことができるものがある。一方、そうしたリスクとは異なり、経済学者、ナイトやケインズが強調した不確実性には標準的な確率の考え方は適用できない。

『Economics of Pessimism and Optimism』（尾崎裕之・西村清彦著）はそうした不確実性下の意思決定に関して、世界でも最先端の研究を行ってきた2人の著者による意欲的な書物である。

研究水準の高さが評価され、文句なく授賞が決まったが、不確実性下の人間行動を分析するには公理から出発する演繹（えんえき）的アプローチより、行動・実験経済学のような実証的アプローチの方が成果を生むのではないか、という意見もあった。

『経済成長の日本史』（高島正憲著）は730年から1874年まで日本経済の成長プロセスをGDP（国内総生産）の推計を通して描き出した書物である。

GDP（以前はGNP）の公式統計が政府によりつくられるようになったのは戦後のこと。その後、一橋大学経済研究所を中心とする研究者が明治初年まで遡及推計を行った成果は14巻から成る『長期経済統計』として結実し、1989年度に本賞の特賞に輝いた。これをアップデートする共同研究が現在進められているが、その一員でもある著者は本書の中で独自に奈良時代まで遡及推計を行っている。今後の議論の出発点ともなり得る労作といえよう。

受賞した4作以外にも好著が少なくなかった。

『正規の世界・非正規の世界』（神林龍著）は高水準の研究書だが、自営業の衰退と非正規雇用の拡大が数の上で見合っていることを手掛かりに、正規雇用の世界の健在を説く著者の議論の進め方には違和感がある、との難が指摘された。

『金融グローバル化のリスク』（荒巻健二著）は主要な過去の金融危機を分析し、IMFなどによる資本取引の自由化原則がいかに修正されてきたかを解説する好著だが、著者独自の貢献が足りない、とされた。

『経済学者たちの日米開戦』（牧野邦昭著）は開戦直前に陸軍の秋丸機関が経済学者を動員して行っ

た主要国の国力比較調査に関する書物である。日本必敗の結論を導き出したその報告書はこれまで焼却されたとされてきたが、著者は多くの新資料を発掘。そのほぼ全貌を明らかにしている。読み物としても高く評価されたが、開戦に至った理由を行動経済学で説明しようとする点に違和感を指摘する審査委員が多かった。

『ゲーム理論はアート』（松島斉著）は社会が抱える問題解決にゲーム理論がいかに役立つかを示す優れた啓蒙書だが、著者自身の研究の比重が高すぎ、入門書としてバランスを欠いているという指摘があった。

『「イノベーターのジレンマ」の経済学的解明』（伊神満著）は読みやすい啓蒙書だが、ポイントとなる議論の流れが分かりにくい、という難点が指摘された。

#### ◇審査対象

2015年7月1日から16年6月30日（外国語著書は15年1～12月）の間に出版された日本語または日本人による外国語で書かれた著作で、本賞に参加を得たもの（一般の人が自由に購入できる図書に限る）。

#### ◇審査委員

（委員長）吉川洋立正大学教授

（委員）八代尚宏昭和女子大学特命教授

斎藤修一橋大学名誉教授

本多佑三大阪学院大学経済学部教授

杉原薫総合地球環境学研究所特任教授

伊藤元重学習院大学教授

井堀利宏政策研究大学院大学特別教授

桜井久勝関西学院大学教授

池尾和人立正大学教授

深尾京司一橋大学教授

岡崎哲二東京大学教授

福田慎一東京大学教授

翁百合日本総合研究所理事長

沼上幹一橋大学 教授

大竹文雄大阪大学教授

松井彰彦東京大学教授

原田亮介日本経済新聞社論説委員長

岩田一政日本経済研究センター理事長

受賞作品

## 日本のエクイティ・ファイナンス



鈴木 健嗣 著  
中央経済社 462 ページ、6,000 円（税別）

どのタイミングが効果的なのか  
市場の反応はなぜ違うのか  
発行手段によって効果は違うのか

公募増資、第三者割当増資、ライツ・オファリング、転換社債、株式分割、自社株買いなどをとりあげ、歴史的経緯、発行費用、発行タイミング、制度的問題などさまざまな角度から実証分析。

中央経済社 ●定価 本体6,000円＋税

書評

### 実証分析 真正面から挑む

東京大学 大学院経済学研究科・経済学部教授

福田 慎一

本書は、日本企業のエクイティ・ファイナンス（株式発行による資金調達）に関する実証分析を包括的にまとめた研究書である。公募増資を中心に、第三者割当増資、ライツ・オファリング、転換社債、株式分割、自社株買いをとりあげ、歴史的経緯、発行費用、発行タイミング、制度的問題などをさまざまな角度から考察している。日本企業の資金調達に関する実証分析は、銀行型間接金融システムを対象としたものは既に多数存在するが、本書のようにエクイティ・ファイナンスを正面から取り扱ったものはほとんどなく、貴重な研究書といえる。しばしば個別企業の事例に言及しつつ、仮説を1つ1つ検証するスタイルは、1つの研究書として完成度の高いものとなっている。

各章では、データ分析に先立って仮説が丁寧に紹介され、自己完結的に読めるような工夫もなされている。数多くの問題をほぼ網羅的に一冊の本で取り扱ったため、詳しい結果の解釈が捨象された箇所がないわけではない。しかし、「どのタイミングで発行するのが効果的なのか」「株式市場の反応はなぜ違うのか」「発行手段によって効果は違うのか」など、研究書でありながら、実務家や規制当局にとっても関心の高いテーマが検証され、分析結果はさまざまな示唆を現実の市場設計に与えている。近年、資金調達のあり方が従来の銀行借入中心のものから市場を通じたものへとシフトするなか、日本企業の資金調達方法も多様化し、さまざまな局面でエクイティ・ファイナンスの重要性は高まっている。そうしたなかで、エクイティ・ファイナンスに関する最初の本格的な研究書をまとめ上げたことは時宜を得たものであり、本書の意義をさらに高めている。

受賞の言葉

## エクイティ・ファイナンスの戦略的な利用について

一橋大学大学院経営管理研究科准教授 鈴木 健嗣

上場企業の多くはエクイティ・ファイナンスに二の足を踏みがちである。株価下落と資本効率の低下により株主の猛反発が予想されるためだ。しかし、巨額損失などでひとたび経営が傾くと、投資家や引受証券会社は見向きもしなくなり、エクイティ・ファイナンスの機会自体を失う。その結果、自己資本不足による有望事業の売却や倒産の憂き目にあう。エクイティ・ファイナンスの目的は自己資本を増強だけではない。国内外企業を対象とした買収・合併、望まれる株主構成、他の資金調達先・取引先に対する交渉力の向上など、企業のさまざまな戦略的局面において利用可能である。いまやエクイティ・ファイナンスの戦略的な利用が日本企業の重要な課題となっている。

エクイティ・ファイナンスを行えば株式市場はどのように反応するのか。資金調達額の 10%以上とも言われる発行費用はいかに決まるのか。発行のタイミングをどのように図るべきか。発行手段に応じて違いはあるのか。近年導入されたエクイティ・ファイナンス手法や取引慣行は企業にどのようなインパクトを及ぼすのか。本書は、こうした問いに対し、公募増資を中心に、第三者割当増資、ライツ・オファリング、転換社債、株式分割、自社株買いなどをとりあげ、歴史的経緯、発行費用、発行タイミング、制度変更の効果など、さまざまな角度から実証分析を行った。本書では、企業がエクイティ・ファイナンスを戦略的に利用するためには、新株発行に対する多様な投資家・機関投資家の参加とそれを促す体制・環境作り、ブックビルディング制度運用の見直し、発行企業のファイナンスリテラシーの改善等が必要と考えている。

本書がこのような大変栄誉ある賞を頂けたのは、私にとって望外の喜びである。本書は筆者が大学院時代から 15 年以上にわたりエクイティ・ファイナンス研究に取り組んだ成果である。恩師をはじめ多くの方々に感謝の意を示すとともに、学界と実務界の橋渡しとなるような研究成果を挙げられるよう一層の精進をしていきたい。

すずき かつし

2000年明治大卒、05年一橋大より博士号（商学）取得。東京理科大専任講師、神戸大准教授などを経て、18年から一橋大大学院経営管理研究科准教授。1976年生まれ。



## 受賞作品

## 財務制限条項の実態・影響・役割

### — 債務契約における会計情報の活用 —

中村 亮介、河内山拓磨 著  
中央経済社 297 ページ、4,200 円（税別）



## 書評

## 新たな知見示す

関西学院大学教授 桜井 久勝

財務制限条項とは、金融機関が融資にあたり借り手企業に所定水準の利益や純資産の維持を求めるような財務上の契約条項であり、違反すれば貸出資金の一括返済や金融機関からの財務担当役員の派遣などが約束されることが多い。かつての無担保社債の発行時に代わって、近年にはシンジケートローンに代表される協調融資の契約時に、この条項を含める実務が広がりつつある。

そのような財務制限条項は、借入金での資金調達が多い日本企業一般および融資を行う金融機関にとっても重要なトピックスであるが、データベースの欠如に起因して、日本ではこれまで体系的な研究がなかった。

本書の著者たちは、有価証券報告書などのキーワード検索を通じてみずから作成したデータベースを活用し、財務制限条項の実態を分析したうえで、企業経営への影響や資本市場での役割に関して、体系的な実証研究を展開している。

本書の分析によれば、条項への抵触時に一括返済などの明示的な罰が実際に課されることは少ないにもかかわらず、財務制限条項が配当、新規投資、および負債での追加的資金調達を抑制する方向で作用して、企業行動を規律づけていることが明らかにされている。

また、条項への抵触の回避を意図した利益調整の予想に反し、そのような証拠は検出されず、条項抵触後は利益を圧縮する保守的な会計処理が観察されるという。さらには、財務制限条項に関する開示が十分な企業ほど、株主資本コストが相対的に低いことが証拠づけられるなど、本書は多くの新しい科学的知見を提示している。

これらの知見は銀行によるコーポレートガバナンスのあり方を考えるうえでも有意義である。



## 「契約」に基づく銀行ガバナンスの可能性

筑波大学ビジネスサイエンス系准教授 中村 亮介

一橋大学大学院経営管理研究科講師 河内山 拓磨

財務制限条項とは、債務契約に付される「約束事・誓約」のうち、特に借り手企業の財務諸表ないし会計情報に依拠したものを指す。通常、この約束事には破った際の「罰」（貸出資金の一括返済）が定められているが、財務制限条項に違反した事例を調べていくと、その多くで「罰」が猶予されていたりする。それでは、「罰」のない約束事に意味はあるのだろうか。こうした単純な疑問が、本書を執筆するに至ったモチベーションであり、われわれの知的好奇心の源であった。

財務制限条項の持つ意味を検討するにあたっては、可能な限り、これを多角的に分析するよう心がけた。実態調査から始まり、借り手企業の実態行動や会計行動への影響、さらには、当該情報を開示することの効果なども視野に入れ、財務制限条項の持つ意義や役割をあぶりだす。この結果、日本の財務制限条項は、債権者が交渉力をもって借り手企業に介入する「きっかけ」として機能している側面が強く、これを契機に借り手企業の行動が大きく変容し始めることが本書の研究で分かった。財務制限条項はまだ広く浸透しているとは言えない融資実務であると推測しているが、その戦略的な活用はメインバンク制度に代わる邦銀の新たなリスクテイク手法ないし与信管理方法になるものと期待される。日本における銀行業の今後を検討する際の一助となれば幸いである。

本書では、債務契約に関する情報を有価証券報告書などの公表資料から手収集によってデータベース化した。しかし、任意開示情報であるがゆえに開示内容や情報量が企業ごとに異なり、情報整理には大変苦労した。現在、金融庁は有価証券報告書における情報の拡充を求めているが、多くの利害関係者の意思決定にとって重要となる債務契約情報の開示が充実するよう、切に願う。

著名な先生方が受賞されてこられた名誉ある賞を賜うことができ、本当に嬉しく思う。これまでの苦労が無駄ではなかったと実感できただけでなく、今後の研究者人生においても大きな自信になるであろう。お世話になった方々に感謝申し上げるとともに、今後も慢心せずに誰かの役に立つような研究成果があげられるよう、謙虚に精進していきたいと思う。



なかむら りょうすけ

2004 年一橋大卒、2009 年一橋大より博士号（商学）取得。帝京大准教授などを経て、2013 年から筑波大ビジネスサイエンス系准教授。1982 年生まれ。



こうちやま たくま

2009 年一橋大卒、2014 年一橋大より博士号（商学）取得。亜細亜大講師を経て、2017 年より一橋大学大学院（現）経営管理研究科講師。1986 年生まれ。



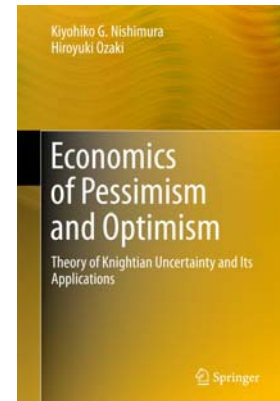
## 受賞作品

## Economics of Pessimism and Optimism

### Theory of Knightian Uncertainty and Its Applications

西村清彦、尾崎裕之 著

Springer 326 ページ、129.99 ユーロ（税別）



## 書評

## 世界に通用する好著

東京大学教授 松井 彰彦

本書は世界でも類を見ないナイト流不確実性とその応用に関する理論書である。シカゴ学派のミルトン・フリードマンらを育てた20世紀前半の経済学者、フランク・ナイトは、不確実性を計算できる確率としてのリスクと計算が困難な（ナイト流）不確実性に分類した。

リスクは、例えばサイコロの目のようなもので、1と2のどちらかが出る確率は1/3というように計算できる。それに対し、日経平均株価が一定期間に1割下落する可能性はあっても、その確率が計算できるわけではない。このような計算できない不確実性は、その後、ナイト流不確実性と呼ばれるようになった。

エルスバークはリスクとは異なるナイト流不確実性を回避する傾向が人々にあることを実験を使って示した。

リスクが早くに数理的に定式化されたのに対し、ナイト流不確実性は長い間、数理的に定式化されずにいた。ギルボアとシュマイドラーはこの定式化に成功する。1980年代後半から1990年代前半にかけての業績であった。

では、定式化された新理論を用いて、何が解明されるのか。両者の差は何か。Nishimura=Ozaki が取り組んだのが、正にこの問題である。例えば、将来の稼ぎに関する分散（リスク）が高まれば、人々は、もう少しよい出目を待とうとする。それに対して、将来の稼ぎがナイト流の意味でより不確実になれば、人々は将来に関して悲観的になり、現在ある利得をつかもうとする。

本書は前半がギルボアとシュマイドラーによる純粋理論の解説、後半が彼ら自身の研究をベースにした応用理論となっている。訓練された学部学生であれば読破可能な、世界に通用する好著であり、我こそは、と思う経済学徒にお勧めしたい。



## 不確実性とリスクのはざままで

政策研究大学院大学特別教授 西村 清彦

慶應義塾大学経済学部教授 尾崎 裕之

「不確実性」と「リスク」は日常会話ではほぼ同義に用いられ、どちらも「世の中、何が起こるか分からない」といった意味である。しかし社会科学特に経済学の専門用語では、「不確実性」は何が起こるのかが全く分からないし、そのことの推理において何の手がかりもないことを表す。対して「リスク」は、何が起こるか分からないのではあるが、その起こりやすさは正確な数学的評価（数学用語で「確率測度」）で表せることを意味する。この違いを明確に意識して経済分析を行うことの重要性を指摘したのはフランク・ナイトであり（1921年）、このことから、前者の意味での「不確実性」を「ナイトの不確実性」、または、「本源的な不確実性」と呼ぶ。

しかし、「不確実性」と「リスク」の違いは、エルスバーク（1961年）の鋭い指摘にもかかわらず、経済学では長い間無視され続けてきた。その理由は『人々が十分に合理的ならば、人々はまるで確率測度を正確に知っているかのように行動する、少なくとも、経済学者はそのように見做して社会・経済の分析を行ってよい』というサベッジによる有名な定理（1954年）のためである。サベッジの仮定が正しければ「不確実性」は「リスク」に還元され、両者を峻別する必要は無い。

状況が変化を始めたのは、ギルボアとシュマイドラーによる二本の論文が著名な経済学専門誌に相次いで発表された1989年である。彼らは、サベッジの「十分に合理的」というのは一般常識からすると過度の合理性を要求しており、それがエルスバークの批判を呼び起こしたことを巧みに説明すると同時に、人々が「そこそこ合理的」ならば、我々は確率測度「のようなもの」の存在を仮定して分析を行える、ということを示した。

本書ではこのナイトの不確実性の理論に基づいた新理論や経済モデルを展開し、従来の経済学では説明できなかった過度の悲観や楽観といった経済現象の解明がこの理論で可能であることを示している。来年は、この理論の誕生30周年にあたる。そのようなタイミングでこの素晴らしい賞を受賞することができたことは、筆者らにとって、まさに（ナイトの不確実性に対応する）「想定外」の喜びである。

にしむら きよひこ

1975 年東京大卒、1982 年エール大より P h. D. (経済学) 取得。  
東京大教授、日本銀行副総裁などを経て、2018 年より政策研究大学院  
大特別教授。1953 年生まれ。



おざき ひろゆき

1986 年慶応大卒、1992 年ウィスコンシン大 (マディソン校) より P  
h. D. (経済学) 取得。東北大助教授などを経て、2005 年より慶応義  
塾大経済学部教授。1963 年生まれ。



受賞作品

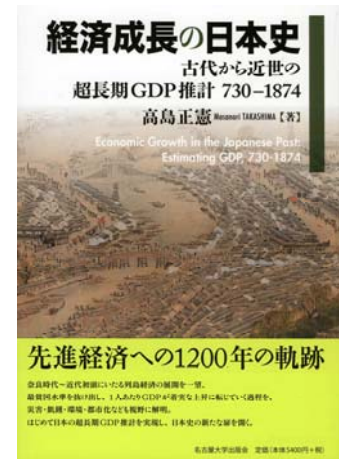
# 経済成長の日本史

—古代から近世の超長期 GDP 推計 730—1874—

高島 正憲 著

名古屋大学出版会 339 ページ、5,400 円（税別）

書評



## 8 世紀の推計 力作

総合地球環境学研究所 特任教授 杉原 薫

ここ 20 年ほど、前近代の経済成長への関心が持続している。マディソンが世界の人口、GDP、一人当たり GDP について大胆な超長期推計を公表したこと、近世の中国とヨーロッパの生活水準を比較する、いわゆる「大分岐」論争が起こったことがその背景にある。地球環境史への関心が高まったことも無視できない。日本においても、学術的に吟味された推計が得られないかという期待は大きかった。本書はそれに答え、8 世紀に遡って、日本の GDP と人口、一人当たり GDP を推計した力作である。

本書の推計の主な特徴は、一人当たり石高を古代、中世に遡って推計し、改良した近世の推計と接続させたこと、全国人口と都市人口の趨勢をサーベイし、都市化率を推計したこと、非農業生産のシェアを人口密度と都市化率を組み合わせ推計したこと、そして総生産量を推計した上で、一人当たり GDP 推計の国際比較を行ったことである。本書によれば、中世前半までの日本の一人当たり GDP は低水準にあり、5 世紀にわたって停滞が続いた。しかし、国家権力が弱体化した中世後半、特に戦国大名の一円領国支配が成立した 15・16 世紀に上昇した。さらに徳川時代には外的ショックや内乱に悩むことなく、アジアでは群を抜く水準に達した。一部の西ヨーロッパ諸国には遠く及ばないものの、後半の推計値は従来の値よりもかなり高くなっている。

著者自身も指摘するように、非農業生産の長期推計の方法など、さらに検討すべき課題は多いが、この種の研究の意義は、利用可能な資料に見合った推計の方法を考え、記述情報も考慮しつつデータの整合性を確認し、時空間を超えた比較の場を設定するところにもある。そうした役割も含め、本書の作業を高く評価したい。



## 歴史の数量化

東京大学社会科学研究所 高島 正憲

「奈良朝の隆昌は既に世に知れ渡つて居る事ではあるが、彼の東大寺の大仏などに連想した表面的の事柄に根底を置いて其の盛大を湛へるものが少なくなからう。此等の人士にして、更に古文書の方面殊に計数的文書の精緻を味はるゝに於ては、啻に古代の真相を体得するに都合よい許りでなく、今日の事象に比較対照して一入の深みを加へ、経国済家上、現代に処する参考ともなり（中略）又内省ともなり、或は鼓舞奨励ともなつて歴史としての真価を顕はし、今日を益すること多々あるべしと信ずる」

戦前の数学者・歴史学者であった澤田吾一が、大著『奈良朝時代民政経済の数的研究』の緒言に書いたこの一節は、定量的分析の傾向が強い数量経済史の特徴を良くあらわしている。歴史上の経済的事象をイメージではなく具体的な数的情報で鮮明化することにより、経済史研究の今日的意義を見出そうとした澤田の主張は、数量経済史という概念すら存在しなかった時代における「歴史の数量化」のマニフェスト宣言といえよう。

もちろん、数量化によって描かれた歴史には、資料・推計方法の限界から懐疑的な見方もあるが、推計によって初めて可視化できる歴史があるのも事実である。推計結果と過去の研究との親和性が高ければ、それは従来の学説を補完するものになるだろうし、仮に先行研究と相容れない結果になったとしても、世界経済 2000 年の歴史を分析した経済史の巨人アングス・マディソンが言ったように、そこから対立する新たな仮説が生みだされることで建設的な議論が起これり、研究過程の原動力に貢献することになるからである。

本書が試みた前近代日本の超長期 GDP 推計もそうした問題関心から生まれた。古代から近代初頭までを通じた 1 人あたり GDP の年成長率は 0.08% で、現代の基準からみれば緩慢ではあったが、途中に大きな停滞を経験することもなかった安定的な成長でもあった。個人的には、近代化への長い道のりのなかで着実に経済成長を実現させた前近代日本の経済的力量を確認できたことが嬉しい。

本書の推計結果には無数の課題が山積しており、この先、終わることのない議論と改訂の繰返しを待ち受けているだろう。歴史ある本賞の授与を励みに、今後も研鑽を重ねてゆきたい。

たかしま まさのり

1997 年立命館大卒、2016 年一橋大より博士号（経済学）取得。一橋大経済研究所研究員などを経て、2017 年より東京大社会科学研究所研究員。1974 年生まれ。

