はじめに

山田方谷の藩政改革の研究について数多くの論文や書物が出版されているが、それぞれの改革を個別に捉えているものが多く、備中松山藩の藩政改革中心である①上下節約、②借財整理、③殖産興業、④藩札整理、⑤軍制改革、⑥民政刷新等をそれぞれ紹介し、他の事例と比較検討することが多い。しかし、藩政改革の革新的なポイントである藩札整理の研究において、①上下節約、②借財整理、③殖産興業等の関連で研究しているものが見当たらない。

各政策は有機的につながっているはずであり、藩札の信用回復を考える場合においても、専売制や産業政策との関連を無視しては考えられないはずである。単に信用のなくなった藩札を焼き、準備金が充分であったので新しい藩札が信用され流通したというのであれば、あまりにも直截すぎる考えであると言えるであろう。備中松山藩の藩政改革において、それぞれの政策の相互作用やシナジー効果を考慮しなければならない。

ノーム・チョムスキーという世界的な言語学者は、構造言語学の限界を明らかにし、生成文法という新しい文法体系を構築している。そして表層構造、深層構造というパラダイムを生み出している。

もし方谷研究を言語学のパラダイムから考えるならば、方谷の深層構造を明らかにすることも必要であり、表層構造の史料分析では不十分である。そのため、心理学、言語学、認知科学、マクロ経済学等の分野からの研究も期待される。

本書では、金融危機はなぜ発生するのか、そしてどうやって防止するべきなのかを、方谷の藩札刷新の視点から分析している。また、現代企業のマネジメントのあり方を備中松山藩の財政再建の視点から考察している。

方谷の深層構造を歴史的事実に基づいて検証する中で明らかにし、現代社会の諸問題の解決に役立てることこそ“山田万谷を現代に活かすことである”と言える。

2022年　2月

著者

山田方谷の通貨政策とマネジメント
—— 備中松山藩の財政再建とその本質 ——

目　次

はじめに …… *i*

第1章　山田方谷の財政再建の現代的意義 …… *3*

第2章　山田方谷の通貨政策
― 現代の金融市場との関連性 ―…… *9*

1. はじめに　*9*
2. 山田方谷の藩政改革と経済政策
   ― その研究に対する新しいアプローチ ―　*12*
3. 山田方谷の通貨政策の現代的意義　*16*
   (1) はじめに　*16*
   (2) 宋、元、明の通貨政策　*16*
   (3) 宋、元、明の通貨政策と方谷の通貨政策との比較分析　*23*
4. 方谷の通貨政策とその現代的意義　*33*
   (1) はじめに　*33*
   (2) 金融パニックと方谷の通貨政策　*33*
   (3) 関連性理論、認知言語学から分析した山田方谷の経済政策、通貨政策の現代的意義　*36*
   (4) おわりに　*52*

第3章　現代に活かす山田方谷の経済政策とマネジメント… *63*

1. 山田方谷の思想と哲学に基づいた新しい経済学とマネジメント理論　*63*
2. 備中松山藩の歴史的教訓　*70*
3. ダイナミック・ケイパビリティに基づく山田方谷による備中松山藩の藩政改革　*72*
4. おわりに　*77*

第4章 利益追求を求めない至誠惻怛のマネジメント …… 82

1. はじめに 82
2. 経済性原理から分析した人間の行動学 85
3. なぜ、人々の利益追求という欲望が社会全体を貧しくし、人々をも貧しくしてしまうのか 88
4. どうしたら日本経済は元気になり、企業収益は向上し、人々は再び豊かになることができるのか 90
5. 山田方谷の藩政改革 94
   (1) 山田方谷とはいかなる人物か 94
   (2) 方谷の実績 95
   (3) 山田方谷の両親の教育 98
   (4) 山田方谷の理財論 99
   (5) 山田方谷の経済政策 100
6. 山田方谷を現代にどのようにして活かすのか 109
   (1) 山田方谷が現代に生きていたら、どのような財政再建を行ったか 109
   (2) 地域経済活性化の可能性 109
   (3) 方谷が目指した教育 111
   (4) 方谷とP・F・ドラッガーのマネジメント 112
   (5) おわりに 113

第5章 山田方谷の藩政改革とマネジメント …… 116

1. 問題提起 116
2. 山田方谷の藩政改革とドラッカーのマネジメント理論 116
3. 山田方谷の藩政改革とアリババの経営哲学 117
4. 山田方谷の至誠惻怛と企業の使命 120
5. 野村証券の経営哲学と山田方谷の藩政改革 122
6. 山田方谷のビジネスモデルとプラットフォーム 123
7. 山田方谷と撫育方のマネジメント 127

8. 複雑系のマネジメントと地方創生　*130*
9. おわりに ― 欧米の経営理念にない方谷の独自のマネジメント　*132*

参考文献…… *142*

山田方谷の通貨政策とマネジメント
—— 備中松山藩の財政再建とその本質 ——

第1章

山田方谷の財政再建の現代的意義

方谷は文化2（1805）年に備中松山藩に生まれた。新見藩で藩校の教授をしていた丸川松隠の下で学び、京都や江戸に出て学問を続け江戸で佐藤一斎の下で陽明学を学んでいる。備中松山藩に帰って藩校有終館で漢文を教えていたが、板倉勝静が藩主になったとき、方谷は頼まれて、今でいう藩の財務大臣になっている。

方谷は、備中松山藩の財政を再建していくが、その手法は増税、節約そして通貨の発行によるものではなかった。その現代的意義とは、政府の財政赤字や経済不況において赤字国債の発行や中央銀行に紙幣を発行させてもかならずしも経済はよくならないということである。つまり、方谷の経済思想とは財政が赤字になり、経済がうまく機能しないのは、マネーの量が不足しているからではなく、財とサービスの交換量が不足しているということである。

したがって、彼は、経済政策として専売制（an ever normal granary）の設立により、すべての領民に、その交換量を増大させることで、お金が入るように考えた。その結果として、消費が増大し、投資や雇用が増大することになったのである。

この方谷の考え方と現代のマクロ経済学は対立しているようである。欧米の主流派経済学は市場の自己調整能力に信頼を置き、そしてデフレ不況を人々の期待を変化させるために量的緩和を行っている。しかしながら、歴史と現実を見ればどちらが正しかったのかは明らかである。

方谷はケインズのように有効需要を高めるために財政を赤字にして公共投資を行うというようなことはやっていない。むしろ、備中松山藩の藩政改革は供給が需要を生むというセイの法則の復活である。しかしながら、新古典派経済学とは異なり、藩が市場に介入し、コントロールしていたため市場の失敗は起

こらず、マーケットの自己調整能力は最大限に発揮されている。

方谷は中国の易から相補性という概念を学んでいるのはまちがいないと思われる。つまり、備中松山藩の産業構造をフラクタルで相補的な経済網に進化させている。そのため、政府介入がなくても供給が常に需要と一致することになる。

政府、中央銀行、IMFそして世界銀行がいくらマネーの量を増やし、財政赤字を削減させても各国の経済は絶対によくならない。なぜなら、通貨供給量をいくら増大させても、投資、消費、そして雇用は自発的に増大しないからである。専売制と相補的なネットワークがうまく融合しないかぎり、マクロ経済は自己組織的に進化しない。

備中松山藩の数多くの商品は相補財であり、供給の中に需要が含まれている。そのために、方谷は、自然に消費、投資、雇用が増大し備中松山藩の財政が黒字になる経済システムを作り上げている。

方谷の財政再建とは制度の改革であり、人々の期待をシステムを変更させることで安定させている。

金融緩和や財政支出によって、領民の心を落ち着かせるというものでもないのである。

副島隆彦は下記のように述べている。

> こんなに際限なく、即ち、「糸目をつけず、どれだけでも出す（黒田東彦日銀総裁発表。2020年4月27日）のコロナ経済対策費の「無制限緩和」（文字どおり限度なしのジャブジャブ・マネー）をやっていたら、一体、国家とは社会とはどういうことになるのだろう。
>
> 私は、たったひとりでも問い続ける。こんなことを政府がやっていたら、やっぱり最後は、株式と債券市場の大暴落による金融市場の崩壊と、激しいインフレと、そして政府の財政破綻になるだろう。
>
> 巨額の財政発動により先進国の財政赤字はもはや制御不能なところまで積みあがった。中央銀行が無尽蔵の金融緩和を行い、無理やりゼロ金利にすることで事なきを得ている。だが、いずれは国債の引き受け手が減り、金利が暴騰することはもはや避けて通れない情勢。
>
> 無尽蔵の金融緩和により、「不況の株高」が現出している。

コロナ騒動で景気が悪化して、みんな不況で身構えている時に、お金だけバラ撒かれると、そのお金は設備投資や雇用などに使われず、金融市場に流入する。それが、現代の金融相場＝不況下の株高の正体である。

金融相場は、不況で投資先がなくなった資金が、行き場をなくして金融市場に来ているだけだから、何も生まない相場だ。金余りで株式市場が急騰しているだけだ。

一旦、金融市場に異変が生じれば、つまり国債相場が乱高下すれば、株式市場も急落する[1)]。

方谷がもし現代に生きていれば、現代の財政赤字を金融緩和による財政ファイナンスの問題を次のように解釈するであろう。

備中松山藩における専売制と藩札をリンクさせるという考えに基づいて、相補的な経済網を作り出し、マネーを株式市場でなく実物投資に向かわせるであろう。専売制と藩札をリンクさせ、相補的な経済的ネットワークを作り上げることで、財政赤字を伴う公共投資を行わなくても不況から脱出できるはずである。

アダム・スミスの『国富論』と異なり、ケインズ理論では、財政赤字の問題はあまり取り扱われていないが、方谷は「放っておけばいずれ好況になる」と主張する古典派経済学者と異なっている。備中松山藩の制度、システムを改革することで藩と領民が作ったものはすべて売れるようにしている。

ケインズは、外部つまり政府介入しか不況から脱出できないと『一般理論』で主張しているが、方谷はまったく違った考え方をしている。つまり、供給が需要を生まない経済システムこそが、不況や財政赤字の原因であるので、外的介入だけではシステム自体が変えられないからである。

方谷は江戸の経済システムのことも考慮に入れながら、備中松山藩の改革を行っている。

ケインズ理論の限界とは、大規模な公共投資が必要不可欠であるとしていることである。しかし、その政策提言は最終的に、巨額な財政赤字を生み出すことになる。

方谷の見方には、今まで誰も考えもつかなかった新しい知見がある。

方谷が今生きていれば、こう言うであろう。

「専売制と藩札発行をリンクさせることで人々が充分な所得がなく、マネーが不足していても、経済を不況から好況へと導くことができる。なぜなら、そのシステムにより財とサービスの交換が増え、売り手も買い手も儲かることになるからである」と。

藩札が投機や財政ファイナンスでなく生産目的で発行される限りバブルの発生、金融危機は起こらないことになる[2)]。

現代経済学にはない方谷の独創的なアイディアとは、下記の通りである。

財政赤字を通貨の発行で補うことができるが、専売制とリンクさせないと、通貨価値は減少してしまうというものである。専売制と藩札をリンクさせ、藩が領民に資金を融通し、財やサービスを生産させ、それらを買い取ることで市場に自己調整能力を発揮させている。

アダム・スミスは貨幣退蔵の役割を無視し、ケインズは財とサービスの交換の重要性には気づいていたが、『一般理論』では定式化していない。

一方、方谷は備中松山藩が流動性トラップと財の流通不足で苦しまないように、現代のマクロ経済政策とは異なるやり方で、経済を活性化させている。その結果として方谷は財政再建に成功している。方谷は「作ったものがすべて売れる」ように備中松山藩の産業構造を変化させている。

ケインズはジャン＝バティスト・セイの法則を否定したが、方谷は無視していない。「作ったものがどんどん売れる」ので人々は、お金に困らないことになる。備中松山藩において、供給がそれ自身の需要を生み出している。

なぜなら、方谷は産業政策において、経済構造をフラクタル（部分と全体が一致）なものにし、相補的経済網を進化させている。

資本主義社会において、不況時に、失業を減らすためには、財政赤字を伴っても、政府支出により総需要を増加させるべきであると主張するケインズとは、方谷は考え方において異なっている。

ミルトン・フリードマンは通貨供給量の不足が、不況の原因であるとしている。方谷はミルトン・フリードマンやケインズと違い、財やサービスの交換量の不足こそが不況の原因であるとしている。

方谷はリカードの比較優位が働くように、専売制により供給が需要を生み出す相補財を作り出している。その結果として、売り手も買い手も儲かることになる。

アダム・スミスの『国富論』はフランソワ・ケネーの経済表（タブロー、エコノミク）に影響され、経済も血液循環と同様、自然法則に任せるべきであるという考えに基づいている[3)]。

しかしながら血液がすべての細胞まで栄養を運んでくれるのは、そのシステムがフラクタル構造になっているからである。

つまり、アダム・スミスは『国富論』で、自由放任の経済思想を主張したが、それがうまく機能するための前提条件に気づいていないのである。

同様に、ケインズも『一般理論』においても、政府は経済に積極的に介入すべきだとしているが、いくら不況の時に、マネーサプライや財政支出を増やしても、その国の経済構造は変わらないことになる。

医学の世界では、ガンの原因は正常細胞に傷が蓄積したことによるもので、遺伝子の配列のミスによって起こるとされている。もしそうであれば、経済においても不況や財政赤字の原因は通貨供給量や有効需要の不足ではなく、産業構造のネットワーク自体によるものである。

方谷はそのことに気づいていたので撫育方という専売制の設立により、藩札の信用を回復させ、産業政策を行っている。備中松山藩の藩政改革の本質は、社会制度、慣例、そして社会構造の変革である。

つまり、方谷の経済思想は、制度学派を創始したトースティン・ヴェブレンに近いものと言えるかもしれない[4)]。方谷は社会的矛盾を備中松山藩の社会制度を正すことで解決している。倹約や増税そして通貨供給量の増大では解決できない[5)]。

方谷によれば、財政赤字は社会構造との関連で生まれてくるのであり、方谷の経済思想は、備中松山藩の歴史や特殊性を重視しなければならないというものである。

方谷による備中松山藩の撫育方は、中央計画経済あるいは統制経済システムというよりは、むしろ、制度、社会システムの改革のための１つの手段であ

る。その結果として、藩の経済は自己組織的に進化している。

注

1） 副島隆彦『目の前に迫り来る大暴落』徳間書店　2021 年　p280-281　p285
2） 矢沢　潔『(図解）経済学の世界』株式会社ワン・パブリッシング 2021　p58-59
3） 櫻川昌哉『バブルの経済理論』日本経済新聞出版　2021　p103
4） 矢沢　潔『(図解）経済学の世界』株式会社ワン・パブリッシング 2021　p78-82
5） 宮原信『哲人山田方谷とその詩』明徳出版社P77

第2章

山田方谷の通貨政策

― 現代の金融市場との関連性 ―

1. はじめに

方谷の藩政改革と経済政策を分析して明らかにされたことは、藩札を財政赤字を埋めるための不換紙幣であると見なすならば、領民は藩札をできるだけ正貨と両替しようとするであろうし、藩の財政を黒字にし、正貨での準備金を増大させる手段であると見なすならば、方谷は藩札をできるだけ正貨と両替しようとしないということである。そのために、方谷の経済政策の特徴は新しい通貨の発行であるように思われる。しかしながら歴史的資料によれば、必ずしも経済対策として、新しい通貨の発行を容認しているわけではない[1)]。方谷が備中松山藩の藩札の信用回復に成功したのは、専売制による産業振興により領民に藩札に対しての見方を変えさせたからではないかと思われる[2)]。方谷は客観主義的世界観ではなく、認知言語学的世界観に基づいて通貨政策を実行したので、藩札の信用回復に成功したのかもしれない[3)]。

例えば、西川俊作、谷村賢治はもし領民が藩札の発行が財政赤字によるものであると見なしてしまえば、藩札の下落は避けられないということ示している。

> 広島藩では財政難打開のための抜本的施策は打ち出されなかった。1841（天保12）年、綿座預かり切手を発行するという弥縫策がとられた。これは「綿座御役所」の発行であるが、「札銀使い匁」相当という表示をもつ札銀預り切手、あるいは「札銀札」であって、たしかに財政窮迫に基づく藩札の追加発行であった。そして、札価の低落を加速したにちがいない。

1847（弘化4）年、藩府は金1両＝（札）銀2.6貫まで平価を切り下げることとした。具体的には旧札に改印を押し、それ1枚と旧札40枚とを引き替えるというのである。建前、つまり「公定」相場は金1両＝銀65匁＝0.065貫であるのに、1両＝2.6貫とするのだから、人は「四十割の相場」と称した。しかし、注意を要することは、1838（天保9）年当時すでに札価は30文つまり「公定」相場の3分の1以下まで低下していたのであるから、実質的な切下げ率は40分の1よりも小幅だったという点である。すなわち、この年の切下げは13.3分の1（＝1／（40 ÷ 3））」の切下げでしかないのであり、しかもそれは9年間にわたる低下なのである。1849（嘉永2）年には領民の不満が爆発して札騒動が起きた。札価の下落は止まらなかったため、「濫発」が続けられたのだろう[4)]

元朝の通貨政策を分析すれば、その経済政策は貨幣数量説に基づいていたと思われる。換言すれば、人々に交易の支払いに、銅銭、金、銀等の使用を禁止し、紙幣を利用させようとし、元朝は財政支出のための支払いにも紙幣を利用しようとしたことが明らかにされている。

貨幣数量説に基づいた通貨政策によれば、徴税により紙幣の回収を強化し、その結果通貨の流通量を減少させ、通貨価値を安定させることになるが、現実には通貨流通量の減少が社会不安を増大させることになる[5)]。量子力学やCharles Goodhart Law（「グッドハートの法則」）合理的期待理論、デービットソン（Paul Davidson）によるTobin Tax（「トービン税」）に関しての批判と同様に、経済政策の変化が人々の行動を変化させ、経済政策の目的が達成できなくなるということである。まるでうなぎを捕まえようとして、強く捕むとうなぎが手から離れて逃げてしまうようなものである。なぜそのようなことになるのかということを考察する場合において、経済政策の変化に対しての人々の認知、視点、見方というものが存在するからである。換言すれば、経済政策の変化がその目的を達成できるように人々の認知、視点、見方を変化させなければならないということである。毎日新聞（2009年（平成21年）4月10日（金））14A版（経済、総合）（長期金利が上昇経済対策で国債増発）によれば次のように述べられている。

9 日の東京債券市場で長期金利が上昇し、（債券価格は低下し）指標となる新発 10 年物国債の利回りは、一時、前日終値比 0.03 ポイント高い 1.48％と、昨年 11 月中旬以来約 4 ヶ月半ぶりの高水準をつけた。

景気回復へ悪影響不可避

なぜ、長期金利が上昇したのか？それは、政府、与党が 8 日追加経済対策の財政支出を約 15 兆円とすることを決め、財源の大半は国債で賄う。そのため市場では、「需要を大幅に上回るほど多くの国債が発行され、いずれ値下がりする」との懸念が広がった。投資家は、値下がりする金融商品を持ちたくないので国債の売り注文が膨らみ、価格が下落して金利が上昇した。金利上昇が続けば企業の設備投資意欲がいっそう弱まり、景気回復への悪影響は避けられない。

株買い取りに 50 兆円

政府、与党は株価の急落に備え、買い取り資金として 50 兆円の政府保証枠を用意する方針を固めた。証券業界からは「株価の下支えになる」と歓迎の声が上がるが、景気の本格回復がない中、公的資金で買い支えても一時的な効果しか期待できない。ただ、市場では株価つり上げに政府が動くことに対し「実体経済を反映しない株価となり、自由な売買で優秀な企業に資金を流していくという市場機能を損なう恐れがある」（大手証券）との警戒感が根強い。政府はこれまでも郵便貯金資金などを使った株価対策を実施したが、バブル崩壊後の株式市場の長期低迷には無力だった。

つまり、いくら政府が追加経済対策の財政支出を行っても、その経済政策が一時的な効果しかないと判断すれば、民間はそれに反応しない。換言すれば、方谷の経済政策が成功したのは藩札の発行量が増大しても、その藩札が信用され経済が活性化したのは、領民がその経済政策は永続的なものであると信じ、それに反応したからであると考えられる。

2. 山田方谷の藩政改革と経済政策
― その研究に対する新しいアプローチ ―

最近になり、特に幕末の備中松山藩（現在の岡山県高梁市）の財政再建に成功し、貧しい領民の生活を安定させ、失業者の減少に努力し、教育や治安にも力を注いだ山田方谷に注目が集まっている。上記の主張を支持する証拠として、方谷に関する書物が数多く出版されている。なぜ方谷が注目されているのかを考える場合、今日の日本の置かれている現状と関係があるのかもしれない。2008（平成 20）年の秋以来、金融危機の影響が深刻化した結果として、世界的な消費低迷のために中小、零細企業だけなく、世界的な大企業の実績も急激に悪化している。その犠牲として、ホームレスの増大、派遣社員・非正規社員だけでなく正社員のリストラ、賃金カットという現象が起こっている。

一方、方谷は倹約に基づく財政再建策を実行している。そのため上級武士に対しての給与、賃金カットを行っているが、貧しい農民や下級武士に対しての給与、賃金カットそして増税は行っていない。企業の理論に対しては、企業の存続のために、社員を犠牲にしてもよいという考えである。

また、方谷は、藩の財政再建において、貧しい領民を犠牲にしてはいけないという考えを持っていた。現代の企業の改革理念は方谷のものとあまりにも対照的である。しかし皮肉にも、方谷は藩の財政再建に成功し、企業は人件費を減らしているのにますます赤字になっている。逆に言えば、方谷は貧しい農民や下級武士に対しての給与、賃金カットそして増税は行わず、貧しい領民を豊かにすることを目的にしていたので、備中松山藩という企業が豊かになり、結果として財政再建に成功したのである。今、方谷が注目されているのは、多くの人々が方谷のような賢明で温かい心のある指導者が現れるのを待ち望んでいるからかもしれない。逆に言えば現在の日本において、賢明で温かい心を持った指導者が少ないからこそ方谷が注目されているのだろう。

しかしながら、方谷は今から 200 年ぐらい前に生まれ現在この世にいない。だが、方谷の藩政改革の背後にある経営哲学や経済思考を明らかにすることはできるはずである。国や地方公共団体の累積した財政赤字、現在の金融危

機、そして世界的な経済不況で苦しんでいる人々を救うことができるヒントがあるのではないかという直感を多くの人が持っているので、景気が悪くなればなるほど方谷は注目されるのかもしれない。しかしながら、方谷に関しての数多くの書物が出版されているが、それらの多くは各種史料や漢詩の翻訳とか方谷の生い立ち、藩政改革の内容について分かりやすく説明しているが、新しい経済学として体系づける試みまではなされていないのが現状である。そのためには、史料や漢詩の翻訳にとどまるのではなく、当時の時代背景や経済環境を含めた歴史的史料や漢詩をいかに解釈し、分析するのかということが大切である[6)]。

本書が今までの書物と異なるのは、方谷の通貨政策に特に重点をおいて述べていることと、史料や漢詩をマクロ経済学的視点から分析していること、そして方谷の通貨政策を、唐、宋、元、明の通貨政策の視点と現代の金融政策の視点から分析していることである。特に方谷に関係した史料や漢詩をマクロ経済学の視点から分析するというアイデアは、鹿野嘉昭（『幕末期、藩札は濫発された ― 藩札整理との関連で通説を再検討する ―』2004（平成 16）年 8 月同志社大学経済学部）の論文からヒントを得ている。鹿野嘉昭は「藩札の多くは濫発のため、幕末にかけて価値が下落し、兌換停止や大幅な価値下落に追いこまれ、領民に多大な被害を及ぼした」という定説を否定している[7)]。

つまり、藩札濫発論を支持せず藩札の増発は開港に伴う輸出品の価値の高騰、徳川幕府が万延の改鋳後に財政赤字補填を目的に採用した通貨増発政策に伴う物価の高騰が、制御不能なマクロ経済的要因であり、藩札の発行量は、万延二分金の大量鋳造や開港後に生じた輸出品価格の高騰による一般物価の急騰を原因とする名目貨幣需要量の増大によるものであるとした。鹿野嘉昭はまた論文において、山口和雄の「藩札の価値下落は当然、物価の騰貴となってあらわれる」（東京大学「経済学集」第 31 巻第 4 号 1966 年 1 月 1 ～ 13 項）という主張や「明治 4 年に実施された藩札整理が開港以来の通貨インフレに収束をもたらした」（山本有造『両から円へ』ミネルヴァ書房 1994 年 37 項）という主張に対して否定的である。

なぜなら、従来の先行研究は万延の改鋳による銀相場の人為的切下げの影

響、貨幣の改鋳（徳川幕府の貨幣政策）、相次ぐ天災の発生、幕令による房総警備費用の負担（岡山藩）、大火の発生（富山藩）、凶作、大飢饉の発生（広島藩）、冷害による大飢饉の発生、幕令による松前防衛費用の負担（盛岡藩）という外的要因を無視しているとし、姫路藩、福岡藩（国産物専売のための生産前貸資金として藩札を発行し、領外からの金銀貸の流入増大を媒介とした発行準備金の増大に成功）、山口藩、高松藩、宇和島藩、丸亀藩（藩札発行に対して慎重な態度を堅持）、松江藩、和歌山藩、仙台藩（江戸、大坂の有力商人の高い信用力を利用して藩札の信用度向上に成功）等の事例を無視しているからである[8)]。

上記の主張は「大部分の藩札は、幕末にかけて濫発され兌換停止や大幅な価格下落になった」という定説を支持しないものである。一方、鹿野嘉昭の論文においては、「たとえ外生的要因であったとしても藩札の濫発がなぜ物価の上昇や藩札の価格下落につながるのか」ということが分析されていない。もし藩札と物価の間に貨幣数量説（MV = PT、M = 貨幣、V = 流通速度、P = 物価、T = 取引量）が成立するのであれば、藩札の発行量は物価の上昇につながるはずである。一方、もし藩札と物価の関係がドイツのハイパー・インフレーションのモデルで説明できるのであれば、物価の上昇と藩札の下落は藩札の価値下落を見越した投機的なものであり、人々の貨幣よりも商品を選好しようとする動きになる。もし藩札の価格と正貨での準備金の量の間に相関関係があるならば、次のように記述される。

$\triangle Y_t = \alpha \triangle X_t + \mu$

Y = 藩札の値段

X = 正貨での準備金の量

μ = 残差（相関関係が高いほど、残差はゼロに近くなるはずである）

α = 調整係数

t = 時間

同様に藩札の発行量と藩札の価格の間に相関関係があるならば、下記のように記述される。

$\triangle Yt = \beta \triangle Zt + \mu$