

博士論文

「法の起源と金融市場の関係が企業のパフォーマンスに与える影響について
－Law and Finance の議論を中心に－」

平成 27 年 3 月

中央大学大学院商学研究科商学専攻博士課程後期課程

富田 洋介

「法の起源と金融市場の関係が企業のパフォーマンスに与える影響について
－Law and Finance の議論を中心に－」

中央大学大学院商学研究科*
博士課程後期課程
富田洋介†

* 中央大学大学院商学研究
所在地：東京都八王子市東中野 742-1
† 中央大学大学院商学研究科市村誠ゼミ所属
E-mail：ramijirou@jcom.home.ne.jp

目次

要旨	i
1. はじめに	
1-1. 本研究の目的	1
1-2. 研究課題とアプローチおよび本研究の貢献	3
1-3. 本論文の構成	5
2. Law and Finance の議論についての変遷と比較法	
2-1. コーポレート・ガバナンスの多様性と法の起源	9
2-2. 法の起源からのアプローチ	13
2-3. 法の起源について	17
2-4. 法の起源と法の継受	25
2-5. 法の起源とパフォーマンス	26
2-6. 本章の結論	29
3. 法の起源と内生的制度の適合性が企業利益に与える影響に関する一考察	
3-1. 先行研究と本章の構成	35
3-2. 金融市場のモニタリングと企業の資金調達	38
3-3. 金融市場のモニタリング機能と法の起源と内生的制度の適合性	43
3-4. モデルとデータ	47
3-5. 推計結果	50
3-6. 本章の結論	52
3. APPENDIX	63
4. 企業のパフォーマンスに影響を与える要因としての法の起源と金融市場の安定性	
4-1. 先行研究と本章の構成	69
4-2. 法の起源と金融市場	71
4-3. 法の起源と金融市場の安定性	75
4-4. モデルとデータ	79
4-5. 推計結果	82
4-6. 本章の課題とインプリケーション	83
5. 法の起源と経路依存性および金融制度の変化に関する試論	
5-1. 先行研究と本章の構成	97

5-2. 金融市場の動向と法の起源	98
5-3. 経路依存性と制度変化	101
5-4. 法の起源と金融市場の変化	102
5-5. 法の起源と経路依存性、金融制度の変化	104
5-6. 推計結果	107
5-7. 本章の結論	109
6. 本研究のまとめとインプリケーション	
6-1. 本研究のまとめ	122
6-2. 本研究からのインプリケーション	124
6-3. 残された課題	125
参考文献	127

「法の起源と金融市場の関係が企業のパフォーマンスに与える影響について
—Law and Finance の議論を中心に—」

要旨

1. はじめに

本論文は法の起源と金融市場の関係が企業のパフォーマンスに如何なる影響を与えるのかという事象に焦点を当てている。第 1 に、金融市場の発展は法の起源と内生的制度の適合性によってもたらされる。第 2 に金融市場は法の起源と整合することによって安定し、その結果発展する。上記 2 点の経路を通じた金融市場の発展が企業のパフォーマンスに影響を与える要因となることを分析する。第 1 章では用語の定義を行い本論文の立場を明確にする。本論文の立場は、各種法の起源を歴史的初期条件の異なる内生的制度の国に継受するため、金融面からのコーポレート・ガバナンスの議論における多様性を是認する。ただし、法の起源そのものが金融市場に対して影響を与えることのみならず、その法の起源と内生的制度の適合性が重要であり、かつ法の起源と主要な金融市場の整合性が重要であることを主張する。各国の主要な金融市場が銀行中心であるのか株式市場中心であるのかは、一定程度法の起源によって決定されるものの、各国の金融市場における発展の程度は、法の起源と内生的制度の適合性、または法の起源と主要な金融市場の整合性によって異なる。この金融市場の発展が企業のパフォーマンスに影響を与える要因の 1 つであることを分析する。第 1 章では用語の定義、本研究の意義、本論文の構成についてまとめられる。

2. Law and Finance の議論の変遷と比較法

本論文の第 2 章において法の起源について概観する。法の起源を継受する際、強制的継受によって行われた場合、法の起源と内生的制度の適合性が喪失する傾向にある。強制的継受は主に植民地化によって成される傾向がある。これら、法の起源の歴史的経緯や継受の議論は比較法の議論において成され、Law and Finance の議論にも取り入れられた概念である。第 2 章以降、法の起源について先行研究を基にイギリス法起源、フランス法起源、ドイツ法起源およびスカンディナヴィア法起源の国に分類し分析する。この 4 つの分類は Law and Finance の議論において代表的な方法である。第 2 章ではデータ上にて各国を植民地と独立国に分類し、その国の経済的パフォーマンスや金融市場における発展の程度を概観する。その結果、植民地では独立国と比較して経済的パフォーマンスや金融市場の発展において低水準であることが概観できたものの、植民地に分類された国の中にも経済的パフォーマンスや金融市場の発展が高水準である国が存在する。また、独立国であるにも関わらず低水準である国も存在する。法の起源の継受の成否は植民地化に代表される強制的継

受によって失敗する傾向にあるが、一概に植民地化が直接的な要因になるとは考えていない。ただ、植民地政策のような強制的継受は失敗する傾向が高いと考える。分析の結果、各国の主要とする金融市場のタイプはある一定程度、法の起源に左右されるものの、その金融市場における発展の程度や経済的パフォーマンスに影響を与える重要な要因となるものは、法の起源を継受する際の成否ではないかと結論付ける。

3. 法の起源と内生的制度の適合性が企業利益に与える影響に関する一考察

本章は法の起源と内生的制度が適合している国では、適合していない国に比較して金融市場が発展しており、また企業のパフォーマンスについても、適合していない国の企業のパフォーマンスより高いことを38カ国のデータを使用し検証したものである。法の起源と内生的制度が適合していれば、法は人々に認知されることで実効性を増すが、法の起源と内生的制度が適合していない場合、法は人々に認知されず形骸化し実効性を失うという視点に基づくものである。これらの理論的背景を説明するために、先行研究のモデルを基本として用いることで本章の目的である法の起源と内生的な制度の適合性を説明する。モデルは1期間モデルを用い、企業のモラルハザードに対してモニタリングコストを支払うという内容であり、法の起源と金融市場の適合性が情報の非対称性を抑制するという仮定を置き分析している。本章のモデルは企業の資金調達に情報の非対称性が伴う場合、4つのパターンに分類できることを示している。すなわち、①負債、および株式市場共にモニタリングの程度が高い②負債に対するモニタリングはよく機能するが株式市場のモニタリングは機能していない③負債に対するモニタリングは機能していないが株式市場のモニタリングは良く機能している。④負債に対しても株式市場に対してもモニタリングが機能していない。という4つの分類である。①についてはモニタリングのコストが資金調達に然程かからないため、企業は有利に投資計画を進めることができる。②、③については、発達している金融市場から資金調達が可能であればモニタリングにかかるコストが低くなるため②、③の場合も企業は有利に投資計画を進めることができる。しかし、④についてはどの市場でもモニタリングコストが高くなるため、資金調達コストが上昇し、企業は投資計画を有利に進めることができない。上記の分類を基に、法の起源と内生的制度を適合させることの出来た国の企業のパフォーマンスは高いとする仮説を立て検証を行う。また、④のような市場であれば資金提供者が企業への投資をためらう可能性があることや資金提供者が企業に対する信用供与に対して前向きな態度を示さないことから、金融市場の発展が阻害される可能性がある。したがって、法の起源と内生的制度が適合している国の金融市場は発達しているという仮説を立て検証を行う。実証分析を行った結果、法の起源と内生的制度との適合性は、金融市場の発展と企業のパフォーマンスに対してプラスの影響を与える一因として存在することが示された。この結果は、法の起源のみに議論を集中させるだけでなく、法の起源と当該国の持つ内生的制度の適合性についても議論していかなければ

らないとするインプリケーションをもたらす。

4. 企業のパフォーマンスに影響を与える要因としての法の起源と金融市場の安定性

本章は法の起源別に銀行中心もしくは株式市場中心といった主要な金融市場を各国毎に分類し、同時にその主要な金融市場の安定性と企業のパフォーマンスの関係について48カ国のデータを用い議論するものである。法の起源によって各国の主要な金融市場を分類する際に、法の起源の特徴と相違に着目している。法の起源別に分類された主要な金融市場のなかでも、国によってその主要な金融市場が安定している場合と不安定な場合が存在し、各法の起源の中で平均的な水準と比較して当該国の主要な金融市場が安定的であるのか、もしくは不安定なのかを示す指標を作成した。その金融市場の安定性は金融市場の発展を導き、企業のパフォーマンスは金融市場の発展によって高くなることを検証することが本章の目的である。金融市場の安定性について、主要な金融市場が法の起源に対して整合性のあるものであった場合、法の起源は企業と資金提供者の間に発生する情報の偏在を平衡化させるため、金融市場は安定する。法の起源と金融市場が整合的であり、企業と金融市場の間に情報の偏在が生じなければ、契約の際に発生する諸コストを低減させる。資金提供者と企業の関係に問題がなければ、主要な金融市場は安定し、その金融市場の安定性が金融市場の発展を導く。その結果、高い企業のパフォーマンスが導かれるのではないかとすることを議論し、実証的に検証する。分析の結果、法の起源別に分類された主要な金融市場の安定性は金融市場の発展に対してプラスの関係にあり、その金融市場の発展は企業のパフォーマンスに対してプラスに作用することを本章の推計結果は示唆している。この結果は、法の起源と主要な金融市場の整合性が情報の偏在を平衡化させることで金融市場の安定性を導き、このような金融市場の安定性が、企業のパフォーマンスを高める一因になるということを示していると解釈できる。また、各国が過去にどのような法の起源を採択したのかということよりも、むしろ法の起源の特徴と主要な金融市場における特徴の整合性が重視されるべきであり、その整合性をもたらす金融市場の安定性が金融市場および企業のパフォーマンスに対して影響を与える重要な要因となりうることを表している。

5. 法の起源と経路依存性および金融制度の変化に関する試論

本章では法の起源が継受されてから今日に至るまで、法の起源の影響力が経路依存性を持って継続しているのか、もしくは制度変化が行われているのかを分析するものである。つまり、経路依存性が存続している場合、法の起源を継受してから今日まで、新規に制定される法律が法の起源を前提として作成されているのか、もしくは継受した法の起源の特徴と異なった法律は内生的制度によって認知されていないことを意味する。国際的な金融市場を持つに至った今日において、経路依存性は確認できるのかという問題について議論

を行う。国際的な金融市場の動向の影響を受けやすい先進国を対象に法の起源の継受時期からデータの対象とする時期までを調査し、その継受時期からの時間によって 1 国のパフォーマンスの成長率が変化するかを検証した結果、早期に法の起源を継受した国では 1 国のパフォーマンスの成長率が高いという内容であった。早期に法の起源が継受された国では、法の起源と内生的制度は時間をかけて適合してきたため、法の起源が内生的制度に認知されてきた結果であると考えられる。金融資産構成の変化を観察すると早期に法の起源を継受した国では法の起源の特徴に適した金融市場が中心を担っている。つまり、イギリス法起源やスカンディナヴィア法起源の国では株式市場を中心としており、フランス法起源やドイツ法起源の国では銀行中心の金融市場を形成している。したがって、法の起源の経路依存性は存在する。ただし、データの対象とする比較的短期間の間において、フランス法起源とドイツ法起源の国の金融資産構成は国際的な金融市場の動向を受け株式市場の割合が増加してきている。各法の起源において経路依存性が確認されたが、国際的な金融市場の動向という圧力によりフランス法起源やドイツ法起源の国では金融資産構成において短期的に制度変化が生じている。フランス法起源やドイツ法起源の国における制度変化は、元々銀行中心であった金融市場に株式市場の発展を促す政策を金融市場に導入してきた結果であると考えられる。したがって、適合性の観点から考えれば、制度変化の時期には内生的制度についても政策の変化に合わせて変化していかなければならない。しかし、一般的に内生的制度の変化は法律の変化に対して速度が遅いとされている。したがって、制度変化の時期には内生的制度の変化の様子を良く観察し、議論された上で行うことが政策上、必要になってくるのではないかと考える。

6. 本研究のまとめとインプリケーション

本論文をまとめると、第 1 に法の起源と内生的制度が適合している国では、企業と資金提供者間の情報の偏在や制度的な齟齬が小さいため、金融市場が発展しており、その金融市場の発展が企業のパフォーマンスを高いものとするという結論である。すなわち、法の起源と内生的制度の適合性が、両者の補完性に影響を与える。第 2 に、法の起源と内生的制度の適合性や、法の起源の特徴と金融市場における特徴の整合性から金融市場が安定し、主要な金融市場の発展に影響を与えるという結果である。本論文のインプリケーションとして述べることのできる概念は、過去に継受された法の起源、もしくは今現在の法制度は当該国の内生的制度と適合する必要があるということである。法の起源と内生的制度との適合性や、法の起源と金融市場との整合性は、金融市場の発展および企業のパフォーマンスに対してプラスの影響を与える要因の 1 つであり、金融面からのコーポレート・ガバナンスを考える際に重要視されるべき内容である。同じ法の起源に分類される国であっても、適合性や整合性次第では同じパフォーマンスをもたらすとは限らないということである。したがって、法の起源と内生的制度の適合性や整合性は企業のパフォーマンスや金融市場

の発展にとって重要視されるべき内容である。

本稿において残された課題は、具体的に法の起源の如何なる部分と内生的制度の如何なる部分において整合することができれば金融市場の発展が導かれ、企業のパフォーマンスが高くなるのかを今後の課題として明らかにしていくべきであろう。各国によって具体的な制度は様々であり法律自体も多様であるため、これらを分析することによって具体的な内容が今後明らかにされればと考えている。

1. はじめに

1-1. 本研究の目的

本研究は法の起源 (Legal Origin) が各国における金融市場の発展および企業のパフォーマンスにどのような影響を与えるのかを調査したものである¹。本研究では法の起源を4種類に分類し分析を行っている。法の起源における4種類の分類とは、イギリス法起源、フランス法起源、ドイツ法起源、スキャンディナヴィア法起源である。この4種類の分類は La Porta, Lopez-Silanes, Shleifer and Vishny (1998) の分類に基づいたものである。法の起源は大別すれば慣習法 (Common Law) と制定法 (Statute Law) に分類できる。イギリス法起源は慣習法と分類され、フランス法起源とドイツ法起源は制定法と分類される。その慣習法と制定法の中間的な位置として分類されるのがスキャンディナヴィア法起源である。

慣習法の代表的な国としてイギリスやアメリカなどが挙げられる。その特徴として判例による裁判所の判決や、証券市場における概念の発祥とも言えるエクイティおよび信託の概念を発達させてきた歴史的経緯がある。慣習法では先例のない事象については、法の背景にある一般原則に基づき判決が下されるため、変化の著しい証券市場に適していると考えられる。

一方、制定法の代表的な国としてフランス、ドイツなどが挙げられるであろう。制定法の特徴は制定法の中核的な概念となる法 (Law)、もしくはその法から作成された法律 (Bill) の解釈によって裁判所が判決を下す場合が多いということである。したがって、通常起こり得る事象に対する判決については法の解釈および法律が整っているため、確固とした判決を下すことができる傾向にあるが、変化の著しい証券市場において先例のない事象が生じた場合、法、および法律に対する解釈を新たに加えなければならないという作業が生じる。

これら法の起源の特徴は、各法の起源の発生国における歴史的背景が大きく影響していると考えられる。法の起源を考察する場合、各法の起源が形成される歴史的経緯を明らかにする必要があるであろう。

本研究では、同じ法の起源を継受 (Reception) した国であっても、法の起源を継受した国における内生的制度の状況によって、その国における金融市場の発展の程度、および企業のパフォーマンスが異なることを明らかにする。本研究における法の継受とは、ある国の法の起源が異なる国の法へ影響を与えることを意味する。また、内生的制度とは、ある国で発生した商習慣や、その制度内で自然発生した法律などによらないルール、もしくは

¹ 通常「発展」という言葉は継続的に成長し進展することを意味するが、本研究では使用するデータの水準が高いのか否かという部分において、高い場合に発展しているという言葉を使用している。

そうした環境や文化などを意味する。例えば、内生的制度としてイギリスにおける個人の所有権および証券市場に対する歴史や考え方であったり、日本におけるメインバンクの制度であったり多数挙げることができるであろう。ある法の起源を継受した国の内生的制度に、その法の起源が認知され、その制度内において法の起源が機能的に活用されている場合、法の起源は経済的にも金融市場的にもその制度内において適切に機能していると言って良い状況であろう。一方、法の起源が内生的制度に認知されず機能していない場合、法の起源に対する需要はなく効果を発揮しない。法の起源が認知されていないのであればまだしも、法の起源が内生的制度に対して相反する拘束力を発揮している場合には、法の起源は制度的な齟齬を引き起こしている可能性もある。

本研究における適合性とは、法の起源が内生的制度にどの程度受け入れられているのかを表すものである。つまり、当該国が法の起源に沿って内生的制度を変化させ、法の起源に適応 (Adaptation) していったのか、もしくは法の起源が内生的制度をサポートするような形で継受され、その国にとって馴染み深いもの (Familiarity) であったのかによって判断される。この適合性の考え方は Berkowitz, Pistor and Richard (2003) の研究を基に定義されている。すなわち、本研究で用いる適合性は、歴史的初期条件としての内生的制度に法の起源をどのように継受させていったのかという過程に焦点を置いている。具体的には、各国の憲法や商法などの重要な法が立法された時期に、植民地化政策などの強制的圧力によって内生的制度に認知されないような法の起源を継受せざるを得ない環境であったり、継受した法の起源を自発的に自国の内生的制度に馴染みのあるものとして取り込むことが不可能な環境であったりした場合、法の起源と内生的制度は適合していないと判断される。つまり、法の起源の継受が成功したのか否かによって、各国の法の起源と内生的制度の適合性は異なるということである。言わば、法の起源と内生的制度が制度的補完性を備えているのかどうかと言い換えることができるであろう。

また、各種法の起源は歴史的な観点から各々異なった特徴を持つ。その法の起源の特徴によって、各々金融市場の発展における歴史的道程も異なる。その法の起源が持つ特徴に沿った形で銀行中心なり証券市場中心なりの主要な金融市場を発展させている国の場合、法の起源と金融市場の間に整合性が存在する。すなわち、本研究における整合性とは、法の起源が銀行取引に対して適している場合、銀行中心の金融市場を発展させていること、もしくは証券市場に対して適した法の起源である場合、証券市場中心の金融市場を発展させていることであり、法の起源に適したタイプの金融市場を発展させていることが、法の起源と金融市場の関係において整合的であり、かつ自然な状態であるとする考え方である。ここで、法の起源と金融市場の関係が整合的ではない国の場合、法の起源の継受に失敗している可能性がある。つまり、法の起源と金融市場の関係において整合的ではないということは、法の起源の持つ特徴を内生的制度において最大限に発揮できていない環境であることが予測される。

したがって、法の起源が内生的制度に対して適合的であるのかということと、発展して

いる主要な金融市場のタイプがその法の起源の特徴と整合的であるのかということは、資金調達を必要とする企業のパフォーマンスに対して影響を及ぼす要因となり得る。ここで本研究において用いる適合性と整合性の関係を整理すると、法の起源と内生的制度が適合していれば、その結果として法の起源の持つ特徴に整合的なタイプの金融市場が発展するという関係である。整合性の議論は Law and Finance の議論でなされるように、法の起源が歴史的初期条件としての内生的制度に影響を与える 1 つの要因として捉えられ、その法の起源が内生的制度に影響を与えることで、社会的もしくは経済的な結果として現れるという議論の順序に則っている。

本研究では Law and Finance の先行研究に基づき、法の起源をイギリス法起源、フランス法起源、ドイツ法起源、スカンディナヴィア法起源に分類し分析を行うとともに、法の起源が継受される場合に問題視される内容を検討しその分析を行う。法の起源の継受は法の起源と内生的制度の適合性において観察されるべき重要な点となる。比較法の議論によれば、法の起源が継受される際に問題となる点は強制的継受である。当該国が強制的継受を行わざるを得なかった要因は様々であるが、強制的継受が行われた主要な原因を単純化すれば、植民地政策による強制的な法の起源の継受であろう。この植民地政策が導入された国の場合、植民地化された国において法の起源が当該国の内生的制度に認知されない形で継受される主要な原因の 1 つとなる。また、独立国か植民地であったのかという分類のみならず、本研究における適合性の定義に基づく分析を行い、さらに法の起源と主要な金融市場の整合性の視点からもクロスカントリーデータを用いて考察する。

上記の視点から、法の起源を内生的制度と適合させることのできなかつた国における企業のパフォーマンスは低く、また金融市場の発展についても遅れているのかどうかという点において分析を加える。つまり、本研究では法の起源そのものが実体経済、すなわち経済的パフォーマンスや金融市場における発展の程度を決定するのではなく、法の起源と金融制度の適合性や整合性こそが実体経済の動向を決定する要因なのではないかという仮説を立証しようと試みるものである。

1-2. 研究課題とアプローチおよび本研究の貢献

本研究では、法の起源に関する議論は各国のコーポレート・ガバナンスの多様性に影響を及ぼす一因であるとして捉え、その法の起源について Law and Finance の議論、および比較法の議論の両者の観点から議論を進める。すなわち、本研究の立場はコーポレート・ガバナンスにおける各国の多様性を認識した上で、多様性を引き起こす源泉の 1 つである法の起源に注目して考察するものである。コーポレート・ガバナンスの議論の中でも、歴史的初期条件の相違から各国のコーポレート・ガバナンスは多様性を持つとする議論の一部に Law and Finance の議論は位置づけられる。さらに、法の起源そのものが実体経済に対して影響を与えることのみならず、その法の起源と内生的制度の適合性、または金融市

場に影響を与える法の起源の特徴と、内生的制度としての金融市場が持つ特徴の整合性が特に重要であることを議論する。当該国の金融市場が銀行中心であるのか証券市場中心であるのかは、ある程度法の起源の持つ特徴によって決定されるところがあるものの、各国の金融面におけるコーポレート・ガバナンスの善し悪しは、法の起源と内生的制度の適合性、または法の起源と主要な金融市場の整合性によって異なる。このコーポレート・ガバナンスの善し悪しが企業のパフォーマンスに影響を与える要因の 1 つであるという立場から分析を行う。一方で Law and Finance の議論の他にも比較法の分野において、各法の起源における特徴についての研究が蓄積されている。これら両者についての接点を探り、法の起源の特徴と金融市場および企業のパフォーマンスの関係について分析を行うことが本研究の位置づけであり貢献であると考ええる。

本研究のアプローチは法の起源と金融市場、および企業のパフォーマンスとの関係に焦点を当て、主に実証分析を通じて結果を判断する手法を採用する。法の起源の継受に関して、過去に植民地であったのか否かによって、同じ法の起源を継受した国であっても経済的パフォーマンスや主要な金融市場における発展の程度は異なるという視点から分析を始め、ただ単純に各国を植民地であったのか否かによって分類するのみならず、法の起源と内生的制度の適合性という要因や、法の起源が持つ特徴と主要な金融市場の持つ特徴の整合性が各国の金融市場を安定させるといった要因についても検討を行う。

本研究は適合性や整合性といったこれらの要因が、金融市場の発展および企業のパフォーマンスに影響を与えるといった視点から分析を行っている。つまり、同じ法の起源を採用する国であっても、かつて強制的継受が行われた植民地では、法の起源の発生国である宗主国や自発的に法の起源を継受した国と比較して、経済的パフォーマンスや金融市場における発展の程度に差が生じることや、法の起源と内生的制度が適合的であったのかどうかによって当該国の企業のパフォーマンスや金融市場の発展に差が生じることが分析される。また、同時に法の起源の特徴と主要な金融市場の特徴の間に整合性がなければ、金融市場における発展の程度は遅れ、企業にとっても良いパフォーマンスを上げることができないことを検証する。上記のような様々な視点から、法の起源と金融市場および企業のパフォーマンスの関係を分析していることが本研究の貢献であると考ええる。

これまでの議論では、法の起源と内生的制度の関係に焦点を当てているため、過去に採択された法の起源のみに分析対象を絞っている。したがって、法の起源を採択してから実証分析に用いるデータの対象とする現在まで経路依存性が存在していることを前提としている。つまり、法の起源が継受されてから現在に至るまで法の起源に基づいて新たな法律や制度的ルールが作成されていることを仮定しているということである。法の起源の継受時期からデータの対象とする現在までの間に制度変化が生じているのであれば、経路依存性を前提とした議論の中においても、制度変化について考慮しなければならない。したがって、法の起源の継受時期から現在に至るまでに制度変化が生じているのか、もしくは経路依存性により法の起源の特徴が現在においても観察可能なのかどうかを分析する必要が

ある。本研究では経路依存性と制度変化について議論を行い考察することによって、法の起源と金融市場および企業のパフォーマンスの関係について、これまでの議論の前提条件を確認することができればと考えている。

1-3. 本論文の構成

まず、第2章において、Law and Finance の議論はコーポレート・ガバナンスにおける多様性議論の中でコーポレート・ガバナンスの制度が各国において多様化する要因の1つとして位置づけられていることを確認する。次に Law and Finance の議論の代表的な La Porta, Lopez-Silanes, Shleifer and Vishny (1997、1998、2000、2002) (通称 : LLSV) および La Porta, Lopez-Silanes and Shleifer (2007) の議論を中心に吟味する。La Porta, Lopez-Silanes, Shleifer and Vishny の主張する一連の研究は、法の起源が実態を変えるとする学派に属する研究であり、この学派に対する批判として、法の起源のみが実態を変える要因ではないとする学派が存在する。法の起源のみが実態を変える要因ではないとする学派では、法の起源だけではなくその他の諸要因が金融市場に影響を与えることを主張する。その中で、Berkowitz, Pistor and Richard (2003) や Beck, Demirgüç-Kunt and Levine (2005) は、法の起源と内生的制度の適合性を重視することを主張し、法の起源が実態を変えるというよりも、むしろ法の起源は内生的制度に対して外生的に影響を与える要因の1つであると捉えている。

このような、Law and Finance の議論を概観した後で、法の起源とは如何なるものであるのかを議論するために、比較法の観点から法の起源について説明する。その上で、Law and Finance の議論と比較法の議論の共通点を見出す。Law and Finance の議論において指摘される法の起源と内生的制度の適合性、および比較法において議論される法の継受の考察が共通した概念であること、さらに主要な金融市場に対する影響力が各種法の起源によって異なるという議論が共通していることについての確認を行う。これらの共通点を分析するために、各国を独立国と植民地であった国に分類し、植民地であった国において一律に法の起源が強制的に継受されたと想定し、強制的継受を示す単純な指標を作成した。この指標では過去に植民地であった国に対して法の起源の強制的継受が行われたと仮定し、その強制的継受の影響が経路依存性を保持していることを前提に、データの対象とする今現在の経済的パフォーマンスや金融市場における発展の程度において、その差が観察できるのか否かについてクロスカントリーデータを概観することによって分析を行う。

第3章では、法の起源と内生的制度が適合している国では、適合していない国に比較して金融市場が発展しており、また企業のパフォーマンスについても適合していない国の企業のパフォーマンスより高いことを48カ国のデータを使用し検証する。法の起源と内生的制度が適合していれば、法の起源は人々に認識されることで実効性を増すが、法の起源と内生的制度とが適合していない場合、法の起源は人々に認識されず形骸化し実効性を失う

という視点に基づくものである。本章にて使用する適合性のデータは、本章第 1 節に示した定義のとおり、Berkowitz, Pistor and Richard (2003) の「受容性 (Receptive)」と「非受容性 (Unreceptive)」の定義に従って分類されたデータを使用している。実証分析を行った結果、法の起源と内生的制度の適合性は、金融市場の発展と企業のパフォーマンスに対してプラスの影響を与える一因として存在することが示された。この結果は、法の起源のみに議論を集中させるだけではなく、法の起源と当該国の持つ内生的制度の適合性についても議論していかねばならないとするインプリケーションをもたらす。

第 4 章は、法の起源別に各国を銀行中心もしくは証券市場中心といった主要な金融市場に分類し、同時にその主要な金融市場における安定性と企業のパフォーマンスの関係について 48 カ国のデータを用い検証するものである。法の起源によって主要な金融市場を分類する際に、慣習法と制定法の特徴と相違点に着目している。すなわち、法の起源別に主要な金融市場が銀行中心であるのか、証券市場中心であるのかに分類し、法の起源の特徴と主要な金融市場の特徴が整合的である場合、主要な金融市場は安定すると仮定している。その主要な金融市場の安定性が金融市場の発展および企業のパフォーマンスに如何に影響を及ぼすのかを検証するものである。具体的には、法の起源別に分類された主要な金融市場のなかでも、国によってその主要な金融市場が安定している場合と不安定な場合が存在する。まず、主要な金融市場を法の起源別に分類し安定性のベンチマークを作成した。そのベンチマークと比較して当該国の主要な金融市場の数値が安定的であるのか、もしくは不安定なのかを示す指標を作成した。金融市場の安定性が金融市場の発展を導き、企業のパフォーマンスはその金融市場の発展によって高まるとする仮説を立て、それを検証することに主眼を置いている。分析の結果、法の起源別に分類された主要な金融市場の安定性は金融市場の発展に対してプラスの関係にあり、その金融市場の発展は企業のパフォーマンスに対してプラスに作用する可能性があることを推計結果は示唆している。この結果について、法の起源と主要な金融市場の整合性が情報の偏在を平衡化させることで金融市場の安定性を導き、このような金融市場の安定性が、企業のパフォーマンスを高める一因になるという解釈を行っている。また、各国が過去にどのような法の起源を採択したのかということよりも、むしろ法の起源が持つ特徴と法の起源別に分類された主要な金融市場における特徴の整合性の方が企業のパフォーマンスに対して影響を与える重要な要因となり得ることをインプリケーションとして示している。

第 5 章は法の起源が継受されてから現在に至るまで、法の起源の効力が経路依存性を通じて残存しているのか、もしくは法の起源の継受時期から時間をかけて制度変化が生じているのかを確認するために分析を行うものである。第 5 章では分析の対象を先進国とし、国際的な金融市場における動向の影響を受けやすい国に焦点を当てている。先進国間で生じる国際的な金融市場の動向の影響から、その国際的な動向に対応するために制度変化が生じるのか、もしくはそのような国際的な金融市場の動向にも関わらず法の起源は経路依存性を維持するのかを検証する。法の起源の継受時期から現在に至るまでの長期的な時間

の中では、法の起源の継受時期の早い国ほど経路依存性が強固に存在し、GDPの成長率に対してプラスの影響を示す。また、金融資産構成の分析では、イギリス法起源の国とスカンディナビア法起源の国では法の起源の継受時期が早い国ほど株式市場の割合は大きい。また、フランス法起源の国とドイツ法起源の国では法の起源の継受時期が早い国ほど銀行貸出の割合が大きい。この分析結果によれば、法の起源の影響は経路依存性により維持され、現在でも法の起源の持つ特徴が経路依存性をもとに金融資産構成に影響を及ぼしている。一方、データの対象とする短期間では、国際的な金融市場の動向を受け、フランス法起源とドイツ法起源において株式市場の発展が見られる。フランス法起源とドイツ法起源は歴史的に銀行中心の金融市場を発展させてきたが、近年の国際的な金融市場の動向に対応するため、株式市場の発展に力点を置いてきた結果であろう。通常、制度変化は時間をかけて徐々に変化するとされる。このような比較的短期間での制度変化は既存の内生的制度と軋轢を生じさせる可能性がある。経路依存性は基本的に存在し、現在においても観察可能な現象である。したがって、経路依存性を残した制度の中で国際的な金融市場の動向により短期的な変化を遂げた場合には注意が必要である。つまり、急激な制度変化に伴う法の起源と内生的制度の乖離が齟齬を生じさせないように慎重に議論する必要があると考える。

第6章はこれまで議論されてきた内容の統括と共通したインプリケーションの整理を行う。これまで議論されてきた内容は、基本的に法の起源と内生的制度の適合性が金融市場や企業のパフォーマンスに対してプラスの関係として観察可能であることを示している。その中で、法の起源の持つ金融市場に対する影響力は経路依存性により維持されており、法の起源が持つ金融市場への影響が銀行中心であるのか、株式市場中心であるのかによって、各国の主要な金融市場は決定される。法の起源の特徴と主要な金融市場の特徴が整合的であれば、主要な金融市場は安定し、その安定性が金融市場の発展や企業のパフォーマンスに良い影響を与えることを中心に議論している。

本研究は一貫して、法の起源と内生的制度が適合している国では企業と資金提供者の間の情報の偏在や制度的な齟齬が小さくなるため金融市場が発展し、その金融市場の発展が企業のパフォーマンスを高いものにするという理論的展開を共通点としている。また、法の起源や昨今の法制度が内生的制度に認知されているのかどうかという点を重要視しており、法の起源と内生的制度の適合性が、制度的補完性のように影響を与えるという視点にも立脚している。すなわち、各国においてコーポレート・ガバナンスの多様性が観察できるのは、法の起源そのものが持つ特徴による部分もあれば、法の起源と内生的制度の適合性によって金融市場における発展の程度や企業のパフォーマンスの相違として現れる部分もあるからである。さらに、法の起源の特徴と主要な金融市場における特徴の整合性によって金融市場の安定性にも相違が生じ、主要な金融市場の発展に影響を与えるといった部分などが各国のコーポレート・ガバナンスの多様性に影響を与える1つの要因となるのであろう。

本研究のインプリケーションとして述べることのできる共通概念は、企業のパフォーマンス、もしくは経済的パフォーマンスを考察する際に、法の起源と当該国の内生的制度の関係に注目するという点である。企業のパフォーマンス、もしくは経済的パフォーマンスに影響を及ぼす要因の 1 つとして、その関係を省みることによって得ることのできるインプリケーションは多数存在すると考える。すなわち、同じ法の起源に分類される国であっても、適合性や整合性次第では同じパフォーマンスをもたらすとは限らない。したがって、法の起源と内生的制度の適合性や整合性は企業のパフォーマンスや金融市場の発展にとって重要視されるべき内容である。

本研究において残された課題は、具体的に法の起源の如何なる部分と内生的制度の如何なる部分において適合することができれば金融市場の発展が導かれ、企業のパフォーマンスが高くなるのかという部分に対して明確な結論を得ていないという点である、この点については今後の課題として明らかにしていくべきであろう。各国によって具体的な制度は様々であり法律自体も多様であるため、これらを詳細に分析することが求められるのではないかと考える。

2. Law and Finance の議論の変遷と比較法

2-1. コーポレート・ガバナンスの多様性と法の起源

資本主義の多様性における比較研究が 1990 年代前半から行われるようになった。Albelt (1991) はこれまで資本主義と共産主義を比較検討する研究について数多く行われてきたものの、共産主義であったソヴィエト連邦の崩壊によって、今日では資本主義各国の制度を中心とした比較分析がなされる必要があることを説いている。Albelt (1991) は、その資本主義を 2 つの類型に区分し議論をしている。2 つの類型とは、アメリカおよびイギリスを中心とする「アングロサクソン型」と、ドイツやスイス、日本などを中心とする「ライン型」である。

アングロサクソン型では市場中心主義が採用され、企業自体も買収によって取引の対象となっている。さらに、企業の資金調達には証券取引所による依存率が高く、弁護士においても裁判産業として商品化されている。すなわち、アングロサクソン型は個人の成功と短期的利益追求、証券市場を重視したモデルとして表現されている。また、Albelt (1991) はアメリカにおいて企業の資金繰りに対する銀行の地位が低下した原因として、証券市場の目覚ましい発展があったことを理由として挙げている。それ故、株主が企業を所有し、株主はその株式を自由に処理できるような制度的背景が構築されたと論じている。

一方、ライン型は、市場外で行われる制度的調整が重視される資本主義であるとし、企業の資金調達は銀行に依存している。すなわち、ライン型の国は企業において集団での成功を目標とすることや、コンセンサスの重視、長期的利益追求に重点を置く制度であると論じている。ライン型の国々は、企業と金融機関が長期にわたる関係を構築し、その長期的な関係を重視する傾向にあることを指摘している。企業と銀行の関係について Albelt (1991) はドイツの金融市場の歴史を例に説明している。例えば、旧西ドイツ時代の証券市場はさほど活力もなかったため、企業の資金調達は銀行が公的機関に必要な資金を求めて調達し、その資金を企業へ貸し出していた。それ故、ドイツの銀行は証券市場の代理として企業への融資を行い、企業の大部分は所謂「ハウスバンク (Hausbank)」を持つことで企業の財政問題を銀行に担当してもらった制度的背景を構築した。その制度的背景から、企業は銀行との関係において長期的な視点を重視した。また、大株主が安定的であるため、企業にとって敵対的買収から身を守る法律上の画策にエネルギーと時間を費やす必要がない制度であると Albelt (1991) は論じている。

Albelt (1991) によれば、ライン型の代表例であるドイツは独特な自由資本主義経済を採用している。ドイツにおける「社会的市場経済 (Soziale Marktwirtschaft)」は、その理論的根拠としてきたフライブルグ学派が主張する「世界観 (Weltanschauung)」という信

条の基礎となっている²。つまり、経済活動は市場において最大限に自由が保障されることを重要視するものの、その市場において他の社会的優先事項とのバランスが重視されるため、国家によってその社会的優先事項が保証される制度となっている。

Hall and Soskice (2001) においても、資本主義について 2 つの視点から分析を行っている。1 つは、競争的な市場と階層（ヒエラルキー）をコーディネートする方法とする「自由な市場経済（Liberal Market Economies : LMEs）」であり、もう 1 つは非市場的な協働の関係によって企業の結ぶ諸関係をコーディネートする「コーディネートされた市場経済（Coordinated Market Economies : CMEs）」である。自由な市場経済にはアメリカなどのアングロサクソン諸国が分類されている。一方、コーディネートされた市場経済に分類されている国は、ドイツなどの欧州諸国や日本などである。これら 2 つの中間的な位置に属するのがフランスとイタリアとされている。Hall and Soskice (2001) によれば、企業を取巻く諸関係をコーディネートすることが可能か否かということが企業の成功に大きな影響を与える。企業の結ぶ諸関係として、労使関係、職業訓練と教育、コーポレート・ガバナンス、企業間関係、自社の従業員との関係を挙げており、これらの諸関係のコーディネーションが必要であることを指摘している。Hall and Soskice (2001) によれば、これらの 2 種類に分類された国々には「制度的補完性（Institutional Complementarities）」が存在し、その制度的補完性が各国の制度に影響を与える。例えば、株式市場からの収益は企業情報の交換を義務化するような制度によって増加するといった関係である。制度的補完性の特徴について、自由な市場経済とコーディネートされた市場経済では異なった特徴を観察す

² 高田 (2005) によれば、経済学者である Walter Eucken と経済法学者である Franz Böhm を中心とするフライブルグ学派（Die Freiburger Schule）がドイツにおける社会的市場経済の主な理論的根拠を提示してきた。高田 (2005) によれば、フライブルグ学派はこれまでのドイツ歴史学派による歴史的研究と新古典派の理論研究を融合させ、政府による中央指導経済の形態と、市場原理の形態の組み合わせによって類型化する形態学（Morphologie）的な方法を提示している。高田 (2005) によれば、Eucken は政府と市場との関係を、「経済政策の目標を成す経済形態（Wirtschaftsform）」と「個別経済主体の経済活動の集合としての経済過程（Wirtschaftsprozess）」の 2 つに峻別し考察している。「経済政策の目標を成す経済形態」とは、競争秩序を中心とする望ましい経済秩序の確保とその維持に向けられるべき秩序政策による経済形態である。一方、「個別経済主体の経済活動の集合としての経済過程」とは、市場参加者および利害関係者が本来自己の判断と責任において行う経済主体の経済的行為の集合である。Eucken によれば、望ましい経済秩序を実現する構成的原理（Die Konstituierenden Prinzipien）としての競争秩序は、個々人に個人的責任を持たせなければ機能しないというものである。したがって、企業の支配的立場である人物が重要な決定を行うにもかかわらず、責任のみが従属的な企業全体を意味する法人に背負わされることは競争秩序に反するとしている。

ることができるが、しかしながら、自由な市場経済に分類された国々とコーディネートされた市場経済に分類された国々の間に経済的パフォーマンスの差異は認められなかった。すなわち、自由な市場経済とコーディネートされた市場経済のどちらかが優れているということではなく、制度的補完性によって資本主義の多様性が観察できることを主張している。

Hall and Soskice (2001) が焦点を当てる制度的補完性は、一方の制度の存在または効率性が他方の制度またはその効率性からの収益を増加させるならば、2つの制度には補完性が存在するというものである。つまり、経済のある領域で特異なタイプのコーディネーションを持つ国は、他の領域でもまた補完的な慣行を発展させる傾向があるということである。あるケースでは、1つの領域でコーディネーションを維持する制度は、他の領域で同種の形態のコーディネーションを支えるよう利用される。したがって、諸種のタイプの制度慣行が各国間にランダムに分布しているとは限らず、各国が異なる領域間の補完的な慣行に収斂することにより自由な市場経済とコーディネートされた市場に制度的特徴を分けることができると主張している。

Aoki (2010) は、Hall and Soskice (2001) の主張する制度的補完性について、下記のように捉えている。すなわち、各経済における国家、コーポレート・ガバナンス、雇用関係などの制度的特徴を観察し、一連の制度が機能面で相互に支え合い、経済的パフォーマンスに効果をもたらすことを Hall and Soskice (2001) において制度的補完性と呼んでいと解釈している。そのように解釈した上で、Aoki (2010) は自身の言うところの制度的補完性とは異なると述べている。つまり、Hall and Soskice (2001) の制度的補完性は制度の機能面に焦点を当てる機能的補完性であるため、様々な主体が相互作用を展開している市場経済において、制度的補完性がどのように進化するかを機能主義的側面から説明することは困難であると Aoki (2010) は述べている。しかしながら、Aoki (2010) は Hall and Soskice (2001) の「資本主義の多様性 (Varieties of Capitalism)」論による制度的補完性の解釈には難点があるものの、制度的補完性という概念は制度の機能的な役割を理解する上で重要な意味があると論じている。

制度的補完性について、North (1990) によれば制度的制約はフォーマルな制約とインフォーマルな制約との複合体である。別の言葉で言い換えれば、法律などの公式化されたフォーマルな制度と、商習慣や社会的な慣習などに基づくインフォーマルな制度から、制度的制約は構成されている。フォーマルなルールは情報、監視、執行の費用を引き下げる。フォーマルなルールの変更によって、インフォーマルな制約は修正、変更もしくはフォーマルなルールに代替され、複雑な交換を可能にすると論じている。インフォーマルなルールは3つの要素から成る。第1にフォーマルなルールの拡張、改良、および修正である。第2に社会的に承認された行動規範である。第3に内的に強制される行動基準である。上記の3つの要素は歴史的初期条件に左右される。したがって、歴史的な背景が各国により異なるため、インフォーマルな制度は多様性を持つ。North (1990) は、通常フォーマルな

ルールを補完するために発展してきたインフォーマルな制約は安定の時期には存続するが、変化の時期には新しいフォーマルなルールによって覆される傾向にあることを指摘している。制度が変化する際、フォーマルな制度とインフォーマルな制度は必ずしも同じ速度で変化しない。新しいインフォーマルな均衡はフォーマルなルールの変化の後で徐々に発展する。それ故、フォーマルな制度とインフォーマルな制度の間で多くの矛盾が存在するため、継続的な緊張が発生し制度的な齟齬が生じることを論じている。つまり、制度的補完性はフォーマルな制約とインフォーマルな制約の両輪から成立するとする議論である。フォーマルな制度とインフォーマルな制度との間に発生する制度的な齟齬は下記において論じる法の起源と内生的制度の適合性について重要な意味合いを持つ。

青木 (1995) および Aoki (2001、2010) によれば、制度には「戦略的補完性」が存在し、経済主体は互いに補完性を持った戦略を選択する。例えば、企業等の経済主体は「限定的合理性」を以て物事を判断するため、自らも同じ技術や戦略を選択することが利得と考える傾向にある。企業は取引費用を最小にしようとする傾向があるため、互いに補完性を持った戦略をルールとして強制する制度が生成される。そのようなルールは商習慣や道徳的な規制の形を取る場合もあれば、法律などの明示的な強制力を持った制度という形態をとることもある。したがって、制度は補完性に則った形でルールが作成されるため、多様化することを論じている。つまり、各国の歴史的初期条件が異なることにより、発展する技術や戦略などが各国によって異なるため、North (1990) と同様に制度は多様化すると論じている。

Aoki (2010) は、根源的に株式会社をフォーマルな制定法による創造物とみなすべきではないとし、株式会社が株式会社自体で内部の組織構造とガバナンスのルールの創出・維持を実現できなければ、市場経済を構成する 1 つの本質的要素として継時的に存立することが不可能であることを主張している。また、株式会社は組織や経済市場を超えた広範囲に及ぶ多様な社会的交換ドメインの中に埋め込まれていることに注目する必要があることを述べている。上記のような社会的交換ドメインには、政治的ガバナンス、政治によって創出される会社法を含む制定法、社会規範、スティグマ、義務感などのフォーマル、インフォーマルなルールが存在している。その中において、Aoki (2010) はコーポレート・ガバナンスを規定する要因の 1 つとして La Porta, Lopez-Silanes, Shleifer and Vishny (1998、2000、2002) の一連の研究を例に「法と金融 (Law and Finance)」の議論がなされているという位置づけを行っている。すなわち、コーポレート・ガバナンスが何故、多様化するのかという要因の 1 つとして Law and Finance の議論が存在するということである。

上記のようにコーポレート・ガバナンスの多様性に影響を及ぼす一因として Law and Finance の議論がなされるようになった。Law and Finance の議論がなされるようになってから、法の起源そのものの特徴と、法の起源の何が経済に影響を与えるのかという分析が必要となり、法学者の視点からなされた比較法の研究にも焦点が当たるようになった。

本章の目的は Law and Finance の議論の変遷を辿り、一方で比較法の議論を辿ることに

よって法の起源の歴史の変遷を明らかにすることで両者の共通点を見出すことである。その共通点を分析することにより、法の起源によって各国の主要な金融市場が銀行中心となるのか、証券市場中心となるのかがある程度決定されることや、法の起源を受け入れる際の継受において成功と失敗が存在し、植民地政策などによって受け入れ側の国の文化を無視した強制的継受は失敗すること、もしくは North (1990) の言葉を借りるならば強制的に継受されたフォーマルなルールとしての法の起源がインフォーマルなルールと相容れず失敗するという傾向があることを議論する。すなわち、法の継受は受け入れ先の国の内生的制度と適合していなければ効力を発揮しないという理論について議論するものである。

本章では Law and Finance の議論と比較法の議論の接点から、過去に植民地であった国の経済的パフォーマンスの程度や金融市場の発展は、独立国と比較して低い傾向にあることを検証し考察する。また、法の起源によって主要な金融市場のタイプが異なることについても若干の議論を行う。このように、Law and Finance の議論と比較法の議論の共通部分を検証することによって、法の起源の継受の成否が各国の経済的パフォーマンスや金融市場の発展に影響を与えるという普遍性を考察することが本章の貢献であると考えられる。

本章の第2節において、Law and Finance の議論の変遷を辿る。第3節では、法の起源について歴史的経緯から分析し、各法の起源にどのような歴史的特徴があり、その歴史的な経路依存性が現在まで継続しているのかを探る。第4節において、法の継受について議論し比較法と Law and Finance の議論の共通点を見出す。第5節では、48カ国のサンプルを基に1914年を境に植民地であった国と独立国に分類し、その国々のパフォーマンスや金融市場の発展、および各国の主要な金融市場が銀行中心であるのか、証券市場中心であるのかについて若干の考察を加える。第6節において、これまでの議論をまとめ、結論を述べる。

2-2. 法の起源からのアプローチ

本章の第1節において、Law and Finance の議論は各国のコーポレート・ガバナンスの多様化に影響を与える要因の1つとして議論されていることを述べた。Law and Finance の議論の位置付けは、より詳細に議論すればコーポレート・ガバナンスの収斂論と多様性論の議論の中からも位置づけられる。Bebchuk and Roe (1999) によれば、歴史的な経路依存性によりコーポレート・ガバナンスの型が決定される。Bebchuk and Roe (1999) は経路依存性を構造的経路依存性と制度的経路依存性の2種類に分類し分析を行っている。

構造的経路依存性とは、歴史的初期段階の株式所有構造がそれ以後の株式所有構造に直接影響を及ぼすとするものである。制度的経路依存性については、歴史的初期段階の株式所有構造は法制度に影響を与え、その法制度自体がそれ以後の株式所有構造を決定するという間接的影響について考察するものである。このような経路依存性を重視する「経路依存性学派」の考え方に対して、新古典派経済理論の観点から Hansmann and Kraakman

(2001) はアメリカ的な証券市場中心のコーポレート・ガバナンスはエージェンシー・モデルの視点から最も効率的であり、そのモデルはどの国や企業に対しても優位であるため、長期的にはアメリカ的なモデルへと収斂すると主張する。このような考え方を、宍戸 (2006) は「必然的収斂学派」と呼んでいる。一方で、収斂は法制度などの「形式的」な面ではなく「機能的」な部分について生じるとする議論がなされている。Coffee (1999a) は「機能的収斂」について Bebchuk and Roe (1999) の言うところの経路依存性の存在を認めた上で、法制度などの形式面での収斂は難しいが、機能面においては国際的な証券市場の出現や外国企業のアメリカへの進出などによって、金融面からのコーポレート・ガバナンスの収斂は可能であると主張する。

上記のように必然的収斂を重視する考え方と経路依存性を重視する考え方の 2 種類について議論が展開され、その折衷的な議論についても分析がなされてきたが、特にその折衷的な議論の中で法の起源を重視する学派が Law and Finance の議論における「法が実態を変える」とする学派であると宍戸 (2006) は論じている。法が実態を変えるとする考え方は 1990 年代後半から、法制度と実体経済の関係について議論されるようになる。La Porta et al. (1998、2000、2002) は法の起源が実体経済に影響を与えることを 49 カ国のデータを用いて実証的に検証している。各国の商法や証券法が法の起源によって相違していることを指摘し、投資家保護の制度、債権者保護の制度、法律の執行の程度、各制度の株式所有構造の 4 つの視点から数値化して分析している。その上で、La Porta et al. (1998、2000、2002) は株式の所有構造が集中しているのか、もしくは分散しているのかによって、各国のコーポレート・ガバナンスへの取り組み方法が相違していることを指摘している。つまり、法の起源が慣習法か制定法かによって少数株主保護の制度が異なり、法の起源が慣習法である国は株式が分散し、制定法である国は株式が集中していると分析している。少数株主保護の制度は慣習法の国に多く見られ、制定法の国ではあまり見られない。

上記の理由として、La Porta et al. (1998、2000、2002) は、比較法の研究を参考に司法の裁量の差を挙げている。慣習法の国の裁判官は制定法の裁判官よりも、委任されている裁量が大きい。つまり、特定の事象から離れて「法の一般原則 (General principles of law)」を適用することにより幅広い事象に対して対処可能であると述べている。一方、制定法は La Porta et al. (1998、2000、2002) によれば、慣習法と比較すると、より詳細で綿密であるため、事象に対して許可し、奨励するというよりは、特定して禁止していくという特色がある。すなわち、制定法の国は慣習法の国と比較した場合、ビジネスを規制している可能性がある。これらの要因から、慣習法の国は制定法の国よりも、投資家保護の制度が充実しており、その結果として証券市場がより発展しているとしている。また La Porta et al. (1998、2000、2002) はフランス法起源を除く制定法の国々では、投資家保護制度および債権者保護制度が法的に弱い分、法律の執行力が高いという補完効果を持つと論じている。

La Porta et al. (1998、2000、2002) によれば、上記のような相違によって各国の法の起源は投資家保護の制度や債権者保護の制度に影響を与え、これらの投資家保護の制度や

債権者保護の制度の相違が株主所有構造や金融市場の発展などに影響を与える。また、各国の投資家保護や債権者保護の程度が1人当たりのGDPに影響を与えるということについても分析している。La Porta et al. (1998、2000、2002)の研究では、支配的な大株主と分散化された少数株主の2種類の存在を前提としている。特に少数株主保護の制度に焦点を当てて議論は展開され、少数株主保護の制度の良し悪しが1国のパフォーマンスに影響を与えると論じている。したがって、企業に対して少数株主の交渉力が強い国ではパフォーマンスが高いことになる。少数株主保護の制度はイギリス法起源、スカンディナビア法起源、ドイツ法起源、フランス法起源の国の順に強い。パフォーマンスによる推計結果を見ても、イギリス法起源の国のパフォーマンスが最も高く、スカンディナビア法起源、ドイツ法起源、フランス法起源の国の順にパフォーマンスが高い。

一方、Roe (2003、2006) は会社法より基本的な制度が重要であり、財産権の保護のような基本的な制度が一旦設定されれば証券市場やコーポレート・ガバナンスの生成という面で、国の政治が決定的な意味を持つと論じている。Roe (2003、2006)によれば、La Porta, Lopez-Silanes, Shleifer and Vishny (1997)の主張する法の起源は、コーポレート・ガバナンスの進化に対して永続的な影響を及ぼし得ないので、重要な意味を持たない。すなわち、法律は政治の産物であるため株式会社は政治における重要な行動主体として、ロビーイング、贈賄、政治運動の支援、国民的議論を通じて政治決定に参画し、自社の広報活動にも従事するからである。しかしながら、Roe (2003、2006)の考察に対しAoki (2010)は、政治から株式会社および証券市場へと向かう因果関係だけで良いのかを疑問視している。

Coffee (1999b、2001)においては、La Porta et al. (1997)の主張する少数株主保護に焦点を当てることを疑問視しており、少数株主よりも、むしろ企業の情報開示、インサイダー取引規制といった証券市場の法規制について焦点を当てるべきであることを主張している。また、法制度の変革は基本的に経済活動に先行して行われるのではなく、経済活動の結果、法律が変革し進化することが歴史上観察できると述べている。Coffee (1999b、2001)は特に近年の株式所有構造の分散化を例に挙げ、株式集中化から分散化への移行は法改正より先行して起こっていると論じている。

上記のように、La Porta et al. (1998、2000、2002)に対する批判は多いものの、宍戸 (2006)によれば、法が実態を変えろという学派が注目を浴びることになった要因は「投資家保護の制度と資本市場の発展との間には正の相関がある」と主張したLa Porta et al. (1998、2000、2002)の一連の論文によるところが大きい。

一方で、Berkowitz, Pistor and Richard (2003)は各国がどのような法の起源を過去に採択したかということだけで経済的パフォーマンスが決定されるのではなく、採択された法の起源を如何に当該国の制度と「適応 (Adaptation)」させることができたか、また採択された法の起源が当該国の制度に「馴染み (Familiarity)」のあるものであったかが重要であるとして、La Porta et al. (1997、1998、2000、2002)と同様の49カ国のデータを用

いて検証している。分析対象国において、法の起源を内生的制度に「適応」させることができた、もしくは法の起源が当該国の制度に「馴染み」のあるものであった場合、彼らはそれらの国を「適合」させることのできた国（受容性：Receptive）として分類している³。「適応」に失敗した国や「馴染み」のない法の起源を導入した国では、その法律の適用頻度が低くなり、法律がうまく機能しない可能性があることから、適合させることのできなかつた国（非受容性：Unreceptive）として分類している。このような法の継受を「移植効果 (Transplant effect)」としている。彼らの検証によれば、法の起源を当該国の制度と「適合させることのできた」国のパフォーマンスは「適合させることのできなかつた」国より良いという結果が得られている。この結果の理論的背景は、法の起源を既存の制度と適合させることが不可能であった国において、法の継受時に法律と施行の間に制度的な齟齬が観察されることによる。この制度的な齟齬は 1 国の経済成長に対して良い影響を与えるものではないとしている。この制度的な齟齬が観察できる理論的根拠について、Berkowitz et al. (2003) は法制度が「認識の制度 (Cognitive institution)」であることを理由としている。つまり、継受された法の起源が当該国の内生的な制度と適合する時、当該国の内生的制度に適合した法の起源は当該国の人々に認知され効果を発揮する。しかしながら一方で、継受された法の起源が当該国の事情にそぐわない場合、人々はその法の起源に馴染みが薄いため、法に対する需要は低いものとなる。また、法の起源と内生的制度が適合していれば、法の起源の継受後にその継受された法の起源を大々的に変更する必要がない。したがって、Berkowitz et al. (2003) は法の起源と内生的制度の適合性が重要であり、法の起源も一方的に内生的制度の全てを制約する外生的なものとして捉えるのではなく、既存の内生的制度と適合することが可能であったのかを重視すべきであることを主張している。上記の主張は前述の North (1990) のフォーマルな制約とインフォーマルな制約の間に発生する制度的な齟齬の議論と整合的である。さらに、Berkowitz et al. (2003) は法の起源の継受に成功した国の 1 人あたりの GDP 平均も高くなっていることを示している。

Berkowitz et al. (2003) の主張は、上記のように各国において内生的に生成される制度が重要であり、法の起源そのものは制度に対して外生的に影響を与える要因の 1 つと捉え、各国の内生的な制度の多様性を認識し、考察する必要があることを示唆している。このような考え方は、一定の方向へ収斂をもたらすグローバル化が各国における制度の個々の要素に異なった作用をもたらす可能性はあっても、相互に補完的である各国制度の構造的な枠組みに変化を生じさせないとする Hall and Soskice (2001) の概念、すなわち如何なる制度的分類であってもパフォーマンスの良い国は存在するという多様性の議論と整合的である。

La Porta et al. (1998, 2000, 2002) の研究では、過去に採択した法の起源によって、そ

³ Berkowitz et al. (2003) の議論では、適合している国は受容性が認められる国であり、適合性と受容性を等しい関係として表している。

の国のパフォーマンスが決定すると結論付けた議論であったのに対し、Berkowitz et al. (2003) では、法の起源は外生的に影響を与える要因の一つであると捉えているため、如何なる法の起源を過去に採択していても、法の起源と内生的制度が適合していれば 1 国のパフォーマンスは高く、適合していなければ低いという検証結果を得ている。つまり、法の起源と金融市場の議論は、法が実態を変えるという考え方と、法は外生的に影響を与える要因の一つであるという 2 つの考え方に大別できる。La Porta et al. (1998, 2000, 2002) は前者の考え方であり、Berkowitz et al. (2003) は後者の考え方である。

また、Beck, Demirgüç-Kunt and Levine (2005) は企業レベルのデータを用いて、法の起源が 2 種類の経路を通じて金融制度に対して影響を与えることを検証している。第 1 の経路は「法の政治からの独立性 (The political independence of the judiciary)」であり、第 2 の経路は「法制度の適合性 (The adaptability of legal systems)」である。法の政治からの独立性とは、個人の所有権がどの程度金融市場において認められているのかということに焦点を当てたものである。つまり、法の起源によって個人の所有権に関する優先事項は異なり、その個人の所有権に対する保護の程度が、金融市場の発展に影響を与えるというものである。法制度の適合性とは、経済的な契約行動と法制度との間に発生する制度的な齟齬を最小化することによって、金融市場の発展を促すというものである。Beck et al. (2005) の中で使用される法制度の適合性という用語は、各国の法律が時代の変化に応じてどの程度柔軟に運用されるかという意味で使用されている。Beck et al. (2005) の推計によれば、法の政治からの独立性より法制度の適合性の方が企業の資金調達に影響を与える重要な要素であるとの結果を得ている。Berkowitz et al. (2003) や Beck et al. (2005) は、各々適合性の考え方や定義は異なるものの、法の起源そのものより法の起源が各国に受け入れられたかどうかを表す指標である適合性を重視していると言える。

図 1 において、上記のコーポレート・ガバナンスの収斂および多様性の議論における展開と、その展開の中に Law and Finance の議論がどのように位置付けられているかを簡単に図示した。

2-3. 法の起源について

各々の法の起源の特徴を紐解くには、法の起源の変遷を辿る必要があると考える。La Porta, Lopez-Silanes and Shleifer (2007) によれば、法の起源は経済活動に限らず広い範囲で各国に影響を及ぼしており、資本主義の理解には法の起源の理解が必要である。法の起源に対する時系列的な理解を深めることは、各国における慣習法と制定法の相違が将来に継続する経路依存性のために制度的な相違を発生させ、法の起源が資本主義のタイプを決定づける大きな要因となるという理解に繋がる。したがって、本節にて各種法の起源が如何に変遷してきたかについての概略を示すことにする。

田中、竹下、深田、亀本、平野 (1988) によれば、ヨーロッパにおける自然法論の成立

と展開の基礎はローマ法に見ることができる。ローマ法の成立はローマ共和政における貴族と平民の対立と妥協によって変遷を遂げてきた。紀元前 450 年に制定された「十二表法 (Lex Duodecim Tabularum)」は制定後 1,000 年間効力を発揮する。十二表法以後、民会の議決により多くの「法律 (Lex)」が制定されたが、背後に存在した思想は「法 (Ius)」にあり、法律は発見された法の一つの定式化にすぎないという法優位の思想であったと田中他 (1988) は述べている。法律の制定者よりも重要な法を創造する担い手は、ローマ共和制初期には貴族である神官団であったが、紀元前 367 年には「法務官 (Praetor)」を設置するようになり、十二表法を核心としながら法務官によって現実主義的に補充されていた法が「市民法 (Ius Civile)」であるとしている。ローマ法は形式主義であり、財産法上の取引は、物権法的な「握取行為 (Mancipatio)」と債権法的な「拘束行為 (Nexum)」という 2 種類の法律行為によって成立する。これらの法律行為は形式的な言葉と象徴的な動作を持って遂行され、形式に従わない行為は無効となる。このような形式主義は現実主義と表裏一体をなしていたが、ローマの版図拡大により限界点へと達したため、外人系法務官が紀元前 242 年に導入され、「衡平」や「善」といった一般概念をもとに柔軟化され「万民法 (Ius Gentium)」が形成される。

田中他 (1988) によれば、万民法の哲学的基盤を与えたのがストア派の哲学であった。ストア派の法思想はキケロ (Marcus Tullius Cicero) の自然法論の立場から根拠づけたものである。キケロによれば、真の法則は正しい理性であり、その正しい理性は自然に合致し永久不変である。この自然法則は人間が自然に分有している正しい理性であり、万人に認識可能なものである。万民法は全人類に対する共通の法として自然法の現実世界における似姿だとされる。市民法はその正しさの根拠が自然法にあるとはいえ、実定的な立法と慣習に基づく限り相対的で可変であるとされる。

ローマ帝政期のセネカ (Lucius Annaeus Seneca) は、ストア派の見解によって自然法論に依拠しながら実定法秩序を現実主義的に是認する相対主義的自然法論の先駆者であった⁴。田中他 (1988) によれば、392 年にテオドシウス帝 (Flavius Theodosius) によりキリスト教が国教となると、キリスト教の教父たちはストア派の自然法論を受け継ぎ、キリスト教の立場から自然法の修正を行い、自然法論の 1 つの系譜を生み出した。例えば、アウグスティヌス (Aurelius Augustinus) は『神国論 (De Civitate Dei contra Paganos)』においてストア派の自然法論をキリスト教における永久法に置き換えることによって法を解釈している。永久法は神の理性ないし意思に由来する神の法であるため、永遠であり且つ不

4 自然法と実定法秩序は 1 つの対を成す法理である。例えば、一般的に自然法に反する実定法秩序は無効となる傾向にある。ただし、実定法秩序に正当な理由がある場合ではその限りではない。実定法秩序の正当性は、理論的には自然法が正しいものの、現実問題と自然法が乖離している場合に認められ、また自然法に従うことが不可能であり、また不利益となる時に正当な理由として認められる。

変である。つまり、自然法は神の意思に根拠づけられていることになる。1140年には教会法の法典である『グラティアヌス教令集 (Decretum Gratiani)』が編纂され、この教令集はローマ法学の影響を受けている。ローマ法学とキリスト教のもとではストア派からキリスト教に至る自然法論の伝統が受け継がれ、普遍的な自然法は神に根拠づけられる。したがって、律法は「福音書 (Evangelium)」における原則と同一視されたと田中他 (1988) は論じている。このようなストア派による自然法論とキリスト教の両方の方法論がアリストテレス哲学を援用し理論的に集大成され、中世のスコラ哲学となる。これが自然法並びに市民法の原則となると述べている。

田中他 (1988) によれば、その後の宗教改革は絶対主義国家の成立を推進する役割を果たした。絶対主義国家では王権神授説が説かれ、主権の永続性・絶対性・不可分性が説かれた。絶対主義時代において、近代自然法論はデカルト的な大陸合理主義の影響から、中世の神学的自然法論と比較して合理主義、個人主義が重視されるようになる。イギリス、アメリカ、フランスでは市民革命や独立戦争に関係している点から、絶対主義国家を批判し、国家権力を制限しようとする傾向、あるいは市民の自由・権利を確保しようとする傾向が強い。他方ドイツでは教会権力等の伝統的権威は批判するものの、絶対主義国家については支持する方向であったと論じている。

五十嵐 (2010) によれば、イギリス法の起源は 1066 年のノルマン朝に始まる。イギリスの封建制は中央集権的色彩が強く、裁判上でも国王裁判所が慣習法の統一に貢献した。中央集権的な色彩により自力で統一法を形成したことが、ローマ法の影響を排除した最大の理由である。田中他 (1988) によれば、イギリスにおいてコモンローと呼ばれる慣習法の考え方が見られるようになるのは 1600 年代のクック (Edward Coke) の法思想からである。慣習法は「記憶を超えた昔からあるもの」「理性の極致」として捉えられている。クックは国王の専制政治からイギリス人の自由を守るため、慣習法と慣習法裁判所の優位を主張した。つまり、慣習法によって保障された自由は全てのイギリス人のものであり、国王大権を制約するという考え方である。また、ロック (John Locke) においても人々は自然法の範囲内で、その行動を律し、自ら適当と思うままに、その財産と身体を処置するという完全に自由な状態にあることを説いた。すなわち、立法者は自然法によって制約されており、市民の生命を勝手に奪ったり市民の同意なしにその財産を奪ったりすることはできないとする考え方である。

イギリスにおいて、慣習法の体系とは独立にエクイティの体系が発展した。五十嵐 (2010) によれば、イギリス法およびアメリカ法では抽象的な法規範は存在しない。慣習法とエクイティに関する法規範は先例の中にある。エクイティの体系はイギリス法およびアメリカ法に独自のものがある。このエクイティの体系はイギリス法およびアメリカ法に特有の法制度を多く作り出した。その代表的なものは信託である。渡部 (2003) によれば、このエクイティの考え方は、委託者 (受益者) の権利を公平性の観点から保護するために生まれたものである。イギリスにおける信託の概念はヘンリー 8 世の (Henry VIII) 時代の 1535

年において『ユース法 (Statute of Uses)』に集大成された。「ユース」とは信託の意味で使用された言葉であって、ユース法は「土地信託法」の意味を持つとしている。エクイティという概念は信託の概念と源を共有する。この信託はイギリスおよびアメリカ両法の一大中心概念であって、ローマ法を起源とする大陸法には見られない特徴を形作っている。エクイティの概念には有限責任という考え方も込められており、それは株式会社という概念の重要な構成要素となっていると渡部 (2003) は論じている。

他方、田中他 (1988) によれば、イギリスでは本国議会の法律を植民地であるアメリカに押し付けようという動きがあったが、アメリカではイギリス本国政府に対抗するため、議会制定法よりも慣習法の支配を重視する傾向が見られた。このような動向からアメリカにおいても慣習法的伝統が根付いた。アメリカでは政治権力の分割と制限、および自由と平等の人権保障等を規定する合衆国憲法に、政治組織の基本構造と原理を定める国の基本法として、最も重要な位置づけを与える立憲主義の考え方が定着した。立憲主義の下では、憲法の解釈を通じ憲法の定める枠内で秩序形成が図られる。このような環境において判例によって確立された法を、固定的なものとして見る法実証主義的な法秩序が形成された。

上記のように、イギリスやアメリカなどのイギリス法起源の歴史の変遷を辿ると、基本法を中心としながら法の一般原則に基づき、判例によって事象を対処し得る環境が形成されたことが理解できる。また、株式市場の基礎となるエクイティの概念や慣習法に由来する所有権の優位なども歴史の変遷から確認できる。

ここで、欧州へ焦点を移す。田中他 (1988) によれば、中世以降のドイツでは分裂していた諸侯や諸都市を実質的に統一する権力が存在しなかったため、統一的な法を「普通法 (Gemeines Recht)」と呼ばれたローマ法に求めた。この普通法の継受は実務法曹や大学教授の専門知識を背景に司法の領域で行われた。その後の諸侯権の強化と皇帝権の衰退はイギリスやフランスのように国王権の強大化につながるのではなく、各諸侯権の確立をもたらした。このようなドイツの環境において、ヘーゲル (Georg Wilhelm Friedrich Hegel) は国家を重視する法思想を説いた。ヘーゲルによれば国家は分裂した市民社会を克服して再び倫理共同体を作り出す。1800年代に入ってドイツにおける法実務に対する方法的反省が生じ、法実務と哲学的な法思想のいずれからも区別される法律学的思想が誕生した。田中他 (1988) は、その代表としてサヴィニー (Friedrich Carl von Savigny) を挙げる。サヴィニーが目指したものは、法を学問化し大学で法学教育を受けた教養ある者たちが国家の裁判官になることを通じて、ドイツの法の統一と安定化を図ることであった。サヴィニーのような歴史法学派の思想から『ローマ法大全 (Corpus Juris Civilis)』の中で中核を担っていたパンデクテン (Pandekten) という部分の研究を中心に行う学派をパンデクテン法学と呼んだ。この古典的市民法を理想とするパンデクテン学派の強い影響力のもとで1896年に公布される一連の法典編纂事業が行われた。

ドイツ法起源では統一的な法を求めた結果、ローマ法の継受が行われ市民法、すなわちシビルローと呼ばれる制定法が発達する基盤が歴史的経緯から形成された。ドイツにお

る法の起源はイギリス法起源と異なり、判例というよりも、むしろ法の解釈に重点が置かれ、市民の権利や所有権より国家の統一を重視する歴史的経緯が存在する。

フランスでは1804年の『ナポレオン法典 (Code Napoléon)』、すなわち民法典をはじめとする一連の統一法典の成立に伴い、法律実証主義の思想が登場した⁵。その法思想のもとでの裁判官の役割は、法典の条文の機械的適用に限定される一方で、法学について条文を絶対視し、伝統的解釈技術を用いた条文の註釈と立法者意志の探求に限定された。この学派は1800年代のほぼ全般を支配したが、1900年代初頭に制定法中心主義に対する批判と判例尊重の気運が生じたと田中他(1988)は述べている。

フランス法起源では法律実証主義であるナポレオン法典が強い影響力を持ったため、条文の解釈に力点を置く法環境となった。このような、強力な制定法の存在により、裁判官の裁量の幅が狭くなるという傾向が生じた。

スカンディナヴィアの法の起源は、一般的にイギリス法の伝統にも大陸法の伝統にも属さない「第三の法圏」と呼ばれる。特徴として、古代ゲルマン法である慣習法が多く残されており、成文法主義でありながら、成文法が緻密に体系化されていない反面、判例法的側面を持ち、制定法と慣習法の両面の特徴を持つ。スカンディナヴィアでは1100年代頃まで法律は記述されず口頭で伝承されてきた。また、北欧ではローマ法の普及が遅く、ローマ法教育を受けた法曹が実際に裁判に関わるようになったのは1800年代になってからと言われる。それゆえローマ法やカノン法(教会法: *Ius canonicum*)などの大陸法的思考の影響が薄い。

これまで、法の歴史的経緯を中心に議論を行ってきたが、歴史的な議論とは別に各々の法の起源に影響を与える特徴を2点挙げる。第1に事情変更の原則を取り上げ、第2に司法の一元主義および二元主義の相違を取り上げる。

五十嵐(2010)は法典における事情変更の原則の有無が、各法の体系に影響を与えると論じている。フランスでは民法典に事情変更の原則がない。事情変更の原則とは、契約締結後、その基礎となった事情が当事者の予見し得なかった事実の発生によって変更され、当初の契約内容通りに当事者を拘束することが極めて苛酷になった場合に、契約の解除または調整が認められるのかという問題を扱う法理である。フランスでは一部学説により事情変更の原則が提唱されたが、今日まで民事判例および通説において確認することはできない。フランスは事情変更の原則に対し消極的な国の代表として位置づけられる。フランス民法典には契約順守の原則が1134条1項に厳かに宣言され、履行不能による免責は1147・48条に厳しく制限されている。立法者の意図としては、事情変更の原則を認めない傾向にあると五十嵐(2010)は論じている。

⁵ 法律実証主義とは、経験的に検証可能な社会的事実として存在する実定法のみを法学の対象範囲とする考え方である。実定法主義、人定法主義とも言う。自然法と対置の関係にあり、規範と事実の分離を前提とした法の考え方である。

ドイツにおいては、元々ドイツ民法典にも事情変更の原則はなかった。五十嵐（2010）によれば、事情変更の原則は直接的な法源であるローマ法には存在せず、中世のカノン法を起源としている。注解学派によって「全ての契約は、契約成立時の事情が変わらない限り有効である（*Clausula rebus sic stantibus*）」とする *Clausula* 理論として発展する。ドイツ民法典においても 275 条において事情変更により債務者が解放されるのは無責の履行不能の場合に限られ、しかも不能は物理的不能と解された。ただし、事情変更による救済を認める個別規定はいくつかあり、これが行為基礎論となる。行為基礎とは法律行為の基礎にある一定の事情の存在または発生に関する表象をいい、その不存在または喪失の場合に、当事者は契約の解除または改訂などを求めることができるということである。導入時のドイツの民法典はフランスとほとんど変わらなかったが、ドイツの民法典において行為基礎理論という一般的な法理として事情変更を導入した点が、フランス法起源との相違でありドイツ法起源の特色である。

イギリスではドイツのような *Clausula* 理論を継受しなかったので、事情変更の原則は今日でも認められていない。しかし、1800 年代後半に契約の基礎的要素としての「フラストレーション法理（*Doctrine of Frustration*）」がその後、事情変更の原則に変わる役割を果たしている。フラストレーションとは、合法的に成立した合意がまだ効力を存しているうちに、合意の根底を揺り動かし、合意の成立した時に当事者によって全く考えられなかった事象であると法によってみなされるような根本的な事件、または環境の変化の発生によって生ずる当事者の合意の時ならぬ終了と定義される。これは、まさに事情変更の原則に当たると言って良いと五十嵐（2010）は述べている。

次に、司法の一元主義と二元主義について述べる。滝沢（2009）では司法の一元主義と二元主義の相違が比較法上観察できる重要な点であることを論じている。各法は司法権に属する司法裁判所が全ての訴訟事件を管轄する一元主義と、司法権の属する司法裁判所が民刑事事件のみを管轄し、行政権に属する行政裁判所が行政事件を管轄する二元主義に区別される。一元主義がイギリス法起源の国々で採用されており、二元主義がフランスやドイツのようなヨーロッパ大陸法の国々で採用されていることから、イギリス法起源と大陸法とを分割する重要な基準のひとつと考えられている。一元主義であるイギリスにおいては、法の支配（*Rule of law*）の考え方の基に、公法と私法とを区別せず、等しく裁判的統制に服することを旨としている。公法と私法とを区別しないことから、行政事件を特別に扱うことなく司法裁判所があらゆる訴訟事件に法を適用して解決する任にあたる。

一方、二元主義の母国はフランスである。司法裁判所は民刑事事件のみを管轄し、行政事件については行政権に属する行政裁判所が管轄する。裁判所が 2 つの独立した系列から形成されている二元的裁判制度である。二元的裁判制度は市民の権利や利益を擁護する際に管轄権の配分問題などが生じるため、権限裁判所の複雑化という負の面が存在する。二元的裁判制度は日本でも一時期明治時代に導入したものの、全面的に廃止したものである。ドイツのように行政裁判所制度は維持するが、財政裁判所、労働裁判所、社会裁判所と並

んで行政権に属するのではなく特別な裁判権とするなどの対応策を取る国もある。

上記の一元主義および二元主義の相違が法の担い手の相違として現れることを滝沢(2009)は論じている。イギリスやアメリカにおいては、裁判官が法秩序の造形者といえる。判例法主義が採用されているので、法律は基本的に裁判官が下す判決により形成されている。裁判所の一元主義を採用しているため、司法権は民刑事の事件のみならず、行政事件を審査することにより行政権を統制する役割を有する。そのような環境では裁判官に対する社会的評価は極めて高いとしている。

フランスでは民法典の編纂が完了すると、学者はこれを註釈し、裁判官はこれを適用するのみとなることから重要度の低い仕事になる。また、裁判所の二元主義のため裁判官の扱う活動領域が狭い。したがって、法実務家である弁護士が実際的な法運用を担うことになる。また制定法主義で立法活動が具体的であり、また盛んな国柄であるため、行政立法を含めて立法を導く者、公権解釈や行政裁判を通じて法解釈を決定づける者が法秩序の造形者の中心となる。

ドイツは制定法主義を志向するが、近代になってからの国家統一が遅れたために、民法典の編纂も遅れる。イギリスの様な判例による法の統一もフランスの様な慣習法を集成した制定法による法の統一も不可能であることから、代わってローマ法の継受を行い、ローマ法をドイツに適合するように学説的に体系化して、パンデクテン法学を構築する。ヴィントシャイト(Bernhard Windscheid)に代表される学説が民法典の基礎を作った。その後においても立法作業をリードするのは法学者であって、学者が中心となった法制定会議における草案が立法の流れを決定する。法令が作られた後にその解釈を最終的に統一する権限は裁判所に属するが、フランス同様裁判所の二元主義のため裁判官の扱う活動領域が狭く、実質的には学者の役割が大きいと述べている。

上記に議論されたように、法の起源の歴史的経緯やその特徴をみると、各法の起源には固有の特色があることがわかる。Law and Financeの議論においてもこのような法の起源の特色からイギリス法起源、フランス法起源、ドイツ法起源、スカンディナヴィア法起源に分類し分析を行っている。

イギリス法起源の特徴をまとめると、イギリスでは統一的な国家を歴史上比較的早い段階で築いていたため、国王の絶対的な専制政治から自由を獲得するための法思想が発展した。自由を獲得するための法思想として発展した慣習法の法思想とエクイティの概念がイギリスでは強い。そのような法思想の中で、裁判所の判例を中心とした法環境と信託および有限責任の考え方が浸透した。また、事情変更の原則に関しても、フラストレイション法理を通じて、制定法の国と比較して柔軟に対応できる環境を持っている。さらに、一元主義であるイギリスでの法の担い手は裁判官であり、その裁判官の下す判例によって法秩序が創造される。このようなイギリスにおける法環境と金融市場の関係を考察してみると、昨今の金融市場では、複雑化し特殊化した金融商品が開発され、証券市場は著しい変化を遂げている。このような変化の著しい金融市場では、頻繁に発生すると考えられる投資家

保護の問題や証券制度の構築に柔軟に対応しなければならないことが予想される。したがって、イギリス法起源の国では証券市場に対する安定性や発展が担保されていても不思議ではない。また、王権に対する市民の自由獲得という観点から所有権についての概念に歴史的発展がみられ、この所有権を認めるという概念は、Law and Finance の議論にも取り上げられているように、イギリス法起源の国における証券市場の少数株主保護や株式所有権の発展として捉えることができる。

一方、フランス法起源の特徴を見てみると、フランスでは統一法典としてのナポレオン法典の運用に力点を置いた法制度が発達した。これは、確固とした統一的な法典の存在が制定法を重視する環境を築いたと考える。事情変更の原則に関しても認めるところではなく、変化の激しい証券市場に適しているとは考えにくい。さらに、司法の担い手として中心的役割を持っているのは法実務家である弁護士である。これは統一的な民法典の存在が大きく影響しており、立法に対する公権解釈や行政裁判を通じて法的解釈の一般化を行う実務家によって法秩序の創造が行われることを意味する。つまり、フランス法起源の国では統一的な法典の存在のため、通常起こり得る事象に対応することについては秀でていると考えられる。このような法の起源を持つ金融市場については証券市場のような第 3 者に譲渡を必要とする複雑かつ変化の著しい環境における取引よりも銀行取引のような長期的かつ安定的な相対取引において効力を発揮すると考えられる。

同じ制定法であるドイツ法起源に関して言えば、ドイツにおける統一国家の不在という歴史的経緯によって統一法の形成を求めた結果、ローマ法を継受する。そのため、形式的な制定法の特色が強いものの、事情変更の原則を導入するなどの柔軟性も見られる。司法の担い手について言えば、学説的な解釈を重視する傾向に有るため、法学者が中心になって立法の流れを解釈し決定する。このような法環境から、ドイツ法起源の国についてはフランス法起源の国より金融市場において幾らかは柔軟な対応が可能となるであろうが、基本的に銀行を中心とした制定法特有の特色が現れると考えられる。

上記のように、フランスやドイツなどの制定法の国では法の思想が法典や法の解釈に影響を与えるため体系立った要素を持っている。したがって、今日の金融市場との関係を考えて場合、頻繁に起こりうる一定の事象についての司法の対応能力は高いと考えられる。

例えば、通常起こり得る銀行を通じた債権処理などの問題については迅速に対応できる素地があるのではないかと考える。しかしながら、頻繁に新しい事象が発生しうる証券市場における問題に対処するという点については、イギリス法起源の国と比較すると、特にフランス法起源の国は常に新規の案件が発生する証券市場に対して柔軟に対応する素地に欠けているように思える。その結果、フランス法起源やドイツ法起源の国はコーポレート・ガバナンスにおける多様性の議論や Law and Finance の議論にみられるように、銀行を中心とする金融市場を形成しているのではないかと考える。

スカンディナヴィア法起源はローマ法やカノン法などの大陸法の影響が少なく、制定法ながら判例法的な側面を持つ。いわば、大陸法とイギリス法起源の中間のような存在である

といえよう。金融市場に対する司法の影響についても両者の中間的な位置となることが推測される。

Law and Finance の議論からみても、La Porta et al. (1998、2000、2002) の言うところの慣習法の国に少数株主保護の制度が多く見られ、制定法の国ではあまり見られないという検証結果と、上記の議論は整合している。すなわち、法の起源によって主要な金融市場が異なり、証券市場を主要な金融市場とする国では少数株主保護の制度が強くなることから、イギリス法起源、スカンディナヴィア法起源、ドイツ法起源、フランス法起源の国の順に少数株主保護の制度が強いという結果になっていると考えられる。さらに、La Porta et al. (2007) では、慣習法は市場によって経済的パフォーマンスを導くための社会的なルールを形成する傾向が有り、制定法は国家が望む配分によって経済的パフォーマンスを導こうとする傾向があると述べられている。また、慣習法は議論によって紛争を解決する傾向にあり、一方の制定法は政策を実施することによって解決する傾向にあると論じている。別の言い方をすれば、慣習法の国での契約は「未調整の民間契約 (Unconditioned Private Contracting)」によって成立し、フランスなどの制定法の国では「社会的に調整済みの民間契約 (Socially-Conditioned Private Contracting)」によって成立している。La Porta et al. (2007) は、このような法の起源の特色による分類を「法の起源説 (Legal Origin Theory)」と呼んでいる。この法の起源説と比較法から導出される考え方は概ね共通しており、La Porta et al. (2007) の言うように法の起源の理解が重要であると考えられる。

2-4. 法の起源と法の継受

法の継受 (Reception) とは一つの社会の法の起源が異なる社会の法へ影響を与えることを意味する。具体的には、一国の法の起源の全部または一部が他の国に包括的に適用される現象を指す言葉として用いることが多い。法の継受は大別すれば強制的継受と自発的継受に分けられると五十嵐 (2010) は論じる。強制的継受の典型的な例は、本国による植民地支配の一環として行う法の継受である。ナポレオンがその支配地域にナポレオン法典を導入したのがその例である。この点は、西欧諸国にとっても違いがあり、イギリスはインド支配に見られるように原則としてヒンドゥー法やイスラム法をそのまま残し、商取引に関する領域についてだけイギリス法を導入した。強制的継受においては継受先では選択の余地がなく、一方的に宗主国の法が継受されることとなり、その効果が疑問視される。しかし、結果的には植民地の近代化に貢献することも多く、その評価は分かると議論している。

今日の法の継受の多くは継受国による自発的継受である。ただし、これらの継受には大なり小なり強制的要素が含まれていることも否定できない。今日の発展途上国の場合もアメリカや国際金融機関の圧力が法の継受に大いに寄与している。強制的継受の場合は、それは専ら継受元の事情によるため強制的に継受させることとなるが、自発的継受は近代化

の一環として行われることが多い。発展途上国の多くは近代的法制度や法曹が欠けており、それらを一挙に近代化するには特定国の法制度を継受する他に道がないからである。

Miller (2003) によると、法の継受は 4 つの方法で行われる。まず第 1 に費用節約型移植である。つまり、自主的な立法には時間とコストがかかるため、法を継受することによって、時間とコストを避けることができるということである。第 2 は外部強制型移植であり、所謂植民地などで行われる強制的継受を意味する。第 3 に企業家型移植が挙げられている。この継受は外国に学んだエリートたちが留学先の法制度を輸入することで利益を得るために行われる継受である。この継受方法を行った場合、どれだけ社会的に一般化できるかが疑問視されている。第 4 は正統性産出型移植である。とりわけ外国モデルが優位にある場合や、卓越している場合に行われる継受である。これら 4 つの継受方法は単独ではなく重複して現れることもあるとされる。

継受が成功したといえるには、継受された法の起源が継受先の国民の生活に根を下ろすことが必要だが、実際には国民の生活に根を下ろすレベルまでいく例はむしろ乏しいと五十嵐 (2010) は指摘する。せめて継受先の裁判所で継受法が適切に適用されれば満足すべきであるが、そのためには確固たる裁判制度とそれを運用する法曹の存在が必要となる。また、法の起源の継受に際しては継受による国民生活の向上が一つの基準となる。逆に継受した法の起源が国民の生活に浸透しないばかりか、裁判所でも機能せず国民の経済生活の向上にもつながらない場合、その継受は失敗したと言える。五十嵐 (2010) は述べている。ただし、法の起源の継受における成否は長期的に観察されなければならないとしている。継受の成否に関する議論の共通点は、文化の違いを無視した場合に失敗を導きやすいということである。特に植民地政策として自国の法を一方的に押し付ける場合は失敗しやすい。滝沢 (2009) によれば、外国法の受け入れは立法継受という形で行われる。為政者の意図として一様に近代的法体系の形式的整備を念頭に置いたためである。しかし、為政者が見せかけの法治主義体制を構築することで満足するか、逆に国民に周知徹底することを考えるのかで、その後の対応に差異が出る。まず、法典を十分に使いこなすには条文の意味内容を明確に理解することが必要である。同時に、実際に運用に当たる法曹を養成することも不可欠である。国民の生活次元で継受法が実行的規律を及ぼすためには母国と同じような法環境を作り出さねばならないと滝沢 (2009) は述べている。

2-5. 法の起源とパフォーマンス

上記の比較法における継受の議論は 2 節で議論した法が実態を変えるという考え方よりも、むしろ法の起源を内生的制度において適合させることができたのかという Berkowitz et al. (2003) の受容性の議論や、Beck et al. (2005) の適合性の議論に共通している。特に Berkowitz et al. (2003) は法の起源を継受する際に各国を受容性と非受容性に分類しているが、その分類の判断基準に憲法や商法などの立法作成時期に当該国が植民地であったの

か、他国から強制的に継受させられたのか自発的に継受したのか、もしくはその法の起源を自国内でアレンジ可能であったのかなどの条件を用いて決定している。

上記のように、法の継受の議論および Law and Finance の議論を概観すると、同じ法の起源を継受した国でも、植民地と独立国では経済的パフォーマンスや金融市場の発展において相違が見られると考えられる。表 1 は 48 カ国のデータを使用し、法の起源は La Porta et al. (1998, 2000, 2002) の分類にしたがってイギリス法起源、フランス法起源、ドイツ法起源、スカンディナヴィア法起源の 4 分類としている。そして、各国を第一次世界大戦の始まる 1914 年以前に独立していた国を独立国とし、1914 年以降に独立した国を植民地として分類した。

一般的に、1800 年代の後半以来、独占資本主義段階の植民地政策が始まり、早期に帝国主義化したイギリスおよびフランスに対して、遅れて急激に帝国主義化したドイツやアメリカ、日本などが植民地獲得に乗り出し、1900 年頃からは植民地再分割の段階に入り、帝国主義列強間の衝突が続発する。そのような歴史的背景から、帝国主義戦争であった 1914 年の第一次世界大戦の勃発までに独立し、その独立を維持し、現在に至る国を独立国とし、それ以後に独立した国を植民地であった国として分類している。

表 1 は上記のように分類した国々の経済的パフォーマンスや金融市場の発展における程度、法の強制力および主要な金融市場のタイプを各法の起源別に独立国と植民地に分類しその平均値を比較している。経済的パフォーマンスには 1 人あたりの GDP (GDP/Capita) を使用し、金融市場の発展については 2 つの指標を用いて分析した。第 1 に銀行の民間信用供与額を労働人口で除したもの (Bank/Labor force) を使用し、銀行の発展における程度を表す代理変数を作成した。第 2 に株式市場の時価総額を労働人口で除したもの (Equity/Labor force) を使用し、証券市場における発展の程度を表す代理変数を作成した。法の執行力については World Bank の Indicator が発表する指標 (Strength of legal rights) を用い、このインデックスは 1 から 10 の値によって示される。数値が高ければ、企業の資金調達に適した法制度となっていることを示すものである。主要な金融市場のタイプとは銀行の民間信用供与額を株式時価総額によって除したもの (Bank/Equity) で表している。

データは World Bank に掲載されている Indicators を使用している⁶。GDP/Capita は一律に取得可能であった 1970 年から 2013 年を使用している。Bank/Labor force および Equity/Labor force は 1990 年から 2012 年を対象とし、Strength of legal rights は 2004 年から 2013 年としている。Bank/Equity は 1990 年から 2012 年をデータの対象としている。

表 1 において、各法の起源の独立国の値と植民地の値を各項目別に比較した場合、GDP/Capita と Bank/Labor force および Equity/Labor force の平均値はスカンディナヴィア

⁶ データは World Bank の Indicators (<http://data.worldbank.org/indicator>) を用いて作成した。

法起源の **Equity/Labor force** を除いて独立国の方が高い。**Strength of legal rights** については、各法の起源において独立国と植民地を比較してもあまり差がないように思える。**Bank/Equity** については独立国と植民地の相違というより、むしろ法の起源の相違によって影響を受けていると考えられる。**Bank/Equity** に関して、イギリス法起源の国とスカンディナビア法起源の国は独立国、植民地共に総じて低く、株式市場中心の金融市場であると考えられる。一方、フランス法起源の国およびドイツ法起源の国では独立国、植民地共に総じて高く銀行中心の金融市場である。

ところで、表 1 では植民地に分類されている国においても経済的パフォーマンスや金融市場が発展している国がある。また、植民地に分類された国であっても OECD に加盟しており、独立国に分類された国同様の経済的パフォーマンスを持つ国もある。イギリス法起源の国では香港、アイルランド、イスラエル、シンガポールなどが比較的発展している国として挙げられる。ドイツ法起源の国の中でも、オーストリアが該当するであろう。スカンディナビア法起源の国ではフィンランドが高い経済的パフォーマンスや発展した金融市場を持っている。これらの国では、歴史的に見てもイスラエルの紛争など、何らかの特殊な事象が生じている国を除き、法の起源と内生的制度が軋轢を生じるような政治的混乱や制度的混乱は生じていない。したがって、一概に植民地に分類されている国だからといって経済的パフォーマンスや金融市場の発展が遅れているとは言いきれない。この解釈として、植民地に分類されている国であっても経済的パフォーマンスや金融市場が発展している国は、法の起源の継受が成功した事例だと考えられる。しかしながら一方で、独立国に分類されている国でも経済的パフォーマンスや金融市場がさほど発展していない国もある。特に、フランス法起源における中南米に位置する国々の数値が低いことに気づく。中南米各国では独立後の内乱や政治的混乱に伴い内生的制度も混乱し、法の起源と内生的制度の双方において安定しなかった歴史的背景が影響しているのであろう。そのような歴史的背景を持つ独立国では経路依存性により、現在でも法の起源と内生的制度が適合していない可能性がある。

表 2 は表 1 の独立国と植民地であった国の平均値に差があるのかを調査するために t 検定を行ったものである。**GDP/Capita** と **Bank/Labor force** の検定結果である t 値はイギリス法起源の国でプラスであり、1%水準で有意である。**Equity/Labor force** については 5%水準で有意な結果となっている。フランス法起源の国およびドイツ法起源の国については、**GDP/Capita** と **Bank/Labor force** および **Equity/Labor force** について全て t 値はプラスであり 1%水準で有意である。スカンディナビア法起源の国において **Equity/Labor force** は有意ではなく、**GDP/Capita** と **Bank/Labor force** の検定結果は独立国の方が有意に高い。これらの結果から、植民地より独立国の方が経済的パフォーマンスや金融市場における発展の程度は概ね高い傾向にあることが言える。したがって、法の起源の植民地への強制的継受が成功する割合は低く、強制的継受によって法を継受しても内生的制度と適合させることが難しく失敗する可能性が高いことを示していると考えられる。

表 2 の **Strength of legal rights** については、フランス法起源の国について、植民地であった国と比較して独立国の方が高く 1%水準で有意である。フランス法起源の国は制定法を重視するため、金融市場に対しても法整備の整った独立国において経済的パフォーマンスや金融市場の発展が見られるのであろう。**Bank/Equity** については、フランス法起源の国では植民地であった国と比較して独立国の方が銀行中心の金融市場を構築している。一方、ドイツ法起源の国の独立国では、植民地であった国と比較して株式市場の割合が高い。ドイツ法起源において金融市場における発展の程度を表 1 にて比較すると、独立国の方が植民地であった国より、銀行および株式市場共に発展している。したがって、主要な金融市場としてみれば、独立国の方が確固とした銀行制度を持ちながらも、植民地であった国と比較すれば、独立国は証券市場に対しても力点を置いていることがわかる。

これらの結果から、独立国と植民地であった国を比較すると、植民地であった国は強制的継受により法の起源の継受に失敗している傾向があるものの、植民地であった国でも法の起源の継受に成功していると考えられる一部の国では経済的パフォーマンスおよび金融市場の発展について良い結果となっている。一方その逆のパターンも存在する。また、法の起源によって発展する主要な金融市場のタイプは概ね共通している。

総括すれば、植民地における強制的継受は失敗する傾向が強いが、植民地であった国でも一部法の起源の継受に成功した国もあり、一方で独立国に分類されていても一部法の起源の継受に失敗している国もある。このように、ただ単純に独立国か植民地であったかによって分類するだけでは一概に説明できない部分もある。同時に、法の起源によって各国における主要な金融市場のタイプは一定程度、影響を受けると考えられる。

2-6. 本章の結論

本章では **Law and Finance** の議論がコーポレート・ガバナンスにおける多様性の議論の 1 つとして存在し、その **Law and Finance** の議論の「Law」にあたる部分は比較法の流れと共通していることを確認した。また、各種法の起源によって様々な特徴がある。イギリス法起源の国は判例を中心とした慣習法の体系を持ち、同時に証券市場に大きな影響を与えると考えられるエクイティの概念を持っている。La Porta et al. (1998、2000、2002) の少数株主保護が証券市場の発展に影響を及ぼすとする議論が成立するのであれば、イギリス法起源の国において証券市場が発展していることについては、比較法の議論と一定の共通点があると考えられる。

一方、制定法であるフランス法起源の国およびドイツ法起源の国では立法について法の解釈によるところが多く、頻繁に生じる一定の事案に対しての解決能力は高いのであろうが、変化の著しい昨今の証券市場に対応することは難しいのかもしれない。しかしながら、特にドイツ法起源の国はフランス法起源の国と比較すると事情変更の原則などに対して柔軟な部分もあるため、証券市場の発展に対する対応はある程度可能であると考えられる。

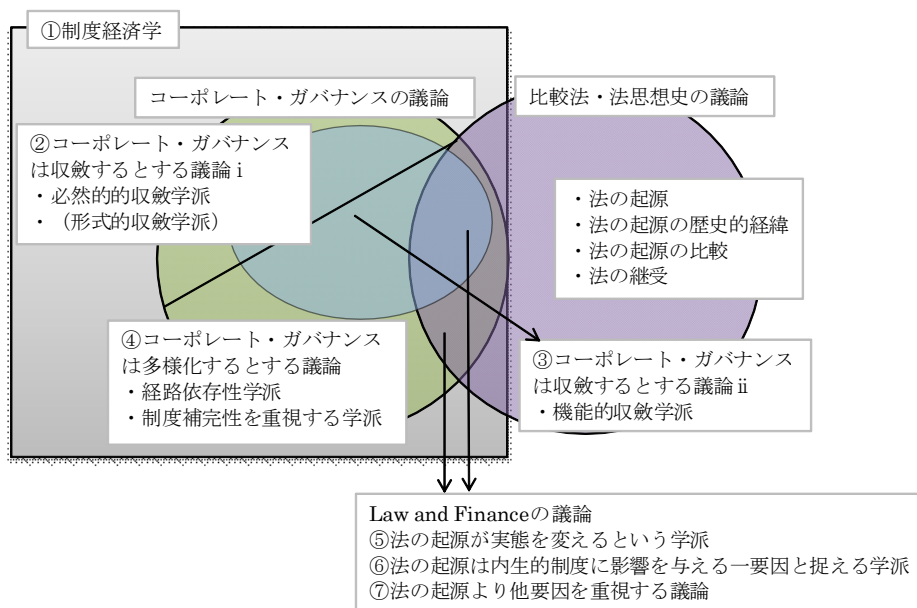
その結果として、ドイツ法起源の国々における独立国と植民地であった国を比較すると、法の起源の継受に成功している傾向にある独立国では、銀行の発展に対する株式市場の発展の割合が高くなっている。

また、法の起源の発生国や時間をかけて法の起源を継受してきた独立国と比較して、植民地であった国では強制的継受が行われ、その継受された法の起源を内生的制度に適合させることに失敗している可能性が高いと考えられる。独立国と植民地であった国を対比した場合、経済的パフォーマンスと銀行における発展の程度はどの法の起源を見ても独立国の方が植民地であった国よりも高い傾向にある。株式市場における発展の程度については、スκανディナビア法起源の国を除いて独立国の方が植民地であった国よりも高い傾向にあることが検証された。もちろん、植民地に分類された国でも一部、高い経済的パフォーマンスを持ち、発展した金融市場を持っている場合や、その逆のパターンの国もあり、一概に植民地という理由が直接的な要因になるとは考えていない。ただ、植民地政策のような強制的継受は失敗する傾向が高いということの意味しているのではないかと考えることができる。

法の執行力はフランス法起源の国において独立国の方が植民地であった国々より高いという結果が見られた。フランス法起源の国では主要とする金融市場は銀行であり、独立国において植民地であった国よりも銀行を中心とする金融市場が発展している。フランス法起源の国において、銀行の発展は経済的パフォーマンスにある一定の影響力を及ぼしているのかもしれない。主要とする金融市場のタイプについて、ドイツ法起源の国はフランス法起源の国と異なる結果を示している。ドイツ法起源の国では植民地であった国より独立国の方が株式市場の発展に力点を置いている。この理由については、法の起源の継受に成功していると考えられる独立国では、証券市場に対応するように行動する素地が法的にも内生的制度的にも存在するからであると考えられる。

イギリス法起源の国およびスκανディナビア法起源の国では株式市場中心の金融市場を持ち、フランス法起源の国およびドイツ法起源の国では、銀行を中心とした金融市場を持つといった、各国の主要な金融市場のタイプはある一定程度、法の起源に左右されるものの、その金融市場における発展の程度や経済的パフォーマンスに影響を与える重要な要因となるものは、法の起源を継受する際の成否ではないかと結論付ける。

図1 Law and Finance の議論の位置付け



①制度経済学（基礎的理論）
 North（1990）（歴史的初期条件の相違から制度は多様化）
 青木（1995）およびAoki（2001、2010）（ただし、対象は企業）

コーポレート・ガバナンスの議論
 ②コーポレート・ガバナンスは収斂するとする議論 i
 ・必然的的収斂論（形式的収斂論）
 Hansmann and Kraakman（2001）
 ③コーポレート・ガバナンスは収斂するとする議論 ii
 ・機能的収斂論
 Coffee（1999a）
 ④コーポレート・ガバナンスは多様化するとする議論
 ・経路依存性学派
 ・制度補完性を重視する学派
 Albel（1991）
 Bebchuk and Roe（1999）
 Hall and Soskice（2001）（2タイプとその中間に収斂）
 Aoki（2010）（歴史的初期条件の相違から多様化）

Law and Financeの議論
 ⑤法の起源が実態を変えるという学派
 La Porta, Lopez-Silanes, Shleifer and Vishny（1997、1998、2000、2002）
 La Porta, Lopez-Silanes and Shleifer（2007）
 ⑥法の起源は内生的制度に影響を与える一要因と捉える学派
 Berkowitz, Pistor and Richard（2003）
 Beck, Demirgüç-Kunt and Levine（2005）
 ⑦法の起源より他要因を重視する議論
 Coffee（1999b、2001）
 Roe（2003、2006）

出所：著者作成

表1 法の起源と法の継受

法の起源	独立国	対象年	対象年	対象年	対象年	対象年
English		1970~2013	1990~2012	1990~2012	2004~2013	1990~2012
国名	独立年	GDP/Capita (USD)	Bank/Labor force (USD)	Equity/Labor force (USD)	Strength of legal rights	Bank/Equity
Australia*	1901	21,682.68	70,049.76	57,178.86	9.20	1.250
Canada*	1867	22,050.66	75,960.76	55,600.15	7.00	1.778
United Kingdom*	—	19,483.93	92,400.37	74,110.95	10.00	1.249
New Zealand*	1907	15,199.50	45,528.92	17,187.42	10.00	2.989
Thailand	—	1,899.95	6,942.49	3,261.06	5.00	2.962
United States*	1776	26,630.76	147,269.13	82,630.67	9.00	1.879
South Africa	1910	3,412.60	20,192.88	21,405.04	7.00	0.975
平均値		15,765.73	65,824.43	44,482.02	8.17	1.862

法の起源	植民地	対象年	対象年	対象年	対象年	対象年
English		1970~2013	1990~2012	1990~2012	2004~2013	1990~2012
国名	独立年	GDP/Capita (USD)	Bank/Labor force (USD)	Equity/Labor force (USD)	Strength of legal rights	Bank/Equity
Hong Kong	1984	16,614.55	75,462.55	175,103.68	10.00	0.530
India	1947	497.77	1,059.96	1,052.53	7.50	1.522
Ireland*	1922	20,764.20	105,620.10	41,833.42	9.00	3.421
Israel*	1948	13,693.79	38,431.33	32,188.89	9.00	2.613
Kenya	1963	427.30	589.30	368.13	10.00	2.998
Sri Lanka	1948	843.65	1,237.29	633.15	3.80	2.712
Malaysia	1957	3,625.31	15,964.68	19,911.08	10.00	0.870
Nigeria	1960	669.27	497.06	405.07	9.00	2.214
Pakistan	1947	487.66	960.77	420.60	6.00	3.094
Singapore	1965	18,357.29	40,312.99	85,975.66	10.00	0.508
Zimbabwe	1980	658.50	769.70	933.67	7.00	1.667
平均値		6,967.21	25,987.38	32,562.33	8.30	1.985

Bank/Labor force について、Canada の 2010 年から 2012 年、New Zealand の 2011 年および 2012 年、Zimbabwe の 2007 年 2007 年から 2010 年は欠損値となっている。Equity/Labor force について、Ireland の 1990 年から 1994 年、Zimbabwe の 2008 年は欠損値となっている。

法の起源	独立国	対象年	対象年	対象年	対象年	対象年
French		1970~2013	1990~2012	1990~2012	2004~2013	1990~2012
国名	独立年	GDP/Capita (USD)	Bank/Labor force (USD)	Equity/Labor force (USD)	Strength of legal rights	Bank/Equity
Argentina	1810	5,836.39	5,119.11	3,813.71	4.00	2.257
Belgium*	1830	21,427.24	86,720.76	42,017.41	6.00	2.430
Brazil	1822	3,778.06	9,608.36	4,956.89	3.00	3.940
Chile*	1818	4,656.41	13,681.59	16,558.94	4.60	0.873
Colombia	1810	2,326.04	3,786.29	2,706.73	5.00	2.522
Ecuador	1822	2,239.60	1,325.04	447.57	3.00	5.085
Spain*	—	13,613.28	70,419.48	30,866.51	6.00	2.673
France*	—	20,654.46	74,208.55	43,504.46	6.30	2.093
Greece*	1822	11,406.14	41,223.83	16,135.83	4.00	4.489
Italy*	—	17,653.03	72,759.50	19,972.45	3.00	4.810
Mexico*	1810	4,459.07	5,922.04	4,726.15	5.30	1.415
Netherlands*	1581	22,537.44	104,891.77	57,889.23	5.90	1.922
Peru	1821	2,027.20	1,083.56	2,342.28	6.20	1.079
Portugal*	1128	9,588.27	41,386.19	9,924.39	3.00	4.582
Uruguay	1825	4,813.70	5,395.97	101.36	4.00	65.111
Venezuela	1811	4,700.86	3,151.42	789.32	2.00	5.021
平均値		9,482.32	33,792.72	16,354.36	4.46	6.098

表1 続き

法の起源	植民地	対象年	対象年	対象年	対象年	対象年
French		1970~2013	1990~2012	1990~2012	2004~2013	1990~2012
国名	独立年	GDP/Capita (USD)	Bank/Labor force (USD)	Equity/Labor force (USD)	Strength of legal rights	Bank/Equity
Egypt	1922	1,067.21	4,011.54	1,771.25	3.00	4.947
Indonesia	1945	985.56	1,352.07	987.14	5.00	2.610
Jordan	1946	1,996.14	8,975.58	10,857.04	2.00	1.047
Philippines	1946	962.71	1,604.41	1,838.47	4.00	1.093
Turkey*	1923	3,732.86	7,968.23	4,507.57	4.00	1.950
平均値		1,748.90	4,782.36	3,992.29	3.60	2.329

Equity/Labor force について、Ecuador の 1990 年および 1991 年、Uruguay の 1990 年から 1992 年、2001 年から 2002 年は欠損値となっている。

法の起源	独立国	対象年	対象年	対象年	対象年	対象年
German		1970~2013	1990~2012	1990~2012	2004~2013	1990~2012
国名	独立年	GDP/Capita (USD)	Bank/Labor force (USD)	Equity/Labor force (USD)	Strength of legal rights	Bank/Equity
Switzerland*	—	34,327.39	151,815.68	165,151.87	8.00	1.127
Germany*	—	21,392.66	80,462.57	24,835.16	7.40	3.702
Japan*	—	24,158.70	205,995.46	50,477.69	6.90	4.208
平均値		26,626.25	146,091.24	80,154.90	7.43	3.013

法の起源	植民地	対象年	対象年	対象年	対象年	対象年
German		1970~2013	1990~2012	1990~2012	2004~2013	1990~2012
国名	独立年	GDP/Capita (USD)	Bank/Labor force (USD)	Equity/Labor force (USD)	Strength of legal rights	Bank/Equity
Austria*	1955	22,182.31	85,058.77	15,093.60	7.00	8.346
Korea*	1948	9,104.90	33,574.89	18,490.93	8.00	2.087
平均値		15,643.60	59,316.83	16,792.27	7.50	5.216

法の起源	独立国	対象年	対象年	対象年	対象年	対象年
Scandinavian		1970~2013	1990~2012	1990~2012	2004~2013	1990~2012
国名	独立年	GDP/Capita (USD)	Bank/Labor force (USD)	Equity/Labor force (USD)	Strength of legal rights	Bank/Equity
Denmark*	—	27,658.82	111,112.69	42,295.66	8.80	2.441
Norway*	1905	35,854.26	66,335.88	48,252.61	6.00	2.074
Sweden*	—	26,053.98	84,836.67	65,674.91	7.40	1.621
平均値		29,855.68	88,387.16	52,074.39	7.40	2.044

法の起源	植民地	対象年	対象年	対象年	対象年	対象年
Scandinavian		1970~2013	1990~2012	1990~2012	2004~2013	1990~2012
国名	独立年	GDP/Capita (USD)	Bank/Labor force (USD)	Equity/Labor force (USD)	Strength of legal rights	Bank/Equity
Finland*	1917	22,279.05	50,805.31	54,066.84	8.00	1.955
平均値		22,279.05	50,805.31	54,066.84	8.00	1.955

GDP/Capita の対象期間は 1970 年から 2013 年を対象としている。Bank/Labor force の対象期間は 1990 年から 2012 年であり、Norway の 2010 年から 2012 年は欠損値となっている。Equity/Labor force の対象期間は 1990 年から 2012 年である。Strength of legal rights は 2004 年から 2012 年を対象としている。Bank/Equity については 1990 年から 2012 年のデータを使用している。

データは World Bank の Indicators (<http://data.worldbank.org/indicator>) を用いて作成したものである。

独立国と植民地の分類が 1914 年までに独立していた国を独立国とし、それ以外を植民地とした。

*は OECD 加盟国を示すものである。

表 2 独立国と植民地であった国の比較

法の起源	GDP/Capita (USD)	Bank/Labor force (USD)	Equity/Labor force (USD)	Strength of legal rights	Bank/Equity
English					
独立国 VS. 植民地	9.255***	7.685***	2.230**	-0.445	-0.665
French					
独立国 VS. 植民地	10.716***	7.314***	6.105***	3.822***	2.414***
German					
独立国 VS. 植民地	4.921***	8.156***	5.583***	-0.422	-3.508***
Scandinavian					
独立国 VS. 植民地	2.129**	2.941***	-0.235	-1.506	0.258

数値は t 値であり、***は 1%水準、**は 5%水準、*は 10%水準で有意であることを示している。

3. 法の起源と内生的制度の適合性が企業利益に与える影響に関する一考察

3-1. 先行研究と本章の構成

法の起源と金融市場の間にどのような関係が存在するのであるかという研究は1990年代より議論されてきた。例えば、第2章で触れたとおり、La Porta, Lopez-Silanes, Shleifer and Vishny (1998, 2000, 2002)によれば、法の起源は各国の投資家保護の制度に影響を与え、その投資家保護の制度が各国の経済成長に影響を与える。La Porta et al. (1998, 2000, 2002)は法の起源をイギリス法起源、ドイツ法起源、フランス法起源、スカンディナヴィア法起源に分類し、その分類された法の起源によって、各国の投資家保護や債権者保護の程度が異なることを推計している。また同時にLa Porta et al. (1998, 2000, 2002)は投資家保護や債権者保護の程度が1人当りのGDPで計測した各国のパフォーマンスに影響を与えることを示している。彼らの推計によれば、イギリス法起源の国のパフォーマンスが最も良く、次にスカンディナヴィア法起源、ドイツ法起源の国と続き、フランス法起源の国のパフォーマンスは上記の分類において、最もパフォーマンスが低いという結果となっている。この調査の意味するところは法の起源が1国のパフォーマンスを左右するというものである。

これらに対して、Berkowitz, Pistor and Richard (2003)は各国がどのような法の起源を過去に採択したかということだけで経済的パフォーマンスが決定されるのではなく、採択された法の起源を如何に当該国の制度と「適応 (Adaptation)」させることができたか、また採択された法の起源が当該国の制度に「馴染み (Familiarity)」のあるものであったかが重要であるとしている。当該国において、法の起源を制度に適応させることができた、もしくは法の起源が当該国の制度に馴染みのあるものであった場合、Berkowitz et al. (2003)は、それらの国を「適合させることのできた国 (受容性: Receptive)」として分類している^{7,8}。彼らの検証によれば、法の起源を当該国の制度と適合させることのできた国のパフォー

⁷ Berkowitz et al. (2003)における適合性は、受容性と同じ内容を意味する。また、法の起源の継受時に内生的制度が、その法の起源に対して柔軟に変化し対応可能であったことを適応と呼び、法の起源の継受時に法の起源自体が内生的制度と似たものであり認知されやすいものであった場合を馴染みがあると呼んでいる。

⁸ 内生的制度に対して、法の起源が適合可能であったのか否かのBerkowitz et al. (2003)における判断基準は、継受された法の起源が内生的制度と適合しているのならば、継受後にその継受された法の起源を大々的に変更する必要がないという視点に基づくものである。例えば日本であれば法の起源を継受する過程における初期段階にフランス法を導入したものの、日本の内生的制度に適合させるため、継受する法の起源をドイツ法起源に変更している。このような場合、適応させることのできた国として分類されている。また、植民地

マンスは「適合させることのできなかつた国（非受容性：Unreceptive）」より良いという結果が得られている。この結果の理論的背景は、法の起源を既存の制度と適合させることが不可能であった国において、法の継受時に法律と施行の間に制度的な齟齬が観察されることによるものであり、この制度的な齟齬は1国の経済成長に対して良い影響を与えるものではないとしている⁹。Berkowitz et al. (2003) は、この制度的な齟齬が観察できる理論的根拠について、法制度が「認識の制度（Cognitive institution）」であることを理由としている。つまり、継受された法の起源が当該国の内生的制度と適合する時、当該国の内生的制度に適合した法の起源は当該国の人々に認知され効果を発揮する。しかしながら一方で、継受された法の起源が当該国の事情にそぐわない場合、人々はその法律に馴染みが薄いため、法に対する需要は低いものとなる。したがって、彼らは法の起源と内生的制度との適合性が重要であり、法の起源も外生的なものとして捉えるのではなく、内生的な既存の制度と適合することができたかを重視すべきであることを主張している。

また、Beck, Demirgüç-Kunt and Levine (2003)は、法の起源が金融市場に「政治的経路（Political Channel）」と「適応性の経路（Adaptability Channel）」の2つの点から影響を与えることを実証的に分析している。政治的経路とは、国家によって投資家に付与される所有権などの程度が法の起源によって異なり、投資家に付与される権利の相違が金融市場の発展に影響を与えるというものである。すなわち、国家がどの程度まで投資家に権利を認めるのかは法の起源によって異なるということであり、その付与される権利の相違によって金融市場における発展の程度は左右されるというものである。一方、適応性の経路とは、法の起源によって実体経済の変化に対応する能力が異なるために生ずるものである。つまり、実体経済が変化した場合に法制度が柔軟に対応できなければ、実体経済と法制度との間に制度的な齟齬が生じる。この制度的な齟齬が金融市場の発展に影響を与えるというものである。Beck et al. (2003) の推計によれば、法の起源を制定法と慣習法に分類して分析した場合、制定法を起源とする国の政治的経路が与える影響は、金融市場の発展に

等のように強制的に法の継受が行われた場合については馴染みの無い国として分類される。

⁹ Berkowitz et al. (2003) の議論でなされる制度的な齟齬は、比較法の議論における制度的な齟齬とほぼ同内容である。Berkowitz et al. (2003) において非受容性に分類された国の多くは、歴史的にかつての植民地であったり、独裁政権や政変の多い国であったりするため、法の起源と内生的制度との適合性が認められない国である。五十嵐 (2010) はこれらを比較法では法の起源を強制的に継受した国として、その継受方法を強制的継受と呼んでいる。強制的継受に分類される国では制度的な齟齬が発生することが認められている。また、当該国において法の起源と内生的制度が適応可能であったことや、馴染みがある法の起源を自発的に継受したことを比較法では自発的継受と呼んでいる。したがって、Berkowitz et al. (2003) の適合性に関する分類は比較法の視点からも妥当性があると考え本章にて使用することとした。

対してネガティブな傾向を持つ。さらに、適応性の経路から分析した場合、制定法であるフランス法起源の国は同じ制定法であるドイツ法起源の国や慣習法であるイギリス法起源の国と比較して、実体経済と法の起源との間に発生した制度的な齟齬に対する対応能力が低く、そのために金融市場における発展の程度が比較的低いことを彼らは示している。

法の起源と金融市場の関係について、木下（2005）は制定法を基本とする体系（Statue-Based Legal System）と判例法を基本とする体系（Case Law-Based Legal System）の差異から議論を展開している。木下（2005）によれば、制定法を基本とする体系では、裁判所が下す判決は法の解釈によって志向されるが、判例法を基本とする体系では法と判例を探索し、適用されるものが存在しなければ、判決において基本的な基準を示していくことが志向される。金融市場では有価証券の枠組みを超える複雑なスキームを持つ金融商品が開発される。このような複雑なスキームに法律が対応できない場合、法制度は不完備となる。このように金融市場が複雑であり、法制度が不完備になりやすい場合、制定法より判例法の方が比較的弾力的な対応が可能であるとしている。つまり、制定法であれば、その規定されていない事項に関連する法律を裁判所は可能な限り参照する必要がある。一方、判例法では既存の判例に該当するものがなければ、その事項に関する対応の基準は判決によって基準化することができるので、判例法は制定法より弾力的な対応が可能となる。木下（2005）によれば、銀行貸出と株式市場を比較した場合、株式市場の方が法律というインフラをより多く必要とする。この理由は、銀行貸出は銀行と貸出先との相対関係によって権利義務関係が定まるのに対し、株式市場では権利が第3者へ譲渡されうるため、第3者にも適用可能な法律を必要としているからである。上記の点に関して、制定法は全体として論理的体系を成している点が利点であり、予見可能性に優れるため、相対取引による契約や再交渉によって紛争を解決しうる余地が大きい銀行貸出に向いていると論じている。一方、権利が譲渡される株式市場などの場合、法制度が不完備になりやすいため、柔軟な対応が可能な判例法によって対応する方が良いと述べている。ただし、木下（2005）の議論においても法制度は法律から取引慣行までの各階層が全体として機能することにより、はじめて実効性を持つこととなる。

これらの先行研究を整理してみると、2つの論点が存在するように思える。第1の論点は、金融市場は実体経済と法制度の間に存在する制度的な齟齬の影響を受けるというものである。つまり、法の起源と内生的制度が適合可能であった場合に、法の起源は人々に認知されることで実効性を増し、その結果、1国のパフォーマンスは上昇するという論点である。2点目の論点は、法の起源の持つ特徴が金融市場に何らかの影響を与えるというものである。つまり、金融市場の性質は当該国が過去に採用した法の起源の持つ特徴に左右されるといふ論点である。すなわち、制定法であれば銀行貸出中心、判例法であれば株式市場中心といった主要な金融市場の相違などの金融市場における発展の程度は、法の起源によって異なるというものである。

本章の目的は、過去に採択された法の起源が持つ特徴だけではなく、法の起源と内生的

制度の適合性も企業のパフォーマンスや金融市場に影響を与えることを示すことにある。このような論点から、法の起源と内生的制度が適合している国の企業のパフォーマンスは、適合していない国の企業のパフォーマンスより高いという点と、法の起源と内生的な制度が適合している国の金融市場は、適合していない国の金融市場と比較して発展しているという点について、簡単なモデルを用いながらモニタリングの観点から議論していきたいと考える。

本章の第 2 節は、モニタリングの程度が企業の資金調達に与える影響を 1 期間モデルによって説明する。第 3 節では、第 1 節で説明されたモデルを用いて、モニタリングの観点から法の起源と内生的制度の適合性が企業のパフォーマンスにどのような影響を与えるのかを説明し、法の起源と内生的制度が適合している国の金融市場は発展しているのかどうかを考察する。第 4 節では実証に用いられるデータとモデルについて説明される。第 4 節で説明されたモデルによって推計された結果が第 5 節において説明される。最後に第 6 節において本稿のまとめと残された課題を示す。

3-2. 金融市場のモニタリングと企業の資金調達

簡単なモデルによって、法の起源と内生的な金融制度の適合性が企業の資金調達に影響を与えることを説明する。下記で説明するモデルは柳川（2006）のモデルを基本として用いることで、本稿の目的である法の起源と内生的制度の適合性について説明するものである¹⁰。

説明するモデルは一定の期間に限って資金の貸借および出資契約を行い、事業を行ったうえで解散する 1 期間モデルを前提としている。企業家は投資家より資金を借受けるか、出資してもらうことで事業に必要な投資資金を獲得する。企業家は投資家から資金獲得後に企業を設立する。まず、企業家の所有資本を K とする。事業に必要な投資資金を I とすると、企業家が市場から調達しなければならない資金は $(I - K)$ となる。賃金を w とすれば、 $R = f(I, w)$ という単純な生産関数によって、企業利益 R が与えられるとする。このモデルでは簡便化のため、事業に必要な I を投資し、賃金 w を投入すれば、確実に企業利益 R を

¹⁰ 柳川（2006）では、法制度における契約のエンフォースメントと社会的コストに焦点を当てた分析をモデルによって示している。彼が焦点を当てているものは契約のエンフォースメントのために制度を整備する社会的コストである。エンフォースメントにかかるコストのひとつとして彼は人件費に注目し、このコストを債権者が負担するのか、また政府が負担するのかによって選択されるエンフォースメントのレベルや企業家の自己資金レベルが変化することを示している。その結果、実現する投資レベル、企業のレベルに変化が生じるというものである。

得られるとする¹¹。企業利益 R は売上高から売上原価を控除した売上総利益である。企業家および投資家は各々 K および $(I - K)$ を毀損するような契約は行わないとする。代替的な投資対象が無リスク資産の他には存在しないと仮定し、無リスク金利を r とする。投資家の企業家への投資はリスクが伴うため、投資家はリスクを勘案したハードルレート以上でなければ企業家に対する投資を行わない。ここで、ハードルレートを p とすると、投資家が要求する金額（資本コスト）は $p(I - K)$ となる¹²。 p は $p \geq r$ である。この単純な条件の下で企業家が投資資金を獲得するには、

$$R - w \geq p(I - K) \quad (1)$$

という条件が成立している必要がある。ただし、式（1）では企業利益 R が投資資金 I と賃金 w の投入量によってのみ決定されるモデルとなっていた。しかしながら、実際には投資家と企業家の間には契約の不完備性や情報の非対称性が存在する¹³。所謂、企業家によるモラルハザードが存在し、モラルハザードにより投資家が本来獲得可能であった企業利益 R の一定割合を失うとすれば、

$$\mu R - w \geq p(I - K) \quad 0 < \mu \leq 1 \quad (2)$$

となる。 μ は企業家のモラルの程度を表し、企業家によるモラルハザードの度合いが強ければ μ が低下する。つまり、企業家のモラルハザードの度合いが強ければ強いほど、企業利益 R は企業家の私的財産として流出してしまうこととなる¹⁴。したがって、投資家は企業利益 R をモニターし企業家に対して一定の介入機能を果たすことで企業利益を立証する必要がある。何故ならば、企業利益 R の一定部分が、仮に企業家自身の私的財産として流出

¹¹ 柳川（2006）のモデルにおいても R および w は外生で与えられる定数と仮定している。また、本モデルの焦点は法制度と内生的制度の適合具合によって、企業利益 R の立証可能性が上昇するかどうかを分析するため、便宜上、企業利益 R を定数と仮定している。

¹² ここでのハードルレート p は投資家の要求するリターンの期待値のみで与えられるリスク中立的な値である。

¹³ 本モデルにおいて、投資家は企業家によって、どの程度企業利益を私的な利得として移転されてしまうかの情報は所有している。しかしながら、企業家の私的流用を防ぐには投資家は司法などを通じて本来得られるはずの企業利益 R を立証するか、もしくは企業家に私的な利益として奪われてしまった事実を立証しなくてはならない。投資家は立証する際に必要な詳細情報を保有していないため、情報に非対称性が存在すると考える。

¹⁴ 本モデルの式（2）での賃金 w は、立証することのできた企業利益 μR から支払われることを意味している。

してしまえば、投資家が得られるはずの金額は減額してしまうからである。したがって、企業家のモラル μ の低下を防ぎ、企業利益 R を立証するために、投資家はモニタリングコストをかけて企業家をモニターすることとする。

モデルの時間の流れは下記の通りである。まず、期首において企業家が資金提供を要請する。これを受けて投資家は、企業家のモラルハザードの程度を勘案した上で、投入するモニタリングコストの額を決定し、資金提供の可否を決定する。ただし、企業家は一定の利得が自身の取り分として確保できない場合は起業を行わない。資金提供の契約締結後、投資家はコストを掛けてモニタリングを開始する。期末には、投入したモニタリングコストに応じて立証される利益金額が決定され、投資家に対しては立証可能な利益金額に基づいて配分される。立証が不可能であった部分の金額は企業家の利得となる。最後に、1 期間モデルであるため、企業は解散するという流れである。

ここでモニタリングコストを m とすると、 $\mu = \mu(m)$ という関係が成立する¹⁵。 m は $m > 0$ である。モニタリングコスト m を増加させることで、企業家のモラルである μ の低下を抑制できるならば、

$$\mu(m)R - w \geq p(I - K) + m \quad (3)$$

という条件で、企業家は資金調達が可能となる¹⁶。 $\mu(m)R$ と m の関係について、 m の投入量を増加させることで $\mu(m)R$ は増加し、 μ が 1 になるまでの m の投入は $\mu(m)R$ を増加させる。しかし、 μ は 1 以上にはならないため、それ以上の m の投入が $\mu(m)R$ を増加させることは無い¹⁷。したがって、 $\mu = 1$ 以降の m の投入は投資家の負担額を増加させるだけである。すなわち、投資家は式 (3) の条件を満たしていなければ企業家に対する投資を行わない。一方で、企業家の視点から見た場合、

$$R - w - rK - \{p(I - K) + m\} \geq 0 \quad (4)$$

¹⁵ モラルハザードが発生する本モデルにおいて、観察したいものが μR と m の関係であるため、便宜上、資本コスト $p(I - K)$ の中にモニタリングコスト m は含まれないものとする。

¹⁶ 本モデルでは、企業利益 R の立証は投資家のモニタリングに応じて、事後的に司法の場などを通じて行われる。ただし、企業家は事後的に立証される最終的な企業利益 R の部分を認識している。したがって、企業家はモニタリングによって事後的に立証されてしまう水準まで私的流用の割合を事前に引き下げることができると考えられる。

¹⁷ 1 単位 m を増加させたものを Δm とすると、 Δm の投入によって増加する $\mu(m)R$ は $\Delta \mu(m)R$ と示すことができる。 μ が最大値である 1 に達するまでの Δm と $\Delta \mu(m)R$ の関係は、 $\Delta m < \Delta \mu(m)R$ と仮定する。

という条件を満たしていない限り、そもそも起業しない。式(4)では企業利益は R で示される。これは、企業家が事業を行うための条件であるため、私的流用分を含んでいる。また、式(4)において m が企業家の条件として含まれている。なぜなら、モニタリングコストは直接的には投資家が負担するものの、投資家は企業家の私的流用分を自らの回収可能金額を減少させるコストとして認識しているため、企業家に要求する金額の中にモニタリングコスト m を含めた $p(I-K)+m$ を要求するからである。

投資家からの資金調達の方法が借入や債券のような負債であった場合、利払日に支払われるべき利息金額 D が約定時に設定される。設定される利息金額 D は投資家の要求する金額 $p(I-K)$ にモニタリングコスト m を加えた $D = p(I-K) + m$ とする。したがって、利息金額 D は投資家側から見れば、式(3)の条件である $\mu(m)R - w \geq D$ が満たされている必要があり、同時に、企業家側としては式(4)から、 $R - w - rK \geq D$ という条件が満たされている必要がある。また、負債契約であることから投資家は、設定された利息金額 D 以上の支払いを企業家に要求することはなく、また設定された D の支払いが企業家によって保障されていれば契約は成立する。一方、企業家は投資家に対して支払う利息金額 D を確保することさえできれば、後は自身の利得を最大化するように行動できる。

ここで、企業家の利得を π とすると、 $\pi = R - D - w$ と示すことができ、企業家の利得を最大化するには D の値を最小化できればよい。投資家側が契約することのできる最低限の条件は、

$$\mu(m)R - w = p(I - K) + m \quad (5)$$

と示すことができる。式(5)を満たし、かつ企業家側から見て利得 π を最大化できるような最適な m を m_D^* とすれば、最小の利息金額 D' は、 $D' = \mu(m_D^*)R - w$ と示すことができる。一方、企業家側にとって利息金額 D' が、企業家が契約を結び起業できる条件である

$$R - w - rK \geq D' \quad (6)$$

を満たす値であるならば、企業家は投資家の要求する利息金額を保障した上で起業することができ、かつ企業家自身の利得は最大値となる。ここで、負債で調達する際の企業家の利得を π_D とすると、

$$\pi_D = R - w - D' = R(1 - \mu(m_D^*)) \quad (7)$$

となる。式(7)から、 m の値が少額であれば企業家の利得 π は多額となる。したがって、本章のモデルにおいて、契約が成立し、起業が行われるか否かは、モニタリングコスト m の投入が、 $\mu(m)R$ をどれだけ増加させるのかということに関わってくる。つまり、 m を投入した時の $\mu(m)R$ の増加率が高ければ m_D^* の値は少額で済み、 $\mu(m)R$ の増加率が低ければ

m_D^* の値は多額となる。モニタリングコスト m_D^* が多額である場合、 $R - w - D' < 0$ となり企業家の利得 π は負となることも有り得る。したがって、起業そのものが行なわれない。起業が行われるかどうかは、 m_D^* の値が式(6)を満たすことができる値であるかどうか、依存すると考えられる。

次に、資金調達手段が負債ではなく資本として調達した場合を考える。増資など、株式によって外部から資金を調達した場合、得られた分配可能利益を保有株式数に基づき按分するため、投資家の受け取る金額が負債とは異なる。本稿のモデルでは、企業家は内部株主であるため、モラルハザードによる私的流用分 $R - \mu(m)R$ と、株式保有分の按分された利得の合計分を得ることができる。一方で、投資家は外部株主であるため企業家による私的流用後の分配可能利益 $\mu(m)R - w$ を保有する株式数量分だけ均等に分配されることと仮定する。分配可能利益は配当やキャピタルゲインとして反映され分配されることとする。投資家を得ることのできる分配可能金額を E とすると、

$$E = (\mu(m)R - w) \left(1 - \frac{K}{I} \right) \quad (8)$$

と示すことができる。負債での資金調達と同様に、株式による資金調達においても、投資家がモニタリングコスト m を支払い、企業家に m を含む金額を要求するとすれば、投資家は期首において、

$$E \geq p(I - K) + m \quad (9)$$

という条件が成立している場合に契約を結ぶ。一方、企業家は

$$R - w - rK - E \geq 0 \quad (10)$$

という条件が満たされている場合に、契約を結び起業する。すなわち、投資家を得られる金額 E が、投資家と企業家の各々の条件である、

$$R - w - rK \geq E \geq p(I - K) + m \quad (11)$$

を満たす時、契約は結ばれ起業が可能となる。株式での資金調達は、負債による資金調達のように、契約時に設定された利息金額のみを投資家に支払う方法ではないため、投資家はモニタリングコスト m の投入を最適な額に調整することで自身の利得を最大化しようとする。したがって、投資家の受け取る分配可能利益 E は、式(11)の範囲内において、投資家の投入するモニタリングコスト m によって影響を受けることとなる。

ここで、企業家が起業することのできる最低限の条件は式 (11) より、 $R - w - rK = E$ と示すことができ、このとき、投資家が受け取る分配可能金額 E は最大値となる。この最大値となる E を E' とした時の最適な m を m_E^* とすれば、投資家が受け取る金額は式 (8) より、 $E' = (\mu(m_E^*)R - w)(1 - K/I)$ となる。すなわち、 m の投入によって $\mu(m)R$ を十分増加させることができない場合、投資家の受け取る金額 E' が小さくなる為、投資家の条件である、 $E' \geq P(I - K) + m_E^*$ を満たすことができない。一方、株式で資金調達した場合の企業家の利得を π_E とした時、企業家の利得は $\pi_E = R - w - E'$ となり、

$$\pi_E = R \left(1 - \mu(m_E^*) + \mu(m_E^*) \frac{K}{I} \right) - w \frac{K}{I} \quad (12)$$

と示すことができる。本稿のモデルにおける投資金額 I と企業家の所有資本 K との関係は外部からの資金調達を前提としているため、 $I > K$ である。したがって、式 (12) より、企業家が起業可能となるかどうかは、 m の投入によって $\mu(m)R$ をどの程度増加させることが可能であるのかによって決定される。すなわち、 m_E^* の値が多額となれば企業家の利得 π_E は負となる可能性があり、この場合、起業は行われぬ。つまり、企業家が投資家と契約を結び起業することができるかどうかは、 m_E^* の値が式 (11) を満たすことができるかどうか依存すると思われる。

3-3. 金融市場の持つモニタリング機能と法の起源と内生的制度の適合性

どのような制度であれば立証可能性が高まるのであろうか。先述の木下 (2005) は、法制度の一環である金融市場が機能するために必要な項目を 3 つ挙げている。第 1 に、取引の基礎となる情報が開示されていることが必要であることを挙げている。これらに、企業会計原則などの標準化、会計監査による正確性の証明、公示や有価証券報告などの開示手段の確保を挙げている。第 2 に、取引時に紛争が生じた場合、迅速に解決できなければならないとしている。迅速に紛争を解決できない場合、その紛争は経済的な阻害要因となるため、訴訟外の解決策などが制度上必要であることを挙げている。第 3 に、虚偽の情報などに対する取締りの実効性を挙げている。情報の非対称性への対応に懸念が生じれば、市場に対する信頼性は失われることとなるからである。このように、上記 3 つの項目が機能していれば、投資家自らの取り分を立証できる可能性は高まると考えられる。

上記を踏まえた上で、具体的な例を挙げるとすれば、例えば、仮に企業をモニターし企業利益を立証する監査人等に定評があれば監査依頼が増加し、監査人等の収入が結果的に増加するような社会制度が存在したとしよう。このような環境では、監査人等は投資家から投入されたモニタリングコストの範囲内で立証に必要な情報を効率よく収集しなければならない。したがって、結果として立証可能性が高くなる可能性がある。ここで、監査人

等が必要とする情報が適切に開示されているならば、より一層効率的に情報は収集されるであろう。しかしながら、企業家と監査人等が結託している場合であれば、投資家が幾らコストをかけても本来投資家が得られるはずの企業利益の取り分を立証することができない。また、結託に対する取締りが実効性を持たない社会制度である場合、より一層立証可能性を高めることは難しく、また同時に市場に対する信頼性をも失うこととなる。したがって、このように投資家が監査人等にコストを支払っても効果の上がない社会制度では立証可能性を高めることは極めて難しい。監査人等が行うモニタリングの効果は、法律で定められる投資家保護の制度が内生的制度にどの程度、認知され、実効性を伴っているかという点によって影響を受けると考えられる。なぜなら、法制度は前述の Berkowitz et al. (2003) の言うところの認識の制度という性質を持つからである。

また、North (1990) によれば、制度は法律などの公式化されたフォーマルな制約と、商習慣や社会的な慣習などに基づくインフォーマルな制約から構成されている。制度が変化する場合、フォーマルな制約とインフォーマルな制約は必ずしも同じ速度で変化しないため、フォーマルな制約とインフォーマルな制約との間で制度的な齟齬が生じることがある。このように、制度的な齟齬が生じている場合、社会の行動形式はインフォーマルな制約によって規定されるため、仮に新規に法律が制定されたとしても、その法律がインフォーマルな制約を補完するものでなければ、人々に認知されず実効性を持たないため、継受された法律は形骸化するといえよう。

ここで、資金調達におけるモニタリングの程度を a とする。すなわち、法の起源と内生的制度が適合しておりモニタリングが効果的に機能するのであれば a は高い値を示すこととなる¹⁸。資金調達を負債で行った場合のモニタリングの程度を a_D とする。関数を特定するため、負債での資金調達において、 $\mu(m) = a_D m$ という関係が成立すると仮定し、 $a_D > 0$ とする。投資家が契約を結ぶことのできる最低限の条件は式 (5) より、

$$\mu(m_D^*)R - w = p(I - K) + m_D^* \text{ と示すことができ、関数 } \mu(m_D^*) \text{ を } a_D m_D^* \text{ とすれば、}$$

$$a_D m_D^* R - w = p(I - K) + m_D^* \tag{13}$$

となる。これを m_D^* について解くと、

$$m_D^* = \frac{p(I - K) + w}{a_D R - 1} \tag{14}$$

¹⁸ 本稿のモニタリングの程度 a は法の起源と内生的制度との適合性によって決まるため、企業ごとに変化するのではなく、国ごとに変化するものと仮定する。

となる。式 (14) から明らかにされることは a_D の値が大きければ m_D^* が少なくて済むということである。すなわち、負債による資金調達にはモニタリングがより良く効果を発揮すれば、最低限のモニタリングコストである m_D^* の投入量が少なくても可能となる。

同様に、株式によって資金を調達する時のモニタリングの程度を a_E とし、 $\mu(m) = a_E m$ 、 $a_E > 0$ という関係が成立すると仮定する。この関係において、企業家が契約を結ぶことのできる最低限の条件であり、投資家が受け取る分配可能金額 E が最大値となる、 $R - w - rK = E$ という条件の時の m を m_E^* とすれば、

$$R - w - rK = (a_E m_E^* R - w) \left(1 - \frac{K}{I} \right) \quad (15)$$

となり、式 (15) を m_E^* について整理すると、

$$m_E^* = \frac{I(R - rK) - wK}{a_E R(I - K)} \quad (16)$$

となる。式 (16) においても式 (14) と同様に、 a_E の値が大きければ m_E^* は少なくて済む。すなわち、株式による資金調達においても、モニタリングがより良く効果を発揮すれば、資金調達に必要なモニタリングコストの投入量が少なくても資金調達が可能となる。

上記のモデルのように、企業の資金調達市場が負債による調達と株式市場からの調達の 2 種類が存在するとすれば、モニタリングの程度 a の大小によって下記の組み合わせが存在しうる。

- ① 負債、および株式市場共にモニタリングの程度が高い。 $(a_D$ の値、 a_E の値が共に大きい)
- ② 負債に対するモニタリングは良く機能するが、株式市場のモニタリングは機能していない。 $(a_D$ の値は大きい a_E の値が小さい)
- ③ 負債に対するモニタリングは機能していないが、株式市場のモニタリングは良く機能している。 $(a_D$ の値は小さい a_E の値は大きい)
- ④ 負債に対しても株式市場に対してもモニタリングが機能していない。 $(a_D$ の値も a_E の値も小さい)

上記、①のモニタリングコスト m_D^* と m_E^* は低いため、企業家は負債でも株式でも資金調達が可能となる。一方で、④のモニタリングコスト m_D^* と m_E^* は共に高い。④のように投資家の支払うモニタリングコストが高い場合、企業家は負債でも株式でも資金調達が不可能となる為、投資機会を失うこととなる。したがって、企業家は①のような環境では、資金調達が可能であるため、事業への投資機会を増加させることが可能である。上記のモデルのように、モニタリングにおける程度の差によって、選択可能な投資機会の幅が異なっ

くる。この投資機会の幅の差が、企業のパフォーマンスに影響を与える可能性がある。すなわち、モニタリングにおける程度が低い金融市場では、高い資金調達コストであるが故に企業は投資機会を喪失しており、投資可能な事業は限られてしまうことになる。したがって、資金調達コストが高い企業は低い企業に比べて良いパフォーマンスを生む機会を喪失している可能性がある。

Hypothesis 1 : 法の起源と内生的制度を適合させることのできた国の企業のパフォーマンスは高い。

上記の②と③において、株式市場のモニタリングの程度が高いのか、負債に対するモニタリングの程度が高いのかの相違は法の起源の違いによって生じると考えられる。前述の木下（2005）の示すように、制定法であれば②のような傾向を持ち、判例法であれば③のような傾向を持つと考えられる。法の起源によって主となる資金調達市場が異なる理由をモニタリングの観点から考えれば、モニタリングが機能していない資金調達市場から調達するより、機能している資金調達市場から調達する方が、企業の資金調達コストは低いと考えられるからである。また、投資家側から見た場合においても、モニタリングが良く機能している資金調達市場であれば、債権の回収や裁判にかかる時間やコスト等を削減できる利点が存在するように思える。上記の点より、企業がどの金融市場から主に資金調達を行うかは、法の起源の影響を受けると考えられる¹⁹。

ただし、同じ法の起源を継受した国であっても、法の起源を内生的制度と適合することのできた国の主要な金融市場は、適合できなかった国と比較して、より一層企業の資金調達の場として使用されている可能性がある。つまり、当該国の法の起源が銀行中心の金融市場であろうと、株式市場中心の金融市場であろうと、法の起源と内生的制度との間に制度的な齟齬が存在すれば、どの金融市場であっても資金調達コストが高くなり、資金調達が行き難い環境となるため、上記の組み合わせで言うところの④となる可能性が高い。

法の起源と内生的制度が適合していない④のような国の金融市場では、企業の資金調達コストが高いため、企業は投資をためらう可能性がある。この投資機会の減少は、金融市場の発展を妨げる可能性がある²⁰。一方、①から③のような環境であれば、企業は低い資金

¹⁹ 企業が資金調達を行う場合、その資本構成に関して、税金、倒産確率、また、発行する有価証券によって発行コストが異なることや、企業が資金調達を行う際に、内部資金、負債、株式の順に選好するとされるペッキング・オーダー理論などの諸要因が影響を与えるが、本稿では法の起源とモニタリングとの関係を中心に議論を進めることとする。

²⁰ 企業が資金調達を行う場合、自国内での資金調達以外に他国からの調達も考えられるが、基本的に企業は所在地の法制度や商慣習の影響を受けると考えられる。また、ここでは法の起源と内生的制度の適合性が当該国の金融市場に与える影響について議論をするため、自国内での資金調達を前提に議論を進める。

調達コストのために選択可能な投資案件の幅が広く、安定的に投資が可能になる。この安定的な投資案件の幅が金融市場の発展を促進させる可能性がある。また、資金調達コストが低いことから安定的にリターンを得られる可能性が高くなる。安定的にリターンを獲得できれば、企業は内部資金を金融機関へ預け入れることや他社への投資も可能となるであろう。このように、法の起源と内生的制度とが適合している国の金融市場においては、金融機関を通じた借入や投資を通じて循環的に信用を供与する機会が増加すると考えられる²¹。

Hypothesis 2 法の起源と内生的な制度が適合している国の金融市場は発展している。

3-4. モデルとデータ

本節では前節までに議論された仮説、すなわち法の起源と内生的制度を適合させることができた国の企業のパフォーマンスは、適合させることができなかった国より高く、また適合させることができた国の金融市場は発展しているという仮説を検証する。使用するデータはクロスカントリーデータである。データは取得可能であった1995年から2012年までの18年を用い、Berkowitz et al. (2003) で対象とされている49カ国の中で、データの取得可能であった48カ国を対象としている。すなわち、サンプルは48カ国を18年分推計するバランス・パネルデータである。

金融市場データは Beck, Demirgüç-Kunt, Levine Cihak and Feyen によって World Bank に掲示されている A new database on financial development and structure の2013年版、および World Bank によって公表される Indicators data から取得した。また、企業の付加価値は World Bank によって公表される Indicators data から取得し、同じく World Bank から貸付金利、海外直接投資流入分、投資家保護の程度を示したインデックス、貸付に対する情報開示の程度を示すインデックス、労働人口、総資本形成、製造業の割合を取得した。証券市場における情報開示の程度に関する指標については La Porta, Lopez-Silanes and Shleifer (2006) から取得した。いくつかの欠損値については各国の中央銀行もしくは統計局から補っている。推計されるモデルは下記の式によって示される。

²¹ *Hypothesis1* と *Hypothesis2* の前後関係については、法の起源と内生的制度との適合性が企業の資金調達コストに影響を与え、その資金調達コストが企業の投資活動に影響を与え、結果的に企業のパフォーマンスに結び付くため、順序としては資金調達が行われた時点で金融市場が発展し、金融市場から獲得した資金で以って企業が投資を行い、この投資が企業のパフォーマンスに影響を与えるという順序となる。

$$Profit_{it} = \alpha_0 + Receptive_i \alpha_1 + Monitor_i \alpha_2 + Origin_i \alpha_3 + Controlvariables 1_{it} + u_{it} \quad (17)$$

$$Financialmarkets_{it} = \beta_0 + Receptive_i \beta_1 + Monitor_i \beta_2 + Origin_i \beta_3 + Controlvariables 2_{it} + \varepsilon_{it} \quad (18)$$

式 (17) および式 (18) の i は国を、 t は年を示している。 u および ε は誤差項である。式 (17) および式 (18) はパネルデータを用いた変動効果モデルである。*Receptive* は法の起源と内生的制度が適合している国の場合に 1 とするダミー変数であり、それ以外は 0 とするものである。*Monitor* については、前節のモデルにおいてモニタリングが機能していれば企業のパフォーマンスが高くなると仮定していたため、情報開示の指標としてこれを *Receptive* と同様に検証するためにモデルに加える。情報開示の程度を示すモニタリングについて、企業の銀行に対する情報開示の代理変数である *Bank Monitor* は World Bank の Indicators data に公表される変数 Credit depth of information index と World Bank の Indicators data に公表される変数 Strength of legal rights index を基準化した上で主成分分析し、その第 1 主成分を使用している²²。企業の株式市場に対する情報開示の代理変数である *Equity Monitor* は La Porta, Lopez-Silanes and Shleifer (2006) にて使用されている変数 Disclosure requirements と World Bank の Indicators data に公表される変数 Strength of legal rights index を基準化した上で主成分分析し、その第 1 主成分を使用している²³。各情報開示の指標と Strength of legal rights index を主成分分析した理由は、情報の開示があってもそれを執行もしくはサポートする法の執行力が存在しなければ機能しないからである。また、金融市場全体の情報開示の程度を *All Monitor* として上記の銀行における情報開示の変数と株式市場における情報開示の変数の平均値を使用している。*Origin* は各国の法の起源を表すダミー変数であり、イギリス法起源の国を *English*、フランス法起源の国を *French*、ドイツ法起源の国を *German*、スカンディナビア法起源の国を *Scandinavian* として 4 種類に分類し、各々に対してダミー変数を設定している。つまり、*Origin* がイギリス法起源の国の場合、*English* はイギリス法起源の国が 1 となり、それ以外の国は 0 となる。上記、*Receptive* および法の起源の分類方法は Berkowitz et al. (2003) に基づいて行った。分類についての詳細は表 1 に示されている。*Profit* は企業のパフォーマンスを表す変数であり、ISIC 産業分類コード 10 から 99 に属する産業の産出した付加価値を労働人口で除したものである。クロスカントリーデータとして利用可能であったデー

²² 企業の銀行に対する情報開示の代理変数である *Bank Monitor* を作成するために主成分分析を行ったが、その寄与率は 0.687 であった。

²³ 企業の株式市場に対する情報開示の代理変数である *Equity Monitor* を作成するために主成分分析を行ったが、その寄与率は 0.666 であった。

タが産出額から原材料使用額などの中間投入分を差し引いた付加価値であり、この労働生産性を企業のパフォーマンスを表す代理変数として用いることとした。

コントロール変数である *Controlvariables 1* は、企業のパフォーマンスに影響を与える諸要因をコントロールするために加える。まず、OECD 加盟国を 1 とし、非加盟国を 0 とするダミー変数である *OECD* を加える。これは、企業のパフォーマンスとの関係を計測する際、先進国であるが故に存在する諸要因を除去するためにモデルに加える。次に、総資本形成を GDP で除したものである *Gross CAP* と、労働人口の自然対数である *Labor force* をモデルに加える。これは、各国の経営資源が異なり企業のパフォーマンスに影響を与えることから、これをコントロールするために加える。さらに、各国の産業構造の相違によって企業のパフォーマンスに差が出る可能性があるため、製造業の産出した付加価値を GDP で除したものを *Industry* としてコントロール変数に加える。金融資産構造も企業のパフォーマンスに影響を与える要因の 1 つであると考えられるため、銀行の民間信用供与額を株式市場時価総額によって除したものを *Credit* として加える。地域ダミーとして中南米に所属する国を 1 とするダミー変数である *South America* を加え、最後に 1995 年から 2011 年の範囲で、年ダミーとして *Year* をモデルに加える。

Financialmarkets は金融市場における発展の程度を示す変数であり、企業の主な資金調達市場を銀行借入、株式市場に分類し、その発展の程度を示す変数として *Bank*、*Equity* の 2 つの変数を設定した。*Bank* は銀行の民間信用供与額を労働人口で除したものである。*Equity* は株式市場の時価総額を労働人口で除したものである。*Controlvariables 2* には、景気の変動をコントロールするために GDP の成長率として *GDP* を加えた。また、金利が金融市場に与える影響をコントロールするために、実質貸付金利として *Interest* を加えた。*Inflow* は海外からの資金流入分をコントロールするために加えた変数であり、海外直接投資流入分を GDP で除したものである。さらに、前述の中南米ダミーを加え、1995 年から 2011 年の範囲で、年ダミーとして *Year* をモデルに加える。

式 (17) において、まず法の起源と内生的制度が適合している国の企業のパフォーマンスが高いのかを推計する。その際に、適合性の指標と同時に、情報開示が優れておりモニタリングが機能している国の企業のパフォーマンスが高いと仮定した式 (14) 式 (16) のモデルについても直接的に検証を行う。

次に式 (18) において、法の起源と内生的制度が適合している国において金融市場が発展しているのかどうかを推計する。式 (17) と式 (18) は、法の起源と内生的制度との適合性が企業のパフォーマンスを上昇させ、また法の起源と内生的制度の適合性が金融市場を発展させるのかを検証するモデルとなっている。

$$Profit_{it} = \gamma_0 + Receptive_i \gamma_1 + Financialmarkets_{it-y} \gamma_2 + Controlvariables 1_{it} + v_{it} \quad (19)$$

式 (19) にてロバストチェックの意味も含めて、過去に採択された法の起源と内生的制度の適合性は、現在の企業のパフォーマンスを上昇させる直接的な要因となるのであろうかという視点から推計してみる。現在生じている企業のパフォーマンスに対して、過去に採択された法の起源と内生的制度の適合性が有意な結果であるならば、法の起源と内生的制度の適合性の中に経路依存性のような過去からの歴史的道程を維持する影響力が存在することとなる。加えて、企業が資金調達を行うことにより金融市場が発展し、その企業の調達した資金が投資され、企業のパフォーマンスに影響を与えるようになるまでに一定の時間がかかるであろうことを考慮し、金融市場の発展を表す変数について 1 期間から 5 期間のラグをとったものを各々モデルに組み込んだ。式 (19) の u は誤差項であり、 y はラグで 1 から 5 の値となる。コントロール変数は式 (17) で用いたものと同様に *Controlvariables 1* を使用する。モデルで使用される変数の定義については表 2 に、記述統計量に関しては表 3 に示されている。

3-5. 推計結果

上記モデルの中で、式 (17) を推計した結果が表 4 に示されている。式 (17) は被説明変数を *Profit* とした回帰式であり、*Profit* に対して、各々説明変数 *Receptive*、*All Monitor*、*English*、*French*、*German*、*Scandinavian* との関係を示したモデルである。表 4 の変動効果モデルの右 2 列は参考までに年ダミー以外のコントロール変数を除いて推計した結果である。表 4 にある右の 2 列は内生性を除去するために一般化積率法 (Generalized Method of Moments : GMM) を用いて推計している。推計については Hansen の推定量を使用している。法の起源と内生的制度の適合性および法の起源は過去の所与と考えられるため、*Receptive*、*English*、*French*、*German*、*Scandinavian* を外生変数とし、内生変数として定数項を加えた上で、*Bank*、*Equity*、*Bank Monitor*、*Equity Monitor*、*Controlvariables 1* を組み込んでいる。

表 4 を見ると、*Receptive* は企業のパフォーマンスに対して係数はプラスであり、1%水準で有意である。この結果は、法の起源と内生的制度が適合している国において企業のパフォーマンスが高いことを予測させるものである。*All Monitor* についてはコントロール変数を含んだモデルにおいて係数はプラスであり、1%水準で有意となっている。コントロール変数を含まないモデルにおいてもプラスであり、5%水準で有意な結果となっている。すなわち、情報開示が機能しておりモニタリングを行いやすい国の企業のパフォーマンスは高いということが予測される。この推計結果は、法の起源と内生的制度が適合している国では企業のパフォーマンスが高く、同時に情報開示が機能している国の企業のパフォーマンスも高いことが示されたこととなり、*Hypothesis 1* とも整合的であると考えられる。

English については、係数はどのモデルにおいてもマイナスで有意である。したがって、イギリス法起源の国であるという理由が、その国の企業のパフォーマンスを高めるとは言

えないであろう。*French* についても有意であったモデルでは係数はマイナスであり、フランス法起源の国であるという理由が、その国の企業のパフォーマンスを高めるとは言えない。*German* および *Scandinavian* はどのモデルでも有意なモデルは存在せず、ドイツ法起源およびスカンディナヴィア法起源の国が企業のパフォーマンスを高める要因にはならないと推測できる。

表 5 では、*Bank* を被説明変数とするモデルにおいて、*Receptive* は全てのモデルにおいて 1%水準で有意な結果となっている。この推計結果は法の起源と内生的制度が適合している国における銀行貸出の規模が大きいことを示している。また、*Bank Monitor* の係数は 1%水準で有意であり、銀行に対する情報開示が機能している国では銀行貸出の規模が大きいことを示している。表 5 のモデルでは各法の起源と *Bank Monitor* の交差項についても推計している。イギリス法起源およびドイツ法起源の国では係数がプラスであり有意な水準となっている。この結果はイギリス法起源およびドイツ法起源の国では銀行に対する情報開示が比較的機能していると考えることが可能である。各法の起源の推計結果は *English*、*French* および *Scandinavian* について、有意なモデルでは係数はマイナスであり、イギリス法起源、フランス法起源およびスカンディナヴィア法起源の国であることが銀行の発展をもたらすとは考えにくい。しかしながら、*German* については交差項を含まず、コントロール変数も含まないモデルにおいて係数はプラスであり 5%水準で有意である。ただし、この結果は 1 つのモデルでのみ観測されており、安定的なものとは言い難いが、ドイツ法起源の国であることが銀行貸出における発展をもたらしている可能性はある。

表 6 では、表 5 と同様のモデルによって *Equity* を被説明変数として推計したものである。*Receptive* は全てのモデルにおいて有意な結果となっている。したがって、法の起源と内生的制度が適合している国では証券市場は発展していると推測できる。さらに、*Equity Monitor* の係数は 1%水準で有意であり、株式市場に対する情報開示が機能している国では、株式市場が発展していることが予測できる。各法の起源と *Equity Monitor* の交差項については、*English* と *German* の交差項において係数がプラスであり、1%水準で有意である。イギリス法起源とドイツ法起源の国では比較的、株式市場に対する情報開示が機能していると考えられる。各法の起源の推計結果について、*English* は係数がマイナスであり、5%水準で有意なモデルがコントロール変数を組み込み、*Scandinavian* を説明変数に組み込んだモデルに見られるものの、他の法の起源については有意な結果が観察できなかった。この結果は法の起源によって株式市場の発展具合はさほど左右されないことを意味しているのかもしれない。

上記結果より、法の起源と内生的制度が適合している国では金融市場が発展していることや、情報開示が機能している国では金融市場が発展していることが予測される。また、イギリス法起源とドイツ法起源の国では銀行借入、株式市場の情報公開が比較的機能している可能性があるが、イギリス法起源およびドイツ法起源の国の金融市場が必ずしも発展しているとは限らない。さらに、フランス法起源やスカンディナヴィア法起源の国について

は、金融市場の発展や情報開示に対して何らかの影響をもたらしたとは考え難い。表 5 および表 6 の推計結果は、法の起源と内生的制度が適合している国の資金調達コストはモニタリングが機能しているため低く、企業が投資案件に必要な資金を適切に調達できることから、金融市場が発展しているとする *Hypothesis 2* と整合的である。

次に、ロバストチェックの意味も含めて、上記とは別の視点から推計した式 (19) の結果が表 7 および表 8 に示されている。式 (19) は各金融市場の発展具合について 1 期間から 5 期間のラグをとったものが、企業のパフォーマンスに影響を与えるのかを推計するものである。式 (19) について、説明変数である *Bank*、*Equity* を被説明変数である *Profit* に対して別々に推計した理由は、これら 2 つの変数間の相関係数を推計したところ、各々 0.6 以上と高く有意水準も高いため、同時に推計することによって多重共線性の問題が生じ、推計結果の信頼性に影響を及ぼす恐れを回避するためである。

推計結果を見ると、表 7 に記載されている *Bank* のラグは *Profit* に対して 1 から 5 期間において有意であり、係数はプラスとなっている。表 8 の *Equity* に関しても 1 期間から 5 期間において 1%水準で有意であり、係数はプラスである。企業の銀行借入および株式市場からの資金調達が、銀行や株式市場の発展をもたらしたとすれば、調達した資金で以って企業が投資を行い、その投資が企業のパフォーマンスに影響を与えられられる。各々 *Bank*、*Equity* を説明変数とするモデルにおいて同時に推計した *Receptive* についても係数はプラスであり 1%水準で有意な結果となっている。これら式 (19) の推計結果から、どの金融市場の発展も企業のパフォーマンスに対してプラスの影響を与えることが予測される。参考までに表 10 および表 11 において表 7 および表 8 のモデルからコントロール変数を除いたものを記載してある。これら表 10 および表 11 においても表 7 および表 8 のモデルと同様の結果が推計された。

Hypothesis 1 と *Hypothesis 2* を検証した結果、法の起源と内生的制度が適合している国では企業のパフォーマンスは高く、また金融市場についても発展していることが推計された。同時に各金融市場の情報開示が機能していればモニタリングコストも低下し企業のパフォーマンスや金融市場の発展にプラスの要因となることが推計された。各法の起源については、どのような法の起源を採択したとしても、法の起源と内生的制度の間に制度的な齟齬が存在する国が、分類された法の起源の中に多く存在する場合、企業のパフォーマンスや金融市場に対する法の起源の係数はマイナスを示すのかもしれない。したがって、どのような法の起源を過去に採択したかという議論だけではなく、法の起源と内生的制度は如何にして適合していったのかという問題が企業のパフォーマンスを考える上でより一層重要なものではなかろうか。

3-6. 本章の結論

本章の推計結果より、法の起源と内生的制度が適合した国では企業のパフォーマンスが

高い傾向にあり、その企業のパフォーマンスの発展は金融市場の発展との関係においてもプラスの影響を与えることが予測された。結果的に法の起源と内生的制度が適合している国においては、企業のパフォーマンスが高いという可能性も推察することができた。

また、各法の起源は企業のパフォーマンスに対してマイナスの関係を持つものか、もしくは有意な関係ではないことが示されており、この結果は、分類された法の起源の中に法の起源と内生的制度が適合していない国の数が多ければ企業のパフォーマンスや金融市場の発展に対してマイナスの影響を与えることに起因すると考えられる。このような結果から、法の起源こそが重要であるとするに議論を集中させることのみならず、法の起源と内生的制度の適合性を考慮に入れることが、企業のパフォーマンスを考える上で重要な点になってくると考える。本稿の推計結果により、法の起源と内生的制度の適合性が企業の資金調達に影響を与え、その資金調達の可否が資金調達市場の発展や企業のパフォーマンスに影響を与えることを示すことができたのではなかろうかと考えている。

本稿の限界は各国が過去にどのように法の起源を継受したのかという事象のみで、法の起源と内生的制度の適合性をデータ上導出しているところである。つまり、各国で生まれる新しい法律が経路依存性により過去の法の起源に基づいて生産される前提となっていることである。ただし、限られた利用可能データによって、法の起源と内生的制度の適合性が企業のパフォーマンスや金融市場の発展に影響を与えることを示すことはできたと考えている。残された課題としては、将来的に新しく生産される法と内生的制度を適合させていくためには、何がどのように為されることが必要なのであろうかという要因を明らかにすることができればと考えている。

本章は「法の起源と内生的制度の適合性が企業利益に与える影響に関する一考察」査読論文：年報 財務管理研究 第 22 号（2011 年 3 月）に掲載されたものを大幅に加筆修正したものである。

表1 法の起源と適合性

国名	法の起源	適合性	継受	国名	法の起源	適合性	継受
アイルランド	English	Receptive	F	タイ	English	Unreceptive	—
アメリカ	English	Receptive	O	チリ	French	Receptive	A
アルゼンチン	French	Receptive	A,F	デンマーク	Scandinavian	Receptive	O
イギリス	English	Receptive	O	ドイツ	German	Receptive	O
イスラエル	English	Receptive	A	トルコ	French	Unreceptive	—
イタリア	French	Receptive	A,F	ナイジェリア	English	Unreceptive	—
インド	English	Unreceptive	—	ニュージーランド	English	Receptive	F
インドネシア	French	Unreceptive	—	ノルウェー	Scandinavian	Receptive	O
ウルグアイ	French	Unreceptive	—	パキスタン	English	Unreceptive	—
エクアドル	French	Unreceptive	—	フィリピン	French	Unreceptive	—
エジプト	French	Unreceptive	—	フィンランド	Scandinavian	Receptive	O
オーストラリア	English	Receptive	F	ブラジル	French	Unreceptive	—
オーストリア	German	Receptive	O	フランス	French	Receptive	O
オランダ	French	Receptive	A,F	ベネズエラ	French	Unreceptive	—
カナダ	English	Receptive	F	ペルー	French	Unreceptive	—
ギリシャ	French	Unreceptive	—	ベルギー	French	Receptive	F
ケニア	English	Unreceptive	—	ポルトガル	French	Unreceptive	—
コロンビア	French	Unreceptive	—	マレーシア	English	Unreceptive	—
シンガポール	English	Unreceptive	—	メキシコ	French	Unreceptive	—
ジンバブエ	English	Unreceptive	—	ヨルダン	French	Unreceptive	—
スイス	German	Receptive	O	韓国	German	Unreceptive	—
スウェーデン	Scandinavian	Receptive	O	香港	English	Unreceptive	—
スペイン	French	Unreceptive	—	南アフリカ	English	Unreceptive	—
スリランカ	English	Unreceptive	—	日本	German	Receptive	A

移植期間、法の起源、適合性についてはBerkowitz, Pistor and Richard (2003) より作成。
 継受の欄はBerkowitz, Pistor and Richard (2003) に基づき、O=Origin (法の起源国)、A=Adaptation (適応)、F=Familiarity (馴染み)、— (該当なし) と表記している。

表2 変数の定義

変数	概略	定義
<i>Bank</i>	銀行貸出 (1,000US\$)	民間銀行の信用供与額を労働人口で除したもの。
<i>Equity</i>	株式市場 (1,000US\$)	株式市場の時価総額を労働人口で除したもの。
<i>Receptive</i>	法の適合性	対象とする 48 カ国の中で、法の起源と内生的制度が適合する国を 1 としたダミー変数。
<i>Bank Monitor</i>	企業の銀行に対する情報開示 (銀行のモニタリング)	World bank の indicators に公表される変数 Credit depth of information index と World bank の indicators に公表される変数 Strength of legal rights index を基準化した上で主成分分析し、その第 1 主成分を使用。(寄与率は 0.687)
<i>Equity Monitor</i>	企業の証券市場に対する 情報開示 (証券市場のモニタリング)	La Porta, Lopez-Silanes and Shleifer (2006) にて使用されている変数 Disclosure requirements と World bank の indicators に公表される変数 Strength of legal rights index を基準化した上で主成分分析し、その第 1 主成分を使用。(寄与率は 0.666)
<i>All Monitor</i>	金融市場の情報開示 (金融市場のモニタリング)	変数 <i>Bank Monitor</i> と <i>Equity Monitor</i> の平均値。
<i>English</i>	英国法起源	英国法起源の国を 1 としたダミー変数。
<i>French</i>	フランス法起源	フランス法起源の国を 1 としたダミー変数。
<i>German</i>	ドイツ法起源	ドイツ法起源の国を 1 としたダミー変数。
<i>Scandinavian</i>	スカンディナビア法起源	スカンディナビア法起源の国を 1 としたダミー変数。
<i>Profit</i>	企業の労働生産性 (1,000US\$)	ISIC 産業分類コード 10 から 99 に属する産業の産出する付加価値を労働人口で除したもの。
<i>OECD</i>	OECD 加盟国	OECD 加盟国を 1 とするダミー変数。
<i>Gross CAP</i>	総資本形成 (%)	総資本形成を GDP で除したもの。
<i>Labor force</i>	労働力	労働人口の自然対数。
<i>GDP</i>	GDP 成長率 (%)	GDP_t (実質成長率) = $(GDP_t - GDP_{t-1}) / GDP_{t-1} \times 100$
<i>Industry</i>	製造業の割合 (%)	製造業の産出した付加価値を GDP で除したもの。
<i>Interest</i>	貸付金利 (%)	貸付金利 (実質金利)
<i>Inflow</i>	海外直接投資流入分 (%)	海外直接投資流入分を GDP で除したもの。
<i>Credit</i>	間接金融の比率	間接金融の比率 = 民間銀行信用供与額 / (株式市場の時価総額 + 民間銀行信用供与額)
<i>South America</i>	中南米地域	中南米の国を 1 とするダミー変数。

表3 記述統計量

変数	平均値	中央値	標準偏差	最大値	最小値
<i>Bank</i>	51.582	29.451	61.221	317.464	0.119
<i>Equity</i>	34.608	16.034	48.860	361.356	0.026
<i>Receptive</i>	0.437	0.000	0.496	1.000	0.000
<i>Bank Monitor</i>	-0.000	0.048	1.039	1.856	-2.807
<i>Equity Monitor</i>	-0.000	-0.085	0.867	1.607	-1.945
<i>All Monitor</i>	0.000	0.006	0.864	1.731	-2.214
<i>English</i>	0.375	0.000	0.484	1.000	0.000
<i>French</i>	0.437	0.000	0.496	1.000	0.000
<i>German</i>	0.104	0.000	0.305	1.000	0.000
<i>Scandinavian</i>	0.083	0.000	0.276	1.000	0.000
<i>Profit</i>	37.418	27.760	33.965	184.768	0.526
<i>OECD</i>	0.541	1.000	0.498	1.000	0.000
<i>Gross CAP</i>	21.647	21.357	5.307	43.640	1.525
<i>Labor force</i>	16.306	16.307	1.294	19.998	13.864
<i>GDP</i>	3.232	3.394	3.710	33.735	-17.668
<i>Industry</i>	29.472	28.888	8.734	57.796	0.325
<i>Interest</i>	12.204	4.688	52.452	572.936	-43.572
<i>Inflow</i>	3.800	2.241	5.271	38.683	-6.699
<i>Credit</i>	0.616	0.622	0.164	0.995	0.134
<i>South America</i>	0.187	0.000	0.390	1.000	0.000
Obs.	864	864	864	864	864

1995年から2012年までの18年間を対象としている。

表4 推計結果1

	Profit					
	Random Effect				GMM	
<i>Receptive</i>	25.529*** (3.981)	25.529*** (3.981)	37.576*** (6.394)	37.576*** (6.394)	44.755*** (17.626)	44.755*** (17.626)
<i>All Monitor</i>	12.243*** (3.081)	12.243*** (3.081)	9.260** (2.143)	9.260** (2.143)		
<i>English</i>	-28.502*** (-3.041)	-15.171** (-1.904)	-32.138*** (-3.096)	-17.858** (-2.059)	-51.107*** (-6.186)	-47.129*** (-8.943)
<i>French</i>	-12.505 (-1.364)	0.825 (0.095)	-23.049*** (-2.338)	-8.770 (-0.917)	-51.410*** (-6.061)	-47.433*** (-8.660)
<i>German</i>	-13.330 (-1.338)		-14.279 (-1.258)		-3.977 (-0.477)	
<i>Scandinavian</i>		13.330 (1.338)		14.279 (1.258)		3.977 (0.477)
<i>OECD</i>	7.656 (1.081)	7.656 (1.081)				
<i>Gross CAP</i>	0.153 (1.526)	0.153 (1.526)				
<i>Labor force</i>	-6.133*** (-3.712)	-6.133*** (-3.712)				
<i>Industry</i>	-0.278** (-2.237)	-0.278** (-2.237)				
<i>Credit</i>	36.045*** (9.609)	36.045*** (9.609)				
<i>South America</i>	-15.256** (-2.262)	-15.256** (-2.262)				
<i>Con.</i>	139.776*** (5.101)	126.445*** (4.309)	59.560*** (5.890)	45.281*** (5.250)	57.135*** (6.811)	53.157*** (10.069)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj_R2	0.747	0.747	0.684	0.684	0.549	0.550
LM	51.010***	51.010***	44.274***	44.274***	—	—
Obs.	864	864	864	864	864	864

各モデルは変動効果モデルおよびGMMによって推計。()内はt値を表す。*、**、***、はそれぞれ10%、5%、1%の水準で有意であることを示す。GMMによって推計されたモデルでは操作変数に*Bank*、*Equity*、*Bank Monitor*、*Equity Monitor*、*OECD*、*Gross CAP*、*Labor force*、*Industry*、*Credit*、*South America*、*Year*を組み込んでいる。

表 5 推計結果 2

<i>Financial markets</i>						
<i>Bank</i>						
<i>Receptive</i>	53.207*** (5.182)	53.207*** (5.182)	56.956*** (5.954)	63.179*** (6.272)	69.340*** (6.251)	69.340*** (6.251)
<i>Bank Monitor</i>	13.121*** (2.432)	13.121*** (2.432)				
<i>Eng. × Bank Monitor</i>			14.265** (2.110)	10.662 (1.487)		
<i>Fre. × Bank Monitor</i>			4.075 (0.602)	5.881 (0.808)		
<i>Ger. × Bank Monitor</i>			42.670*** (2.816)			
<i>Sca. × Bank Monitor</i>				39.166 (0.747)		
<i>English</i>	-11.471 (-0.655)	-39.152*** (-2.635)			0.675 (0.033)	-43.075*** (-2.426)
<i>French</i>	5.222 (0.297)	-22.458 (-1.289)			-10.847 (-0.538)	-54.599*** (-3.062)
<i>German</i>	27.681 (1.380)				43.751** (1.912)	
<i>Scandinavian</i>		-27.681 (-1.380)				-43.751** (-1.912)
<i>GDP</i>	-2.189*** (-8.604)	-2.189*** (-8.604)	-2.196*** (-8.634)	-2.188*** (-8.600)		
<i>Interest</i>	-0.045** (-2.168)	-0.045** (-2.168)	-0.045 (-2.164)	-0.046** (-2.223)		
<i>Inflow</i>	0.026 (0.119)	0.026 (0.119)	0.011 (0.051)	-0.016 (-0.071)		
<i>South America</i>	-40.623*** (-3.151)	-40.623*** (-3.151)	-31.357*** (-2.815)	-35.609*** (-2.986)		
<i>Con.</i>	71.648*** (4.021)	99.329*** (6.570)	63.569*** (8.181)	67.175*** (8.223)	51.867*** (2.526)	95.618*** (5.348)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj_R2	0.647	0.647	0.635	0.599	0.557	0.557
LM	225.810***	225.810***	224.172***	136.179***	169.739***	169.739***
Obs.	864	864	864	864	864	864

各モデルは変動効果モデルで推計。()内はt値を表す。*、**、***、はそれぞれ10%、5%、1%の水準で有意であることを示す。

表6 推計結果3

<i>Financial markets</i>						
<i>Equity</i>						
<i>Receptive</i>	17.694*	17.694*	34.793***	31.349***	29.692***	29.692***
	(1.744)	(1.744)	(3.823)	(3.050)	(2.336)	(2.336)
<i>Equity Monitor</i>	29.549***	29.549***				
	(3.272)	(3.272)				
<i>Eng. × Equity Monitor</i>			28.449***	26.0238***		
			(3.153)	(2.568)		
<i>Fre. × Equity Monitor</i>			-2.351	0.888		
			(-0.205)	(0.069)		
<i>Ger. × Equity Monitor</i>			85.296***			
			(3.292)			
<i>Sca. × Equity Monitor</i>				27.141		
				(0.434)		
<i>English</i>	-28.649	-34.917**			-2.392	-8.318
	(-1.516)	(-2.064)			(-0.104)	(-0.409)
<i>French</i>	-6.725	-12.992			-26.396	-32.321
	(-0.356)	(-0.756)			(-1.144)	(-1.582)
<i>German</i>	6.267				5.925	
	(0.312)				(0.226)	
<i>Scandinavian</i>		-6.267				-5.925
		(-0.312)				(-0.226)
<i>GDP</i>	-0.035	-0.035	-0.039	-0.030		
	(-0.186)	(-0.186)	(-0.206)	(-0.160)		
<i>Interest</i>	-0.024	-0.024	-0.025	-0.025		
	(-1.571)	(-1.571)	(-1.580)	(-1.607)		
<i>Inflow</i>	1.620***	1.620***	1.624***	1.602***		
	(9.488)	(9.488)	(9.523)	(9.371)		
<i>South America</i>	-0.410	-0.410	-16.346	-16.651		
	(-0.029)	(-0.029)	(-1.157)	(-1.055)		
<i>Con.</i>	46.077***	52.344***	17.929**	22.459***	44.657**	50.583***
	(2.561)	(3.351)	(2.091)	(2.391)	(1.912)	(2.493)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj_R2	0.468	0.468	0.496	0.418	0.246	0.246
LM	198.127***	198.127***	185.529***	85.475***	16.161***	16.161***
Obs.	864	864	864	864	864	864

各モデルは変動効果モデルで推計。()内はt値を表す。*、**、***、はそれぞれ10%、5%、1%の水準で有意であることを示す。

表 7 推計結果 4

	<i>Profit</i>				
<i>Receptive</i>	19.258*** (3.579)	21.949*** (4.049)	23.893*** (4.346)	25.101*** (4.471)	25.705*** (4.454)
<i>Bank_{t-1}</i>	0.298*** (19.117)				
<i>Bank_{t-2}</i>		0.264*** (15.450)			
<i>Bank_{t-3}</i>			0.235*** (13.078)		
<i>Bank_{t-4}</i>				0.215*** (11.275)	
<i>Bank_{t-5}</i>					0.204*** (9.454)
<i>OECD</i>	9.266* (1.698)	10.441** (1.897)	11.551** (2.068)	12.426** (2.178)	13.286** (2.268)
<i>Gross CAP</i>	0.605*** (5.323)	0.644*** (5.201)	0.632*** (4.852)	0.577*** (4.308)	0.486*** (3.556)
<i>Labor force</i>	-5.363*** (-3.806)	-5.462*** (-3.841)	-5.483*** (-3.797)	-5.578*** (-3.782)	-5.723*** (-3.779)
<i>Industry</i>	0.017 (0.144)	-0.031 (-0.238)	-0.080 (-0.597)	-0.117 (-0.848)	-0.138 (-0.973)
<i>Credit</i>	12.215*** (3.141)	18.638*** (4.555)	23.575*** (5.615)	27.658*** (6.483)	30.760*** (7.081)
<i>South America</i>	-6.521 (-1.325)	-8.320* (-1.677)	-9.660** (-1.919)	-10.663** (-2.075)	-11.431** (-2.166)
<i>Con.</i>	81.877*** (3.424)	83.011*** (3.436)	83.796*** (3.414)	85.425*** (3.406)	90.000*** (3.497)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES
Adj_R2	0.837	0.823	0.809	0.795	0.783
LM	33.020***	31.011***	27.889***	25.8779***	25.951***
Obs.	624	624	624	624	624

各モデルは変動効果モデルによって推計。()内はt値を表す。*、**、***、はそれぞれ10%、5%、1%の水準で有意であることを示す。

表8 推計結果5

	<i>Profit</i>				
<i>Receptive</i>	25.964*** (4.942)	27.173*** (5.102)	28.202*** (5.247)	27.702*** (5.186)	25.990*** (4.965)
<i>Equity_{t-1}</i>	0.249*** (13.465)				
<i>Equity_{t-2}</i>		0.208*** (11.316)			
<i>Equity_{t-3}</i>			0.181*** (9.332)		
<i>Equity_{t-4}</i>				0.207*** (10.795)	
<i>Equity_{t-5}</i>					0.272*** (13.838)
<i>OECD</i>	18.086*** (3.391)	18.374*** (3.398)	18.647*** (3.417)	18.982*** (3.498)	19.238*** (3.619)
<i>Gross CAP</i>	-0.006 (-0.052)	0.029 (0.234)	0.067 (0.519)	0.093 (0.736)	0.137 (1.128)
<i>Labor force</i>	-4.058*** (-2.920)	-4.314*** (-3.061)	-4.452*** (-3.128)	-4.259*** (-3.010)	-3.913*** (-2.824)
<i>Industry</i>	0.019 (0.143)	-0.047 (-0.347)	-0.058 (-0.421)	-0.034 (-0.250)	0.014 (0.110)
<i>Credit</i>	42.628*** (10.454)	38.024*** (9.091)	35.127*** (8.182)	33.008*** (7.806)	29.869*** (7.351)
<i>South America</i>	-10.616** (-2.202)	-11.436*** (-2.339)	-12.212*** (-2.474)	-11.660*** (-2.376)	-10.235** (-2.129)
<i>Con.</i>	62.212*** (2.624)	70.130*** (2.918)	75.743*** (3.122)	73.010*** (3.029)	58.251*** (2.462)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES
Adj_R2	0.832	0.818	0.807	0.816	0.835
LM	25.370***	20.774***	19.926***	19.889***	24.381***
Obs.	624	624	624	624	624

各モデルは変動効果モデルによって推計。()内はt値を表す。*、**、***、はそれぞれ10%、5%、1%の水準で有意であることを示す。

表9 推計結果6

	<i>Profit</i>				
<i>Receptive</i>	29.783*** (6.502)	33.862*** (7.272)	37.110*** (7.827)	39.389*** (8.125)	40.886*** (8.166)
<i>Bank_{t-1}</i>	0.296*** (20.912)				
<i>Bank_{t-2}</i>		0.265*** (16.832)			
<i>Bank_{t-3}</i>			0.239*** (14.152)		
<i>Bank_{t-4}</i>				0.222*** (12.089)	
<i>Bank_{t-5}</i>					0.215*** (10.118)
<i>Con.</i>	14.587*** (4.612)	17.115*** (5.293)	18.671*** (5.643)	18.731*** (5.493)	19.989*** (5.691)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES
Adj_R2	0.787	0.769	0.751	0.735	0.720
LM	22.957***	20.069***	17.902***	17.288***	18.905***
Obs.	624	624	624	624	624

各モデルは変動効果モデルによって推計。()内はt値を表す。*、**、***、はそれぞれ10%、5%、1%の水準で有意であることを示す。

表10 推計結果7

	<i>Profit</i>				
<i>Receptive</i>	45.244*** (9.348)	46.441*** (9.564)	47.360*** (9.717)	46.385*** (9.541)	43.730*** (9.096)
<i>Equity_{t-1}</i>	0.233*** (11.249)				
<i>Equity_{t-2}</i>		0.206*** (10.146)			
<i>Equity_{t-3}</i>			0.191*** (8.973)		
<i>Equity_{t-4}</i>				0.225*** (10.882)	
<i>Equity_{t-5}</i>					0.298*** (14.402)
<i>Con.</i>	23.231*** (6.817)	22.316*** (6.470)	23.918*** (6.931)	24.546*** (7.180)	15.695*** (4.542)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES
Adj_R2	0.742	0.733	0.724	0.739	0.757
LM	27.032***	22.442***	20.736***	18.625***	19.371***
Obs.	624	624	624	624	624

各モデルは変動効果モデルによって推計。()内はt値を表す。*、**、***、はそれぞれ10%、5%、1%の水準で有意であることを示す。

3. APPENDIX

この APPENDIX において議論される内容は、各金融市場の発展の程度を表す指標として第 3 章において使用した変数 *Bank* と *Equity* についてである。*Bank* は銀行の民間信用供与額を労働人口で除したものであり、*Equity* については株式市場の時価総額を労働人口で除したものである。ここでの議論の焦点は、金融市場の規模を労働人口で除す理由である。先行研究の多くは変数として *Bank* や *Equity* を使用する際に各国の規模をデフレートする分母として GDP を選択している。しかし、本論文においては各国の規模をデフレートする指標として労働人口を使用している。GDP を使用した場合、1 付加価値当たりの金融市場の規模という意味となり、労働人口を使用した場合、1 労働人口あたりの金融市場の規模という意味となる。

本論文において金融市場の規模をデフレートする指標として GDP を使用しなかった最も大きな理由はデフレートする指標である GDP の産出量が多い国では、相対的に金融市場の規模が小さくなるからである。例えば、同じ量の GDP をわずかな資金量で効率的に産出する国と、多くの資金をかけて比較的非効率に産出する国があれば、効率的に GDP を産出する国の金融市場の規模は小さく表現されることとなる。つまり、GDP の産出には各国の技術レベルや生産環境などの多くの要因が関係するため、GDP の産出を如何に効率的に産出しているのかによって、金融市場における規模の大小が影響を受けることとなる。その結果、技術レベルや生産環境において比較的整った先進国の金融市場が過小に評価される傾向にあるのではないかと考える。本論文のように、法の起源と内生的制度の適合性に焦点を当てる場合、法の起源と内生的制度が適合している国は先進国が多い。なぜなら、法の起源と内生的制度が適合しているという理由から、結果として先進国となっている場合が多いからである。GDP の産出に際して当然技術レベルや生産環境は先進国の方が整っているため、GDP の産出量は多く、かつ効率的に産出している。したがって、本論文の分析目的である法の起源と内生的制度の適合性が金融市場に如何なる影響を与えるのかを検証する場合、GDP でデフレートした指標はその分析目的に合致しないと考えこの指標を選択しなかった。

一方、労働人口によりデフレートすれば、GDP のように各国の技術レベルや生産環境に影響されない。確かに熟練労働者の人数などの諸要因は存在するであろうが、技術レベルや生産環境より効率性に大きく寄与するとは思えない。したがって、労働人口で金融市場の規模をデフレートした指標を用いることとした。

念のため、第 3 章の式 (18) の推計式において分母を GDP にした *Bank* と *Equity* の推計結果を表 1 および表 2 に示した。表 1 では *Receptive* との関係はプラスで全てのモデルで有意である。*Bank Monitor* についてもプラスで有意となっている。しかしながら、表 2 では *Receptive* との関係は全てのモデルにおいて有意な水準とはならなかった。*Equity Monitor* についてはプラスで有意となっている。*Equity* のモデルでは GDP で除し

たことによって *Receptive* との関係は認められなかった。この原因については、GDP でデフレートしたことにより、法の起源と内生的制度が適合している国の株式市場の規模が過小評価されたことが原因であると考えられる。

株式市場の規模と GDP の関係は銀行貸出の規模より大きく影響するようである。*Bank* と *Equity* に使用している銀行の民間信用供与額と株式市場の時価総額であるが、前者は簿価評価であり、後者は時価評価である。特に時価評価された株式時価総額は GDP との関係が強い。ここで、GDP (Bill. USD) と銀行の民間信用供与額 (Bill. USD)、GDP (Bill. USD) と株式市場の時価総額 (Bill. USD) の関係を回帰分析²⁴してみた。

$$GDP = 193.360 + 0.444 \times Bank \quad : R^2 = 0.952 \quad (1)$$

$$GDP = 201.510 + 0.850 \times Equity \quad : R^2 = 0.946 \quad (2)$$

式 (1) と式 (2) の両者とも GDP と金融市場の規模は強いプラスの関係にあるが、GDP と銀行の民間信用供与額の関係における傾きの数値が 0.444 であるのに対して、GDP と株式市場の時価総額の関係における傾きの数値は 0.850 と高い。したがって、GDP で株式市場の時価総額をデフレートした場合、ほぼ株式市場における時価総額の規模が GDP によって相殺されることを意味している。株式時価総額は時価評価であるため、GDP の動きの影響を強く受けやすい傾向にあるのかもしれない。

次に、銀行の民間信用供与額と株式時価総額の分子そのものに問題がないのかを検証するために、銀行の民間信用供与額と株式時価総額において自然対数をとったモデルを比較対象のために推計した。その推計結果が表 3 と表 4 に記載されている。推計結果をみると、*Bank* と *Equity* の両モデルにおいて、*Receptive* との関係はプラスで全てのモデルで有意である。*Bank Monitor* および *Equity Monitor* についてもプラスで有意となっている。このように、銀行の民間信用供与額と株式時価総額の分子そのものに問題はなさそうである。しかし、この自然対数をとったモデルでは規模のデフレートを全く行っていないところが問題点として挙げられる。したがって、第 3 章で推計したように金融市場の規模を労働人口でデフレートすることが比較的問題点の少ない方法であると考え本論文では採用している。

²⁴ ここでの回帰分析では GDP および *Bank*、*Equity* において、自然対数をとらずに金額のまま分析を行っている。この分析によって明らかにしたかったことは、*Bank*、*Equity* の傾きが 1 に近いのかどうかを知りたかったからである。1 に近づけば GDP と金融市場の規模を表す変数の関係がグラフ上 45 度に近いこととなり、GDP でデフレートすることによって金融市場の規模が相殺されてしまうことを意味する。

表1 BankをGDPでデフレートしたモデル

	Financial markets					
	Bank/GDP					
<i>Receptive</i>	0.259** (1.909)	0.259** (1.909)	0.233** (1.913)	0.322*** (2.488)	0.490*** (3.240)	0.490*** (3.240)
<i>Bank Monitor</i>	0.204*** (2.870)	0.204*** (2.870)				
<i>Eng. × Bank Monitor</i>			0.289*** (3.360)	0.237 (2.582)		
<i>Fre. × Bank Monitor</i>			0.026 (0.310)	0.052 (0.559)		
<i>Ger. × Bank Monitor</i>			0.604*** (3.124)			
<i>Sca. × Bank Monitor</i>				0.720 (1.067)		
<i>English</i>	0.124 (0.536)	-0.400** (-2.037)			0.329 (1.211)	-0.440* (-1.818)
<i>French</i>	0.348 (1.503)	-0.175 (-0.761)			0.080 (0.293)	-0.688*** (-2.835)
<i>German</i>	0.524 (1.976)				0.769*** (2.468)	
<i>Scandinavian</i>		-0.524** (-1.976)				-0.769*** (-2.468)
<i>Con.</i>	1.027 (4.399)	1.551*** (7.858)	1.158*** (12.301)	1.209*** (12.049)	0.763*** (2.746)	1.532*** (6.350)
<i>Control</i>	YES	YES	YES	YES	NO	NO
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj_R2	0.548	0.548	0.535	0.471	0.346	0.346
LM	102.836***	102.836***	99.036***	20.053***	43.469***	6.350***
Obs.	864	864	864	864	864	864

各モデルは変動効果モデルで推計。()内はt値を表す。*、**、***、はそれぞれ10%、5%、1%の水準で有意であることを示す。

表2 *Equity* を GDP でデフレートしたモデル

	<i>Financial markets</i>					
	<i>Equity/GDP</i>					
<i>Receptive</i>	-0.117 (-0.786)	-0.117 (-0.786)	0.054 (0.390)	0.014 (0.096)	0.074 (0.377)	0.074 (0.377)
<i>Equity Monitor</i>	0.577*** (4.343)	0.577*** (4.343)				
<i>Eng. × Equity Monitor</i>			0.547*** (3.974)	0.524*** (3.573)		
<i>Fre. × Equity Monitor</i>			0.146 (0.839)	0.179 (0.975)		
<i>Ger. × Equity Monitor</i>			0.907** (2.296)			
<i>Sca. × Equity Monitor</i>				0.403 (0.446)		
<i>English</i>	-0.271 (-0.976)	-0.336 (-1.350)			0.251 (0.708)	0.192 (0.608)
<i>French</i>	0.126 (0.456)	0.062 (0.246)			-0.261 (-0.728)	-0.320 (-1.009)
<i>German</i>	0.064 (0.218)				0.059 (0.145)	
<i>Scandinavian</i>		0.761*** (3.291)				-0.059 (-0.145)
<i>Con.</i>	0.697*** (2.620)	-0.064 (-0.218)	0.482*** (3.612)	0.528*** (3.804)	0.720** (1.982)	0.779*** (2.466)
<i>Control</i>	YES	YES	YES	YES	NO	NO
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj_R2	0.426	0.426	0.429	0.389	0.128	0.128
LM	158.871***	158.871***	156.117***	136.335***	34.642***	34.642***
Obs.	864	864	864	864	864	864

各モデルは変動効果モデルで推計。()内はt値を表す。*、**、***、はそれぞれ10%、5%、1%の水準で有意であることを示す。

表3 銀行の民間供与額の自然対数をとったモデル

	Financial markets					
	Ln(Bank)					
<i>Receptive</i>	1.166*** (2.597)	1.166*** (2.597)	1.196*** (2.765)	1.471*** (3.258)	2.047*** (4.089)	2.047*** (4.089)
<i>Bank Monitor</i>	0.936*** (3.980)	0.936*** (3.980)				
<i>Eng. × Bank Monitor</i>			0.976*** (3.204)	0.816*** (2.547)		
<i>Fre. × Bank Monitor</i>			0.140 (0.459)	0.220 (0.676)		
<i>Ger. × Bank Monitor</i>			1.918*** (2.798)			
<i>Sca. × Bank Monitor</i>				0.588 (0.250)		
<i>English</i>	-0.017 (-0.023)	-1.277** (-1.967)			0.937 (1.040)	-1.414* (-1.765)
<i>French</i>	1.725** (2.248)	0.465 (0.611)			0.954 (1.050)	-1.396* (-1.735)
<i>German</i>	1.259 (1.436)				2.351** (2.277)	
<i>Scandinavian</i>		-1.259 (-1.436)				-2.351** (-2.277)
<i>Con.</i>	25.809*** (33.624)	27.069*** (41.796)	26.145*** (81.535)	26.302*** (77.925)	24.865*** (27.144)	27.216*** (34.249)
<i>Control</i>	YES	YES	YES	YES	NO	NO
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj_R2	0.582	0.582	0.522	0.448	0.381	0.381
LM	3.487*	3.487*	0.932	1.805	0.130	0.130
Obs.	864	864	864	864	864	864

各モデルは変動効果モデルで推計。()内はt値を表す。*、**、***、はそれぞれ10%、5%、1%の水準で有意であることを示す。

表4 株式市場の時価総額の自然対数をとったモデル

	Financial markets					
	Ln(Equity)					
<i>Receptive</i>	1.296*** (2.875)	1.296*** (2.875)	1.737*** (3.530)	1.689*** (3.267)	2.025*** (3.499)	2.025*** (3.499)
<i>Equity Monitor</i>	2.130*** (5.310)	2.130*** (5.310)				
<i>Eng. × Equity Monitor</i>			0.858* (1.762)	0.714 (1.403)		
<i>Fre. × Equity Monitor</i>			0.753 (1.218)	0.888 (1.386)		
<i>Ger. × Equity Monitor</i>			2.885** (2.057)			
<i>Sca. × Equity Monitor</i>				-1.510 (-0.479)		
<i>English</i>	-0.882 (-1.049)	-2.400*** (-3.191)			0.909 (0.873)	-0.732 (-0.791)
<i>French</i>	2.127 (2.535)	0.609 (0.797)			0.479 (0.455)	-1.162 (-1.250)
<i>German</i>	1.518* (1.702)				1.642 (1.375)	
<i>Scandinavian</i>		-1.518* (-1.702)				-1.642 (-1.375)
<i>Con.</i>	24.799*** (31.175)	26.317*** (38.169)	25.288*** (56.290)	25.475*** (55.243)	24.516*** (23.132)	26.158*** (28.442)
<i>Control</i>	YES	YES	YES	YES	NO	NO
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj_R2	0.580	0.580	0.438	0.395	0.296	0.296
LM	46.648***	46.648***	32.272***	21.635***	12.672***	12.672***
Obs.	864	864	864	864	864	864

各モデルは変動効果モデルで推計。()内はt値を表す。*、**、***、はそれぞれ10%、5%、1%の水準で有意であることを示す。

4. 企業のパフォーマンスに影響を与える要因としての法の起源と金融市場の安定性

4-1. 先行研究と本章の構成

Law and Finance における先行研究として代表的な La Porta, Lopez-Silanes, Shleifer and Vishny (1998, 2000, 2002) によれば、各国の法の起源は投資家保護の制度や債権者保護の制度に影響を与え、これらの投資家保護の制度や債権者保護の制度の相違が金融市場の発展や株式所有構造などに影響を与える²⁵。また、各国の投資家保護や債権者保護の程度が 1 人当たりの GDP に影響を与える。La Porta et al. (1998, 2000, 2002) の研究では、少数株主保護の程度が 1 国のパフォーマンスに影響を与えると論じている。したがって、企業に対して少数株主の交渉力が強い国ではパフォーマンスが高い。少数株主保護の制度はイギリス法起源、スカンディナビア法起源、ドイツ法起源、フランス法起源の国の順に整っており、パフォーマンスによる推計結果を見ても、イギリス法起源、スカンディナビア法起源、ドイツ法起源、フランス法起源の国の順にパフォーマンスが高い。このように、少数株主保護の制度に焦点を当てて議論すれば、株式市場に対して長い歴史を持つイギリス法を起源に持つ国のパフォーマンスが高いとする結論となる。

一方、Berkowitz, Pistor and Richard (2003) は法の起源そのものが重要なのではなく、法の起源を国内において「適応 (Adaptation)」させることができたのか、また法の起源が国内において「馴染み (Familiarity)」のあるものであったのかを重要視している。Berkowitz et al. (2003) は、法の起源の継受について適応と馴染みから「受容性 (Receptive)」と「非受容性 (Unreceptive)」に分類している。受容性のある国では法の起源に頼る頻度が高くなり、法の起源が機能するという視点から分析している。このような効果を法の起源における「移植効果 (Transplant effect)」とし、受容性に分類された国の 1 人当たりの GDP 平均が高くなっていることを推計している。Berkowitz et al. (2003) の主張によれば、法制度は「認識の制度 (Cognitive institution)」である。つまり、移植された法の起源が既存の制度に受容され適合する時、法の起源は人々に認知され効果を発揮する。しかしながら一方で、継受された法の起源が当該国の事情にそぐわない場合、人々にとってその法の起源は馴染みが薄いため、法に対する需要は低いものとなる。したがって、各国において内生的に生成される制度が重要であり、法の起源そのものは制度に対して外生的に

²⁵ Roe (2006) は法の起源が金融市場の発展や企業の所有構造に影響を与えるといった考え方に異論を投じている。投資家保護の制度や所有権は、金融市場に影響を与える重要な要因であると考えられるものの、法の起源との関係というよりも、むしろ政治的な背景こそが各国の制度に影響を与える要因であると論じている。しかしながら、青木 (2010) においては、Roe (2006) の政治こそが証券市場などの金融市場に影響を与えるとする考え方に対して、政治から金融市場へと向かう因果関係だけで良いのかという疑問を投じている。

影響を与える要因の 1 つと捉え、各国の内生的な制度の多様性を認識し、考察する必要があることを示唆している。

また、Beck, Demirgüç-Kunt, Levine (2005) は企業レベルのデータを用いて、法の起源が 2 種類の経路を通じて金融市場に対して影響を与えることを検証している。第 1 の経路を「法の政治からの独立性 (The political independence of the judiciary)」とし、第 2 の経路を「法制度の適合性 (The adaptability of legal systems)」としている。法の政治からの独立性とは、個人の所有権に焦点を当てたものである。つまり、法の起源によって個人の所有権に関する優先事項は異なり、その個人の所有権に対する保護の程度が、金融市場の発展に影響を与えるというものである。法制度の適合性とは、経済的な契約行動と法制度との間に発生する制度的な齟齬を最小化することによって、金融市場の発展を促すというものである。Beck et al. (2005) の推計によれば、法の政治からの独立性より法制度の適合性の方が企業の資金調達に影響を与える重要な要素であるとの結果を得ている。

上記の先行研究が焦点を当てている内容は、La Porta et al. (1998, 2000, 2002) の議論のように、法の起源が持つ特徴を捉え、その法の起源の特徴が金融市場に対してどのような影響を及ぼすのかを分析することである。一方、Berkowitz et al. (2003) のように La Porta et al. (1998, 2000, 2002) の議論に対する反証として、法の起源のみに焦点を当てるのではなく、法の起源が既存の制度に受容され、適合しているのかという点に焦点を当てて分析を行うものである。

本章の目的は、3 つの視点から分析を行うことである。第 1 に、第 2 章で概観したように、法の起源の特徴は慣習法もしくは制定法などの相違によって適した金融市場が存在し、その特徴が金融資産構成に現れるという視点から分析を行う。つまり、法の起源の特徴によって各国の主要な金融市場が銀行中心となっているのか、株式市場中心になっているのかを分類することから議論を始める。

第 2 に、整合性という概念を用い分析を進める。整合性とは、法の起源が銀行取引に適している場合、銀行中心の金融市場を発展させていること、もしくは法の起源が株式市場に適している場合、株式市場中心の金融市場を発展させていることが、法の起源と金融市場の関係において整合的であり、かつ自然な状態であるとする考え方である²⁶。法の起源と主要な金融市場が整合的である場合、主要な金融市場における環境が法の起源の影響によって整っていると考えられる。つまり、法の起源と金融市場の補完性から、企業と資金提供者の間に発生する情報の非対称性が抑制されている状態である。さらに、金融取引の際に発生するコストや手間暇、事後的な紛争などのリスクを低減させている状態でもある。本章では上記のように整合性の定義を行い、その理論的背景を整理し検証することに主眼

²⁶ 通常「発展」という言葉は継続的に成長し進展することを意味するが、本研究では使用するデータの水準が高いのか否かという部分において、高い場合に発展しているという言葉を使用している。

を置く。概して言えば、法の起源の金融市場に対する特徴が、金融市場において最大限に活用されていれば、情報の偏在は解消に向かうため、企業と資金提供者の関係におけるコスト的な問題は減少するという考え方である。

第3に、主要な金融市場における安定性に注目する。Berkowitz et al. (2003) では、法の起源が各国の制度に適応しているのか、もしくは馴染みがあるのかによって受容性が分類されているが、その分類は過去に行われた法の継受の歴史的過程を基準になされている²⁷。他方、本章では法の起源と主要な金融市場の間に整合性が存在するのであれば、金融市場は安定するという考え方によって分類している。すなわち、企業と資金提供者の間に発生する情報の偏在が主要な金融市場の安定性に影響を与えるという考え方である。その情報の偏在は法の起源と主要な金融市場の整合性によって平衡化される。法の起源と主要な金融市場が整合的であれば、情報の偏在が解消されるため、各国の主要な金融市場は安定する。また、金融市場では一般的にリスクとリターンが注目される。したがって、金融市場におけるリスクの代理指標である安定性が金融市場の発展や企業のパフォーマンスに影響を与える可能性がある。このように金融市場における安定性に注目し、金融市場の発展や企業のパフォーマンスについて分析することが第3章との相違である。

上記のように、法の起源と主要な金融市場の整合性が金融市場の安定性を導き、このような主要な金融市場の安定性が金融市場の発展および企業のパフォーマンスを高める一因になるという総合的な視点から本章は考察する。

本章の第2節において、法の起源の特徴とその相違が金融市場および企業に対してどのような影響を及ぼすのかを整理する。第3節において、法の起源と主要な金融市場の整合性についてデータを参照しつつ議論を展開する。第4節では、推計するモデルについて検討し、第4節において議論されたモデルの推計結果を第5節にて説明する。最後に本章において残された課題とインプリケーションを示す。

4-2. 法の起源と金融市場

4-2-1 法の起源と法の継受

はじめに、法の起源の特徴とその相違について整理する。Demirgüç-Kunt and Levine

²⁷ 滝沢 (2009) や五十嵐 (2010) は法の起源の継受を2種類に分類して説明している。第1は「強制的継受」であり、植民地化の際に一方的に宗主国の法が継受されるパターンである。第2は「自発的継受」であり、近代化の一環として国際金融機関の投資を得るために、西欧的な法を整備する必要性から継受するパターンである。五十嵐 (2010) は、継受された法が長期的に国民生活に浸透しないために裁判所が機能せず、その結果経済生活の向上につながらない場合を継受の失敗としている。特に文化の違いを無視した法の継受は失敗する可能性が高く、強制的継受は失敗する傾向が強いことを述べている。

(2001)によれば、一般的に経済発展の初期段階における主要な金融市場は銀行中心であり、その銀行中心の金融市場の発展は経済発展に大きな影響を与える。さらに、経済が時間を経て発展すると、引き続き銀行中心の金融市場を採用する国と、市場の整備により株式市場を中心とした金融市場へと移行する国に別れると論じている。どちらか一方の金融市場が優位となる国もあれば、両制度が並存している国もあり、これらは各国の法の起源、政治、企業の資金調達における選好などのさまざまな要因により生じると論じている。

渡部(2003)や木下(2005)は法の起源について、イギリスを起源とする慣習法もしくは判例法と、ドイツなどの大陸法を起源とする制定法に分類し議論を展開している。慣習法は有限責任を基とする会社制度や取引所制度を固有の制度として持ち、その法律の担い手は裁判官や、弁護士などの実務家であるため、法律の基盤は一般原則である。また、企業は株主のものであるという法人擬制説の考え方を持つ。慣習法は複雑な事象に対して判決によって対応可能なため、特殊なスキームを持つ金融取引において弾力的な対応が可能である。また相対取引である銀行取引と不特定多数を相手とする株式市場を比較した場合、第3者に適用可能な法律が必要である株式市場の方が法律というインフラをより多く必要とする。したがって、権利が譲渡される株式市場の場合、法制度が不完備になりやすいため、柔軟な対応が可能な慣習法によって対応する方が適していると論じている。

一方、制定法は銀行を頂点とする企業グループを持ち、法律の担い手は法学者や立法学者であるため、法律の基盤は成文法によって明確化されている。また企業を利害関係者全体のものとする法人実在説の考え方が主流である。したがって、制定法は事象の変化に対応するための法律の改訂に時間を要する。制定法は全体としての論理的体系を成している点が利点であり、予見可能性に優れるため、相対取引による契約や再交渉によって紛争を解決しうる余地が大きい。したがって、制定法は柔軟な対応を求められる株式市場より銀行貸出に適しているとしている。

前述の La Porta et al. (1998, 2000, 2002) では、法の起源による商法や証券法の相違を、投資家保護の制度、債権者保護の制度、法律の執行の程度に分類し、数値化して分析している。その上で、La Porta et al. (1998, 2000, 2002) は株式所有構造の集中、もしくは分散によって各国のコーポレート・ガバナンスへの取り組み方法が相違していることを指摘している。すなわち、慣習法の国では株式が分散し、制定法の国では株式が集中している。また、少数株主保護の制度は慣習法の国に多く見られ、制定法の国ではあまり見られない。上記の理由として、La Porta et al. (1998, 2000, 2002) は司法の裁量の差を挙げている。慣習法の国の裁判官は制定法の裁判官よりも、委任されている裁量が大きいため、特定の事象から離れて一般原則を適用することが可能になる。裁判官の裁量の差については Coffee (1999) にも同様に議論されている²⁸。さらに、La Porta et al. (1998, 2000, 2002)

²⁸ Coffee (1999) においては、少数株主に対する保護の制度に焦点を当てるよりもむしろ企業の情報開示制度やインサイダー取引規制などの証券市場に対する規制に焦点を当て議

によれば、制定法は慣習法と比較すると、より詳細で綿密であるため、事象に対して許可し、奨励するというよりは、特定して禁止していくという特色がある。制定法の国は慣習法の国と比較した場合、ビジネスを規制している可能性がある。これらの要因から、慣習法の国は制定法の国よりも、投資家保護の制度が充実しており、その結果として株式市場がより発展しているとしている。また、La Porta et al. (1998, 2000, 2002) はフランス法起源を除く、制定法の国々では、投資家保護制度および債権者保護制度が法的に弱い分、法律の執行力が高いという補完効果を持つと論じている。

Ergungor (2004) によれば、特定の投資家保護の制度というよりむしろ、歴史的な理由から慣習法と制定法を比較すると、制定法は伝統的に条文の解釈や新たな法律の作成を控えた上で判決を下す性質がある。法律は作成され適用された時点で効果を発揮するという特性から、制定法の裁判所は慣習法の裁判所より紛争を解決させることに適していない。制定法の裁判所が企業の搾取を罰することが不可能であるという理由から、制定法において潜在的に存在する企業と資金提供者の間の紛争により株式市場の発展は抑制される。Ergungor (2004) は資金提供者が市場に銀行だけ存在するとすれば、銀行が今後において企業に対して資金を提供しないという「脅し (Threatening)」を使用することができると述べている。この脅しによって、銀行は借手に債務執行を守らせることが可能であることを示している。言い換えれば、銀行は裁判所が不完全な経済において、優先的に契約の執行が可能となる。このことは、制定法の国において銀行中心の経済を導く。また、Ergungor (2004) は慣習法の国において制定法の国より良い投資家保護の環境を提供することを分析していると同時に、銀行が裁判所の仲介なしで紛争を解決できる制定法の国では、債権者保護は比較的重要なこと、銀行の脅しが代替的な資金調達市場である株式市場の存在によって不可能な慣習法の国においてこそ債権者保護の制度は銀行の発展を促進することを論じている。

上記の議論から、慣習法の特色を持ち投資家保護の制度や債権者保護の制度が比較的発達しているイギリス法起源とスカンディナビア法起源の国では株式市場が主要な金融市場であり、制定法を採用し、投資家保護の制度や債権者保護の制度が弱いフランス法起源とドイツ法起源の国では銀行貸出が主要な金融市場であると考えられる^{29,30}。

論をしている。

²⁹ 一般的に制定法を基本とする法体系にドイツ法、フランス法、スカンディナビア法が含まれる。しかしながら、スカンディナビア法については一般的に *Scandinavian Civil Law* と記載されるものの、英米法の伝統にも大陸法の伝統にも属さない法形態であり、制定法を基本としながらも判例法的な体系も持っている。

³⁰ Levine (2002) は、経済成長に対して金融市場全体の発展が重要であり、発展している金融市場が銀行中心であるのか、証券市場中心であるのかの差違はさほど問題ではないことを実証的に分析している。また、Levine (2002) は法の起源が金融市場の発展に影響を

4-2-2 法の起源と主要な金融市場の安定性

主要な金融市場が安定している国と不安定な国を比較した場合、不安定な国ではどのような問題が生じるのか。企業への資金提供の際に重要視される項目は情報と資金の需給である。法律や商習慣などを通じて企業の情報が資金提供者に提供される制度的な枠組みのない国では、資金提供者は適切な情報を持たないまま企業への資金提供の可否を決定することになる。その結果、適切な情報がなければ資金提供である銀行や投資家の金融市場への参加は抑制されることとなる。所謂「レモン市場」である。金融市場への市場参加者の減少は貸出市場や株式市場の不安定性を引き起こす。例えば、情報の偏在が生じている場合、取引参加銀行数が少なくなるため、銀行は企業が優良か不良かに関係なく、貸付時の金利を高め設定し、貸付期間を比較的短期間に設定することによって自らのリスクを回避させる。その結果、企業は短期間かつリスクの高い事業に参加せざるを得なくなる。リスクが高ければ銀行は貸付期間中の予期せぬ企業側の失敗や機会主義的行動に対して資金の貸し剥がしを即座に行う。また、銀行は自己資本規制などが存在するため、企業行動に関しての情報が不足している場合、国債などの安全資産での投資に切り替える。つまり、国として全体的に景気の良い時には企業の個別情報とは関係なくほぼ無条件に貸出を行い、不景気になれば貸し剥がしを行い国債へ投資を切り替えるというものである。この情報の不備が貸出資金残高の不安定性を生じさせると考える。

株式市場では取引参加者が少なくなれば、当然値付きの状況が不安定となり、価格の変動が大きくなる。つまり、株式市場では過大な株価もしくは過小な株価で取引が成立する可能性がある。

上記の議論から、法の起源の特徴が主要な金融市場に認知され、整合している国では情報が適切に伝達するため、主要な金融市場は安定した状態になる。一方、法の起源が主要な金融市場に認知されていない国では情報の偏在が発生するため、金融市場が不安定となる。本章では金融市場の安定性について上記のように定義し用いることとする。

Hypothesis 1 : 法の起源別に分類された主要な金融市場が安定している国では金融市場は発展している。

本章における法の起源と金融市場の関係についての定義は、法の起源が主要な金融市場に認知されているか否かが情報の偏在の程度を決定し、その主要な金融市場そのものの安定性に影響をあたえると考察していることである。このような考察を検証することが先行研究との相違点として挙げられるであろう。

与え、その金融市場の発展が長期的な経済成長にとって重要であることについても実証的に検証を行っている。

さらに、金融市場からの監視をサポートできるような法環境が整っているのであれば、企業に対する監視の精度が上がる³¹。つまり、法の起源と主要な金融市場の整合性は、銀行もしくは株式市場の監視機能を進展させ、これらの監視役が企業に対して適切な説明責任を義務付ける環境を出現させるということである。このような環境の中では、企業に対する金融市場の監視体制が強化されるため、エージェンシー・コストは低減するであろう。また、法の起源別に分類された主要な金融市場の安定性が金融市場の発展を導き、契約や人々の行動に安定感をもたらすものであるならば、言わばコンセンサスの様な共有知により情報の偏在を平衡化できる可能性がある。したがって、法の起源別に分類された主要な金融市場が安定している国の企業は、不安定な国と比較して情報の偏在によるリスクが低下するため、比較的低いコストで資金を調達できると考えられる。

Hypothesis 2 : 法の起源別に分類された主要な金融市場の安定性は金融市場の発展を促進し、その金融市場の発展が高い企業のパフォーマンスを導く。

法の起源別に分類された主要な金融市場が安定することによって、金融市場が発展するとする *Hypothesis 1* が成立するのであれば、同時にその金融市場の発展を通じて、企業は高いパフォーマンスを発揮すると考えられる。概して言えば、法の起源別に分類された主要な金融市場が安定している国では金融市場が発展し、その金融市場の発展が結果的に高い企業のパフォーマンスを導くということである。次節より、これら 2 つの仮説を基に検証を進める。

4-3. 法の起源と金融市場の安定性

これまで議論してきた、法の起源と金融市場の整合性、および金融市場の安定性についてデータの側面から検証する。表 1 は分析の対象国と、その法の起源を示したものである。法の起源は La Porta et al. (1998) の分類を用い、イギリス法起源、フランス法起源、ドイツ法起源、スカンディナヴィア法起源の国の 4 種類に分類している。使用するデータは一律にデータが取得可能であった 48 カ国を対象とし、1995 年から 2012 年の 18 年を対象としている。本章で用いるデータは The World Bank において公開されている World Development Indicators (WDI) から取得したものであり、不足分は Beck, Demirgüç-Kunt, Levine, Cihak and Feyen によって公開されている Financial Development and Structure Dataset の 2013 年版、および各国の統計局もしくは中央銀行に公表されているデータによ

³¹ 監視と企業のパフォーマンスの関係について Charkham and Simpson (1999) は「ホーソン実験」を取り上げた上で、監視が人間行動に影響し、作業効率に良い影響を与える効果を「ホーソン効果」として企業のガバナンスにも有効であると論じている。

り補っている。本章にて使用する変数の定義は表 2 に、記述統計は表 3 に記載されている。

表 4 は法の起源ごとに銀行による民間信用供与額を株式市場の時価総額で除した値である *Bank/Equity* と、銀行による民間信用供与額を銀行による民間信用供与額、株式市場の時価総額、社債発行額の合計で除した値である資本構成を記載し、その平均値を比較したものである³²。資本構成は企業の資金調達における銀行貸付の割合を示す代理変数である。表 4 に記載されている *Bank/Equity* の平均値をみると、スカンディナビア法起源の国の値が一番小さく、イギリス法起源、ドイツ法起源、フランス法起源の国の順に大きくなっている。*Bank/Equity* の値が 2 以下であるイギリス法起源とスカンディナビア法起源において主要な金融市場を株式市場と分類し、その値を超えるドイツ法起源とフランス法起源の国において主要な金融市場を銀行であると分類している。また、資本構成を見るとドイツ法起源およびフランス法起源の国は 50%を超えており、銀行からの資金調達の割合が証券市場からの調達より多い。スカンディナビア法起源およびイギリス法起源の国は資本構成が 50%を下回っており、証券市場からの調達の方が多い。ここで、銀行貸出中心の国と証券市場中心の国の間に統計的な差が認められるのかを確認するために、t 検定を行った結果、*Bank/Equity* および資本構成の係数はマイナスであり、1%水準で有意に差があることが認められた。

さらに表 5 において法の起源と主要な金融市場の関係を推計するためにプロビット分析を行なった。

$$Origin_i = \alpha_0 + Bank/Equity_{it} \alpha_1 + SD Bank_{it} \alpha_2 + SD Equity_{it} \alpha_3 + Bank_{it} \alpha_4 + Equity_{it} \alpha_5 + Turnover_{it} \alpha_6 + Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

ここで *Origin* は各法の起源を表し、*Bank* は銀行の信用供与額を労働人口で除したものであり、*Equity* は株式市場の時価総額を労働人口で除したものである。*SD Bank* と *SD Equity* は各々 *Bank* および *Equity* の標準偏差である。*Turnover* は株式市場の時価総額に対する取引額の回転率を表している。*Year* は年ダミーであり、*i* は国を *t* は年を示し、 ε は誤差項である。

表 5 の推計結果における各法の起源において、イギリス法起源の国では *Bank/Equity* の係数はマイナスとなり 1%水準で有意である。イギリス法起源の国の *Bank* はマイナスで有意であるが、*Equity* はプラスで有意である。

フランス法起源の国では *Bank/Equity* の係数がプラスで有意である。また、*SD Bank* と

³² 銀行の民間信用供与額が簿価を使用しているのに対し、株式市場の時価総額はその名の通り時価を採用している。使用可能なデータの関係上、分子を簿価とし分母を時価とした値となっているものの、この変数は Ergungor (2004) などでも使用されており、各国が銀行中心か、株式市場中心かを比較するための代理変数として用いることにする。

SD Equity がマイナスで有意であるため、金融市場は安定しているものの、*Bank*、*Equity* および *Turnover* はマイナスで有意であることからフランス法起源の国の金融市場の規模は小さく、株式市場についても活発ではない傾向にある。フランス法起源である国の金融市場は銀行および株式市場の両方について未発達である可能性を示唆する結果となった。この推計結果の理由として、前述の La Porta et al. (1998, 2000, 2002) が指摘するようにフランス法起源は制定法の国にも関わらず、法律の執行力が弱いという特徴がある。また、フランス法起源のサンプルに南米の国が多く含まれることにも気付く。これらの国はかつての植民地が多く、前述の五十嵐 (2010) の言うところの強制的継受により、法の移植に失敗している可能性がある。このような法の移植の失敗が金融市場の発展に対してマイナスを示す理由の 1 つとして考えられる。

ドイツ法起源の国では *Bank/Equity* の係数がプラスで有意である。また、*SD Bank* がマイナスで有意であり、*SD Equity* がプラスで有意であることから銀行貸出については安定しているが、株式市場については不安定である。同時に *Bank* はプラスで有意であるため、比較的大規模な銀行貸出市場を持っている。スカンディナビア法起源の国では *Bank/Equity* の係数はマイナスであり有意である。*SD Bank* がプラスで有意であり、銀行貸出については変動が大きく不安定であるが、*Bank* はプラスで有意のため比較的大規模な銀行貸出市場を持っている。同時に *Turnover* についてはプラスで有意であるため、スカンディナビア法起源の国の株式市場は活発である。

式 (1) では被説明変数を *Origin* としている。しかしながら、法の起源は他の説明変数と比較して過去に採用されたものであることから、法の起源が金融市場に影響を与えるという因果のみ成立しその逆は無い。この推計結果は、*Bank/Equity* の係数を基準とすると、イギリス法起源とスカンディナビア法起源の国がマイナスであり、フランス法起源とドイツ法起源の国がプラスである。また、各々の金融市場の安定性や発展性、活発性などを考慮してもイギリス法起源とスカンディナビア法起源の国が株式市場中心、フランス法起源とドイツ法起源の国が銀行中心と考えても差し支えない。したがって、表 4 の分類結果と表 5 の推計結果は整合的な結果と言える。これらの分析結果より本章ではイギリス法起源とスカンディナビア法起源の国を株式市場中心、フランス法起源とドイツ法起源の国を銀行中心と分類する。

ここでの表 4 および表 5 は、各国が各々の法の起源に従って主要な金融市場を発展させているという仮説に基づいたものである。ただし、本章では同じ法の起源を採用する国でも、主要な金融市場において安定的な国と不安定な国が存在するという前提に基づいている。したがって、まず使用するデータが本章の 2 節において議論されたように、法の起源に沿った形で主要な金融市場が発展していることを表 4 および表 5 の推計結果により確認した。時系列的には法の起源が金融市場に対して影響を与えるという流れとなり、表 4 および表 5 は本章において使用するデータにおいても、本章の 2 節において議論された内容と齟齬がないかどうかを確認するための分析である。分析の結果、これらのデータについて

ては、本章の 2 節で議論した内容と概ね整合的である。

表 6 は、2 節において定義された、法の起源別に分類された主要な金融市場が安定しているのかどうかを各国別に評価するために、各国の法の起源と主要な金融市場の標準偏差、および下方偏差について示した表である。表 6 の分類は次のように定義される。対象とする法の起源の国において 1 をとるダミー変数を d とし、イギリス法起源の国とスカンディナヴィア法起源の国では株式市場時価総額、フランス法起源の国とドイツ法起源の国は銀行の民間信用供与額を主要な金融市場とし、その前年比の標準偏差を σ_i^d 、その平均を σ_{avg}^d とすれば、法の起源と金融市場の安定性を示す指標は、

$$Stability = 1 \text{ if } \sigma_i^d \leq \sigma_{avg}^d$$

と定義することができる³³。また、標準偏差と同様に下方偏差を *Downside* とし、同様の分類を行った。下方偏差により分類を行った理由は、標準偏差で分類した場合、恒常的に金融市場の成長率が高い国も不安定な国と判断されてしまう恐れがあるためである。

表 6 の安定性の指標は、例えばイギリス法起源の国では主要な金融市場は株式市場である。しかしながら、同じイギリス法起源を持つ国々と比較して、株式市場が不安定であり変動の大きい国は、法の起源とその運用との間に齟齬が生じている可能性がある。表 6 の *Stability* および *Downside* は、法の起源別に分類した主要な金融市場において安定している国を *Stable* とし、不安定な国を *Unstable* としている。参考までに、表 4 最右列に Berkowitz et al. (2003) において使用されている受容性の分類を比較対象として記載している。Berkowitz et al. (2003) では各国の法の継受を歴史的過程に基づいて分類し、受容している場合には *Receptive* とし、受容していない場合には *Unreceptive* として分類している。本章で用いる *Stability* および *Downside* と Berkowitz et al. (2003) における *Receptive* を比較すると概ね一致しているものの、異なった部分もある。Berkowitz et al. (2003) は過去に法の起源を如何に継受したのかによって受容性を分類しているが、本章では分析対象期間のデータによって分類しているため、Berkowitz et al. (2003) と比較すると時間軸において差異が存在するという点が大きく異なる。

³³ 負債比率が高いと、財務レバレッジが高まり資金効率は良くなるが、金利負担の増加と共に倒産リスクが高まる。一方、株式による資金調達の高まりと、倒産リスクは低下するが資金効率は悪くなる。一般的に、これらのバランスから企業は所謂最適資本構成を考える。したがって、同じ法の起源において、*Bank* の標準偏差が *Equity* の標準偏差より低いという理由から、企業が全資金を銀行で調達するとは考えにくい。むしろ、これまでの本章の議論のように、法の起源と金融市場の関係を勘案した上で、企業が最適資本構成を考えるのであれば、銀行からの資金調達の割合を高める国もあれば、株式市場からの資金調達の割合を高める国もあり、法の起源別に分類された主要な金融市場の安定性が企業の最適資本構成に影響を与えるとする考え方である。

上記のように作成されたダミー変数を、法の起源と金融市場の安定性を表す代理変数として用いることで、法の起源と金融市場の関係および企業のパフォーマンスの関係について検証する。

4-4. モデルとデータ

本節では、法の起源別に分類された主要な金融市場の安定性が金融市場の発展を導き、その金融市場の発展が企業のパフォーマンスを高めるという仮説を検証するために下記にモデルを構築する。使用する変数については表 2 に表記されている。

第 2 節にて使用した変数である *SD Bank*、*SD Equity*、*Bank*、*Equity* および *Turnover* の他に、企業のパフォーマンスを表す代理変数として労働生産性を用いる。すなわち、ISIC 産業分類コード 10 から 99 に属する企業が産出した付加価値を労働人口で除した値を変数 *Productivity* として使用する。変数 *Stability* および *Downside* は第 3 節において分類されたものであり、法の起源によって分類された各国の主要な金融市場が安定しているのか否かを表すダミー変数である。変数 *Anti Director* は株主による経営者に対する対抗権を、変数 *Creditor* は債権者の権利を表しており、La Porta et al. (1998) で使用された *Anti director right*、および *Creditor right* を基準化した数値を用いている。法の執行力を表す変数 *Legal* は World Bank に掲載されている *Strength of legal right index* の平均値を基準化したものを使用している。変数 *Gross Capital* は総資本形成を GDP で除した値であり、変数 *Labor Force* は労働人口の自然対数である。変数 *GDP* は GDP の前年比である。変数 *Industry* は産業構造を表す指標であり、製造業の付加価値を GDP で除したものである。変数 *Interest* は実質金利を、変数 *Inflation* はインフレーションの指標として GDP デフレーターを、変数 *Unemployment* は失業率を使用している。変数 *Inflow* は海外直接投資を表し、フローベースのネット金額を GDP で除したものである。変数 *OECD* は当該国が OECD 加盟国であれば 1 とするダミー変数である。変数 *South America* は地域ダミーとして中南米を 1 とするものである。変数 *Islam* は国民の 50%以上がイスラム教徒である国を 1 とするダミー変数である³⁴。

まず、法の起源と金融市場の整合性が金融市場の安定性に影響を与えるとする仮説が正しいのかどうかを検証する。表 7 は被説明変数に *Stability* および *Downside* を用い、説明変数に金融市場の標準偏差および金融市場の発展の程度を示す変数を使用している。

$$Stability_i = \beta_0 + SD Bank_{it} \times Mode E_i \beta_1 + SD Equity_{it} \times Mode E_i \beta_2 + SD Bank_{it}$$

³⁴ イスラム教国について、La Porta et al. (1998) などでは独立した法の起源として扱わず、4 種類の法の起源に含ませる形で分類を行っている。したがって、本章でも独立した法の起源としては扱わず 4 種類の法の起源に含ませる形で分類を行う。

$$\begin{aligned} & \times \text{Mode } B_i \beta_3 + \text{SD Equity}_{it} \times \text{Mode } B_i \beta_4 + \text{Bank}_{it} \times \text{Mode } E_i \beta_5 + \text{Equity}_{it} \times \text{Mode } E_i \beta_6 \\ & \times \text{Bank}_{it} \times \text{Mode } B_i \beta_7 + \text{Equity}_{it} \times \text{Mode } B_i + \text{Year} + u_{it} \quad (2) \end{aligned}$$

式 (2) における *Mode E* は株式市場を中心とするイギリス法起源とスカンディナヴィア法起源の国を 1 とするダミー変数であり、*Mode B* は銀行を中心とするフランス法起源とドイツ法起源の国を 1 とするダミー変数である。*SD Bank* および *SD Equity* に各々 *Mode E* と *Mode B* の交差項を作成し、*Bank* および *Equity* においても同様の交差項を作成し推計した。*u* は誤差項である。その結果、整合性の側面から見ると *SD Equity* × *Mode E* および *SD Bank* × *Mode B* の係数は全てのモデルでマイナスとなり 1%水準で有意である。すなわち、*Stable* と分類され、かつ株式市場中心として分類された国では、その国の株式市場は安定的である。同時に *Stable* と分類され、かつ銀行中心の国では、その国の銀行貸出は安定的である。この結果は、法の起源と金融市場の整合性が安定性を導くことを意味している。因みに、*SD Equity* × *Mode B* は全てのモデルにおいてマイナスで有意となっており、*Stable* と分類され、かつ銀行中心の国であっても、株式市場の安定性はマイナスで有意であり、安定的であることが推計された。

Equity × *Mode E* は *Stability* を被説明変数とするモデルでは有意ではなく、*Downside* を被説明変数とするモデルではマイナスで有意となったが、*Bank* × *Mode B* については、すべてのモデルにおいてプラスで有意であった。*Stable* と分類され、かつ株式市場中心の国の株式市場は必ずしも発展しているとは限らないが、*Stable* と分類され銀行中心である国において銀行貸出は発展していることが推計された。また、*Equity* × *Mode B* においても係数がプラスとなり 1%水準で有意なことから、*Stable* と分類され、かつ銀行中心の国の株式市場は比較的規模が大きい。この結果は、*Stable* として判定された銀行中心の国の銀行貸出は安定し発展しているという整合性を持つものの、同時に株式市場についても安定的であり、発展していると考えられるであろう。

次に、ロバストチェックとしてサンプルをフランス法起源とドイツ法起源を銀行中心の国とし、イギリス法起源とスカンディナヴィア法起源を株式市場中心とする国に分割し、説明変数に金融市場の規模の他に金融市場の制度的特徴を表す変数を加え推計を行なった。その結果が表 8 に記載されている。推計式は下記のとおりである。

$$\begin{aligned} \text{Stability}_i = & \gamma_0 + \text{Bank}_{it} \gamma_1 + \text{Equity}_{it} \gamma_2 + \text{Origin}_i \gamma_3 + \text{Turnover}_{it} \gamma_4 + \text{Anti Director}_i \gamma_5 \\ & + \text{Creditor}_i \gamma_5 + \text{Legal}_i \gamma_6 + \text{Year} + v_{it} \quad (3) \end{aligned}$$

式 (3) はプロビットモデルによって推計した。*v* は誤差項である。表 8 において銀行中心の国におけるサンプルでは *Bank* の係数がプラスとなり 1%水準で有意であるとともに、株式市場中心の国におけるサンプルでは *Equity* の係数がプラスとなり 1%水準で有意である。また、銀行中心の国におけるサンプルにおいて *Equity* の係数がプラスで有意なことも表 7

と整合的である。その他にも、銀行中心の国におけるサンプルであり、*Stability* を被説明変数とするモデルでは *Anti Director* の係数がマイナス、*Creditor* の係数がプラスで有意になっているのに対し、株式市場中心の国におけるサンプルでは、*Anti Director* の係数がプラス、*Creditor* の係数がマイナスで有意となっている。銀行中心の国では *Anti Director* より *Creditor* が発達しているが、株式市場中心の国ではその逆となっている。このような制度的背景も銀行中心の国と株式市場中心の国では異なることが示され、イギリス法起源とスウェーデン法起源を株式市場中心、フランス法起源とドイツ法起源を銀行中心に分類することの妥当性が示されたと同時に、制度面の整合性が安定性に影響を与えることが示された。

法の起源と金融市場の整合性が金融市場の安定性に影響を与えるという仮説を検証したところで、次に法の起源別に分類された主要な金融市場が安定している国では金融市場は発展しているとする *Hypothesis 1* を推計するためのモデルを下記に示す。

$$Financialmarkets_{it} = \theta_0 + Stability_i \theta_1 + Origin_i \theta_2 + Controlvariables_{it} + e_{it} \quad (4)$$

Financialmarkets は *Bank* と *Equity* を表し別々に推計される。*Controlvariables* 1 は、金融市場に影響を与える他の要因を除去するために加えるコントロール変数である。コントロール変数には *Anti Director* と *Creditor* を加え金融市場における資金提供者の保護の程度をコントロールする。また、*GDP* を加え成長率が金融市場に与える影響をコントロールする。さらに、実質金利が金融市場に与える影響をコントロールするために *Interest* を加え、マクロ経済的な変動をコントロールするために *Inflation* と *Unemployment* を加える。海外直接投資が金融市場の発展に影響を与えると考えられるため、*Inflow* を加え、先進国の持つ優位性をコントロールするために *OECD* を加える。最後にイスラム金融が独特な特徴を持つと考えられることから *Islam* を加えた。また、1995 年から 2012 年の範囲で年ダミー *Year* を加える。ここで、*e* は誤差項であり *i* は国を、*t* は期間を表す。推計されるモデルはパネルデータであり変動効果モデルである。

次に、法の起源別に分類された主要な金融市場が安定している国では金融市場が発展し、その金融市場の発展が高い企業のパフォーマンスを導くとする *Hypothesis 2* を検証するために下記のモデルを用いる。

$$Productivity_{it} = \eta_0 + Financialmarkets_{it} \eta_1 + Controlvariables_{it} 2_{it} + v_{it} \quad (5)$$

式 (5) は一般化積率法 (Generalized Method of Moments : GMM) で推計されるモデルである。推計されるモデルはパネルデータであり、推計については Hansen の推定量を使用している。企業のパフォーマンスに影響を与える要因の中に金融市場の発展という要因が存在し、その金融市場の発展は法の起源別に分類された主要な金融市場の安定性によつ

で導かれる。そのため操作変数に金融市場の安定性を表す指標である *Stability* を用い、同時に金融市場の発展を表す *Bank* と *Equity* を操作変数として使用する。加えて *Productivity*、*Bank/Equity* および *Year* を操作変数として用いた。操作変数には定数項を設定している。操作変数の数は定数項を除き 22 である。

Controlvariables 2 は企業のパフォーマンスに影響を与えるその他の要因をコントロールするためにモデルに加える。式 (5) のコントロール変数には企業のパフォーマンスに影響を与えると考えられる資本と労働力をコントロールするために *Gross Capital* と *Labor Force* を加える。また、GDP の成長率が企業の生産性に影響を与えると考えられるためコントロール変数に *GDP* を加える。各国の産業構造が企業のパフォーマンスに影響を与えると予想できることから *Industry* を、先進国であるが故に存在する優位性が企業の生産性を高める可能性があるため *OECD* をコントロール変数として加える。地域ダミーとして *South America* を加え、インフレーションをコントロールするために *Inflation* を加えた。最後に法の執行力を表す *Legal* を加えた。ここで、 v は誤差項であり、 i は国を、 t は期間を表す。

4-5. 推計結果

式 (4) の推計結果において、被説明変数を *Financialmarkets* として推計された結果が表 9-1 に示されている。各々左 2 列は *Bank* と *Equity* の 1 期間のラグをとったものを加えている。また、最右列は GMM によって推計されたモデルであり、*Bank* を被説明変数とするモデルでは、操作変数に *Bank*、*Stability*、*Productivity*、*Anti Director*、*Creditor* および *Year* を組み込んだモデルであり、*Equity* を被説明変数とするモデルでは、操作変数に *Equity*、*Stability*、*Productivity*、*Anti Director*、*Creditor* および *Year* を組み込んでいる。推計については Hansen の推定量を使用している。*Stability* をみると *Bank* のラグをとったモデル以外においてプラスで有意である。すなわち、法の起源別に分類された主要な金融市場が安定している国の金融市場は発展している傾向がある。この推計結果から各国の法の起源と主要な金融市場の整合性が大切であり、その整合性によって金融市場が安定し、その安定性が金融市場の発展に寄与することが示された。表 9-2 は *Stability* を *Downside* に置き換えて推計したものである。各々左 2 列は *Bank* と *Equity* の 1 期間のラグをとったものである。*Downside* について *Bank* のラグをとったもの以外の全ての係数はプラスとなり有意である。また、最右列は表 9-1 と同様に GMM によって推計されたモデルであり、操作変数の *Stability* を *Downside* に置き換えたものである。表 9-2 においても、表 9-1 同様に各国の法の起源と主要な金融市場の整合性が大切であり、さらに金融市場の安定性が金融市場の発展に寄与することが示されている。式 (4) の推計結果を見ると、法の起源別に分類された主要な金融市場が安定している国の金融市場は発展しているとする *Hypothesis 1* と整合的である。

次に、式（5）では、企業のパフォーマンスと金融市場の発展との関係を検証するために GMM を用いて *Productivity* と *Financialmarkets* の関係を推計している。その結果が表 10 に示されている。①のモデルでは *Bank*、*Equity*、*Productivity*、*Bank/Equity* および *Year* の他に *Stability* を操作変数に使用し、②のモデルではその他の操作変数の他に *Stability* の代わりに *Downside* を操作変数に組み込んでいる。表 10 では、*Bank* と *Equity* を別々に推計した。その理由として、*Bank* と *Equity* の相関係数が 0.623 と比較的大きく、また相関分析によって有意性を検定したところ 1%水準で有意であるため多重共線性の問題が生じる恐れがあるからである。

表 10 の推計結果をみると、*Financialmarkets* である *Bank* および *Equity* の係数はプラスであり全て 1%水準で有意である。したがって、法の起源別に分類された主要な金融市場の安定性が金融市場の発展を導き、その金融市場の発展が高い企業のパフォーマンスを導くことを示していると考えられる。すなわち、*Hypothesis 2* と整合的である。

GMM によって推計したモデルでは、操作変数の妥当性を検定するために過剰識別制約検定を行っている。表 10 の *Overidentifying restrictions* の行に J 統計量とその p 値が表記されている。左列①I.V および右列②I.V の欄において推計されたモデルでは、操作変数の妥当性は確保されている。

参考までに、これまでの回帰分析とは別に視覚的にも確認できるように、図 1-1 および図 1-2 に法の起源毎に各国を *Stable* と *Unstable* に分類し、企業のパフォーマンスを比較したものを示した。各法の起源ごとに見ても *Stable* と *Unstable* の相違によって企業のパフォーマンスに差があり、*Stable* において企業のパフォーマンスが高い。

図 2-1 では変数 *Stability* によって、図 2-2 では *Downside* によって各国を *Stable* と *Unstable* に分類し、各々の *Bank*、*Equity*、*Productivity* の平均値を示したものである。ここでも、金融市場および企業のパフォーマンスについて *Unstable* より *Stable* の方が高いことがわかる。

これまでの議論の結論として、各国においてどのような法の起源を過去に採択したのかということよりも、むしろ法の起源別に分類された主要な金融市場の安定性が重要であると考えると同時に、金融市場の安定性は金融市場の発展を導き、その金融市場の発展は高い企業のパフォーマンスを導くと考えられる。

4-6. 本章の課題とインプリケーション

法の起源別に分類された主要な金融市場の安定性は金融市場の発展に対してプラスの関係にあり、その金融市場の発展は企業のパフォーマンスに対してプラスに作用する可能性があることを本章の推計結果は示唆している。この結果は、法の起源と金融市場の整合性が情報の偏在を平衡化させることで主要な金融市場の安定性を導き、このような主要な金融市場の安定性が、企業のパフォーマンスを高める一因になるということを示している

解釈できる。また、各国が過去にどのような法の起源を採択したのかということよりも、むしろ法の起源別に分類された金融市場の安定性の方が企業のパフォーマンスに対して影響を与える重要な要因となりうることを表していると考ええる。

本章の問題点は、各国において過去に採用された法の起源の影響力が分析の対象とする期間まで継続していることを前提としている点である。つまり、法の起源の分類に関して、過去に採択された法の起源が経路依存性を通じて今現在でも継続していることを前提としている点である。そのため各国の制度変化を考慮していない点が本章の限界点として挙げることができるであろう。ただし、過去に採択された法の起源によって各国を分類し、その金融市場の特徴を分析した結果、経路依存性によってであろうか、その特徴が分析対象期間まで影響を与える要因として残っていることが確認できたことは意味のあることであると考ええる。残された課題は、具体的に法の起源の如何なる部分と金融市場の如何なる部分が整合すれば、法の起源別に分類された主要な金融市場が安定するのであるかという本質的な疑問が残るということである。このような条件は、各国の環境ごとに異なると考えられるが、これらを明らかにすることが残された課題である。

表1 国名と法の起源

法の起源	国名
<i>English</i>	Australia , Canada , Hong Kong , India , Ireland , Israel , Kenya , Malaysia , New Zealand , Nigeria , Pakistan , Singapore , South Africa , Sri Lanka , Thailand , United Kingdom , United States , Zimbabwe
<i>French</i>	Argentina , Belgium , Brazil , Chile , Colombia , Ecuador , Egypt , France , Greece , Indonesia , Italy , Jordan , Mexico , Netherlands , Peru , Philippines , Portugal , Spain , Turkey , Uruguay , Venezuela
<i>German</i>	Austria , Germany , Japan , Korea , Switzerland
<i>Scandinavian</i>	Denmark , Finland , Norway , Sweden

法の起源は La Porta, Lopez-Silanes, Shleifer and Vishny (1998) に基づいて分類している。

表2 変数の定義

変数	概略	定義
<i>Bank</i>	銀行貸出の規模 (1,000US\$)	銀行による民間信用供与額を労働人口で除したものの。
<i>SD Bank</i>	銀行貸出の安定性	<i>Bank</i> の標準偏差。
<i>Equity</i>	株式市場の規模 (1,000US\$)	株式市場の時価総額を労働人口で除したものの。
<i>SD Equity</i>	株式市場の安定性	<i>Equity</i> の標準偏差。
<i>Productivity</i>	企業の付加価値生産性 (1,000US\$)	ISIC 産業分類コード 10 から 99 に属する産業が産出した付加価値を労働人口で除したものの。
<i>Stability</i>	法の起源と金融市場の安定性 (標準偏差)	各法の起源において 1 をとるダミー変数を d と定義し、イギリス法起源とスカンディナビア法起源の国は株式市場の時価総額、フランス法起源とドイツ法起源は銀行の民間信用供与額の前年比の標準偏差を σ_{d_i} 、その平均を $\sigma_{d_{Avg}}$ と表す。安定性は $Stability=1$ if $\sigma_{d_i} \leq \sigma_{d_{Avg}}$ と定義される。
<i>Downside</i>	法の起源と金融市場の安定性 (下方偏差)	<i>Stability</i> と同様の算出方法であるが、金融市場における規模について前年比をとり、その下方偏差を基準として算出したもの
<i>English</i>	イギリス法起源	イギリス法起源の国を 1 とするダミー変数。
<i>French</i>	フランス法起源	フランス法起源の国を 1 とするダミー変数。
<i>German</i>	ドイツ法起源	ドイツ法起源の国を 1 とするダミー変数。
<i>Scandinavian</i>	スカンディナビア法起源	スカンディナビア法起源の国を 1 とするダミー変数。
<i>Turnover</i>	株式市場の活発性	株式市場の時価総額に対する取引額の回転率。
<i>Anti Director</i>	株主による経営者への対抗権	LLSV (1998) に掲載されている <i>Anti Director right</i> を基準化したもの。
<i>Creditor</i>	債権者の権利	LLSV (1998) に掲載されている <i>Creditor right</i> を基準化したもの。
<i>Legal</i>	法の執行力	World Bank に掲載されている <i>Strength of legal rights index</i> を基準化したもの。
<i>Gross Capital</i>	総資本形成(%)	$Gross\ Capital = \text{総資本形成} / GDP$
<i>Labor Force</i>	労働力	労働人口の自然対数。
<i>GDP</i>	GDP 成長率 (%)	GDP_t (実質成長率) = $(GDP_t - GDP_{t-1}) / GDP_{t-1} \times 100$
<i>Industry</i>	GDP に対する製造業の割合 (%)	$Industry = \text{製造業の付加価値} / GDP$
<i>Interest</i>	実質金利 (%)	実質金利を使用。
<i>Inflation</i>	インフレ指標	GDP デフレーターを使用。
<i>Unemployment</i>	失業率(%)	失業率を使用。
<i>Inflow</i>	海外直接投資流入分 (%)	海外直接投資額 (フローベース、ネット金額) を GDP で除したものの。
<i>OECD</i>	OECD 加盟国	OECD 加盟国を 1 とするダミー変数。
<i>South America</i>	当該国が中南米か	当該国が中南米である場合 1 とするダミー変数。
<i>Islam</i>	当該国がイスラム教国か	国民の 50%以上がイスラム教徒である国を 1 とするダミー変数。

4. 企業のパフォーマンスに影響を与える要因としての法の起源と金融市場の安定性

表3 記述統計量

変数	平均値	中央値	標準偏差	最大値	最小値
<i>Bank</i>	51.582	29.451	61.221	317.464	0.119
<i>Equity</i>	34.608	16.034	48.860	361.356	0.025
<i>Productivity</i>	37.418	27.760	33.965	184.768	0.526
<i>Stability</i>	0.666	1.000	0.471	1.000	0.000
<i>Downside</i>	0.708	1.000	0.454	1.000	0.000
<i>English</i>	0.375	0.000	0.484	1.000	0.000
<i>French</i>	0.437	0.000	0.496	1.000	0.000
<i>German</i>	0.104	0.000	0.305	1.000	0.000
<i>Scandinavian</i>	0.083	0.000	0.276	1.000	0.000
<i>Turnover</i>	67.207	50.474	64.647	497.402	0.235
<i>Anti Director</i>	-0.000	0.000	0.990	1.514	-2.271
<i>Creditor</i>	0.000	-0.145	0.990	1.254	-1.545
<i>Legal</i>	0.000	-0.045	0.990	1.506	-1.805
<i>Gross Capital</i>	21.647	21.357	5.307	43.640	1.525
<i>Labor Force</i>	16.306	16.307	1.294	19.998	13.864
<i>GDP</i>	3.232	3.394	3.710	33.735	-17.669
<i>Industry</i>	29.472	28.888	8.734	57.796	0.325
<i>Interest</i>	0.038	0.022	0.052	0.386	-0.067
<i>Inflation</i>	6.295	3.210	12.382	137.964	-27.048
<i>Unemployment</i>	7.634	7.100	4.253	27.200	0.700
<i>Inflow</i>	12.204	4.688	52.452	572.936	-43.572
<i>OECD</i>	0.541	1.000	0.498	1.000	0.000
<i>South America</i>	0.187	0.000	0.390	1.000	0.000
<i>Islam</i>	0.145	0.000	0.353	1.000	0.000
Obs.	864	864	864	864	864

1995年から2012年までの18年間、48カ国を対象としている。

表4 金融市場の分類

	<i>Bank/Equity</i>	資本構成*	Main Financial Markets
法の起源	平均値	平均値	
<i>Scandinavian</i>	1.619	0.437	株式市場
<i>English</i>	1.768	0.489	株式市場
Average	1.741	0.476	
<i>German</i>	3.510	0.643	銀行貸出
<i>French</i>	6.063	0.566	銀行貸出
Average	5.572	0.584	
t検定	-4.409***	-10.727***	

1995年から2012年の18年間、48カ国を対象としている。

t検定の数値はt値を示している。

*Ecuador, Egypt, Jordan, Kenya, Sri Lanka, Nigeria, New Zealand, Pakistan, Uruguay, Zimbabwe は欠損値となっている。

表 5 法の起源と主要な金融市場

変数	<i>English</i>		<i>French</i>		<i>German</i>		<i>Scandinavian</i>	
<i>Bank/Equity</i>	-0.082*** (-2.776)	-0.146*** (-4.945)	0.033** (2.114)	0.102*** (3.934)	0.010** (1.983)	0.011** (2.122)	-0.421*** (-3.426)	-0.327*** (-4.043)
<i>SD Bank</i>	0.840** (1.868)	0.727* (1.620)	-2.147*** (-4.154)	-2.125*** (-3.993)	-6.559*** (-3.826)	-6.598*** (-3.818)	3.038*** (5.753)	3.097*** (5.916)
<i>SD Equity</i>	0.615*** (3.338)	0.586*** (3.179)	-0.819*** (-3.612)	-0.714*** (-3.204)	1.384*** (4.535)	1.406*** (4.628)	-0.395 (-1.262)	-0.380 (-1.207)
<i>Bank</i>	-0.002** (-1.830)	0.001 (1.148)	-0.003*** (-2.719)	-0.010*** (-9.163)	0.012*** (8.326)	0.012*** (9.058)	0.009*** (4.407)	0.008*** (5.495)
<i>Equity</i>	0.005*** (3.951)		-0.014*** (-5.593)		-0.001 (-0.729)		-0.002 (-1.080)	
<i>Turnover</i>	0.001 (0.264)	0.000 (0.343)	-0.002*** (-3.144)	-0.002*** (-3.263)	0.004*** (4.623)	0.004*** (4.621)	0.003*** (2.733)	0.003*** (2.707)
<i>Con.</i>	-0.607*** (-2.554)	-0.434* (-1.854)	1.340*** (5.254)	1.106*** (4.382)	-2.815*** (-6.708)	-2.834*** (-6.765)	-2.066*** (-4.757)	-2.225*** (-5.404)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Scaled R2	0.095	0.076	0.268	0.222	0.216	0.215	0.117	0.115
LR	83.636***	67.115***	241.394***	198.893***	176.490***	175.948***	96.674***	95.413***
Obs.	864	864	864	864	864	864	864	864

各モデルはプロビットモデルを用いて推計している。() 内は t 値を示す。

*, **, ***は各々10%、5%、1%水準で有意であることを表す。

表6 法の起源と金融市場における安定性について

法の起源 Country	Main Financial Markets 標準偏差	Stability 「安定性」	Main Financial Markets 下方偏差	Downside 「安定性」	Berkowitz et al. (2003)
<i>English</i>					
Australia	0.297	Stable	0.234	Stable	Receptive
Canada	0.299	Stable	0.188	Stable	Receptive
Hong Kong	0.267	Stable	0.203	Stable	Unreceptive
India	0.519	Unstable	0.382	Stable	Unreceptive
Ireland	0.326	Stable	0.216	Stable	Receptive
Israel	0.314	Stable	0.173	Stable	Receptive
Kenya	0.532	Unstable	0.572	Unstable	Unreceptive
Malaysia	0.328	Stable	0.183	Stable	Unreceptive
New Zealand	0.482	Stable	0.520	Unstable	Receptive
Nigeria	0.492	Stable	0.390	Stable	Unreceptive
Pakistan	0.437	Stable	0.278	Stable	Unreceptive
Singapore	0.484	Stable	0.453	Stable	Unreceptive
South Africa	0.340	Stable	0.198	Stable	Unreceptive
Sri Lanka	0.473	Stable	0.421	Stable	Unreceptive
Thailand	0.575	Unstable	0.449	Stable	Unreceptive
U.K	0.232	Stable	0.134	Stable	Origin
U.S.A	0.198	Stable	0.094	Stable	Origin
Zimbabwe	2.543	Unstable	3.101	Unstable	Unreceptive
AVERAGE	0.507		0.455		
<i>French</i>					
Argentina	0.151	Unstable	0.099	Stable	Receptive
Belgium	0.097	Stable	0.058	Stable	Receptive
Brazil	0.192	Unstable	0.129	Unstable	Unreceptive
Chile	0.111	Stable	0.074	Stable	Receptive
Colombia	0.174	Unstable	0.122	Unstable	Unreceptive
Ecuador	0.176	Unstable	0.112	Unstable	Unreceptive
Egypt	0.079	Stable	0.048	Stable	Unreceptive
France	0.095	Stable	0.075	Stable	Origin
Greece	0.126	Stable	0.071	Stable	Unreceptive
Indonesia	0.206	Unstable	0.108	Unstable	Unreceptive
Italy	0.104	Stable	0.091	Stable	Receptive
Jordan	0.094	Stable	0.079	Stable	Unreceptive
Mexico	0.107	Stable	0.079	Stable	Unreceptive
Netherlands	0.102	Stable	0.084	Stabile	Receptive
Peru	0.158	Unstable	0.138	Unstable	Unreceptive
Philippines	0.149	Unstable	0.087	Stabile	Unreceptive
Portugal	0.091	Stable	0.067	Stabile	Unreceptive
Spain	0.126	Stable	0.092	Stable	Unreceptive
Turkey	0.117	Stable	0.110	Unstable	Unreceptive
Uruguay	0.298	Unstable	0.285	Unstable	Unreceptive
Venezuela	0.358	Unstable	0.268	Unstable	Unreceptive
AVERAGE	0.148		0.108		

表 6 続き

法の起源 Country	Main Financial Markets 標準偏差	<i>Stability</i> 「安定性」	Main Financial Markets 下方偏差	<i>Downside</i> 「安定性」	Berkowitz et al. (2003)
<i>German</i>					
Austria	0.086	Stable	0.062	Stable	Origin
Germany	0.090	Stable	0.058	Stable	Origin
Japan	0.102	Stable	0.050	Stable	Receptive
Korea	0.202	Unstable	0.176	Unstable	Unreceptive
Switzerland	0.090	Stable	0.060	Stable	Origin
AVERAGE	0.111		0.081		
<i>Scandinavian</i>					
Denmark	0.217	Unstable	0.233	Unstable	Origin
Finland	0.228	Unstable	0.184	Unstable	Origin
Norway	0.123	Stable	0.083	Stable	Origin
Sweden	0.169	Stable	0.099	Stable	Origin
AVERAGE	0.184		0.150		

各国の変数は 1995 年から 2012 年の 18 年間の平均値を使用している。

表7 整合性と安定性

	<i>Stability</i>		<i>Downside</i>	
<i>SD Bank</i> × <i>Mode E</i>		-0.490 (-1.165)		-1.641*** (-3.885)
<i>SD Equity</i> × <i>Mode E</i>	-9.871*** (-13.084)		-6.216*** (-9.745)	
<i>SD Bank</i> × <i>Mode B</i>	-41.061*** (-14.231)		-26.436*** (-12.888)	
<i>SD Equity</i> × <i>Mode B</i>		-2.393*** (-8.223)		-3.738*** (-10.843)
<i>Bank</i> × <i>Mode E</i>		0.006*** (5.016)		0.000 (0.243)
<i>Equity</i> × <i>Mode E</i>	-0.002 (-1.488)		-0.003** (-1.969)	
<i>Bank</i> × <i>Mode B</i>	0.045*** (5.570)		0.021*** (4.215)	
<i>Equity</i> × <i>Mode B</i>		0.076*** (9.248)		0.071*** (8.087)
<i>Con.</i>	4.822*** (10.341)	0.149 (0.604)	3.517*** (8.836)	0.986*** (3.879)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
Scaled_R2	0.724	0.326	0.545	0.327
LR	700.327***	293.900***	500.670***	292.020***
Obs.	864	864	864	864

各モデルはプロビットモデルを用いて推計している。()内はt値を示す。

*, **, ***は各々10%、5%、1%水準で有意であることを表す。

表 8 金融市場の制度面から見た整合性と安定性

	<i>French Origin and German Origin</i>				<i>English Origin and Scandinavian Origin</i>			
	<i>Stability</i>	<i>Stability</i>	<i>Downside</i>	<i>Downside</i>	<i>Stability</i>	<i>Stability</i>	<i>Downside</i>	<i>Downside</i>
<i>Bank</i>	0.242*** (7.113)	0.264*** (8.303)	0.090*** (4.795)	0.114*** (6.263)	-0.003 (-0.789)		-0.005 (-1.293)	
<i>Equity</i>	0.035* (1.602)		0.057*** (2.791)		0.038*** (5.372)	0.036*** (5.423)	0.021*** (3.771)	0.018*** (3.642)
<i>English</i>					5.615*** (5.924)	5.564*** (5.899)	2.987*** (5.567)	2.817*** (5.876)
<i>French</i>	16.029*** (7.587)	16.721*** (8.027)	4.405*** (3.717)	4.873*** (4.009)				
<i>Turnover</i>	0.002 (0.879)	0.003 (1.368)	-0.014*** (-4.414)	-0.011*** (-4.001)	-0.001 (-1.207)		0.012*** (2.459)	0.011*** (2.343)
<i>Anti Director</i>	-0.959*** (-6.013)	-0.897*** (-5.919)	0.125 (1.027)	0.167 (1.435)	1.199*** (6.191)	1.213*** (6.353)	0.656*** (2.544)	0.744*** (3.014)
<i>Creditor</i>	0.395*** (3.707)	0.364*** (3.515)	-0.068 (-0.801)	-0.122 (-1.484)	-3.361*** (-5.167)	-3.188*** (-5.294)	-0.693*** (-2.038)	-0.391* (-1.725)
<i>Legal</i>	0.429* (1.782)	0.439* (1.852)	-0.242 (-1.265)	-0.256 (-1.356)	0.578*** (2.540)	0.506*** (2.434)	-0.977*** (-4.531)	-1.100*** (-5.626)
<i>Con.</i>	-20.247*** (-8.035)	-20.861*** (-8.367)	-6.060*** (-6.060)	-6.455*** (-4.792)	-2.800*** (-3.753)	-2.959 (-4.107)	-1.598*** (-2.458)	-1.830*** (-2.937)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Scaled_R2	0.768	0.765	0.587	0.572	0.571	0.570	0.522	0.518
LR	415.951***	413.380***	299.611***	291.264***	238.964***	238.320***	211.487***	209.706***
Obs.	468	468	468	468	396	396	396	396

各モデルはプロビットモデルを用いて推計している。()内はt値を示す。

*, **, ***は各々10%、5%、1%水準で有意であることを表す。

表 9-1 推計結果 (*Stability*)

	<i>Bank</i>			<i>Equity</i>			<i>Bank</i>	<i>Equity</i>
							GMM	
<i>Stability</i>	-0.553 (-0.466)	28.696** (1.998)	56.137*** (3.902)	8.725*** (2.877)	41.948*** (3.165)	36.786*** (2.960)	51.084*** (13.745)	28.320*** (11.023)
<i>Bank</i> _{t-1}	1.007*** (119.509)							
<i>Equity</i> _{t-1}				0.811*** (38.989)				
<i>Con.</i>	-1.820 (-1.061)	61.045*** (4.748)	43.642*** (3.341)	10.910*** (3.094)	42.433*** (3.656)	13.259 (1.183)	-3.312 (-1.466)	-7.286*** (-3.844)
<i>Origin</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Control</i>	YES	YES	NO	YES	YES	NO	NO	NO
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj_R2	0.985	0.585	0.298	0.918	0.506	0.215	0.122	0.099
LM	138.888***	168.150***	75.231***	396.374***	198.418***	21.152***	—	—
Obs.	816	816	864	864	864	864	864	864

各モデルは変動効果モデルを用いて推計している。() 内は t 値を示す。*、**、***は各々10%、5%、1%水準で有意であることを表す。

Origin には *English*, *Scandinavian* を使用している。

コントロール変数には *Anti Director*, *Creditor*, *GDP*, *Interest*, *Inflation*, *Unemployment*, *Inflow*, *OECD*, *Islam*, *Legal* を使用している。

GMM 推計において *Bank* では操作変数に *Bank*, *Stability*, *Productivity*, *Anti Director*, *Creditor*, *Year* を組み込んでいる。*Equity* では操作変数に *Equity*, *Stability*, *Productivity*, *Anti Director*, *Creditor*, *Year* を組み込んでいる。

表 9-2 推計結果 (*Downside*)

	<i>Bank</i>			<i>Equity</i>			<i>Bank</i>	<i>Equity</i>
							GMM	
<i>Downside</i>	-0.804 (-0.857)	26.176*** (2.284)	45.735*** (2.862)	5.245** (2.203)	26.176** (2.284)	31.655*** (2.365)	47.060*** (9.357)	29.192*** (8.504)
<i>Bank</i> _{t-1}	1.008*** (119.352)							
<i>Equity</i> _{t-1}				0.817*** (39.858)				
<i>Con.</i>	-1.580 (-0.922)	53.435*** (3.983)	48.284*** (3.317)	8.630*** (2.405)	53.435*** (3.983)	15.199 (1.252)	-5.643* (-1.766)	-10.104*** (-4.317)
<i>Origin</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Control</i>	YES	YES	NO	YES	YES	NO	NO	NO
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj_R2	0.985	0.606	0.225	0.918	0.591	0.225	0.081	0.075
LM	138.990***	165.359***	65.884***	390.914***	165.359***	65.884***	—	—
Obs.	816	816	864	864	864	864	864	864

各モデルは変動効果モデルを用いて推計している。() 内は t 値を示す。*、**、***は各々10%、5%、1%水準で有意であることを表す。

Origin には *English*, *Scandinavian* を使用している。

コントロール変数には *Anti Director*, *Creditor*, *GDP*, *Interest*, *Inflation*, *Unemployment*, *Inflow*, *OECD*, *Islam*, *Legal* を使用している。

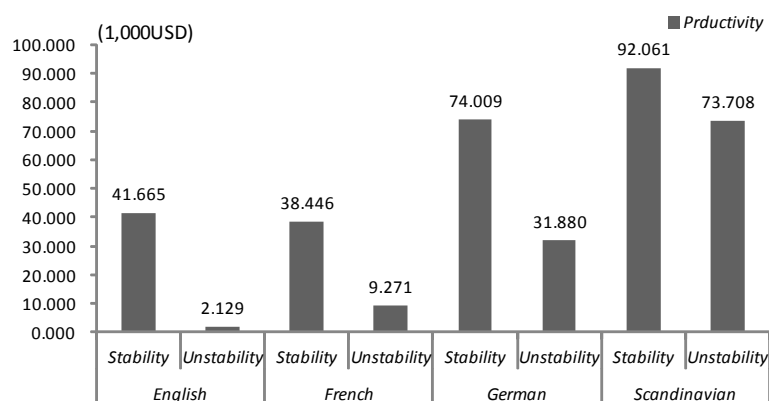
GMM 推計において *Bank* では操作変数に *Bank*, *Downside*, *Productivity*, *Anti Director*, *Creditor*, *Year* を組み込んでいる。*Equity* では操作変数に *Equity*, *Downside*, *Productivity*, *Anti Director*, *Creditor*, *Year* を組み込んでいる。

表 10 推計結果

	<i>Productivity</i>			
	①I.V (<i>Stability, Bank, Equity, Productivity, Bank/Equity, Year</i>)		②I.V (<i>Downside, Bank, Equity, Productivity, Bank/Equity, Year</i>)	
<i>Bank</i>	0.603*** (2.497)		0.656*** (2.363)	
<i>Equity</i>		0.555*** (2.367)		0.592*** (2.474)
<i>Gross Capital</i>	0.581 (0.135)	3.969 (1.452)	-0.488 (-0.102)	3.464 (1.284)
<i>Labor Force</i>	-40.129** (-2.270)	4.092 (0.966)	-45.748** (-2.141)	3.273 (0.765)
<i>GDP</i>	-1.258 (-0.670)	-1.735 (-1.115)	-1.080 (-0.516)	-1.714 (-1.131)
<i>Industry</i>	7.185* (1.747)	1.323 (0.714)	7.044* (1.736)	1.139 (0.726)
<i>OECD</i>	-40.322 (-0.836)	94.295*** (6.006)	-55.820 (-0.956)	92.876*** (6.659)
<i>South America</i>	-79.479 (-1.169)	59.052*** (2.354)	-126.061 (-1.270)	42.283 (1.309)
<i>Inflation</i>	-0.756 (-0.505)	-0.576 (-0.453)	-0.348 (-0.211)	-0.291 (-0.228)
<i>Legal</i>	7.559 (0.463)	-26.287 (-1.530)	-3.764 (-0.361)	-33.243** (-1.893)
<i>Con.</i>	481.730* (1.860)	-226.627*** (-2.531)	611.958* (1.759)	-196.172** (-1.992)
Ajd_R2	0.266	0.266	0.138	0.272
Over identifying restrictions	9.512 [0.733]	9.512 [0.733]	1.459 [1.000]	9.570 [0.729]
Obs.	864	864	864	864

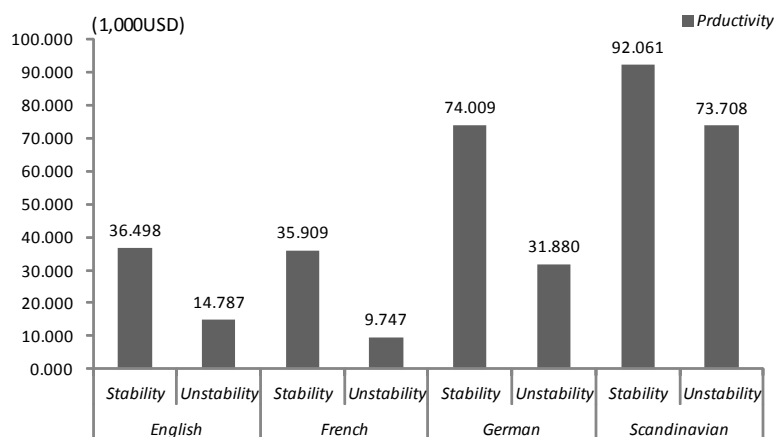
各モデルは一般化積率法 (Generalized Method of Moments : GMM) を用いて推計している。
 使用する操作変数は左列①I.Vの欄では *Stability*、右列②I.Vの欄では *Downside* を操作変数として用いて推計している。
 () 内は t 値を示し、[] 内は過剰識別制約検定の p 値を示す。
 *、**、***は各々10%、5%、1%水準で有意であることを表す。

図 1-1 法の起源毎の市場の安定性と企業のパフォーマンス (*Stability*)



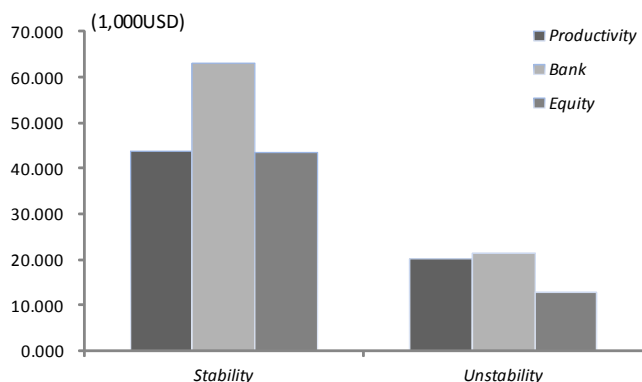
1995年から2012年までの18年間、48カ国を対象としている。
法の起源毎に各国を変数 *Stability* に基づき *Stable* および *Unstable* に分類し
企業のパフォーマンスの平均値を示したものである。

図 1-2 法の起源毎の市場の安定性と企業のパフォーマンス (*Downside*)



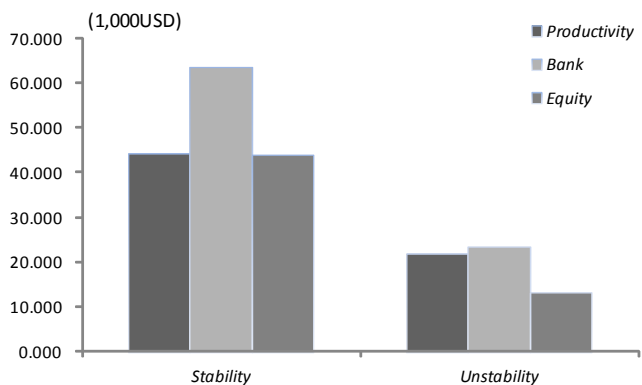
1995年から2012年までの18年間、48カ国を対象としている。
法の起源毎に各国を変数 *Downside* に基づき *Stable* および *Unstable* に分類し
企業のパフォーマンスの平均値を示したものである。

図 2-1 金融市場の安定性と金融市場の発展および企業のパフォーマンス (*Stability*)



1995 年から 2012 年までの 18 年間、48 カ国を対象としている。
各国を *Stable* および *Unstable* に分類し、*Bank*、*Equity*、*Productivity* 各々の平均値を示したものである。

図 2-2 金融市場の安定性と金融市場の発展および企業のパフォーマンス (*Downside*)



1995 年から 2012 年までの 18 年間、48 カ国を対象としている。
各国を *Stable* および *Unstable* に分類し、*Bank*、*Equity*、*Productivity* 各々の平均値を示したものである。

5. 法の起源と経路依存性および金融制度の変化に関する試論

5-1. 先行研究と本章の構成

本章では法の起源が継受されてから現在に至るまで、法の起源の効力が経路依存性を通じて現存しているのか、もしくは法の起源の継受時期から時間をかけて制度変化が生じているのかを確認するために分析を行う。法の起源と各国の金融市場およびパフォーマンスの関係を実証する研究の多くは、法の起源の効力がデータの対象とする期間まで残存していることを前提に分析が行われている。つまり、法の起源を継受した後に新規に施行される法律は、過去に継受した法の起源を前提に作成されると仮定している。もしくは、一度継受された法の起源は経路依存性が強固に存在し現存することを仮定している³⁵。例えば、各研究によって分析結果からのインプリケーションは異なっているが、La Porta, Lopez-Silanes, Shleifer and Vishny (1998, 2000, 2002) や La Porta, Lopez-Silanes and Shleifer (2006)、Berkowitz, Pistor and Richard (2003)、Beck, Demirgüç-Kunt and Levine (2003) などでは、法の起源の継受時から現在まで、経路依存性の存在を前提条件とした検証となっている。

法の起源について Berkowitz et al. (2003) では、一度継受した法の起源を頻繁に変える必要がある国では、法の起源と内生的制度が一致しておらず、制度内に齟齬を生じている状態であるのに対し、一度継受した法の起源を変更する必要のない国では法の起源と内生的制度が一致しているため変更の必要がないと解釈している。例えば、日本では法の起源継受初期にフランス法起源を継受したが、日本の内生的制度を考慮した上で、後にドイツ法起源へと変更した。この変更について、日本では自国の内生的制度に適応可能な法の起源を再選択し、継受してから長期間変更なく経過したと Berkowitz et al. (2003) はみなし、日本を法の起源と内生的制度が適合している国であると分類している³⁶。

確かに、法の起源継受時の歴史を見ると Berkowitz et al. (2003) の分析通り、当時は法

³⁵ 法の起源の影響が強固に存在している場合、法の起源の特徴と性質の異なった法律が新たに施行されたとしても、商習慣や慣習および文化的要因から生成される内生的制度に新たな法律は認知されず、効力を発揮しないと考えられる。

³⁶ Berkowitz et al. (2003) では法の起源が内生的制度と適応可能であった場合や、内生的制度に対して法の起源が馴染みのあるものであった場合、法の起源と内生的制度の間に適合性があり、法の起源が受容されていると判断している。適応性や馴染みがあるかという判定は各国の法の起源の継受方法を歴史的過程から分析している。例えば、憲法や商法などの制定時期に当該国が植民地であったのかどうかということ、強制的な法の継受を行っていないのかということや、自発的な継受であったのかなどを判断の基準として総合評価の上で分類している。

の起源と内生的制度が適合していたのかもしれないが、金融市場の変動が大きい現在においても果たして法の起源はそのまま経路依存性に基づいて存在し続けているのか、もしくは法の起源の継受後、新規に作成される法律が法の起源に則り作成されているのかどうかはわからない。しかし、前述した法の起源を分析対象とする論文の多くにおいて、その結果から判断すると、ある程度法の起源の経路依存性に基づいた効力は現存しているとみられる。そこで本章において、法の起源の経路依存性が金融市場に対して影響力を保っているのか否かについて分析する。

本章の第 2 節では、主要国にて生じた金融市場の事象と法改正を含めた金融制度改革の動向を概観する。第 3 節において制度における経路依存性と制度変化についての理論的背景を簡単に説明する。第 4 節では記述統計を分析し、サブプライム問題を中心とした世界的金融危機に対して各法の起源の金融市場における資産構成がどのような変化を示すのかを観察し、その全体的な傾向について議論する。第 4 節にて議論された内容を基に第 5 節で推計されるモデルを構築する。第 5 節において推計結果を示し、第 6 節において本章で分析された結果からのインプリケーションを示す。

5-2. 金融市場の動向と法の起源

Albelt (1991) は企業を取り巻く制度的環境を概観し、資本主義を 2 つに分類し議論している。アメリカおよびイギリスを中心とする「アングロサクソン型」と、ドイツやスイス、日本などを中心とする「ライン型」である。特にライン型の国では市場外で行われる制度的調整が重視される傾向があり、企業の資金調達には銀行に依存している。すなわち、ライン型は企業において集団での成功を目標とすることや、コンセンサスの重視、長期的利益追求に重点を置く制度であると論じている。ライン型の国々は、企業と金融機関が長期にわたる関係を構築し、その長期的な関係を重視する傾向にあることを Albelt (1991) は指摘している。しかしながら、昨今の動向を観察しているとドイツや日本では株式市場の充実を目標と様々な政策的な動きが見られる。ドイツや日本の目標とする金融市場の形は、銀行の成長と株式市場の成長の両方に注力する所謂「ハイブリッド型」の金融市場であり、今までの銀行中心の資金調達市場や銀行との企業間関係を維持しながらも株式市場などの証券市場の活発化を目指していると考えられる³⁷。

³⁷ 池尾 (2006) によって「市場型間接金融」という言葉が使用されている。その意味するところは、投資顧問や投資信託委託会社が最終顧客の間に入ることによって、直接金融であるものの、これらの機関が間接金融の如くポートフォリオをコントロールすることによってリスクを軽減することができるとするものである。日本の政策としては直接金融への投資の推進を目標としているが、投資経験のない人がリスクの高い投資を行うのは難しい。したがって、直接金融ではあるが、投資顧問会社や投資信託委託会社を通じた間接的な投

表 1 において主要国における金融規制改革の歴史を記載した。表 1 では先進国の中でも代表的なアメリカ、イギリス、フランス、ドイツ、日本の金融制度改革とその内容について簡単に示したものである。まず、アメリカをみると 1864 年の「国法銀行法(National Bank Act)」から銀行制度が複雑な様相を呈している。すなわち、国法銀行と州法銀行の二元銀行制度の存在や、また 1956 年の「銀行持株会社法 (Bank Holding Company Act)」などによって銀行の業務が規制され 1980 年代になるまで商業銀行は業務に対する自由度が低かったと考えられる。しかし、1986 年に「金融サービス法 (Financial Services Act)」による手数料の自由化や、1994 年の「州際支店業務効率化法 (Riegle-Niel Interstate Banking and Branching Efficiency Act)」と、その後の「グラム＝リーチ＝ブライリー法 (Gramm-Leach-Bliley Act : Financial Services Modernization Act)」などによって、これまでの規制が事実上緩和され、商業銀行の業務に対する自由度は高くなったと考えられる。

一方、2001 年にエンロンの不正会計事件の後には企業に対する監視強化の法律として「サーベンス＝オクスリー法 (Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act)」が制定される。この時期に今まで継続して行われていたコーポレート・ガバナンスの議論が再燃することとなる。2007 年になると今度はサブプライム問題によってベアスターンズが破綻する。これを契機に世界的金融危機が生じることとなる。アメリカではリーマン・ブラザーズが破綻し、政府は不動産関係を扱うファニーメイやフレディーマックの救済や保険会社である AIG の救済に動いた。これらの事象に対して G20 やバーゼル銀行監督委員会が会合を重ね、銀行に対する自己資本規制の強化や、システミックリスクへの対応策、デリバティブの規制等が主要国間で議論されるようになった。この世界的金融危機のような事象はもはやその名のとおり、1 国だけの問題ではなく国際的な金融問題となってきたことは言うまでもない。

表 1 のイギリスの経緯をみると中央銀行であるイングランド銀行の監督権を強化する動きが 1979 年から続くこととなる。1979 年以前では各金融機関に対してイングランド銀行からの助言や要請などの措置のみが存在し、明確に立法化された根拠法はなかった。1986 年にイギリスはビッグバンを行い、手数料の自由化などの金融自由化に踏み切った。その後、ベアリングズの破綻などが生じ、その度にイングランド銀行の監督権が強化されていった。また、財務省や金融サービス機構にも規制監督権を与え、イングランド銀行とともに 3 者での規制監督体制となった。しかし、2007 年にサブプライム問題からノーザンロック銀行が破綻し、「銀行法」が改正され破綻処理制度が整備されるようになった。

フランスでは 1946 年の「銀行法」や 1984 年の「新銀行法」により銀行の業務範囲が限られるなどの規制体制が構築された。また同時に、フランスの銀行はユニバーサル・バンクであることが明確に示されることとなった。しかしながら、1988 年から 1991 年にかけて

資を推進するものである。

てフランスにおいてもフランス版ビッグバンが行われ、大幅な金融市場の自由化が行われる。金融市場の自由化に伴い、その後の政策は規制監督機関の整備やコーポレート・ガバナンスに関する強化が行われた。フランスでも 2007 年にはサブプライム問題により、BNP パリバのファンドにおいて保有資産の売却が不可能となったことから解約の凍結を表明するなどの波紋が広がる。

ドイツにおいては、4 回にわたる「資本市場振興法 (Finanzmarktförderungsgesetz)」により証券市場の充実が図られる。ドイツは企業の監督機能として監査役と執行役の二層制によって行われていることから、「企業のコントロールと透明化に対する法律 (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich : KontraG)」が作成され、複雑なドイツの企業形態について諸外国に理解を促す目的で制定されている。その後、2002 年に「ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範 (Deutscher Corporate Governance Kodex : DCGK)」が、より一層投資資金を呼び込めるよう諸外国にドイツの制度について理解を求める形で制定される。同年 2002 年には連邦金融監督庁 (Bafin) が設立され、金融市場の監視、監督強化に力が注がれる。しかしながら、特にドイツでは州立銀行に対する政府保証を撤廃していたため、州立銀行をはじめ、ドイツ国内の各種銀行は収益性を求め当時格付けが高く利回りの高い CDS の購入に動いていた。そのため、サブプライム問題が起これると CDS が無価値同然となり、ドイツの産業銀行である IKB が破綻し、各州立銀行も再編を余儀なくされた。2012 年には欧州全体の動きとして「リーカネン報告」を重視する動きとなった。すなわち、預金銀行と投資銀行の分離を主張するものである。ドイツはユニバーサル・バンクの制度を改めるのか否かの状況にある。

日本を見ると、主に商法の改正や東証ルールの強化および金融庁によって規制監督が行われている。1996 年に日本版ビッグバンが行われ、これまでの護送船団方式を改め、手数料の自由化などの証券市場の自由化に踏み切る。2000 年に入るとアメリカでエンロン事件やワールドコム事件が発生し、日本でも企業の不正会計を防ぐため、企業の監査に力点を置く制度が導入されることとなる。日本でも 2002 年に委員会等設置会社か監査役設置会社の選択制が導入され、東証ルールにおいても四半期財務情報の開示を義務化した。

上記主要 5 カ国の金融市場における動向を見てみると、共通して規制的な金融市場からビッグバンなどの自由化を経て、その後のアメリカのエンロンやワールドコムの事件を受けて国際的に企業に対する監視、監督を強化する動きとなっている。その後のサブプライム問題に端を発する国際金融危機ではその影響が広く影響を及ぼしている。上記 5 カ国は必ずしも法の起源が一致しているわけではない。しかし、金融市場に対する金融制度改革は似たような動向が見て取れる。このような、似たような金融市場改革を行っている国々で、法の起源の相違による経路依存性が見られるかは重要な問題であると考えられる。

国際的な金融市場を持つに至った今日では法の起源に関わらず、特に株式市場のような証券市場やデリバティブ市場ではイギリス法起源であるイギリスやアメリカに準ずる形で、他の法の起源を持つ国々も同様の金融政策を取らざるを得ない形となっているのではなか

ろうか。このような状況の中で、主要先進国の法の起源による相違は経路依存的に維持されているのであろうかということが焦点を当てるべき疑問点となる。

5-3. 経路依存性と制度変化

経路依存性について Greif (2006) は以下のように述べている。過去が現在に影響を及ぼし続け、その原因になっている物事の背景や環境、連鎖的に起こってきた出来事を分析する必要がある場合、制度によってある行動が引き起こされるような状況では、予想がその行動をとる動機を与え、さらに観察された行動によってその予想の妥当性が確かめられると述べている。つまり、観察される行動はその行動をもたらした予想を再生産する。すなわち、観察された行動やその他の結果が、人々の行動を可能にし、また人々の行動を導くことで、インセンティブを与えていたルールや予想が誤りであったことが明らかにならない場合、制度は再生産される。その理由として、観察される行動において他人はこのような特定の行動をとるであろうという予想と合致し、その予想の下では各個人にとって自分もその行動をとることが最適になるとしている。したがって、自己実現的な制度の下では、誰も自分がとっている行動から逸脱するインセンティブを持たないため、制度が変化する原因は外生的にもたらされるものであると考えがちである。そのため、制度変化の研究は外生的な変化によって引き起こされる制度の動学的な変化に集中してきたと述べている。

Greif (2006) は制度変化について、新しい制度に至る過程がコーディネートされるかどうかは、制度的要素に集約された過去がどのようなものであるかに依存すると論じている³⁸。したがって、新しい制度を導入するにはルールや組織を導入すること以上のことが必要である。そのためには、1つの自己実現的な制度から新しい自己実現的な制度に移行することが必要である。制度変化が生じるのかどうかについて Greif (2006) は、特に過去から受け継がれた規範や予想を変えなくてはならないため困難であると述べている。しかし、新しい制度を創造するためには制度全体のシステムティックな変化を必要とせず、既存の制度を改良したり、あるいは過去から受け継がれてきた制度的要素を土台にしたり、組み替えたりすることによって新しい制度を作り出すことができると論じている。また、制度の時間を通じた変化は決して過去の制度のみによってあらかじめ決まっているわけではないとしている。

制度変化について Aoki (2010) は制度のある部分について他の国の慣行を借用し、また

³⁸ Hall and Soskice (2001) において使用されるコーディネーションと Greif (2006) において使用されるコーディネーションの意味は微妙に異なる。前者では、ある制度に対して別の制度が制度補完性を持つ場合にコーディネーションという言葉を使用しているが、後者ではあるプレイヤーが取る戦略に対して最適な行動をとるように調整する場合にコーディネーションという言葉を使用している。

他の制度的な部分において他国の慣行を一部借用したとしても、もしこれらの慣行の間に補完性がなく、これらの働きを支える資産が蓄積されていないのであれば、意図した構造変化は起こらないと論じている。しかし、金融市場のグローバル化によって制度的補完性の国民的制約が緩められれば、閉鎖経済では存続し得ない何らかの組織ハイブリッドの創発につながると述べている。

上記のような議論から、制度における経路依存性は制度変化に対して強固な関係にあるが、金融市場のグローバル化に伴い徐々に法の起源と内生的制度の間に変化が生じているとしても不思議ではない。

5-4. 法の起源と金融市場の変化

本節では先進国を法の起源ごとに分類し、GDP の成長率や金融構成について時系列的に分析することで、どのような変化が生じているのかを観察する。表 2 には本章において分析対象とする国々を法の起源ごとに分類したものである。分析対象とする国を先進国とした理由は、先進国はグローバルに展開しているため、国際金融の動きや金融危機などのショックの影響を受けやすく、金融市場の変化も影響を受けるからである。これら国際金融市場の影響を受けやすい先進国において法の起源に関係なく制度変化が観察できるのか、もしくは法の起源の経路依存性が観察できるのかによって法の起源の影響力が分析できると考えたからである³⁹。法の起源についてはイギリス法起源、フランス法起源、ドイツ法起源、スカンディナヴィア法起源の国の 4 つに分類している。この分類は La Porta et al. (1998) の分類に基づいている。

図 1 における左側のグラフは GDP の成長率と銀行の民間信用供与額を株式市場の時価総額で除した値を *Bank/Equity* と表記し、1995 年から 2012 年の 18 年を時系列にプロットしたものである。右側のグラフは銀行の民間信用供与額と株式市場の時価総額を時系列にプロットしたものである。これらのグラフは法の起源ごとに各国の平均値を用いて表記している。

まず、イギリス法起源の国を示した左側のグラフを見ると、2008 年と 2009 年を除けば *Bank/Equity* の値は概ね 1 から 2 程度で推移している。しかしながら、世界的金融危機に影響が大きく出始めた 2008 年や 2009 年では GDP 成長率が低下すると *Bank/Equity* の値が上昇している。さらに、右側のグラフを見ると株式市場の時価総額が大きく減少しているものの、銀行の民間信用供与額はさほど減少していない。株式市場の時価総額の減少の

³⁹ 国際的な金融市場を持つ先進国において、金融制度改革が共通した形でなされている。本章の目的は国際的な金融市場からの圧力や事象に対応せざるを得ないといった環境が制度変化を生んでいるかを観察することにあるため、分析の対象を先進国に絞った。

ため、*Bank/Equity* が大きく上昇している⁴⁰。フランス法起源の国のグラフを見ると、左側のグラフでは 1995 年から 1998 年の間に *Bank/Equity* の値を低下させ、値は 4 から 2 へと推移している。右側のグラフを見ると株式市場の時価総額を 1995 年から 1998 年の間に増加させており、その後の世界的金融危機時の 2008 年まで株式市場の増勢を示している。しかしながら、2008 年以降に GDP 成長率が低下すると *Bank/Equity* の値は 4 から 5 の間を推移するようになり、株式市場の停滞を観察できる。ドイツ法起源の国を示したグラフを見ると、1995 年から 2007 年までに徐々に *Bank/Equity* の値を 5 から 2 へと低下させている。2008 年になると、やはり世界的金融危機により *Bank/Equity* の値は上昇し 1995 年と同様の 4 を超える値となっている。右側のグラフを見ると、株式市場の時価総額の変動が総じて高い。最後にスκανディナビア法起源の国を見ると、*Bank/Equity* の値は 2008 年と 2009 年を除けば概ね 1 から 2 の間を推移している。右のグラフを見ると、株式時価総額の減少によって 2008 年と 2009 年における *Bank/Equity* の値は高くなっている。

各法の起源の共通点は数値的に GDP 成長率が低くなると、*Bank/Equity* の値が高くなる。イギリス法起源とスκανディナビア法起源では世界的金融危機の期間を除き比較的低い値で *Bank/Equity* が推移している。各法の起源とも *Bank/Equity* の上昇は株式市場の時価総額の減少によるところが原因として考えられ、銀行の民間信用供与額の変動はさほど大きくない。フランス法起源の国では 2009 年以降の株式市場の時価総額の回復が遅いように見える。さらに、フランス法起源とドイツ法起源の国では世界的金融危機以前までの期間では *Bank/Equity* の値が時間とともに低下するような動きをしている。

GDP 成長率と *Bank/Equity* の関係を時系列的に追うことが可能にするように表記したものが図 2 である。イギリス法起源の国では GDP 成長率が低下し始める 2008 年時に *Bank/Equity* の値は最大になっている。2012 年における *Bank/Equity* の値は通常通りの 2 近辺へと近づいている。フランス法起源の国では 2008 年まで順調に株式市場の時価総額を上昇させ、*Bank/Equity* の値を徐々に低下させてきたが、2008 年には GDP 成長率の低下に伴い 1995 年近辺の *Bank/Equity* の値に戻ってきている。フランス法起源の国では銀行中心から株式市場中心にシフトを試みたものの、世界的金融危機により銀行中心の金融市場へ回帰しているように見える。ドイツ法起源の国についても 1995 年から順調に株式市場の時価総額を上昇させ、*Bank/Equity* の値を低下させてきたが 2008 年の GDP 成長率の低下に伴い *Bank/Equity* の値が上昇している。しかしながら、2012 年時点では 1995 年時より *Bank/Equity* の値は徐々に低下してきている。ドイツ法起源の国でも銀行中心の金融市場から株式市場へと徐々にではあるがシフトさせている。スκανディナビア法起源の国でも 2008 年には株式市場の時価総額に低下傾向が見えるが、安定して *Bank/Equity* の値を 1 から 3 の間で推移させている。

⁴⁰ 銀行の民間信用供与額は簿価であるのに対し株式時価総額は時価であるため、GDP 成長率の変化を受けやすいことが影響していると考えられる。

図 1 や図 2 を概観すると、法の起源に関係なく GDP 成長率の減少が始まると同時に株式市場の時価総額が落ち込むことで *Bank/Equity* の値が高くなる。これは、銀行貸出と比較すると不景気時において株式市場の時価総額は景気の善し悪しの影響を受け易いことを示している。また、フランス法起源とドイツ法起源の国では国際的な金融市場の動向の影響を受け、銀行中心の金融市場から株式市場へとシフトしようとしているが、イギリス法起源やスカンディナヴィア法起源の国では金融危機後も金融危機前の株式市場中心の金融市場へ回帰する傾向が見られるようである。

5-5. 法の起源と経路依存性、金融制度の変化

本節では法の起源の経路依存性を前提にして後々の法律は生成されるのであろうかという疑問と、国際的な金融市場の広がりや法の起源の経路依存性に影響を与え、後々に生成される法律によって金融市場は変化し、制度変化を遂げているのであろうかという疑問を検証するために統計的に推計する。確かに、前節で議論したように、GDP 成長率と *Bank/Equity* の間にそれなりの相関関係があると考えられる。しかし、GDP 成長率と *Bank/Equity* の関係は先進国であれば国際金融の潮流によって影響を受けるのは想像に難くない。そこで、GDP 成長率の他にも法の起源の経路依存性に影響を及ぼす要因が存在していないのかを考察する。

Berkowitz et al. (2003) では法の起源を継受してから法の起源を変化させる必要のない国では内生的制度と法の起源が適合していると判断している。そのため、法の起源が継受された時期からデータの対象とする期間までを計測することによって GDP の成長率に対してどのような影響があるのかを分析する。仮に、早い時期に法の起源の継受が行われた国の GDP 成長率が高ければ、法の起源の経路依存性の存在が確認できる。つまり、法の起源が早期に継受された国では金融市場や制度的背景が時間をかけて法の起源と適合することによって成長し、結果として GDP 成長率の上昇に結びついている可能性がある。

$$\begin{aligned} \text{Growth} = & \alpha_0 + \text{Bank/Equity}_{it} \alpha_1 + \text{Origin Year}_{it} \alpha_2 + \text{Origin}_{it} \alpha_3 \\ & + \text{Controlvariables}_{it} + u_{it} \quad (1) \end{aligned}$$

式 (1) の *Growth* は経済の成長率であり GDP の前年比である。*Origin Year* は法の起源の継受年からデータの対象年までの年数に対して自然対数をとったものである⁴¹。*Origin* は各種法の起源を表し、イギリス法起源、フランス法起源、ドイツ法起源、スカンディナヴィア法起源の 4 つの起源に各国は分類される。*Controlvariables* はコントロール変数であ

⁴¹ Berkowitz et al. (2003) では、法の起源の継受に関して、継受準備開始時期から継受完了時までの時期が掲載されている。法の起源とされているのは憲法や商法などの重要な法律の制定時期である。本章では継受完了時期を継受開始時期として用いている。

り、*Gross Capital* は総資本形成の成長率であり前年比を採用している。*Labor Force* は労働人口の増加率であり、前年比を使用している。さらに、実質金利を *Interest* とし、インフレ指標として GDP デフレーターを採用し *Inflation* としている。その他に、失業率を *Unemployment* とし、海外直接投資額のフローベースであり、そのネット金額を GDP で除したものを *Inflow* としてコントロール変数に加えた。*Year* は年ダミーであり、1995 年から 2011 年の間を取るダミー変数である。i は国を、t は年を表し *u* は誤差項である。

次に、法の起源が制定されてからの時間の経過および本章の対象とするデータの期間によって金融市場の資産構成である *Bank/Equity* がある一定の方向性を持って変化しているのかを検証する。

$$\begin{aligned} \text{Bank/Equity} = & \beta_0 + \text{Growth}_{it} \beta_1 + \text{Origin} \times \text{Origin Year}_{it} \beta_2 + \text{Sample Year}_{it} \beta_3 \\ & + \text{Controlvariables2}_{it} + e_{it} \quad (2) \end{aligned}$$

式 (2) は 1 国の金融資産構成である *Bank/Equity* を被説明変数とし、被説明変数である *Bank/Equity* がどのような要因によって決定されるのかを推計するものである。*Origin* × *Origin Year* は各国の法の起源の変数である *Origin* とその法の起源を継受してからの年数の自然対数である *Origin Year* の交差項である。*Sample Year* は 1995 年から 2012 年の期間年数に対して自然対数をとったものである。*Controlvariables2* には *SD Bank* と *SD Equity* を加え、金融市場の不安定性をコントロールする。銀行の民間信用供与額は簿価であり株式時価総額は時価であるため、その標準偏差の相違をコントロールするために加える。また、法の起源別に比較した場合、安定性のある金融市場が発展し、その安定性が *Bank/Equity* に影響を与える可能性がある。その他に、株式時価総額が時価であるため、金融市場に影響を与えると考えられる要因として、各国の S&P Global Index を *Index* として加えた。さらに、コントロール変数として、世界的金融危機の発生時における影響が大きいことから年ダミーとして 2008 年と 2009 年を *2008Year* および *2009Year* として加える。*e* は誤差項である。表 3 に変数の定義を、表 4 に記述統計量を記載した。

データベースは The World Bank において公開されている World Development Indicators (WDI) から取得したものであり、不足分は Beck, Demirgüç-Kunt, Levine, Cihak and Feyen によって公開されている Financial Development and Structure Dataset の 2013 年版、および各国の統計局もしくは中央銀行に公表されているデータにより補っている。

式 (1) における各変数の係数について、その予想を下記に示す。まず、被説明変数である *Growth* に対して *Bank/Equity* は株式市場が銀行貸出と比較して国際的な景気の変動や経済的ショックに敏感であるとすればマイナスを示すと考えられる。*Origin Year* については、法の起源の継受時期が早ければ早いほど *Growth* が高いのかどうかを示す指標である。法の起源の効力が経路依存性によって長期にわたり存在し、商習慣や金融市場および金融

市場に付随する司法、もしくは示談の慣行などの内生的制度が時間をかけて法の起源と適合していったと考えるならばプラスを示すと考えられる。しかし、法の起源の継受時期が早いとしても、その期間が長ければ長いほど補完的な制度の存在が強固になるため、表面的には国際的な金融市場の影響を受けて金融制度は変革していたとしても、変革した金融制度と内生的制度が適合せず齟齬をもたらしてきたのであれば *Origin Year* は *Growth* に対してマイナスを示すであろう。また、法の起源に経路依存性が無く内生的制度との関係性がさほどなければ *Growth* に対して *Origin Year* は、あまり関係のないものとなる。次に、*Growth* の善し悪しが法の起源の種類によって見られ、その法の起源自体が経済的に良い影響を及ぼしているのであれば、*Origin* はプラスとなると考えられる。確かに、La Porta et al. (1998, 2000, 2002) ではイギリス法起源、スカンディナビア法起源、ドイツ法起源、フランス法起源の国の順にパフォーマンスが高いと論じているが、Hall and Soskice (2001) の言うところの資本主義に多様性が存在していても、制度補完性がコーディネートされていけば一国のパフォーマンスはさほど変わらないとする考え方が正しいとするのならば、あまり *Origin* と *Growth* の関係性は強いものになるとは予想できない。

次に式(2)の係数に対する予想を行う。被説明変数である *Bank/Equity* に対して *Growth* は第4節で議論したとおり、景気の変動により株式市場の落ち込みが大きければマイナスの関係となると予想される。*Origin Year* の係数は法の起源の継受時期が早い国ほど、銀行中心であるか、株式市場中心であるかを判断する指標となる。Demirgüç-Kunt and Levine (2001) によれば、一般的に経済発展の初期段階における主要な金融市場は銀行中心であり、その銀行中心の金融市場の発展は経済発展に大きな影響を与える。早期に法の起源を継受した国では、銀行貸出が発展している可能性が考えられる。しかしながら、早期に継受した法の起源と共に生成された金融市場が、時間とともに法の起源の持つ特徴に内生的制度が適合することで強固な経路依存性を持つようになり、経路依存性をもとに成長し続ける金融市場が銀行の場合はプラスの値を示し、株式市場の場合はマイナスを示すことが予想される。早期に法の起源を継受した国であれば、金融資産構成は金融市場と内生的制度が適合しているという理由により変動しにくくなり、法の起源を継受した年限の増加により *Bank/Equity* は各々の法の起源の特徴を示す可能性がある。つまり、イギリス法起源やスカンディナビア法起源の国では株式市場中心となり、フランス法起源やドイツ法起源の国では銀行中心となることが予想される。このような、金融市場における各法の起源の影響力と金融資産構成の関係を推計するために、各法の起源である *Origin* と *Origin Year* の交差項を組み込んだ。

また、図1で見たように、近年の株式市場は国際的な金融動向に敏感であるため、特に銀行を中心とするフランス法起源やドイツ法起源の国の多くは株式市場の成長に力点を置いている。しかし、これらの国が株式市場に力点を置き始めたのは歴史上では最近のことであるため、早期に法の起源を継受した国において、法の起源と内生的制度の間に経路依存性が存在し、適合しているのであれば金融資産構成は変化しにくくなる。したがって、

Origin Year の係数が金融資産構成に対してプラスとなることが予想できる。逆に、イギリス法起源やスカンディナヴィア法起源の国は株式市場に適した法の起源を継受している。したがって、早期に法の起源を継受した国において法の起源と内生的制度が経路依存性に基づいて適合し、その結果株式市場の発展が進んでいるのであるならば、金融資産構成に対してマイナスとなることが予想できる。

Bank/Equity に対する *Sample Year* についての予想を示す。*Sample Year* は 18 年と期間が短いため経路依存性を計測する変数というよりも、むしろ近年の国際的な金融市場の動向が金融構成に影響を与えているのかどうかを示す指標であると考えられる。データの対象とする短期間に金融資産構成が変化しているのであれば、法の起源の経路依存性というよりも、むしろ近年の国際的な金融情勢に合わせて金融資産構成の変化が起こっていることとなる。近年の金融市場の動向の影響を受け、フランス法起源やドイツ法起源は株式市場の発展に力点を置いている国が多いため、マイナスの係数が予測される。

5-6. 推計結果

式 (1) の推計結果が表 5 に示されている。*Growth* に対して *Bank/Equity* はマイナスの係数であり 1%水準で有意となっている。図 1 を見ると銀行の民間信用供与額は株式市場の時価総額と比較して GDP 成長率に対して落ち込んでいる様には見えないので、GDP が成長すれば株式市場も発展することを意味している⁴²。

Origin Year を見ると係数はプラスであり 1%水準で有意である。早期に法の起源を継受した国の GDP 成長率が高いことを示している。これは、法の起源と内生的制度の適合性の効力が経路依存性によって長期にわたり存在していることを意味している。つまり、商習慣や金融取引および金融市場に付随する司法、もしくは示談の慣行などの内生的制度が時間をかけて法の起源と適合した結果であると考えられる。GDP 成長率に対して早期の法の起源の継受がプラスを示していることを考えれば、経路依存は存在すると考えられる。また、経路依存は長期に渡れば渡るほど効力を発揮する傾向にあることが予測できる。

各法の起源を表す *Origin* を見ると、フランス法起源の国がマイナスで有意であることを除けば、他の法の起源において有意な係数はない。法の起源の差によって GDP 成長率に差がさほどないということである。表 5 の最右列は一般積率法 (Generalized Method of Moments : GMM) によって推計されたモデルである。推計には Hansen の推定量を使用している。操作変数には *Growth*、*Bank/Equity*、*SD Bank*、*SD Equity*、*Index* および *Year* を組み込んでいる。操作変数の数は定数項を除き 22 である。コントロール変数には

⁴² 株式時価総額に対して、データの対象とする 18 年における株式時価総額の標準偏差や株価インデックスをコントロール変数として用いているが、簿価である銀行の信用供与額に対して株式時価総額の規模は GDP の成長率に引きずられるように変動する。

Index、*Gross Capital*、*Labor Force*、*Interest*、*Inflation*、*Unemployment* および *Inflow* を使用している。内生性を除去した GMM による推計結果を見ると、*Origin Year* はプラスとなっており 1%水準で有意である。この推計結果を見ても早期に法の起源を採択した国の GDP 成長率は高く、経路依存性が確認できる。

式(2)の推計結果が表6に示されている。被説明変数である *Bank/Equity* に対して *Growth* はどのモデルもマイナスであり 1%水準で有意な結果となっている。やはり、GDP が成長すれば株式市場も発展する傾向にあることを意味している。

各国の法の起源と *Origin Year* の交差項をみるとイギリス法起源の国ではマイナスのモデルが有意であり 10%水準で有意となっている。フランス法起源の国と *Origin Year* の交差項をみると、プラスのモデルが有意でありその有意水準は 10%水準である。ドイツ法起源の国と *Origin Year* の交差項を見るとプラスとなり 1%水準で有意である。スκανディナヴィア法起源の国と *Origin Year* の交差項をみるとマイナスとなり 1%水準で有意となっている。これらの推計結果をみると、法の起源の特徴がデータの対象とする期間においても確認できる。つまり、イギリス法起源の国やスκανディナヴィア法起源の国において早期に法の起源を継受した国では株式市場の割合が比較的高い傾向にある。イギリス法起源の国やスκανディナヴィア法起源の国は、法の起源の特徴をもとに考えると株式市場を発展させることに適した歴史的環境があり、したがって経路依存性によりデータの対象とする期間でも株式市場を発展させることに適した歴史的環境は崩していない傾向にある。一方、フランス法起源の国やドイツ法起源の国では銀行中心に発展してきた歴史的環境を崩しておらず、近年まで経路依存性を保っていると考えられる。

次に *Sample Year* を見てみると、前節での予想通りに係数はマイナスであり 1%水準で有意となっている。近年の金融市場の国際化に合わせて株式市場の拡大が見られる。先進国においては短期的な動向として株式市場の発展を促す制度的構築が行われている。その結果が示されていると考える。

表7ではサンプルを法の起源ごとに分割して推計を行ったものが示されている。左列から順にイギリス法起源、フランス法起源、ドイツ法起源、スκανディナヴィア法起源の国となり、サンプルを分割し推計している。式(2)のモデルではドイツ法起源の国を除いた法の起源において金融資産構成である *Bank/Equity* は GDP 成長率に対してマイナスの関係となった。ドイツ法起源の国を除いたその他の法の起源では、金融資産構成は GDP 成長率に左右され、特に株式市場は GDP 成長率の良い時には銀行貸出に比較して発展する傾向があるためマイナスの関係を示すと解釈できる。さらに、先進国の株式市場は制度的に整備されており流動性が高いため銀行貸出市場と比較すると景気の良い時には投資資金が流入しやすい傾向にあるのであろう。ドイツ法起源における *Growth* と *Bank/Equity* の関係は有意な結果ではなく、ドイツ法起源の国の金融資産構成は GDP 成長率よりも他の要因によって決定されるという傾向を強く受けていると考えられる。

次に、*Sample Year* はデータの対象とする 1995 年から 2012 年までの比較的直近の期間

において *Bank/Equity* が一定の方向性を持って動いているのかを見るものである。イギリス法起源とスカンディナビア法起源においては有意ではないが、フランス法起源とドイツ法起源の国ではどちらも係数はマイナスであり有意な結果となっている。この結果は、全体的にデータの対象とする 1995 年から 2012 年までの 18 年という歴史的に見れば比較的短い時間のなかで、金融市場の制度改革などにより株式市場の割合が銀行貸出に比較して大きくなってきていることを示している。特に、フランス法起源とドイツ法起源の国にその傾向が見られる。フランスやオランダ、ドイツや日本では 1990 年代に株式市場の発展を目指して株式市場の制度的な整備が行われ、その結果が現れているのであろう。すなわち、データの対象とする比較的直近の期間ではフランス法起源の国やドイツ法起源の国において国際的な金融市場の動向の影響を受けていると考えられる。

一方、イギリス法起源の国やスカンディナビア法起源の国では直近の期間において金融資産構成の変化は見られない。この現象について解釈するとすれば、元々イギリス法起源やスカンディナビア法起源の国では株式市場を中心に発展をしてきた歴史的経緯があるため、国際的な金融市場の動向により株式市場に対するいくつかの法整備を行なったとしても、さほど金融資産構成に対して影響がないのかもしれない。すなわち、経路依存性に基づいて発展してきた株式市場には、その株式市場を支える背景が既に整っており、追加的な制度改革はその株式市場の制度を補完する役割を果たすものの、金融資産構成に影響を与える程には至っていないと考える。すなわち、短期的にも国際金融市場の影響を受けることはないようである。

5-7. 本章の結論

本章では、各法の起源が継受されてからの期間を計測することによって経路依存性は存在し続けるのか、もしくは経路依存性は存在せず制度変化が生じているのかを検証した。また、近年のグローバル化の影響を受け各国の金融制度において短期的に資産構成が変化しているのかを検証した。その結果、各国の金融資産構成は GDP 成長率によって影響を受け、特に株式市場は GDP 成長率の影響を受けやすい。恐らく、世界的金融危機などの経済的危機に対して先進国の株式市場は銀行貸出と比較して国際的であり、かつ流動的である。例えば巨額な投資資金を持つ年金基金などは安全な代替資産に変換するであろうし、サブプライム問題の場合、短期資金市場が打撃を受けたこともあり、株式に投資していた資金を短期的に回収する必要に迫られ、その資金を必要とする母体へと流れた結果かもしれない。それとは逆に GDP 成長率が高ければ先進国の株式を購入する動きへと流れが変わることが要因となっているのかもしれない。

さらに、法の起源の継受時期と GDP 成長率の関係についてはプラスの関係にある。法の起源の影響が経路依存性により長期にわたり存在し続け、金融市場および金融市場に付随する法律と、商習慣や示談の慣行などの内生的制度が時間をかけて法の起源と適合した結

果であると考え。この推計結果は一定の方向へ収斂をもたらすグローバル化が各国における制度の個々の要素に異なった作用をもたらす可能性はあっても、相互に補完的である各国制度の構造的な枠組みに変化を生じさせないとする Hall and Soskice (2001) の議論と整合的である。また、GDP 成長率に対して法の起源そのものはフランス法起源の国以外ほぼ無関係であり、先進国においてはどの法の起源を過去に継受したとしても GDP 成長率にはさほど影響を与えないことも推計された。

金融資産構成と法の起源における継受時期の関係は法の起源における継受時期が早ければ各法の起源の特徴に沿った市場が発展していると解釈できる。法の起源を早期に継受した国については法の起源に適した金融市場を歴史的に発展させ、その発展が経路依存性によって残存している可能性がある。

比較的近年であるデータの対象とする期間において、フランス法起源およびドイツ法起源の国では金融資産構成が変化していることが推計結果から明らかになった。近年の株式市場に対する整備などによって金融資産構成が変化してきたのであろう。本来であれば、North (1990) の言う様に、制度変化は法律などの規制を中心とするフォーマルなルールと商慣習などのインフォーマルな制約の双方における小さな変化が長期にわたって徐々にその制度的枠組みを改め、その結果として初期の制度と異なる選択集合に発展する。しかしながら、フランス法起源およびドイツ法起源の国における金融資産構成は比較的短期の間に変化している。

これらの結果から導かれるインプリケーションとして、法の起源は継受されてからの長期的な視点から見ると、現在でも GDP 成長率や金融資産構成に経路依存性を持つことが観察できる。一方、データの対象とする近年の 18 年において、イギリス法起源やスカンディナヴィア法起源の国では金融資産構成の変化は見られないが、フランス法起源やドイツ法起源の国では株式市場の発展を重視する国際的な動向からか、急速な変化が生じてきている。フランス法起源やドイツ法起源の国では銀行中心の金融市場でありながら、株式市場にシフトするような制度となってきた。このような制度変化を辿る際には長期間かけて内生的制度と適合させていくのが適当であろうが、近年の国際的な金融市場の影響によって急速な変化が生じているため、現存の内生的制度と適合できるのかが焦点となるであろう。法の起源における経路依存性は基本的に存在し、現在においても観察可能な現象である。したがって、経路依存性を残した制度の中で国際的な金融市場の動向により短期的な変化を遂げた場合には注意が必要である。つまり、急激な制度変化に伴う法の起源と内生的制度の乖離が齟齬を生じさせないように慎重に議論する必要があると考える。

表1 主要国の金融規制改革の歴史

年	アメリカ		備考
	金融制度改革	内容	
1864年	国法銀行法	国法銀行と州法銀行の二元銀行制度の開始	
1933年	銀行法 (グラス＝ステイーガル法) 証券法	銀行業務と証券業務の分離、連邦預金保護制度の導入、銀行持株会社の規制 州レベルの証券規制を連邦レベルへ	
1934年	証券取引法	証券取引委員会 (SEC) の設置	
1940年	投資会社法：投資顧問業法	投資信託、投資会社に対する規制 投資顧問業者に対する規制	
1956年	銀行持株会社法	銀行持株会社に対する規制	
1974年	商品先物取引委員会法	商品先物取引委員会 (CFTC) の設置	
1980年	預金金融機関規制緩和・通貨量管理法	預金金利の自由化、NOW 勘定、MMC 創設の自由化	
1986年	金融サービス法	株式売買手数料の自由化	
1991年	連邦預金保険公社改善法	銀行経営悪化時の預金保険制度の強化	
1994年	州際支店業務効率化法 (リーグル＝ニール法)：	銀行の州際業務制限の撤廃	
1999年	グラム＝リーチ＝ブライリー法 (Financial Services Modernization Act)	金融持株会社による業務拡大を認可 (事実上のグラス＝ステイーガル法の撤廃)	
2001年			エンロン事件
2002年	サーベンス＝オクスリー法	上場会社に監査委員会の設置を義務化	ワールドコム事件
2007年			サブプライム危機 ベアスターンズ破綻
2008年			リーマン・ブラザーズ破綻 ファニーメイ・フレディマック・AIG 救済 G7 財務省・中銀総裁会議 G20 ワシントンサミット
2009年			G20 ロンドンサミット
2010年	ドッド＝フランク法	システミックリスクへの対処、デリバティブ取引の規制強化、報酬委員会の設置	金融安定監督評議会 (FSOC) が発足 ギリシャ問題 G20 トロントサミット、ソウルサミット バーゼル銀行監督委員会、バーゼルⅢ公表
2011年			G20 カンヌサミット
2012年			JP モルガン・チェースの CDS 問題

表 1 続き

年	イギリス		備考
	金融制度改革	内容	
1979 年	銀行法	銀行に対する規制・監督を自主規制やイングランド銀行による要請から法律へと明文化	
1986 年	イギリス・ビッグバン 金融サービス法	単一資格制度廃止、手数料の自由化、会員取得条件の緩和、新売買制度導入 証券投資委員会 (SIB) 設立	
1987 年	銀行法	イングランド銀行の監督権強化	
1991 年			BCCI 破綻
1995 年			ベアリングズ破綻
1997 年	財務省・イングランド銀行・金融サービス機構の了解覚書	財務省、イングランド銀行・金融サービス機構の 3 者による規制監督	
1998 年	イングランド銀行法	イングランド銀行の銀行監視強化	
2000 年	金融サービス市場法	金融サービス機構 (FSA) 設立	
2007 年			ノーザンロック破綻
2008 年	銀行法 (時限法)	ノーザンロック国有化などの処置に適用するための時限法	RBS とロイズ・バンキング・グループの政府による救済 G7 財務省・中銀総裁会議 G20 ワシントンサミット
2009 年	銀行法 (時限法の恒久化)	破綻処理制度の整備	G20 ロンドンサミット
2010 年			ギリシャ問題 G20 トロントサミット、ソウルサミット バーゼル銀行監督委員会、バーゼルⅢ公表
2011 年			G20 カンヌサミット
2012 年	金融サービス法	金融監督委員会 (FPC)、健全性機構 (PRA) 設立により FSA を二元化 イングランド銀行法の改訂により監視委員会を設置し監視体制を強化	

表1 続き

年	フランス		備考
	金融制度改革	内容	
1946年	銀行法	預金銀行、事業銀行、中長期信用銀行の3つに区分され業務分野、長短期金融の分離が行われる	フランス銀行、クレディ・リヨネ、ソシエテ・ジェネラル、国民商工銀行、国民割引銀行の国有化
1984年	新銀行法	上記の銀行区分の撤廃、監督機関の再編、ユニバーサル・バンク制度の明確化	
1988年	証券市場改革に関する法律 (フランス版ビッグバン)	証券取引所会員の法人化、会員に対する資本参加の自由化、監督体制の整備、再編	
1989年	同上	会員にブローカー業務、ディーリング業務、短期金融市場関連業務の兼業が認められる	
1991年	同上	地方証券取引所をパリ証券取引所へ統合	
1996年	金融業務近代化法	銀行の直接取引所取引への参加、金融市場評議会(CMF)を新設し証券取引委員会(COB)と共に証券分野の規制監督業務開始	
1999年	貯蓄および金融安全に関する法律	貯蓄銀行に関する法整備、預金保険制度の強化	
2001年	新しい経済規制に関する法律	金融機関の規制監督手続きの変更による規制監督の強化、役員報酬の公示、ストックオプションの公示	
2003年	金融安全に関する法律	金融規制監督機関の統合と再編、金融諸費者保護、会計制度の改善	
2007年			BNPパリバ、ファンドの解約凍結
			G7財務省・中銀総裁会議 G20ワシントンサミット
2009年			G20ロンドンサミット
2010年			ギリシャ問題 G20トロントサミット、ソウルサミット バーゼル銀行監督委員会、バーゼルⅢ公表
2011年			G20カンヌサミット
2013年	銀行業務の分離および規制に関する法案	銀行の預金業務と投資業務の分離、投資業務を子会社化へ移行	

表 1 続き

年	ドイツ		備考
	金融制度改革	内容	
1985 年	株式法	株式の種類や監査役の人選などを幅広く規定	
1990 年	第 1 次資本市場振興法	先物取引所の設立、取引所の電子取引、情報システムの導入	ドイツ東西統一
1994 年	第 2 次資本市場振興法	証券取引法の制定、連邦証券取引監督庁の設立、インサイダー取引規制強化	
1998 年	企業のコントロールと透明化に対する法律 (KonTraG) 第 3 次資本市場振興法	自社株買いの解禁、ストックオプションの簡素化、監査役と執行役の二層性に対する明確化 資本市場の利用の促進、投資家保護強化、投資信託の多様化、ベンチャーキャピタルの促進	
2001 年	資金調達を容易にするための法律	国際財務報告基準が認められる	
2002 年	統合された金融サービス監督に関する法律 (FinDAG) 透明化法・開示法 (TransPuG) 第 4 次資本市場振興法	連邦金融監督庁 (Bafin) 設立、単一の金融監督機関が全ての金融機関を監督 ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範の表明の根拠法となる (株式法 161 条に組み込まれる) 投資家保護と証券市場取引の活発化、証券市場活性化による経済成長と雇用の拡大	
2007 年			IKB 産業銀行破綻 州立銀行再編
2008 年			G7 財務省・中銀総裁会議 G20 ワシントンサミット
2009 年			G20 ロンドンサミット
2010 年			ギリシャ問題 G20 トロントサミット、ソウルサミット バーゼル銀行監督委員会、バーゼルⅢ公表
2011 年	金融機関再建・精算法	銀行の破綻処理の手続き	G20 カンヌサミット
2012 年	リーカネン報告 (欧州) 〔分離銀行法〕	預金業務銀行と投資銀行の分離を求める報告書、分離銀行法により対応	

表1 続き

年	日本		
	金融制度改革	内容	備考
1983年	商法	株主代表訴訟制度の整備	
1996年	日本版ビッグバン	外為法の改正、銀行と証券、生保と損保の業務の相互参入、間接金融から直接金融への転換を目標	
1999年	商法	株式交換、株式移転制度の導入	
2000年	会社分割制度の導入		
2001年	会社法（商法）	監査役の半数以上を社外取締役とすることを義務化（大会社） 金庫株の解禁	
2002年	会社法（商法）	委員会等設置会社か監査役設置会社の選択制 東証ルール：四半期財務情報の開示を義務化	
2004年		株式のペーパーレス化	
2006年	金商法	四半期報告書、内部統制監査制度導入 東証ルール：コーポレート・ガバナンス報告書の開示と提出	
2008年			G7 財務省・中銀総裁会議 G20 ワシントンサミット
2009年		東証ルール：上場会社に1名以上の独立役員の導入を要求	G20 ロンドンサミット
2010年		法制審議会会社法制部会が会社法制の見直しを開始	ギリシャ問題 G20 トロントサミット、ソウルサミット バーゼル銀行監督委員会、バーゼルⅢ公表
2011年			G20 カンヌサミット
2012年		バーゼルⅢに係る自己資本比率規制の告示一部改正を公表	

出所：著者作成

表2 国名と法の起源

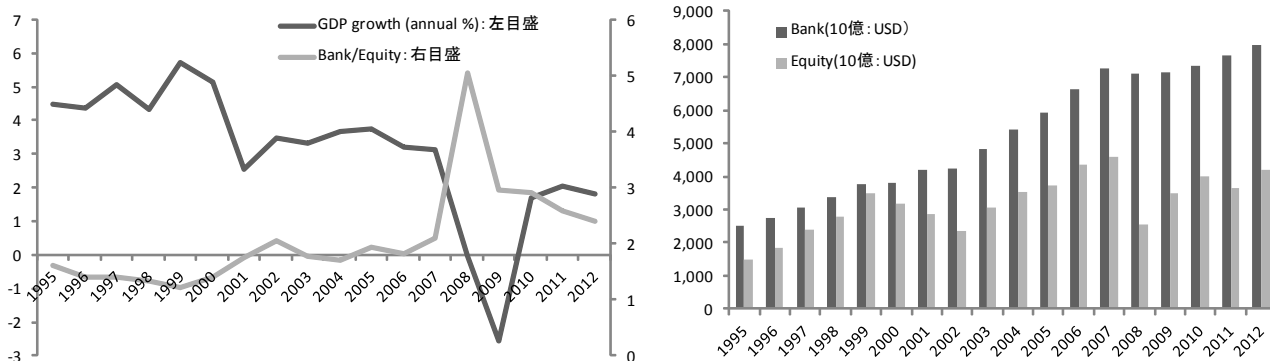
法の起源	国名
English	Australia(1873) , Canada(1830) , Ireland(1801) , New Zealand(1900) , United Kingdom(1832) , United States(1832)
French	Belgium(1887) , France(1811) , Greece(1822) , Italy(1870) , Netherland(1838) , Portugal(1867) , Spain(1829)
German	Austria(1862) , Germany(1900) , Japan(1899) , Switzerland(1907)
Scandinavian	Denmark(1905) , Finland(1917) , Norway(1915) , Sweden(1905)

法の起源と各国の分類は La Porta, Lopez-Silanes, Shleifer and Vishny (1998) に基づいている。

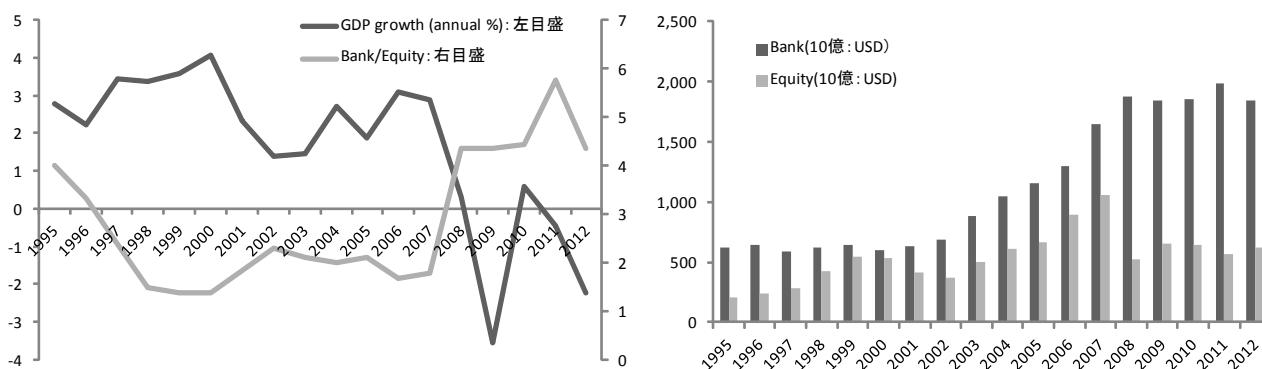
() は Berkowitz, Pistor and Richard (2003) に基づいた法の起源の導入完了時期である。

図1 各法の起源と金融市場

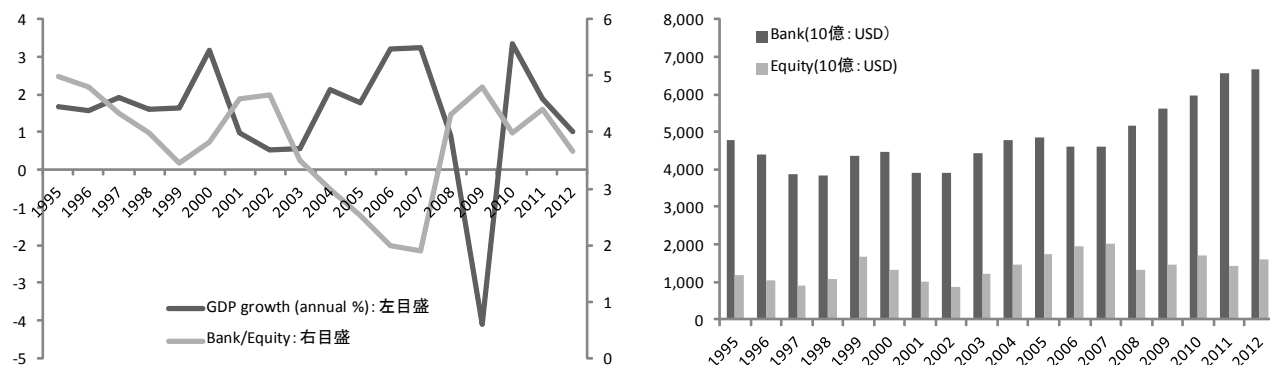
英国法起源



フランス法起源



ドイツ法起源



スカンディナヴィア法起源

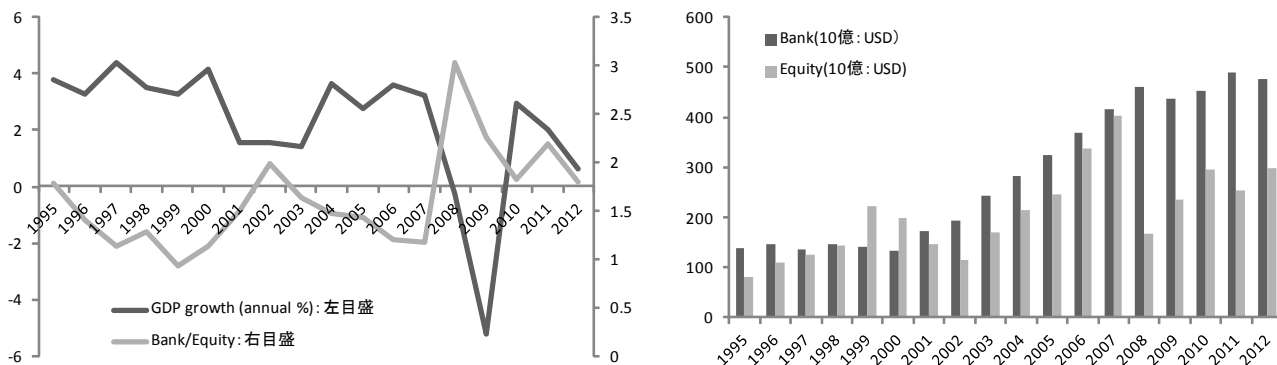


図2 GDPの成長率と金融構成の変化の経過

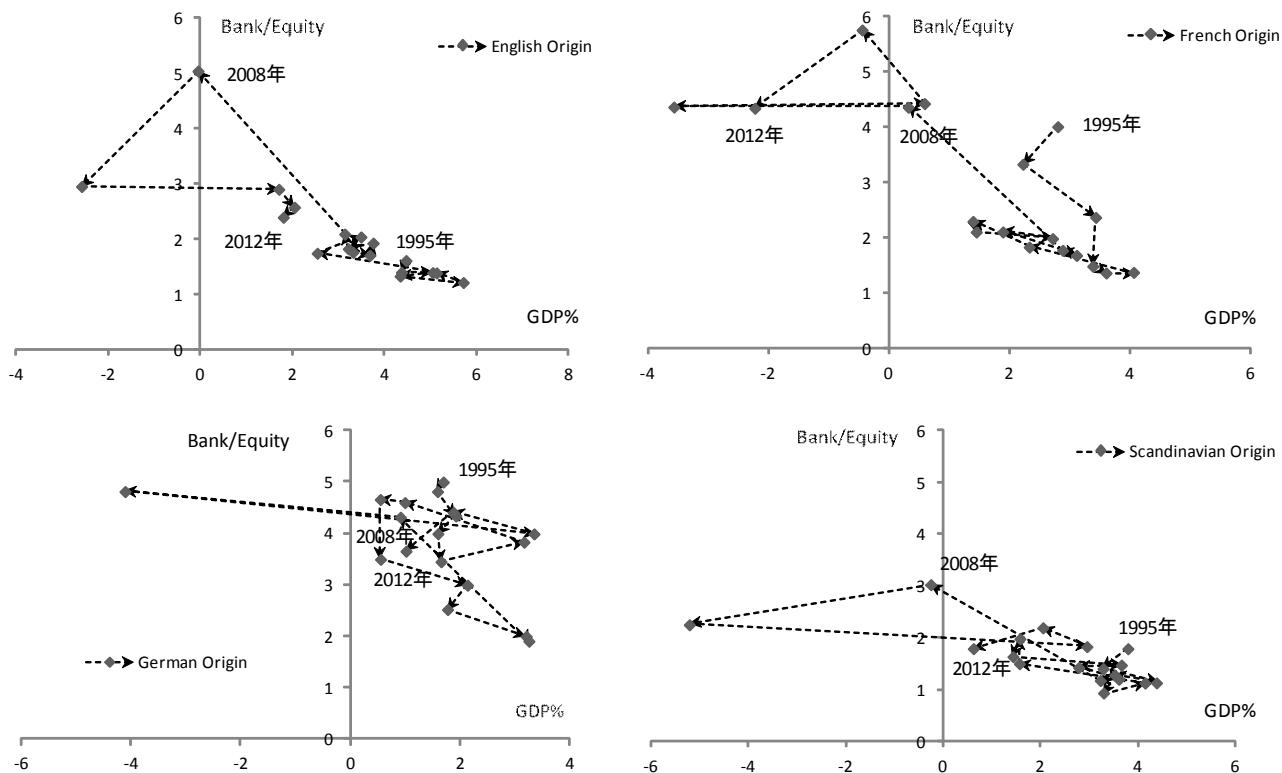


表 3 変数の定義

変数	概略	定義
<i>Growth</i>	GDP 成長率(%)	GDP_t (実質成長率) = $(GDP_t - GDP_{t-1}) / GDP_{t-1} \times 100$
<i>Bank/Equity</i>	銀行株式市場比率	銀行による民間信用供与額を株式市場時価総額で除したもの。
<i>Origin Year</i>	法の起源導入からの経過年	Berkowitz, Pistor and Richard (2003) に記載されている法の起源導入完了年からデータの対象とする年を期間とする年数の自然対数。
<i>Sample Year</i>	データが対象とする経過年数	1995 年から 2012 年までのデータにおける経過年数の自然対数。
<i>SD Bank</i>	銀行貸出の安定性	銀行による民間信用供与額の標準偏差。
<i>SD Equity</i>	株式市場の安定性	株式市場時価総額の標準偏差。
<i>Index</i>	株価インデックスの成長率 (%)	各国の S&P Global Index の前年比。
<i>Gross Capital</i>	総資本形成成長率(%)	総資本形成の前年比。
<i>Labor Force</i>	労働人口成長率(%)	労働人口の前年比。
<i>English</i>	イギリス法起源	イギリス法起源の国を 1 とするダミー変数。
<i>French</i>	フランス法起源	フランス法起源の国を 1 とするダミー変数。
<i>German</i>	ドイツ法起源	ドイツ法起源の国を 1 とするダミー変数。
<i>Scandinavian</i>	スκανディナビア法起源	スκανディナビア法起源の国を 1 とするダミー変数。
<i>Interest</i>	実質金利(%)	実質金利を使用。
<i>Inflation</i>	インフレ指標(%)	GDP デフレーターを使用。
<i>Unemployment</i>	失業率(%)	失業率を使用。
<i>Inflow</i>	海外直接投資流入分(%)	海外直接投資額 (フローベース、ネット金額) を GDP で除したもの。

表 4 記述統計量

	平均値	中央値	標準偏差	最大値	最小値
<i>Growth</i>	2.143	2.363	2.527	11.272	-8.539
<i>Bank/Equity</i>	2.573	1.891	2.020	13.200	0.215
<i>Origin Year</i>	4.863	4.860	0.268	5.352	4.357
<i>Sample Year</i>	2.021	2.249	0.780	2.890	0.000
<i>English</i>	0.286	0.000	0.452	1.000	0.000
<i>French</i>	0.333	0.000	0.472	1.000	0.000
<i>German</i>	0.190	0.000	0.393	1.000	0.000
<i>Scandinavian</i>	0.190	0.000	0.393	1.000	0.000
<i>SD Bank</i>	0.127	0.102	0.066	0.322	0.051
<i>SD Equity</i>	0.318	0.298	0.093	0.592	0.198
<i>Index</i>	9.423	11.799	29.149	138.575	-69.942
<i>Gross Capital</i>	5.394	6.176	13.499	44.880	-40.606
<i>Labor Force</i>	0.962	0.873	1.089	5.500	-2.230
<i>Interest</i>	4.054	4.190	2.703	12.701	-5.812
<i>Inflation</i>	2.035	1.971	1.974	15.651	-5.390
<i>Unemployment</i>	7.248	6.750	3.586	25.200	2.100
<i>Inflow</i>	0.039	0.023	0.052	0.364	-0.067
<i>Obs.</i>	378	378	378	378	378

1995 年から 2012 年までの 18 年間、21 カ国を対象としている。

表5 推計結果

	<i>Growth</i>		
	Random Effect		GMM
<i>Bank/Equity</i>	-0.304*** (-6.269)	-0.304*** (-6.269)	
<i>Origin Year</i>	2.891*** (4.091)	2.891*** (4.091)	4.045*** (2.351)
<i>English</i>	-0.529 (-1.105)	-0.575 (-1.386)	
<i>French</i>	-1.072** (-2.250)	-1.119*** (-2.814)	
<i>German</i>	0.046 (0.105)		
<i>Scandinavian</i>		-0.046 (-0.105)	
<i>Con.</i>	-13.392*** (-3.830)	-13.345*** (-3.764)	-26.266*** (-2.799)
<i>Control</i>	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES
Adj_R2	0.772	0.772	0.239
LM	29.912***	29.912***	—
Obs.	378	378	378

各モデルは変動効果モデルを用いて推計している。()内はt値を示す。

*, **, ***は各々10%、5%、1%水準で有意であることを表す。

変動効果モデルにおける *Control* には *SD Bank*、*SD Equity*、*Index*、*Gross Capital*、*Labor Force*、*Interest*、*Inflation*、*Unemployment*、*Inflow* を使用している。

GMM における *Control* には *Index*、*Gross Capital*、*Labor Force*、*Interest*、*Inflation*、*Unemployment*、*Inflow* を使用している。

操作変数には *Growth*、*Bank/Equity*、*SD Bank*、*SD Equity*、*Index* および *Year* を使用している。

表 6 推計結果

	<i>Bank/Equity</i>			
<i>Growth</i>	-0.367*** (-10.187)	-0.366*** (-10.166)	-0.404*** (-11.969)	-0.404*** (-11.969)
<i>Eng. × Origin Year</i>	0.274 (1.642)	-0.253* (-1.645)		
<i>Fre. × Origin Year</i>	0.302* (1.754)	-0.230 (-1.547)		
<i>Ger. × Origin Year</i>	0.589*** (2.759)			
<i>Sca. × Origin Year</i>		-0.561*** (-2.461)		
<i>Sample Year</i>			-0.254*** (-3.144)	-0.254*** (-3.144)
<i>English</i>			1.213 (1.448)	-1.334* (-1.768)
<i>French</i>			1.295 (1.513)	-1.252* (-1.726)
<i>German</i>			2.547*** (2.549)	
<i>Scandinavian</i>				-2.547*** (-2.549)
<i>SD Bank</i>	3.026 (0.638)	2.603 (0.527)	2.334 (0.494)	2.334 (0.494)
<i>SD Equity</i>	6.309** (2.271)	5.691** (2.011)	6.022** (2.189)	6.022** (2.189)
<i>Index</i>	-0.010*** (-3.345)	-0.010*** (-3.348)	-0.010*** (-4.421)	-0.010*** (-4.421)
<i>Con.</i>	-0.444 (-0.282)	2.502** (2.214)	0.602 (0.394)	3.150*** (2.936)
<i>Year</i>	YES	YES	2008,2009	2008,2009
Adj_R2	0.434	0.413	0.399	0.399
LM	54.067***	49.576***	49.106***	49.106***
Obs.	378	378	378	378

各モデルは変動効果モデルを用いて推計している。()内は t 値を示す。

*, **, ***は各々10%、5%、1%水準で有意であることを表す。

表7 推計結果

	<i>English</i>	<i>French</i>	<i>German</i>	<i>Scandinavian</i>
	<i>Bank/Equity</i>			
<i>Growth</i>	-0.365*** (-8.557)	-0.571*** (-8.920)	-0.155 (-1.334)	-0.142*** (-2.645)
<i>Sample Year</i>	0.024 (0.220)	-0.523*** (-3.056)	-0.580*** (-2.875)	0.000 (0.003)
<i>SD Bank</i>	-4.712 (-0.559)	-4.346 (-0.176)	-11.275 (-0.626)	-0.403 (-0.214)
<i>SD Equity</i>	8.295** (1.956)	3.851 (1.322)	44.050*** (12.739)	-6.028** (-2.254)
<i>Index</i>	-0.003 (-0.871)	-0.015*** (-3.153)	-0.017*** (-2.643)	-0.003 (-1.339)
<i>Con.</i>	1.201 (0.887)	4.189* (1.764)	-6.057*** (-3.149)	4.178*** (3.327)
<i>Year2008,2009</i>	YES	YES	YES	YES
Adj_R2	0.448	0.488	0.750	0.487
LM	23.921***	6.340***	11.689***	16.632***
Obs.	108	126	72	72

各モデルは変動効果モデルを用いて推計している。()内はt値を示す。

*, **, ***は各々10%、5%、1%水準で有意であることを表す。

6. 本研究のまとめとインプリケーション

6-1. 本研究のまとめ

これまで、法の起源が金融市場に影響を及ぼし、その金融市場への影響は企業のパフォーマンスの善し悪しを左右する一因となることを検証してきた。このような、Law and Finance の議論は各国のコーポレート・ガバナンスの相違に影響を与える一因として議論され、国際的に拡張した金融市場においても、画一的なコーポレート・ガバナンスに収斂するのではなく、各国の金融市場の多様性を確認する要因と認識されるようになる。このようなコーポレート・ガバナンスに多様性をもたらすと考えられる各々の法の起源が、どのような特徴を持つのかを法の起源の歴史的背景や比較法の観点から概観した。

法の起源を4種類、すなわちイギリス法起源、フランス法起源、ドイツ法起源、スカンディナヴィア法起源の国に分類し概観したところ、イギリス法起源では歴史的に証券市場の発展の基盤となる所有権やエクイティの思想、事情変更の原則を考慮したフラストレイション法理が存在している。フランス法起源では統一的な民法典であるナポレオン法典の存在が大きく、この民法典を解釈する作業に法曹関係が動いたため、裁判官の裁量の幅が狭くなる傾向を持つようになった。フランス法起源では変化の激しい証券市場というよりも、むしろ銀行取引のような長期的かつ安定的な金融市場が発展する素地をもっていると考えられる。ドイツ法起源は歴史的に統一的な国家を近代まで持っていなかった国としてのドイツの背景から統一的な法が強く望まれる環境にあった。したがって、ローマ法を継受することによって統一的な制定法の確立を目指した結果、イギリス法起源が重視する個人の自由を保証するという内容より、社会的な統一性が重視された。このような背景から、国の政策として銀行を中心とした企業グループを形成し、長期的かつ安定的な銀行取引を重視してきた経緯がある。スカンディナヴィア法起源は制定法の国ではあるが、慣習法的な側面も持つ。スカンディナヴィアではローマ法の継受が遅れた経緯もあり、確固とした統一法としての制定法は発展していない。したがって、発展する金融市場は慣習法の国と制定法の国の中間的な位置を占めると考えられる。

法の起源の相違によって発展する金融市場が銀行中心であるのか株式市場中心であるのかを概観した結果、イギリス法起源やスカンディナヴィア法起源の国では株式市場が比較的に発展しており、一方フランス法起源やドイツ法起源の国では銀行中心の金融市場になっている。このように、法の起源によって発展する金融市場が、銀行中心なのか株式市場中心なのかの相違が確認できるものの、その法の起源を各国がどのように継受したかによって金融市場の発展に差が出る。その要因として第1に考えられることは、植民地化による強制的継受である。植民地であった国は独立国と比較すると金融市場の発展は遅れており、また1国のパフォーマンスについても低い傾向にある。ただし、植民地であった国でも独立国と同様の金融市場の発展程度を示し、1国のパフォーマンスについても比較的高い国も

存在する。同時に、独立国であるにも関わらず植民地並みの金融市場とパフォーマンスしか持たない国も存在する。

これは、法の起源継受時に自国の内生的制度と適合させることが可能であったか否かに依存する。植民地でも法の起源と内生的制度を適合させることができた国では発展した金融市場や1国のパフォーマンスも良いものとなるのであろう。内生的制度とはある国で発生した商習慣や風習、およびその制度内で自然発生した法律などによらないルール、もしくはそうした拘束性のある環境や文化などを意味する。この内生的制度を考慮した上で、法の起源を適合させるように継受が行われた国は法の起源に対して馴染みがあるか、その法の起源に対して適応できる内生的制度を持っている。法の起源と内生的制度の適合性は当該国の金融取引に際して、継受された法の起源が国民に認知され、法の起源は内生的制度が持つルールを補完する役割を持つようになる。その結果、諸種の金融取引が長期的かつ安定的に行われ、発展することとなる。発展した金融市場では、企業の資金調達に関する契約に関しても、法の起源と内生的制度が適合しているため、法的な違約や事後的な紛争のようなコストがかかる不確定要素が減少する。すなわち、社会共通のコンセンサスのようなルールが不確定要素を減少させると同時に、情報の伝達が企業と金融機関の間において速やかに行われる環境を持っているということである。したがって、企業は比較的低いコストで資金を調達可能なため、幅広い投資の束から適切な投資を選択できる。検証の結果、法の起源と内生的制度が適合している国の企業はパフォーマンスが良く、さらに金融市場も発展していることが判明した。

次に、法の起源と内生的制度の適合性、もしくは法の起源が金融市場に影響を与える特色と、内生的制度としての金融市場が持つ特色との整合性が特に重要であることを議論した。整合性とは、法の起源が銀行取引に対して適合的である場合、銀行中心の金融市場を発展させていること、もしくは証券市場に対して適合的な法の起源である場合、証券市場中心の金融市場を発展させていることが、法の起源と金融市場の関係において整合的であり、かつ自然な状態であるとする考え方である。そこで、イギリス法起源とスカンディナヴィア法起源の国を株式市場中心とし、フランス法起源とドイツ法起源の国を銀行中心の金融市場と分類し、その金融市場の安定性によって金融市場の発展や企業のパフォーマンスに差が生じるかを分析した。金融市場の安定性は企業と金融機関との間に生ずる情報の伝達によってもたらされるものである。情報が企業と金融機関の間で伝達されている市場では、金融市場において長期的かつ安定的な契約が結ばれ、情報の伝達が結果として企業のパフォーマンスや金融市場の発展に良い影響をもたらす。

上記の諸分析は、過去に継受した法の起源の影響が現在まで継続しているとする経路依存性を仮定として置いている。つまり、法の起源を継受してから現在まで、新規に制定される法律が法の起源を前提として作成されているのか、もしくは法の起源の根源と異なった法律は内生的制度によって認知されないことを意味している。国際的な金融市場を持つに至った現在において経路依存性は確認できるのかという問題について議論を行なった。

国際的な金融市場の動向の影響を受けやすい先進国を対象に法の起源の継受時期からデータの対象とする時期までの時間を対象とし、その継受時期からの時間によって1国のパフォーマンスが変化するかを検証した結果、早期に法の起源を継受した国では1国のパフォーマンスは良いという内容であった。この結果は、早期に法の起源が継受された国では法の起源は内生的制度と時間をかけて適合してきた結果であると考えられる。金融資産構成の変化を観察すると早期に法の起源を継受した国では法の起源の特色に沿った金融市場をもつ。この結果は、イギリス法起源とスカンディナヴィア法起源の国では株式市場中心となり、フランス法起源やドイツ法起源の国では銀行中心の傾向を持つ。その影響が長い年月をかけてより一層適合することによって現在でも法の起源の特色に沿った金融市場が発展していると考えられる。すなわち、法の起源の経路依存性は存在する。ただし、データの対象とする比較的短期の間ではフランス法起源とドイツ法起源の国において国際的な金融市場の動向を受け株式市場が発展してきている。これらの結論から導出されるインプリケーションを次節に示す。

6-2. 本研究からのインプリケーション

本研究にて一貫して主張するインプリケーションは、法の起源自体は銀行中心か、株式市場中心かを分類する重要な要因となり得るが、金融市場の発展や企業のパフォーマンスに対してさほど影響を及ぼす要因ではないということである。つまり、法の起源が実体経済に影響を与える部分は歴史的経緯が持つ経路依存性から主要となる金融市場の決定要因の1つにはなるが、企業のパフォーマンスや1国のパフォーマンスを決定する直接的な要因とはならない。本研究では企業のパフォーマンスや金融市場の発展を決定する要因の1つとして法の起源と内生的制度の適合性や、法の起源の持つ特徴と主要な金融市場の整合性および安定性が重要であることを主張するものである。すなわち、法の起源を完全に外生的に決定される変数と捉えるのではなく、内生的制度との関係から外生的に決定される要因の1つと捉える必要があるであろう。例えば、完全に外生的に決定される変数として法の起源を捉えれば、イギリス法起源の国は全ての国で株式市場を発展させ、企業も良いパフォーマンスであると各国の事情を考慮することなく一律に決まってしまう。内生的制度との関係から考慮すれば、例えば、同じイギリス法起源の国でも適合性や整合性によって企業のパフォーマンスは異なるし、金融市場の規模についても整合性や安定性によって異なった結果となる。同じ法の起源であっても内生的制度との適合性や整合性および安定性を分析することによって、各国のコーポレート・ガバナンスの多様性として現れる部分もあるであろう。したがって、コーポレート・ガバナンスの方法論についても画一的な収斂をもたらすものではなく、各国間で多様性がもたらされる1因になると考える。

本研究のインプリケーションをまとめると、法の起源と内生的制度が適合している国もしくは整合的な国では企業と資金提供者の間の情報の偏在や制度的な齟齬が小さいため、

金融市場が安定し、さらに金融市場が発展しており、その金融市場の発展が企業のパフォーマンスを高いものとするという結論である。すなわち、法の起源と内生的制度の適合性や整合性が、制度的補完性に影響を与えるという内容である。

また、各法の起源において経路依存性が確認されたが、国際的な金融市場の動向という圧力によりフランス法起源やドイツ法起源の国では金融資産構成において短期間の間に制度変化が生じている。フランス法起源やドイツ法起源の国における制度変化は、元々銀行中心であった金融市場に株式市場の発展を促す政策を金融市場に導入してきた結果であると考えられる。したがって、制度変化の時期には内生的制度との適合性についても制度変化に合わせて変化していかなければならない。しかし、一般的に内生的制度の変化は法律の変化に対して速度が遅いとされている。上記の議論が画一的に言えるのかは明確ではないが、制度変化は内生的制度の変化の様子を良く観察し、議論された上で行うことが政策上、必要になってくるのではないかと考える。

6-3. 残された課題

本研究において残された課題の1つに、法の起源と内生的制度が適合できなかった国は、そのまま適合できないのであろうか、また適合しているとされる国における政策変化によって制度変化が生じ、内生的制度と適合しなくなる可能性はないのかという分析が残された課題として挙げられる。強固な経路依存性を前提とすれば、上記のような問題については法の起源と内生的制度が適合できなかった国は、そのまま適合できないであろうし、制度変化による内生的制度との適合性の変化は生じないこととなる。確かに、発展途上国が即座に法の起源と内生的制度を適合させ先進国へと転身することが難しいと同様に、ある一定の経路依存性は存在するのであろうが、この経路依存性がどの範囲まで影響を及ぼすものなのか、またどの程度の期間を以て変化することになるのかを分析することが残った課題となるであろう。

また、上記と関連した残された課題としては、将来的に新しく生産される法と内生的制度とを適合させていく為には、何がどのように為されることが必要なのであろうかという要因を明らかにすることが必要なのではないかと考える。具体的に法の起源の如何なる部分と金融市場の如何なる部分が適合し、整合すれば、法の起源別に分類された主要な金融市場が安定するのであろうかという本質的な疑問が残るということである。このような条件は、各国の環境ごとに異なると考えられるが、これらを明らかにすることが残された課題である。

法の起源と金融市場の関係が企業のパフォーマンスに与える影響について
—Law and Finance の議論を中心に—

【参考文献】

- Albert, Michel , *Capitalisme Contre Capitalisme*, Paris, Seuil, (1991)
 ミシェル・アルベール、小池はるひ訳『資本主義対資本主義』竹内書店新社、1992年
- Aoki, Masahiko, *Corporation in Evolving Diversity: Cognition, Governance, and Institutions*, Oxford University Press, (2010)
 青木昌彦、谷口和弘訳『コーポレーションの進化多様性－集合認知・ガバナンス・制度－』NTT出版、2011年
- Aoki, Masahiko, *Towards a Comparative Institutional Analysis*, Massachusetts Institute of Technology, (2001)
 青木昌彦、瀧澤弘和、谷口和弘訳『比較制度分析に向けて』NTT出版、2003年
- Bebchuk, Lucian Arye and Mark J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance” *Stanford Law Review*, 52, (1999) pp. 127-170.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, “Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?”, *Journal of Comparative Economics*, 31, issue 4, (2003), pp. 653-675.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, “Law and Firms’ Access to Finance”, *American Law and Economics Review*, 7, (2005) pp. 211-252.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, Ross Eric Levine, Martin Cihak and Erik H. B Feyen “A New Database on Financial Development and Structure”, The World Bank, updated (2013) April.
 URL:<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20696167~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html> (2013年6月閲覧)
- Berkowitz, Daniel, Katharina Pistor and Jean-Francois Richard, “Economic Development, Legality, and The Transplant Effect”, *European Economic Review*, 47, (2003) pp. 165-195.
- Charkham, Jonathan and Anne Simpson, *Fair Shares*, Oxford University Press, (1999)
 ジョナサン・チャーカム、アンネ・シンプソン、奥村有敬訳『株主の力と責任』日本経済新聞社、2001年
- Coffee, John C. Jr., Future “As History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications”, *Northwestern University Law Review*, 93, (1999a) pp. 641-708.
- Coffee, John C. Jr., “Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure”, *Journal of Corporation Law*, 25, (1999b) pp. 1-39.
- Demirgüç-Kunt, Asli and Ross Levine (eds), *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, MIT Press

- (2001),
- Ergungor, O.Emre, “Market- vs. Bank-based Financial Systems: Do Rights and Regulations Really Matter?” *Journal of Banking & Finance*, 28, 12, (2004) pp. 2869-2887
- Greif, Avner, *Institution and the Path to the Modern Economy: Lesson from Medieval Trade*, Cambridge University Press, (2006)
アブナー・グライフ、岡崎哲二、神取通宏監訳『比較歴史制度分析』NTT 出版、2009年
- Hall, Peter, A., and David Soskice, *Varieties of Capitalism: Institutional Foundation of Comparative Advantage*, Oxford University Press, (2001)
ピータ・A・ホール、デヴィット・ソスキス、遠山弘徳、我孫子誠男、山田鋭夫、宇仁宏幸、藤田菜々子訳『資本主義の多様性：比較優位の制度的基礎』ナカニシヤ出版 2007年
- Hansmann, Henry, and Reinier Kraakman. "The End of History for Corporate Law", *The Georgetown Law Journal*, 89 (2001) pp. 439-468.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, “What Works in Securities Laws?”, *Journal of Finance*, 61, (2006) pp.1-32.
- La Porta, R., F. Lopez-de Silanes and A. Shleifer, “The Economic Consequences of Legal Origins”, *Journal of Economic Literature*, 46 (2007) pp. 285–332.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance*, 52, (1997) pp. 1131-1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106, (1998) pp. 1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 58, (2000) pp. 3-27.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, “Investor Protection and Corporate Valuation”, *Journal of Finance*, 57, (2002) pp.1147-1170.
- Levine, Ross, “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?” , *Journal of Financial Intermediation*, 11-4, (2002) pp. 398-428.
- Miller, Jonathan, M., “A Typology of Transplants; Using Sociology, Legal History and Argentine Examples to Explain the Transplant Process”, *The American Journal of Comparative Law*, 51, (2003) pp. 839-885.
- North, C. Douglass, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, (1990)
ダグラス・C・ノース、竹下公視訳『制度・制度変化・経済成果』晃洋書房、1994年
- Roe, Mark, J., *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context*,

Corporate Impact, Oxford University Press, (2003)

Roe, Mark, J., “Legal Origins, Politics, and Modern Stock Markets”, *Harvard Law Review*, 120-2, (2006), pp. 460-527.

World Bank, Indicators Data.

URL: <http://data.worldbank.org/indicator> [2014年7月閲覧]

青木昌彦『経済システムの変化と多元性ー比較制度分析序説ー』東洋経済新報社、1995年

五十嵐清『比較法ハンドブック』勁草書房、2010年

池尾和人、財務省財務総合政策研究所編著『市場型間接金融の経済分析』日本評論社、2006年

木下信行『銀行の機能と法制度の研究』東洋経済新報社、2005年

宍戸善一『動機付けの仕組としての企業ーインセンティブ・システムの法制度論ー』有斐閣 2006年

滝沢正『比較法』三省堂、2009年

高田太久吉「ヴァルター・オイケンの経済政策論についての覚書」『商学論纂』第46巻第3号、中央大学商学研究会、2005年

田中成明、竹下賢、深田三徳、亀本洋、平野仁彦『法思想史』（第2版）有斐閣、1988年

柳川範之『法と企業行動の経済分析』日本経済新聞社、2006年

渡部亮『アングロサクソン・モデルの本質ー株式資本主義のカルチャーー貨幣としての株式、法律、言語ー』ダイヤモンド社、2003年