

氏名 (生年月日)	富田 洋介 (1978年12月1日)
学位の種類	博士 (金融学)
学位記番号	商博甲第067号
学位授与の日付	2015年3月19日
学位授与の要件	中央大学学位規則第4条第1項
学位論文題目	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—
論文審査委員	主査 市村 誠 副査 高橋 豊治・宇野 典明・根本 忠宣

## 内容の要旨及び審査の結果の要旨

### I. 本論文の研究テーマと分析方法

#### 1. 問題意識と背景

富田洋介氏より提出された本論文のテーマは、一国の法の起源 (Legal Origin) と内生的制度の関係がその国の金融市場の発展や企業のパフォーマンスに影響を及ぼすのか、もし及ぼすとすればいかなる影響を及ぼしうるかについて検討することにある。このようなタイプの研究はファイナンス研究の中でも、とりわけ法律や制度とファイナンスの関係を取り扱う Law and Finance とよばれるカテゴリーに分類される研究領域である。

この領域は、1990年代以後、幅広い多くの研究分野においてコーポレート・ガバナンスにかんする研究が隆盛となるとともに発展し、以来貴重な多くの研究が蓄積されてきた。コーポレート・ファイナンスの分野における議論の多くは、企業のパフォーマンスとコーポレート・ガバナンスを関連づける研究である。コーポレート・ガバナンスを機能させる要因の特定と効果、いかなるガバナンス・システムが優れているか等のガバナンス・システム比較論、さらに最適なガバナンス・システムはユニークなのか多様であるのかというガバナンス・システムの収斂論・多様性論などが、企業のパフォーマンスと関係づけ議論されている。コーポレート・ファイナンスの見地では、情報の非対称性、経営者と資金提供者たる株主と債権者との間のエージェンシー・コスト、エージェンシー問題 (過大投資・過小投資問題)、経営者のモラルハザード等をキーワードとしたコーポレート・ガバナンスと企業のパフォーマンスが議論の中心となっている。

また他方で制度面からも、様々な国のガバナンス・システムの類型化: アングロ=サクソン型 (英米型)、ライン型 (ドイツ型、日本型) などと、そのシステムの有効性や優位性、加えてガバナン

ス・システムは収斂するのか多様化するのかについても議論されているものの結論については必ずしも明確ではない。現実には、様々な国におけるガバナンス・システムは、法・制度の改正：会社の機関設計や内部統制システムの変更・強化を含む商法・会社法といった法律の改正から、証券取引所のルールや監査・監視ルールの変更，コーポレート・ガバナンス・コードやコーポレート・ガバナンス・コードブックといった法律によらない内生的な制度によるシステムの構築・刷新を受け変化している。

果たして規範的なガバナンス・システムは存在し、いずれの国、いずれの企業もいずれはそのガバナンス・システムに収斂するのであろうか。それともガバナンス・システムには多様性がありそれぞれの特徴や要因により複数のガバナンス・システムが選択されるのであろうか。それはファイナンス的にはある種の Puzzle であるといえるかもしれない。

富田氏による本研究は、この Puzzle を解く鍵として、ある国に継受 (Reception) されそれ以降制定される法の源となる「法の起源 (Legal Origin)」と、その法を起源としない内生的制度 (商習慣や風習, 自主ルール) の関係性に着目している。その関係性が「適合的」あるいは「整合的」であれば、自ずとその国にふさわしいガバナンス・システムや、金融市場が発達し、その環境が企業のパフォーマンスに影響を及ぼすとの主張であると解する。

## 2. 方法論

本研究の議論はファイナンス, コーポレート・ガバナンス, 比較法学にまたがるものであるため、まず法の起源および法の起源と内生的制度の関係性を議論する代表的な Law and Finance の先行研究を取り上げ検討を加え、さらに法律的な側面からのアプローチを重視し比較法学の側面から法と制度についての概念、歴史について議論の検討を行っている。それらの検討の後、本研究の課題である法の起源と内生的制度の関係が一国の企業のパフォーマンスや金融市場の発展にどのような影響を及ぼすかについて実証的に研究を行っている。

なお、実証分析に際し利用したデータは 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、中央銀行に公表されているデータで補われている。

### II. 本論文の構成

本論文の構成は以下の通りである。

#### 第 1 章 はじめに (本研究の問題の所在と研究方法)

- 1-1 本研究の目的
- 1-2 研究課題とアプローチおよび本研究の課題
- 1-3 本研究の構成

#### 第 2 章 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
- 2-2 法の起源からのアプローチ
- 2-3 法の起源について
- 2-4 法の起源と法の継受
- 2-5 法の起源とパフォーマンス
- 2-6 本章の結論
- 第3章 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
  - 3-2 金融市場のモニタリングと企業の資金調達
  - 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
  - 3-4 モデルとデータ
  - 3-5 推計結果
  - 3-6 本章の結論
- APPENDIX
- 第4章 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
  - 4-2 法の起源と金融市場
  - 4-3 法の起源と金融市場の安定性
  - 4-4 モデルとデータ
  - 4-5 推計結果
  - 4-6 本章の課題とインプリケーション
- 第5章 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
  - 5-2 金融市場の動向と法の起源
  - 5-3 経路依存性と制度変化
  - 5-4 法の起源と金融市場の変化
  - 5-5 法の起源と経路依存性, 金融制度の変化
  - 5-6 推計結果
  - 5-7 本章の結論
- 第6章 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
  - 6-2 本研究からのインプリケーション
  - 6-3 残された課題

### III. 本論文の内容

第1章 「はじめに（本研究の問題の所在と研究方法）」では、本研究の目的、研究課題とアプローチ、本論文全体の構成を提示している。すなわち、本論文全体を通じたテーマは、一国の法の起源（Legal Origin）とその国の内生的制度の関係性の如何がその国の金融市場発展や企業のパフォーマンスに影響を及ぼすか否かについて検討することである。そしてもし及ぼすとすれば、いかなる影響を及ぼしうるかについて解明することである。

まず分析の対象となる国を法の起源ごとに、イギリス法起源、フランス法起源、ドイツ法起源、スκανディナビア法起源の4種類に分類している。それぞれには、その法のまさに起源である国（Origin）、その法の起源である国から独立した国、植民地であった国が含まれる。分類された国のうち、それぞれ起源である国以外の国は、いずれかの時期に当該起源の法を「継受（Reception）」したとし、それぞれの国において継受された法（の起源）が本来それぞれの国に備わっている内生的制度と「馴染み深いもの（Familiarity）」である、あるいは継受された法に順応させる（富田氏は変化させると表現している）ことができるならば、その国は法の起源を内生的制度に「適合（Adaption）」させることができたと捉える。なお、法の起源（Legal Origin）が示唆する法は、各国の憲法や商法などの基幹となる重要な法であり、その法が立法された時期を起源として捉まえる。内生的制度は、当該国の商習慣や風習のようにその国の制度内で自然発生的に生じたもので法律によらないルールもしくは環境や文化であるとしている。

以上を前提に、以降富田氏の議論が進められる。

第2章「Law and Financeの議論についての変遷と比較法」においては、まず最初に本論文のテーマである各国の法の起源や制度とパフォーマンスに関連する分野として、制度経済学、Law and Finance、比較法学を取り上げ、それぞれのアプローチごとに先行研究のサーベイを行っている。それにより知識・知見の蓄積と問題意識の構築や論点の整理が行われる。

制度経済学の先行研究においては、コーポレート・ガバナンスの収斂性と多様性の議論に着目している。多様化するコーポレート・ガバナンスの制度のもとで異なるコーポレート・ガバナンスによって各国の経済的パフォーマンスに差がないことを見いだしている。

Law and Financeの議論においては、代表的なLa Porta, Lopez-Silanes, Shleifer and Vishny (1997, 1998, 2000, 2002)（以下LLSV）およびLa Porta, Lopez-Silanes and Shleifer (2007)の主張する「法の起源が制度的な相違を生み、ひいては資本主義のタイプさえ規定する」とする研究と、Berkowitz, Pistor and Richard (2003)やBeck, Demirgüç-Kunt and Levine (2005)のように法の起源それ自体ではなく、法の起源と内生的制度のような関連する諸要因の関係が実体的な制度やパフォーマンスに影響を与えることを主張する研究が存在していることを見いだしている。富田氏は本研究において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つであると捉えるとする。

比較法学においては、五十嵐（2010）により議論される「法の継受（Reception）」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、より具体的には、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とされる。法の継受は強制的継受と自発的継受に分けられ、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とする。

富田氏は比較法において議論されるこの「法の継受」と先述の Law and Finance で議論される法の起源と内生的制度の「適合性」の議論、すなわち「自発的継受と適合」および「強制的継受と不適合」に共通性を見いだした。

以上を踏まえて富田氏は、サンプルとして提示した 48 カ国について、起源となる国 (Origin) , 独立国 = 「自発的継受と適合」と旧植民地国 = 「強制的継受と不適合」との単純な図式のもとに分類し、労働者一人あたり GDP, 労働者一人あたり銀行の民間信用供与額, 労働者一人あたり株式市場の時価総額, 法の執行力について、それぞれの法の起源の分類別、独立国、植民地に別ごとに差異の有無を分析している。その結果、一意に差異が存在するとはいえないものの概ね有意な結果を見ている。特筆すべき結果は、分析された各国の主要な金融市場のタイプ (資金調達源泉: ファイナンス・モードが銀行借入か株式市場か) が、継受された法の起源別に同一であるということである。直感的ではあるが、このことによって法の起源が一国の主力となる金融市場のモードに影響を与える可能性を示唆している。

第 3 章「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」では、まず柳川 (2006) のモデルをもとに第 2 章で分類したイギリス法起源、フランス法起源、ドイツ法起源、スκανディナビア法起源 4 つの法の起源を有すると考えられる 48 カ国について、法の起源の種類、適合性、継受のタイプについて分類を行っている。適合性については Berkowitz, Pistor and Richard (2003) の定義に従い、「適合」=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」のあるものとし、その分類のもと、実証分析を行っている。その結果、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要因として存在することを示唆する結果を得ている。

第 4 章「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」では、富田氏は「整合性」という概念によって法の起源と内生的制度の関係を説明しようと試みている。法の起源と金融市場のタイプ (ファイナンス・モードと称す) には関連があり、法の起源と親和性が高い (富田氏は「整合的」とよんでいる) ファイナンス・モードは親和性が低い国のファイナンス・モードと比べ安定する。安定したファイナンス・モードはそのモードによる金融市場の発展と正の相関があり、そのモードによる金融市場の発展が当該国の企業のパフォーマンスを高めると主張し、それを実証的に検証しようと試みている。この「整合性」という指標は、これまで基準としてきた Berkowitz et al. (2003) による「適合」 (受容性: Receptive) および「不適合」 (非受容性: Unreceptive) とは異なる概念であるが、「適合」が生み出すとされるファイナンス・モードの「安定性 (Stable)」と「不適合」がもたらすファイナンス・モードの不安定 (Unstable) は、類似した結果をもたらすことは注目に値する。すなわちイギリス法起源とスκανディナビア法起源の国では株式市場中心で、ドイツ法起源フランス法起源の国では銀行中心の金融市場が発展し、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、それぞれ主となるファイナンス・モードの金融市場は安定する。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いかに関与を及ぼすのかを検証するものである。実証分析の結果、法の起源ごと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と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示唆している。

第5章「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」では、その国において法の起源が継受されてから、今日に至るまで影響力が持続しうるものなのか、実際に持続しているのかについて、「経路依存性」という概念を用いて議論し、検証している。一国に法に関する経路依存性が存続しているならば、起源となる法を継受してから今日まで新規に制定される法律はすべて起源となる法を前提として策定されるか、もしくは継受した法とは異なる特徴を持つ内生的制度によって認知されずに消滅することを意味する。

本章では国際的な金融市場を持つに至った今日においても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っている。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一国のパフォーマンスの成長率が変化するかを検証することにより経路依存性の存在を間接的に論証しようとしている。結果、早期に法の起源を継受した国では一国のパフォーマンスの成長率は高いという内容であった。また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ことを見いだす。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、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。ただし、データの対象とする比較的短期の間において、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。継受された法の起源は、いずれにおいても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点も観察されている。

第6章「本研究のまとめとインプリケーション」においては本論文の総括がなされている。冨田氏による本論文の総括は、第一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。第二に、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のは、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。

最後に論文において残された課題として、具体的に法の起源のいかなる部分と内生的制度のいかなる部分が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明らかではないことを挙げ本論文を締めくくっている。

#### IV. 本論文の評価すべき点と残された課題

##### 1. 評価すべき点

第2章に関して、富田氏の貢献は制度経済学、Law and Finance、比較法学の各分野の先行研究を丹念にサーベイすることにより法の起源と法の継受に関する概念の整理を行ったことであろう。制度経済学、Law and Finance、比較法学においてそれぞれ議論されている概念を抽出し、それぞれの議論から「法の継受」に関する強制的継受と自発的継受の分類と、法の起源に関する宗主国(Origin)、独立国、旧植民地への法の適合性の関係に共通部分を見出したのである。その上で、表2に示すように分析対象とする48カ国が法の起源および法の継受の状況によって分類されている。

第3章に関して、富田氏の貢献は、第一に一国の法の起源(Legal Origin)となる法が採択された後、その法と内生的制度が適合している国では企業の「現在の」パフォーマンスが高いという関係を検証したことにある。付随して、情報の開示が進んでいる(その意味でモニタリングに有効な制度を有している)ことも、企業の「現在の」パフォーマンスに正の効果を与える結果を得ている。

第二に、富田氏は分析においては労働者一人当たりの銀行の貸出残高および労働者一人当たりの株式市場規模を金融市場規模と称しているが、その金融市場規模について法の起源と内生的制度の適合の係数は正で有意であることから、法の起源と内生的制度が適合している国の金融市場は大きいとし、さらに情報の開示が進んでいる(その意味でモニタリングに有効な制度を有している)ことも効果があることを検証した。これを以て富田氏は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、情報開示機能が高い国では金融市場が発展しているとしている。

ところが、法の起源分類自体と企業のパフォーマンスの影響を検証したところ、イギリス法起源の国とフランス法起源の国では係数はすべてマイナスで有意、ドイツ法起源とスカンジナビア法起源の国ではマイナスの関係を持つもしくは有意ではないという結果を得ている。これはLa Porta et al. (1998, 2000, 2002)による法の起源が(少数株主保護の程度に影響を与え)、1国のパフォーマンスに影響を与えるとの主張を否定し、Berkowitz et al. (2003)が主張する、法の起源そのものが重要なのではなく、「適応(Adaptation)」させることができたのかが重要であるとの主張を支持する結果となっている。これは富田氏がLa Porta et al. (1998, 2000, 2002)やBerkowitz et al. (2003)らがこれまで積み重ねてきた先行研究を一部援用し最新のデータを用い分析を行った結果得られた貢献である。

最後に本章前段は、柳川(2006)のガバナンス・モデルに情報の非対称性とモニタリングの関係を付加した富田氏のモデルであることを付言しておく。

第4章に関して、第一に、第2章で議論した比較法学の見地からすると、起源となる法(Legal Origin)にはその法の起源の性質や特徴によって適し機能する制度が存在するとされる。この議論を金融市場にあてはめると、起源となる法(Legal Origin)には適するタイプの金融市場(ファイナンス・モード)が存在するという仮説となる。この議論を実証分析によって検証している。結果、慣習法の特徴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ジ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とされる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となる結果を得、想定した通りの結果となっている。

第二に、多くの先行研究が依拠している Berkowitz et al. (2003) の議論においては、法の起源と各国の制度「適合」、「馴染み」によって法を受容性を分類しそれを基準に分析が行われてきたが、本章で富田氏は「適合」や「なじみ」にかわり「整合性」という概念を提示し議論を進めている。従来「適合」や「なじみ」が法を継受する際に法と内生的制度の関係をうまく構築する決定要因とされ、富田氏自身も本論文第3章においてそれが主要な要因として結論づけてきたが、本章では「整合性」という概念を新たに提示することで、法の起源と内生的制度の関係を説明しようと試みている。たとえば起源となる法の性質が銀行取引に適しているならば、その国は銀行中心の金融市場を発展させ、株式市場に適した法の起源であれば株式市場が発展させる、そのような状況が実現するのは起源となる法とそのファイナンスモードが「整合的」であるからであるとしている。さらに「整合的」とされるモードの金融市場は安定すると議論を展開しているが、この点については議論の余地を残している。

第三に、金融市場の安定性について注目している。富田氏は従来の議論のベースとなっている「適合」に代わる概念として「整合性」という概念を提示したが、それにより、法の起源とその国のファイナンス・モードである金融市場との「整合性」の有無が金融市場の安定性に影響を及ぼす。主要な金融市場が安定していればそのモードの金融市場は発展する。さらに金融市場が発展していれば企業のパフォーマンスが高くなるという議論を試みようとしている。そのため、「安定性」という概念を用い、第2章で分類したサンプル48カ国を「安定 (Stable)」と「不安定 (Unstable)」に分類整理している (表6参照)。

実証による推計結果ではなく論理を尊重するならば、その分類の標記は「整合」、「不整合」の方が適切であると考えられるが、表2の標記を尊重するならば、その分類は Berkowitz et al. (2003) による「適合 (Receptive)」と「不適合 (Unreceptive)」の分類とは異なる結果をもたらしている点に注目を要する。とりわけ旧植民地国で、起源となる法を強制的に継受した国々で相違が目立ち、強制的継受＝不適合 (Unreceptive) という単純な図式とは異なる示唆を得ているところは興味深い。またスカンディナビア法起源の国々では起源 (Origin) の国であっても「安定 (Stable)」と「不安定 (Unstable)」に分かれる。この法起源のサンプルは4カ国しかないため、富田氏の分類方法にははそぐわないのかもしれない。

実証分析の結果は、整合的と分類されたファイナンス・モードの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 (プラスの関係) 傾向があることが示された。また、金融市場の安定性は企業のパフォーマンスに寄与すると、氏の仮説を裏付ける結果を得ているが、議論に問題もある。産業が成熟している国家ではファイナンス・モードのいかに関わらず相対的に金融市場は安定しており、そのような国でビジネスを行っている企業には安定的に資金が供給されるであろうから金融市場は発展し、企業のパフォーマンスは相対的に高くなる。また、成熟している国では市場におけるダウンサイドリスクも相対的に小さいであろうという論理を否定できない点が指摘される。



第5章において、富田氏が議論しているのは経路依存性の存在についてである。法の継受から現在時点までの時間は国によって異なるが（第2章の表1に各国の独立年＝継受年が付される）が、総じて相当に長い期間である。その年月を通じての法の起源と内生的制度の適合性の関係は維持されるのか、効力は一定であるのかについては議論を進める上で重大な問題である。もとより、その全期間について実証分析に耐えうるデータを確保することはあたわないのである。現実には富田氏は利用可能な期間のデータ（1995年－2012年）を対象に分析を行っている。主要な先行研究である 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、その関係性は維持され効力は持続する、いわゆる経路依存性が存在することを前提として議論・分析がなされている。本稿においても分析は、この経路依存性の存在を前提に法の起源と内生的制度の関係性は継受当初から現在に至るまで維持され、効力は持続することを前提に行われていた。富田氏は、本章でその経路依存性の存在を実証的に明らかにしようとした。先行研究の多くが経路依存性の存在による関係性の維持と効力の永続性を所与として議論していることを鑑みると、この検証にチャレンジしていることはまず富田氏の大きな貢献といえよう。検証の結果、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見いだしたとしている。またファイナンス・モードについても、イギリス法起源の国やスカン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り、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、近年までファイナンス・モードに関する経路依存性を保っていると考えられるとの結果を得ている。以上より富田氏の分析において対象となる国では法の起源と内生的制度の関係性について、およびそのファイナンス・モードについて経路依存性が存在することを示唆している。これは経路依存性の存在を示唆するだけでなく、富田氏の本稿の経路依存性を前提とした研究方法、すなわち直近のデータを用いた実証分析によって法の起源と内生的制度の適合性についての検証が方法として妥当であることを支持することにもなっていると思われる。

## 2. 本論文に残された問題点

本論文は、これまで論じてきた通り、きわめて新鮮な研究であり、富田氏の主張および分析枠組みは Law and Finance や経営学を含めたコーポレート・ガバナンスの研究分野に重要な論点を提示する示唆に富んだ研究であるといえよう。とはいえ、さらに精緻な研究にするためには次のようないくつかの課題があると考えられる。

理論的な面での課題としては、次のような点を指摘しておきたい。

第一に、富田氏による本研究は、ある国に継受 (Reception) され「法の起源 (Legal Origin)」となる法と、その法を起源とせず存在する内生的制度 (商習慣や風習, 自主ルール) の関係性に着目し、その関係性が「適合的」あるいは「整合的」であれば、金融市場の発達や企業のパフォーマンスに影響を及ぼすとの主張であるが、その背景には自ずとその国にふさわしいガバナンス・シス

テムが構築される、法の起源と内生的制度の「適合」あるいは「整合」により良好なコーポレート・ガバナンス・システムがオートマティックに醸成される結果として金融市場の発達や企業のパフォーマンスに影響を及ぼすとの論理となっているはずである。しかしながら本研究の到達点としては影響・効果の分析にとどまり、コーポレート・ガバナンス・システムのメカニズムとの関係や影響については直接的には言及されなかったように思われる。今後その解明が待たれるところである。

第二に、第3章、第4章における法の起源と内生的制度や金融市場の不適合や不整合によって生じる非効率性に関して、また第3章における柳川モデル（2006）を援用した改良についても、情報の非対称性を導入し情報の経済学における非効率性の論理によって説明を試みている。はたして情報の経済学の論理のみでこの問題が過不足なく議論ができるかどうか吟味する余地がある。情報の非対称性の議論からすると、企業のいわゆる過小投資・過大投資問題の解消により本来あるべき企業価値への回復は図られるものの、金融市場を含めた「発展」の議論には直接には繋がらない可能性があるからである。

第三に、本研究は基本的にはコーポレート・ファイナンスをベースとした研究であるので、企業ベースであり企業のパフォーマンスについて議論するアプローチがとられているが、第4章に関しては、ややアプローチの仕方が異なり市場ベースの議論になっているきらいがある。全体的な統一性という観点からやや違和感があるかもしれない。

また、分析の方法についても以下のような指摘がなされるであろう。

第一に、48カ国という多くの国、多くの企業および市場を対象に分析を行うにあたり、データの制約はあることは理解するものの、アプローチや分析に適したデータの収集、処理、利用が期待される。

第二に、設定された仮説と実証に用いられるモデルの整合性や解釈の適切性についてはより慎重であることが望まれる。たとえば、第4章の実証分析の結果は、整合的と分類されたファイナンス・モードの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（プラスの関係）傾向があることが示された。金融市場の安定性についても企業のパフォーマンスに寄与するとの結果を得ているが、産業が成熟している国家ではファイナンス・モードのいかに関わらず相対的に金融市場は安定しており、そのような国でビジネスを行っている企業には安定的に資金が供給されるであろうから金融市場は発展し、企業のパフォーマンスは相対的に高くなるであろうし、成熟している国では市場におけるダウンサイドリスクも相対的に小さいであろうという解釈を否定できない点が指摘される。また、第5章の経路依存性の存在の検証について、経路依存性の存在を検証するためには、起源となる法を継受した時期から現在まで内生的制度との適合関係・整合関係に変化が生じない、すなわち継受時に適合した国では現在に至るまで適合し、不適合となった国では現在に至るまで継続的に不適合であることを証明しなければならないと解する。この論理で行くと今回の富田氏の採った方法論とは逆の、経路依存性が存在するならばいったん「不適合」あるいは「不整合」な法が継受された国では、その後も一貫して内生的制度が適合しないため、企業のパフォーマンスが良くならない、主要な金融市場も発展・安定しないことを検証することの方が分析としてより適切なの

ではないかと考える。

#### V 最終試験（口頭試問）

2015年2月3日開催の最終試験（口頭試問）において、論文にかかる知識、見解につき質疑応答を行った結果、富田氏が論文についての判定と同等の能力を備えていることを確認した。

#### VI 本論文の評価

以上のような総合的な検討の結果として、なお改善の可能性は残されているものの、富田氏自らが設定した範囲において明確な知見と解答を見いだしていることから、本論文は学術的な価値と貢献を有すると認められるものであるといえる。かつ、富田氏が今後自立した研究者として研究活動を行っていく上での力量を備えていると判断されるものである。

したがって、審査員全員一致により、富田洋介氏の学位請求論文は中央大学の博士（金融学）の学位を授与するに値するものと判断する。