

【研究論文】（投稿）

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

富 田 洋 介
(中央大学・院生)

【要 約】

本稿は、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進展しており、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36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。

分析の結果、法の起源と内生的制度との適合性は、金融市場の進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。

キーワード：法の起源、適合性、金融市場の進展、企業利益、クロスカントリーデータ

はじめに

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だろうかという研究は1990年代より議論されてきた。例えば、La Porta, Lopez-Silanes, Shreifer 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。彼らは法の起源を英国法起源、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、彼ら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、英国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悪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の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 (Adaption)」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、彼らはそれらの国を「適合させることの出来た (Receptive)」国

として分類している。彼らの検証によれば、法の起源を当該国の制度と「適合させることの出来た」国のパフォーマンスは「適合させることの出来なかった」国より良いという結果が得られている⁽¹⁾。この結果の理論的背景は、法制度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、法の移植時に法律と施行の間にギャップが観察されることによるものであり、このギャップは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。このギャップが観察できる理論的根拠について、彼らは法制度が「認識の制度 (Cognitive institution)」であるからとしている。つまり、移植された法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制度は当該国の人々に認識され効果を発揮する。しかしながら一方で、移植された法律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、彼らは法律と内生的制度との適合性が重要であり、法制度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出来たかを重視すべきであることを主張している。

また、Beck, Demircuc-Kunt and Levine (2003) は、法制度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進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の進展具合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ギャップが生じる。このギャップが金融市場の進展に影響を与えるというものである。彼らの推計によれば、法の起源を制定法と判例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、金融市場の進展に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は同じ制定法であるドイツ法起源や判例法である英国法起源と比較して、実体経済と法の起源との間に発生したギャップに対する適応能力が低く、そのために金融市場の進展の度合いが比較的低いことを彼らは示している。

法の起源と金融制度の関係について、木下 (2005) は制定法を基本とする体系 (Statute-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。彼によれば、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。彼によれば、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者へ譲渡されうするため、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している。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よいとしている。ただし、彼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、金融制度は実体経済と法制度との間に存在するギャップ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、法は人々に認識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制度もしくは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、金融制度もしくは金融市場の性質は、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う論点である。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取引市場の相違などの金融市場の進展具合は、法の起源によって異なるというものである。

本稿の目的は、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と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であろう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のであろうかという点と、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進展しているのであろうかという点について、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。

本稿の第1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期間モデルを用いて説明する。第2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進展しているかどうかを考察する。第3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3節で説明されたモデルによって推計された結果が第4節において説明される。最後に第5節において本稿の纏めと残された課題を示す。

1. 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と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な制度の適合性について説明するものである⁽²⁾。

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 を得られるとする⁽³⁾。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の 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。 p は $p \geq r$ である⁽⁴⁾。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⁽⁵⁾が存在する。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⁽⁶⁾。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

産として流出してしまえば、投資家を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⁽⁷⁾。 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⁽⁸⁾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。 $\mu(m) R$ 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⁽⁹⁾。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、

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

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、本稿のモデルにおいて、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。投資家が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、投資家が得られる金額 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、起業は行われない。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によって依存すると考える。

2. 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制度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、監査法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出来ない。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まら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。監査法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な制度にどの程度、認識され、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 (Cognitive institution)」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構成されている。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ため、フォーマルな制度とインフォーマルな制度との間でギャップが生じることがある。このように、ギャップが生じている場合、社会の行動形式はインフォーマルな制度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度を補完するものでなければ、人々に認識されず実効性を持たないため、導入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⁽¹⁰⁾。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、 $\mu(m_D^*)R - w = p(I - K) + m_D^*$ と示すことができ、関数 $\mu(m_D^*)$ を $a_D m_D^*$ とすれば、

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

となる。これを m_D^* について解くと、

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

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する。

- 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 の値は小さい)
- 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、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ため、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。モニタリングの程度の差によって、選択可能な投資機会の幅が異なってくる。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、モニタリングの程度の低い金融市場では、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、投資可能な事業が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出来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、モニタリングの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なる。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⁽¹¹⁾。

ただし、同じ法の起源を移植した国であっても、法の起源が内生的制度と適合することのできた国の主な資金調達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間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借入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ギャップが存在すれば、どの金融市場であっても資金調達コストが高くなり、資金調達が行い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、金融市場の進展を妨げる可能性がある⁽¹²⁾。一方、①から③のような環境であれば、企業は低い資金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進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⁽¹³⁾。

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進展している。

3. 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の出来た

国の企業パフォーマンスは、適合させることの出来なかった国より高く、また適合させることのできた国の金融市場は進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 2000 年から 2005 年までの 6 年間を用い、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 36 カ国を対象としている。すなわち、サンプルは 36 カ国を 6 年間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, Demirguc-Kunt and Levine によって World Bank から公表される A new database on financial development and structure (2008) より取得した。また、企業の付加価値は World Bank によって公表される World development indicator から、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を取得した。総人口は IMF の World economic outlook database, October 2009 から取得した。推計されるモデルは下記の式によって示される。

$$\begin{aligned} Financialmarkets_{it} = & \alpha_0 + Receptive_i \alpha_1 \\ & + Origin_i \alpha_2 \\ & + Controlvariables 1_{it} \\ & + u_{it} \end{aligned} \quad (17)$$

$$\begin{aligned} Profit_{it} = & \beta_0 + Receptive_i \beta_1 \\ & + Financialmarkets_{it-y} \beta_2 \\ & + Controlvariables 2_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (18)$$

式(17)および式(18)の i は国を、 t は年を示し、 y はラグで 1 から 5 の値となる。 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。

Financialmarkets は金融市場の進展具合を示す変数であり、企業の主な資金調達市場を銀行借入、株式市場、債券市場に分類し、その進展具合を示す変数として *Bank*, *Equity*, *Bond* の 3 つ

表1 法の起源と適合性

国 名	法 の 起 源	適 合 性
アイルランド	English_Origin	Receptive
アメリカ	English_Origin	Receptive
アルゼンチン	French_Origin	Receptive
イギリス	English_Origin	Receptive
イタリア	French_Origin	Receptive
インド	English_Origin	Unreceptive
インドネシア	French_Origin	Unreceptive
オーストラリア	English_Origin	Receptive
オーストリア	German_Origin	Receptive
オランダ	French_Origin	Receptive
カナダ	English_Origin	Receptive
ギリシア	French_Origin	Unreceptive
コロンビア	French_Origin	Unreceptive
シンガポール	English_Origin	Unreceptive
スイス	German_Origin	Receptive
スウェーデン	Scandinavian_Origin	Receptive
スペイン	French_Origin	Unreceptive
タ イ	English_Origin	Unreceptive
チ リ	French_Origin	Receptive
デンマーク	Scandinavian_Origin	Receptive
ドイツ	German_Origin	Receptive
ノルウェー	Scandinavian_Origin	Receptive
フィリピン	French_Origin	Unreceptive
フィンランド	Scandinavian_Origin	Receptive
ブラジル	French_Origin	Unreceptive
フランス	French_Origin	Receptive
ベネズエラ	French_Origin	Unreceptive
ペルー	French_Origin	Unreceptive
ベルギー	French_Origin	Receptive
ポルトガル	French_Origin	Unreceptive
マレーシア	English_Origin	Unreceptive
メキシコ	French_Origin	Unreceptive
韓 国	German_Origin	Unreceptive
香 港	English_Origin	Unreceptive
南アフリカ	English_Origin	Unreceptive
日 本	German_Origin	Receptive

法の起源、適合性については Berkowitz, Pistor and Richard (2003) より作成。

の変数を設定した。*Bank* は民間銀行の信用供与額の自然対数ある。*Equity* は株式市場の時価総額の自然対数であり、*Bond* は発行済み社債の時価総額の自然対数である。

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。*Origin* は各国の法の起源を表すダミー変数であり、英国法起源 (*English*)、フランス法起源 (*French*)、ドイツ法起源 (*German*)、スカンディナビア法起源 (*Scandinavian*) 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* が英国法起源の場合、*English* は英国法起源の国が 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 45 に属する産業の産出した付加価値を総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、これ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、金融市場に与える諸要因をコントロールするために加える。まず、景気の変動をコントロールするために GDP の成長率 (*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 (*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、2000 年から 2005 年の範囲で、年ダミーとして *Year* をモデルに加える。*Controlvariables 2* には、OECD 加盟国を 1 とし、非加盟国を 0 とするダミー変数

表 2 変数の定義

変 数	概 略	定 義
<i>Bank</i>	銀行貸出 (10 億 US \$)	民間銀行の信用供与額の自然対数。
<i>Equity</i>	株式市場 (10 億 US \$)	株式市場の時価総額の自然対数。
<i>Bond</i>	債券市場 (10 億 US \$)	社債発行額の自然対数。
<i>Receptive</i>	法の適合性	対象とする 36 カ国の中で、法の起源と内生的制度とが適合する国を 1 としたダミー変数。
<i>English</i>	英国法起源	対象とする 36 カ国の中で、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	対象とする 36 カ国の中で、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	対象とする 36 カ国の中で、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	対象とする 36 カ国の中で、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>	企業の付加価値 (10 億 US \$)	ISIC 産業分類コード 10 から 45 に属する産業の産出する付加価値を総人口で除したもの。
<i>OECD</i>	OECD 加盟国	OECD 加盟国を 1 とするダミー変数。
<i>GDP</i>	GDP 成長率 (%)	GDP_t (実質成長率) = $(GDP_t - GDP_{t-1}) / GDP_{t-1} \times 100$
<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>Legal</i>	投資家保護	World Bank の The Doing Business Project から公表される投資家保護の程度を表すインデックス。0 から 10 の値である。値が大きいほど投資家保護の程度が高い。
<i>Credit</i>	間接金融の比率 (%)	上記投資家保護インデックスの自然対数。 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 + 社債発行額 + 民間銀行信用供与額)

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、年ダミー (Year) についてもモデルに加える。

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金融市場が進展しているのかを推計する。次に式(18)において、金融市場が進展している国の企業のパフォーマンスは高いのかどうかを推計する。式(18)では企業が資金調達を行うことにより金融市場が進展し、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鑑み、金融市場の進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(17)と式(18)は、法の起源と内生的制度との

適合性が金融市場を進展させ、その金融市場の進展が企業のパフォーマンスを上昇させるかを検証するモデルとなっている。

ここで、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との適合性の中に何らかの影響が存在することとなる。

$$\begin{aligned}
 Profit_{it} = & \gamma_0 + Receptive_i \gamma_1 \\
 & + Origin_i \gamma_2 \\
 & + Controlvariables \beta_{it} + v_{it} \quad (19)
 \end{aligned}$$

式(19)の v は誤差項である。Control variables 3に含まれる *Legal* は World Bank の The Doing Business Project から公表される投資家保護の程度を表すインデックスの自然対数である。公表されるインデックスは 0 から 10 の値であり、値が大きいほど投資家保護の程度が高いことを示す。このインデックスは担保や破産に関する法律などから、資金の授受がスムーズに行われているかを得点化した合成指標である⁽¹⁴⁾。La Porta et al. (1998) によれば、投資家保護の程度が高い国ではパフォーマンスが高いことが指摘されている。*Credit* は間接金融によって調達される資金の割合を表す変数である。間接金融の割合は民間銀行信用供与額を株式市場の時価総額と社債発行額と民間銀行信用供与額の合計で除したものである。この変数は主に使用される金融市場によって企業のパフォーマンスが異なることが予測されるために加える。また、先進国であるが故に存在する要因をコントロールするために *OECD* をモデルに加える。

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。

4. 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 *Bank*, *Equity*, *Bond* とした 3 つの回帰式であり、それら 3 つの被説明変数に対して、各々説明変数 *Receptive*, *English*, *French*, *German* との関係を示したモデルである。各々の被説明変数の右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 を見ると、*Receptive* は金融市場の進展を表す変数 *Bank*, *Equity*, *Bond* 全て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とが適合している国において金融市場が進展していることを予測させるものである。*English* については、*Bank* と *Equity* で共に係数はプラスであり、5%水準で有意であるものの、*Bond* については有意な結果とはなっていない。*French* に関しては *Bank*, *Equity*, *Bond* の全ての係数が

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>	5.400	5.212	1.682	10.035	1.621
<i>Equity</i>	5.248	5.109	1.642	9.706	1.009
<i>Bond</i>	3.756	3.936	2.450	9.544	-1.836
<i>Receptive</i>	0.528	1.000	0.500	1.000	0.000
<i>English</i>	0.306	0.000	0.461	1.000	0.000
<i>French</i>	0.444	0.000	0.498	1.000	0.000
<i>German</i>	0.139	0.000	0.347	1.000	0.000
<i>Scandinavian</i>	0.111	0.000	0.315	1.000	0.000
<i>Profit</i>	5.319	5.047	4.320	22.447	0.108
<i>OECD</i>	0.556	1.000	0.498	1.000	0.000
<i>GDP</i>	6.135	6.329	10.652	50.010	-62.242
<i>Interest</i>	5.654	4.250	8.492	47.710	-11.540
<i>Inflow</i>	4.480	2.615	8.400	92.670	-15.050
<i>Legal</i>	1.693	1.792	0.443	2.303	0.693
<i>Credit</i>	46.055	44.727	11.955	71.311	10.318
Obs.	216	216	216	216	216

2000 年から 2005 年までの 6 年間を対象としている。

表 4

	<i>Financial markets</i>					
	<i>Bank</i>		<i>Equity</i>		<i>Bond</i>	
<i>Receptive</i>	1.699*** (3.654)	1.605*** (3.456)	1.702*** (3.643)	1.622*** (3.468)	2.818*** (4.205)	2.739*** (4.090)
<i>English</i>	1.706** (2.202)	1.678** (2.168)	1.881** (2.417)	1.871** (2.399)	1.283 (1.149)	1.263 (1.131)
<i>French</i>	0.369 (0.487)	0.404 (0.533)	0.449 (0.589)	0.510 (0.668)	0.036 (0.033)	0.076 (0.070)
<i>German</i>	2.025** (2.393)	2.063** (2.441)	1.483* (1.744)	1.529* (1.795)	2.061* (1.690)	2.099* (1.721)
<i>GDP</i>	0.006*** (3.360)		−0.001 (−0.514)		0.003 (0.945)	
<i>Interest</i>	0.027*** (5.541)		0.027*** (5.534)		0.024*** (3.397)	
<i>Inflow</i>	−0.005* (−1.906)		0.003 (0.986)		−0.002 (−0.567)	
<i>Con.</i>	3.630*** (4.644)	3.799*** (4.866)	3.540*** (4.507)	3.675*** (4.673)	1.807 (1.605)	1.941* (1.725)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj_R 2	0.414	0.427	0.391	0.390	0.440	0.441
LM	2.847*	4.010**	5.316**	7.272***	5.527**	5.749**
Obs.	216	216	216	216	216	216

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。

プラスであるが、有意な結果とはならなかった。*German* は *Bank*, *Equity*, *Bond* の全ての変数に対して係数はプラスであり、順に 5%, 10%, 10% 水準で有意な結果となっている。*Scandinavian* は定数項によって示され、*Bank*, *Equity* はプラスとなり 1% 水準で有意であるが、*Bond* の係数はプラスであるがコントロール変数を含んだモデルでは有意ではなかった。

上記結果より、法の起源と内生的制度が適合している国や、ドイツ法起源の国では銀行借入、株式市場、債券市場の各金融市場が比較的進展している可能性があり、英国法起源の国やスカンディナヴィア法起源の国では銀行借入および株式市場の進展が予測される。しかしながら、フランス法起源は、金融市場の進展に対して何らかの影響をもたらしたとは考え難い。式(17)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低く、企業が投資案件に必要な資金を調達できることから、金融市場が進展しているとする *Hypothesis*₂ と整合的である。

次に式(18)を推計した結果が表 5 に示される。式(18)は各金融市場の進展具合について 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かを推計するものである。式(18)について、説明変数である *Bank*, *Equity*, *Bond* 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 3 つの変数間の相関係数を推計したところ、各々 0.8 以上と非常に高いため、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、*Bank* は *Profit* に対して 1

表 5

<i>Profit</i>					
<i>Receptive</i>	2.561** (2.081)	2.557** (2.085)	2.563*** (2.098)	2.640** (2.170)	2.721** (2.241)
<i>Bank_{t-1}</i>	1.212*** (6.992)				
<i>Bank_{t-2}</i>		1.039*** (5.487)			
<i>Bank_{t-3}</i>			0.764*** (3.788)		
<i>Bank_{t-4}</i>				0.375* (1.729)	
<i>Bank_{t-5}</i>					0.093 (0.399)
<i>OECD</i>	2.069 (1.610)	2.602** (2.032)	3.236** (2.542)	3.933*** (3.101)	4.385*** (3.450)
<i>Con.</i>	-2.874*** (-2.866)	-2.168** (-2.043)	-0.907 (-0.832)	0.763 (0.668)	1.974* (1.648)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj_R 2	0.542	0.542	0.573	0.609	0.625
LM	4.909**	4.420**	4.093**	4.641**	5.602**
Obs.	216	216	216	216	216

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。

<i>Profit</i>					
<i>Receptive</i>	2.705** (2.230)	2.792** (2.305)	2.570** (2.115)	2.436** (1.999)	2.418** (1.981)
<i>Equity_{t-1}</i>	0.089 (0.411)				
<i>Equity_{t-2}</i>		-0.081 (-0.356)			
<i>Equity_{t-3}</i>			0.309 (1.539)		
<i>Equity_{t-4}</i>				0.544*** (3.246)	
<i>Equity_{t-5}</i>					0.601*** (3.833)
<i>OECD</i>	4.397*** (3.499)	4.644*** (3.708)	4.134*** (3.329)	3.886*** (3.143)	3.881*** (3.143)
<i>Con.</i>	1.990* (1.745)	2.710** (2.352)	1.118 (1.067)	0.067 (0.069)	-0.299 (-0.311)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj_R 2	0.624	0.631	0.607	0.583	0.577
LM	5.563**	6.307**	4.368**	3.179*	2.838*
Obs.	216	216	216	216	216

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。

<i>Profit</i>					
<i>Receptive</i>	2.114*	2.320*	2.794***	2.611**	2.838**
	(1.703)	(1.865)	(5.169)	(2.111)	(2.303)
<i>Bond_{t-1}</i>	0.420***				
	(2.627)				
<i>Bond_{t-2}</i>		0.276			
		(1.635)			
<i>Bond_{t-3}</i>			-0.295		
			(-0.297)		
<i>Bond_{t-4}</i>				0.091	
				(0.585)	
<i>Bond_{t-5}</i>					-0.063
					(-0.409)
<i>OECD</i>	3.689***	4.011***	4.586***	4.360***	4.657***
	(2.917)	(3.178)	(8.282)	(3.476)	(3.704)
<i>Con.</i>	1.495**	1.816**	2.424***	2.216***	2.479***
	(2.018)	(2.441)	(4.693)	(3.110)	(3.499)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj_R 2	0.602	0.615	0.628	0.625	0.628
LM	4.498**	5.073**	6.038**	5.612**	6.153**
Obs.	216	216	216	216	216

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。

から 4 期間において有意であり、係数はプラスとなっている。*Equity* に関しては 4 期間、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。企業の株式市場からの資金調達、株式市場の進展をもたらしたとすれば、調達した資金で以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るまで 4、5 年程度のラグが存在すると考えられる。*Bond* については、1 期間において 1% 水準で有意であり、係数はプラスである。また、各々 *Bank*, *Equity*, *Bond* 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有意な結果となっている。これら式(18)の推計結果から、どの金融市場の進展も、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。式(17)および式(18)の推計結果から、法の起源と内生的制度の適合性は金融市場の進展にプラスの影響を与えることと、金融市場の進展が企業のパ

フォーマンスに対してプラスの影響を与えうることが推計された。この推計結果は、*Hypoth.₁* に示された法の起源と内生的制度とを適合させることのできた国の企業は、低いコストで資金を調達でき、また投資案件の幅が広いということから企業のパフォーマンスが高いとする仮説と整合的でもある。

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 6 に示されている。式(19)のモデルは *Profit* を被説明変数とし、*Receptive*, *Origin* を説明変数とした変動効果モデルである。表 6 の *Profit* の左列における *Receptive* はプラスとなっており 1% 水準で有意である。すなわち、企業のパフォーマンスが高い国では法の起源と内生的制度が適合していることが予測される。この予測は、*Hypoth.₁* とも整合的であると考えられる。同様に、表 6 には企業のパフォーマンスと各法の起源、すなわち

表 6

<i>Profit</i>			
<i>Receptive</i>	2.698*** (2.810)	4.469*** (4.940)	3.148*** (2.913)
<i>English</i>	-3.676*** (-2.872)	-3.485** (-2.311)	
<i>French</i>	-3.820*** (-2.970)	-5.407*** (-3.661)	
<i>German</i>	-2.967** (-2.224)	-1.661 (-1.008)	
<i>Legal</i>	2.410** (2.087)		2.621*** (3.003)
<i>Credit</i>	0.067*** (6.195)		0.066*** (6.087)
<i>OECD</i>	2.641*** (2.087)		3.210*** (2.900)
<i>Con.</i>	-0.390 (-0.165)	7.681*** (5.038)	-4.476*** (-2.901)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
Adj_R 2	0.767	0.648	0.719
LM	29.156***	13.961***	15.608***
Obs.	216	216	216

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。

English, *French*, *German*, *Scandinavian* との関係性を推計したものを示しておいた。*English* および *French* と企業のパフォーマンスとの関係を見ると、係数はマイナスであり 1%水準で有意である。したがって、英国法起源およびフランス法起源であることが、高い企業のパフォーマンスを保障するとは限らない。*German* についても、企業のパフォーマンスに対してマイナスの係数となっており、5%水準で有意な結果となっている。*Scandinavian* は定数項で示され、係数がマイナスであるものの、有意な結果とはならなかった。

Legal を見てみると、係数がプラスとなり、5%水準で有意であるため、企業のパフォーマンスが高い国では投資家保護の程度が高いことが予測される。この推計結果は La Porta *et al.* (1998) の投資家保護の程度が高い国のパフォーマンスが高いとする推計結果と整合的である。*Credit* に

ついてはプラスの係数であり、1%水準で有意であることから間接金融の割合が高い国では企業のパフォーマンスが高い傾向にあることが指摘できる。

企業のパフォーマンスに対する各法の起源の係数の大きさは、スカンディナビア法起源、ドイツ法起源、英国法起源、フランス法起源の順となる。本稿のモデルにおいて、スカンディナビア法起源については有意な結果とはならなかったものの、他のすべての法の起源がマイナスの係数で一定の有意水準を持っている。この結果は、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との間にギャップが存在している国が、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と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らうかと考える。参考までにコントロール変数を除いて推計したものと、各法の起源の変数を除いたものを右列に示しておいた。

5. 結論とインプリケーション

本稿の推計結果より、法の起源と内生的制度が適合した国では金融市場が進展しやすい傾向にあり、その金融市場の進展は企業のパフォーマンスのとの関係においてもプラスの影響を与えるであろうことが予測された。結果的に法の起源と内生的制度と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、スカンディナビア法起源を除いて、他の法の起源は企業のパフォーマンスに対してマイナスの影響を及ぼすものとなっており、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とが適合していない国が多ければ企業のパフォーマンス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こと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と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。本稿により、法の起源と内生的制度と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進展や企業のパフォーマンスに影響を与えるであろうことを示すことが出来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移植したかという事象のみで、法の起源と内生的制度と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との適合性が企業のパフォーマンスや金融市場の進展に影響を与えるであろう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。

〈注〉

- (1) 内生的制度に対して法制度が適合できたかどうかの Berkowitz *et al.* (2003) における判断基準は、移植された法が内生的制度と適合しているのならば、移植後にその移植された法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移植過程の初期段階にフランス法を導入したものの、内生的な制度に適合させるため、ドイツ法に変更している。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、植民地等のように強制的に法の移植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。
- (2) 柳川 (2006) 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。
- (3) 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。
- (4) 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。
- (5) 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。
- (6) 本モデルの式(2)での賃金 w は、立証することの出来た企業利益 μR から支払われることを意味している。
- (7) 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は含まれないものとする。
- (8) 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可能性があると考えられる。
- (9) 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。

- (10) 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、企業ごとに化するのではなく、国ごとに化するものと仮定する。
- (11) 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。
- (12) 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と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。
- (13) $Hypothesis_1$ と $Hypothesis_2$ 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の進展が生じ、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。
- (14) <http://www.doingbusiness.org/> に詳細がある。

参考文献

- 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
- 柳川範之『法と企業行動の経済分析』日本経済新聞社、2006年
- 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, "A New Database on Financial Development and Structure" The World Bank, updated (2008) November.
- URL: <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20696167~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html>
- Berkowitz, Daniel, Katharina Pistor and Jean-Francois Richard, "Economic development, legality, and the transplant effect," *European Economic Review* 47, (2003) pp. 165-195.
- IMF (International Monetary Fund), "World economic outlook database", (2009) October.
- URL: <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shreifer and R. W. Vishny, "Law and finance," *Journal of Political Economy*, 106, (1998) pp. 1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shreifer 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.
- 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
- World Bank "World development indicators," downloaded (2009)
- URL: <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=12&id=4&CNO=2>

Firm Performance, Legal Origin and Adaptability of Law

Yousuke Tomita
(Chuo University)

Abstract

This paper empirically inquires into the relationship between corporate profits and legal systems using 36 countries data. We find some evidence that legal origin initially transplanted into their institution receptively in several countries leads higher firm performance than transplanted unreceptively. In addition, local financial markets are developed in the countries transplanted legal origin receptively, compared with the countries unreceptive legal origin were transplanted. We discuss the gap between legal origin and endogenous institution. The gap generates inefficient effect in the countries transplanted unreceptive legal origin. Therefore, the adaptability between legal system and endogenous institution is important factor to think about firm performance or local financial market.

Keywords: Origin of law, Receptive, Development of financial market, Firm performance, Cross-country data