

比較法と経済学

— 「法的起源説（Legal Origin Thesis）」を中心に（1） —

五十嵐 清

目次

- I はじめに
- II 「法的起源説」とはなにか — La Porta et al. (1998) を中心に
- III 「法的起源説」に対する比較法学者の批判（以下、次号）
- IV その後のLa Porta et al.
- V おわりに

I はじめに

法と経済のあいだにはもともと密接な関係がある。わが国では、従来両者の関係は主としてマルクス主義経済学の立場から考察され、法は経済の上部構造と捉えられていた。これに対し近代経済学は、法とはほとんど無縁であった。ところがアメリカでは、1960年代に、近代経済学の手法を法学に導入し、法的問題を、「費用」と「効用」という観点から分析する「法と経済学（Law and Economics）」と称する学際的領域が誕生し、わが国を含め、諸外国にも大きな影響を与えている。「法と経済学」が研究対象として外国法を選ぶ場合には、比較法とのあいだに密接な関係が生ずる。今後の比較法は、実証性を高めたり、法系により異なる法制度（たとえば英米法の信託と大陸法の代用制度）について、どちらがより効率的かを判断す

るために、「法と経済学」から学ぶことが多いと思われる¹。

比較法と経済学の関係をめぐるこのような状況において、20世紀末から、「法的起源説 (Legal Origin Thesis)」論者などと称される一連のアメリカ経済学者により、計量経済学の手法を用いて、世界各国の経済発展と法の関係を比較する研究が数多く現れた。かれらは、そのなかで、伝統的比較法学者によって提唱された法系論を利用し、英米法系に属する諸国のほうが、大陸法系、とくにフランス法起源のロマン法群に属する諸国より、投資者の保護の点で、さらには経済成長一般の面で、優れているという結論を導き出し、世界に大きな波紋を投げかけている。さらに、世界銀行が2004年以来、そのDoing Businessレポートで、同じような手法で世界各国の経済状況を調査し、ランキング付けを行い、下位の諸国に対し、法の改革を促した。ここでも、イギリスのコモンロー起源の諸国のほうが、大陸法、とくにフランス法起源の諸国より上位におかれている。

他方で、比較法の領域では、20世紀後半に全盛を極めた法系論が、80年代の後半より、批判の対象となり、最近では、「法系論よさようなら」とか、法系論について「今日は追悼の讃美歌を奏するときか」というようなタイトルの論稿が発表されている²。このときにあたり、「法的起源説」は、法系論、とくに英米法系と大陸法系の対立を中心として議論を展開しているので、伝統的比較法学にとっては、救いの神が現れたといえないこともない。ところが、これまで「法的起源説」は伝統的比較法学者によって無視されてきた。最近ようやく、

-
- 1 代表的文献として、Udo Mattei, *Comparative Law and Economics*, Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1997. (書評・長澤道行「『法と経済学』と『比較法学』の融合」[1999] アメリカ法247頁) 参照。
 - 2 Hein Kötz, Abschied von der Rechtskreislehre? *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht*, 1998, 493; Jaakko Husa, Classification of Legal Families Today; Is it Time for a Memorial Hymn? *Revue internationale de droit comparé* 2004, 11. ただし、両者とも法系論になお一定の効用を認めている。

この問題を論ずる比較法学者の文献が公表されるようになった³。本稿は、伝統的比較法者のひとりとして、この種の問題に接近する能力を欠くことを自覚しつつも、とりあえず、「法的起源説」の概要と、それに対する比較法学者の批判を紹介し、問題提起をすることを目的とするものである。

II 「法的起源説」とはなにか — La Porta et al.(1998)を中心に

1 La Porta et al., Law and Finance (1998) の概要

「法的起源説」の内容の紹介については、種々の方法がありうるが、ここでは初期の代表的論文である La Porta et al., Law and Finance (1998) の概要を詳しく紹介することで、その責を果たしたい⁴。

この論文のレジュメは、著者らによれば、以下のようである。「このペーパーは、49カ国における、会社の株主と債権者の保護をカバーする法的ルール、これらのルールの起源、およびその執行（エンフォースメント）の質を調査する。その結果は、コモンロー諸国が一般に最強の、そしてフランス起源の大陸法諸国が最弱の、投資者の法的保護を示し、そして大陸法のうち、ドイツとスカンジナビア諸国は、その中間に位置していることを示す。われわれはまた、最大の公開会社における株式の所有の集中は、投資者保護とネガティブに関係していることを見出した。それは、小さく分散した株主は、その権利を保護するのに失敗した諸国では、重要ではなさそうだという仮説と一致する。」（1113 [本論文の頁数、以下同じ]）

著者らは、本論文の内容を、6節にわけて論じているので、それ

3 Mathias M. Siems, Statistische Rechtsvergleichung, 72 *RebelsZ* 354(2008); Symposium on Legal Origins, 57 *American Journal of Comparative Law* (以下、AmJCompLと略称) 765. とくに後者所収論文が代表的である。

4 Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, Law and Finance, 106 *Journal of Political Economy* 1113 - 1155 (1998). 4名の経済学者のうち、最初の3名はハーバード大学教授、最後のVishnyはシカゴ大学教授である。「法的起源説」については、種々の表現があるが、4名の頭文字をとってLLSV説と呼ばれることも多い。

にしたがって紹介する（以下、「われわれ」とあるのは、著者らである）。

(1) 争点の概観 (1113-1117)

最近のファイナンス論では、投資者の権利について種々の見解があるが、それらは、投資者の権利が証券の発行される法域の法的ルールに依存するという事実を無視している。法とその執行の質は、証券保持者がどのような権利を持つか、そしてこれらの権利がいかによく保護されるかについての、重要な決定要素である。

近年、経済学者と法学者は、投資者の権利に関する法的ルールの費用と便益の理論的分析を始めた。しかし、コーポレート・ガバナンスに関して、どのような法的ルールが世界に存し、これらのルールがそれぞれの国で、どのように適用されているかについて、利用できる体系的なデータはこれまで存在しない。そこでこの論稿は、この領域の探索を試みる。われわれは、投資者を保護する法が49カ国でいかに異なるか、これらの法の執行の質がいかに異なるか、そしてこれらのバリエーションが世界を通じて会社の所有のパターンにとって重要かどうかを調査する。

われわれの出発点は、諸国の法はゼロから書かれたのではなく、少数の法系または法伝統から、自発的または他の方法で移植されたという認識である⁵。一般的に商法は二つの大きな伝統——イギリス起源のコモンローとローマ法に由来する大陸法——から来る。大陸法伝統のなかでは近代商法が由来する三つの大法系だけが重要である。それはフランス、ドイツ、スカンジナビアである。フランスおよびドイツ法伝統は、コモンロー伝統とともに、征服、帝国主義、借用、模倣によって全世界に広がった。その結果作られた法は、その法系の影響と、個々の国の特殊な改訂を反映している。この法系の拡大とそれに続く法の進化の結果として、われわれは個々の法的

5 ここ (1115) で著者らは、法の移植は容易に行われるとする Alan Watson, *Legal Transplants: An Introduction to Comparative Law*, Charlottesville: Univ. Virginia Press, 1974 を引用している。

ルールと法系全体を、多くの国々を通じて比較することができる。

この目的のために、われわれは、公開会社をもつ49カ国における投資者の権利および執行の質に関する法的ルールをカバーする、一連のデータを集めた。株主のためのルールとしては、株主の議決権、会社の議決に対する関与の容易さ、および経営者の不正行為に対する法的保護がカバーしている。債権者のためには、ローンの安全性に対する尊重や、ローンの不履行の場合における会社財産の速やかな獲取などについてのルールがカバーする。結果として、これらのルールは、投資者が経営者に対し、その権能を行使する容易度を測る。われわれはまた、種々の国における法的ルールの執行の質、およびその会計システム（accounting systems）の質の基準を考える。

われわれは、法は、一部は法的起源の相違のために、国により大きく異なることを示す。大陸法は、コモンローに比べ、その一人当たりの収入のレベルとは独立に、投資者に弱い保護を与えている。コモンロー諸国は、相対的にいえば、株主・債権者のどちらにも最も強い保護を与え、フランス法群諸国は、最も弱い保護を与えている。ドイツ法群とスカンジナビア諸国は一般的には上の二つの中間にある。法の執行の質は、スカンジナビア諸国とドイツ法群諸国が最高で、つぎがコモンロー諸国、そしてまた一番低いのがフランス法群諸国である。

われわれはこれまで、法とその執行は、国と法系により異なることを示したので、つぎに、貧弱な法と執行をもつ諸国は、どうやってこの問題に対応しているかを問いたい。これらの国は、コーポレート・ガバナンスについて他の代用メカニズムを持っているか？これらの対応メカニズムは、法律に規定されているか、または法律の外にあるであろう。少ない法律に対する一つの可能な対応は、法の強い執行であるが、これは実験的には証明されていない。他の対応は、投資者に資本の保持と分配についての強制的な基準の導入である。この点で、フランス法群諸国だけが強制的利益配当制度をもち、ドイツ法群諸国はすべての法系のなかで最も法定準備金の要件を満

たしているように思われる。

われわれの調査した法的保護の欠如へのさらなる答えは、高い所有集中である。会社の株式の所有のいくらかの集中は、経営者に働くインセンティブを与え、また大投資家に経営者を監視するインセンティブを与えるのに効果的である。しかし、ある程度の所有の分散も、またリスクを分散するために望ましい。後述するように、非常に高い所有の集中は、貧弱な投資者保護の反映であるだろう。われわれは、諸国の10大会社における所有の集中を調査し、上位3人の大株主の結合した投資額によって測定された所有の集中と、投資者の法的保護の質のあいだには、強いネガティブな相関関係があることを見出した。フランス法群諸国における貧弱な投資者保護は、極端に集中した所有と結びついている。かくして、所有の集中についてのデータは、法システムはコーポレート・ガバナンスにとって重要であり、企業は、かれらが活動する法システムの制限に従わなければならないというアイデアを支持している。

(2) 調査対象国、法系、法的ルール

(a) 調査対象国 (1117)

これまでのコーポレート・ガバナンスに関する大抵の研究は、一つまたは少数の富んだ経済大国に焦点をおいている。しかし、学者が焦点をおいている3大経済大国——アメリカ、ドイツ、日本——におけるコーポレート・ガバナンスはまったく効果的で、問題がない。投資者の法的保護の役割をよりよく理解するためには、より大きなサンプルを調べる必要がある。この目的のために、株式交換に基づいて活動する非金融機関であるいくつかの企業を持つ国について、できるかぎり包括的なサンプルを集めた。サンプルはヨーロッパ、南北アメリカ、アフリカ、アジア、オーストラリアから49カ国をカバーする。ただし、このサンプルには、社会主義国、またはそれからの転換経済国は含まれな

い⁶。

(b) 法系 (Legal Families) (1117-1121)⁷

比較法学者は、以下の点、すなわち、どの国の法も正確に同一であることはないが、若干の国家的法システムは、重要な観点で十分に類似しているのを、それを主要な法系に分類することを認められるという点で一致している。法学者のあいだには、どのようにして法系を定義するかについて一致はないけれども、法系分類の基準について、①法システムの歴史的背景と発展、②法源の理論と優劣序列、③法律家の方法論、④使用される法的コンセプトの特徴などがあげられる⁸。このアプローチに基づいて、学者は、この論稿で議論される事柄と関係する2つの大きな法伝統 (legal tradition)、すなわち大陸法と英米法 (コモンロー) を確認する⁹。

大陸法伝統は世界中で最も古く、最も影響力があり、最も広範に伝播している。それはローマ法に起源を有し、法的素材を秩序付ける第一の手段として制定法と包括的な法典を用い、そして、そのルールを確認し、形式化するために、主として法学者に依存する。法学者は、大陸法伝統のなかの3つの共通の法

6 この論文では、旧社会主義国は除外されたが、その後の論文では、一般にそれらの国も含まれている。

7 本稿にとっては、この部分は重要なので、ほとんど全訳に近い紹介になっている。

8 著者らは、ここで法系分類の基準として、Glendon, Gordon, and Osakwe, *Comparative Legal Traditions*, St. Paul: West, 2nd ed. 1994, 4・5を引用しているが、当該箇所には、そのような記述は無い。

9 著者らは、「法系 (legal families)」と「法伝統 (legal tradition)」をここでは区別し、コモンローと大陸法を「法伝統」とし、大陸法のなかの下位グループの区別にさいし、「法系」ということばを使っているようであるが、それで一貫しているわけでもない。本稿では、私の持論にしたがい、原則として英米法と大陸法を法系とし、大陸法の下位グループについて「法群」という名称を使用する。なお、「法伝統」と「法系」の関係については、五十嵐清「法伝統とはなにか」鈴木禄弥先生追悼論集『民事法学への挑戦と新たな構築』（創文社、2008年）所収参照。

系として、フランス、ドイツ、スカンジナビアを確認する。フランス商法典はナポレオンのもとで1807年に書かれ、その軍隊によってベルギー、オランダ、ポーランドの一部、イタリア、ドイツの西部へもたらされた。殖民時代には、フランスはその法的影響を近東、北部およびサハラ砂漠以南のアフリカ、インドシナ、オセアニア、フランス領カリブ諸島に及ぼした。フランス法の影響は、ルクセンブルグ、ポルトガル、スペイン、若干のスイスのカントンにも及んだ。19世紀にラテンアメリカにおけるスペイン・ポルトガル帝国が崩壊したあと、新国家の立法者がインスピレーションのために期待したのは主としてフランス法であった。われわれはこのサンプルは、フランス的大陸法伝統について21カ国を含む。

ドイツ商法典は、ビスマルクによるドイツ統一の後、1897年に書かれたが、おそらくその作成が遅れたため、フランスの法典のようにひろく採用されなかった。それは、オーストリア、チェコスロバキア、ギリシア、ハンガリー、イタリア、スイス、ユーゴスラビア、日本、韓国における法理論に重要な影響を与えた。台湾法は中国から来たが、それは近代化の過程で主としてドイツ法典から借用したものである。われわれは、われわれのサンプルにおいてこの法系から6国を選んだ(ドイツ、オーストリア、スイス、日本、韓国、台湾)。

スカンジナビア法系は、その法はフランス・ドイツ法系にくらべるとローマ法からの由来が少ないが、通常は大陸法伝統の一部とみなされている。北欧諸国は18世紀に民法典を持っていたが、それらの法典は、その後は使用されていない。大抵の学者は、スカンジナビア法をたがいに似ているが、他とは異なると述べているので、われわれは4つの北欧諸国をサンプルでは独立の法系として取り扱う。

コモンロー法系はイングランドの法とそれをモデルとする諸国の法を含む。コモンローは、特別の紛争を解決しなければな

らない裁判官によって形成された。裁判所の判決による先例が、学者による寄与とは異なり、コモンローを形成する。コモンローは、アメリカ（合衆国）、カナダ、オーストラリア、インド、その他多くの国を含む、イギリスの植民地へ広がった。われわれのサンプルには、18のコモンロー諸国がある。

諸国を法系に分類するために、われわれは原則としてReynolds and Flores（1989）に依っている¹⁰。大抵の場合にそのような分類に問題はない。例外的に、法の基本的な起源は明らかだが、他の法系からの影響を受けて、法が徐々に修正されることがある（たとえば、エクアドル、タイ、イタリア）。われわれの研究にとって最も重要なのは、第2次世界大戦後、アメリカ占領軍が若干の日本法を、とくに会社法の領域においてアメリカ化したことである。しかし、そこでは基本的なドイツ的大陸法の構造は維持されている。これらのケースでは、われわれは、その後の修正ではなく、ある国が採用した最初の法を基礎として、分類をした。アメリカでは、州が独自の法をもつので、われわれは、原則としてデラウェア州法に依った。カナダでは、ケベック州がフランス法に基づくシステムをもつが、われわれはオンタリオ州法からデータを集めた。

(c) 法的ルール（1120-11121）

われわれは、投資者保護に適用される法律、とくに会社と破産・更生法だけを考察する。会社法は全ての国に存在する。それは、①会社のインサイダー（会社のメンバー、すなわち株主と取締役）と会社それ自体のあいだの法的関係、②会社と一定のアウトサイダー、とくに債権者のあいだの法的関係に関する。破産・更生法は会社だけでなく、もっと一般的に適用されるが、それはとくに債務を弁済できない場合に展開する、訴訟手続きを取り

10 Thomas H. Reynolds and Arturo A. Flores, *Foreign Law: Current Sources of Codes and Basic Legislation in Jurisdictions of the World*, Littleton, Colo., Rothman, 1989（未見）

扱う。これらの法律のすべては、大陸法諸国では商法典の一部であるのに対し、コモンロー諸国では、独立の法律として、とくに議会制定法 (acts) の形で存在する。

会社と破産法の調査は、諸国間に多くの測定可能な差異のあることを示す。われわれはここでは、世界中のコーポレート・ガバナンスの観察者が、株主と債権者の法的権利の質について、重要であると信じている最も基本的なルールだけに焦点をおく。この論稿でわれわれが使う投資者の権利やその他の変数については、第 1 表にまとめてある (第 1 表の提示は省略、以下の表もすべて省略)。

(d) 若干の概念的争点 (1121-1126) (省略)

(3) 株主権 (1126-1134)

われわれはまず、会社法の株主権を考察したい。株主は取締役の選任や重要な会社の争点にさいし決議をすることでその権能を行使するので、専門家は株主権の評価においては議決手続きに焦点をおく。それらは、株式に付着する議決権や、救済権とよばれるものを含む。まず投資者は、配当権が議決権と密接にリンクしているとき、すなわち一国の会社が 1 株 1 票のルールに従っているときに、よりよく保護されるであろう。しかし多くの国で、種々の方法で、1 株 1 票原則の例外を認める実務が発達している。そこでわれわれは、これらの実務のどれも法律により認められない場合に、その国は 1 株 1 票ルールを持つといたい。

つぎの 6 個の権利は、アンチ取締役権として言及されるが、それは議決プロセスを含む会社の意思決定プロセスにおいて、取締役や支配的な株主に対し、少数株主をいかに強く法システムが保護するか、を測定するものである。

- ①議決権の郵送 若干の国では、株主総会で投票するためには、株主は自分で出席するか、代理人を送らなければならない。他の国では反対に、株主は投票を会社に郵送することができる。その会社は、株主に重要な情報を与え、議決権の行使を容易に

する。日本では、株主総会は6月末の特定の日に集中し、若干の株主に対しては郵送での議決は許されないとして、株主が議決権を行使することを困難にしている。

- ②総会前における株券のブロック 若干の国では、株主が総会前にその株券を会社等に寄託することを、法律で要求されている。この実務は、総会の期日のあいだに株主がその株式を売ることが妨げるためのものである。
- ③累積投票 少数の国は、取締役選任のための累積投票を認めている。また、少数の国は、取締役会における比例代表のメカニズムをもっている。これらのルールの効果は、原則として、少数株主にかれらの代表を取締役に送り込むための権能を与えることにある。
- ④被圧迫少数株主保護のメカニズム 若干の国は、少数株主に取締役によってなされた圧迫に対するメカニズムを与えている。このメカニズムは、裁判所において取締役の決定に挑戦する権利を含むし、また合併など経営者や株主総会の基本的な決定に反対する少数株主に、株式の再買受を会社に強制する権利を含む。
- ⑤新株引受権 若干の国は、株主に新株引受権を与えている。その権利は、株式が優遇投資者に市場価格以下で発行されることによる希薄化から、株主を保護することを意図したものである。
- ⑥臨時株主総会召集権 われわれは、臨時株主総会を招集するために必要な株式資本のパーセンテージを調べた。おそらくこのパーセンテージが高ければ高いほど、少数株主が経営者に挑戦するための総会を組織することが困難になるであろう。このパーセンテージは、世界では、日本の株式資本の3%から、メキシコの33%と異なる。

最初の5つのアンチ取締役権の測定のために、もしそれらの権利が少数株主を保護するならば、その国は得点1を得、そうでなければ

ば得点 0 を得る¹¹。⑥については、パーセンテージが世界の平均値である10%か、それを下回る場合は1を与える。さいごに、6個のアンチ取締役権の得点を合計した数を示した。それはベルギーの0から、カナダやアメリカなどの5に分かれる。

われわれが他のものと区別して取り扱う最後の株主権の基準は、強制的利益配当の権利である。若干の国では、会社に申告された利益の一定部分を配当として支払うことが、法律により強制されている。この権利は、少数株主の他の面での保護の弱さの法的代用物であろう。

第2表における他の明らかな成果は、多くの変数にとって法的起源が重要であるということである。株主権変数の平均値は、法系により統計的に明白な差異がある。多くの法系で類似している変数は、1株1票主義と累積投票である（いずれも例外的）が、他の変数にとっては、法的起源間の株主権の差異はもっと実質的である。

とくに第2表から2つの大きな発見がある。第1に、コモンロー諸国は株主に対する最良の法的保護を与えている。それらは、もともとはしばしば（39%）株主に郵送投票を認める。株主総会のあいだ株式をブロックすることはない。圧迫された少数株主の保護については最大の率（94%）の指標をもち、そして臨時総会の招集のために比較的少ない（9%）株式資本を要求している。コモンロー諸国にとってとくに保護が足りない唯一の局面は、新株引受権である（44%）。さらにコモンロー諸国は、すべての法系のなかでアンチ取締役権について最高の平均スコア（4.00）をもつ。コモンロー諸国と大陸法諸国のあいだの差異の多くは、統計学的に有意義である。要するに、世界の他の国にくらべ、コモンロー諸国は株主を最も強く保護する一連の法律をもっている。

第2に、フランス法群諸国は、株主に対し最も悪い法的保護を与えている。それは、1株1票（29%）と累積投票（19%）について

11 なおLa Portaらは、その後の論稿では、中間的な場合に0.5を与えている。Siems, *supra* note 3, 357 f.参照。

は平均を示し、新株引受権については平均以上（62%）を示すが、郵送投票については最小の率（5%）を、総会中の株式のブロックについては低い率（57%）を、圧迫少数株主の保護についても低い率（29%）を示し、臨時総会召集の株数については最も高いパーセンテージ（15%）を示す。アンチ取締役権のスコアの総計も、フランス法群は最低（2.33）である。フランス法群とコモンロー諸国のあいだの点数の差異は大きく、統計学的に有意義である。フランス法自身も、郵送を認めたり、新株引受権を認める点を除くと、株主の強い法的保護をもたないことは興味深い。これらの結果は、2つの最も広範な法システムであるコモンローとフランス的大陸法のあいだにおける株主は、非常に異なる法的環境のもとで活動していることを示している。

ドイツ的大陸法も、株主に対しとくに保護的ではない。それらは、1株1票ルールについては比較的高い普及度を持ち、臨時総会召集のために少ない株数を要求し、新株引受権をしばしば認めている。しかしドイツ法群諸国は、一般的に総会前に株式をブロックし、郵送投票をけって認めず、圧迫少数株主保護のメカニズムについては半数が認めるにすぎない。この法群の平均的アンチ取締役得点は2.33で、まさにフランス法群と同一である。スカンジナビア法群では、どの国も圧迫された少数株主保護、1株1票の制約、または累積投票のメカニズムをもたない。ノルウェーだけが郵送による投票を認めている。同時に、どの国も総会前の株式のブロックを認めないし、3国が新株引受権を認めている。スカンジナビア法群のアンチ取締役権の平均値は3である。

第2表における一つの救済的基準、すなわち強制的利益配当は、フランス法群諸国にだけ利用されている。そのことは、この制度が、相対的に少ない権利を有する株主に対する救済的法的保護であることを示している。

さらに問題は、法的起源による点数の相違は、一人当たりの収入の違いを反映しているかである。この点では、アンチ取締役権の点

数は、一人当たりの収入と無関係であることが示されている（詳細省略）。それは、投資者にヨリ保護的な法的ルールは一人当たりの収入の反映である、という観念を否定するものである。

全体として、一人当たりの収入とは関係なく、コモンロー諸国は相対的に最も強い、そしてフランス法群諸国は最も弱い株主の保護をもつ。オーストラリアの少数株主は、郵便で投票し、株主総会中に株券の処分ができ、取締役による取用から保護され、議決権の5%で臨時総会の招集ができる。これに対し、ベルギーの少数株主は、郵便による投票はできず、総会中は株券はブロックされ、取締役による取用から保護されず、臨時総会の招集には20%の株式資本が必要である。法系間の差異は、株主権のこの分析から明らかである。

(4) 債権者の権利 (1134-1140)

概念的には、債権者の権利は2つの理由で株主権より複雑である。第1に、種々の利益をもつ種々の種類の債権者がいる。そこで、ある債権者の権利を保護することは、他の債権者の権利を減少させる効果をもつ。たとえば、債務不履行の場合に、先順位の担保権をもつ債権者は、会社になにが起ころうとも、担保財産の占有を得ることに利益をもつが、後順位の、担保の無い債権者は、企業をゴーイング・コンサーン（継続企業）として維持することを希望する。企業から利益が生ずるなら、かれらの金銭の一部を取り戻すことができるからである。債権者権を評価する場合には、われわれは先順位の担保のある債権者の視点をとる。一つには具体性のために、また一つには世界の債務の多くはそのような性格をもつからである。

第2に、不履行の企業に対処するためには、2つの一般的な債権者の戦略、すなわち清算と再建がある。それらは、効果的であるために異なる権利を要求する。先順位の担保権を持つ債権者の最も基本的な権利は、ローンが不履行になったときに、担保物を再占有し、清算またはそれを確保する権利である。若干の国では、そのような債権者が担保物を再占有することを、法律が困難にしている。一つには、そのような再占有は企業の清算へ導き、それは社会的に望ま

しくないと思われるからである。これらの国では、債権者はいぜんとして債務者に対し権限をもっており、とくに会社をどのように再建するかについての決定にさいし、投票権をもっている。社会的見地から再建と清算とどちらが優れているかについての議論は、広範にわたった。そして債権者保護のために、両方の手続きが必要か、またはどちらか一つだけでよいかという問題が提起された。かくして、完全な清算手続きと完全に非効率的な再建をもつ国は、再建が利用されることがないので、最も債権者の保護になるであろう。われわれは、債権者の権利を再建と清算と両面で点数をつけた。ほとんどすべての国が、ある程度両手続きに依存しているからである。

われわれは、この分析で5つの債権者権の変数を使用する。①自動的停止効 若干の国では、再建手続きが資産に自動的停止効を課している。それにより、担保付債権者が担保物の占有を取得することを妨げられるため、このルールは、明らかに担保付債権者の代わりに、経営者と無担保債権者を保護し、自動的清算を妨げる（たとえばギリシア）。これに対し他の諸国では、反対に、担保付債権者は、再建の完結を待つことなく、再建途上の会社から担保物を手に入れることができる。これは明らかにかれらに価値のある権利である。

②担保付債権者の優先弁済権 若干の国では、担保付債権者に再建にさいし担保権を保障しない。これらの明らかにまれな国では、担保付債権者は、優先順位において、ガバメントや労働者の後位にたつ（たとえばメキシコ）

③再建への参与の制限 若干の国では、経営陣は、債権者の同意なしに再建を申請することによって、一方的に債権者からの保護を求めることができる。そのような保護は、アメリカでは「チャプター11」とよばれ¹²、経営陣に大きな権限を与えている。そのため債

12 「チャプター11」とは、アメリカ合衆国連邦破産法11章の規定する再建手続きのことである。アメリカの破産手続きについては、高木新二郎『アメリカ連邦倒産法』（商事法務研究会、1996年）、渡邊光誠『最新アメリカ倒産法の実務』（商事法務研究会、1997年）など参照。

権者は、よくても金銭や担保を遅れて手に入れることになる。他の諸国では反対に、債権者の同意は、再建の申請のために必要であり、したがって経営陣は、そうかんたんに債権者の要求から免れることができない。

④再建手続きにおける経営陣の去就 若干の国では、経営陣は再建手続きの決定のあいだその役にとどまる。これに対し、他の国（たとえば、マレーシア）では、経営陣は裁判所または債権者によって指名された者によって置き換えられる。このような経営者の解任のおそれは、債権者の権能を高めるであろう。

⑤法定準備金の要請 株主権の場合と同様、ここでも救済的債権者権の基準を用いる。すなわち法定準備金の要請である。この要請は、会社に対し自動的清算を避けるために、資本の一定レベルを維持することを求める。それは、資本がすべて盗まれたり、インサイダーによって費消される前に、自動的に清算を強制することによって、少ない権能しかもたない債権者を保護する。

債権者権についての結果は、第4表に示されている。一般的にいて、ここで分析された債権者権の保護は、株主権の保護より、より強く見られる。ほぼ半数の国が、自動的停止効を認めていない。81%の国が担保債権者に最初に支払い、半数以上が一方的に債権者からの保護を求める経営者の権利を制限している。そして45%が再建手続きで経営陣を解任している。

第2表と同様、多くの債権者権にとっても、法的起源は重要である。コモンロー諸国は、経営者に対するより強い法的保護を債権者に与えている。それらは、自動的停止効を認めない点で、最高の率（72%）をもつ。2つの例外を除き、それらは担保付債権者が最初に支払われることを保障している。それらはしばしば（72%）、経営者が債権者から一方的に保護を求めることを排除する。そしてそれらは、再建手続きにおいて経営者を解任する点で最高率（78%）をもつ。もっともアメリカは、實際上、最もアンチ債権者的なコモンロー国である。それは自動的停止効を認め、再建への邪魔されない請願を

許し、経営者が再建にさいしかれらの仕事を続けることが認められる。コモンロー諸国の債権者権の平均得点は3.11（4法系のなかではダントツ）だが、アメリカの得点はわずか1である。

フランス法群諸国は、債権者に最も弱い保護を与えている。それらのうちのわずかしか（26%）自動的停止効をもたない。比較的少ない国（65%）が、担保債権者の優先弁済権を保障している。少数（42%）が経営者の債権者に対する保護を制限している。そして比較的少数（26%）が再建手続きで経営者を解任している。フランス法群諸国の債権者権の平均得点は1.58であり、コモンロー法系のほぼ半分である。

ある基準ではドイツ法群は債権者に好意的である。たとえばその67%は自動的停止効をもたず、すべての国で担保付債権者は最初に支払われる。他方で、比較的少ない国（33%）では、経営者が一方的に債権者からの保護を受けることを妨げている。そして多くの国（67%）は、再建にさいし経営者が留まることを認める。要するに、ドイツ法群では、担保付債権者を優遇し、企業の再建には積極的でない。この法群の平均得点は2.33である。

さいごに、スカンジナビア法群の平均点は2.00である。それは、ドイツ法群より少し低い、フランス法群より高い。

債権者に有利な救済的法的ルールの一つである法定準備金の要請は、コモンロー諸国ではほとんど利用されていない。それは、他の投資者保護が十分だからであろう。しかしこの要請は、すべての大陸法系諸国ではもっと一般的である。この要請は、担保権の無い債権者を保護するためのものなので、ドイツ法群諸国でも、フランス法群諸国と同様、広く認められている。大陸法諸国における法定準備金制度の普及は、他の投資者保護の弱さに対する代用として利用されていることを示している。

第4表から、法系のランク付けは、大雑把に言えば、債権者と株主の保護にとって同じであることを、われわれは知る。ある法系が株主を保護し、他の法系が債権者を保護するというケースはない。

ありうる例外は、ドイツ法群諸国では、担保付債権者について保護的であるのに対し、株主に対してはそうでないという点である。第 3 表に示される最後の興味ある結果は、債権者権は、より豊かな国よりも、より貧しい国において、より強いということである。おそらく貧しい国は、他の金融の機会がないため、融資を容易にするために法律を適応させるのであろう。

全体として、法律は国により非常に異なる。とくにそれは異なる法系から来るために異なる。相対的にいえば、コモンロー諸国は出資者を最も保護し、フランス法群諸国はそれを最も少なく保護する。ドイツ法群諸国は、他の大陸法諸国に近いが、その中間にある。一つの例外は、前述のように、ドイツ法群諸国が担保付債権者に与える強い保護である。スカンジナビア諸国も中間にある。これらの成果は、より豊かな国は、より強い投資者権をもつという結論ではなく、むしろ反対であることを示している。

貧弱な投資者保護は、会社の資金調達のために費用がかかるとすれば、国はこのような欠陥に対し他の方法で補償するか？ われわれはすでにこの点で、フランス法群諸国における、救済的制度として強制的配当や法定準備金についての高い率を示してきた。本稿では、さらにこの点で 2 つの問題についてふれたい。

(5) 執行 (エンフォースメント) (1140-1145)

原則として法的執行 (legal enforcement) の強いシステムは、アクティブで、よく機能する裁判所が介入し、経営者により濫用された投資者を救うことができるので、投資者にとって弱いルールを代用することができる。われわれは、投資者の権利の執行の質の指標を調べるために、私的な信用リスク機関によって収集された種々の国の「法と秩序」に関する評価の基準を利用した。われわれは、これらの基準のうち、以下の 5 個を利用する。それは、①司法システムの効率性、②法の支配、③汚職 (買収)、④政府による収用 (違法な没収や強制された国有化など)、⑤政府による契約破棄、である。最初の 2 つは、明らかに法の執行プロパーに関するが、残りの 3 つは、

より一般的にビジネスに対する政府のスタンスを取り扱っている。これらの基準のいくつかは、国家成長率に影響を与えている。

それに加えて、われわれは国家の会計基準（accounting standards）の質の評価も利用したい（詳細省略）。

第5表は、種々の「法の支配」基準と会計基準についての諸国の得点を示す。それは、国を法的起源によって配列し、法系間の平均値を示す。この表は、法の執行の質が法系によって異なることを示している。法の執行において、スカンジナビア諸国は明らかにトップであり、ドイツ法群諸国がすぐそれに続く。これらの法系は、司法制度の効率性をはじめ、どのグループでも最高の得点をもつ。コモンロー諸国は、どの「法の支配」基準においても、リーダー法系諸国の後になるが、フランス法群諸国より先行する。これらの結果の統計学的重要性は、各変数によって異なる。

これらの結果は、法の執行の質は、法の質を代用したり、補償したりするという結論を支持しない。フランス法群諸国における投資者は、法においても、またそれを執行するシステムにおいても、貧弱に保護されている。コモンロー諸国の投資者にとっては、平均して反対のことが真理である（以下省略）。

（6）所有（Ownership）（1145-1151）

ここでは、貧しい投資者保護の国の会社は、その株式のヨリ集中した所有を持つという仮説を探索する。そのような国でなぜ所有が集中されるのかについて、少なくとも2つの理由が考えられる。第1に、経営者を監視する支配的株主は、かれらのコントロール権を行使し、経営者による収用を免れるために、より多くの資本を持つ必要がある。第2に、かれらが貧弱に保護される場合には、小投資者は、会社にとって新株を発行することが魅力的でないような安い価格でしか、その会社の株式を買おうとしないからである。小投資者による会社の株式に対する低い需要は、間接的に所有の集中を刺激するであろう。もちろん、大株主は経営者を監視し、会社の価値を高めるので、会社にとって所有の集中はしばしば効率的である。

しかし、貧しい投資者保護の場合には、所有の集中は法的保護の代用物となる。なぜなら、大株主だけが、かれらの投資の見返りを受け取ることを望むことができるからである。

この仮説を実証するために、われわれは、各国における上位10個の会社をえらび、さらにそれぞれの会社における3人の最大株主についてのデータを集めた。第7表は、法的起源によって、各国に対するこの所有集中の変数を示す。世界全体において、3大株主の所有の平均値は46%である。大きな会社では所有が分散するというのは、神話にすぎない。平均集中度が30%以下なのは、アメリカ、オーストラリア、イギリス、台湾、日本、韓国、スウェーデンだけである。おそらく、われわれがより小さい会社を見るならば、所有の集中についての数値はもっと大きいだろう。

第7表はまた、所有の集中は法的起源によって異なることを示している。断然集中度の高いのはフランス法群諸国である(54%)。最も低い集中は、ドイツ法群諸国に見られる(34%)。その低い集中は東アジア3国に由来する(日本・台湾18%、韓国23%)。ここでは、会社法はアメリカの影響を強く受けている。スカンジナビア諸国は、相対的に低く、37%の集中である。さいごに、コモンロー諸国はそれらの中間で、43%の平均集中度を示す。フランス法群と他の法系との違いは、統計学的に有意義である。全体としてこれらのデータは、フランス法群諸国は異常に高い所有の集中を持つことを示している。その結果は、所有の集中は貧しい法的保護への適応であることを、暗示している。

全体として、本節のメッセージは、株主の法的保護の質は、フランス法群諸国における所有のより高い集中を考慮すると、所有の集中度を決定する手助けになる、ということである。この結果は、以下のアイデア、すなわち高い所有の集中は、コーポレート・ガバナンス・システムにおける弱い保護の結果であり、またおそらくそれを代用する、というアイデアを支持するものである。この証拠は、弱い法律は実際に差異を作り、コストがかかることを示している。

大企業における高く集中された所有のコストの一つは、かれらの中心的投資者が分散されないということである。他のコストは、少数投資者が経営者や大株主による取用を恐れるので、これらの企業は、おそらく自己資本の調達（equity finance）をするのに困難に直面することである。

（7） 結論（1151-52）

この論稿で、われわれは世界の49カ国の投資者保護に関する法、その法の執行の質、および所有の集中を調査した。この分析は、3つの広範な結論を示す。

第1に、法律は大抵の場所で投資者に対しむしろ制限された権利の束を与えようとしているけれども、それは世界中で明らかに異なっている。とくにその法的ルールがコモンロー伝統に由来する諸国では、その法律が大陸法、とくにフランス法伝統に由来する諸国より、はるかによく投資者を保護しようとしている。ドイツ法群とスカンジナビア諸国は、投資者保護に対し中間的なスタンスをとっている。種々の国が異なるタイプの投資者に好意的である、というはっきりした証拠はない。むしろ証拠は、コモンロー諸国では、すべての投資者に好意的であるという強いスタンスを示している。この証拠は、異なる法域において株主や債権者であるということは投資者に非常に異なる権利の束を与える、という基本的な仮説を確認する。これらの権利は法律によって決められる。それらは証券そのものに固有ではない。

第2に、法の執行は世界中で大きく異なっている。ドイツ法群とスカンジナビア諸国は、法の執行の最良の質をもつ。法の執行は、コモンロー諸国も同様に強い。他方で、一番弱いのはフランス法群諸国である。これらのランキングはまた、投資者保護の領域における法の執行への一つの重要なインプット、すなわち会計基準についても当てはまる。法の執行の質は、法的権利そのものとは違い、収入のレベルとともにはっきりと改善される。

第3に、このデータは、国家は貧弱な投資者保護のための代用メ

カニズムを發展させる、という仮説を支持する。これらのメカニズムのあるものは、強制的配当、または法定準備金の要請のような救済的ルールの場合のように、制定法によるものである。われわれは、大陸法諸国のなかに、そのような適応的法メカニズムの最高の発生率を記録する。いま一つの貧弱な投資者保護に対する調整的返答は、所有の集中である。われわれは、所有の集中は世界中で極端に高いことを見出す。それは、法律は平均して株主を弱く保護するにすぎない、というわれわれの証拠と一致するものである。平均的国家における公開事業会社のほぼ半数の株式は、3人の大株主によって所有されている。さらに、よい会計基準と株主保護の基準は、より低い所有の集中と関連している。それは、所有の集中は実際に貧弱な投資者保護への返答であることを、示している。

究極の問題は、もちろん、法律であれ、その執行であれ、貧弱な投資者保護を持つ国は、実際に困っているのか、ということである。最近の研究は、この問題に対し部分的な解答を提供しはじめている(具体例省略)。それらをまとめると、これらの証拠は、法システムと経済発展との結合を記述している。しかし、この論稿で記述された投資者保護の欠陥は、ファイナンスの発展と成長に対し、反対の結果をもつように思われるので、それらは克服し得ない障害であるとは思われない。結局、フランスとベルギーはどちらも非常に豊かな国である。

2 「法的起源説」の展開¹³

会社の株主や債権者(投資者)の保護を中心として発足した「法的起源説」は、その後、LLSVや、かれらに同調する他の経済学者により、他の分野でも同様な手法で(さらに改良を加えて)、対象国の数も増やして、研究の展開が見られた。株式法の分野でも、時間の経過が考慮された。債権者保護についても、129カ国について、

13 以下は、主としてSiems, *supra* note 3, 360 f.による。

変数も増やした研究がなされた。

株式市場法以外では、85カ国の労働法についての研究や、109カ国における裁判手続きの形式主義の程度についての研究、85カ国における企業設立の要件についての研究が見られる。さらに公法の領域でも、31カ国において環境法の規制が経済発展をどれだけ抑圧したかについての研究、憲法システムの質についての統計学的研究などが見られる。

これらの研究を通じて、「法的起源説」の主張である、以上の諸領域における法的ルールは法系により異なり、コモンロー起源の国のほうが、大陸法起源（とくにフランス法起源）の国より優れているという見解、が基本的に維持されている¹⁴。

3 世界銀行のDoing Business レポート

一連のアメリカの経済学者によって提唱された「法的起源説」は、各界に大きな影響を与えたが、それにも増して世界を震撼させたのは、2004年よりはじまった世界銀行によるDoing Businessレポートである。そこで、以下この問題について簡単にふれたい¹⁵。

Doing Businessレポートは、世界各国（2008年度版では178カ国）における事業活動の容易さについて、10個の指標セットを設け、それぞれについて「法的起源説」の手法を用い数量的分析をおこない、最終的にそれぞれの国のランキング付けをしている。10個の指標セットは以下のようなものである。①事業の開始（会社設立の容易さ）、②労働者の雇用、③ライセンスとの対応（建設会社が倉庫を建てる場合に必要の許可の数など）、④財産の登録（土地と建物の売買を例として）、⑤クレジットを得る、⑥投資者保護、⑦税の支払い、⑧境界を越えた取引、⑨契約の執行（商事売買における買主の不履

14 この点については、後掲La Porta et al. (2008) の紹介（本稿Ⅳ）にゆずる。

15 以下は、*Doing Business 2008, The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank, 2007*による。

行をめぐる訴訟)、⑩事業の閉鎖(倒産手続き)¹⁶。

世界銀行側は、それぞれの指標セットごとに、各国における条件が一致するように、いくつかの前提を設けている。たとえば、⑨の契約の執行については、前提として、訴額は、その国の個人あたり収入の200%とすること、売主・買主ともその国の一番人口の多い町に居住していること、売主が買主に訴額に相当する価格の物品を売ったが、買主が物品の内容の不適合を理由に代金を支払わないこと、そこで売主が代金の支払いを求めて訴訟を起こしたこと、訴訟は普通に推移し、結果として、売主の主張が全面的に認められたこと、最終的に買主の動産の競売により売主は代金相当額を回収した、と定めて、国による状況の相違から生ずる違いを少なくする配慮がなされている。さらに、世界銀行は、各セットごとに、いくつかの局面にわたった設問をしている。⑨では、(1)必要な手続きの数、(2)全体の日数、(3)コスト(訴額の%)に分けられる。ちなみに、日本は、(1)は30、(2)は316日、(3)は22.7%である。そして各指標セットごとにランキングがなされる(日本は、ここでは21位)。このようにして、①から⑩までのランキングを総合して、Doing Businessについてのランキングがつけられる(日本は、2008年度では12位)。

Doing Business レポートは、「法的起源説」とは違い、178カ国をアルファベット順に並べ、法系による分類をしていない。しかし、ここでもベスト10は、北欧2国を除き、すべてがコモンロー諸国である(2008年度の1位はシンガポール、アメリカは3位、イギリスは6位である)。これに対し、大陸法諸国のランクは低く(日本が最高位)、とくにフランスは当初(2004年)より向上したが、いぜん31位にとどまっている¹⁷。フランスの法学者がこれに対しさっそく反論をしたのは当然である(後述)。

この世界銀行のDoing Business レポートは、発展途上国や体制転換国の法の改革に大きな影響を与えたが、他方では、批判も多く、

16 各指標セットの内容については、*Doing Business 2008*, 69-81参照。

これに対し世界銀行側も毎年のように改善を加えており、比較法の側からみて、無視できないものがある。

17 *Doing Business 2008*, 6にランキングの一覧表がある。