

A Political Economy of Legal Investor Protection and Financial Development Trap

名古屋市立大学 村瀬英彰

Abstract *“Politics decides law; Law decides finance; Then, politics decides finance. However, finance also decides politics.”*

This paper offers a model of financial development in which legal investor protection is endogenously determined through a political process. Investor protection helps contract enforcement, promotes external finance, and facilitates entrepreneurial activity. However, the benefits of protection differ across agents. Rich capitalists (incumbent firms) are able to undertake investment projects irrespective of protection since they can resort to internal finance. Moreover, to lessen competition, they prefer weak protection which excludes poor entrepreneurs (entrants) from financial markets. Meanwhile, workers as wage-earners basically have little interest in protection. As a result, a political alliance of capitalists and workers may emerge, which chooses weak protection as a political equilibrium. In this equilibrium, entrepreneurs are unable to undertake projects since they must rely on external finance. However, there may be a coordination problem. If entrepreneurs can undertake projects, the resultant increase in the labor demand raises wages, which benefits workers. This may generate an alternative political alliance of entrepreneurs and workers in favor of strong protection, which actually enables entrepreneurs to undertake projects. Hence, the politics of investor protection may exhibit multiple equilibria, which can provide a potential explanation for the variation in the level of investor protection across countries.

The novelty of the present analysis is that political forces at work are purely driven by economic interests, but are not affected by ideology, culture, and even history. Put differently, the “political” preference for investor protection of each country is an endogenous variable solely reflecting “economic” preferences of its constituencies and, as an important consequence of this, the “political” preference need not be stable, but can change. In this point, the explanation of the present paper departs from the structural explanations in previous “law and finance” literature, i.e., the explanation that the international variation in the level of investor protection reflects the difference in political ideologies (Liberal democracy vs. Social democracy) and the explanation that it reflects the difference in legal origins (Common law tradition vs. Civil law tradition) which have been historically locked in the current law systems.

Keywords: Legal investor protection; Financial development; Political economy; Law and finance; Coordination failure; Multiple equilibria

JEL classification: D72; D78; G18; G38; K22; O16

コメント：村瀬英彰氏 “A Political Economy of Legal Investor Protection and Financial Development Trap”

一橋大学 小川英治

本論文は、法的投資家保護のレベルが政治プロセスを通じて内生的に選択されるモデルを提示するものである。そこでは、弱い投資家保護を望む資本家と強い投資家保護を望む企業家と投資家保護には関心がない労働者が存在する世界を想定する。そして、三者が相対立する構図の中で、資本家と労働者が政治的に結託すれば弱い投資家保護の法律が成立する一方、企業家と労働者が政治的に結託すれば強い投資家保護の法律が成立するという複数均衡が示される。すなわち、強い投資家保護と弱い投資家保護の複数均衡が存在することとなる。それによって、クロスセクションにおいて強い投資家保護の国と弱い投資家保護の国が混在することや、時系列的に投資家保護が強くなったり、弱くなったりすることを説明できるといった点が本論文の特徴である。さらに本論文において興味深いことは、資本主義（資本家）がその独占利潤を維持しようとするところから市場原理と相対立するという指摘である。そのインプリケーションは、現状の資本主義に任しておいたのでは、市場メカニズムがうまく機能しないということであり、市場メカニズムをうまく機能させるためには外部からの力が必要となるということである。

以下、4つのコメントを行う。

(1) 投資家保護の対象となる投資家はモデルの中でどこにいるのか。投資家は voting に加わらないのか。もし投資家が voting に加われば、強い投資家保護の法律が成立する可能性が高くなるのではないか。

(2) 投資家保護は、とりわけ、小口貯蓄者のためにあるのだろう。労働者が同時に小口貯蓄者でもあれば、労働者 = 小口貯蓄者と企業家の政治的結託が起こる可能性が高くなるであろう。労働者 = 小口貯蓄者の場合を考える必要があるのではないだろうか。

(3) 政治的結託が複数均衡であるために、政治的結託が変化しうるというのが、本論文の分析結果である。本論文で指摘される政治的結託のシフトは、どのような要因によって起こるのか。

(4) モデルの応用として資本規制緩和等を説明できないであろうか。例えば、資本規制緩和においては、資本家が資本規制緩和に消極的である一方、企業家が資本規制緩和に積極的である。したがって、資本家と企業家のどちらが労働者と政治的結託を成功させるかに依存して、資本規制が緩和されるのか否かが決まるという論理立ては可能であろうか。

リプライ：モデルの構造の本質的な部分やモデルの現実的インプリケーションについての数多くの示唆を下さった小川先生に深く感謝いたします。

(1) モデルでは、投資家は弱い投資家保護の下で、その“災い”を自ら引き受けようとせず、要求収益率にリスク・プレミアムを上乗せすることによって相殺する。こうした相殺が完全にできるのはモデルで投資家が収益率一定の代替的な安全資産を利用できるとの仮定による。つまり、均衡では弱い投資家保護の“災い”は、めぐりめぐって投資家では

なく企業家に帰着する構造になっている。したがって、モデルでは、一見逆説的だが、投資家は「投資家保護」に対して政治的な選好を表明しない主体となっている！こうしたモデルの解は、投資家の「参加条件」の制約の下で、最適契約を求める手続きでは自然と導かれるものであるが、現実の描写としては、やや“トリッキー”な印象を与えるかもしれない。

(2)(1)の議論と同じく、モデルでは投資家が「投資家保護」に対して政治的な選好を表明しない主体となっている。しかし、純理論的なトリッキーな話で終わっては興味深くないので、現実の描写として、もう一点付言したい。小口投資家は全体として「投資家保護」から大きなメリットを受ける主体であるとしても、個々の主体から見るとそのメリットは、政治的意思表明や「保護」費用の負担、さらには小口投資家が背景に持つ経済主体としての別のキャラクター（既存企業で働く労働者としての立場など）によって打ち消されてしまう微々たるものかもしれない。この視点からは、小口投資家が政治行動において全体のメリットを勘案して共同歩調を取れるか否かが、「投資家保護」の進展を左右する大きな要因となるといえる。こうした側面を明示的に扱うには、現モデルの簡単な多数決原理による公共選択に代えて、ロビーイングや献金などを通じた公共選択をモデル化することが有益であると考えられる。

(3)モデルに即して政治的結託の変化（「弱い投資家保護」結託から「強い投資家保護」結託へ）が起こる契機を列挙すると：既得権益者である資本家が内部資金を継続的に減少させる（長期不況など）とき、あるいは反対に内部資金で賄えないほどの資金を必要とする投資機会に直面する（公共インフラ整備、海外市場獲得など）とき；新規参入者である企業家の投資機会の収益性が上昇し、弱い投資家保護の下ですら参入が可能になる（群生的新技術出現 - IT革命など）とき；そして、そうした新規参入によって労働需要が上昇し、労働者が賃金上昇のメリットを受けるとき、言い換えれば、既存の雇用機会を死守よりも新しい雇用機会の創出のメリットが大きいとき。

(4)投資家保護と資本規制緩和の政治経済学的な類似性は、アイデアを大いに刺激するご指摘であり、十分に検討を進めたい。現実の政治経済を見たとき、金融市場の発展に反対する主体と資本自由化に反対する主体には、偶然とはいえ一致や協同が見られる。こうした「市場」に対する抵抗勢力（あるいは結託）の出現の理由を探ることは、経済への市場メカニズムの益々の浸透を図るべきとする立場からは研究意欲をそそられる課題である。