



ID	JJF00310
----	----------

論文名	金融市場の安定性と発展 —法の起源から労働生産性への影響に関する国際比較—
	Stability in financial markets and development of financial markets: Does legal origin affect labor productivity? Evidence from cross- country data
著者名	富田洋介
	Yosuke Tomita
ページ	66-83

雑誌名	経営財務研究
	Japan Journal of Finance
発行巻号	第36巻第1.2合併号
	Vol.36 / No. 1.2.
発行年月	2016年12月
	Dec. 2016
発行者	日本経営財務研究学会
	Japan Finance Association
ISSN	2186-3792

金融市場の安定性と発展 — 法の起源から労働生産性への影響に関する国際比較 —

富田 洋介
(桐蔭横浜大学)

要 旨

本稿は各国の法の起源によって相違する金融市場の特徴に着目し、銀行貸出中心の国において貸出市場が安定していれば、高い貸出残高を実現していることを示す。同時に、株式市場中心の国において株式市場が安定していれば、高い株式時価総額を実現していることを示す。また、銀行貸出中心もしくは株式市場中心の国において、その貸出残高もしくは株式時価総額が大きいほど労働の平均生産性も高いことを示す。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の 4 種類に分類し、1995 年から 2012 年における 48 カ国を対象とするパネルデータを用いて推計する。

キーワード：法の起源、安定性、法の継受、金融市場、労働生産性

1 はじめに

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程度や債権者保護の程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。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、各国の株式所有構造の 4 つの視点から数値化して分析している。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ことを検証している。

金融市場と経済的な発展の関係について、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たる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分かれると論じている。どちらか一方の金融市場が優位となる国もあれば、両市場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。

さらに、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及ぼし、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。

一方、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、金融市場と法の起源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。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、Aoki (2010) 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。

上記のような議論の中で、本稿は各国の法の起源によって相違する金融市場の特徴に着目し、銀行貸出中心の国において貸出市場が安定していれば、高い貸出残高を実現していることを示す。同時に、株式市場中心の国において株式市場が安定していれば、高い株式時価総額を実現していることを示す。また、銀行貸出中心もしくは株式市場中心の国において、その貸出残高もしくは株式時価総額が大きいほど労働の平均生産性も高いことを示す。La Porta et al. (1998, 2000, 2002) の分類にしたがって、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の 4 種類に分類し、1995 年から 2012 年における 48 カ国を対象とするパネルデータを 2 種類の回帰式によって推計する。

イギリス法起源とスカンディナヴィア法起源の国では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が、フランス法起源とドイツ法起源の国では制定法を採用し、投資家保護の制度や債権者保護の制度が弱い。例えば、La Porta et al. (1998, 2000, 2002) の研究では、各国の投資家保護の制度や債権者保護の制度を数値化し各法の起源ごとに比較した結果、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整っていることを示している。また、一人当たりの GDP 平均で示した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、スカンディナヴィア法起源、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。

La Porta et al. (1998, 2000, 2002) ではイギリス法起源は慣習法を基本とする法体系に分類される。イギリス法起源の歴史的経緯として証券市場、エクイティー、信託などの概念が古くから存在し、裁判については判例を基準としているため株式市場中心となる。フランス法起源は制定法を基本とする法体系に分類される。フランス法起源では歴史的にナポレオン法典が存在し、これを制定法として解釈する傾向がある。法典の解釈による裁判所の判決によって事象を解決しようとするならば、新規性があり複雑な株式市場に対応するというよりも、むしろ歴史的長期にわたり対応してきた経験を持つ銀行貸出のほうが向いている。したがって、フランス法起源は銀行貸出中心となる。ドイツ法起源は制定法を基本とする法体系に分類される。ドイツではローマ法を継受することによって制定法を構築した歴史的経緯がある。したがって、フランス法起源同様、銀行貸出中心となる。一般的に制定法を基本とする法体系にドイツ法起源、フランス法起源、スカンディナヴィア法起源が含まれる。しかしながら、スカンディナ

ピア法起源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。スカンディナヴィア法起源は、一般的にイギリス法起源の伝統にも制定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。したがって、スカンディナヴィア法起源では判例法的な側面を持つため主たる金融市場は株式市場中心となる。

本稿では、まずイギリス法起源およびスカンディナヴィア法起源の国では株式市場が主たる金融市場であり、フランス法起源およびドイツ法起源では銀行貸出が主たる金融市場であることを確認する。次に、銀行貸出中心の国では銀行貸出残高に、株式市場中心の国では株式時価総額に着目し、それらの相対的な安定性指標を作成する。さらに、主たる金融市場における発展の程度を銀行による民間信用供与額または株式時価総額で測り、安定性が金融市場の発展の程度に与える影響について回帰分析を行う¹。もう 1 つの回帰式では、この金融市場の発展の程度が労働の平均生産性に与える影響を分析する。

主たる金融市場が安定している国では主たる金融市場に対する法律や商習慣などが発達しており、企業への資金提供に関して確固とした制度的な枠組みが存在するはずである。したがって、主たる金融市場が発達している可能性がある。一方、主たる金融市場が不安定である国では、企業への資金提供に関して制度的な枠組みが存在しないため主たる金融市場の発展が遅れている可能性がある。その結果、企業への資金提供が安定的なものであれば企業の生産性の向上が見込まれる。

このような現象が実際に生じているのかを調査し検証することが本稿の目的であり、かつ貢献でもある。まず、金融市場の発展の程度と主たる金融市場の安定性の関係性を回帰分析により明らかにし、次に労働の平均生産性と金融市場の発展の程度を回帰分析することで、その関係性を明らかにする。本稿

表 1 国名と法の起源

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

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

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、本稿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。

表 2 変数の定義

変数	概略	定義
<i>Bank English</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。
<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。
<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。
<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_t^d 、その平均を σ_{Avg}^d と表す。 安定性は $Stability=1$ if $\sigma_t^d \leq \sigma_{Avg}^d$ 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>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Anti Director right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Creditor rightを基準化したもの。
<i>Legal</i>	法の支配	World Bankに掲載されているStrength of legal rights index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。
<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。

La Porta, Lopez-Silanes, Shleifer and VishnyをLLSVと表記している。

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を用いている。表 1 に本稿で対象とする国名と法の起源を記載し、表 2 に変数の概略と定義を記載した。表 3 に表 2 で説明された本稿で用いる変数の記述統計量を記載した。

2 法の起源と金融市場の安定性

まず、法の起源と金融市場の関係性をみる。変数 *Bank* は銀行の信用供与額を労働人口で除したもの

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>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。
Obs.はサンプルの大きさを示す。

であり、変数 *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²。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

- 2 金融市場の発展の程度として銀行の民間信用供与額と株式時価総額を労働人口で除したものを使用する。既存文献の多くは変数として金融市場の規模を使用する際に、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、本稿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。本稿において **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表記されるからである。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** 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、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、労働人口で除すことが比較的問題点の少ない方法であると判断した。

表 4 金融市場の分類

変数名	Bank/Equity	資本構成*	主たる 金融市場
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
平均値	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
平均値	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。

*, **, ***は各々10%, 5%, 1%水準で有意であることを表す。

*エクアドル、エジプト、ヨルダン、ケニア、スリランカ、ナイジェリア、ニュージーランド、パキスタン、ウルグアイ、ジンバブエは欠損値となっている。

成を記載し、その平均値を比較したものである³。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、スカンディナヴィ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ヴィア法起源において主たる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たる金融市場を銀行であると分類している。また、資本構成をみ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。スカンディナヴィ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t値はマイナスであり、1%水準で有意に差があることが認められた。このように、イギリス法起源とスカンディナヴィア法起源の国では主たる金融市場を株式市場と分類し、フランス法起源とドイツ法起源の国では主たる金融市場を銀行貸出市場であると分類することができる。ただし、Ergungor (2004) において使用されているデータでは *Bank/Equity* の値が大きいドイツ法起源だけが特殊という見方もされている。また、フランス法起源もイギリス法起源とドイツ法起源の中間的で特殊という見方についても考察されている。したがって、本稿のようにイギリス法起源とスカンディナヴィア法起源の国では主たる金融市場を株式市場と分類し、フランス法起源とドイツ法起源の国では主たる金融市場を銀行貸出市場であると分類することに異論もある。しかしながら、イギリス法起源とスカンディナヴィア法起源を慣習法の素地を持つ法の起源として分類し、フラン

3 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。

ス法起源とドイツ法起源を制定法の素地を持つ法の起源として分類することは金融市場を法の起源の特色から分類した方法であり、また統計的にも有意であるため、本稿では法の起源の特色からの分類方法としてこのような分類を使用する。上記のように、イギリス法起源とスカンディナヴィア法起源の国では主たる金融市場を株式市場と分類した上で、フランス法起源とドイツ法起源の国では主たる金融市場を銀行貸出市場であると分類し、その主たる金融市場が安定しているのか否かによって主たる金融市場の発展の程度は異なるという仮説を立てる。

仮説 1：主たる金融市場が安定している国において、その主たる金融市場は発展している。

すなわち、株式中心の市場で株式時価総額が安定的な国では株式時価総額が大きく、銀行貸出中心の市場で貸出残高が安定的な国では貸出残高が大きい。主たる金融市場が安定している国では主たる金融市場において法の起源と商習慣や慣習などの制度が補完的な関係を構築している。したがって、主たる金融市場は発展し安定的に企業へ資金が流れる制度的な仕組みが構築されている。一方、主たる金融市場が不安定な国では法の起源に対して商習慣や慣習などの制度が未発達であるか、あるいは歴史的に構築されていた主たる金融市場の商習慣や慣習に対して、強制的に不都合な法の起源が植民地政策などで継受され制度的な齟齬を生じている可能性がある⁴。したがって、主たる金融市場が発展していない国では企業へ安定的に資金を流す制度的な仕組みが構築されておらず不安定な資金の流れとなる。このように、本稿が金融市場の安定性に着目するのは法の起源と商習慣や慣習などの関連性が金融市場の安定性に影響を与え、その安定性が金融市場の発展に影響を与えるからである。

表 5 は上記において定義された、法の起源と商習慣や慣習などの制度が補完的な関係を構築している国では主たる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たる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 5 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各々 1 をとるダミー変数を d とする。イギリス法起源の国とスカンディナヴィア法起源の国は株式市場の時価総額を労働人口で除した値を用い、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労働人口で除した値を用いる。 i は国を表し、その前年比成長率の標準偏差を 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、

$$Stability = 1 \text{ if } \sigma_i^d \leq \sigma_{avg}^d, \quad Stability = 0 \text{ if } \sigma_i^d > \sigma_{avg}^d$$

4 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向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。

表5 法の起源と金融市場における安定性について

法の起源 国名	主たる 金融市場 標準偏差	Stability 安定性	主たる 金融市場 下方偏差	Downside 安定性	Berkowitz et al. (2003)
<i>English</i>					
オーストラリア	0.297	安定	0.234	安定	Receptive
カナダ	0.299	安定	0.188	安定	Receptive
香港	0.267	安定	0.203	安定	Unreceptive
インド	0.519	不安定	0.382	安定	Unreceptive
アイルランド	0.326	安定	0.216	安定	Receptive
イスラエル	0.314	安定	0.173	安定	Receptive
ケニア	0.532	不安定	0.572	不安定	Unreceptive
マレーシア	0.328	安定	0.183	安定	Unreceptive
ニュージーランド	0.482	安定	0.520	不安定	Receptive
ナイジェリア	0.492	安定	0.390	安定	Unreceptive
パキスタン	0.437	安定	0.278	安定	Unreceptive
シンガポール	0.484	安定	0.453	安定	Unreceptive
南アフリカ	0.340	安定	0.198	安定	Unreceptive
スリランカ	0.473	安定	0.421	安定	Unreceptive
タイ	0.575	不安定	0.449	安定	Unreceptive
イギリス	0.232	安定	0.134	安定	Origin
アメリカ	0.198	安定	0.094	安定	Origin
ジンバブエ	2.543	不安定	3.101	不安定	Unreceptive
平均値	0.507		0.455		
<i>French</i>					
アルゼンチン	0.151	不安定	0.099	安定	Receptive
ベルギー	0.097	安定	0.058	安定	Receptive
ブラジル	0.192	不安定	0.129	不安定	Unreceptive
チリ	0.111	安定	0.074	安定	Receptive
コロンビア	0.174	不安定	0.122	不安定	Unreceptive
エクアドル	0.176	不安定	0.112	不安定	Unreceptive
エジプト	0.079	安定	0.048	安定	Unreceptive
フランス	0.095	安定	0.075	安定	Origin
ギリシャ	0.126	安定	0.071	安定	Unreceptive
インドネシア	0.206	不安定	0.108	不安定	Unreceptive
イタリア	0.104	安定	0.091	安定	Receptive
ヨルダン	0.094	安定	0.079	安定	Unreceptive
メキシコ	0.107	安定	0.079	安定	Unreceptive
オランダ	0.102	安定	0.084	安定	Receptive
ペルー	0.158	不安定	0.138	不安定	Unreceptive
フィリピン	0.149	不安定	0.087	安定	Unreceptive
ポルトガル	0.091	安定	0.067	安定	Unreceptive
スペイン	0.126	安定	0.092	安定	Unreceptive
トルコ	0.117	安定	0.110	不安定	Unreceptive
ウルグアイ	0.298	不安定	0.285	不安定	Unreceptive
ベネズエラ	0.358	不安定	0.268	不安定	Unreceptive
平均値	0.148		0.108		
<i>German</i>					
オーストリア	0.086	安定	0.062	安定	Origin
ドイツ	0.090	安定	0.058	安定	Origin
日本	0.102	安定	0.050	安定	Receptive
韓国	0.202	不安定	0.176	不安定	Unreceptive
スイス	0.090	安定	0.060	安定	Origin
平均値	0.111		0.081		
<i>Scandinavian</i>					
デンマーク	0.217	不安定	0.233	不安定	Origin
フィンランド	0.228	不安定	0.184	不安定	Origin
ノルウェー	0.123	安定	0.083	安定	Origin
スウェーデン	0.169	安定	0.099	安定	Origin
平均値	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。

と定義することができる⁵。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 5 の安定性の指標は、例えばイギリス法起源の国では株式市場を主たる金融市場としているが、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では、法の起源とその運用の間に齟齬が生じている可能性があることを示している。表 5 の *Stability* および *Downside* は、法の起源別に分類した主たる金融市場において平均的に安定している国を安定と表記し、不安定な国を不安定と表記している。参考までに、表 5 最右列に Berkowitz, Pistor and Richard (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。本稿で用いる *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、本稿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。

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平均労働生産性について検証する。本稿では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。*Origin* は各法の起源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。法の支配を表す変数 *Legal* は World Bank (2013) に掲載されている *Strength of legal right index* の平均値を基準化し使用している。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⁶。

主たる金融市場が安定している国において、その主たる金融市場は発展しているとする仮説 1 を推計するためのモデルを下記に示す。

-
- 5 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、これまでの本稿の議論のように、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、法の起源と整合している主たる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考える考え方である。
 - 6 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、本稿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。

$$Financialmarkets_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Stability_{it} + \alpha_2 Origin_{it} + Controlvariables1_{it} + e_{it} \quad (1)$$

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* と法の支配の変数である *Legal* 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、金融市場の発展と平均労働生産性について議論する。金融市場が発展している国は金融市場の規模が大きい分、企業側に多くの資金が流れている。例えば、銀行貸出市場の規模が大きい国では、その資金が信用供与として企業に流れている。したがって、企業に流れた資金が多ければ多い程、企業に対する監視能力や企業に対する情報収集能力を制度として銀行は保持しているはずである。一方、株式時価総額の規模が大きい国では企業の株式市場から得られる資金量も多いたとも、株式の時価総額が大きければ、企業の資金調達コストも低下する。また、株主からの監視も制度的に企業にとっては無視できなくなる。このような、法の起源と商習慣や慣習が補完性を持ち制度的に監視能力や情報収集能力を持つ優れた金融市場は発展し、安定した資金供給が企業に対してなされている⁷。つまり、法の起源と商習慣や慣習が補完的な機能を持つことで安定的な資金が企業へと流れるのである。このような、安定的に供給される資金を用いて企業は様々なプロジェクトへ長期的に投資を行うことが可能であるため、金融市場が発展している国では企業の生産性も高くなるといった関連性が存在するはずである。したがって、下記に仮説 2 を示す。

仮説 2：金融市場が発展している国では、平均労働生産性が高い。

仮説 2 を検証するために下記のモデルを用いる⁸。

$$Productivity_{it} = \beta_0 + \beta_1 Financialmarkets_{it} + Controlvariables2_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

7 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。

8 本稿において労働生産性を用いる理由として、分子において企業の付加価値生産性を用いていることが利点である。国際比較の研究において分配前の生産性に着目できることが可能となる。国によって分配後のデータは経営者、労働者、株主および国などのそれぞれの主体が持つ交渉力によって差が生じるが、分配前の生産性であればその交渉力とは関係なく一律に国際的な比較が可能である。また、生産性を労働人口によって除すことは比較優位の研究においても使用されており、国際比較に適した指標であることから労働生産性を用いている。

式(2)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 (1982) の GMM における推計法および推定量を使用している。企業の平均労働生産性に影響を与える要因の中に金融市場の発展が存在し、その金融市場の発展は法の起源と商習慣や慣習が補完性を持つ主たる金融市場の安定性に関連付けられる。操作変数としては *Stability*, *Bank*, *Equity*, *Productivity*, *Bank/Equity* のラグおよび *Year* を用いた。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 は企業の平均労働生産性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(2)のコントロール変数には企業の平均労働生産性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平均労働生産性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。最後に法の支配を表す *Legal* を加えた。ここで、 ε は誤差項であり、 i は国を、 t は期間を表す。

3 推計結果

式(1)の推計結果において、被説明変数を *Financialmarkets* として推計した結果が表 6-1 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、操作変数として *Bank*, *Equity*, *Stability*, *Productivity*, *Anti Director*, *Creditor* のラグおよび *Year* を用いている。推計については Hansen (1982) の GMM における推計法および推定量を使用している。ここで、GMM にて推計する理由は金融市場において金融市場の安定性と法の起源そのものは金融市場の制度的な歴史の結果でありモデルの外側で決定されるからである。つまり、この金融市場の制度的な歴史が他の様々な要因に影響を与えるという考え方である。

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たる金融市場が安定している国と、その国の金融市場の発展には関連性がある。この推計結果から、各国の法の起源と商習慣や慣習には補完性が存在し、主たる金融市場の安定性と金融市場の発展の間にプラスの関連性があることが示された。表 6-2 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 6-1 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 6-2 においても、表 6-1 同様に各国の法の起源と主たる金融市場における商習慣や慣習の補完性から、金融市場の安定性と金融市場の発展にプラスの関連性が示されている。式(1)の推計結果をみると、主たる金融市場が安定している国において、その主たる金融市場は発展しているとする仮説 1 と整合的である。また、変数 *Origin* をみるとどの法の起源もいくつかのモデルにおいて統一的な結果は出ていない。すなわち、過去に採用した法の起源というよりも、むしろ金融市場の安定性の方が金融市場の発展に寄与するということである。

次に、式(2)の結果が表 7 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 *Stability* の代わりに *Downside* を操作

表 6-1 金融市場の安定性と金融市場の発展 (Stability)

変数	変動効果モデル						GMM	
	Bank			Equity			Bank	Equity
<i>Stability</i>	-0.538 (-0.453)	26.106** (1.956)	49.028*** (3.889)	8.426*** (2.778)	41.149*** (3.139)	33.189*** (2.762)	37.107*** (8.712)	40.847*** (8.852)
<i>Bank</i> _{t-1}	1.008*** (114.648)							
<i>Equity</i> _{t-1}				0.810*** (38.819)				
<i>English</i>	-0.010 (-0.006)	-23.652 (-1.167)	-55.318*** (-2.473)	-10.700*** (-2.427)	-46.651*** (-2.338)	-29.757 (-1.396)	-120.938*** (-10.490)	-167.681*** (-7.345)
<i>French</i>	-1.599 (-1.009)	-23.261 (-1.209)	-63.879*** (-2.927)	-6.201 (-1.518)	-22.313 (-1.177)	-49.976*** (-2.403)	-121.543*** (-11.416)	-158.321*** (-7.716)
<i>German</i>	-1.883 (-1.100)	28.794 (1.405)	15.175 (0.560)	-1.813 (-0.417)	-5.587 (-0.277)	-9.970 (-0.386)	81.999*** (4.116)	-137.368*** (-3.634)
<i>Anti Director</i>	0.701 (1.509)	5.134 (0.916)		0.974 (0.816)	4.229 (0.767)			
<i>Creditor</i>	-0.911** (-1.941)	-9.184* (-1.628)		-1.142 (-0.955)	-4.336 (-0.780)			
<i>GDP</i>	0.016 (0.183)	-2.122*** (-8.094)		0.103 (0.686)	-0.039 (-0.197)			
<i>Interest</i>	13.002** (2.032)	-0.983 (-0.043)		44.951*** (3.497)	157.996*** (9.236)			
<i>Inflation</i>	0.004 (0.138)	0.051 (0.646)		0.016 (0.330)	0.128** (2.141)			
<i>Unemployment</i>	-0.345*** (-4.089)	0.367 (0.909)		0.033 (0.177)	-0.420 (-1.353)			
<i>Inflow</i>	-0.004 (-0.659)	-0.046** (-2.209)		-0.003 (-0.260)	-0.027* (-1.688)			
<i>OECD</i>	3.335*** (2.572)	31.374** (2.124)		-3.667 (-1.138)	-20.493 (-1.411)			
<i>Islam</i>	0.395 (0.301)	-18.634 (-1.223)		-6.784** (-2.027)	-32.645** (-2.180)			
<i>Legal</i>	-0.195 (-0.295)	14.069* (1.834)		4.957*** (2.898)	22.799*** (3.023)			
<i>Con.</i>	-0.150 (-0.072)	69.456*** (3.746)	96.694*** (4.560)	15.628*** (3.351)	59.996*** (3.330)	57.756*** (2.870)	113.913*** (10.760)	150.641*** (7.570)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj_R2	0.985	0.626	0.438	0.918	0.513	0.271	0.277	0.100
LM	804.385***	570.030***	390.746***	755.838***	482.492***	249.762***	—	—
Overidentifying restrictions	—	—	—	—	—	—	97.419 [0.000]	68.409 [0.000]
Obs.	816	864	864	816	864	864	864	864

式(1)の推計結果が示されている。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。右 2 列は一般化積率法 (Generalized Method of Moments : GMM) を用いて推計している。GMM推計において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*, *Year*, 定数項を組み込んでいる。*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*, *Year*, 定数項を組み込んでいる。*Year*は年ダミーを組み込んでいる場合にYESと表記される。[]内は過剰識別制約検定の p 値を示す。Obs.は観測数を示す。

変数に組み込んでいる。表 7 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 6-2 金融市場の安定性と金融市場の発展 (Downside)

変数	変動効果モデル						GMM	
	Bank			Equity			Bank	Equity
<i>Downside</i>	-0.792 (-0.835)	21.313** (1.969)	39.260*** (2.807)	4.825*** (2.004)	24.946*** (2.283)	28.348** (2.205)	32.475*** (6.308)	38.878*** (7.965)
<i>Bank</i> _{t-1}	1.009*** (114.884)							
<i>Equity</i> _{t-1}				0.817*** (39.742)				
<i>English</i>	0.097 (0.061)	-18.548 (-0.961)	-54.786** (-2.286)	-7.814* (-1.877)	-33.808* (-1.732)	-29.988 (-1.361)	-139.334*** (-10.369)	-176.400*** (-7.520)
<i>French</i>	-1.656 (-1.062)	-18.511 (-0.975)	-65.051*** (-2.796)	-4.572 (-1.131)	-13.984 (-0.729)	-50.980*** (-2.384)	-140.794*** (-11.167)	-168.878*** (-7.869)
<i>German</i>	-1.808 (-1.070)	29.861 (1.465)	18.105 (0.628)	-0.649 (-0.150)	-0.733 (-0.036)	-8.517 (-0.321)	83.960*** (3.844)	-129.627*** (-3.489)
<i>Anti Director</i>	0.743 (1.591)	4.520 (0.798)		0.920 (0.760)	4.178 (0.730)			
<i>Creditor</i>	-0.932** (-1.990)	-8.694 (-1.535)		-1.040 (-0.862)	-4.030 (-0.703)			
<i>GDP</i>	0.019 (0.216)	-2.122*** (-8.095)		0.102 (0.681)	-0.037 (-0.190)			
<i>Interest</i>	13.155** (2.119)	0.162 (0.007)		47.582*** (3.719)	159.427*** (9.328)			
<i>Inflation</i>	0.001 (0.029)	0.056 (0.699)		0.019 (0.389)	0.131** (2.177)			
<i>Unemployment</i>	-0.349*** (-4.203)	0.410 (1.015)		0.106 (0.574)	-0.378 (-1.216)			
<i>Inflow</i>	-0.004 (-0.755)	-0.046** (-2.164)		-0.002 (-0.189)	-0.027* (-1.671)			
<i>OECD</i>	3.195*** (3.106)	42.702*** (3.673)		0.795 (0.320)	0.723 (0.062)			
<i>Islam</i>	0.268 (0.234)	-8.731 (-0.642)		-3.114 (-1.059)	-15.383 (-1.119)			
<i>Legal</i>	-0.302 (-0.447)	15.261** (1.957)		4.850*** (2.775)	23.208*** (2.949)			
<i>Con.</i>	0.108 (0.054)	59.676*** (3.242)	101.578*** (4.490)	12.016*** (2.643)	46.388*** (2.525)	60.176*** (2.903)	131.004*** (10.515)	157.047*** (7.663)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj_R2	0.985	0.626	0.382	0.919	0.477	0.239	0.246	0.092
LM	804.394***	569.763***	343.117***	755.715	205.573***	222.295***	—	—
Overidentifying restrictions	—	—	—	—	—	—	89.488 [0.000]	66.991 [0.000]
Obs.	816	864	864	816	864	864	864	864

式(1)の推計結果が示されている。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。右2列においては一般化積率法(Generalized Method of Moments : GMM)を用いて推計している。GMM推計においてBankを被説明変数とするモデルでは操作変数にBank, Downside, Productivity, Anti Director, Creditor, Year, 定数項を組み込んでいる。Equityを被説明変数とするモデルでは操作変数にEquity, Downside, Productivity, Anti Director, Creditor, Year, 定数項を組み込んでいる。Yearは年ダミーを組み込んでいる場合にYESと表記される。[]内は過剰識別制約検定のp値を示す。Obs.は観測数を示す。

表7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、法の起源と商習慣や慣習に補完性が存在していると思われる主たる金融市場の安定性が金融市場の発展に関連付けられ、その金融市場の発展が高い企業の平均労働生産性に

表 7 平均労働生産性と金融市場の発展について

被説明変数 操作変数	Productivity			
	①Stability		②Downside	
<i>Financial markets</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)
Adj_R2	0.266	0.266	0.138	0.272
Overidentifying restrictions	9.512 [0.733]	9.512 [0.733]	1.459 [1.000]	9.570 [0.729]
Obs.	864	864	864	864

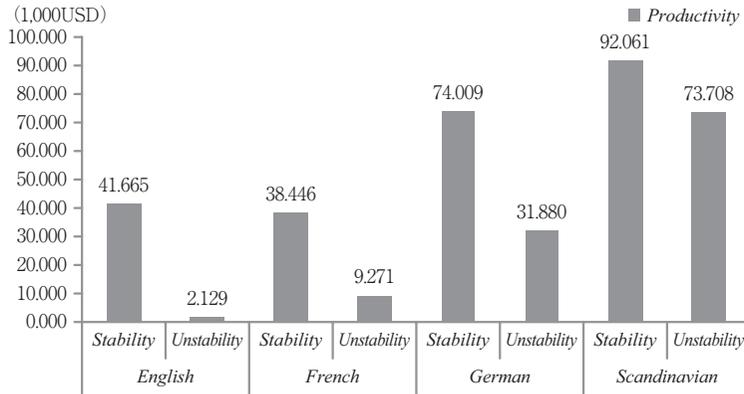
式(2)の推計結果が示されている。各モデルは一般化積率法 (Generalized Method of Moments : GMM) を用いて推計している。使用する操作変数は操作変数の左列①の欄では *Stability, Productivity, Bank, Equity, Bank/Equity, Year*, 定数項を含み, 右列②操作変数の欄では *Downside, Productivity, Bank, Equity, Bank/Equity, Year*, 定数項を操作変数として用いて推計している。() 内は t 値を示し, [] 内は過剰識別制約検定の p 値を示す。*, **, ***は各々10%, 5%, 1%水準で有意であることを表す。Obs.は観測数である。

関連付けられていることを示している。すなわち, 仮説 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 6-1, 表 6-2 および表 7 の *Overidentifying restrictions* の行に J 統計量とその p 値が表記されている。表 6-1 および表 6-2 では操作変数の妥当性が確保されていないためモデルの信頼性はやや劣るが, 表 7 における操作変数の左列①および右列②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⁹。

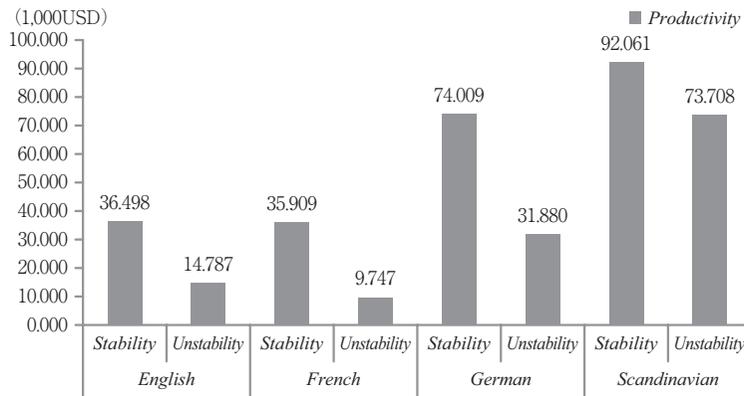
参考までに, これまでの回帰分析とは別に視覚的にも確認できるように, 図 1-1 および図 1-2 に法の

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に基づき安定および不安定に分類し
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)

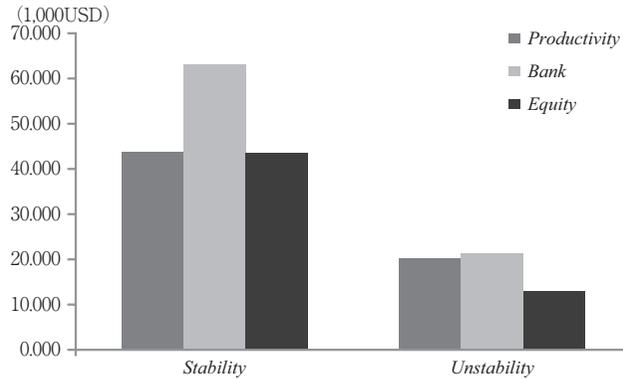


1995年から2012年までの18年間、48カ国を対象としている。
法の起源毎に各国を変数Downsideに基づき安定および不安定に分類し
企業のパフォーマンスの平均値を示したものである。

起源毎に各国を安定と不安定に分類し、企業の平均労働生産性を比較したものを示した。各法の起源毎に見ても安定と不安定の相違によって企業のパフォーマンスに差があり、安定において企業の平均労働生産性が高い。

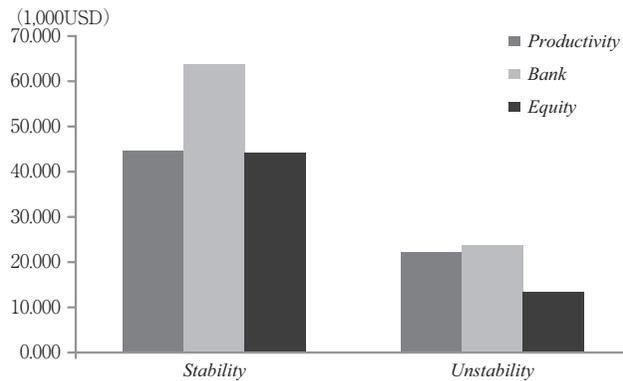
9 表 5 においてジンバブエの標準偏差が突出しているため、ジンバブエを除いたサンプルで再推計シロバストネスをチェックした。その結果、イギリス法起源の国であるニュージーランド、ナイジェリア、パキスタン、シンガポール、スリランカが不安定な国に新たに追加されたが、式(1)および式(2)の結果に影響はなく変数 *Stability*, *Downside*, *Financialmarkets* の係数はプラスであり有意であった。

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。各国を安定および不安定に分類し、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。各国を安定および不安定に分類し、Bank, Equity, Productivity各々の平均値を示したものである。

図 2-1 では変数 *Stability* によって、図 2-2 では *Downside* によって各国を安定と不安定に分類し、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平均労働生産性について不安定より安定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、むしろ主たる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と関連付けられ、その金融市場の発展は高い企業の平均労働生産性とも関連付けられる。

4 本稿の課題とインプリケーション

主たる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

の平均労働生産性に対してプラスに作用する可能性があることを本稿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における商習慣や慣習の間に制度的な補完性が存在し、その補完性が主たる金融市場の安定性を高めている可能性を一概に否定することはできない。また、主たる金融市場の安定性と、企業の平均労働生産性の間にプラスの関連性があるということを示していると解釈できる。さらに、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により金融市場の発展程度が決定されるというよりも、むしろ金融市場の安定性と金融市場の発展の関連性が重要である。企業の平均労働生産性と金融市場の発展についても関連性が存在することが示された。

本稿の問題点は、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稿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られる。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たる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える。つまり、法の起源と商習慣や慣習の間に補完性が存在するから主たる金融市場が安定するのかということ、あくまで推察できる可能性の 1 つであり本稿の推計結果から明らかになったことではないという疑問点があげられる。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。

【参考文献】

- [1] 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
- [2] 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> (2014 年 6 月閲覧)
- [3] Berkowitz, Daniel, Katharina Pistor and Jean-Francois Richard, “Economic Development, Legality, and The Transplant Effect”, *European Economic Review*, 47, (2003) pp. 165-195.
- [4] 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
- [5] Demirgüç-Kunt, Asli and Ross Levine (eds), *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, MIT Press, (2001)
- [6] Ergunor, O. Emre, “Market- vs. Bank-Based Financial Systems: Do Rights and Regulations Really Matter?” *Journal of Banking & Finance*, 28, 12, (2004) pp. 2869-2887.
- [7] Hansen L. P., “Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimation”, *Econometrica*, 50, (1982) pp. 1029-1054.

- [8] 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.
- [9] 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.
- [10] 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.
- [11] 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.
- [12] Levine, Ross, "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?", *Journal of Financial Intermediation*, 11-4, (2002) pp. 398-428.
- [13] Roe, Mark, J., *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*, Oxford University Press, (2003)
- [14] Roe, Mark J., "Legal Origins, Politics, and Modern Stock Markets", *Harvard Law Review*, 120-2, (2006) pp. 460-527.
- [15] World Bank, "World Development Indicators", downloaded (2013)
URL: <http://data.worldbank.org/indicator> (2014 年 6 月閲覧)
- [16] 五十嵐清『比較法ハンドブック』勁草書房, 2010 年
- [17] 滝沢正『比較法』三省堂, 2009 年