

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 30 年 6 月 1 日現在

機関番号：32612

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2015～2017

課題番号：15K03617

研究課題名(和文)多角化の経済的価値：従業員の視点からの実証分析

研究課題名(英文)How do employees benefit from corporate diversification?

研究代表者

牛島 辰男 (USHIJIMA, Tatsuo)

慶應義塾大学・商学部(三田)・教授

研究者番号：80365014

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,500,000円

研究成果の概要(和文)：この研究では、企業の産業多角化が従業員にもたらす影響を、特に賃金に注目して実証的に分析した。多角化による内部資本市場の形成は、事業間のコインシュランスを通じて企業の安定性を高めるものと考えられるが、それが賃金に及ぼす影響は従業員の交渉力によって質的に変化する可能性がある。2001年から2010年の日本の上場企業のデータに基づく分析の結果は、この仮説と整合的である。具体的には、労働組合の無い企業では多角化が給与にマイナスの影響を及ぼすのに対し、組合の存在する企業では影響がプラスになることが示された。これは従来の研究では知られていない新しい発見である。

研究成果の概要(英文)：This study investigates how corporate diversification across industries affects employees with particular attention to the effect on wages. Coinsurance generated by internal capital markets likely increases the financial stability of diversified firms. We posit that the effect of increased job security on wages is qualitatively contingent upon employees' bargaining power. Consistent with this prediction, an analysis of listed Japanese firms over the period from 2001 to 2010 reveals that the effect of diversification on wages is significantly positive for firms with unionized employees and significantly negative for firms with nonunionized employees. This is a novel result unreported in the literature.

研究分野：企業戦略、経営財務

キーワード：多角化 内部資本市場 給与 従業員交渉力 資本構造

1. 研究開始当初の背景

(1) 企業が複数の産業をまたいで成長する多角化は、経営学や企業財務の領域において、重要な研究テーマとなってきた。とりわけ、多角化が企業価値にもたらす効果の研究は、多角化した企業が専業企業（1つの産業に特化した企業）に比べ、投資家に低く評価される傾向があることを見出し、注目を集めてきた。この傾向は多角化（コングロマリット）ディスカウントとして知られており、日本企業についても確認されている（Ushijima, 2016）。

(2) 投資家による評価にディスカウントが発生するにもかかわらず、多くの企業が多角化する理由としては、多角化が株主以外のステークホルダーに大きな便益をもたらす可能性が考えられる。例えば、エージェンシー理論で主張されるように、事業領域の拡大に伴う社会的名声や報酬の増大など、企業の多角化が経営者に私的便益をもたらすシナリオは容易に想像できる。

(3) 一方、近年の研究は、経営者の意思決定が他の多くのステークホルダー、とりわけ従業員の影響を受けていることを明らかにしている。日本企業の経営者は典型的に従業員の内部昇進で選ばれており、従業員の利害が経営者の意思決定に与える影響は大きいものと想像される。しかしながら、企業の多角化が従業員にとってどのような価値を持つかは、十分に研究されていない。

2. 研究の目的

(1) 以上の背景を踏まえて、本研究は日本企業の多角化が従業員の経済的厚生に持つ意味を、賃金に及ぼす効果に注目して分析する。企業の多角化が賃金に影響するチャネルはいくつか考えられる。例えば、Tate and Yan (2015)は、多角化が従業員の人的資本投資のインセンティブと機会を増大させ、賃金にプラスの効果を持つ可能性を指摘し、米国企業について実証している。

(2) この研究では、多角化の企業安定化効果に特に注目して、分析を進める。多角化企業の重要な特徴は、事業間で資金が移動する内部資本市場を持つことである。内部資本市場は、有望な事業へと資金を優先的に配分することで企業の成長力を高めるのみならず、ある事業でキャッシュフロー（利払い能力）の不足が生じた時に、他事業のキャッシュフローを返済に充てることで、企業が債務不履行に陥る確率を低める効果を持つ。コインシユランスと呼ばれるこの効果は、経営破綻や財務困窮に陥るリスクを低めることで企業の借り入れ能力を向上させるため、多角化企業の最適レバレッジは専業企業のそれに比べて高くなる。

(3) 事業間のコインシユランスのいまいつの重要な経済的含意は、雇用の安定である。すなわち、多角化企業の従業員は、経営破綻や財務困窮に伴うリストラクチャリングで職を失うリスクが、専業企業の従業員に比べて低くなる。こうした安定化効果が賃金に持つ意味は、従業員の交渉力に応じて大きく異なるだろう。

(4) 補償賃金格差の理論によれば、競争的な労働市場においては、労働者がリスク回避的である限り、安定性の高い雇用機会を支払われる賃金は相対的に低くなる。したがって、従業員が賃金決定における交渉力を持たない場合、雇用の安定化効果は、多角化企業の賃金を同じ産業の専業企業に比べて低める効果を持つと考えられる。とりわけ、労働市場の流動性が低い日本においては、従業員の賃金に大きな準レントが存在するため、この効果が働く余地は大きいであろう。逆に、従業員が交渉力を持つ場合、雇用の安定性は従業員がより強い態度で賃金交渉に臨むことを可能にする。このため、従業員の交渉力は安定雇用のマイナス効果は遮断するのみならず、人的資本投資をはじめとする多角化のプラスの効果を表出しやすくするものと予想される。

(5) 本研究の主な目的は、上の仮説を日本の上場企業のデータに基づき検証することである。この仮説は事業間のコインシユランスが多角化企業の安定性を高めることを前提としているが、そうした効果の有無と程度もまた、実証的に検証されるべき問題である。したがって、本研究では多角化が賃金に及ぼす影響を分析すると共に、多角化企業と専業企業の資本構造を比較分析することで、後者の問題にも光をあてる。

3. 研究の方法

(1) 本研究の対象は、2001年から2010年の期間において株式を公開しており、データが利用可能な全ての日本企業である（金融機関及び金融セグメントを持つ企業を除く）。多角化の分析においては、企業の事業範囲をどのように測定するかが問題となる。本研究では日本経済新聞社のNEEDSデータベースで整理、提供されている事業セグメントデータに基づき、日本標準産業分類の細分類（4ケタ）ベースで2つ以上のセグメントを持つ企業を多角化企業と定義する。

(2) 多角化が賃金と企業財務に及ぼす影響を分析するにあたっては、産業の異質性をどのようにコントロールするかも課題となる。労働経済学では、産業間に大きく持続的な賃金格差が存在することが知られている。同様に、企業金融の研究は産業間で企業の資本構造に大きな違いがあることを見出している。このため、多角化企業と専業企業の賃金

や資本構造に違いが観察されるとしても、それは多角化自体の効果ではなく、多角化企業と専門企業の産業分布の違いを反映している可能性がある。

(3) 本研究では、この問題に対処するために、企業価値の分析で用いられる超過価値 (excess value) の手法を援用する。この手法は多角化企業の事業セグメントを、当該セグメントと同じ産業で活動する代表的な専門企業とマッチさせることで、産業の影響を除去するものである。資本構造の分析の場合には、企業全体の有利子負債の総資産比率から専門企業の負債比率の中央値をセグメント資産で加重平均した値を差し引いたものを超過負債比率と定義する。また、現金と短期保有有価証券の総資産比率を同様に調整したものを、超過現金比率とする。賃金の分析においては、正規従業員の平均給与・賞与額を指標として用い、企業の実際の賃金と専門企業の中央値賃金をセグメント従業員数で加重平均したものの比率の対数を超過賃金とする。

(4) 従業員の交渉力の指標としては、2つの変数を用いる。第1は、労働組合の有無 (ダミー変数) である。第2は、企業の総人件費のうち、販売費及び一般管理費 (販管費) として計上されているものの比率である。後者は従業員の人的資本が組織資本 (能力) の一部として、企業の価値創造力を形作っている程度の尺度である。この比率が高いほど、価値創造における従業員の貢献は大きく、価値の獲得における交渉力も増大するものと考えられる。

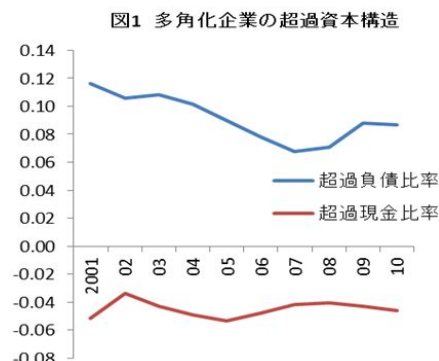
(5) 上記の変数を主に用いつつ、回帰分析の枠組みで多角化が資本構造 (負債比率、現金比率) と賃金に及ぼす影響を推計した。推計は、2001~2010年の期間をプールしたパネルデータに基づく。

4. 研究成果

(1) 資本構造の分析からは、多角化が事業間のコインシユランスを通じて、企業の資本構造に差異をもたらすことが確認された。コインシユランスが企業の安定性を高め、借り入れ能力を向上させるならば、多角化企業は専門企業よりもレバレッジ (負債への依存度) が高く、「負の負債」である現金保有の水準は低いはずである。データには、こうした傾向が明瞭に表れている。分析期間を通じた多角化企業の負債比率の中央値は 26.4% であるのに対し、専門企業のそれは 13.1% である。逆に、現金比率の中央値は多角化企業が 9.6%、専門企業が 14.5% と前者の方が低くなっている。

(2) もっとも、これらの違いは多角化の効果ではなく、多角化企業と専門企業の産業分布

の違いを反映している可能性がある。そこで、多角化企業の超過負債比率と超過現金比率を見てみると、分析期間における中央値の推移は、図1のようになる。



このように事業ポートフォリオの産業構成を調整してもなお、多角化企業のレバレッジは専門企業よりも大きく、現金保有は少ない。これらの差は回帰分析により、他の要因の影響をコントロールしても消えない。企業規模や有形資産比率、キャッシュフローのボラティリティなど、標準的な資本構造の規定要因を考慮してもなお、多角化企業の超過負債比率は専門企業に比べ 6.6%ポイント高く、超過現金比率は 3.3%ポイント低い。

(3) 賃金についても、多角化企業と専門企業の違いが観察される。分析期間を通じた多角化企業の賃金の中央値は、専門企業のそれに比べて 8.8%高く、この差は統計的に有意である。産業分布の違いの影響を除くために、超過賃金を見てみると、多角化企業の中央値は 5.8%であり、有意にゼロと異なる。すなわち、多角化企業の事業分野は比較的高賃金な産業に偏る傾向があるものの、この傾向を調整してもなお、多角化企業の賃金は専門企業よりも高い。

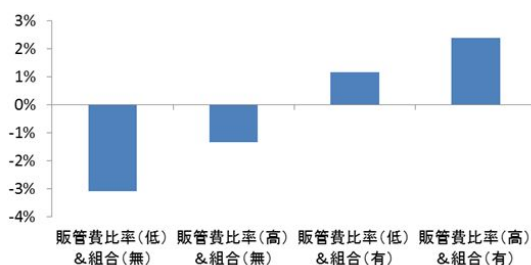
(4) 資本構造と同様に、賃金も多角化以外の多様な要因の影響を受けている。それらの影響を除いて仮説の検証を行うため、回帰分析を行った。主なコントロール変数は従業員の平均勤続年数、労働生産性 (従業員 1 人当たりの付加価値額)、トービンの Q 比率、企業規模などである。全ての企業をサンプルとする推計結果によると、多角化が超過賃金に及ぼす影響は、有意にゼロと異なる。すなわち、上記の多角化企業と専門企業の平均的な賃金の違いは、多角化以外の要因を主に反映しているものと考えられる。

(5) ただし、推計サンプルを組合の存在する企業と存在しない企業に分割すると、異なる推計結果が得られる。具体的には、組合が存在する企業の超過賃金に対する多角化の効果は有意にプラスであり、多角化は平均的に 1.9%ポイントほど賃金を高める効果を持つ。

逆に、組合のない企業にサンプルを限定した場合、多角化の効果は有意にマイナスであり、多角化は 2.1%ポイントほど賃金を低める効果を持つものと推計される。これらの非対称な効果は、多角化が賃金に及ぼす影響が、従業員の交渉力によって質的に変化することを示唆している。

(6) この結果の頑健性を確認するために、人件費の販管費比率を交渉力指標として用いた分析も行ったところ、同様に非対称な効果が確認された。また、同比率と労働組合の有無を同時に考慮すると、多角化の効果の質的变化が一層明瞭となることが分かった。図 2 は、人件費の販管費比率が中央値より高いか否か、組合が存在するか否かで企業を 4 つのサブグループに分けて、多角化の効果の推計した結果である。

図2 多角化が賃金へ及ぼす影響



このように、多角化が賃金を低める効果は組合が存在せず、人件費の販管費比率が中位以下である企業で最も顕著であり、賃金を押し上げる効果は組合が存在し、人件費の販管費比率が高い企業で最大になる。

(7) 以上の結果をまとめると、多角化は企業の安定性を高める効果を持つものの、それが賃金に及ぼす影響は従業員の交渉力によって変化すると結論できる。従業員の賃金決定における交渉力と、経営に対する影響力には正の相関があるものと予想される。この意味で、本研究で得られた結果は、「強い」従業員を持つ企業において、多角化への組織的な推進力が特に強く生じるであろうことを示すものである。

<引用文献>

Tate, G., Yang, L., The bright-side of corporate diversification: Evidence from internal labor markets, Review of Financial Studies, Vol. 28, 2015, 2203-2249.

Ushijima, T., Diversification, organization, and value of the firm, Financial Management, Vol. 45, 2016, 467-499.

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[学会発表](計 6件)

牛島 辰男, Corporate Diversification, Employee Bargaining Power, and Wages, International Atlantic Economic Conference, 2017

牛島 辰男, Are Larger (Smaller) Corporate Headquarters Better? Association of Japanese Business Studies, 2017

牛島 辰男, The Effects of Corporate Diversification on Employee and Executive Pays, Asian Finance Association, 2016

牛島 辰男, The Effects of Corporate Diversification on Employee and Executive Pays, World Finance Conference, 2016

牛島 辰男, Corporate Diversification and Employee Compensations, Western Economic Association International, 2016

牛島 辰男, Diversification, Organization, and Value of the Firm, Western Economic Association International, 2015

[図書](計 1件)

牛島 辰男ほか、東洋経済新報社、企業統治と成長戦略、2017、438 (281~302)

[その他]

牛島 辰男, The More-Money and Less-Cash Effects of Diversification: Evidence from Japanese Firms, RIETI (Research Institute of Economy, Trade and Industry) Discussion Paper (16-E-029), 2016

牛島 辰男, Corporate Diversification, Employee Bargaining Power, and Wages, RIETI (Research Institute of Economy, Trade and Industry) Discussion Paper (16-E-103), 2016

6. 研究組織

(1)研究代表者

牛島 辰男 (USHIJIMA, Tatsuo)

慶應義塾大学・商学部・教授

研究者番号：80365014