

令和 3 年 6 月 9 日現在

機関番号：17301

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2017～2020

課題番号：17K03821

研究課題名(和文)雇用の流動化が企業価値及び企業財務に与えた影響

研究課題名(英文)The Effects of Alternative Work Arrangements on Cost of Capital, Firm Value, and Financial Decisions

研究代表者

千野 厚(CHINO, Atsushi)

長崎大学・経済学部・准教授

研究者番号：30647988

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,400,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、日本における近年の非正規雇用の増加が、日本企業の資本コストに与えた影響を分析した。特に、2003年に行われた労働者派遣法の改正以降に急激に増加した製造業における派遣雇用の増加が、企業の株主資本コスト及び負債資本コストに与えた因果的影響を、上場企業の株価・財務データを用いて分析した。推定結果として、製造業の資本コストは、非製造業のそれと比較して、法改正以降に有意に低下したことが示された。また、製造業における人件費の硬直性も法改正以降に同様に低下した。これらの結果は、派遣雇用の増加による人件費の変動費化が企業のリスクを低下させたことにより、資本コストを低下させたことを示唆している。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の主要な成果は、労働市場における規制緩和、特に2003年における労働者派遣法改正以降の派遣雇用の増加が、企業価値に対しては資本コストの低下を通じて正の影響をもたらしたことを明らかにしたことである。一般的には、2003年の法改正による派遣雇用の増加は労働者の待遇面に不利益をもたらしたのみと捉えられがちである。しかしながら、本研究の結果は企業に対しては便益をもたらしたことを示しており、派遣雇用の増加が経済に与えた影響は、労働者および企業を含めた全体の社会厚生観点から評価することが重要であることを示唆している。

研究成果の概要(英文)：This project examines whether firms' use of alternative work arrangements, particularly temporary agency workers, affects their cost of capital. Exploiting a major labor-market deregulation in Japan that induced manufacturing firms to increase their employment of temporary agency workers, my analysis shows that the cost of capital decreased in manufacturing firms, relative to nonmanufacturing firms, after the deregulation. Further analysis using variations within manufacturing firms provides corroborating evidence. The rigidity in labor expenses also decreased in manufacturing firms. Overall, alternative work arrangements increase the flexibility in labor costs, leading to lower operating leverage and cost of capital.

研究分野：企業金融

キーワード：資本コスト 非正規雇用

## 1. 研究開始当初の背景

労働市場における雇用制度や働き方の変化が、企業の金融面に与える影響に関する研究は、研究開始当時から現在に至るまで注目を集めている。例えば、米国や諸外国における労働法、労働政策、労働組合組織率、等の変化や、労働市場における流動性、転職の容易性、労働者の特性や能力、雇用形態の変化、等が企業の株式収益率、企業価値、及び企業の財務戦略、等に与える影響を分析した論文が、上位の国際学術誌に掲載される機会が、研究開始当時から現在に至るまで増加傾向にある。

一方、日本における労働市場の変化が企業の金融・財務面に与える影響を分析した研究は未だ数少ないが、千野(2016)は日本における労働市場の規制緩和が、企業の株式による資金調達コスト(株主資本コスト)に与えた影響を分析した。特に、2003年の労働者派遣法の改正に着目し、法改正により製造業における派遣労働が解禁された以降、製造業企業の株主資本コストが低下したことを示した。千野(2016)は、法改正後に製造業において増加した派遣雇用が、企業の人件費の変動費比率を高めたことにより、企業のリスクが低下し株主資本コストが低下したと主張した。

しかしながら、千野(2016)は実際に法改正が派遣雇用の増加による人件費の変動費化を通じて株主資本コストに影響を与えたという直接的な証拠は示していなかった。従って、推計結果から得られた派遣法改正と株主資本コストの負の関係が、何らかの派遣雇用とは関係のない要因の影響を反映している可能性を完全には排除できていない。また、千野(2016)は株主資本コストにのみ焦点を当てているが、負債による資金調達コスト(負債資本コスト)の分析も同時に行わなければ、法改正が企業の資金調達コスト(資本コスト)に与えた全体的な影響を知ることはできない。法改正後に人件費の変動費化を通じて企業の倒産リスクが低下したのであれば、負債コストも低下した可能性もある。この点に関する分析も行われていなかった。更に、法改正が資本コスト以外の企業の金融・財務面、例えば企業価値、企業財務(資本構成や現金保有、等)、設備投資などに与えた影響も分析されていなかった。最後に、千野(2016)は学会発表論文であり学術誌に公刊された論文ではなかったため、一般社会への広範囲な研究成果の公開という意味においても限定的であった。以上が、本研究開始当時の背景であった。

## 2. 研究の目的

本研究は、前述した千野(2016)における幾つかの重要な問題点を解決するために、より詳細かつ包括的な分析を行うことにより、2003年の労働者派遣法改正が派遣雇用の増加を通じて企業の金融面に与えた影響を、より正確に理解することを目的とした。具体的には、研究開始時における目的は以下の3点に要約される。第1に、労働者派遣法改正後の製造業企業における株主資本コストの低下が、派遣雇用の増加を通じた人件費の変動費化による企業のリスク低下という経路を通じて発生したことを示すこと。第2に、法改正が負債資本コストに与えた影響を分析すること。そして第3に、法改正が企業価値、企業財務(資本構成や現金保有、等)及び設備投資に与えた影響を分析すること。以上3点が、研究開始当時の主要な研究目的であった。

## 3. 研究の方法

本研究の分析手法は基本的に千野(2016)の推定方法を踏襲している。具体的には、2003年6月に改正、2004年3月から施行された労働者派遣法改正を、労働者の雇用形態に対する外生的ショック(Quasi-Natural Experiment)とみなして、差分の差分(DID)分析を行った。特に2003年における当該法改正のコニークな点は、それまで禁止されていた物の製造作業が派遣労働対象業務として解禁されたことにより、法改正の影響が製造業の企業に影響が限定されることである。言い換えれば、非製造業の企業に本改正が直接的な影響を与えることは考えられない。従って、製造業企業を処置群(treatment group)、非製造業企業を対照群(control group)として、法改正前後における企業の金融・財務面の変化を、法改正の影響を大きく受けた製造業企業と受けなかった非製造業企業の間で比較をすることにより、DID推定法を用いて派遣法改正が企業の金融・財務面に与えた因果的な影響を推定することができる。この推定方法の下で、労働者派遣法改正が国会で可決された2003年を基準年として、その年を含む前後数年間の製造業および非製造業を含む全上場企業のパネルデータを用いて、回帰モデルの枠組みでDID分析を行った。

千野(2016)は回帰モデルにおいて、被説明変数に株主資本コストを用い、説明変数には2003年以降であれば1の値をとるダミー変数と製造業企業であれば1の値をとるダミー変数の交差

項を用いた。この交差項の係数を推定することにより、製造業企業における株主資本コストの2003年前後の変化を、非製造業のそれと対比した。回帰モデルの右辺には、上述の説明変数に加えて、標準的な企業レベルおよび産業レベルのコントロール変数、ならびに企業単位および年次単位の固定効果を含めている。千野(2016)は2003年以降に製造業企業の株主資本コストが、非製造業企業のそれと比べて低下したことを示した。本研究では以上の回帰モデルを基本的に踏襲しつつも、「研究の目的」で述べた本研究の主要な3点の目的を満たすため、モデルに適切な変更を施した。

まず第1に、経済産業省による企業活動基本調査の派遣労働者に関するデータを活用し、2003年前後の製造業企業における株主資本コストの低下幅と、同時期の派遣労働者の増加幅の間の相関関係を分析した。より具体的には、製造業内において、同時期の派遣労働者の増加幅が大きかった(小さかった)企業ほど、株主資本コストの低下幅が大きかった(小さかった)か否かを検定した。もし株主資本コストの低下が派遣雇用の増加によってもたらされたのであれば、同時期における各企業の株主資本コストの低下幅と派遣労働者の増加幅の間には正の関係が観察されることが予測される。また、製造業企業における派遣雇用の増加が、人件費の変動費比率を上昇させたことにより、企業のリスク及び株主資本コストを低下させたのであれば、人件費(企業利益)の変動性は法改正後に上昇(低下)したことも予測される。この点についても詳細な分析を行った。第2に、回帰モデルの被説明変数に社債のイールド・スプレッドを用いて、2003年の派遣法改正が負債資本コストに与えた影響を推定した。もし派遣雇用の増加が人件費の変動費比率を上昇させ、企業の倒産リスクを低下させたのであれば、負債コストは法改正後に低下したことが予測される。最後に第3に、回帰モデルの被説明変数に企業価値、資本構成、現金保有、設備投資、等を用いて、法改正が企業の金融・財務面に与えた影響を推定した。特に企業価値に関しては、法改正後に資本コストが低下したのであれば、企業価値は上昇したことが予想される。以上の方法により、本研究の主要な目的を果たす試みを行った。

#### 4. 研究成果

「研究の方法」で前述した分析による主要な結果は以下の通りである。第1に、製造業企業の株主資本コストは、非製造業企業のそれと比べて、2003年の派遣法改正以降に有意に低下したが、この低下幅は派遣労働者の増加した企業ほど大きいことが示された。更に、法改正以降に製造業企業の人件費(企業利益)の変動性は、非製造業企業のそれと比べて上昇(低下)したことも観察された。これらの結果を総合的に判断すると、法改正後の製造業企業における株主資本コストの低下は、派遣雇用の増加による人件費の変動費化という経路を通じて、企業のリスクを低下させたことにより発生したと解釈することが妥当であると考えられる。第2に、法改正後に製造業企業における負債資本コストも、非製造業企業のそれと比べて低下したことが示された。この結果は、法改正後の人件費の変動費化を通じた製造業企業の倒産リスクの低下と整合的である。第3に、法改正後に製造業企業の企業価値も、非製造業企業のそれと比べて上昇したことが示された。この結果は、法改正後の製造業企業の資本コストの低下と整合的である。しかしながら、法改正が製造業企業の資本構成、現金保有、設備投資、等に与えた影響に関しては、ある条件の下では一定の有意な推定結果は得られたが、定式化による推定結果の変化も大きく、推定結果の頑健性が十分には担保できなかった。なお、本研究の主要結果をまとめた論文(Chino(2021))は、2021年3月にJournal of Financial and Quantitative Analysis誌に掲載された。

本研究の主要な成果は、労働市場における派遣雇用の増加が、企業価値に対しては資金調達コストの低下を通じて正の影響をもたらしたことを明らかにしたことである。一般的には、2003年の法改正による派遣雇用の増加は労働者の待遇面に不利益をもたらしたのみと捉えられがちである。しかしながら、本研究の結果は企業に対しては便益をもたらしたことを示しており、派遣雇用の増加が経済に与えた影響は、労働者および企業を含めた全体の社会厚生観点から評価することが重要であることを示唆している。また、派遣雇用を含めた非正規雇用は国外においても増加傾向にあるが、このような労働者の雇用形態の変化が企業の金融・財務面に与える影響を分析した研究は世界的にも数少なく、本研究はこの点に関する学術的議論にも貢献したと考えられる。本研究の結果は、望ましい労働市場とは、いかなるシステムなのか?という問題に対する一つの視点を与えたものと考えている。

#### <引用文献>

千野(2016)「雇用の流動性と企業の株主資本コスト：労働者派遣法改正が与えた影響」、2016年日本ファイナンス学会発表論文

Chino(2021)“Alternative work arrangements and cost of equity: Evidence from a quasi-natural experiment.” Journal of Financial and Quantitative Analysis 56, 569-606.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計1件（うち査読付論文 1件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 Atsushi Chino	4. 巻 56
2. 論文標題 Alternative Work Arrangements and Cost of Equity: Evidence from a Quasi-Natural Experiment	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 Journal of Financial and Quantitative Analysis	6. 最初と最後の頁 569-606
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1017/S002210901900108X	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計2件（うち招待講演 0件/うち国際学会 2件）

1. 発表者名 Atsushi Chino
2. 発表標題 Alternative work arrangements and cost of equity: Evidence from a quasi-natural experiment
3. 学会等名 Asian Finance Association (AFA) annual meeting 2018 (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 Atsushi Chino
2. 発表標題 Alternative work arrangements and cost of equity: Evidence from a quasi-natural experiment
3. 学会等名 Financial Management Association (FMA) annual meeting 2018 (国際学会)
4. 発表年 2018年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

Researchmap  
<https://researchmap.jp/achino>

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------