

令和元年5月23日現在

機関番号：32663

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2016～2018

課題番号：16K17177

研究課題名(和文) 利益還元政策と賃金・雇用の関係-株主と従業員の間での利益分配問題-

研究課題名(英文) Relation between payout policy, wages and employment -Profit sharing between shareholders and labors-

研究代表者

佐々木 寿記(Sasaki, Toshinori)

東洋大学・経営学部・講師

研究者番号：10609738

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,400,000円

研究成果の概要(和文)：本研究課題では株主と従業員の間での利益分配問題に関して検証を行った。検証の結果、日本企業はアメリカと違って依然として配当を重視していることや、業績変動リスクが高い企業はより多くの非正規労働者を採用し、株主への利益還元の際には自社株買いの割合を高めることで企業全体のリスクを下げようとしていることが明らかとなった。また、2003年の派遣法改正による製造派遣の解禁が企業の雇用調整を容易にしたことで、企業が実施する自社株買いの割合や保有する現金、負債など、企業の財務政策に影響を与えていたことも明らかとなった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

近年の日本社会では企業業績の好調さと株主への利益還元の増加が報道される一方で、従業員への還元は十分ではないという指摘がよくなされている。また、学術研究の世界ではこのような株主と従業員の間での利益分配に関する研究が十分にされてはいなかった。そこで本研究課題では株主への利益分配手法と従業員処遇の関係性について主に検証を行ったものである。

研究成果の概要(英文)：I examined the issue of profit sharing between shareholders and labors. First, I find that dividend is still a major method of payout policy in Japan, which is different from the US firms. Second, I also find that high business risk firms employ more non-regular labors and more repurchase shares to mitigate their risk. Finally, I find that the removal of manufacturing dispatching due to the revision of the dispatching law in 2003 affect financial policy of Japanese firms, such as share repurchase, cash holdings and debt ratio.

研究分野：コーポレートファイナンス

キーワード：ペイアウト政策 配当 自社株買い 賃金 雇用

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19、CK - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

企業には様々なステークホルダーが存在するにもかかわらず、研究開始当時の株主への利益還元に関する研究では、利益還元政策と投資機会や企業価値の関係を検証した論文や、株主と経営者との間での利害対立の解消をテーマとして取り上げた論文がほとんどであった。

数少ない株主と労働者の間での利益の分配に関する論文として、国内では胥[1997]、松浦[2001]、久保[2011]があげられる程度である。これらの論文では配当と雇用の関係を検証し、大幅な雇用削減が行われるときには同時に配当も削減されていることを報告している。ただし、あくまで従業員の雇用と配当の関係を検証したものであり、利益分配手法の1つとしての自社株買いの効果や、正社員と非正規雇用といった雇用形態の違いといった点からの検証は存在していない。また、国外での先行研究としては、DeAngelo/DeAngelo[1991]が労働組合に注目し、労働組合に大幅な賃金や雇用のカットを承認させた際には、同時に配当や経営者報酬も大幅に低下したことを報告している。ただし、この論文は1980年代前半のアメリカの鉄鋼7社という非常に限られたサンプルでの検証となっている。

以上のように、株主と従業員の関係に関する研究は、質的にも量的にも限られており、本研究課題では株主と従業員との間での利害対立に注目し、利益分配と賃金・雇用の関係について研究を行うことを目的としていた。

2. 研究の目的

本研究の目的は、日本の大規模な財務データを用いて、株主への利益還元と労働者の賃金・雇用の関係を実証することである。企業のステークホルダーの1つとしての従業員の重要性にもかかわらず、従業員との関係という視点から株主への利益還元政策を分析した研究は非常に数が少なく、研究の余地と意義が多いテーマである。研究にあたっては近年の日本企業の利益還元政策を概観したうえで、2000年代以降に我が国で急速に普及した派遣社員を含む非正規雇用が利益還元政策に与えた影響について明らかにすることを目的としている。

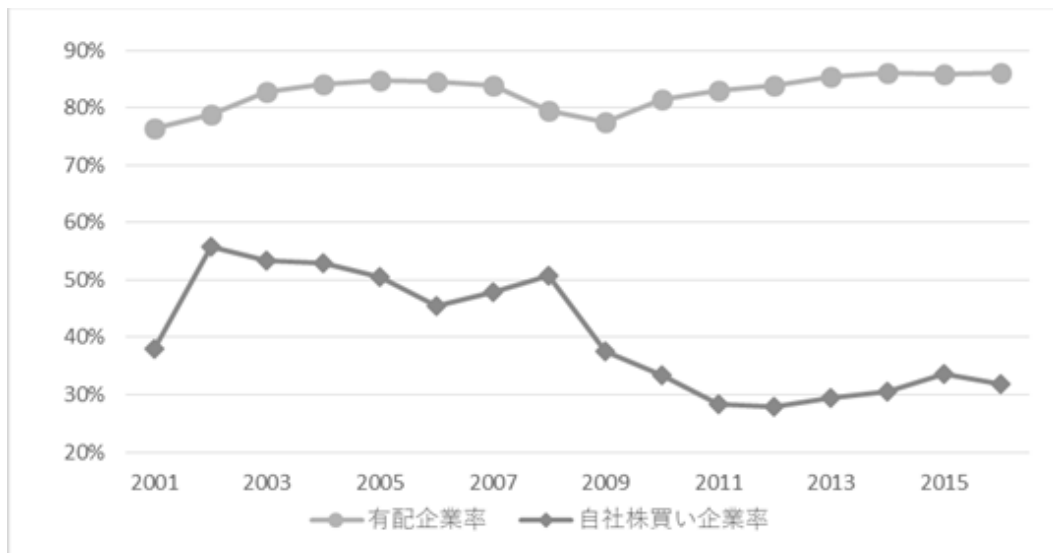
3. 研究の方法

本研究課題では、2001年以降の日本の上場企業を研究対象とし、財務データや雇用に関するデータを購入・収集し、実証検証を行った。検証の際にはパソコン上で作動する統計ソフト(STATA 15)を使用している。最小二乗法をはじめとする統計的手法を主に用いており、分析内容に応じて、操作変数法やDID分析といった方法を使い分けることで適切な推定結果が得られるように注意を払った。

4. 研究成果

(1) まず初めに、「我が国企業のペイアウト政策の推移 2001年以降の最新データによる分析」では、2001年以降の最新の日本企業の利益還元政策を概観するとともにアメリカ企業の利益還元政策との比較を行った。私は以前、1960年代半ばから2000年代半ばまでの日本企業の利益還元政策の概観も行っており(佐々木, 花枝, 2010)、それから10年近くが経過する中で、最新の日本企業の利益還元政策の傾向を明らかにするとともに、その後の検証の礎とするために本研究を行ったものである。

図表1 有配企業率と自社株買い企業率の推移



検証から分かったこととして、まず、2001年の自社株買いの自由化後も我が国のペイアウトの主流は依然として配当のままであり、有配企業率や配当総額は自社株買いのそれよりもかなり大きくなっていることが判明した。自社株買いについては、2008年の金融危機以降、実施企

業数が大きく減少したままとなっており、2016年時点でも回復傾向はみられなかった。しかしながら自社株買いの金額自体は2013年度以降、大きく増加しており、実施企業数の停滞を踏まえると、一部の企業に自社株買いの実施金額が集中していることがうかがえる。これらの変化は同時期のアメリカ企業とは異なる我が国企業特有の傾向である。

また、いまだに我が国で配当が主流となっている理由について検証を行ったところ、本来、成長機会が豊富な一方で利益の変動性が大きく、配当には向いていないはずの新興企業でさえも自社株買いではなく配当を実施していることが明らかとなった。また、全企業を対象とした分析からは、日本企業の多くは黒字企業であり、配当を実施するための安定的な財源が確保できていることが明らかとなった。

さらに、我が国における配当企業の特徴としては、佐々木、花枝(2010)と同様に収益性、成長性、利益剰余金比率が高く、負債比率が低い大企業であることが改めて確認された。これに対し、自社株買いを実施する企業とは、あまり業績の良くない企業や、成長が落ち着き、配当だけでなく自社株買いも同時に実施できる余裕がある成熟企業であることが示された。

最後に企業のペイアウト政策が変化したときに、どのような財務的変化が企業に起きているのかを検証したところ、企業は財務状況に大きな変化が起きない限りは配当を開始や停止を判断しない一方で、自社株買いについては割と小さな変化でも、停止や開始をしており、企業は自社株買いの柔軟性を大いに利用していることが判明した。

これらの結果は日本企業における利益還元政策の特徴やアメリカ企業との違いを浮きだたせるものであり、今後の我が国企業のペイアウト政策を考えるうえでの参考となることが期待される。

(2) 次に、「企業のリスク管理におけるペイアウト政策と非正規雇用の役割」では2001年以降に我が国で起きた非正規雇用の増大が利益還元政策に及ぼした影響について、正規雇用と配当がもたらすリスクに注目した検証を行った。企業は常に様々なリスクにさらされており、企業が現金保有量や負債利用など様々な手段でリスクヘッジを行っていることがBates, Kahle and Stulz(2009)やBonaime, Hankins, and Harford(2014)といった先行研究で明らかになっているが、本研究では企業が直面する業績変動リスクに対し、企業がどのように対応しているのかを利益還元政策と雇用政策の観点から検証した。

理論的には、正規従業員は非正規従業員に比べ、解雇がしづらいため、正規社員を多く抱える企業は赤字に際してもリストラが行いにくいなど、業績変動リスクに弱くなることが予想される。また、株主への利益還元手法には大きく分けて配当と自社株買いの2つがあるが、配当に比べて自社株買いのほうが金額を柔軟に変更させやすいことが先行研究からも明らかとなっており、自社株買いを実施したほうが企業は業績変動リスクに強くなることが予想された。

図表2 業績変動リスクと自社株買い比率と非正規比率の関係

	高リスク		低リスク		差	p 値
	サンプル数	平均値	サンプル数	平均値		
自社株買い比率	8796	10.509	8793	6.914	3.594	0.000
非正規比率	7617	20.950	7736	19.940	1.010	0.006

検証の結果、業績変動リスクが相対的に大きい企業では、利益還元に占める自社株買いの割合や全従業員に占める非正規従業員の割合が相対的に高いことが明らかとなり、企業が自社株買いや非正規従業員をリスクヘッジの一手段として用いていることを示唆する結果が得られた。また、自社株買いの割合が大きい企業では、相対的に非正規従業員の割合が低く、逆に非正規従業員の割合が大きい企業では、自社株買いの割合が少ないことも明らかとなり、企業はこの2つのリスクヘッジ手法を代替的に組み合わせて利用していることが明らかとなった。

これらの検証結果は、利益還元政策と雇用政策の関係を検証した貴重な結果であるとともに、企業のリスク管理に関する研究に新たな発見をもたらしたという点で貢献が存在すると考えられる。

(3) (2)の研究成果をもとに執筆されたのが、「雇用の硬直性と企業の財務政策の関係 製造業務派遣解禁の影響」である。この論文では日本における2004年3月期の派遣法解禁による製造業務派遣の解禁が製造業での非正規雇用に与えた影響を調べている。なお、我が国における歴史において、派遣法改正は過去に何度もなされているが、本研究で注目したのは、製造業務での派遣労働が解禁された2004年3月改正である。数ある制度改正のうち、この制度改正に注目する分析上の意義としては、法改正が影響したのが製造業に属する企業のみであり、非製造業に属する企業には影響が出ていないところにある。これにより法改正という外的要因が企業行動に与えた影響をDID分析と呼ばれる特殊な回帰手法を用いることで検証することが可能となる。

(2)でも触れたように、派遣社員をはじめとする非正規雇用は正規雇用に比べて雇用量の調整が行いやすく、製造業務派遣の解禁が製造業に属する企業における非正規雇用を促進させたなら、製造業企業は業績に応じて雇用を調整することで、業績変動リスクに備えることが可能になる。そのため、先行研究で業績変動リスクに対するその他のリスクヘッジ手段として挙げられていた、利益還元に占める自社株買いの割合や現金保有量、負債比率にも、法改正前後で変化が生じることが予想された。

図表3 派遣法改正が非正規比率と自社株買い比率に与えた影響(抜粋)

	(1) 非正規比率	(2) 自社株買い 比率	(3) 非正規比率	(4) 自社株買い 比率
派遣法改正ダミー	0.362* (1.870)	-1.625* (-1.843)		
製造業*2002年			-0.078 (-0.282)	0.428 (0.341)
製造業*2003年			-0.342 (-1.270)	2.823** (2.303)
製造業*2004年3月			-0.604** (-2.337)	1.563 (1.329)
サンプル数	8,949	8,949	8,949	8,949
Within R2	0.082	0.296	0.083	0.296
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes

図表4 派遣法改正が現金比率と負債比率に与えた影響(抜粋)

	(1) 現金比率	(2) 負債比率	(3) 現金比率	(4) 負債比率
派遣法改正ダミー	-0.395*** (-2.804)	6.460** (2.281)		
製造業*2002年			0.246 (1.229)	-4.627 (-1.151)
製造業*2003年			0.239 (1.212)	-1.650 (-0.417)
製造業*2004年3月			0.232 (1.225)	-3.300 (-0.866)
サンプル数	10,582	10,582	10,582	10,582
Within R2	0.170	0.272	0.170	0.272
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes

注：カッコ内の数値はt値である。また、***, **, *はそれぞれ有意水準1%、5%、10%で係数が有意であることを意味する。

検証の結果、2004年3月期の労働者派遣法の改正前後に、製造業における非正規雇用者の比率は、非製造業に比べて大きく上昇しており、法改正による製造派遣の解禁が製造業企業の雇用の硬直性を低下させたことが分かった。また、このような雇用の硬直性の低下は製造業企業の利益還元総額に占める自社株買いの割合や現金保有量を低下させる一方で、負債比率を上昇させることが分かった。業績変動リスクにさらされている企業では、利益が減少したときに柔軟に実施金額を減額させやすい自社株買いを相対的に多く実施することや、倒産リスクを低下させるために大量の現金を保有する一方で、負債比率を低く抑えることが一般的に予想される。ゆえに、本研究で得られた結果は雇用の硬直性の低下により製造業企業が業績変動リスクに対して耐性を持ったことで自社株買いや現金に頼らず、負債調達ができるようになったことを示唆する結果であり、雇用調整がこれらのリスクヘッジ手段と代替的な関係にあることも示唆された。

本研究の貢献として、これまで雇用の硬直性から生じるリスクを扱った研究は主に労働組合や従業員保護規制に着目した研究が主であり、我が国における派遣労働の解禁が企業の複数の財務政策に与えた影響に関する研究は筆者が知る限り初であることがあげられる。また、法改正という外的要因に着目し、DID分析を行ったことで、変数間の内生性や因果性の逆転といった問題にも対処したうえで、雇用の硬直性と財務政策の関係を検証できたことも貢献の1つといえる。

<参考文献>

久保克行、配当政策と雇用調整 - 日本企業は株主重視になってきたのか - 、宮島英昭編
著、日本の企業統治、東洋経済新報社、2011、pp.409-438.

佐々木寿記、花枝英樹、わが国企業の配当行動のマクロ分析、経営財務研究、Vol.29、No.1&2、
2010、pp.2-31.

胥鵬、日本企業における配当、役員賞与と雇用調整、日本労働研究雑誌、No.451、Vol.1、1997、
pp.16-21.

松浦克己、雇用削減と減配・無配の関係 - 企業利潤、企業財務、コーポレート・ガバナ
ンスからの視点 - 、フィナンシャル・レビュー、Vol.60、2001、pp.106-138.

Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M., Why do US firms hold so much more cash than
they used to?, Journal of Finance, Vol.64, No.5, 2009, pp.1985-2021.

Bonaimé, A. A., Hankins, K. W., & Harford, J., Financial flexibility, risk management,
and payout choice, Review of Financial Studies, Vol.27, No.4, 2013, pp.1074-1101.

DeAngelo, H., & L. DeAngelo, Union Negotiations and Corporate Policy: A Study of Labor
Concessions in the Domestic Steel Industry during the 1980s, Journal of Financial
Economics, Vol.30, No.1, 1991, pp.3-43.

5 . 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 3 件)

佐々木寿記、雇用の硬直性と企業の財務政策の関係 製造業務派遣解禁の影響、経営論集、
査読無、Vol.92、No.1、2018、pp.15-26

<http://id.nii.ac.jp/1060/00010230/>

佐々木寿記、企業のリスク管理におけるペイアウト政策と非正規雇用の役割、経営論集、査
読無、Vol.91、No.1、2018、pp.37-48

<http://id.nii.ac.jp/1060/00009628/>

佐々木寿記、我が国企業のペイアウト政策の推移-2001年以降の最新データによる分析-、経
営論集、査読無、Vol.91、No.1、2018、pp.25-36

<http://id.nii.ac.jp/1060/00009627/>

〔学会発表〕(計 0 件)

〔図書〕(計 0 件)

〔産業財産権〕

出願状況(計 0 件)

名称：

発明者：

権利者：

種類：

番号：

出願年：

国内外の別：

取得状況(計 0 件)

名称：

発明者：

権利者：

種類：

番号：

取得年：

国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

6 . 研究組織

(1)研究分担者

研究分担者氏名：

ローマ字氏名：

所属研究機関名：

部局名：

職名：

研究者番号（8桁）：

(2)研究協力者

研究協力者氏名：

ローマ字氏名：

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。