

令和 6 年 6 月 15 日現在

機関番号：32629

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2021～2023

課題番号：21K01565

研究課題名（和文）企業負債自己選択バイアスと労働市場の摩擦の関連性

研究課題名（英文）The labor market friction and the self-selection bias in the corporate debts

研究代表者

鷹岡 澄子（TAKAOKA, SUMIKO）

成蹊大学・経営学部・教授

研究者番号：10361677

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,100,000円

研究成果の概要（和文）：社債発行年限と発行額、社債発行企業のクレジット・リスクを様々な観点から実証分析を行った結果、主に以下の点があった。人件費が増加するほど負債に占める銀行融資の割合が大きくなる。これは、先行研究が示唆するように、労働誘発営業レバレッジによって決定されたリスクによって、企業のクレジット・リスクが上昇し市場からの資金調達コストが上昇することが理由として考えられる。ただし、先行研究では、労務債務が日本企業のクレジット・スプレッドの顕著な決定要因かつ上昇要因であることは示されておらず、本稿において、労務債務が日本企業負債選択の重要な要因となることが分かった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の独自性は、日本市場での企業資金調達行動を労働市場の摩擦から解明する点にある。COVID19による景気後退の影響で資金調達をする企業において、社債を大規模に発行する企業と、シンジケートローンで対応する企業があった。労務債務が大きい企業、つまり、賃金への事前コミットメントは企業の利息支払リスクを不況期に更に高めることを考えると、不況期に社債よりも柔軟性のある市場型間接金融を選択する確率は高くなる。本研究成果の社会的意義は、昨今の雇用・労務環境を重視する社会的背景を勘案している点である。学術的意義は、労働市場と企業クレジット・リスク、資金調達選択の新たな関連性を示した点である。

研究成果の概要（英文）：The empirical results in this project show the following findings. The analysis of maturity and issue amounts of corporate bonds indicates that the ratio of bank loans to corporate bonds in corporate debts increases as the labor leverage of the firm increases. As the previous studies suggested, the risk determined by labor-induced operating leverage increases a firm's credit risk and raises its cost of raising funds from the market. However, previous studies have not shown that labor leverage is a significant determinant and an increasing factor in the credit spread of firms in Japan. In this project, we find that labor leverage is a significant factor in selecting corporate debt in Japan.

研究分野：経済学

キーワード：クレジット・リスク 労働市場の摩擦 社債 クレジット・スプレッド

様式 C - 19、F - 19 - 1 (共通)

1. 研究開始当初の背景

企業の市場資金調達コストを表す社債スプレッドの決定要因として、発行企業の信用格付・財務状況・株価・マクロ経済・インフレ率・引受会社の評判などが確認されており、Favilukis et al. (American Economic Review 2020) は、労働市場の摩擦が社債スプレッドの重要な原動力であることを、国・企業のパネル分析から示している。その結果は賃金の硬直性が議論される日本において非常に示唆に富むが、彼らのサンプルに日本企業は含まれておらず、日本企業においても同様の関連性が存在するのかは不確かである。

2. 研究の目的

本研究の目的は、本邦社債市場の社債発行と年限選択という2つのセルフ・セレクション・バイアスを考慮したうえで、市場からの資金調達コスト(社債スプレッド)の要因として労働市場の摩擦があるのか、日本企業のデータを用いて解明することである。そして、労務債務への事前コミットメントの大きさが、企業の資金調達選択問題に影響を与えるのか、検証する。また、新型コロナウイルス感染症の世界的流行以降、社会的に雇用や働き方を重視する傾向がある。本研究の最終的な目的は、労働市場と企業クレジット・リスク、資金調達選択の新たな関連性を明らかにすることである。

3. 研究の方法

企業のクレジット・リスクを測定するために、流通市場における企業の社債スプレッド・データを作成した。具体的には、各企業の年限別の社債スプレッド、企業ごとの社債スプレッドと日本市場の社債スプレッド指数を作成した。

次に、企業のクレジット・リスクのデフォルト要因に焦点をあてて、企業 CDS カーブデータセットを作成した。構築したデータセットより、発行体グループ間でのクレジット・リスク特性の差が労働市場の摩擦に起因しているのかどうかを検証した。そして、企業の銀行融資の金額とデータセットをマッチングして、負債選択問題を推計した。

更に、労務債務をコストという概念からだけではなく、人的資本への投資という観点から従業員の満足度口コミデータを使用した資金調達コストへの影響分析を行った。

4. 研究成果

本研究における日本企業データを用いた推定では、人件費が増加するほど負債に占める銀行融資の割合が大きくなることが分かった。これは、先行研究が示すように、労働誘発営業レバレッジによって決定されたリスクによって、企業のクレジット・リスクが上昇し市場からの資金調

達コストが上昇することが理由として考えられる。ただし、先行研究では、労務債務が日本企業のクレジット・スプレッドの顕著な決定要因かつ上昇要因であることは示されていない。本研究では、産業による違いが観察され、クレジット・スプレッドの上昇要因となる産業もあるが、反対に、クレジット・スプレッドの低下要因となる産業もある。労務債務増加がクレジット・スプレッドの上昇要因となる産業においては、社債発行額は労務債務が増えるほど減少する。これらの結果は資金調達コストの観点から整合性がある。

また、社債の発行年限選択では、長引く金融緩和による超長期債発行が散見されるも、信用格付が高い企業が長期債発行を増やしている傾向(図1)が、推計結果においても確認された。近年の金融政策が企業負債政策、とりわけ年限選択に与える影響は顕著であった。

日本の雇用慣行は欧米(特に米国)とは異なることから、福利厚生などの従業員が享受する労働環境を提供するコスト(人的資本への投資)という側面で、従業員の満足度口コミデータを使用した分析を行った。推定結果より、人的資本を重視する産業では、満足度が上昇(人的投資が増加)するほどクレジット・スプレッドが低下することが分かった。この結果の論理的説明として、図2でみられるような1人当たり利益と従業員の満足度の関係が、人的資本を重視する産業では統計的に有意に正であることが分かった。

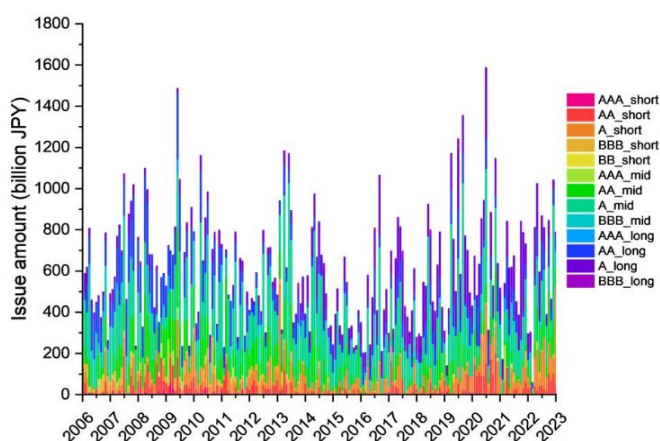


図1 格付・発行年限(短・中・長期)別発行額

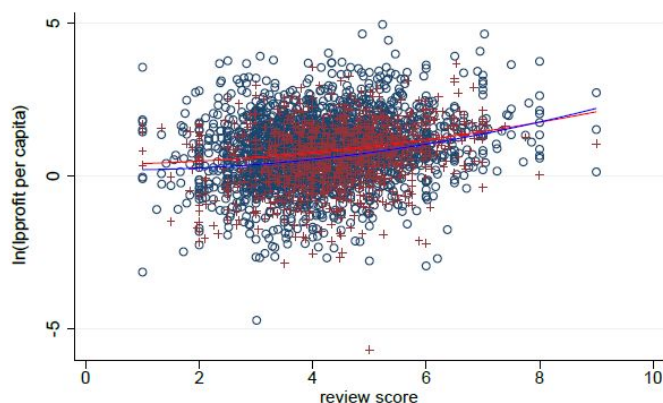


図2 口コミ・スコアと1人当たり利益

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計0件

〔学会発表〕 計2件（うち招待講演 1件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 鷹岡澄子
2. 発表標題 How much do firms need to satisfy employees? - Evidence from credit spreads and online employee reviews
3. 学会等名 日本ファイナンス学会
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 鷹岡澄子
2. 発表標題 How much do firms need to satisfy employees? - Evidence from credit spreads and online employee reviews
3. 学会等名 中之島ワークショップ 金融工学・数理計量ファイナンスの諸問題 2023（招待講演）
4. 発表年 2023年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

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
---------	---------