

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 29 年 6 月 10 日現在

機関番号：33102

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2013～2016

課題番号：25380411

研究課題名（和文）正規雇用から非正規雇用への代替は、企業財務行動にどのような影響を与えているか

研究課題名（英文）Employment flexibility and cost of capital: A quasi-natural experiment in Japan

研究代表者

千野 厚 (CHINO, Atsushi)

国際大学・国際関係学研究科・講師（移行）

研究者番号：30647988

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,800,000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、企業の株主資本コストに与えた影響を分析した。特に、2000年代前半に行われた労働者派遣法の改正以降、急激に増加した製造業における派遣雇用が、企業の株主資本コストに与えた因果関係を、差分の差分（DiD）推定法を用いて上場企業の株価・財務データを用いて分析した。分析結果として、製造業の株主資本コストは、非製造業のそれと比較して、製造工程における派遣業務の解禁が国会で可決された2003年前後に有意に低下したことが示された。本研究の結果は、労働市場の規制緩和が、企業価値に対しては正の影響をもたらした可能性を示している。

研究成果の概要（英文）：We investigate whether an increasing use of temporary agency workers affects firms' cost of equity capital. Exploiting a major labor market deregulation in Japan in early 2000s, which removed a legal restriction that had prohibited temporary agency workers from engaging in manufacturing works, we conduct a difference-in-difference estimation and find that cost of capital decreased in manufacturing firms, relative to other firms, after the parliament passed the revised law for deregulation in 2003. Further analysis using variations only within manufacturing firms supports our causal interpretations. Overall, we conclude that firms' use of temporary agency workers increases their operating flexibility and decreases cost of capital.

研究分野：ファイナンス

キーワード：資本コスト 企業金融 労働市場

## 1. 研究開始当初の背景

日本では1990年代後半および2000年代前半に行われた労働者派遣法の改正後、派遣労働者数が急増し正規雇用者の数は継続して低下傾向にある。特に、2003年における改正では、それまで原則禁止されていた工場等における物の製造業務も派遣対象業務に含まれたことにより、改正以降、特に製造現場での派遣労働者が急増した。企業側が派遣労働者を雇用する主な理由の一つとして考えられるのが、企業業績に応じて雇用を柔軟に調整できることが挙げられる。実際に、2008年に発生したリーマンショック時には、企業は多数の派遣労働者の契約を打ち切ることにより、企業売上の悪化に伴う生産調整を行ったことは記憶に新しい。

研究開始当時、派遣労働に関する国内での主な議論は、労働者の待遇、経済状況に関する事柄に集中していた。当然、労働者の経済状況がマクロ経済に与える影響も重要であるが、一方で、派遣労働者を活用する企業側に関する分析は、我々の知る限り少なかった。企業が派遣労働者を活用する便益が存在するのであれば、2003年に改正された労働者派遣法は、何かしらの正の効果を企業価値にもたらしたものと推測され、その価値を測定することは、望ましい労働市場の有り方に関する政策的含意を得ることができると考えられる。しかし、研究開始時において、労働者派遣法改正の企業価値に対する効果を数量的に推計した研究は、我々の知る限り存在しなかった。

## 2. 研究の目的

本研究の目的は、労働市場の流動性の増加が企業価値、特に株主資本コストに与えた影響を分析することにある。特に本研究は、2000年代前半に行われた労働者派遣法の改正によりもたらされた、非正規雇用、特に派遣労働者の増加が、株主資本コストに与えた影響を、実証的に解明する。具体的には、労働者派遣法の改正を外生的ショック(Quasi-Natural Experiment)と捉え、改正前後における企業の資本コストの変化に注目する。

我々が、法律改正が資本コストに影響を与えたと推測する主な理由は、固定費比率の低下を通じた営業レバレッジ(Operating Leverage)の低下に起因する。もし正規雇用のみによる雇用が、企業の労働費用の硬直性を高め、当該企業の固定費比率が高めるのであれば、その企業は売り上げに沿って、労働費用を増減させることが困難となる。したがって、当該企業利益の時系列変化は、労働費用が変動的なケースと比べて、増幅することになる。言い換えれば、労働費用の硬直性は、

企業利益の変動を高めることになる。この現象は、負債の増加が株式のリスクを高める効果と似ており、営業レバレッジ効果と呼ばれる。

もし2003年に改正された労働者派遣法、特に製造業務への派遣解禁が、人件費の変動費比率を上昇させ、企業の営業レバレッジを低下させたのであれば、製造業における企業の株主資本コストは、法改正後に低下したことが推測される。この仮説を検定するべく、本研究は派遣法改正が企業の資本コストに与えた影響を推定した。

## 3. 研究の方法

研究方法として我々は、日本において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ユニークな点は、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。この影響の差異は、DiD分析を行う際には都合の良い設定となる。製造業企業を処理群(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資本コストの変化を、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資本コスト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、我々は、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。改正法が実際に施行されたのは2004年であるが、国会で可決されたのは2003年であり、この法改正が企業の営業レバレッジに与える影響は、法改正が可決された時点で株価に反映されていったと考えられる。株主資本コストの推計には株価を用いることから、本研究では2003年の前後における資本コストの推移を、製造業企業と非製造業企業の間で比較した。

回帰モデルにおいて、被説明変数である各企業の資本コストには、インプライド資本コスト、およびFama-Frenchモデルにより推計した数値を用いた。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資本コストの2003年前後の変化を、非製造業のそれと対比することができる。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た。

#### 4. 研究成果

我々が行ったDiD分析の結果は仮説と整合的であり、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年以降、有意に低下したことが発見された。この結果は、企業および産業レベルの差異、年次効果をコントロールした後でも得られた。主要なモデルから得られた推定値によると、2003年以降製造業企業において、資本コストは非製造業企業のそれと比較して約0.2%から1.0%程度、低下したことが示された。また、更なる検証によると、この低下は2003年以前には見受けられなかったことから、2003年以前からの株主資本コストに関する、製造業と非製造業間の、トレンドの違いを反映しているとは考えにくい。即ち、我々の結果が、単純に2003年以前からの両業種間のトレンドの違いのみを反映している、すなわちDiD分析の重要な仮定である平行トレンド仮定が満たされていないことにより、もたらされた結果であるとの解釈は妥当ではないと考えられる。

但し、これらの結果に対する1つの懸念として挙げられるのが、製造業企業と非製造業企業間の異質性である。我々は処置群を製造業企業、対照群を非製造業企業と設定しているが、DiD分析を行う際には、処置群と対照群は可能な限り同質であることが望ましい。この点に関して、我々は2つの検証を行った。

第1に、先行研究で広く用いられている標準的なマッチング手法を用いて、観察可能な変数に関して、対照群の中から処置群の企業に近い企業のみを選択する試みを行った。処置群の企業特性にできる限り近い対照群の企業を選択して同様のDiD分析を行った結果も仮説と整合的であり、2003年以降に、派遣法改正の影響を受けたと考えられる処置群の株主資本コストが低下した事実が示された。第2に、製造業の企業のみを用いて、派遣法改正の影響を大きく受けたと考えられる企業を処置群、影響をあまり受けなかったと考えられる企業を対照群として、DiD分析を行った。法改正は主に国内の工場等における製造工程に関わる派遣労働者を増加させたと考えられるので、特に生産拠点を国内に集中させている企業に、大きな影響を与えたと考えられる一方で、既に海外に生産拠点を分散している企業にとっては、法改正の影響

は限定的であったと考えられる。この考えに沿って、製造業企業において、各企業が公表している所在地別セグメント情報を用いて、各企業の総資産額を国内・海外別に把握し、相対的に国内セグメントにおける総資産額が海外セグメントの総資産額に比べて大きい企業を処置群、即ち、法改正の影響を大きく受けた企業群と定義した。この手法における分析結果も仮説と整合的であり、2003年以降に、派遣法改正の影響を受けたと考えられる処置群の株主資本コストが低下した事実が示された。

最後の分析として、実際に派遣法改正が人件費の変動費化をもたらしたかを否かを検証することにより、我々の解釈の妥当性を検討した。分析の結果、実際に、派遣法改正が施行された2004年以降、製造業企業において、人件費の売上高に対する感応度が上昇したことが発見された。また、株主資本コストの分析と同様の枠組みを用いた分析によると、派遣法改正以降に製造業企業の企業価値(TobinのQ)が、非製造業企業のそれと比べて上昇したことも確認された。この結果は、資本コストの低下が企業価値を高めたという解釈と整合的である。

本研究の主要成果をまとめると、2003年6月の労働者派遣法改正以降、製造業における資本コストは、非製造業のそれと比較して、低下した事実が示された。もし本研究で得られた結果に関する我々の解釈が正しければ、企業株主の観点からは、労働市場の規制緩和による派遣労働者の増加は、少なくとも短期的には、好ましい労働市場の変化であったと考えられる。もちろん、派遣労働者は雇用が不安定であり、もし非正規雇用が増加し続ければ、長期的にはマクロ経済全体での消費の変動を高めることも考えられ、労働市場の規制緩和は望ましくはないかもしれない。いずれにせよ、重要なことは、日本における近年の労働者の雇用形態に関する議論は、労働者の厚生に与える影響が議論の中心となり、企業に与える影響、例えば企業価値、企業財務、等に与える影響に関する研究は、未だ十分にされていない。本研究はこの点に関して議論に貢献することを意図しており、最終的には本論文の結果は、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。

最後に、本研究の成果は学会では発表されたが、未だ学術誌に公開されていない。現在は海外学術誌への投稿作業中である。また、本論文のアイデアの基礎となった、研究代表者の関連論文(Chino(2016))は、研究期間中に海外学術誌に公開された。

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)

〔雑誌論文〕(計 2 件)

1. 千野 厚. 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年度日本ファイナンス学会第24回大会予稿集、査読無し、巻なし、2016, CD-ROM.
2. CHINO, Atsushi. Do labor unions affect firm payout policy?: Operating leverage and rent extraction effects. Journal of Corporate Finance, 2016, 41: 156-178. (査読有)  
doi:10.1016/j.jcorpfin.2016.08.017

〔学会発表〕(計 1 件)

1. 千野 厚. 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年度日本ファイナンス学会第24回大会、2016年5月21日-22日、横浜国立大学.

6. 研究組織

(1)研究代表者

千野 厚 (CHINO, Atsushi)  
国際大学国際関係学研究科、講師  
研究者番号：30647988