

雇用削減と減配・無配の関係*¹

—企業利潤，企業財務，コーポレート・ガバナンスからの視点—

松浦 克己*²

要 約

従業員管理型経営，メイン・バンクシステム，持ち合いが日本企業の特徴とされる。教科書的には株式価値最大化が企業の目標である。「過剰雇用」，「過剰債務」，「過剰設備」という言葉に代表されるような長期間にわたり企業業績が低迷する中で，1990年代以降企業経営においてコーポレート・ガバナンスが十分機能していたのかどうかについて疑義が出されている。

企業業績は時として悪化するが，その際の損失負担，費用負担が企業の利害関係者で行われる必要がある。むしろそのメカニズムが十分に機能していることが企業再生の前提である。従業員管理型企業経営と株式価値最大化型企业経営の理念が激しく衝突する「従業員的大幅削減」と「減配・無配」の選択がいかに行われているかを企業利潤，企業財務（負債の企業経営に対する規律付け），コーポレート・ガバナンス（株主構成の影響）を踏まえて，我が国上場企業（1991-1997年度）について検証する。また実証に当たっては従業員の交渉力や企業特殊技術の蓄積にも配慮が払われる。

「従業員的大幅削減」と「減配・無配」の選択は2期間の企業利潤に決定的に依存している。従業員と株主で損失はシェアされている。ただし従業員の交渉力が大きく，株主にまず負担が行く傾向が強いと言える。企業は従業員の企業特殊技術の蓄積（労働装備率で代理）は評価していない可能性がある。

しかしながら負債の企業経営に対する規律付けは弱い，あるいはほとんど機能していない。大株主，銀行（メイン・バンク）も企業再生・再建には寄与していない。言い替えば，企業は2期連続の赤字という追いつめられ，切羽詰まった状況で急に再建策に取り組んでいるように見える。今後は経営者に対するストック・オプションの導入や債権放棄の抑制でコーポレート・ガバナンスや負債の規律付けに関する機能を十分発揮させることが，早期の企業再生のためにも期待される。

* 1 財務省財務総合政策研究所，大阪ファイナンス・フォーラムでのコンファランス参加者の有益なコメントに感謝します。特に原田泰（財務省），宮下洋（京都産業大学），鹿野嘉昭（同志社大学），若杉敬明（東京大学），コリン・マッケンジー（大阪大学），チャールズ・ホリオカ（大阪大学），福重元嗣（神戸大学），村瀬安紀子（龍谷大学）の各氏からは，修正のための有益な助言をいただいた。記して謝意を表します。もちろん残された誤りは筆者のみの責めに帰する。

* 2 横浜市立大学商学部教授

I. はじめに

1990年代以降「過剰雇用」、「過剰債務」、「過剰設備」という言葉に代表されるように企業業績の低迷が続いている。その中で日本型企業経営のあり方も問われるようになった。取り分け企業統治（corporate governance, コーポレート・ガバナンス）が企業経営の改善につながっているのか、あるいはコーポレート・ガバナンスが期待される機能を十分果たさずに、関係者はいたずらに時日を重ねているだけではないのかという疑義を生んでいる。長引く企業業績の不振、日本経済の低迷は社会の各方面に様々な不安を生んでいるように思われる。同時に何らかの犠牲無しには、企業経営の再生も日本経済の復活もあり得ないということについて、漠然とした形ではあるが、大方のコンセンサスができてるように見える。企業には株主、経営者、債権者、従業員などの利害関係者（stakeholder）が存在する。再生の過程では、これら利害関係者は何らかの費用負担（損失負担）を行わざるを得ない。というよりは、その損失負担のメカニズムが十二分に機能することが、再生の前提であるといえよう。そのようなメカニズムが機能しなければ、時間の経過と共に企業再建はより困難となり、日本経済の低迷も深まるであろう。

企業再生のプロセスで、出資者（株主）には投資の収益が、少なくとも一時的には、低下する負担が求められる。従業員には雇用の利益が確保されないことがある。それが企業経営における損失負担の一形態であると考えられる。この損失負担のメカニズムは、日本企業ではどのように機能しているのであろうか（あるいは機能していないのであろうか）。それはいかなる要因によって動かされているのであろうか。企

業の雇用削減と配当政策を考える中で、そのメカニズムの解明に本稿では努めたい。

I-1. 日本型企業統治

日本型企業経営の特徴として、従業員の賃金や福利の最大化を目指す従業員管理型経営が上げられることがある（小林・加護野（1988）参照）。その従業員管理型経営の下で雇用の確保は、企業経営の重要な目標であると考えられている。またわが国では企業特殊技術の蓄積が解雇のコストを高めるので、それは長期雇用につながり従業員の整理を抑制すると指摘されることがある。実際にもいわゆる「解雇の法理」は、企業経営者に解雇という形での雇用削減を行うには厳しい努力を行うことを前提条件として課している（中馬（1998）、大竹・藤川（2001）参照）。そのために、指名解雇が大企業（上場企業）でなされることは稀である。雇用調整の多くは希望退職や肩たたきに応じる自発的離職の形でなされている¹⁾。

企業経営のガバナンスに関して、従業員管理型経営と相対をなすものとして取り上げられるのがメイン・バンクシステムである。メイン・バンクは企業経営のモニタリングを行い、企業業績が順調であれば経営方針は経営者に委ね（それはしばしば内部昇進者であり、従業員の代表と考えられている）、介入することはない。しかし、企業経営が不振（財務的危機）に陥れば、メイン・バンクは経営権を経営者から事実上取り上げ、企業に介入するというものである（青木（1996）、池尾（1994）参照）。メイン・バンクの介入が、不振事業の分離や雇用削減を伴うことがあることは、しばしば観察される事

1) 代表的な企業に関する雇用調整の事例研究について中馬（1994）参照。

実である（最近の例として東京三菱銀行－兼松をあげることができる）。

企業間の株式持ち合いも、日本経営の特徴とされている。持ち合いは敵対的買収を防ぐことなどにより、経営者の地位を相互に安泰にすることを主要な目的としている。この持ち合いの中核にあるのは銀行である。メイン・バンクは債権者としての立場と株主としての立場を持つことにより、両者の利害調整を図ることが期待されると指摘する見解もある。コーポレート・ガバナンスの観点からは持ち合いが進むと、多少経営に失敗したとしても経営者はその地位を追われることがないので、持ち合いは可能性として、経営者に厳しい選択を回避させることが考えられる。

日本的経営の特徴とされた従業員管理型経営、メイン・バンクシステム、持ち合いは長期的な視点からの企業経営を可能にしひいては企業成長に寄与するものとして、かつては積極的な評価を受けることもあった。しかしバブル崩壊後はモラル・ハザードを惹起し、問題の先送りにつながるとして厳しい批判もなされている（例えば堀内・花崎（2000）参照）。

I-2. 企業目的と配当

企業経営の目的は、標準的な議論からすれば、株式価値の最大化である。配当やキャピタル・ゲインにより株主に投資成果を還元することは、企業の目標である。その株価が将来配当の割引現在価値で定まる（配当割引モデル）のであれば、配当政策は企業にとり、重要な経営課題となる。MMの無関連性命題が該当するならば、配当政策は企業価値に有効な影響は与えないので、企業がどのような配当を行うか（あるいは行わないか）は重要な意味を持たない。しかし

ながら、我が国では、実際に利益を上げている大半の企業が（現金）配当を実施しており、配当の有無と一株当たり配当金額やその変化は人々の注目を集めている。

企業が配当を実施する根拠としては、

① 投資家の直面する限界所得税率と配当課税やキャピタルゲイン課税の差という税制に注目するもの、

② 配当は投資家にとっては確実な収益であるが、将来のキャピタルゲインにはリスクがある（いわゆる a bird in hand の問題）。あるいは内部留保は企業内共有資産（米澤（1996）参照）として従業員や経営者の利益のために使われるおそれがある。配当によりそのリスクを回避するという投資家の選好に注目するもの、

③ 業績の良い企業が自社が本当に好調であることを示すシグナリング機能に注目するもの、

④ 株主と経営者、あるいは株主と債権者の間のエージェンシー・コストを削減する、

⑤ 年金基金や生保などの機関投資家は株式売却の執行コストが高いため、キャピタルゲインをあげることが困難であるという株式市場のマイクロ・ストラクチャーの問題も指摘される²⁾。そのために配当を選好する。あるいはキャピタルゲインに対する使途制限等の規制により配当を選好することに注目するもの³⁾、

などがあげられている（Feldstein and Green（1983）、米澤（1996）、Porta et al（2000）Myers（2000）参照。実証に関する先行研究のまとめについてはMyers（2000）の table 16.2 参照）。

様々な議論の錯綜にも関わらず、Lintner（1956）の古典的な研究が示唆するように、企業の配当政策には以下に掲げるいくつかの特徴、定型化された事実が指摘されている⁴⁾。

① 企業は長期的な配当性向の目標を持って

2) 株式市場のマイクロストラクチャーの問題については大村他（1998）が詳しい。

3) 旧保険業法の下で生命保険会社は株式配当を契約者配当に充足することは認められていたが、キャピタルゲインはキャピタルロスの処理にしか当てることができなかった。このためもあり生保協会が増配を繰り返す企業に要請してきたことは知られた事実である。

いる。成熟企業は配当性向が高く、成長企業は配当性向が低い。

② 企業は配当の水準よりもその変化（一株当たり配当金額の変化）により注意を払っている。

③ 一株当たり配当の変化は、長期的な収益の変化が経営者により予想される場合に行われる。

②と③はシグナリング仮説と整合的である。また、一株当たり配当金額を一定水準に保つという安定配当の観念が広く流布されているわが国実務界の慣行からすれば、②と③はもっともらしく見える⁵⁾。

I-3. 配当政策と雇用削減

企業業績は時として悪化する。その場合には経営悪化の費用、損失を負担することを株主、債権者、経営者、従業員の利害関係者は求められることになる。法的に企業が清算されれば、株式（出資）は無価値に帰するであろうし、従

業員は全員解雇されることになる。企業清算に至らないまでも、株価は下落しようし、債権放棄や経営者の交代が行われるであろう。むしろ企業存続や経営改善のために、配当の減額や無配転落、あるいは従業員の削減が、それらの前に行われることが多いであろう。

従業員管理型企業経営と株式価値最大化型企業経営の理念が最も激しくぶつかるのは、企業清算を回避するためのリストラが行われる、このような時であろう。株式投資の成果について厳しい見通しが出されるとき、株主はどのように反応するのであるだろうか。従業員削減という従業員の利害が阻害されるとき、それはどのような要因に支配されるのであるだろうか。本稿は日本型経営の最も厳しい選択局面である減配・無配の配当政策と従業員削減を、企業の利潤、企業財務、企業成長、コーポレート・ガバナンスとの関係において取り上げる⁶⁾⁷⁾。企業の利潤や財務、成長は配当政策、雇用政策と密接に関連するであろう。ここでコーポレート・ガバナンスに注目するのは、バブル崩壊後我が国企業では

4) 配当に関する定型化された事実については、Lintner (1956) のモデルを修正した Fama and Blahnik (1968) が広汎な角度から実証している。

5) 米国企業の配当政策に関する Fama and French (2001) は現金配当 (cash dividends) を行った企業が66.5% (1978年) から20.8% (1999年) に激減していることを報告している。現金配当企業比率の激減は我が国ではみられない事象である。米国での減少の理由として、消費目的のための株式売却取引費用の低下 (投資信託などのファンドの利用)、ストック・オプション (stock option) を大量に保有する経営者が現金配当よりもキャピタルゲインを選好すること、コーポレート・ガバナンス技術の向上により経営者と株主のエージェンシー問題が緩和されていることをあげている。また現金配当を行う企業の特徴としては、利潤率が高いこと、規模が大きいこと、投資機会が少ないことを実証している。ただそれらの特徴の現金配当に与える効果は逐年低下していると報告している。

最近顕著にみられるようになった自社株償却 (stock repurchases) やストック・オプションと現金配当の関係について、Jagannathan et al (2000) は現金配当は恒久的な経常キャッシュフローの増加、自社株償却は一時的な非経常キャッシュフローの増加に対応していると報告している。Fenn and Liang (2001) は経営者のストック・オプションと現金配当は強い負の相関、自社株償却とは強い正の相関を持つと報告している。自社株償却やストック・オプションと現金配当の関係は興味深い問題であるが、本稿では取り上げない。

6) 本稿では企業財務とコーポレート・ガバナンスの用語を区別して取り扱う。借入・負債は債権者 (銀行など) の存在を前提とするので、財務は企業統治と密接な関係を持つ。本稿ではコーポレート・ガバナンスを出資 (株主構成) で表現することが多いので分けることにした。実際の解釈に当たっては、負債や借入が企業統治に関連することにも留意が払われる。

7) 企業に対する評価を端的に示すものとしては株価がある。利害関係者による損失負担、リスクシェアには債権放棄がある。株価の決定は市場でなされるものであり、債権放棄の決定は債権者の意思による。いずれも経営者が直接決定できることではないので、本稿では取り上げない。

コーポレート・ガバナンスが有効に機能していないのではないかという疑問が繰り返し出されているからである。コーポレート・ガバナンスが機能していないというのは事実なのであろうか。仮に機能していないとすればどのような活性化策が考えられるのであろうか。これが本稿の問題意識である。この配当政策と雇用調整は直接的には経営者により発議されるので、日本企業の意味決定のあり方を明瞭に反映しているであろう。

そのために本稿では1990年度から1997年度の上場企業のデータを用い、減配・無配と5%以上の大幅な雇用削減⁸⁾がどのように行われたのかを、両者の関係を明示的に考慮した *Bivariate probit* モデルで検証する。ここで雇用削減を5%以上とするのは、経営者による雇用削減意思の明確なメルクマールとなると考えたからである。減配・無配を取り上げるのは企業業績の悪化、低迷の明確なシグナルと評価されるからである。配当政策に関する実証、あるいは雇用削減に関する実証はそれぞれあるが、両者を同時に明示的に検証するのは本稿がはじめての試みである。

具体的には

① 大幅な雇用削減と減配・無配の実施は相関する（従業員と株主にとって損失負担はシェアされている）。

② 連続2期赤字は大幅な雇用削減と減配・無配を進める（企業は経営危機に直面すればリストラを進めるという選択肢しか持たない）。

③ 負債が企業経営を規律づけるか否か（負債比率や借入比率の上昇は倒産確率の増加でリストラを促進しているのか、それともメイン・バンク等の融資で現状が維持され企業再建が先送りされているのか）。

④ 株主構成で代理させたコーポレート・ガ

バナンスが機能しているか否か（メイン・バンクや大株主は企業再建に働いているのか、あるいは持ち合いなどの効果が強く現状維持につながっているのか）。

⑤ 企業特殊的技術の蓄積は、従業員削減を抑制するのかそれとも抑制しないのか。

を中心に分析する。①と②は仮説である。③、④は負債の規律付けが機能しているのか、あるいはコーポレート・ガバナンスが機能しているのかという疑問に答えようというものである。

企業特殊的技術やノウハウの蓄積の重要性は、日本型経営の特徴として広範囲に指摘されているところである。⑤は、巷間いわれる企業特殊的技術の蓄積の重要性と、他方で多くの希望退職が50代や40代後半の中高年を対象としているという観察される事実の関係に注目するものである。企業特殊的技術、ノウハウの蓄積が重要であれば、人員整理は勤続年数の短い若年層から行われると考えられる。しかし多くの希望退職募集は40代後半以降の層、あるいは50代を対象にまず行われている。企業特殊的技術は勤続年数の長い中高年により蓄積していると考えられる。企業が労働者の企業特殊的技術を重視するのであれば、希望退職は若年層をまず対象に行われるはずだからである。なお分析に当たっては従業員の交渉力の問題にも配慮が払われる。

以下、本稿の構成を簡単に述べる。IIで雇用調整、配当政策の先行研究について紹介する。IIIで配当、雇用と企業業績について概観する。IVで計量方法、Vで定式化について紹介する。VIで推計結果、VIIで推計に基づくシミュレーションの内容について解説する。最後に本稿の簡単なまとめが行われる。

結論を先に述べれば、株主と従業員の間で損失はシェアされている。ただし減配・無配が従業員的大幅削減よりも選好されている。2期連

8) 本稿では雇用削減の形態（指名解雇、希望退職、自発的離職）を問わない。有価証券報告書に記載されている従業員数が前期末と比較して削減されているかどうか注目する。理由の一つは雇用整理の形態に関わらず、その経済効果が共通していることである。第二の理由は解雇の法理の下で、希望退職や肩たたきが事実上、指名解雇に変わる機能を併せ持つからである。

続赤字に企業は強く反応している。しかしながら負債の規律付けやコーポレート・ガバナンスの機能は弱いか、そもそも機能しているか疑問

である。従業員の削減に当たり、企業特殊的技術の蓄積は評価されていない。

Ⅱ．先行研究

ここでは、わが国の雇用削減・雇用調整と配当政策の先行研究について概観する。前述の通り、両者の関係を同時に分析した先行研究はないので、個別に紹介する。

Ⅱ－１．雇用関係

2期連続赤字となると日本企業が雇用調整を進めることは、つとに指摘されている（たとえば小池（1983）、村松（1986）、駿河（1997）参照）。最近では、企業業績の赤字に加えてコーポレート・ガバナンスを踏まえた雇用削減の研究もなされている。

小牧（1998）は、生産の調整幅に比べて急激かつ大幅な雇用調整が行われるケースがあることに注目し、伝統的な部分調整モデルでは日本企業の雇用削減を説明できないことを明らかにしている⁹⁾。そこでは1981年から1996年までのデータが継続的に利用可能な1316社について、10%以上の雇用削減を行うか否かのパネルのprobit分析を行っている。説明変数として実質売上高前年比、実質賃金前年比、当期経常赤字ダミー、前期経常赤字ダミー、2期連続経常赤字ダミーを用いている。分析によれば経常赤字が大幅雇用削減のトリガーとなり、特に前期の経常赤字の影響が強いことを示している。コーポレート・ガバナンスの観点からは銀行等

の債権者がリストラの実施を経営者に要請し、その要請を受け入れなければ貸出金の回収や金利の引き上げが行われるので企業は雇用削減を行うとしている。また労働者も雇用調整を受け入れなければ、倒産で全員が職を失うことや企業内部で蓄積された技能を喪失するので解雇交渉を受け入れるとしてみる¹⁰⁾。

阿部（1999）は1978～1995年の252社に関して4業種別（化学、鉄鋼、電気機械、卸・小売）に常用雇用数削減の有無について分析している。説明変数としては当期実質経常損益、2期連続赤字実質経常損益、企業規模1000人以上ダミー、及びコーポレート・ガバナンスに関するものとして株主構成及び赤字ダミーと株主構成の係数ダミーを取り上げている。そこでは実質経常損益が有意に負の影響を与えるのは鉄鋼のみであるとしている。2期連続赤字実質経常損益が有意に正の効果をもつのは化学と電気機械であるとされている。化学、電気機械についてはコーポレート・ガバナンスは影響するが、鉄鋼と卸・小売に関してはガバナンスは有意な影響を与えないと報告している。さらに直接金融比率を考慮するケースでは、電気と卸・小売に関して有意に負の影響を与え、その赤字ダミーとの係数ダミーは化学について雇用削減確率を高めるとしている。

富山（2001）と浦坂・野田（2001）は伝統的

9) 英国の例について Hamermesh（1989）参照。

10) 多くの希望退職募集は40代後半以降の層、あるいは50代を対象にまず行われるという広く観察される事実からすれば、企業特殊的技術やノウハウの蓄積の重要性を強調することについては、一考を要するように考えられる。企業特殊的技術、ノウハウ蓄積を重視するというよりは、年功序列型賃金体系の下でのいわゆる「見えざる出資」に対する後払い賃金の支払を企業が忌避する効果が強いように見受けられる。

な部分調整モデルに、持ち株比率や経営者の出自などのコーポレート・ガバナンスに関する要因を取り入れて、雇用調整に関して検証している。富山（2001）では1980年から1996年の期間について、男子従業員比率の高い企業を中心に644社を分析対象としている。そこでは雇用調整速度に関する説明変数として前期雇用、生産高、賃金、タイムトレンド、企業規模、女性比率等を取り上げている。これらに加えて、コーポレート・ガバナンスに関する要因としてMB（メイン・バンク）持ち株比率、MB借入比率、MB役員派遣ダミー、系列内持ち株比率、系列外持ち株比率、更に負債の規律付けとの関連で負債比率、社債比率、銀行借入比率を取り上げている。メイン・バンク変数が企業の雇用調整を遅らせること、負債の規律付け機能もみられることを報告している。2期連続経常赤字企業についてはメイン・バンク変数は黒字時期は雇用調整を遅くするが、赤字時期には早めること、ただしメイン・バンク依存度が高い場合は、そうでない場合に比べて調整速度は遅いとしている¹¹⁾。

浦坂・野田（2001）は1987年から1994年の206社について、経営者が内部昇進であるか、オーナーであるかで雇用調整速度に差が有るのか無いのかを検証している。不況期の整理について大企業（従業員1000人以上）では経営者の出自に依存しないが、中小企業（従業員1000人未満）では、オーナー経営者は自らの資産を守るために雇用を削減するので、オーナー企業の方が内部昇進者企業よりも迅速に調整を行うと報告している。

II-2. 配当政策

わが国企業の配当政策に関する研究は少ない。例外的な研究である米澤・松浦（1999）は企業目的は経営者と株主の交渉力で決定され、その結果は企業の配当政策に現れる。その交渉力は企業の統治構造によって決定されるという観点から、我が国企業の配当政策を検討している。1985年から1994年にかけて電気、機械業界の184社について分析し、配当は企業の自己資本にリンクし、利益からの影響は少ないとしている。交渉力は従業員側が圧倒的に強いと報告している。更に配当性向（企業統治）を決定する要因として株主構成比率、メイン・バンク、企業集団を考え、メイン・バンクはマイナスの効果を持ち、利益の社外流出を抑えるとしている。企業集団はプラスに働くとしている。株主構成ではその他法人（持ち合いの代理変数）はマイナス、役員持ち株比率もマイナスで、これらは従業員管理型経営を志向しているとしている。逆に大株主、外国人は株主重視の経営方向に働きかけていると報告している¹²⁾。

配当政策の最も基本的な変化である復配、無配転落がどのような状況でなされているのかの研究は、わが国ではほとんど無い状況である。例外的な研究であるDewenter and Warther（1998）は、1983年のMorgan Stanley Capital International Index for Japan にリストされている中の金融、公益事業などを除く194社を取り上げている（期間は1983-1992年）¹³⁾。彼らは日米企業の配当政策と配当の変化に対する超過収益率を比較し、復配と無配転落については日本企業に関する超過収益率の方が米国企業より低

11) 90年代についてはメイン・バンクは大株主としては影響しないが、融資や役員派遣を通じて調整を遅くするとしている。系列内持ち株比率が高いと調整は、出向などの形で早いとしている。

12) 米澤（1996）では、1982-1991年の551社に関する配当性向の分析でメインバンクの係数は符号は正であるものの、統計的には有意ではなかったとしている。

13) Morgan Stanley Capital International Index for Japan によった Dewenter and Warther（1998）の日本企業のサンプルは、伝統のある大企業が中心とみられる。実際にも日本企業の売上げ、株式時価総額のメデアンは米国企業のサンプルを30-50%上回っている。これからすればサンプルにやや偏りがあるようにみえる。

いこと、また系列関係にある日本企業は米国企業よりも頻繁に復配・無配転落を行うことを報告している。この系列企業の対応は、系列企業に関しては情報の非対称性やエージェンシー・コストが低いことによるとしている。さらに日本の系列企業は収益の変化により敏感に反応し配当金額を変更するとしている。前期よりも配当金額を減らした減配・無配転落 (cuts) に関するロジット分析で、日本企業は当期の収益 (株式市場収益率と利益率) に反応するが、前期あるいは前々期の収益率には反応しないとしている (これに対し米国企業は前期、前々期の収益率にも反応し、配当のスムーズ化を図っているとしている)。

松浦 (2001) は、前期有配または前期無配企業に関するデータセットを用い、1991~1997年度に関して無配転落と復配を分析している。

プールされた logit モデルによる無配転落に関する推計では、当期と前期の利益率が強く影響すること、株主構成でみたコーポレート・ガバナンスは全て有意に負に影響するとしている。パネルの logit モデルよりはプールされた logit モデルの方が Hausman テストにより選択されたとする復配に関する推計では、当期の利益に敏感に反応し、前期の利益には反応しないとしている。銀行持ち株比率、役員持ち株比率と外国人持ち株比率は有意に正の影響を与えるが、大株主比率は有意に負であるとしている。コーポレート・ガバナンスがある程度機能していると報告している。また固定資産増減率とその二乗項を変数に加え、その符号が有意に逆転することから急成長企業は、社内留保を優先する傾向があるとしている。

Ⅲ．配当，雇用と企業業績の概観

Ⅲ-1．配当と雇用の概観

本稿では1991~1997年度に東証、大証、名証等いずれかの証券取引所に上場されていた非金融業を分析対象とする。対象サンプル数は必要な変数が利用可能であった延べ16,989である (変数にラグや階差を取る関係でデータは1990年度から利用している)¹⁴⁾。

配当政策の中でも、一株当たり配当金額の変化・継続は、

増配 (前期有配で当期配当金増額)

復配 (前期無配から当期有配)

配当維持 (前期有配で当期同額配当)

減配 (前期有配で当期配当金減額、ただし有配)

無配継続 (前期無配で当期も無配)

無配転落 (前期有配から当期無配) に区分することができる¹⁵⁾。

この中で減配は長期的な企業業績の悪化を示すシグナルと考えられる。取り分け、無配転落や無配継続は経営者にとり経営責任を厳しく問われるものであるとされている¹⁶⁾。

従業員数の対前年度末比増減を5%刻みの6段階で区分する。

年度ごとの従業員の増減を表1、年度ごとの

14) 本稿のデータセットは松浦と鈴木誠 (大和総研) 氏によって作成された。

15) 本稿では、増配または減配についていわゆる記念配当は考慮していない (増配、減配に含まれている)。

16) 復配 (initiations) と無配転落 (omissions) は、経営者の予想する企業業績の方向に最も明確な情報を投資家に提供していると考えられる。実際にも市場の反応は復配、無配転落については大きい (Healy and Palepu (1988), Michery, Thaler and Womack (1995))。特に Michery et al は (正負の) 超過収益率は約3年間も続き、取り分け無配転落による負の超過収益率が高いことを報告している。

雇用削減と減配・無配の関係

表1 年度別の従業員の増減状況

年度	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	計
10%以上増員	223	153	108	107	108	133	178	1010
5～10%増員	434	313	199	147	125	174	214	1606
0～5%増員	943	1031	807	637	542	629	754	5343
0～5%削減	445	536	738	896	1105	1172	1169	6061
5～10%削減	83	154	214	299	400	407	371	1928
10%以上削減	58	103	156	182	189	190	163	1041
計	2186	2290	2222	2268	2469	2705	2849	16989

表2 年度別の配当状況

年度	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	計
増配	411	273	267	380	550	703	549	3133
配当維持	1312	1389	1240	1224	1217	1308	1416	9106
減配	267	320	318	222	221	251	403	2002
復配	15	15	14	36	77	71	50	278
無配転落	49	136	126	70	66	49	107	603
無配継続	132	157	257	336	338	323	324	1867
計	2186	2290	2222	2268	2469	2705	2849	16989

表3 配当と従業員の増減状況

	増配	配当維持	減配	復配	無配転落	無配継続	計
10%以上増員	346	457	92	16	18	81	1010
5～10%増員	431	871	187	16	31	70	1606
0～5%増員	1136	3213	603	47	95	249	5343
0～5%削減	967	3370	778	113	221	612	6061
5～10%削減	184	924	236	56	118	410	1928
10%以上削減	69	271	106	30	120	445	1041
計	3133	9106	2002	278	603	1867	16989

配当状況を表2、期間を通じた従業員の増減と配当状況の組み合わせを表3に示す。

本稿の分析時期は一言で平成不況といわれる期間であるが、5%以上増員した企業が2,616社（サンプル）であるのに、5%以上削減したのは2,969社である。意外なまでに大幅増員と大幅削減の企業数は拮抗しているように思われる。大半の企業は5%未満の増減員にとどまっ

ている。雇用調整が必要であるとする声が大きかったわけであるが、対象を上場企業に限定すると、雇用調整・削減は微温的であった可能性がある。

無配（無配転落、無配継続）企業は2,470社である。これに減配企業を加えると約4,470社である。この数字は増配、復配企業を約1,000社上回る。この分析期間についていうと総体と

してみれば、長期的な業績悪化、低迷のシグナルを出した企業が多いことがわかる。

無配転落、あるいは無配継続でかつ5%以上従業員を削減した企業が1,093社存在することは予想されることである。減配企業では342社が5%以上従業員を削減している。しかし他方で無配転落、あるいは無配継続でかつ5%以上従業員を増員した企業も200社に上る。減配企業では279社が従業員を5%以上増加させている。

これに対し増配企業で253社、復配企業でも86社が従業員を5%以上削減している。日本企業の配当政策と従業員の削減・増加が必ずしも単純ではないことを、これらの数字は示唆している。日本型経営、あるいはコーポレート・ガバナンスが何らかの作用を与えている可能性がある。

Ⅲ－２．非2期連続経常赤字企業と2期連続経常赤字企業の比較

主要な変数の記述統計量は表補1に示すとおりである。全体の従業員増減率は単純平均で-0.082%であり、さほど大胆な雇用調整が行われていたわけではないことが改めて示唆される。他方で減配は15.3%、無配継続は11.0%に上る。

2期連続経常赤字企業では5%以上削減した企業は54%であり、単純平均の従業員増減率は-7.86%である。2期連続経常赤字企業については、ある程度雇用調整が進んだことがうかがわれる。

非2期連続経常赤字企業と2期連続経常赤字企業で、利益率に差があることは当然であるが、企業成長（資産、固定資産の増減率）に約7.5%ポイントの差があることが改めて注目される。

（借入比率、大株主比率、労働装備率の問題）

非2期連続経常赤字企業と2期連続経常赤字企業の比較で注目されるのは、借入比率、大株主比率、労働装備率の動きである（表4参照）。

財務的にみると2期連続経常赤字企業の借入比率が52.7%であり、非2期連続経常赤字企業を24%ポイントと大きく上回っていることである。このことは（銀行）借入により、2期連続経常赤字企業の経営が支えられていたことを示唆している¹⁷⁾。言い換えれば、銀行が融資を引き上げるあるいは削減すれば、企業は倒産に至る可能性があることを示している。負債の企業経営に対する規律付けが機能する基盤があることを示すものである。かつて言われたメイン・バンク（銀行）のモニタリングや企業再組織化能力が、本当にあるのならば従業員削減や減配・無配という企業再生に働いているであろう。追い貸しなどの延命に使われているならば、企業再生には寄与していないであろう。

株主構成で注目されるのは大株主の比率が、両者の間で統計的に有意な差がないということである。両グループの間で統計的に有意な差がないということは、大株主が企業経営の改善に、あまり貢献していない可能性があるからである。すなわちコーポレート・ガバナンスが空洞化していることを示唆している。

表4 非2期連続赤字企業と2期連続赤字企業の比較

	全体		非2期連続赤字企業		2期連続赤字企業		z値
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	
当期借入比率	30.4925	24.3619	28.8931	23.6655	52.7279	22.9996	-33.729
大株主持ち株比率	51.7323	14.9691	51.7089	14.9856	52.0582	14.7404	-0.772
前期労働装備率	2.4903	1.0028	2.4889	1.0002	2.5086	1.0384	-0.589

17) 非2期連続経常赤字企業と2期連続経常赤字企業における、負債比率の差は約10%ポイントである。

労働装備率についても統計的に有意な差がない。このことは、労働装備率でみた人的資本の

蓄積、あるいは企業内ノウハウの蓄積が、影響していない可能性があることを示唆している¹⁸⁾。

IV. 計量方法

本稿では大幅削減と減配・無配が同時に決定されているか否かを明示的に考慮するために、Bivariate probit モデルを用い検証する (Greene (2000), Gouieroux (2000) 参照)。なおデータをプールして分析する。具体的には以下の二式を考える。

$$y_1^* = a_1x_1 + u_1 \quad y_1 = 1 \quad \text{if } y_1^* > 0 \quad (1)$$

$$= 0 \quad \text{otherwise}$$

$$y_2^* = a_2x_2 + u_2 \quad y_2 = 1 \quad \text{if } y_2^* > 0 \quad (2)$$

$$= 0 \quad \text{otherwise}$$

ここで x_1, x_2 は説明変数、 a_1, a_2 は推定されるべき係数。誤差項の u_1, u_2 は二変量正規分布で

$$u_1, u_2 \sim N \left[\begin{pmatrix} 0 \\ 0 \end{pmatrix}, \begin{pmatrix} 1 & \rho \\ \rho & 1 \end{pmatrix} \right] \quad \rho \text{ は相関係数}$$

を仮定する。ここで

$$q_{ij} = 2y_{ij} - 1 \quad j = 1, 2$$

$$z_{ij} = a_{ij}x_{ij}$$

$$w_{ij} = q_{ij}z_{ij}$$

とおく。

Bivariate probit モデルの対数尤度関数は次の

ようである。

$$\text{Log}L = \Sigma \text{Log}\Phi_2(w_{i1}, w_{i2}, \rho) \quad (3)$$

$\rho = 0$ の帰無仮説が棄却されなければ(1)式と(2)式を独立に probit モデルで推計すればよいことになる。大幅な雇用削減と減配・無配の実施は相関する (従業員と株主にとって損失負担はシェアされている) という我々の仮説は、 $\rho > 0$ によって検証される。

Bivariate probit モデルによる選択確率は次のように計算される。被説明変数について共に 1 が選択される確率は次による。

$$\text{Prob}(Y_1 = y_{1i}, Y_2 = y_{2i}) = \Phi_2(w_{i1}, w_{i2}, \rho)$$

具体的な組み合わせは、以下による。

$$\text{Prob}(y_1 = 1, y_2 = 1) = \Phi_2(a_1x_1, a_2x_2, \rho) \quad (4. a)$$

$$\text{Prob}(y_1 = 1, y_2 = 0) = \Phi(a_1x_1) - \Phi_2(a_1x_1, a_2x_2, \rho) \quad (4. b)$$

$$\text{Prob}(y_1 = 0, y_2 = 1) = \Phi(a_2x_2) - \Phi_2(a_1x_1, a_2x_2, \rho) \quad (4. c)$$

$$\text{Prob}(y_1 = 0, y_2 = 0) = 1 + \Phi_2(a_1x_1, a_2x_2, \rho) - \Phi(a_1x_1) - \Phi(a_2x_2) \quad (4. d)$$

ここで $\Phi_2()$ は二変量標準正規累積分布

18) 労働装備率で人的資本の蓄積、あるいは企業内特殊技術・ノウハウを代理させるのは簡単化が過ぎるといふ批判が有りうるであろう。たとえば富山 (2001) は男子従業員比率を採用している。人的資本の蓄積や企業内特殊技術・ノウハウの蓄積を示す明確な指標を企業財務データから得ることは困難である。しかしながら一般に労働装備率が高ければ、そのシステムの操作・運営に多くの知識・技能を必要とすると考え、ここでは労働装備率によった。

関数、 $\Phi(\cdot)$ は標準正規累積分布関数であることを示す。

Bivariate probit モデルは連立方程式体系であるので、個々の変数が、選択の組合せに与える影響の程度は必ずしも自明ではない場合がある。非線形モデルである変数（係数）の影響の程度

も、説明変数のレベルや変数の組合せで異なってくる。そのために選択確率を試算の方が推計結果そのものよりも、実際上の意味がとりやすいことがある。本稿では、解釈の容易さから(3)式の推計結果と共に(4.a)～(4.d)式による試算結果をあわせて報告する。

V. 定式化

V-1. 定式化

本稿ではコーポレート・ガバナンスを明示的に考慮するケースとしないケース、2期連続経常利益赤字を明示的に考慮するケースとしないケースの4通りを分析する。それらでどのような変化があるのか（無いのか）を簡単に併せてみることにしたい。具体的には次のようである（添字の it , it_{-1} は省略する）。

- ① 2期連続赤字，コーポレート・ガバナンスを共に考慮しないケース

$$\text{Layoff} = a_1^* \text{Profit} + b_1^* \text{Growth} + c_1^* \text{Debt} + e_1^* \text{Scale} + f_1^* \text{Human} + u_1 \quad (5a)$$

$$\text{Cut} = a_2^* \text{Profit} + b_2^* \text{Growth} + c_2^* \text{Debt} + e_2^* \text{Scale} + u_2 \quad (5b)$$

- ② 2期連続赤字を考慮せず，コーポレート・ガバナンスを考慮するケース

$$\text{Layoff} = a_1^* \text{Profit} + b_1^* \text{Growth} + c_1^* \text{Debt} + d_1^* \text{Governance} + e_1^* \text{Scale} + f_1^* \text{Human} + u_1 \quad (6a)$$

$$\text{Cut} = a_2^* \text{Profit} + b_2^* \text{Growth} + c_2^* \text{Debt} + d_2^* \text{Governance} + e_2^* \text{Scale} + u_2 \quad (6b)$$

- ③ 2期連続赤字は考慮し，コーポレート・

ガバナンスを考慮しないケース

$$\begin{aligned} \text{Layoff} = & d_1^* \text{Deficit} + a_1^* \text{Profit} + ad_1^* (\text{Deficit} * \text{Profit}) \\ & + b_1^* \text{Growth} + c_1^* \text{Debt} + cd_1^* (\text{Deficit} * \text{Debt}) \\ & + e_1^* \text{Scale} + f_1^* \text{Human} + u_1 \end{aligned} \quad (7a)$$

$$\begin{aligned} \text{Cut} = & d_2^* \text{Deficit} + a_2^* \text{Profit} + ad_2^* (\text{Deficit} * \text{Profit}) \\ & + b_2^* \text{Growth} + c_2^* \text{Debt} + cd_2^* (\text{Deficit} * \text{Debt}) \\ & + e_2^* \text{Scale} + u_2 \end{aligned} \quad (7b)$$

- ④ 2期連続赤字，コーポレート・ガバナンスを共に考慮するケース

$$\begin{aligned} \text{Layoff} = & d_1^* \text{Deficit} + a_1^* \text{Profit} + ad_1^* (\text{Deficit} * \text{Profit}) \\ & + b_1^* \text{Growth} + c_1^* \text{Debt} + cd_1^* (\text{Deficit} * \text{Debt}) \\ & + d_1^* \text{Governance} + dd_1^* (\text{Deficit} * \text{Governance}) \\ & + e_1^* \text{Scale} + f_1^* \text{Human} + u_1 \end{aligned} \quad (8a)$$

$$\begin{aligned} \text{Cut} = & d_2^* \text{Deficit} + a_2^* \text{Profit} + ad_2^* (\text{Deficit} * \text{Profit}) \\ & + b_2^* \text{Growth} + c_2^* \text{Debt} + cd_2^* (\text{Deficit} * \text{Debt}) \\ & + d_2^* \text{Governance} + dd_2^* (\text{Deficit} * \text{Governance}) \\ & + e_2^* \text{Scale} + u_2 \end{aligned} \quad (8b)$$

ここで Layoff は従業員の5%以上削減=1のダミー変数，Cut は減配・無配=1のダミー変数。Profit は企業利潤に関する変数，Deficit は2期連続経常利益赤字であることを示すダミー変数，Growth は企業成長，Debt は負債に関する変数，Governance は株主構成で代理させたコーポレート・ガバナンスに関する変数，Scale は企業規模に関する変数，Human は人的

資本に関する変数を各々指す。 u_1 と u_2 は誤差項である。

(選択確率の扱い方)

利益率の2期連続赤字企業が大幅雇用削減、減配・無配を共に行う選択確率に与える影響を考える場合((8a)式と(8b)式のケース),

$$\text{Prob}(y_1 = 1, y_2 = 1) = \Phi_2[d_1 + (a_1 + ad_1)\text{Profit} + rZ, d_2 + (a_2 + ad_2)\text{Profit} + sW, \rho]$$

で示される。ここでZは(8a)式の他の説明変数、 r はその係数。Wは(8b)式の他の説明変数、 s はその係数である。

これから連続2期赤字は大幅な雇用削減と減配・無配を進めるといふ我々の仮説は、それぞれの係数 d_1, a_1, ad_1 の値、及び d_2, a_2, ad_2 の値に依存することが分かる。利益率の非2期連続赤字企業が大幅雇用削減、減配・無配を共に行う選択確率に与える影響は、2期連続赤字ダミー=0となるので

$$\text{Prob}(y_1 = 1, y_2 = 1) = \Phi_2(a\text{Profit} + rZ, a_2\text{Profit} + sW, \rho) \quad (9a)$$

で示される。

また定式化の中で一回のみ現れる変数(たとえばHuman)が、選択確率に与える効果は

$$\text{Prob}(y_1 = 1, y_2 = 1) = \Phi_2[f\text{Human} + rZ, sW, \rho] \quad (9b)$$

で示される。その効果(符号)はHumanにかかる係数 f に依存する。

V-2. 大幅雇用削減の説明変数

(2期連続赤字を考慮しないケース)

大幅雇用削減に関する説明変数としては当期

経常利益率(%), 前期経常利益率(%))をまず取り上げる。2期間の経営状態をみるものである。その符号条件はいずれも負が期待される。企業成長に関する変数としては、総資産伸び率(%)を取り上げる。その符号は負となることが期待される。

負債に関しては時価ベースの負債比率(負債/(負債+株式時価総額),%)と借入比率(借入/負債,%)を取り上げる。前者は負債の企業経営に対する規律付けの効果のみをみるものである。負債による倒産確率の上昇で、企業経営の合理化が求められているとすればその係数の符号は正となることが期待される¹⁹⁾。借入比率にかかる係数の符号は、青木(1996)が示唆するように、それが銀行による経営介入の高まりを示すものであれば、正となることが期待される。ただし負債や借入が、1990年代以降しばしば指摘されたように、「過剰設備の解消」,「過剰雇用の削減」という企業の合理化・再建よりは現状維持に利用されたとしたならば、それらの係数の符号は負となるであろう。

株主構成比率としては前期末の銀行持ち株比率(%), 大株主持ち株比率(%), 役員持ち株比率(%), 個人持ち株比率(%), 外国人持ち株比率(%)を取り上げる。なお株主構成比率について本稿では、前期末の値を利用する。これは前期の株主が企業経営者に圧力を加え、その結果に不満な株主は退出すると考えたためである(voice and exit)。ここでの2期連続赤字ダミーを考慮しない株主構成比率は、いわば通常の状態のガバナンスの効果のみをみるものである。

前期末労働装備率(対数値)を取り上げる。これは企業における人的投資の代理変数としてみようというものである。これが雇用削減コストの大きさを示すものであれば、その係数の符号は負となることが予想される。逆に勤続年数が長い中高年から希望退職が募られる状況にみられるように、企業特殊技術、ノウハウの蓄積がさほど重要ではないとするならば、この係

19) 負債比率の上昇が株価の下落をより強く反映しているとするならば、その符号は定まらない可能性がある。

数に関しては統計的に有意な結果は得られないであろう。

なおこれらに加えて、企業規模に関する変数としては、前期末従業員数（対数値）を取り上げる。これが従業員の交渉力を表していれば、その係数の符号は負となることが期待される。あるいは従業員数の多さが事業分野の幅が広く、企業内配転の容易さを示すものである場合も、係数の符号は負となることが期待される。ただし事業分野の広がりによるリスク分散機能により、その係数の符号がマイナスとなるのであれば、後述する減配・無配で企業規模の代理変数として取り上げる株式数の係数も、同じく負となることが期待される。リスク分散能力によらず従業員の交渉力により従業員数の係数が負となるのであれば、株式数の係数は有意には負としないであろう。これにより従業員の交渉力の効果を検証することができる。従業員の交渉力が大幅雇用削減を抑制するか否かは、これにより検証することができる。

（2期連続赤字を考慮するケース）

2期連続赤字ダミー、あるいはそれとの係数ダミーに関する説明変数は、企業経営が財務的危機に陥るなど経営不振時期の効果をみるものである。2期連続赤字ダミーの係数は大幅雇用削減や減配・無配を進め、その係数は正となることが期待される。ただし2期連続赤字が総体としてどのような影響を与えるかは、ダミー変数の係数、係数ダミーの値、当該変数にかかる係数の値をあわせみる必要があることは、(9a) 式に示されるとおりである。

2期連続赤字ダミーと負債の係数ダミーの符号は、負債の規律付けが機能していれば正となることが期待される。借入比率との係数ダミーも、銀行による経営介入で企業合理化が図られているならば正となることが期待される。逆に富山（2001）が示唆するように、メイン・バンクにより労働保蔵が図られているとすれば、そ

の係数は負となるであろう。

コーポレート・ガバナンスに関する、株主構成の符号は、企業経営不振時期において、それら株主集団が人的資本の保蔵に働くのか、それとも人員削減による合理化をより指向するのかをみることになる。銀行持ち株比率についてはメイン・バンクの動きを反映しているとみることができよう。特に大株持ち株比率については、企業経営の再建に動いているとするならば、その係数は正となることが期待される。

V-3. 減配・無配の説明変数

（2期連続赤字を考慮しないケース）

利潤に関する変数としては当期税引き後利益率（%）と前期税引き後利益率（%）を用いる。経常利益率に替えて税引き後利益率を用いるのは、配当が税引き後利益から行われることに配慮したものである。それらの係数の符号条件はいずれも負が期待される。企業成長に関する変数としては、投資機会を表すものとして固定資産増減率（%）とその二乗項を取り上げる²⁰⁾。固定資産増減率の符号は負となることが期待される。急成長企業が内部留保を優先しているならば、固定資産増減率の二乗項の符号は正となることが期待される。

負債に関しては借入比率を取り上げる。負債の企業経営に対する規律付けが働いていたり、銀行による経営介入の高まりを示すものであれば、それらの係数の符号は正となることが期待される。

株主構成比率は雇用削減の場合と同様である。株主集団が内部留保（キャピタルゲイン）を優先するか、投資収益の確定を優先するのかという問題をみることになる。役員持ち株比率については、無配・減配が経営責任を問われることを予想するならば、その係数の符号は負となるであろう。

企業規模に関する変数としては、前期末発行

20) 固定資産増減率が負である場合は、二乗項をマイナスとした。

済み株式数（対数値）を取り上げる。大企業ほどリスク分散能力があるとすれば、その符号は負となることが期待される。逆に大企業は株主が分散しており、株主の交渉力が弱いとするならば、それは統計的に有意な結果は得られないであろう。

（2期連続赤字を考慮するケース）

2期連続赤字ダミー、あるいは2期連続赤字

ダミーと税引き後利益率の係数ダミーの符号は正となることが期待される。2期連続赤字ダミーと借入比率との係数ダミーも、内部留保の社外流出を抑制するために符号は正となることが期待される。

メイン・バンクシステム論が言うように、財務危機時に銀行が再建のために経営介入を強めるならば、赤字ダミーと銀行持ち株比率の係数ダミーの符号は正となるであろう。

VI. 推計結果

推計結果は表5-1（2期連続赤字を考慮しないケース）、5-2（2期連続赤字を考慮するケース）に掲げるとおりである。

VI-1. 概要

ρ は全てのケースで1%水準で有意に正であり、従業員の大幅削減と減配・無配という損失負担には正の相関があることが示される。この意味で従業員と株主で損失はシェアされていると言えよう。一方のみに損失を負わせることは困難ということであろう。

企業利潤、企業成長、企業の負債に関する説明変数の符号や有意水準は全てのケースを通じて概ね共通している。

大幅削減に関する当期経常利益率、前期経常利益率の係数は1%水準で有意に負であり、理論予想を満たしている。先行研究とも共通する。資産伸び率の係数も1%水準で有意に負である。当期負債比率にかかる係数は1%水準で有意に負、当期借入比率の係数は1%水準で有意に正である。（2期連続赤字を考慮しないと）負債については規律付けが働いていない。他方で借入比率の係数が有意に正ということは、借入比率の高まりによる銀行の経営介入を回避する選好が、経営者に働いている可能性がある。これからすれば負債比率、借入比率という企業財務

構造の従業員大幅削減に与える影響は微妙である。

減配・無配に関しては、当期税引き後利益率、前期税引き後利益率の係数はいずれも1%水準で有意に負であり、理論予想を満たしている。固定資産増減率は1%水準で有意に負、その自乗項は1%または5%水準で有意に正であり、松浦（2001）と共通する。成長企業は減配・無配を回避するが、急成長企業は内部留保を優先していることがうかがわれる。借入比率は1%水準で有意に正であり、借入比率が高いと配当による利益の社外流出よりも内部留保の充実を図ることがうかがわれる。

VI-2. 企業特殊的技術の蓄積、従業員の交渉力

大幅削減の説明変数の内、企業内特殊技術やノウハウの蓄積の代理変数として取り上げた労働装備率にかかる係数は、いずれのケースにおいても統計的には有意ではない。労働装備率が全く有意な影響を与えていないということは、企業がいわれているほど企業特殊的技術の蓄積を評価していない可能性があることを示唆している。仮に企業特殊的技術やノウハウの蓄積が企業にとり重要であるならば、希望退職などの従業員の整理は勤続年数の短い若年層から行わ

雇用削減と減配・無配の関係

表5-1 推計結果1

	①	②
(大幅削減)		
定数項	0.2374 (0.0831)***	-0.6496 (0.1762)***
当期経常利益率	-0.0354 (0.0030)***	-0.0484 (0.0030)***
前期経常利益率	-0.0485 (0.0013)***	-0.0362 (0.0013)***
資産伸び率	-0.0171 (0.0010)***	-0.0174 (0.0010)***
当期負債比率	-0.0043 (0.0007)***	-0.0025 (0.0007)***
当期借入比率	0.0062 (0.0006)***	0.0064 (0.0006)***
銀行持ち株比率		-0.0029 (0.0014)**
大株主持ち株比率		-0.0019 (0.0015)
役員持ち株比率		0.0060 (0.0019)***
個人持ち株比率		-0.0025 (0.0016)
外国人持ち株比率		0.0034 (0.0015)**
前期従業員数	-0.1408 (0.0098)***	-0.0062 (0.0122)***
労働装備率	-0.0045 (0.0120)	0.0002 (0.0125)
92年度ダミー	-0.0918 (0.0609)	0.1571 (0.0584)***
93年度ダミー	-0.0156 (0.0583)	0.3336 (0.0566)***
94年度ダミー	0.1169 (0.0565)**	0.5559 (0.0550)***
95年度ダミー	0.2226 (0.0549)***	0.7033 (0.0536)***
96年度ダミー	0.2322 (0.0543)***	0.6922 (0.0531)***
97年度ダミー	0.1200 (0.0556)**	0.5220 (0.0544)***
(減配・無配)		
定数項	0.1888 (0.0966)*	-0.7449 (0.1836)***
当期税引後利益率	-0.1526 (0.0018)***	-0.1530 (0.0019)***

雇用削減と減配・無配の関係

前期税引後利益率	-0.0433 (0.0015)***	-0.0344 (0.0018)***
固定資産伸び率	-0.0017 (0.0006)***	-0.0031 (0.0006)***
(固定資産伸び率) ²	0.000004 (0.0000005)***	0.000002 (0.0000009)**
当期借入比率	0.0087 (0.0005)***	0.0091 (0.0005)***
銀行持ち株比率		-0.0068 (0.0013)***
大株主持ち株比率		0.0015 (0.0014)
役員持ち株比率		-0.0153 (0.0018)***
個人持ち株比率		0.0064 (0.0015)***
外国人持ち株比率		0.0035 (0.0011)***
前期発行済み株式数	-0.0842 (0.0083)***	0.0045 (0.0114)
92年度ダミー	0.0303 (0.0436)	0.0121 (0.0438)
93年度ダミー	0.0722 (0.0448)	0.0483 (0.0455)
94年度ダミー	-0.0077 (0.0455)	-0.0674 (0.0456)
95年度ダミー	-0.0343 (0.0440)	-0.1058 (0.0449)**
96年度ダミー	-0.0584 (0.0430)	-0.1361 (0.0437)***
97年度ダミー	0.0412 (0.0420)	0.0076 (0.4286)
ρ	0.0463 (0.0173)***	0.1217 (0.0175)***
対数尤度	-14784.31	-14510.79

れるであろう。しかし希望退職を募る企業の大半が、勤続年数の長い中高年従業員をターゲットにしている現実に鑑みると、企業は企業特殊の技術の蓄積を評価していない可能性が強いことを示唆している。あるいは就職ではなく就社という言葉にみられるように、技術やノウハウの蓄積が労働者や企業により軽視され、そもそも企業特殊の技術の蓄積が余り存在しないのかもしれない。そうであれば、本稿の結果に違和

感はない。

他方で従業員数の係数は全て1%水準で有意に負である。減配・無配の説明変数として取り上げた株式数は、株主構成を考慮しないケースでは1%または5%水準で有意に負であるが、株主構成を考慮するともはや統計的に有意な結果は得られていない。企業規模がリスク分散力を示すのであれば、従業員数にかかる係数も株式数の係数も共に有意に負となることが期待さ

雇用削減と減配・無配の関係

表5-2 推計結果2

	③	④
(大幅削減)		
定数項	-0.6239 (0.0916)***	-0.5554 (0.1910)***
2期赤字ダミー	0.3010 (0.1382)**	1.0287 (0.4522)**
当期経常利益率	-0.0428 (0.0049)***	-0.0444 (0.0049)***
前期経常利益率	-0.0487 (0.0033)***	-0.0543 (0.0031)***
赤字当期経常利益率	0.0295 (0.0095)***	0.0263 (0.0099)***
赤字前期経常利益率	0.0491 (0.0067)***	0.0529 (0.0064)***
資産伸び率	-0.0163 (0.0001)***	-0.01704 (0.0010)***
当期負債比率	-0.0048 (0.0008)***	-0.0043 (0.0008)***
赤字当期負債比率	0.0093 (0.0021)***	0.0074 (0.0022)***
当期借入比率	0.0063 (0.0006)***	0.0064 (0.0006)***
赤字当期借入比率	-0.0053 (0.0019)***	-0.0045 (0.0019)***
銀行持ち株比率		-0.0029 (0.0015)**
大株主持ち株比率		-0.0010 (0.0016)
役員持ち株比率		0.0066 (0.0021)***
個人持ち株比率		-0.0017 (0.0018)
外国人持ち株比率		0.0065 (0.0016)***
赤字銀行持ち株比率		0.0025 (0.0042)
赤字大株主持ち株比率		-0.0064 (0.0046)
赤字役員持ち株比率		0.0044 (0.0062)
赤字個人持ち株比率		-0.0114 (0.0048)**
赤字外国人持ち株比率		-0.0225 (0.0063)***
前期従業員数	-0.0755 (0.0099)***	-0.0666 (0.0123)***

雇用削減と減配・無配の関係

労働装備率	-0.0061 (0.0119)	-0.0016 (0.0127)
92年度ダミー	0.1523 (0.0588)***	0.1392 (0.0587)***
93年度ダミー	0.3015 (0.0569)***	0.2837 (0.0572)***
94年度ダミー	0.5199 (0.0557)***	0.4990 (0.0559)***
95年度ダミー	0.6743 (0.0543)***	0.6548 (0.0548)***
96年度ダミー	0.6880 (0.0531)***	0.6651 (0.0537)***
97年度ダミー	0.5390 (0.0536)***	0.5127 (0.0545)***
(減配・無配) 定数項	-0.5957 (0.0987)***	-1.0334 (0.1897)***
2期赤字ダミー	1.2168 (0.1264)***	3.1395 (0.8491)***
当期税引後利益率	-0.1389 (0.0020)***	-0.1371 (0.0021)***
前期税引後利益率	-0.0185 (0.0028)***	-0.0159 (0.0033)***
赤字当期税引後利益率	0.0509 (0.0145)***	0.0394 (0.0156)**
赤字前期税引後利益率	-0.0038 (0.0056)	-0.0093 (0.0061)
固定資産伸び率	-0.0028 (0.0006)***	-0.0027 (0.0007)***
(固定資産伸び率) ²	0.000002 (0.0000009)**	0.000002 (0.000001)**
当期借入比率	0.0076 (0.0005)***	0.0077 (0.0005)***
赤字当期借入比率	0.0060 (0.0023)**	0.0062 (0.0028)**
銀行持ち株比率		-0.0056 (0.0013)***
大株主持ち株比率		0.0024 (0.0014)*
役員持ち株比率		-0.0148 (0.0019)***
個人持ち株比率		0.0073 (0.0015)***
外国人持ち株比率		0.0033 (0.0013)**
赤字銀行持ち株比率		-0.0135 (0.0068)**

雇用削減と減配・無配の関係

赤字大株持ち株比率		-0.0166 (0.0090)*
赤字役員持ち株比率		-0.0114 (0.0124)
赤字個人持ち株比率		-0.0241 (0.0098)**
赤字外国人持ち株比率		-0.0083 (0.0150)
前期発行済み株式数	-0.0168 (0.0084)**	0.0150 (0.0117)
92年度ダミー	0.0102 (0.0449)	0.0110 (0.0450)
93年度ダミー	0.0239 (0.0464)	0.0158 (0.0466)
94年度ダミー	-0.1103 (0.0465)**	-0.1191 (0.0469)**
95年度ダミー	-0.1082 (0.0455)**	-0.1265 (0.0464)***
96年度ダミー	-0.1018 (0.0442)**	-0.1266 (0.0449)***
97年度ダミー	0.0437 (0.0430)	0.0173 (0.0439)
ρ	0.0997 (0.0177)***	0.1024 (0.0179)***
対数尤度	-14205.44	-14104.07

れることは前述した。本稿の結果は、従業員数が多くなるとその交渉力が強くなり、反面株主が分散することで株主の交渉力が弱くなっている可能性を示唆している²¹⁾。言い替えれば減配・無配の方が従業員的大幅削減よりも選好される可能性を示唆している。

VI-3. 2期連続赤字とコーポレート・ガバナンスの影響

2期連続赤字ダミーの係数は大幅削減、減配・無配で1%水準で有意に正である。これは2

期連続赤字が雇用削減、あるいは減配・無配の引き金となるという点で小牧(1998)、松浦(2001)等の先行研究と整合的な結果である。また2期連続赤字は大幅な雇用削減と減配・無配を進めるという我々の仮説を裏付けるものである。

大幅削減に関する2期連続赤字ダミーと負債比率の係数ダミーは1%水準で有意に正、借入比率との係数ダミーは1%水準で有意に負である。これは2期連続赤字を明示的に考慮しないケースとは、逆の結果である。赤字時期に負債比率が上昇すれば倒産確率が上昇するので、従

21) 労働装備率が統計的に有意ではなく、従業員数が有意に負という本稿の結果は、従来言われた企業特殊的技術蓄積の重要性が、実際は従業員の交渉力を指していた可能性を示している。従業員数の多い企業は伝統のある、したがって従業員の勤続年数も長いことが予想される。その長さが企業特殊的技術蓄積として捉えられた可能性である。また労組の存在が従業員の整理を抑制することが指摘されている(野田[1998]参照)。従業員の交渉力と企業特殊的技術蓄積の効果を識別することは、かなり重要な課題であるといえよう。

業員の大幅削減につながることは予想される。赤字時期の借入比率上昇が人員削減を抑制するという結果は、銀行借入（銀行貸出）が「過剰雇用」の解消という合理化につながっていない可能性を示唆している。

従業員的大幅削減に関し、株主構成比率で代理させたコーポレート・ガバナンスの効果をみると、銀行持ち株比率の係数は5%水準で有意に負、2期連続赤字ダミーと銀行持ち株比率の係数ダミーは統計的に有意ではない。銀行は赤字時期にリストラによる企業再建を促進するようには動いてはいない可能性がある。1990年代にはコーポレート・ガバナンスが機能しているのかということに関して、疑義が出された。日本型企业統治の中核にあるとされた銀行のこの動きは、コーポレート・ガバナンスに関する疑義に根拠があることを示唆している。さらに大株主比率にかかる係数は、単独でも2期連続赤字とのダミー係数でも統計的に有意ではない。大株主は企業再建に機能していないことがうかがわれる。

これに対し役員持ち株比率の係数は1%水準で有意に正である。ただし2期連続赤字との係数ダミーは統計的に有意ではない。役員持ち株比率の増加は、雇用削減を進める可能性を示唆している。コーポレート・ガバナンスでは余り

影響力がないとされる個人持ち株の比率にかかる係数は統計的に有意ではない。ただし2期連続赤字との係数ダミーは5%水準で有意に負である。これは個人株主が労働力の保蔵に動くというよりは、無視されている可能性を示唆している。外国人については、その持ち株比率の係数は1%水準で有意に正、赤字時期との係数ダミーは1%水準で有意に負である。これについてはなお検討が必要である。

減配・無配に関しては銀行持ち株比率の係数、その2期連続赤字との係数ダミーはいずれも有意に負である。赤字時期においてなお配当を抑制しないというのは、大幅削減に関する結果と併せると、財務的危機の時ににおいてさえ銀行の企業経営合理化に関する機能は働いていないように考えられる。赤字時期を明示的に考慮する場合、大株主比率の係数が有意に正、赤字時期との係数ダミーが有意に負というのは、企業再建という観点からはやや理解が困難である。持ち合いの中で大株主が企業経営の規律付けとしては機能していないということなのかもしれない。役員持ち株比率の係数は1%水準で有意に負、赤字時期との係数ダミーは統計的に有意ではない。役員は減配・無配を回避する傾向がある²²⁾。

Ⅶ. シミュレーション

Ⅶ-1. 概要

ここでは2期連続赤字、コーポレート・ガバナンスを共に考慮するケースの推計結果を基に、選択確率について(4.a)~(4.d)式によるシミュレーションを試みる。シミュレーションは

2期連続経常利益赤字企業と非2期連続経常利益赤字企業に分けて行う。

サンプル平均値周りの選択確率は表6に掲げるとおりである。2期連続経常利益赤字企業では、大幅削減、減配・無配を共に選択する確率は52.55%である。減配・無配のみを選択する確率は43.58%である。これから減配・無配を

22) 大幅削減と減配・無配の結果を併せると、役員持ち株比率の上昇は大幅従業員削減の推進と減配・無配の回避に働くようである。経営責任の追求回避と配当受け取りによる収入の確保を図っている可能性がある。

表6 2期連続赤字企業、非2期連続赤字企業のサンプル平均値周りの選択確率

	大幅削減 減配・無配	大幅削減 のみ	減配・無配 のみ	いずれも 無し
2期連続赤字企業	0.52553	0.01759	0.43577	0.02111
非2期連続赤字企業	0.02642	0.09074	0.15172	0.67015

選択する確率は96.13%である。圧倒的に大半の企業が減配・無配を選択することが分かる。これに対し、従業員の大規模削減のみは1.76%にとどまっており、結局大規模削減の選択確率は54.31%である。日本企業は株主と従業員に損失をシェアすることを求めているが、2期連続赤字の場合、まず株主に負担を求め、次に従業員に負担を求めていることが分かる²³⁾。

非2期連続経常利益赤字企業で、大規模削減と減配・無配のいずれも無しは67%であり、約1/3の企業は配当政策や雇用整理政策を行っている。その場合も減配・無配が中心である。

以下、当期経常利益率、前期経常利益率、当期税引き後利益率、前期税引き後利益率を操作するケース（パネルA）、負債比率を操作するケース（パネルB）、借入比率を操作するケース（パネルC）、銀行持ち株比率を操作するケース（パネルD）、役員持ち株比率を操作するケース（パネルE）、及び外国人持ち株比率を操作するケース（パネルF）を試みた（表補2、表補3参照）。主な結果について報告する。

Ⅶ-2. 2期連続経常利益赤字企業の選択確率

Bivariate probit モデルの推計では 当期経常利益率、前期経常利益率、当期税引き後利益率、前期税引き後利益率の効果は、それらの係数や水準を総体として判断する必要がある。直感的に分かりやすくするため、図示する。当期経常利益率、前期経常利益率、当期税引き後利益率、前期税引き後利益率の各々の値が-4%から

-6%へ悪化すると（他の変数は2期連続経常利益赤字企業のサンプル平均値）、大規模削減と減配・無配を共に行う選択確率は95.2%から98.0%となる。-6%の水準では、大規模削減と減配・無配を共に行わないという選択確率は0.0%である（図1-1参照）。これからすれば、日本企業は2期連続の赤字が-4%から-6%であると、ほぼ例外なく配当政策の変化、大規模な従業員削減を行うことが分かる。

負債比率が50%から60%に上昇しても大規模削減、減配・無配を共に行う選択確率は59.0%から61.5%へと2.523%ポイント、80%になっても66.3%であり7.373%ポイント高まるに過ぎない。大規模削減のみという選択確率は各々2.0%から2.1%、2.3%とほとんど変化がみられない（図1-2参照）。当期負債比率、2期連続赤字時期の負債比率の企業経営に対する規律付けは意外なまでに弱いようである。

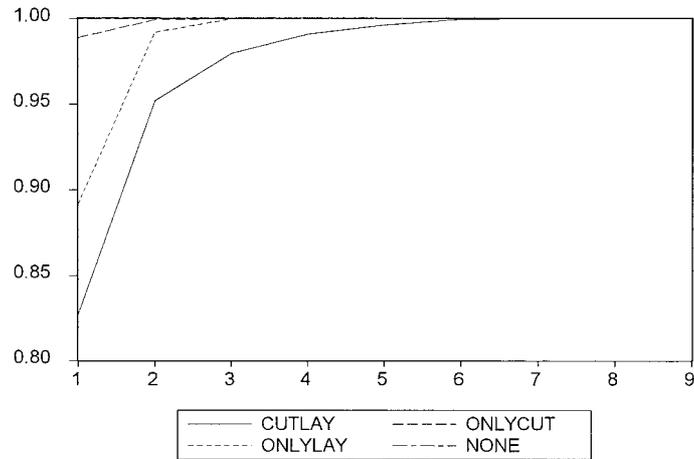
借入比率が50%から60%へと上昇すると大規模削減、減配・無配を共に行う選択確率は52.3%から53.3%、減配・無配のみを行う選択確率は43.6%から43.6%であり、いずれも余り動きはみられない。借入比率の高さは減配・無配を強く選好し、大規模従業員削減を余り指向しないことがうかがわれる。この分析時期の銀行行動が大規模な従業員削減という企業再建に余り寄与せず、結果として「過剰雇用」の温存につながった可能性を示唆している。

銀行持ち株比率が20%から30%に上昇しても、大規模削減、減配・無配を共に行う選択確率は52.9%から52.0%へ、大規模削減のみを行う選択

23) 統計的に非有意な変数についても、有意であるとみなしてシミュレーションを行っていることに留意する必要がある。

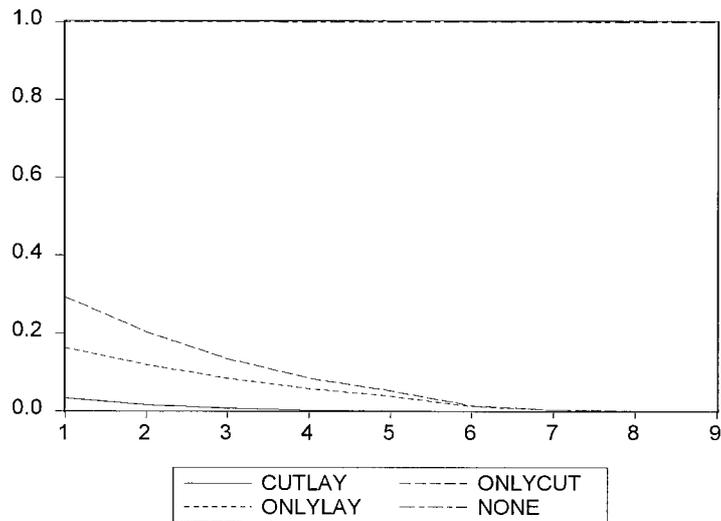
雇用削減と減配・無配の関係

図1-1 2期連続赤字企業における利潤率の影響



CUTLAYは大幅削減，無配・減配共に選択，ONLUCUTは減配・無配のみ選択，ONLYLAYは大幅削減のみ選択，NONEはいずれも無し，を示す（以下同じ）。

図2-1 非2期連続赤字企業における利潤率の影響



確率は1.5%から2.3%へといずれもわずかに動くのみである。借入比率の結果と併せると2期連続赤字企業に対する銀行の影響は、債権者としても株主としても限界的でしかないように見える。従業員管理型企业，メイン・バンクシステム，持ち合いという日本型企业経営のコーポレート・ガバナンスの中核にたつとされた銀行の影響力の弱さは、日本企业再生の遅れにつながっている可能性がある。

役員持ち株比率が0%から10%に上昇すると、

大幅削減のみを選択する確率は1.6%から17.4%へと15.85%ポイント急増する。反面，減配・無配のみを選択する確率は46.0%から27%へと18.45%ポイント急減する。役員持ち株比率の高さは「過剰雇用」削減に大きく働いていることが示唆される。オーナー型企业では所有と資本の分離が進んでいないこと，あるいは役員持ち株比率の高さは役員に取り自己の資産をそれだけ企业にコミットしていることを示すので，財産（資産）所得の減少をくい止める

図1-2 2期連続赤字企業における負債比率の影響

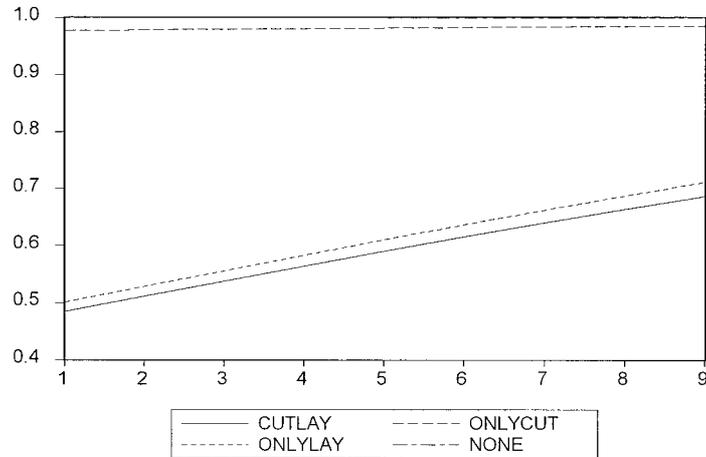
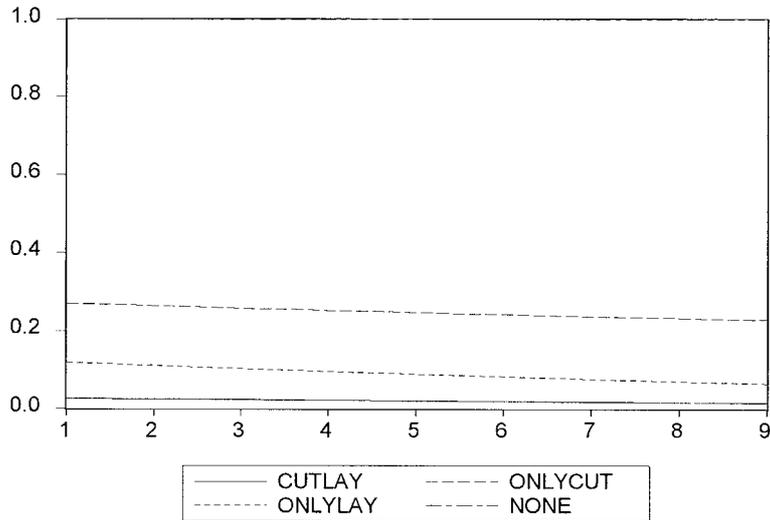


図2-2 非2期連続赤字企業における負債比率の影響



方に働いていると考えられる²⁴⁾。

Bivariate probit モデルの推計では、負債にかかる説明変数の係数や株主構成比率に関する係数は、必ずしも予想を満たさないことがあった。すなわち企業財務の内容も目立った影響は与えていない。また従来コーポレート・ガバナンスの中核とされた銀行は、債権者としても株主としても余り機能していないように見える。このシミュレーション結果は大幅従業員削減、減配・無配という従業員と株主の損失、リスク負

担が当期と前期の利潤率に決定的に依存していることを示している。これらのことは見方を変えれば、日本企業は企業財務やコーポレート・ガバナンスに予め配慮して企業再建を図るというよりも、2期連続赤字という追いつめられて、切羽詰まって急に再建に取り組むという姿を示唆している。

24) 外国人持ち株比率が0%から10%へ上昇すると大幅削減、減配・無配を共に行う選択確率は-6.321%減少し、逆に減配・無配のみを選択する確率は5.887%ポイント増加している。

図1-3 2期連続赤字企業における借入比率の影響

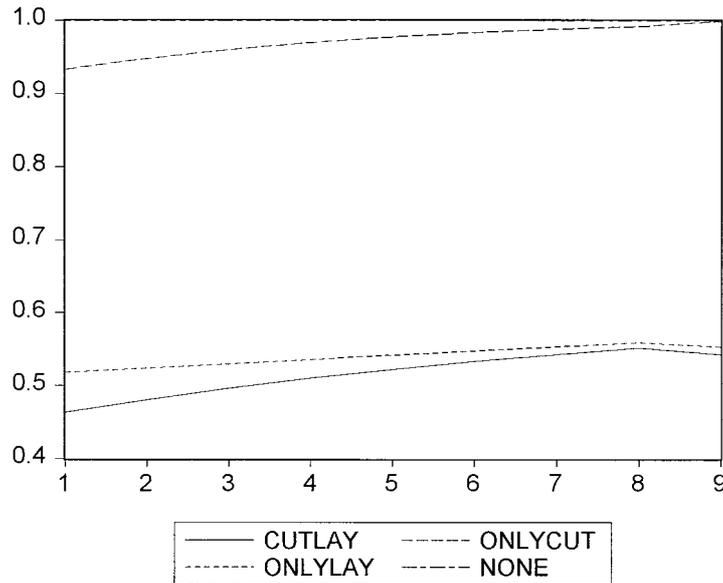
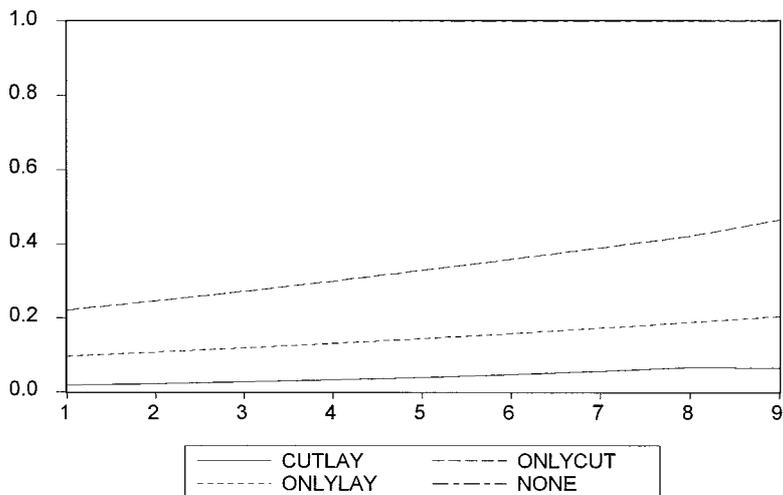


図2-3 非2期連続赤字企業における借入比率の影響



Ⅶ-3. 非2期連続経常利益赤字企業の選択確率

当期経常利益率，前期経常利益率，当期税引き後利益率，前期税引き後利益率が各々2%である場合，大幅削減のみを選択する確率は12.9%，減配・無配のみを選択する確率は13.1%であり，両者に余り開きがないことが注目される。負債比率が40%から50%に上昇して

も各選択確率への影響は乏しい。借入比率が30%から40%へ上昇しても減配・無配のみを選択する確率が1.53%ポイント増加する程度である。2期連続経常利益赤字企業でも負債の企業経営に対する規律付け，借入（銀行）の影響は微弱であった。非2期連続経常利益赤字企業では，それらの機能は更に弱いことが示唆される。

銀行持ち株比率が30%から40%へ上昇しても，各選択確率に与える効果は0.3%ポイントから1.7%ポイントにとどまる。これに対し役員持

雇用削減と減配・無配の関係

図1-4 2期連続赤字企業における銀行持ち株比率の影響

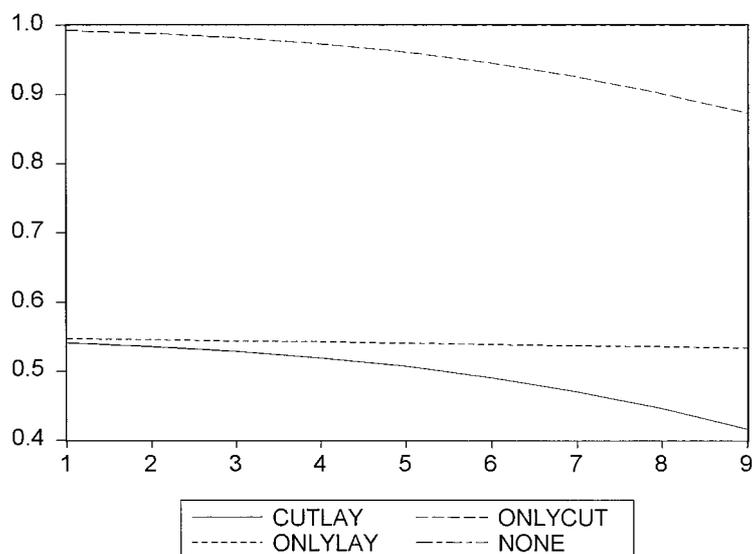
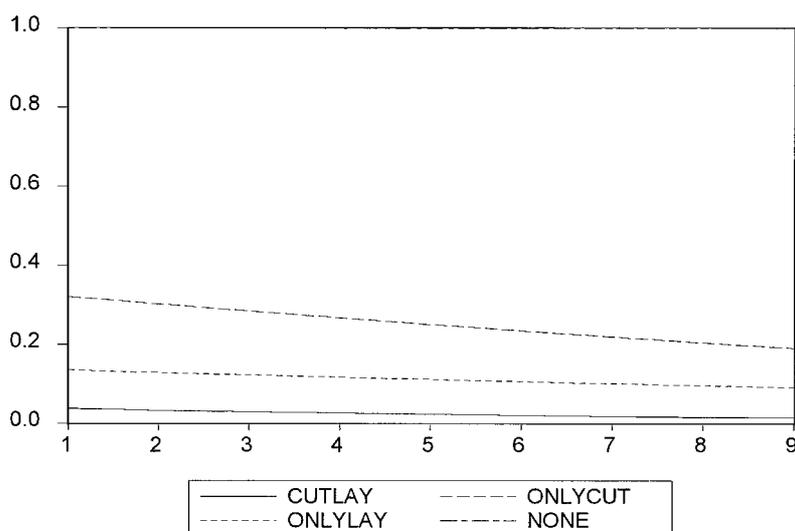


図2-4 非2期連続赤字企業における銀行持ち株比率の影響



ち株比率が0%から10%に上昇すると、減配・無配のみを選択する確率は18.0%から1.2%に

激減する。役員持ち株比率の増加は減配・無配の回避に働くことが改めて示されている。

VIII. おわりに

1991年度から1997年度の上場企業に関して、従業員の大規模削減と減配・無配を分析することで、企業の損失負担がどのようになされている

のかを検証した。企業経営の悪化による損失・費用負担は従業員と株主によってシェアされている。しかし、それはまず減配・無配により負

担され、ついで従業員削減により負担されている。このことは多分に従業員の交渉力が強いことを反映している可能性がある。

従業員的大幅削減と減配・無配という企業再建策の採用は2期間の利益率に決定的に依存している。しかしながら、負債の規律付けや株主構成比率でみたコーポレート・ガバナンス（特に銀行や大株主）の機能は余り働いていないか、あるいは働いたとしてもその影響は微弱である。このことは、企業が財務内容や企業統治を考えて積極的に企業再生を図っているというよりは、追いつめられて急に再建策に取り組んでいるという姿を想定させるものがある。メイン・バンクに企業再建機能があるのか、あるいはコーポレート・ガバナンスがうまく働いているのかという疑問が、1990年代以降繰り返し出されてきた。我々の分析結果は、この疑問に根拠があることを改めて示すものであった。

無論我々は、従業員的大幅削減や減配・無配が常に好ましいと言うつもりはない。問題は企業経営の危機においてなおガバナンスや負債の規律付けがほとんど機能していないということである。これらが普段から機能していれば、企業再生はより容易であり、結果として従業員の大幅削減や減配・無配というコストは避けられたか、あるいは低下したことが期待される。そのためにはコーポレート・ガバナンスや負債の規律付けが機能するようなシステムを構築することが求められる。

一つの解決策としては、経営者に対するストック・オプションの付与により、企業業績と役員報酬のリンクを強化することが考えられる。企業業績の低下による株式価値の下落が予想されるならば、経営者は追いつめられる前に企業再生に取り組むことが期待されるからである。役員持ち株比率の動きはこの事を裏付けているように思われる。

昭和40年代まで採用されていた取締役選出などに関する累積投票権制度の採用も検討に値する。日本でコーポレート・ガバナンスが十分に機能しない原因として、安定株主制度の下で新

役員選出が自社内部で昇進した現在の役員によって行われ、そこでは現在の経営者に異論を持つものや異分子が排除されている事が考えられるからである。累積投票権制度の下では10%の少数株主は、たとえば役員を10名選出するケースでは少なくとも1名を送り込むことができる。この少数派役員は他の取締役をモニターすることで、企業経営の健全化に寄与することがあるからである。

わが国の株主（株主総会）は、法的には広範囲にわたり強い権限を持つ。しかしその権限は生かし切れていないことが指摘されている。株式市場の機関化が進む中で、機関投資家が積極的に発言することが期待される。そのためには機関投資家が株主総会の議案を十分検討しうる時間的余裕を与えられることが必要である。議案提出から総会開催まで十分期間を置くような商法改正が望まれる。

さらに負債の規律付けを機能させるためには、債権放棄などではなく、銀行が債権回収を積極的に図ることが期待される。銀行への安易な依存（債権放棄への期待）が、結果として企業業績をより悪化させ、より多くの損失の発生につながるからである。

最後に本稿に残された課題について触れておきたい。本分析では大幅雇用削減を行うか否か、減配・無配を行うか否かという質的な選択に焦点が当てられ、どの程度の人員を削減するかという量的な側面は捨象されている。この量的な側面の検討は、今後の課題としたい。

雇用削減と減配・無配の関係

表補1 主要な変数の記述統計量

	全体		非2期連続赤字企業		2期連続赤字企業		z 値
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	
2期連続赤字	0.0671	0.2502					
大幅削減	0.1748	0.3798	0.1484	0.3555	0.5412	0.4985	-33.728
削減有り	0.5315	0.4990	0.5085	0.4999	0.8518	0.3555	-22.436
従業員増減率	-0.0822	10.0858	0.4771	9.6759	-7.8579	12.2328	22.505
10%以上削減	0.0613	0.2398	0.0442	0.2055	0.2991	0.4581	-34.653
5～10%削減	0.1135	0.3172	0.1042	0.3056	0.2421	0.4285	-14.177
0～5%削減	0.3568	0.4791	0.3601	0.4800	0.3105	0.4629	3.376
0～5%増員	0.3145	0.4643	0.3302	0.4703	0.0965	0.2954	16.414
5～10%増員	0.0945	0.2926	0.0994	0.2992	0.0272	0.1627	8.049
10%以上増員	0.0595	0.2365	0.0620	0.2411	0.0246	0.1549	5.156
減配・無配	0.2632	0.4404	0.2164	0.4118	0.9149	0.2791	-51.727
無配転落	0.0355	0.1850	0.0274	0.1634	0.1474	0.3546	-21.149
無配継続	0.1099	0.3128	0.0677	0.2512	0.6965	0.4600	-65.564
無配	0.1454	0.3525	0.0951	0.2934	0.8439	0.3631	-69.274
減配	0.1533	0.3603	0.1487	0.3558	0.2184	0.4134	-6.309
復配	0.0164	0.1269	0.0172	0.1301	0.0044	0.0661	3.287
配当維持	0.5360	0.4987	0.5689	0.4953	0.0789	0.2698	32.042
増配	0.1844	0.3878	0.1976	0.3982	0.0018	0.0419	16.465
当期経常利益率	3.2683	4.5878	3.8414	3.9923	-4.6989	4.9051	57.434
前期経常利益率	3.6820	4.7540	4.2772	4.0265	-4.5937	6.1659	47.848
当期税引後利益率	1.0951	4.8356	1.5595	3.8519	-5.3613	9.8782	23.527
前期税引後利益率	1.5480	4.2165	1.9749	3.0891	-4.3871	9.7263	22.005
資産伸び率	2.5203	14.7736	3.0358	14.7249	-4.6468	13.5401	18.391
固定資産伸び率	6.5814	28.3910	7.0830	28.5437	-0.3922	25.1718	9.593
〃自乗	793.04	25012.97	820.22	25831.83	415.17	6836.90	1.405
当期借入比率	30.4925	24.3619	28.8931	23.6655	52.7279	22.9996	-33.729
当期負債比率	47.4425	20.6061	46.7675	20.4624	56.8255	20.3131	-16.140
銀行持ち株比率	28.5888	15.6185	28.9179	15.6431	24.0134	14.5257	10.952
大株持ち株比率	51.7323	14.9691	51.7089	14.9856	52.0582	14.7404	-0.772
役員持ち株比率	7.2943	11.8522	7.4235	11.9730	5.4985	9.8544	6.271
個人持ち株比率	31.7304	16.6424	31.5546	16.6542	34.1752	16.2889	-5.239
外国人持ち株比率	4.6345	7.8590	4.7894	7.9219	2.4815	6.5595	11.301
前期従業員数	6.6709	1.2414	6.7076	1.2366	6.1605	1.1951	14.894
前期発行済み株数	10.4629	1.3881	10.4792	1.3977	10.2356	1.2256	6.417
前期労働装備率	2.4903	1.0028	2.4889	1.0002	2.5086	1.0384	-0.589
N	16,989		15,849		1,140		

注1) z 値は差の検定の検定統計量。非2期連続赤字企業と2期連続赤字企業とでは、固定資産伸び率の自乗、大株持ち株比率、労働装備率を除き、いずれも1%水準で有意に差がある。

注2) 大幅削減は前年度比5%超の従業員削減企業ダミー。削減有りは従業員数が前年度比減少した企業ダミー。

従業員増減率(%) = 従業員増減数 / 前年度末従業員数。

減配・無配は減配または無配企業のダミー(減配企業には無配転落企業を含む)。配当関係はいずれも該当企業ダミー。

雇用削減と減配・無配の関係

経常利益率（％）＝経常利益／総資産。資産伸び率は対前年度比資産伸び率（％）。
負債比率（％）＝負債／（負債＋株式時価増額）。借入比率（％）＝借入残高／負債。
持ち株比率はそれぞれ％。前期従業員数は前年度末従業員の対数値。
税引後利益率（％）＝税引後利益／資産。固定資産伸び率は対前年度比固定資産伸び率。
前期発行済み株式数と労働装備率は対数値。

雇用削減と減配・無配の関係

表補2 2期連続赤字企業の選択確率

パネル A

経常利益，前期経常利益，税引き後利益，前期税引き後利益の影響

%	大幅削減 減配・無配	大幅削減 のみ	減配・無配 のみ	いずれも 無し
-2	0.82755	0.06421	0.09714	0.01110
-4	0.95197	0.04007	0.00740	0.00056
-6	0.97963	0.02020	0.00016	0.00000
-8	0.99075	0.00925	0.00000	0.00000
-10	0.99611	0.00389	0.00000	0.00000
-15	0.99969	0.00031	0.00000	0.00000
-20	0.99999	0.00001	0.00000	0.00000
-30	1.00000	0.00000	0.00000	0.00000
-40	1.00000	0.00000	0.00000	0.00000

注) 該当項目の値を変化させた場合の選択確率である。他の項目はサンプルの平均値である。以下において同じ。

パネル B

負債比率

%	大幅削減 減配・無配	大幅削減 のみ	減配・無配 のみ	いずれも 無し
10	0.48485	0.01597	0.47644	0.02274
20	0.51140	0.01703	0.44989	0.02168
30	0.53780	0.01809	0.42349	0.02062
40	0.56393	0.01917	0.39736	0.01954
50	0.58967	0.02024	0.37163	0.01847
60	0.61490	0.02131	0.34640	0.01740
70	0.63951	0.02237	0.32179	0.01634
80	0.66340	0.02341	0.29789	0.01529
90	0.68649	0.02444	0.27481	0.01427

パネル C

借入比率

%	大幅削減 減配・無配	大幅削減 のみ	減配・無配 のみ	いずれも 無し
10	0.46382	0.05442	0.41530	0.06646
20	0.48124	0.04283	0.42386	0.05207
30	0.49675	0.03315	0.42997	0.04014
40	0.51048	0.02522	0.43386	0.03043
50	0.52265	0.01887	0.43580	0.02268
60	0.53344	0.01387	0.43606	0.01662
70	0.54308	0.01002	0.43492	0.01197
80	0.55177	0.00712	0.43264	0.00848
90	0.54308	0.01002	0.44606	0.00083

パネル D

銀行持ち株比率

%	大幅削減 減配・無配	大幅削減 のみ	減配・無配 のみ	いずれも 無し
0	0.54130	0.00575	0.44569	0.00726
10	0.53603	0.00937	0.44302	0.01159
20	0.52897	0.01478	0.43836	0.01789
30	0.51953	0.02258	0.43113	0.02676
40	0.50707	0.03339	0.42076	0.03879
50	0.49095	0.04785	0.40669	0.05450
60	0.47066	0.06650	0.38854	0.07430
70	0.44584	0.08967	0.36613	0.09836
80	0.41644	0.11742	0.33961	0.12653

パネル E

役員持ち株比率

%	大幅削減 減配・無配	大幅削減 のみ	減配・無配 のみ	いずれも 無し
0	0.50301	0.01597	0.45983	0.02119
10	0.38825	0.17449	0.27538	0.16187
20	0.11518	0.49058	0.05849	0.33576
30	0.00793	0.63958	0.00274	0.34975
40	0.00010	0.68745	0.00002	0.31242
50	0.00000	0.72550	0.00000	0.27450
60	0.00000	0.76102	0.00000	0.23898
70	0.00000	0.79387	0.00000	0.20613
80	0.00000	0.82388	0.00000	0.17612

パネル F

外国人持ち株比率

%	大幅削減 減配・無配	大幅削減 のみ	減配・無配 のみ	いずれも 無し
0	0.54117	0.01770	0.42117	0.01996
10	0.47796	0.01715	0.48004	0.02485
20	0.41517	0.01630	0.53810	0.03043
30	0.35437	0.01519	0.59375	0.03669
40	0.29700	0.01388	0.64553	0.04360
50	0.24423	0.01241	0.69224	0.05112
60	0.19693	0.01087	0.73300	0.05921
70	0.15560	0.00931	0.76727	0.06782
80	0.12042	0.00779	0.79488	0.07690

雇用削減と減配・無配の関係

表補3 非2期連続赤字企業の選択確率

パネル A

経常利益, 前期経常利益, 税引き後利益, 前期税引き後利益

%	大幅削減 減配・無配	大幅削減 のみ	減配・無配 のみ	いずれも 無し
2	0.03316	0.12941	0.13067	0.70676
4	0.01575	0.10298	0.08444	0.79683
6	0.00678	0.07720	0.05003	0.86599
8	0.00264	0.05485	0.02716	0.91535
10	0.00093	0.03714	0.01350	0.94844
15	0.00004	0.01165	0.00160	0.98671
20	0.00000	0.00288	0.00011	0.99701
30	0.00000	0.00009	0.00000	0.99991
40	0.00000	0.00000	0.00000	1.00000

パネル B

負債比率

%	大幅削減 減配・無配	大幅削減 のみ	減配・無配 のみ	いずれも 無し
10	0.02679	0.09214	0.15134	0.72972
20	0.02505	0.08562	0.15309	0.73624
30	0.02338	0.07944	0.15475	0.74242
40	0.02178	0.07360	0.15633	0.74827
50	0.02029	0.06808	0.15784	0.75379
60	0.01886	0.06288	0.15928	0.75899
70	0.01750	0.05798	0.16063	0.76388
80	0.01622	0.05338	0.16192	0.76848
90	0.01500	0.04908	0.16313	0.77279

パネル C

借入比率

%	大幅削減 減配・無配	大幅削減 のみ	減配・無配 のみ	いずれも 無し
10	0.01799	0.07850	0.12465	0.77886
20	0.02212	0.08495	0.13867	0.75427
30	0.02699	0.09145	0.15338	0.72818
40	0.03272	0.09794	0.16867	0.70067
50	0.03939	0.10432	0.18442	0.67187
60	0.04710	0.11052	0.20049	0.64189
70	0.05595	0.11644	0.21670	0.61091
80	0.06601	0.12199	0.23290	0.57910
90	0.06565	0.13881	0.26061	0.53492

パネル D

銀行持ち株比率

%	大幅削減 減配・無配	大幅削減 のみ	減配・無配 のみ	いずれも 無し
0	0.03694	0.09740	0.18663	0.67903
10	0.03299	0.09523	0.17417	0.69762
20	0.02937	0.09291	0.16212	0.71561
30	0.02607	0.09047	0.15048	0.73297
40	0.02308	0.08792	0.13931	0.74969
50	0.02037	0.08528	0.12861	0.76574
60	0.01793	0.08256	0.11841	0.78111
70	0.01573	0.07978	0.10872	0.79578
80	0.01376	0.07696	0.09954	0.80974

パネル E

役員持ち株比率

%	大幅削減 減配・無配	大幅削減 のみ	減配・無配 のみ	いずれも 無し
0	0.02815	0.07963	0.17998	0.71223
10	0.00266	0.11788	0.01215	0.86731
20	0.00005	0.13427	0.00015	0.86552
30	0.00000	0.14915	0.00000	0.85085
40	0.00000	0.16503	0.00000	0.83497
50	0.00000	0.18197	0.00000	0.81803
60	0.00000	0.19996	0.00000	0.80004
70	0.00000	0.21897	0.00000	0.78103
80	0.00000	0.23899	0.00000	0.76101

パネル F

外国人持ち株比率

%	大幅削減 減配・無配	大幅削減 のみ	減配・無配 のみ	いずれも 無し
0	0.02463	0.08653	0.14947	0.73938
10	0.02848	0.09545	0.15415	0.72192
20	0.03280	0.10489	0.15862	0.70369
30	0.03763	0.11484	0.16283	0.68470
40	0.04300	0.12525	0.16676	0.66499
50	0.04896	0.13611	0.17035	0.64459
60	0.05552	0.14735	0.17358	0.62355
70	0.06272	0.15894	0.17640	0.60193
80	0.07060	0.17082	0.17879	0.57979

参 考 文 献

- 青木昌彦 (1996) 「メインバンク・システムのモニタリング機能としての特徴」, 青木昌彦・ヒュー・パトリック編『日本のメインバンク・システム』所収, 東洋経済新報社
- 阿部正浩 (1999) 「企業ガバナンスと雇用削減意思決定-企業財務データを利用した実証分析」, 中村二郎・中村恵編『日本経済の構造調整と労働市場』所収, 日本評論社
- 浦坂純子・野田知彦 (2001) 「企業統治と雇用調整-企業パネルデータに基づく実証分析」日本労働研究雑誌 No. 488, pp52-63
- 大竹文雄・藤川圭子 (2001) 「日本の整理解雇」, 猪木武徳・大竹文雄編『雇用政策の経済分析』所収, 東京大学出版会
- 大村敬一・宇野淳・川北英隆・俊野雅史 (1998) 『株式市場のマイクロストラクチャー』日本経済新聞社
- 小池和夫 (1983) 「解雇からみた現代日本の労使関係」, 森口親司・青木昌彦・佐和隆光編『日本経済の構造分析』所収, 創文社
- 小林孝男・加護野忠男 (1988) 「見えざる出資-従業員持ち分と企業成長」, 伊丹敬之編『競争と革新』所収, 東洋経済新報社
- 小牧義弘 (1998) 「わが国企業の雇用調整行動における不連続性について」, 日本銀行調査月報11月号, pp45-74
- 駿河輝和 (1997) 「日本企業の雇用調整-企業利益と解雇」, 中馬宏之・駿河輝和編『雇用慣行の変化と女性労働』所収, 日本評論社
- 中馬宏之 (1994) 『検証・日本型「雇用調整」』集英社
- 中馬宏之 (1998) 「『解雇権濫用法理』の経済分析-雇用契約理論の視点から」, 三輪芳郎・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』所収, 東京大学出版会
- 富山雅代 (2001) 「メインバンク制と企業の雇用調整」, 日本労働研究雑誌 No. 488, pp40-51
- 堀内昭義・花崎正晴 (2000) 「日本の金融危機から何を学ぶか-金融システムと企業統治」, 宇沢弘文・花崎正晴編『金融システムの経済学』所収, 東京大学出版会
- 松浦克己 (2001) 「日本企業の配当政策-復配と無配転落について」, 松浦克己・竹澤康子・戸井佳奈子『金融危機と経済主体』所収, 日本評論社
- 村松久良光 (1986) 「解雇, 企業利益と賃金-大手工作機械メーカー13社に関して」, 南山経済研究 5 卷, pp. 359-435
- 米澤康博 (1996) 「日本的企業金融の実際」首藤恵・松浦克己・米澤康博『日本の企業金融』所収, 東洋経済新報社
- ・松浦義昭 (2000) 「わが国のコーポレート・ガバナンスが配当政策に与える効果」松浦克己・吉野直行・米澤康博編『変革期の金融資本市場』所収, 日本評論社
- Deangelo, H., L. Deangelo and D. Skinner (1996) “Reversal of Fortune Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth,” *Journal of Financial Economics*, vol 40, pp341-371
- Dewenter, K and V. Warther (1998) “Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U. S. Firms,” *Journal of Finance*, vol 53, pp. 879-904
- Fama, E and H. Babiak (1968) “Dividend Policy: An Empirical Analysis,” *American Statistical Association Journal*, vol 63, pp. 1132-1161
- and K. French (2001) “Disappearing Dividends, Changing Firm Characteristics of Lower to Pay,” *Journal of Financial Economics*, vol 60, pp17-30
- Feldstein, M and J. Green (1983) “Why Do Companies Pay Dividends?,” *American Economic Review*, vol 73, pp17-30
- Fen, G and N. Liang (2001) “Corporate Payout

- Policy and Managerial Stock Incentives,” *Journal of Financial Economics*, vol 60, pp. 45–72
- Greene, W (2000) *Econometric Analysis* (4 th ed), Prentice Hall
- Gourieroux, C (2000) *Econometrics of Qualitative Dependent Variables* (translated by P. Klassen), Cambridge University Press
- Hamermesh, D (1989) “Labor Demand and the Structure of Adjustment Costs,” *American Economic Review*, vol 79, pp674–689
- Healey, P and K. Palepu (1988) “Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions,” *Journal of Financial Economics*, vol 21, pp. 149–175
- Jagannathan, M, C. Stephens and M. Weisbach (2000) “Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases,” *Journal of Financial Economics*, vol 57, pp. 355–384
- Lintner, J (1956) “Distribution of Incomes of Corporations among Dividers, Retained Earnings, and Taxes,” *American Economic Review*, vol 49, pp. 97–118
- Michery, R., R. Thaler and K. Womack (1995) “Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions : Overreaction or drift?,” *Journal of Finance*, vol 50, pp. 573–608
- Myers (2000) *Principles of Corporate Finance* (6 th ed), Mcgraw Hill
- Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2000) “Investor Protection and Corporate Governance,” *Journal of Financial Economics*, vol 58, pp. 3–27