

労働分配率の低下と企業財務*

阿部 正浩・Jess DIAMOND**

<要旨>

労働分配率は、短期的な景気循環過程において上下することに大きな問題はないが、長期的に低下することについては経済政策的にも、経済学的にも解明しなければならない問題である。実際、労働分配率は世界的に見ても長期的な低下傾向にあり、わが国でも2000年台にはほとんどの指標で低下傾向にあった。この労働分配率の動きには、賃金が伸び悩む一方で株主への配当や内部留保が増加傾向にあることから、企業の付加価値の配分方法が変化していることが影響していると考えられる。我々は、雇用量や一人あたり労務費と企業財務との関係を分析し、いくつかの定量的な結論を得た。すなわち、内部留保が増加するとともに労働分配率が低下する傾向が見られたが、メインバンクを有する企業は雇用を維持すると同時に予備的な貯蓄を行う傾向にあった。逆に、メインバンクを有しない企業は雇用とは関係なく過剰に現金を保有する傾向にあった。こうしたことが労働分配率の低下に寄与していたと考えられる。

JEL Classification Codes : G3, J4

Keywords : 労働分配率、企業財務、メインバンク

*内閣府経済社会総合研究所で開催された『平成28年度国際共同研究WG2最終報告会』では、本稿の初期のバージョン（『労働分配率の低下と内部留保』）に対して、討論者の小野浩氏をはじめ、樋口美雄、山本勲、チャールズ・ホリオカ、坪内浩、亀坂明子の各氏から有益なコメントを頂戴した。

**阿部 正浩：中央大学経済学部教授、Jess Diamond：一橋大学経済学研究科特任講師

Declining Labor Share and Corporate Finance

By Masahiro ABE and Jess DIAMOND

Abstract

Although fluctuations in the labor share of income over the business cycle are a natural feature of the economy, a long-run decline requires a deeper explanation. Mirroring a long-term trend observed across the world, the labor share of income in Japan has been declining since the early 2000s. Sluggish wage growth and an increase in dividends and retained earnings suggest that this decline reflects a change in the distribution of firms' value added. In this paper we examine whether a declining labor share has been accompanied by increased retained earnings. In particular, we analyze the relationship between firms' employment levels and per capita labor costs on the one hand and their financing behavior on the other. Our results show that firms with a main bank relationship have been increasing precautionary savings at the same time as they have increased employment. On the other hand, firms without a main bank have been accumulating excess cash on their balance sheets regardless of whether they have been increasing or decreasing their employment levels. These observations have been contributing to a decline in the labor share of income.

JEL Classification Codes : G3, J4

Keywords : the labor share of income, financing behavior, main bank relationship

1. はじめに

最近の景気回復によって日本の労働市場では需給が逼迫しているが、労働者の賃金はなかなか伸びない。通常、景気が良くなって企業利潤が増大すれば、労働者への配分もそれだけ増加するはずである。しかしながら現実にはそうはなっていない。このため、ここ数年は政府が賃上げを企業経営者に呼びかけているが、その効果はなかなか出ていない。本稿では、なぜ景気回復局面にあっても労働者への利潤配分が進まないのかについて検討する。

ある期間に企業が産出した付加価値は、労働や資本、そして政府に配分された後、会社の所有者である株主に配分される。この労働（あるいは資本）への配分を労働（資本）分配率と呼ぶ。上で説明した労働者への利潤の配分が進まないということは、労働分配率が上がらないということだ。

労働分配率は、景気が良いときには下がり、景気が悪いときには上がるということが、これまでの研究で明らかにされている。景気が悪いときには企業の利潤あるいは付加価値は減少するが、賃金はなかなか下がらないために労働分配率は上昇するからだ。逆に景気が良いときは、利潤や付加価値が上がるほどには賃金が上がらず、労働分配率は相対的に下がってしまう。

したがって、短期的な景気循環過程において、労働分配率が上がった、下がったと議論しても、それはあまり重要なことではない。賃金や雇用の調整過程において労働分配率が変動している可能性が高いからだ。しかし、長期的に労働分配率が下がる傾向にあるとしたら、経済政策的にも、経済学的にも解明しなければならない問題となるだろう。実際、労働分配率は長期的に低下している。たとえば Karabarounis and Neiman [2013] は先進諸国の労働分配率が 1980 年代から長期的に低下していることを、野田・阿部 [2011] は日本で労働分配率が長期的に低下していることを、それぞれ明らかにしている。我々も労働分配率が長期的に低下していることを、次節で説明する。

では、もし労働分配率が長期的に低下しているとすれば、それは何故なのか。野田・阿部 [2011] は、人件費の伸び悩みに着目した。人件費が伸びなかったのは株式保有構造の変化であり、なかでも外国人投資家の影響がもっとも大きな要因だった。また、茨木ほか [2007]、川本・篠崎 [2009]、山本・黒田 [2016] などは人件費の抑制に注目しており、企業が直面する不確実性が增大したことや「世間相場」が低下したこと、株主からのガバナンスが強まったこと、グローバル化が進んだこと、パート比率が高まったこと、成果主義を導入する企業が増加したこと、賃金の下方硬直性、といったことが、人件費抑制の原因であると指摘している¹。

¹ Karabarounis and Neiman [2013] では、近年になって ITC などの技術革新の進化によって資本財価格の低下が進み、資本と労働の代替が進んだ結果、労働分配率が低下していると指摘している。生産関数をベースにして資本と労働の代替関係と労働分配率の関係を分析することは重要だが、データ整備の問題もあって企業レベルで実証するにはハードルが高い。Karabarounis and Neiman [2013] もマクロレベルのデータを使い、カリブレーションを行って議論しており、企業レベルのデータで実証しているわけではない。

本稿では、これまでの研究では分析の対象とされていない、流動資産や借入、過剰現金など、企業の財務指標との関係に着目する。企業財務に着目したのは、2007年以降になって、労働分配率が低下傾向にある一方で、付加価値に占める内部留保の割合が高まっているからだ。内部留保は、企業が産出した付加価値のうちで配分が留保されて、企業内に貯蓄されているものだ。一般的には内部留保は株主のものだと言われているが、実際のところは内部留保が誰のためにどうして積み上がっているのかは良く分かっていない。設備投資に使われているわけでもなく、株主の配当に使われているわけでもない。労働者にも向かわず、付加価値の処分が留保されて企業に蓄積されている。こうした傾向は日本企業だけでなく、先進諸国でも同様に見られると報告されている (Karabarbounis and Neiman [2012])。ただし、なかでも日本企業の内部留保は世界的にも高い水準にあると、以前から指摘されている。なぜこのように内部留保が積み上がり、それが労働分配率にどう影響したのかを明らかにすることは、近年の労働分配率低下の謎を解く一つの手がかりになると我々は考えている。

ただし、内部留保と労働分配率との関係を分析することには内生性の問題をとまなう。企業が産出した付加価値が一定でも、労働分配率を引き下げれば内部留保は引き上げるという関係が企業会計上あるからだ。内部留保と労働分配率の間に相関関係が見られるとしても、その因果関係は明らかにはならない。また、内部留保が経営状況の善し悪しを必ずしも反映しているわけではない点にも留意する必要がある。バランスシート上では内部留保は負債側に置かれるが、むしろ重要なのは資産側がどのように構成されているかだ。そこで、我々は企業財務と労働分配率の関係を分析することにした。

続く第2節では、労働分配率の長期的な推移を検証し、労働分配率が長期的に低下している要因を分析する。時期によって労働分配率低下の要因は異なるが、2007年以降は労働生産性ほどには人件費が伸びていないことが明らかにされる。この一方で、2007年以降は付加価値に占める株主配当や内部留保の割合が高まっていることが見出される。第3節では、2000年以降の企業財務データを用いて、企業の財務と雇用の関係について分析する。第4節は本稿のまとめである。

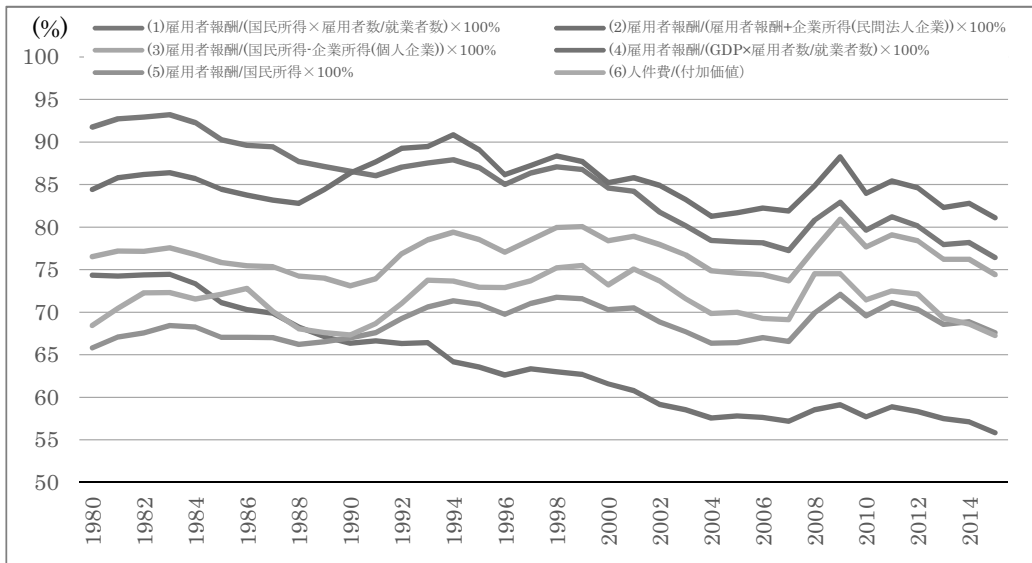
2. 労働分配率の推移

2.1 長期的低下を見せる労働分配率

図1は、以下で説明する計算方法による労働分配率指標について、1980年以降の推移を示したものだ。労働分配率は、ある期に産出された付加価値を労働者にどの程度の割合で配分しているかを表す指標だが、この図には6種類の労働分配率指標が示されている。これらの違いは、野田・阿部 [2010] でも議論されているが、労働分配率の分母となる付加価値をどのように定義するかによって生じる。

労働分配率を計算する際には国民経済計算 (SNA) がしばしば利用されるが、その場合

図 1 労働分配率の推移



に以下のような計算方法で計算される。

- (指標 1) 雇用者報酬 ÷ (国民所得×雇用者数/就業者数) × 100%
- (指標 2) 雇用者報酬 ÷ (雇用者報酬+企業所得(民間法人企業)) × 100%
- (指標 3) 雇用者報酬 ÷ (国民所得-企業所得(個人企業)) × 100%
- (指標 4) 雇用者報酬 ÷ (GDP×雇用者数/就業者数) × 100%
- (指標 5) 雇用者報酬 ÷ 国民所得 × 100%

なお、SNA における企業所得は、SNA の所得支出勘定にある営業余剰・混合所得に純財産所得を加えたものと定義されている。そして営業余剰・混合所得は、産出額から中間投入や固定資本減耗、そして生産・輸入品に課される税及び補助金(控除)を差し引いた国内要素所得から雇用者報酬を差し引いて計算されている。したがって、上で定義される労働分配率は減価償却後の粗付加価値に対する雇用者報酬の比率である²。

また、労働分配率の計算では個人企業の扱いがしばしば議論されるところだが、それは企業と家計それぞれの帳簿を分離することが厄介だからである。SNA では、家計の受取財産所得が個人企業の営業活動による収益とみなされておらず、最終消費主体としての家計が受け取るものと見なされており、この項目には加算されていない。

さらに、労働分配率は民間企業部門に絞って計算されることも多い。この場合、財務省『法人企業統計』を用いて、次のように計算される³。

² Piketty[2013]以来、減価償却を加味したネットの付加価値に対する雇用者報酬の比率として計算されるネットの労働分配率の動きがとみに注目されているが、この議論は本稿では扱わない。

³ 『法人企業統計』には年次別調査と四半期別調査があるが、本稿では年次別調査を用いている。

(指標6) 人件費÷付加価値 (= 人件費+営業純益+支払い利息・割引料+租税公課+動産・不動産賃貸料) ×100%

本稿では、どの指標を用いるのが良いのかという点についてはあまり議論しない。それよりも、5つの指標が全般的には2000年代以降に低下が見られていることを強調したい。

まず、指標(1)と指標(4)は1980年から2015年にかけて傾向的に低下しており、指標(1)は15.3%ポイント(1980年の91.8%から2015年の76.4%へ)、指標(4)も18.5%ポイント(同様に74.3%から55.8%へ)、この35年間でそれぞれ低下している。また、指標(2)についても、景気の波によって労働分配率も短期的な変動が見られるものの、この期間に3.3%ポイント低下している。

これら三つの指標に対して指標(3)と指標(5)に関しては、その低下トレンドは明確には見られない。しかし、この二つの指標も、1990年代に入って以降になると、それまで観察される上昇トレンドは止まっている。そして、1990年代後半以降は、リーマン・ショックの時期を除いて、下方トレンドに転じている。2000年と2015年の労働分配率の水準を比較すると、指標(3)は-4.0%ポイント(2000年の78.4%から2015年74.4%へ)、指標(5)は-2.7%ポイント(同様に70.3%から67.6%へ)と低下した。最後に、指標(6)の動きは指標(3)と(5)に似ており、1990年代までは上昇トレンドが観察されたが、2000年代に入ると下降トレンドに転じている。

2.2 分配率変動要因の変化

以上で見たように、図1に示した全ての労働分配率指標は2000年代以降になって低下する傾向にある。これは一体なぜなのだろうか。

2000年代以降になって労働分配率が低下傾向にある理由は大きく二つあると考えられる。一つは労働分配率の変動要因が変化したこと、もう一つは付加価値の配分そのものの変化が起きたこと、である。

労働分配率が2000年以降になって低下傾向にある背景の一つ、労働分配率の変動要因についてまず見ておこう。労働分配率を変動させる要因はいくつか挙げられるが、ここでは付加価値の変化と人件費の変化に着目して労働分配率の変動を分解してみる。労働分配率(WS)は付加価値(VA)に占める人件費(LC)の割合である。これを、労働者数(L)を用いて計算すると、

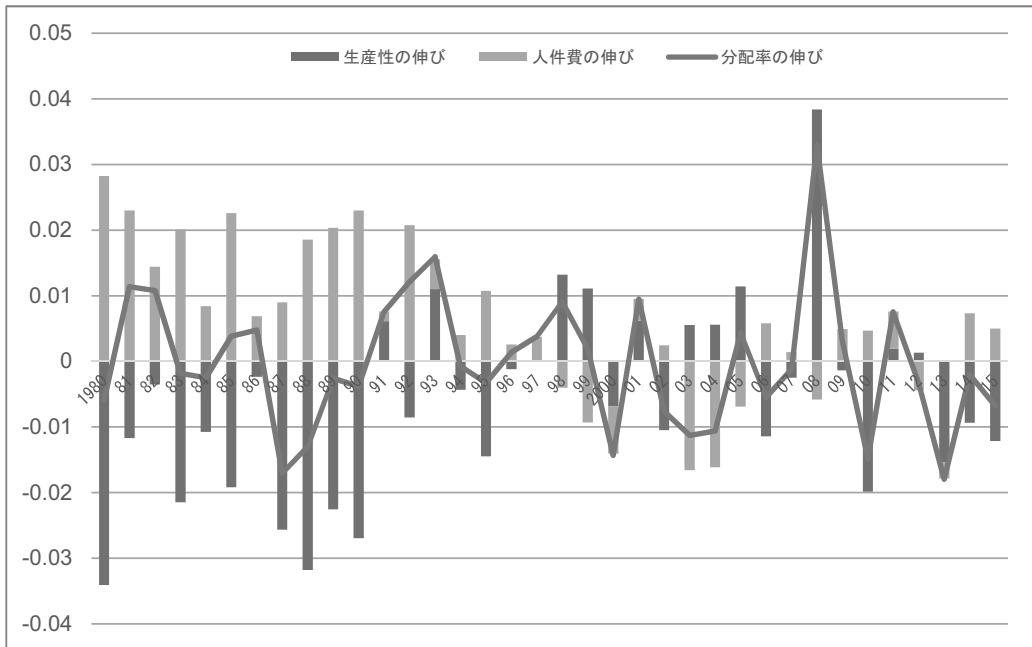
$$WS = LC/VA = (LC/L)/(VA/L)$$

のように、労働分配率を一人あたり人件費と一人あたり付加価値の比で表すことが出来る。さらに、この式の対数を取ると、

$$\log(WS) = \log(LC/L) - \log(VA/L)$$

となる。この式は、労働分配率は一人あたり人件費が高まれば上昇し、一人あたり付加価

図 2 労働分配率の要因分解



値（労働生産性）が高まれば低下する、ということを意味している。

この関係を利用して、指標 6 で示された労働分配率変動の要因を一人あたり人件費と労働生産性に分解したのが図 2 である。この図で用いたデータは財務省『法人企業統計』である。

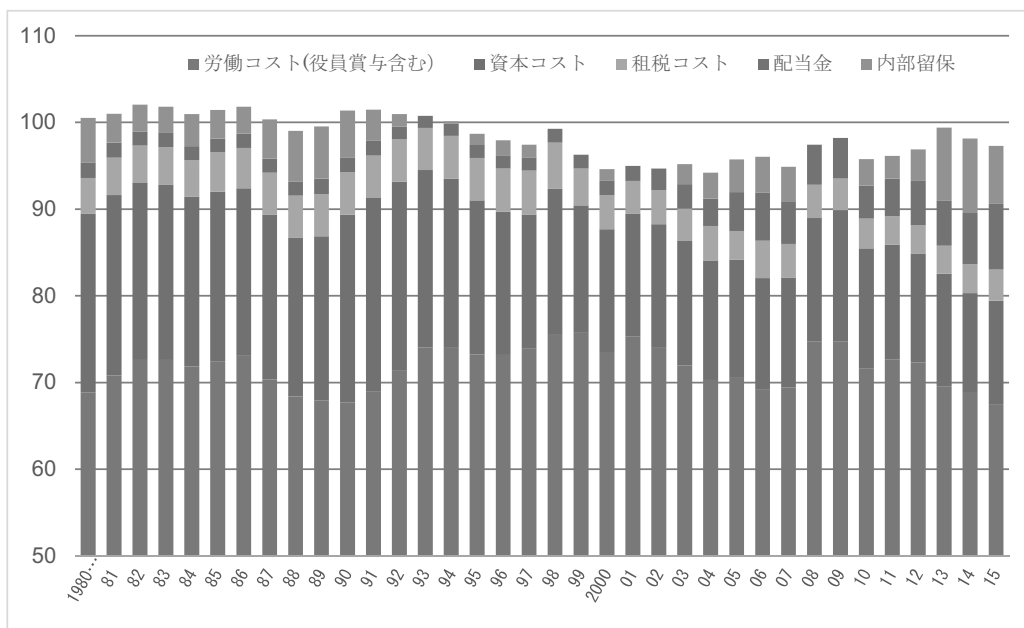
図 2 によれば、1980 年代と 90 年代前半までは、全般的に労働生産性が伸びるなかで一人あたり人件費も伸びており、労働分配率が伸びていた。しかし 90 年代後半になると、労働生産性も一人あたり人件費もともに低下して、労働分配率の低下に繋がった。特に 2000 年代になると、労働生産性以上に一人あたり人件費の下落が大きくなっており、労働分配率を大きく低下させることに繋がったと考えられる。

さらに 2007 年以降になると、労働生産性は上昇に転じており、一人あたり人件費もそれとともに上昇する傾向にはある。しかし、一人あたり人件費の伸びは労働生産性の伸びほど伸びておらず、結果として労働分配率は低下を続けることになった。

このように見ると、2000 年代以降の労働分配率低下の原因は、その前半は労働生産性が低下したことと、それ以上に一人あたり人件費が低下したことにあると考えられる。そして 2000 年代後半の労働分配率低下については、労働生産性ほどには伸びていない一人あたり人件費がその原因と考えられる。

そうだとすると、労働分配率低下の鍵となるのは、2000 年代前半では労働生産性の低下以上に一人あたり人件費が低下したのはなぜなのかという点と、後半では労働生産性が伸びていたのになぜ一人あたり人件費が伸び悩んだのかという点にある、と言える。

図3 付加価値の配分シェアの推移



2.3 企業の分配行動の変化

では、労働分配率以外の付加価値の配分については、どのように変化してきたかについて見てみよう。

ある期に企業が産出した付加価値は、労働と資本、政府のそれぞれに、そのサービスの対価として配分される。そして、残った余分（当期純利益）が株主に配当され、残りが内部留保となる⁴。なお、付加価値に占める労働サービスと資本サービスに配分された対価の割合が、労働と資本の分配率である。

図3には、『法人企業統計』を用いて、民間法人（金融保険を除く）の労働⁵や資本への対価と、租税や配当金、そして内部留保のそれぞれに関して、付加価値に占める割合を示した。

付加価値に占める労働サービスに対する対価の割合（労働分配率）は、上でも説明したとおり、1990年代までは上昇し、2000年以降は低下している。これに対して、資本の割合（資本分配率）は1990年代初頭以降から一貫して低下しており、資本への分配が長期的に下落していることが分かる。資本分配率は、そのピークだった1991年度では22.2%であったが、2015年度のそれは11.9%であり、約四半世紀で10.3%ポイントほど低下している。

⁴ 正確には以下のような恒等式が成り立つ。

付加価値＝労働コスト（従業員給与＋従業員賞与＋役員給与＋役員賞与＋福利厚生費）＋資本コスト（支払利息など＋動産・不動産）＋租税公課＋住民税・法人税など＋配当金＋内部留保－営業外純益（営業外収益－営業外費用）－特別純益（特別収益－特別損失）

⁵ 労働コストには役員賞与を含めている。

資本分配率が1990年以降は一貫して低下トレンドにある一方で、労働分配率は90年代に上昇トレンド、2000年以降には低下トレンドにあることから、株主配当や内部留保とは次のような関連があると考えられる。

まず、1990年代の労働分配率が上昇している時期には、配当金も内部留保も付加価値に占めるその割合は高くはなかった。1990年代はバブル経済が崩壊して日本経済が低迷していた時期だが、この頃まではいわゆる日本的な企業経営、長期的雇用と年功序列、そして制度補完関係にあるメインバンクシステムが健在であった。日本企業の多くが雇用や賃金を維持するため、配当金や内部留保の割合を低くし、労働分配率を高めていた可能性があると考えられる。なお、この時期の労働分配率の上昇について日本銀行[1998]は、「最終需要の低迷によって国内需給ギャップが拡大し、名目GDPも極めて低い伸びに止まる中で、ユニット・レーバー・コストや労働分配率の高まりから企業収益が圧迫される兆しがみられ、企業活動や雇用面での今後の影響に注視する必要が生じた」と指摘しており、日本経済が低成長に移行するなかで日本的な雇用慣行の変革を促している。

他方、2000年に入るとそれまでとは打って変わり、まず配当金の付加価値に占める割合が一貫して上昇傾向にあることが、図2からわかる。この時期から労働分配率の低下が始まっているが、これは付加価値に占める配当金の割合が上昇した結果だと考えられる。

この背景としては、1997年の金融危機以降の日本の金融システムの変化とそれによる企業の資金調達と配当政策の変化が考えられる。1990年代後半、バブル経済崩壊で日本の金融機関は大量の不良債権を抱えていた。97年11月に三洋証券が破綻すると、直後に北海道拓殖銀行の破綻と山一証券の廃業が続き、日本の金融システムは一気に不安定化した。金融システムの安定化のため、98年には金融安定化二法（「改正預金保険法」と「金融機能の安定化のための緊急措置に関する法律」）を成立させ、大手行を中心とした公的資金の投入や整理回収機構の発足など、政府は矢継ぎ早に手をうった。同時に、金融システム改革法が施行され（金融ビッグバン）、市場原理がより働く金融市場を目指すことになった。これらの結果、金融再編が起り、大手銀行がメガバンクに集約されると同時に、金融機関の持ち株会社が解禁され、銀行と証券の垣根は従来よりも低いものとなった。

こうした動きを受け、民間企業の資金調達方法は従来よりも直接金融方式が重視されるようになり、特に株式や出資金による資金調達割合が高まった（たとえば、細野・滝澤・内本・蜂須賀 [2013]）。この結果、企業は配当政策を重視するようになり、2000年代以降の配当割合が高まることになった。

2.4 なぜ内部留保が増加しているのか

内部留保の付加価値に占める割合も、2007年のリーマン・ショック前後を除いて、高まる傾向にある。内部留保は付加価値のうち、労働にも資本にも、そして政府にも配分されず、企業内部でその処分が保留されている貯蓄である。こうした貯蓄がなぜ起きているのだろうか。

国枝・布袋 [2008] は、企業が利益処分を配当金で行うか内部留保するかという配当政策を税制との関係から分析している。企業金融の分野では、内部留保も配当金も、どちらも株主への利益配分方法として大きな違いはないとされる。企業利益を配当金として直接配分すれば株主の利益になるし、内部留保すれば企業価値が高まって株価上昇という形で株主の利益になるからだ。

ただし、企業が利益を配当金で分配するか、それとも内部留保するかは、税制によって変わってくる。もし配当金への課税が大きければ、内部留保による利益処分のほうが株主の利益を高めることができる。しかし、株式譲渡課税が大きければ、配当金で利益処分した方が良いことになる。

こうしたことから、彼らは日本の企業の配当政策を税制との関係から検証したが、税制は配当政策に影響していなかったことが見出された。その代わりに影響していたのは資本金で、株式額面の一定割合を配当するという慣行（「1割配当ルール」）が日本企業の配当政策では重視されていると考えられた。ただし、彼らの分析でも内部留保の決定は直接の分析対象にはなっておらず、なぜ内部留保が増加しているのかについては必ずしも明らかにされていない。

企業会計上、バランスシートの負債項目である内部留保が増えたとき、資産側ではどの項目が増えるのかによって、企業経営の方向性がある程度見える。そうした観点から、内部留保が増加する理由として、企業経営の不確実性との関連から企業の預金行動について検討している論文もある。たとえば、有形固定資産が増えているとすれば将来の事業活動に対する投資を企業がしていることになるし、投資有価証券が増えているなら企業合併や買収を行っているかもしれない。また、企業経営の不確実性やリスクが高まって、現金預金が増えている可能性もある。Duchin [2010] によれば、複数部門からなる企業は、一部門しかない会社よりも倒産のリスクが低いいため、企業預金が少ない。また、Morellec et al [2014] は、市場での競争が激しい産業に所属する企業は、市場競争が比較的穏やかな産業に所属する企業と比べ、預金が多くなっているとしている。さらに、Gao and Grinstein [2014] によると、企業経営のリスクをシステムティックリスクと固有リスクに分けると、システムティックリスク（特にマクロ政策リスク、金利リスク、マーケットリスクプレミアム）に企業預金が増えている。このように、企業経営の不確実性が高まると企業の預金は多くなる傾向にあり、内部留保が企業経営の不確実性と関連があると考えられる。ただし、ここで紹介した先行研究は、いずれも労働分配率の低下と内部留保との関連を系統的に説明するものではない。

そこで、我々は次のような仮説を立てた。すなわち、将来の不確実性が高まる下で、不測の事態が生じた際に雇用調整や賃金調整の原資として活用するために、企業は現金を保持しているのではないか、という仮説である。

日本の企業の多くは、その傾向が時代とともに変化しているとはいえ、現在でも雇用や賃金安定を重視した人事労務管理を行なっていると考えられる。このとき、景気が悪化し

て利潤が低下した場合に企業が雇用や賃金支払いを安定させるためには、その賃金原資が必要である。従来は、不況期などにあつて企業の賃金原資が少なくなった際、メインバンクからの借入れなどで当座をしのぐことが日本企業ではよく見られた。しかしながら、2000年代に入り、日本企業におけるメインバンクシステムの弱化や直接金融市場からの資金調達などにより、景気が悪化した際の賃金原資の調達は以前に比べて難しくなっているかもしれない。

もし賃金原資の調達が以前に比べて難しくなっているのだとすると、景気が好調なときに利益を労働に分配する代わりに、賃金原資が不足するかもしれない将来のために予備的な貯蓄を企業はしているのかもしれない⁶。この点については、3節で詳しく見ていきたい。

3. 企業財務と雇用

産出した付加価値をどのように配分するかは、企業の経営戦略上の問題である。労働投入を増やしたり労働の質を高めたりすることで付加価値を高めようとするれば、企業は労働分配率を高めようとするだろう。その逆に、資本装備率を高めて労働生産性を上げようとするなら、資本分配率が高まることになるだろう。また、資金調達方法が変化して株主や債権者の声が強まれば、企業の配当政策は変化し、労働や資本への配分にも影響するだろう。この意味で、人件費や労働分配率の問題は、単に雇用問題として片付けることが出来なく、設備投資や資金調達、さらには配当政策など、企業財務が大いに関わってくる⁷。

では、はたして2000年代の労働分配率低下を企業財務の変化によってどの程度で説明が出来るのだろうか。我々は2000年代の雇用と企業財務の関係について分析するが、2000年代の後半にリーマン・ショックがあつたことを利用する。リーマン・ショックの前後で企業は大きな経営問題に直面しており、雇用調整を行うかどうか、雇用を維持するためにはどのように資金繰りをするかなど、様々な対応をこの時期に行っているはずである。さらに、企業がリーマン・ショックで企業経営の不確実性がさらに高まったと考えていたとすれば、景気が回復しても雇用拡大を抑制しようとするかもしれないし、企業財務をより安定的保守的なものにしようとするかもしれない。リーマン・ショックの前後で雇用と企業財務の関係を見ることは非常に重要だと我々は考えている。

この際に我々が着目するのは、企業がメインバンクを有しているかどうかである。メインバンクについては、日本的な雇用管理との制度補完性がこれまでの研究で指摘されてきた。不況期で経営が大変な時期でも、雇用や賃金を維持するのにメインバンクが貸し出し

⁶ 株主への配当政策が国枝・布袋 [2008] の分析のとおりであれば、配当政策に対する株式保有構造の影響は、野田・阿部 [2011] で示された賃金抑制に対する影響とは違い、あまりなかったと言える。これについての我々の解釈は、賃金抑制という見える形で株主の声に応える一方で、内部留保という見えない形で労働者の分配を企業は維持しており、日本企業のガバナンス構造は現在でも日本的である、というものである。

⁷ Karabourounis and Neiman [2012] では、労働分配率の世界的低下の要因がマクロ的には企業の貯蓄であることを、理論的に整理した上でカリブレーションによって示している。

などで協力していたと言われている。たとえば雇用調整速度に関する先行研究では、企業の赤字が1期であれば雇用調整速度は平時と変わらないが、二期連続の赤字となればメインバンクが役員を派遣して財務強化を行うとともに、雇用調整速度は速くなることが確かめられている（村松 [1995]、駿河 [1997] など）。もし雇用と企業財務の間に制度補完性があれば、メインバンクの有無は大事な指標になる。

3.1 データ

本稿で利用するデータは企業の財務データである。具体的には、日経ニーズ『NEEDS-Financial QUEST』と日本政策投資銀行設備投資研究所『企業財務データバンク』を利用した。分析の期間は、リーマン・ショックの前後の期間、2003年から2012年までの11年間である。また、利用した財務データは基本的には個別決算ベースである。データの基本統計量は付録1のとおりである。

なお、我々の分析で重要な指標となるメインバンクの有無は次のように定義した。2007年当時、上位3大株主に銀行を含む企業を「メインバンクを有する企業」とし、それ以外の企業を「メインバンクを有しない企業」として、2つのグループを作成した。この二つのグループで雇用と企業財務の関係にどのような違いがあるのかを以下で分析したい⁸。

3.2 財務指標の推移

我々が利用するデータの特徴を見ておくために、いくつかの財務指標の推移を示した。

まず図4には、メインバンクの有無別に、企業のレバレッジ比率の推移を示した。レバレッジ比率は、企業財務の健全性を見る指標の一つで、企業の自己資本に対する他人資本の割合である。具体的には、

$$\text{レバレッジ比率} = ((\text{長期借入金計} + \text{短期借入金計} + \text{社債計}) - (\text{当座資産} + \text{有価証券等} + \text{投資有価証券等})) \div \text{資産合計}$$

と計算した。なお、図の数値はそれぞれの中央値である。

すると、メインバンクを有する企業（図中の Has MB）のレバレッジ比率の水準は、メインバンクを有しない企業（図中の NO MB）のそれよりも高く、メインバンクを有する企業で他人資本比率が高いことがわかる。また、メインバンクの有無に関わらず、景気が良くなるとレバレッジ比率は低下し、景気が悪化すると上昇していることも分かる。そして、この図で我々が最も重要だと考えているのは、メインバンクの有無によるレバレッジ比率の水準の差が2007年以降に拡大している点だ。これは、メインバンクを有する企業の他人資本比率が相対的に一段と高くなっていることを意味する。

ただし、上の式でわかるように、レバレッジ比率は流動性と借入の差によって変動しており、他人資本比率の変動が流動性の変動に起因するものなのか、借入の変動に起因する

⁸ 2003年時点で上位3大株主に銀行を含む企業を「メインバンクを有する企業」と定義して以下と同様な推定を行ったが、結果は以下で報告する結果と概ね同じであった。

ものなのかは、図4からではわからない。そこで、流動性と資産に分けて、その推移を見てみよう。

図4 レバレッジ比率の推移

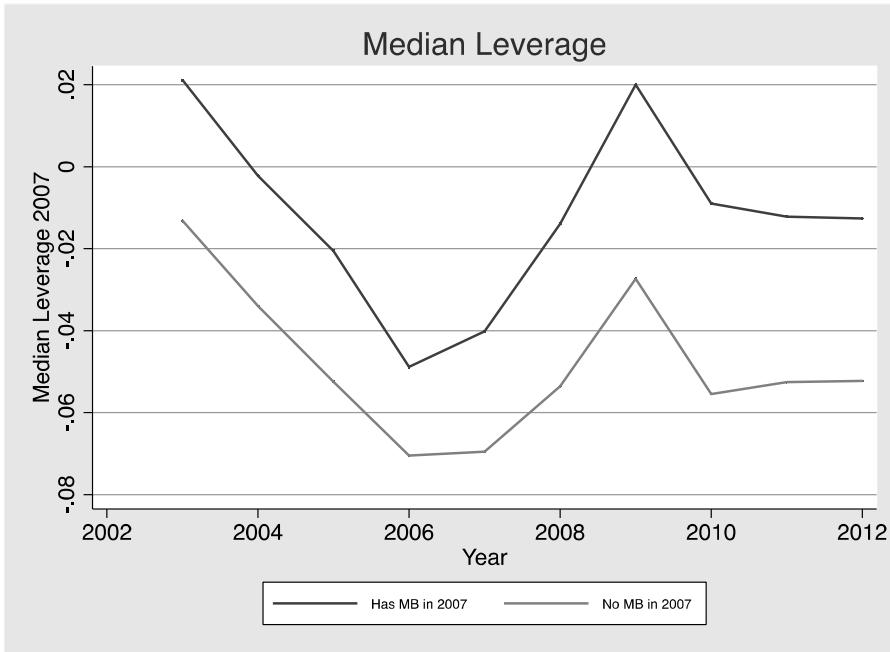


図5 流動資産比率の推移

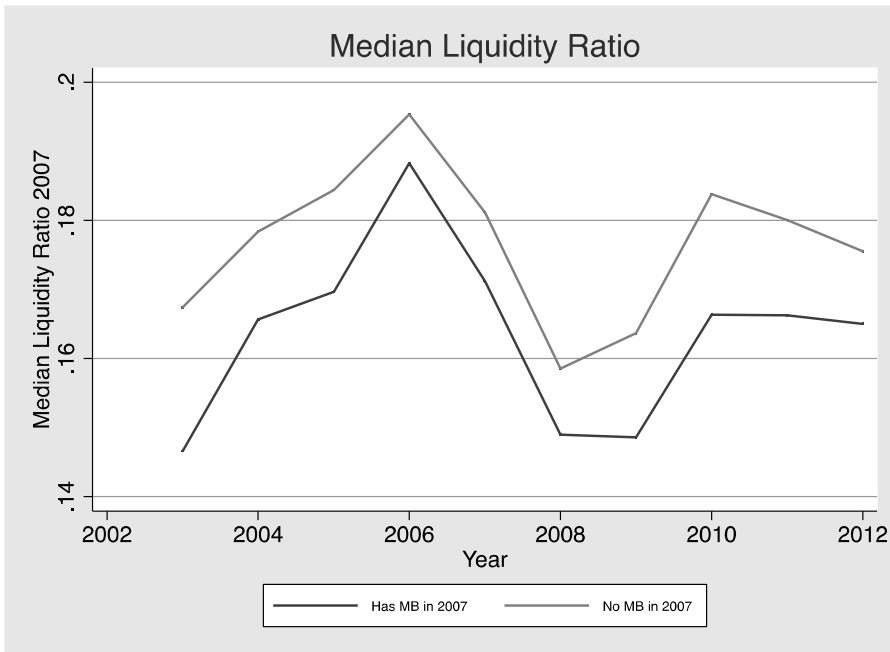


図5は、流動資産比率の推移が示されている。流動資産は資産のうちで1年以内に現金化することが出来る資産であり、我々は流動資産比率を次のように計算した⁹。

$$\text{流動資産比率} = (\text{当座資産} + \text{有価証券等} + \text{投資有価証券等}) \div \text{資産合計}$$

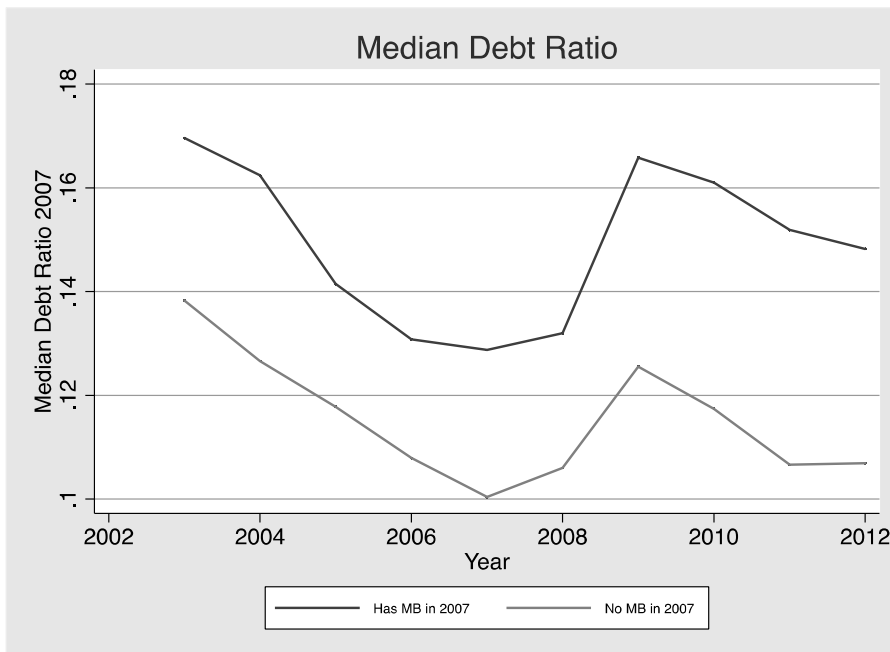
すると、流動資産比率の動きはメインバンクの有無にかかわらず同様であるが、その水準はメインバンクを有しない企業で高いことがわかる。つまり、メインバンクの有無とは関係なく、景気が改善した2006年までは流動資産比率が高まったが、リーマン・ショック後の2008年には低下しているのだ。ただし、2008年以降になると、メインバンクを有しない企業の流動資産比率は相対的に高くなっており、メインバンクを有する企業よりも流動資産が積み上がる傾向にあったことがわかる。

一方、図6は債務比率の推移を図示している。この債務比率は、次のように計算される。

$$\text{債務比率} = (\text{長期借入金計} + \text{短期借入金計} + \text{社債計}) \div \text{資産合計}$$

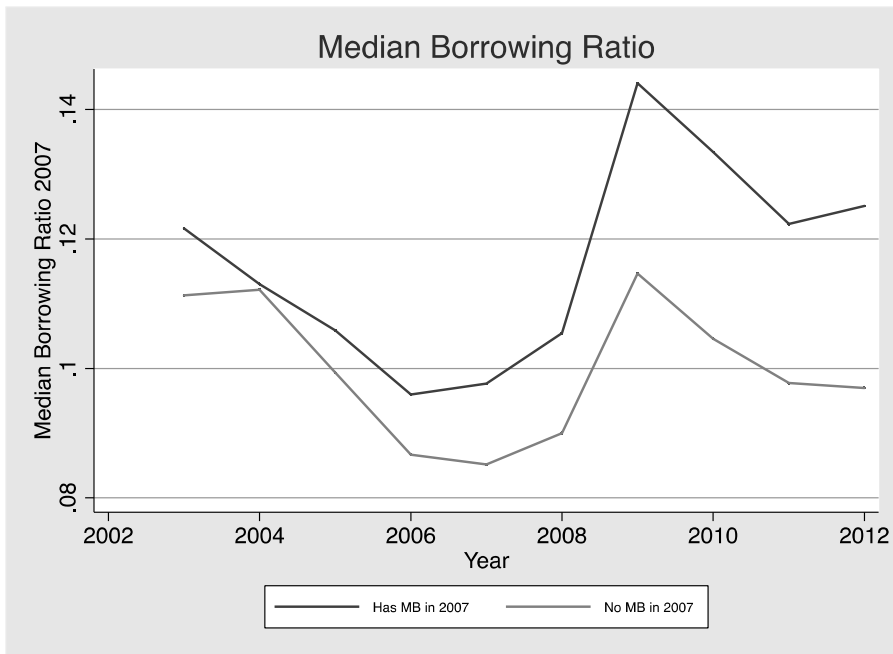
すると、債務比率の動きはメインバンクの有無による違いはあまりないが、その水準はメインバンクを有する企業で高いことがわかる。そして2008年以降は、流動資産比率とは逆に、メインバンクを有する企業の債務比率が相対的に高まっていることもわかる。

図6 債務比率の推移



⁹ 我々が計算した指標は、財務分析で通常用いられる流動比率とは定義が異なっている。我々は貸金原資として直ぐに現金化できる資産に着目しているからである。

図7 借入比率の推移



以上のことから、メインバンクを有する企業の他人資本比率が相対的に一段と高くなっていった背景としては、次の二つが考えられる。①メインバンクを有する企業の債務比率が高まっていること、その一方で②メインバンクを有しない企業の流動資産比率が高まっていること、である。このうち、①に関しては、メインバンクを有する企業だから、おそらくはメインバンクから借入れを行っていたと予想されるかもしれない。

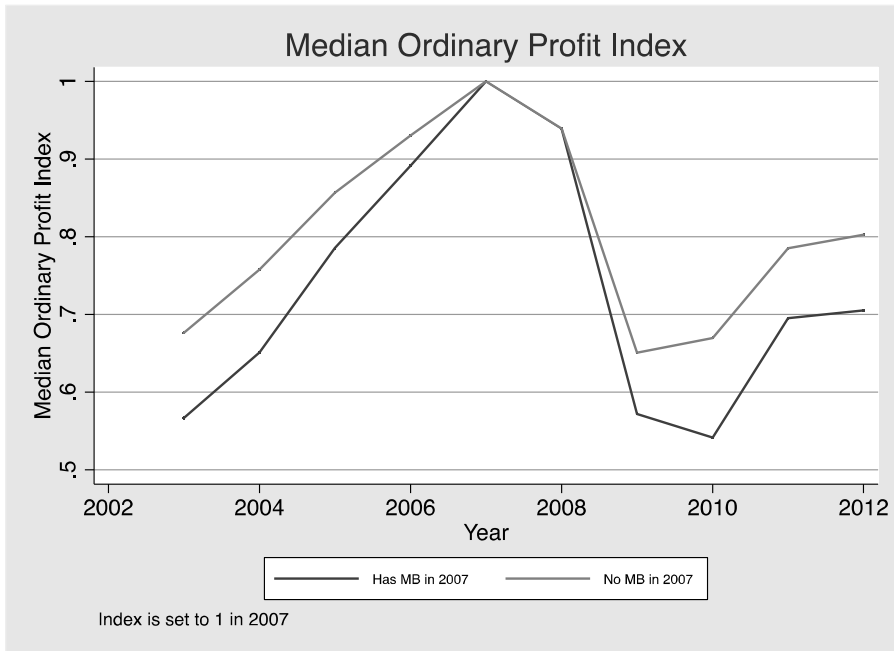
そこで、以下のように社債を除いて計算した銀行借入比率を図7に示した。

$$\text{借入比率} = (\text{長期借入金計} + \text{短期借入金計}) \div \text{資産合計}$$

すると、メインバンクの有無による銀行借入比率の違いは、2002年から2006年までについては、図6の債務比率で見られた違いほどは大きくないことがわかる。ということは、2006年までは、メインバンクを有する企業の社債による借入比率がメインバンクを有しない企業よりも高かったということになる。借入比率と債務比率の差が資産合計に占める社債比率に等しいからだ。しかし、2007年以降はメインバンクを有する企業の借入比率が高まっており、やはりメインバンクなど銀行からの借入が増加している。

では、企業の利潤はどのように推移しているだろうか。図8は経常利益の推移を見ている。この図では、2007年の経常利益を基準値1として、各年の中央値を示している。すると、2007年よりも前の時期はメインバンクを有する企業のほうが経常利益の伸びが大きく、逆に2007年以降はメインバンクを有する企業の方が経常利益の落ち込みが大きいことが分かる。2007年以降にメインバンクを有する企業の債務比率や借入比率が高まっていたが、

図8 経常利益指数の推移 (2007年=100)



それは経常利益がより落ち込んでいたことが理由かもしれない。

これに対して、図9で示される雇用量の変動は、企業利潤の変動とは異なる様相を見せる¹⁰。すなわち、メインバンクを有する企業のほうが雇用量の伸びが大きいのだ。2007年まではメインバンクの有する企業の経常損益の伸びが大きいから、この時期の雇用量の伸びが大きいことは理解できる。しかしながら、2007年以降は経常損益の伸びはメインバンクを有しない企業よりも小さいから、雇用量の伸びも相対的に鈍るはずだ。にもかかわらず、2007年以降も雇用量の伸びはメインバンクを有する企業が大きい。この点はどう理解すれば良いだろうか。

ここで、なぜメインバンクを有する企業の方が、2007年以降の期間により雇用を支えることができたのかを考えてみよう。我々の理解では、メインバンクを有する企業がバランスシートを使ったからだ。バランスシートの負債側を見ると、メインバンクを有する企業の債務比率は、メインバンクを有しない企業に比べ債務比率が高い水準にある。特に銀行からの借入金について、メインバンクを有する企業はリーマン・ショック後により多く借り入れをしている。

¹⁰ 雇用量は正規雇用と非正規雇用を分けておらず、常用雇用者数である。

図9 雇用量指数の推移（2007年=100）

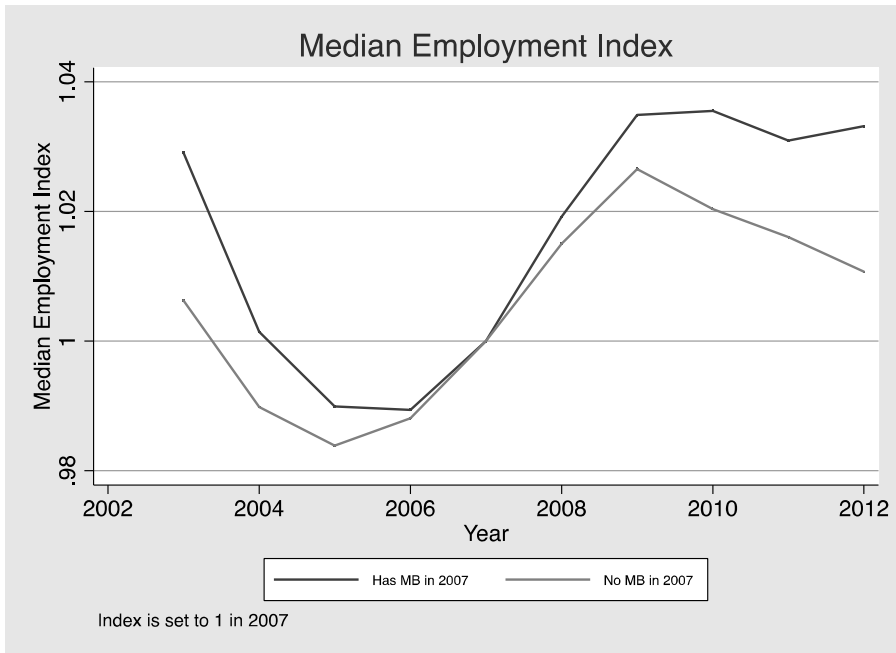
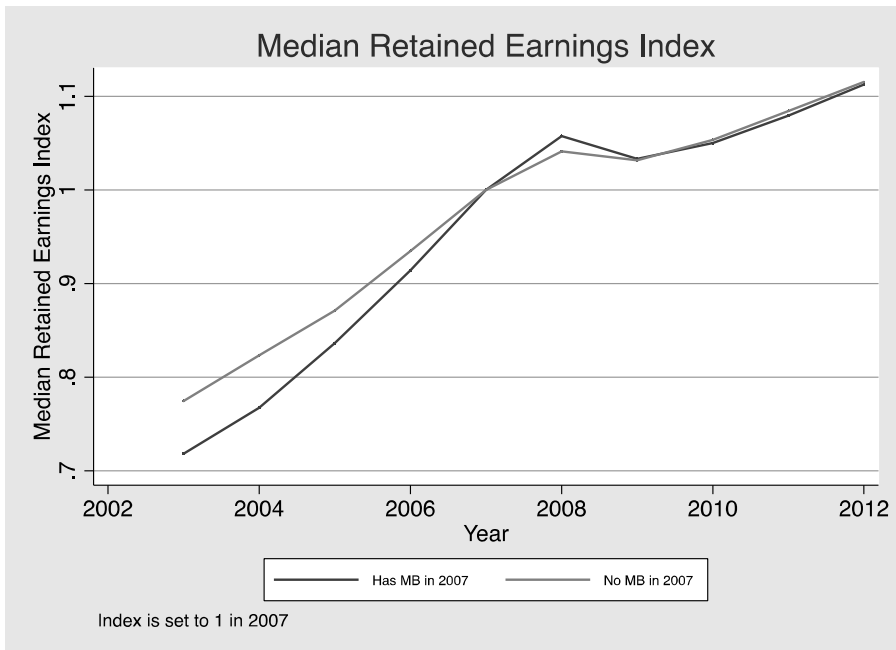


図10 内部留保指数の推移（2007年=100）



ちなみに内部留保（利益剰余金）を図10で見ると、メインバンクの有無であまり違いがない。つまり、バランスシートの資産と雇用を支える為に、メインバンクを有する企業は銀行からの借入金という資金調達方法を最も使用したようなのだ。これに対して、メインバンクを有しない企業は、銀行からの借入れもおこなうだろうが、メインバンクを有する企業ほどは借入れていない。さらに、メインバンクを有しない企業に対する金融市場の目が相対的に厳しく、リーマン・ショック後に雇用を増やすことが難しかったのかもしれない。

3.4 推定結果と考察

さらに詳細な検討を行うため、ここでは若干の推定を行い、議論したい。まず、雇用量と企業財務との関係を、以下の関係式を推定することで、検証する。

雇用量（対数）= f（売上高（対数）、借入（対数）、流動資産（対数）、過剰現金（対数）、
売上高（対数）×メインバンクダミー、借入（対数）×メインバンクダミー、流動
資産（対数）×メインバンクダミー、過剰現金（対数）×メインバンクダミー）

推定に用いたデータの期間は2003年から2012年まで、推定方法は固定効果を考慮した最小自乗法である。また、過剰現金は付録2のように推定した指標で、現実の現金保有と理想的な現金保有のギャップである。

以上の推定式で我々が注目するのは、メインバンクダミーとの交差項である。企業の資金調達などの財務状況がメインバンクの有無によって異なる可能性は高いが、もしそうならば雇用との関係にも影響すると考えられる。たとえば、メインバンクがないために雇用維持のための資金繰りが難しいと考える企業は、そうした状況に備えて現金を蓄えるかもしれないし、労務費を抑制するかもしれない。あるいは、現金を蓄えると同時に労務費も抑制するかもしれない。逆に、雇用維持のための資金繰りが比較的容易な企業は、危機に備えるための現金は必要ないかもしれない。さらに、図4から図10で見たように、リーマン・ショックの前後ではメインバンクの有無によって財務指標と雇用量が異なる動きを見せていた。リーマン・ショックというショックで雇用調整を余儀なくされる企業が多かったと考えられるが、それと財務指標はどのような関連があるかについて、企業の固定効果を考慮して推定できると我々は考えている。

では、推定した結果はどうか。表1によれば、売上高の推定された係数は統計的に有意なプラスの値が推定されており、売上高の伸びが大きい企業ほど雇用量の増加も大きいことがわかる。売上高が1%ポイント伸びると、雇用量は約0.7%ポイントほど伸びている。さらに、売上高とメインバンクの交差項の推定された結果についても統計的に有意なプラスの値が推定されており、売上高の伸びが雇用量の伸びに与える影響がメインバンクを有する企業で特に大きいことが分かる。

借入と流動資産に関しては、(1)列と(2)列の推定結果でそれぞれ異なる結果が得られている。説明変数に過剰現金を加えない(1)列では、それぞれ統計的に有意なプラスの係

表 1 雇用量に対する財務指標の影響

| 被説明変数 | 雇用量 (対数) | |
|--------------------------------------|----------------------|----------------------|
| | (1) | (2) |
| 売上高のログ | 0.713*** (0.01) | 0.688*** (0.010) |
| 借入 (長期借入金計+短期借入金計+社債計) のログ | 0.015** (0.005) | 0.014* (0.006) |
| 流動資産 (当座資産+有価証券等+投資有価証券等) のログ | 0.040*** (0.008) | 0.021 (0.012) |
| 過剰現金のログ | | -0.007 (0.015) |
| 売上高のログ×メインバンク | 0.051*** (0.012) | 0.082*** (0.013) |
| 借入 (長期借入金計+短期借入金計+社債計) のログ×メインバンク | 0.014* (0.007) | -0.016* (0.007) |
| 流動資産 (当座資産+有価証券等+投資有価証券等) のログ×メインバンク | 0.047*** (0.011) | -0.059*** (0.015) |
| 過剰現金のログ×メインバンク | | 0.083*** (0.020) |
| 定数項 | -6.840*** (0.121) | -6.281*** (0.138) |
| 年次ダミー | 有 | 有 |
| サンプル数 | 16706 | 16016 |
| F | 1277.898 | 1045.63 |

括弧内の数値は標準誤差。

表中の*は有意水準を示し、* p<0.05、** p<0.01、*** p<0.001である。

数が推定されており、借入や流動資産が伸びると雇用量が伸びるという関係があることが示されている。また、(1)列の借入と流動資産のメインバンクとの交差項についても、それぞれ統計的に有意なプラスの係数が推定されており、借入や流動資産の雇用に対する効果がメインバンクを有する企業でより大きいことが示されている。一方、過剰現金が説明変数に加えられている(2)列では、借入のみが統計的に有意なプラスの係数で、借入と流動資産のメインバンクとの交差項は統計的に有意なマイナスの係数が推定されている。つまり(2)列の結果は、借入が伸びると雇用量は伸びるが、メインバンクを有する企業では借入や流動資産が伸びると雇用量はむしろ減っていることを示唆する。

以上の結果を総合的に検討すると、次のような財務指標と雇用のメカニズムが見られる。一般に、借入が単に増えることはバランスシートを毀損させることになり、流動資産も不良債権や過剰在庫などで増えているならバランスシートは悪化している。このため、借入や流動資産が単に多くなるなら、雇用は伸びないのは当然だろう。ところが、我々の推定結果によれば、こうしたメカニズムは、メインバンクを有する企業では効いているが、メインバンクを有しない企業では効いていないようだ。この意味で、メインバンクは財務と

雇用の関係の規律付けを現在でも行っているのかもしれない。

こうした違いは過剰現金の有無によってもたらされたわけだが、その効果について見てみよう。過剰現金については統計的に有意な値が推定されていないが、メインバンクダミーとの交差項は統計的に有意なプラスの値が推定されている。したがって、メインバンクを有する企業で過剰現金が多くなると雇用量が多くなる傾向にあり、メインバンクを有しない企業では過剰現金が多くても雇用量は増えていないことがわかる。過剰現金は、運転資金や設備投資などに充てる必要のない、企業が適正な水準よりも多くの流動性を保有していることを示す指標で、企業の予備的貯蓄の代理指標になっていると考えられる。さらに、競争が激しく不確実性が高くなり企業経営のリスクも高まると、企業はいざという時のために予備的な貯蓄をする必要があると我々は考えた。そうだとすると、メインバンクを有する企業では雇用を増やすと同時に予備的貯蓄も増やしているのは、理解できる。しかし、メインバンクを有しない企業は過剰現金が増えても雇用量には影響しておらず、なぜ現金を過剰に保有しているのかを我々は説明出来ない。そもそも我々が考えていた仮説は、企業がいざという時にはメインバンクがバックアップするはずだから、予備的貯蓄の需要はメインバンクを有する企業では小さく、メインバンクを有しない企業で大きいというものだった。しかし、結果はメインバンクを有する企業ほど予備的貯蓄の需要が大きいということであり、これはメインバンクの規律付けは行われているが、メインバンクの機能が以前と比べて弱くなっている可能性を示唆しているのかもしれない¹¹。

ところで、上記の結果は産業によって異なるだろうか¹²。たとえば、製造業とサービス業とでは利用している技術が異なり、雇用に関する売上や借入の弾力性が異なる可能性が大いにある。そこで、製造業と非製造業にサンプルを分けて表1と同様の推定を行った。結果は表2の通りであるが、製造業で流動資産、借入とメインバンクとの交差項、そして過剰現金の推定された係数が、それぞれ統計的に有意ではなかったが、それ以外の説明変数の推定結果は表1と同様の傾向にある。

なお、各説明変数の推定された係数の値は非製造業に比べて製造業で小さくなる傾向にあり、雇用に対する弾力性が製造業では相対的に小さいようだ。例外は売上高とメインバンクの交差項で、製造業ではメインバンクのある企業の売上の弾力性は大きく、非製造業の売上の弾力性に近い値が推定されている。

また、過剰現金の推定された値が非製造業では統計的に有意なマイナスである点は、表1の結果と異なる。非製造業でもメインバンクを有する企業については、過剰現金とメインバンクの交差項の推定された係数が過剰現金単体の係数よりも大きなプラスの値であるから、過剰現金が多くなるほど雇用量は多くなる傾向にあるようだ。他方、非製造業でメ

¹¹ 蟻川・宮島・小川[2017]は、2000年台になってメインバンクの行動様式が変化しており、株式持合いが解消して銀行の株式投資は中立的に行われるようになったと同時に、危機時の役員派遣も少なくなっていると報告している。

¹² 推定結果は省略するが、推定に連結決算ベースを用いても、個別決算ベースを利用した表1の結果と同様であった。

表 2 雇用量に対する財務指標の影響（産業別）

| | 雇用量（対数） | |
|---------------------------------|----------------------|----------------------|
| | 製造業 | 非製造業 |
| 売上高のログ | 0.481*** (0.016) | 0.764*** (0.014) |
| 借入（長期借入金計+短期借入金計+社債計）のログ | 0.017* (0.007) | 0.015 (0.009) |
| 流動資産（当座資産+有価証券等+投資有価証券等）のログ | 0.019 (0.014) | 0.048* (0.020) |
| 過剰現金のログ | 0.016 (0.018) | -0.064** (0.024) |
| 売上高のログ×メインバンク | 0.218*** (0.018) | 0.055** (0.018) |
| 借入（長期借入金計+短期借入金計+社債計）のログ×メインバンク | -0.012 (0.008) | -0.032* (0.013) |
| 流動資産（当座資産+有価証券等+投資有価証券等）×メインバンク | -0.056** (0.017) | -0.087*** (0.026) |
| 過剰現金のログ×メインバンク | 0.061** (0.023) | 0.126*** (0.034) |
| 定数項 | -4.161*** (0.172) | -7.573*** (0.222) |
| 年次ダミー | 有 | 有 |
| サンプル数 | 9073 | 6943 |
| AR2 | 0.403 | 0.557 |

="* p<0.05

** p<0.01

インバンクを有しない企業は、過剰現金が多くなるほど雇用量は減る傾向にある。メインバンクを有しない非製造業企業で過剰現金が雇用維持につながらないことを我々の仮説で説明することは難しい。

では、一人あたり労務費に対して財務指標はどう影響しているだろうか。表 3 に結果を示す。従属変数とした一人あたり労務費は、特に賃金報酬が平均勤続年数や従業員規模によって影響を受けるので、推定式には表 1 で用いた説明変数に平均勤続年数と雇用量（対数）とが追加されている。また、表 1 と同様に企業固定効果を考慮して推定しており、推定に用いたデータの期間も 2003 年から 2012 年である。

すると、売上高と借入とメインバンクの交差項については統計的に有意なプラスの係数が推定されているが、それ以外は統計的に有意でなかったり、(1) 列と (2) 列で結果が異なっていたりする。また、(2) 列で説明変数に加えた過剰現金については統計的に有意なマイナスの値が推定されたが、過剰現金とメインバンクダミーとの交差項については統計的に有意な値が推定されていない。

表3 一人あたり労務費に対する財務指標の影響

| 被説明変数 | 一人あたり労務費（対数） | |
|------------------------------------|----------------------|----------------------|
| | (1) | (2) |
| 売上高のログ | 0.385*** (0.047) | 0.336*** (0.051) |
| 借入（長期借入金計+短期借入金計+社債計）のログ | -0.024 (0.013) | -0.021 (0.014) |
| 流動資産（当座資産+有価証券等+投資有価証券等）のログ | 0.022 (0.020) | 0.074* (0.030) |
| 過剰現金のログ | | -0.085* (0.037) |
| 売上高のログ×メインバンク | -0.105* (0.050) | -0.096 (0.054) |
| 借入（長期借入金計+短期借入金計+社債計）のログ×メインバンク | 0.061*** (0.015) | 0.059*** (0.015) |
| 流動資産（当座資産+有価証券等+投資有価証券等）のログ×メインバンク | 0.022 (0.023) | 0.032 (0.034) |
| 過剰現金のログ×メインバンク | | -0.029 (0.044) |
| 雇用量のログ | -0.668*** (0.018) | -0.664*** (0.018) |
| 平均勤続年数 | 0.010** (0.003) | 0.009** (0.003) |
| リーマンショックダミー | 0.018 (0.012) | 0.032* (0.013) |
| 定数項 | -7.387*** (0.435) | -7.689*** (0.450) |
| 年次ダミー | 有 | 有 |
| 産業ダミー | 無 | 無 |
| サンプル数 | 3284 | 3217 |
| F | 116.72 | 100.97 |

括弧内の数値は標準誤差。

表中の*は有意水準を示し、* p<0.05、** p<0.01、*** p<0.001である。

以上のような表3の推定結果を踏まえると、メインバンクの有無に関わらず、売上高が伸びると一人あたり労務費も伸びるが、過剰現金が増えると一人あたり労務費は減ることになる。過剰現金と一人あたり労務費の負の相関関係については、メインバンクの有無に関わらずに見られるので、表1や表2のように企業経営の不確実性だけで解釈するのは難しい。過剰現金と一人あたり労務費の間にどのようなメカニズムがあるのかは明らかではないが、この負の相関関係が企業の収益力が改善しても賃金が上がらず、最近の労働分配率を低下させている要因の一つと考えられる。また、メインバンクを有する企業については、借入が多いと一人あたり労務費は増えることになるが、これについても解釈するのが

容易ではない。一つの可能性は、表1で見たように借入が多くバランスシートを毀損しているメインバンクを有する企業では雇用調整が行われた可能性があり、その結果として労務費が増えているようになったのかもしれないということだ。

4. 結びにかえて

労働分配率は、複数の指標の動向をチェックしても、2000年代以降になって全ての指標で低下する傾向にある。これには、大きく二つの理由がある。一つは労働分配率の変動要因が変化したこと、もう一つは付加価値の配分そのものの変化が起きたこと、である。前者については、労働生産性の低下と一人あたり人件費の低下が2000年台前半の労働分配率低下要因であり、2000年代後半については労働生産性は回復したものの一人あたり人件費が伸びなかった点が挙げられる。また、後者については、1990年台の金融ビッグバンなどの影響で、2000年代に入って企業の配当性向が強まったことと、後半には内部留保が積み上がったことが挙げられる。

こうしたことから、我々は雇用と企業財務の関係について検討をした。その結果わかったことは次の通りである。

第一に、メインバンクを有する企業では、借入や流動資産が多くバランスシートが毀損していると雇用が伸びていないが、メインバンクを有しない企業ではこうしたメカニズムが働いていない。したがって、メインバンクを有しない企業は財務が不健全でも雇用量には影響していない。

第二に、メインバンクを有する企業で過剰現金が多くなると雇用量は多くなるが、メインバンクを有しない企業では過剰現金が多くても雇用量は増えていない。このことから、メインバンクを有する企業では雇用量が増えると予備的貯蓄が増えるが、メインバンクを有しない企業では雇用量と関係なく予備的貯蓄が増える。特に非製造業では、この傾向が強く、メインバンクを有しない企業で過剰現金が多くなると雇用量は減る傾向にある。過剰現金と雇用量の関係がメインバンクの有無で非対称となっているのは、メインバンクの規律付けがある程度は有効であることと、メインバンクが以前のように機能していないことが理由だと我々は考えている。

第三に、メインバンクの有無に関わらず、過剰現金と一人あたり労務費との間には負の相関関係がある。この背後にどのようなメカニズムがあるのかは必ずしも明らかではないが、企業が過剰に現金を保有しても労働分配率が上がらない理由の一つと考えられる。

以上の点を総合的に評価すると、リーマン・ショック以降の景気回復で企業のバランスシートは改善しており、その結果として雇用も拡大している。しかし、その結果としてメインバンクを有する企業では予備的貯蓄が増えて、その分労働分配率の低下に寄与している。また、企業の売上高が伸びて一人あたり労務費も伸びる傾向にあるが、収益が改善して企業が過剰に現金を保有しても労務費を抑制する傾向にあり、労働分配率の低下に寄与

している。こうしたことが、最近の労働分配率の低下と内部留保の増加に繋がったと現段階では考える。

ただし、本稿には残された課題も多い。まず、財務指標と雇用量や労務費とは内生性の問題があり、因果関係が必ずしも明らかではない。バランスシートが良くなったために雇用量や労務費を調整しているのか、雇用量や労務費の調整の結果としてバランスシートが良くなったのか、上の分析では明確ではない。また、たとえば過剰現金と一人あたり労務費の関係のように、そのメカニズムの解釈が出来ていない事象もある。さらに、内部留保や過剰現金は、労働分配率だけでなく、資本分配率や設備投資などにも影響することは考えられるが、これらがどのような関係になっているかについても検討する必要がある。これらの点について今後は検証していく必要がある。

参考文献

- 横川靖浩・宮島英昭・小川亮 [2017] 「メガバンク成立後の企業・銀行間関係」、『企業統治と成長戦略』（宮島英昭編）、第1章、東洋経済新報社
- 茨木裕介・井上秀行・有馬基之・中野貴比呂 [2007] 「企業の賃金決定行動の変化とその背景」、『日本労働研究雑誌』、No.560、労働政策研究・研修機構、31-40 頁
- 川本卓司・篠崎公昭 (2009) 「賃金はなぜ上がらなかったのか? -2002~07年の景気拡大期における大企業人件費の抑制要因に関する一考察-」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.09-J-5、日本銀行
- 国枝繁樹・布袋正樹 (2008)、「日本企業の配当政策と税制」、日本財政学会編『財政再建と税制改革—財政研究第4巻』、有斐閣、165-183 頁
- 野田知彦・阿部正浩 [2010] 「労働分配率、賃金低下」、『労働市場と所得分配』（「バブルデフレ期の日本経済と経済政策」内閣府経済社会研究所企画監修、樋口美雄編）、慶應義塾大学出版会
- 日本銀行 [1998] 『1997年度の金融および経済の動向』、日本銀行
- 細野薫、滝澤美帆、内本憲児、蜂須賀圭史 [2013] 「資本市場を通じた資金調達と企業行動—IPO, SEO, および社債発行の意思決定とその後の投資・研究開発」、「フィナンシャル・レビュー」平成25年第1号（通巻第112号）、財務省財務総合政策研究所
- 山本勲・黒田祥子 [2016] 『過去の賃下げ経験は賃金の伸縮性を高めるのか:企業パネルデータを用いた検証』、RIETI Discussion Paper Series 16-J-063、(独) 経済産業研究所
- Duchin, Ran. [2010] “Cash Holdings and Corporate Diversification.” *The Journal of Finance*, Vol.65, pp.955-992.
- Fama, E.F., J.D. MacBeth. [1973] “Risk, return, and equilibrium: empirical tests.” *Journal of Political Economy* 81, pp.607-36.
- Gao, J. and Y. Grinstein. [2014] “Firms’ Cash Holdings, Precautionary Motives, and Systematic Uncertainty.” Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2478349>

- Karabarounis, L. and B. Neiman. [2012] “Declining Labor Shares and The Global Rise of Corporate Saving.” NBER Working Paper 18154, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH
- [2013] “The Global Decline of The Labor Share.” NBER Working Paper 19136, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH
- Morellec, E., B. Nikolov, and F. Zucchi. [2014] “Competition, Cash Holdings, and Financing Decisions” Swiss Finance Institute Research Paper No. 13-72
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson [1999] “The determinants and implications of corporate cash holding,” Journal of Financial Economics Vol.52, pp.3-46

付録 1 基本統計量

| Variable | 2003年-2012年 | | | | | | | |
|------------|-------------|----------|--------|----------|------------|----------|-------|----------|
| | メインバンク = 0 | | | | メインバンク = 1 | | | |
| | 平均値 | 標準偏差 | 最小値 | 最大値 | 平均値 | 標準偏差 | 最小値 | 最大値 |
| 売上高 (百万円) | 69.340 | 228.132 | 0.014 | 3717.434 | 225.482 | 710.148 | 0.007 | 12291.22 |
| 雇員数 | 850.128 | 1985.205 | 0 | 38597 | 2109.746 | 5059.383 | 3 | 121525 |
| 負債 / 総資産 | 0.189 | 0.184 | 0 | 1.120477 | 0.207 | 0.183 | 0 | 1.793 |
| 借入金 / 総資産 | 0.142 | 0.147 | 0 | 0.936 | 0.146 | 0.141 | 0 | 1.793 |
| 流動資産 / 総資産 | 0.213 | 0.149 | 0.0004 | 0.892 | 0.189 | 0.129 | 0 | 0.897 |
| サンプル数 | 8532 | 8532 | 8532 | 8532 | 11733 | 11733 | 11733 | 11733 |

メインバンクの有無は2007年の時点で決まる。

付録 2 過剰現金の推定について

過剰現金は、Fama and Macbeth [1973] の方法を使って、以下のようにして得た予測値である。まずは以下の回帰式を推定する。

(当座資産 + 有価証券等 + 投資有価証券等) のログ = f (株価純資産倍率、総資産のログ、キャッシュフロー / 総資産、(正味運転資本 - 当座資産 - 有価証券等 - 投資有価証券等) / (総資産 - 当座資産 - 有価証券等 - 投資有価証券等)、設備投資 / 総資産、(長期借入金計 + 短期借入金計 + 社債計) / 総資産、シグマ、研究開発費 / 売上高、配当ダミー)

ここで、上記の「シグマ」という変数は産業別の過去 10 年間のデータを使って得た企業のキャッシュフローの標準偏差の平均である。また、「配当ダミー」は配当を支払う企業は 1 をとり支払わない企業は 0 をとるダミー変数である。

つまり、この回帰式は当該企業が理論的にはいくらの現金を持つべきなのかを推定しており、推定されたパラメーターを使って予測値を推定する。この予測値と実際の当座資産 + 有価証券等 + 投資有価証券等) のログとの差を「過剰現金」として定義している。より詳細な計算方法については Opler et. al. [1999] を参照されたい。