

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—

Relationship Between Rigidity of Employment and Corporate Financial Policy: Impact of Temporary Labor Lifting in Manufacturing Business

佐々木 寿記

1. はじめに
2. 先行研究と仮説設定
 - (1) 先行研究の紹介
 - (2) 労働者派遣の歴史
 - (3) 仮説設定
3. リサーチデザイン
4. 分析結果
5. おわりに

1. はじめに

近年の日本企業は IT 技術を中心とした急速な技術革新やグローバル競争の激化から生じるリスクだけでなく、自然災害や国際情勢といった様々なリスクに直面している。こうしたリスクに対し企業は様々なリスクマネジメントを行っているが、例えば財務政策を用いたリスク対策の例として、Bates, Kahle and Stulz (2009) は現金保有量を増やすことで万が一のキャッシュフローショックに備えていることを述べている。また、リスクが大きい企業は配当よりも金額を調整しやすい自社株買いをペイアウト手法として採用したり (Guay and Harford, 2000, Jagannathan, Stephens, and Weisbach, 2000)、いざという時に備えて負債比率を下げ、借入能力を残しておくことで将来の有望な投資機会を逃さないようにする (DeAngelo, DeAngelo, & Whited, 2011) などの対策を取っていることも先行研究から明らかになっている。

企業にリスクをもたらす要因には様々なものが存在するが、本稿では雇用の硬直性がもたらすリスクに注目する。企業は従業員を雇う際に採用活動や教育に多額のコストをかけており、特に企業特殊なスキルや高度な能力を必要とする社員ほどコストは高くなる。例えば Ghaly, Dang, and Stathopoulos (2017) は高度なスキルや知識を必要とする従業員を多く雇用する企業ほど、そういった従業員の解雇や再雇用がしづらくなることを述べている。

こうした企業では業績変動によるキャッシュフローのショックを雇用量の調整により吸収することが難しくなるため、雇用調整以外の方法でショックに対処しなければならなくなり、ペイアウト手法や現金保有量、負債比率などの財務政策が影響を受ける。

そこで本稿では我が国における製造派遣の解禁に注目し、製造業における雇用の硬直性の低下が当該企業のペイアウト手法、現金保有量、負債比率に与えた影響について検証を行う。我が国における派遣労働者に関する法律は何度か改正されているが、本稿では2004年3月改正による製造派遣の解禁に焦点を当てる。この改正に着目した理由は、この改正の影響が及ぶのが製造業に属する企業のみであり、影響を受けなかった非製造業との対照実験が可能となるためである。

もしこの改正が製造業における雇用の硬直性を低下させたなら、製造業に属する企業は業績に応じて雇いを調整することで、赤字のリスクや過少投資のリスクを軽減することが可能になり、結果としてペイアウト総額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出てくることが予想される。

本稿で得られた主な結果は以下のとおりである。まず、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におけるペイアウト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。これらの結果は雇用の硬直性の低下により製造業に属する企業が業績変動リスクに対して耐性を持ったことで起きたと推測される。

本稿の貢献として、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た研究を行うことで、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。

本稿の構成について述べる。第2節では先行研究と我が国における派遣法改正の歴史を紹介したうえで、そこから導き出される仮説を記述する。第3節では本稿で行うリサーチデザインを説明し、第4節で分析結果について触れる。第5節はまとめである。

2. 先行研究と仮説設定

(1) 先行研究の紹介

企業が直面する様々なリスクの中で、近年、注目されているリスク要因が従業員の雇用の硬直性がもたらすリスクである。前述の通り、従業員の採用活動や教育にはそれなりのコストがかかるため (Oi, 1962, Shapiro 1986)、企業は常に望んだ規模の採用や解雇を行うことができるとは限らない。また、労働組合 (Chen, Kacperczyk, & Ortiz-Molina, 2011) や労働者保護規制 (Serfling, 2016, Simintzi, Vig, and Volpin, 2015) などによっても企業の雇用調整が行いづらくなるのが先行研究で指摘されている。そして雇用の硬直性が存在する企業では、企業の業績が変動したときにキャッシュフロー不足に陥ったり、必要な投資に十分な資源を配分できなくなるなどのリスクが生じる。

リスク要因としての雇用の硬直性と企業の財務政策に注目した研究として、Ghaly et al. (2017) は高スキルな従業員が多く在籍することで採用や解雇がしづらな企業は業績変動リスクに弱く、それ以外の企業よりも多くの現金を保有することでリスクに備えていることを報告している。また、Serfling (2016) は労働者を保護する法律が施行された州では従業員の解雇コストが増大することで雇用の硬直性が高まるため、企業は負債比率を低下させることを明らかにしているほか、Simintzi et al. (2015) も国際比較により従業員保護規制を強化した国では負債比率が低下することを明らかにした。

リスク要因としての雇用がペイアウト政策に及ぼす影響に関する先行研究もいくつか存在する。例えば Chino (2016) は労働組合が存在するために雇用の硬直性が高い低収益企業ではペイアウト金額が減少することを発見し、これはリスクが高くなった企業が将来のキャッシュフロー不足などに備えて資金を企業内にため込んだ結果であるとしている。また佐々木 (2018) は雇用の柔軟性とペイアウト政策の柔軟性の相互関係に注目し、正規雇用の割合が高いために雇用が硬直的な企業では、配当よりも金額を柔軟に調整しやすい自社株買いが実施されやすいことを報告している。

(2) 労働者派遣の歴史

本稿ではこれらの先行研究から得られた知見を基に、雇用の硬直性の代理変数としての派遣労働者に注目し、特に 2004 年 3 月の労働者派遣法改正が企業の財務政策に与えた影響について検証する。

かつての日本企業では終身雇用制度と年功序列型の賃金政策が主流であった。一応、日雇い派遣や業務請負という制度は存在したものの、正式に法律で認められたわけではなく、労働者保護も十分ではなかった。しかし 80 年代以降、企業が景気に合わせて雇用を柔軟に変動させることや賃金の削減を望むようになったこと、仕事時間を自由に変えられる仕事に縛られない生き方を模索する労働者が出てきたことなどから、1986 年に労働者派遣法制定が制定され、これまでいくつもの改正が行われてきた。2007 年の改正までは派遣労働の条件を緩和する方向に改正がなされていったが、2008 年の金融危機を境に企業による派遣切りが問題となり、近年は派遣労働者の権利を守る形での規制強化が進んでいる。

労働者派遣法の主な歴史については図表 1 でまとめているが、本稿で注目するのは、2004 年 3 月改正である。この時の改正ではそれまで禁止されていた製造業務での派遣労働が解禁されている。2004 年 3 月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後述の DID 分析によって検証することができる。

図表 1 労働者派遣法の主な改正

年月	主な変更点
1986年7月	事務作業などの専門13業種（施行直後に16業務に拡大）に限定して解禁
1996年12月	対象業務が26業務に拡大
1999年12月	一部の業務（港湾運送・建築・警備・医療・土業および製造業務）を除いて原則、解禁（派遣期間は26業務は3年、その他は1年）。
2004年3月	製造業務での派遣労働が解禁（派遣期間は1年）。26業務の派遣期間は無制限、その他は3年に延長
2006年3月	一部の医療業務でも解禁
2007年3月	製造業務の派遣期間も3年に延長
2012年3月	日雇い派遣の禁止などの規制強化
2015年9月	全業務の派遣期間を3年に制限、派遣労働者の雇用安定措置の義務化などの規制強化

（出所）筆者作成。

（3）仮説設定

本稿では2004年3月の法改正による製造派遣の解禁が企業のペイアウト政策、現金保有、負債比率に与えた影響について検証を行う。

労働者派遣法の改正により製造派遣が解禁されて以降、製造業に属する企業はこれまでよりも柔軟に雇用量を調整することができるようになったはずである。業績変動が起きた際には派遣労働者の数を調整することで、キャッシュフロー不足や投資資金需要の増大にも対応することが可能となるため、企業のリスクは低下する。こうしたリスクの低下は、企業の財務政策にも影響を及ぼすと本稿では考えた。

まずは法改正による製造派遣の解禁がペイアウト政策に与えた影響について考察する。企業のペイアウト手法には大きく分けて配当と自社株買いの2つが存在するが、減配は株価に大きな負の影響をもたらすため、配当に比べて自社株買いのほうが柔軟にその金額が調整可能であることが知られている（Guay and Harford, 2000, Jagannathan et al, 2000, Brav, Graham, Harvey, and Michaely, 2005）。このため、なんらかのリスクを抱えた企業がペイアウトを実施する際には、配当よりも自社株買いを実施したほうがよいことになる。逆にリスクが低い企業の場合は、同じ1円のペイアウトなら自社株買いよりも配当のほうが株価をより高めるため、配当を選択すべきである。実際、佐々木（2018）では非正規比率が低く、雇用の硬直性が高い企業では総還元に占める自社株買いの割合が高く、両者は負の関係が見られたことが報告されている。

ゆえに、製造派遣の解禁が製造業の雇用の硬直性を低下させるなら、そういった企業では総還元に占める自社株買いの割合が低下することが予想される。

仮説 1：2004 年 3 月の派遣法改正後は製造業に属する企業の総還元にあつめる自社株買ひの割合が低下する。

次に製造派遣の解禁が企業の現金保有に与える影響について考察する。企業がなぜ現金を保有するのかについては様々な説があるが、近年、主流となっているのが将来のキャッシュフロー不足や予想外の投資機会の発生というリスクに備えて現金を保有するという予備的動機による現金保有である (Opler, Pinkowitz, Stulz, and Williamson, 1999, Almeida, Campello, and Weisbach, 2004, Bates et al. 2009)。前述の通り、雇用の硬直化した企業では業績変動に応じた解雇や採用が行いづらいため、万が一に備えて大量の現金を保有する必要が出てくると予想される。Ghaly et al. (2017) も高度なスキルや知識を要求される職種の従業員が多い企業では現金保有比率が高まることを報告している。

ゆえに、製造派遣の解禁が製造業の雇用の硬直性を低下させるなら、製造業に属する企業が保有する現金量も減少することが予想される。

仮説 2：2004 年 3 月の派遣法改正後は製造業に属する企業の現金保有量が減少する。

最後に製造派遣の解禁が企業の負債比率に与える影響について考察する。伝統的なトレードオフ理論の下では、企業は負債活用による節税効果と倒産コストのトレードオフによって負債比率を決めることが知られている (Kraus and Litzenberger, 1973)。もし企業の雇用の硬直性が高い場合は、業績悪化時にリストラが行いづらいため、倒産コストが相対的に高くなり、最適な負債比率も低下すると予想される。一方、硬直性が低い場合は、倒産コストも相対的に低下するため、負債による節税効果の恩恵をフルに活用するために負債比率が上昇すると予想される。

以上のことから、以下の仮説が導き出される。

仮説 3：2004 年 3 月の派遣法改正後は製造業に属する企業の負債比率が上昇する。

3. リサーチデザイン

本稿では 2004 年 3 月の労働派遣法改正による製造派遣の解禁に焦点を当てているため、分析対象企業は 2001 年 1 月～2006 年 12 月までの期間に継続的に必要なデータが取得できた東証 1 部上場企業 (銀行、証券、保険、その他金融は除く) となっている。ただし、企業の業績変動リスクに関するデータのみは 1997 年 1 月から取得している。最終的な分析期間は変数作成の都合上、2002 年 1 月～2006 年 12 月までとなった。分析に必要なデータは、財務データは日経 NEEDS Financial QUEST から、非正規雇用に関するデータは設備投資研究所の会社概況データから入手している⁽¹⁾。

次に本稿の分析で使用する変数について説明する。1 つめの従属変数には非正規従業員数を非正規を含んだ全従業員数で割った非正規比率を用いている。この

変数は2004年3月の派遣法改正が実際に製造業の雇用の硬直性を低下させたのかを確認するために用いた。2つめの従属変数にはペイアウト手法の選択状況を示す変数として自社株買い額を総還元額で割った自社株買い比率を用いる。なお、自社株買い額については自己株式の取得による支出から自己株式の処分による収入を差し引いた純額を用いている。また自社株買い金額がマイナスとなった場合の自社株買い比率は0と置き換えている。3つめと4つめの従属変数は現預金を総資産で割った現金比率と有利子負債を自己資本で割った負債比率である。派遣法改正により製造派遣が解禁された後は、製造業での非正規比率が高まり、雇用の硬直性が低下する一方で、企業の負債比率は上昇し、自社株買い比率と現金比率は低下することが予想される。

コントロール変数には Ghaly et al. (2017) や佐々木 (2018) といった先行研究を参考に収益性 (ROA) や成長性 (総資産成長率)、規模 (総資産の自然対数)、企業のキャッシュフロー (CF)、正味運転資本 (NWC) といった変数を加えている。変数の一覧と詳細な定義は図表2を参照されたい。なお分析にあたって各変数の上下1%を異常値として置き換えている。

本稿で注目した2004年3月の派遣法改正は製造業に属する企業にのみ影響すると考えられるため、トリートメント群としては製造業を、マッチング群としては非製造業を対象とし、現金比率や負債比率、自社株買い比率といった財務政策が派遣法改正前後でどのように変化し、その変化が2つのグループで優位に異なるのか否かを DID (Difference-in-Difference) 分析を用いて検証する。なお、近年のファイナンス研究では企業の様々な財務指標が互いに影響しあうという内生性の問題をいかにクリアするかが重要視されており、その解決法の1つとしてよく用いられているのがこの DID 分析である。

本稿で用いる回帰式は以下のとおりである。

$$\begin{aligned} \text{従属変数}_{i,g,t} = & \alpha * \text{派遣法改正ダミー}_{g,t} + \beta * \text{コントロール変数}_{i,g,t} \\ & + \text{年次ダミー} + \text{企業固定効果}_i + \varepsilon_{i,g,t} \end{aligned}$$

この式において i, g, t はそれぞれ、企業、業種 (製造業 or 非製造業)、年次を意味する。派遣法改正ダミーは2004年4月以降かつ日経業種大分類が製造業である企業は1、それ以外は0を取るダミー変数であり、この値が有意となるか否かに注目する。 ε は企業レベルの誤差項の自己相関を調整した標準誤差である。

分析の順番としては、まず製造派遣の解禁が実際に製造企業での非正規比率を高め、雇用の硬直性を低下させたのかを確認したうえで、仮説1から仮説3の検証を行うこととする。

図表 2 基本統計量

変数名	サンプル	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
非正規比率	11,328	14.48	2.60	21.96	0.00	91.92
自社株買い比率	14,223	14.99	0.00	27.99	0.00	100.00
現金比率	14,223	13.77	10.96	10.74	1.03	69.68
負債比率	14,172	105.64	46.65	172.30	0.00	1079.08
ROE	14,185	1.67	4.24	19.60	-164.62	34.53
売上高成長率	11,846	3.71	2.00	15.18	-43.00	103.00
Ln (総資産)	14,223	10.65	10.45	1.50	6.99	15.05
PBR	14,185	1.41	0.98	1.49	0.23	12.58
業績変動リスク	13,012	0.06	0.04	0.07	0.00	0.52
総還元/自己資本	14,185	1.85	1.42	2.06	0.00	15.32
Ln (総従業員数)	11,328	6.75	6.68	1.29	1.10	11.71
CF	14,211	5.05	5.12	5.79	-25.09	24.97
NWC	14,212	1.60	2.27	17.06	-44.77	46.68
CAPEX	14,223	3.69	2.63	3.76	0.00	21.78
RD	14,223	1.28	0.43	1.91	0.00	11.11
時価簿価比率	14,185	1.15	0.99	0.64	0.47	6.07
有配ダミー	14,223	0.85	1.00	0.35	0.00	1.00

注：この図表は全サンプルの基本統計量を示した図表である。非正規比率は（臨時従業員・嘱託・受入出向者等＋期末従業員数に含まれない臨時従業員・嘱託等）÷（期末従業員数＋期末従業員数に含まれない臨時従業員・嘱託等）で計算している。自社株買い比率は自社株買い純額÷（配当総額＋自社株買い純額）である。その他の変数は、現金比率＝現預金÷総資産（%）、負債比率＝有利子負債÷自己資本（%）、ROE＝当期利益÷自己資本（%）、売上高成長率＝（当期売上高－前期売上高）÷前期売上高（%）、Ln（総資産）＝総資産の自然対数、PBR＝時価総額÷自己資本、業績変動リスク＝過去5年間の営業利益÷時価総額の標準偏差、総還元/自己資本＝（配当総額＋自社株買い純額）÷自己資本（%）、Ln（平均総従業員数）＝（平均正規従業員数＋平均臨時従業員数）の自然対数、CF＝営業活動によるキャッシュフロー÷総資産（%）、NWC＝正味運転資本÷総資産（%）、CAPEX＝設備投資額÷総資産（%）、RD＝研究開発費÷総資産（%）、時価簿価比率＝（時価総額＋総資産－自己資本）÷総資産、有配ダミー＝その期に配当を実施していれば1、していなければ0を取るダミー変数である。

4. 分析結果

図表3の(1)列では、まず2004年3月の製造派遣解禁が製造業における雇用の硬直性を低下させたのか否かをDID分析により検証している。なお、非正規比率と自社株買い比率の間には負の関係が存在することが佐々木(2018)で報告されているため、自社株買い比率もコントロール変数に加えている。

(1)列において、派遣法改正ダミーは非正規比率に対して有意に正の値を取っており、派遣法改正前後の製造業における非正規比率の変化は、同時期の非製造業における非正規比率の変化よりも有意に大きかったことが確認された。これは2004年3月の製造派遣解禁が製造業における雇用の硬直性を低下させたことを

示している。

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

	(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)
ROE	0.001 (0.309)	-0.064*** (-3.611)	0.001 (0.378)	-0.065*** (-3.640)
売上高成長率	-0.001 (-0.277)	-0.027 (-1.292)	-0.001 (-0.113)	-0.030 (-1.417)
負債比率	0.000 (0.549)	0.016*** (4.071)	0.001 (0.570)	0.016*** (4.060)
Ln(総資産)	-0.469 (-1.021)	-11.887*** (-5.696)	-0.485 (-1.054)	-11.815*** (-5.660)
現金比率	-0.002 (-0.116)	0.028 (0.413)	-0.001 (-0.096)	0.025 (0.365)
PBR	0.047 (0.609)	-0.596* (-1.698)	0.050 (0.645)	-0.600* (-1.709)
業績変動リスク	-3.800 (-1.623)	60.742*** (5.711)	-3.883* (-1.657)	60.479*** (5.683)
総還元÷自己資本	0.084** (2.080)	7.971*** (50.495)	0.084** (2.083)	7.969*** (50.487)
Ln(総従業員数)	3.431*** (18.848)	-0.124 (-0.147)	3.422*** (18.789)	-0.100 (-0.117)
自社株買い比率	-0.002 (-0.834)		-0.002 (-0.819)	
非正規比率		-0.045 (-0.834)		-0.044 (-0.819)
定数項	-2.965 (-0.581)	127.658*** (5.513)	-2.535 (-0.497)	125.825*** (5.429)
サンプル数	8,949	8,949	8,949	8,949
Within R2	0.082	0.296	0.083	0.296
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes

注：この図表は2004年3月の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をDID分析で検証したものである。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。

しかしDID分析を行うに際し、満たさなければならない重要な前提として、平行トレンド仮定がある。もしも製造業の非正規比率が何らかの理由で派遣法改正

前から非製造業に比べて上昇傾向にあったとすれば、コントロール群がトリートメント群の反事実（もし仮に派遣法改正がされなかった場合の推移）として適切とは言えなくなる。そこで本稿では Bertrand and Mullainathan (2004) や Serfling (2016)、千野 (2016) を参考に派遣法改正前の両業種のトレンドを比較することにする。具体的には、2002年、2003年、2004年1月～3月までの各期間に1を取る年次ダミー変数と製造業ダミー（製造業であれば1を、非製造業は0を取る）を掛けた変数（製造業*年次ダミー）を作成し、派遣法改正ダミーの代わりに回帰式に組み込んだ。もしこれらのダミー変数が有意に正の値を取っていた場合は、派遣法改正ダミーは法改正以前の要因を反映していた可能性を排除できなくなる。

(3)列が非正規比率における平行トレンド仮定の検証結果であるが、製造業*年次ダミーが有意に正の値を取ることはなく、少なくとも法改正前から製造業の非正規比率が非製造業に比べて低下傾向にあるということは確認されなかった。

派遣法改正によって製造業における雇用の硬直性が低下したことを確認したうえで、次は仮説1の雇用の硬直性と自社株買い比率との関係について検証する²⁾。図表3の(2)列を見ると、派遣法改正ダミーは自社株買い比率に対して有意に負の値を取っている。これは派遣法改正前後に製造業の自社株買い比率が、非製造業に比べて大きく減少したことを示しており、製造派遣の解禁が製造業の雇用の硬直性を低下させたことで、製造業に属する企業が自社株買いの割合を下げたという仮説1の予想と一致する結果であるといえる。

次に自社株買い比率についても平行トレンド仮定が成り立つか否かを先程と同様の手法で検証したのが、図表3の(4)列である。製造業における自社株買い比率が何らかの理由で派遣法改正前から非製造業に比べて低下傾向にあったとすれば問題であったが、有意に負の値を取る期間はなかった。

次に図表4では派遣法改正が製造業の現金比率と負債比率に与えた影響を検証している。分析に用いたコントロール変数は Ghaly et al. (2017) を参考にしている。

(1)列と(2)列の結果を見ると、派遣法改正ダミーは現金比率に対しては有意に負の値を、負債比率に対しては有意に正の値を取っている。これらは、派遣法改正後に製造業の現金比率（負債比率）は、非製造業と比較して有意に低下（上昇）したことを示しており、仮説2,3と一致する結果であるといえる。

また、平行トレンド仮定が成り立っているのか否かの検証を(3)列と(4)列で行っているが、いずれのダミーも非有意の値を取っており、平行トレンド仮定が成り立つことも確認されている。

図表 4 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

	(1)	(2)	(3)	(4)
	現金比率	負債比率	現金比率	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)
現金比率		-1.395*** (-6.483)		-1.406*** (-6.533)
CF	0.200*** (21.996)	-2.221*** (-11.902)	0.200*** (21.870)	-2.220*** (-11.862)
NWC	-0.212*** (-28.445)	-3.940*** (-26.107)	-0.212*** (-28.453)	-3.941*** (-26.103)
CAPEX	-0.200*** (-11.607)	-1.775*** (-5.093)	-0.201*** (-11.661)	-1.753*** (-5.026)
RD	0.056 (0.607)	2.435 (1.315)	0.043 (0.465)	2.626 (1.418)
負債比率	-0.003*** (-6.483)		-0.003*** (-6.533)	
時価簿価比率	0.763*** (5.277)	8.615*** (2.962)	0.750*** (5.185)	8.851*** (3.045)
Ln(総資産)	-0.329 (-1.149)	80.726*** (14.206)	-0.352 (-1.231)	81.173*** (14.291)
業績変動リスク	-4.628*** (-3.231)	149.224*** (5.190)	-4.651*** (-3.244)	149.150*** (5.183)
有配ダミー	0.347* (1.802)	-87.604*** (-23.335)	0.330* (1.714)	-87.363*** (-23.272)
非正規比率	0.000 (0.045)	0.158 (1.007)	0.001 (0.082)	0.155 (0.990)
自社株買い比率	-0.001 (-0.818)	-0.087*** (-2.695)	-0.001 (-0.843)	-0.087*** (-2.689)
定数項	15.828*** (4.934)	-719.552*** (-11.232)	15.916*** (4.959)	-721.505*** (-11.258)
サンプル数	10,582	10,582	10,582	10,582
Within R2	0.170	0.272	0.170	0.272
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes

注：この図表は2004年3月の派遣法改正が現金比率と負債比率に与えた影響をDID分析で検証したものである。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。

5. おわりに

本稿では、2004年3月の労働者派遣法改正による製造派遣の解禁に焦点を当

てること、雇用の硬直性が企業の財務政策に与える影響を検証した。企業の財務政策は様々な要因によって影響を受けることが知られており、法改正という外的要因に着目したことで内生性や逆の因果関係の問題をクリアすることを試みている。

検証の結果、法改正による製造派遣の解禁後は製造業に属する企業のペイアウト総額に占める自社株買いの割合が、非製造業に比べ有意に低下していた。これは製造業における雇用の硬直性の低下が製造業に属する企業のリスクを低下させたことで、株価上昇効果は高いものの金額が変化させづらいためにリスクが高い時には実施しづらい配当を企業が選択できるようになったことを示唆している。

また、製造派遣の解禁は製造業に属する企業の現金保有量を有意に低下させる一方で、負債比率を高めていたことも分かった。これらの結果は雇用の硬直性が低下することでリスクが低下した企業は、予備的動機による現金保有の必要がなくなるとともに、倒産コストが低下し、負債による節税効果の恩恵をより受けることができるようになったことを示唆している。これらの結果は派遣労働の解禁が雇用の硬直性を低下させ、企業の財務政策にも影響を与えることを示す貴重な証拠であるといえる。

これまでの雇用の硬直性に注目した研究では労働組合や労働者保護規制からくる雇用の硬直性に注目した研究が多く、派遣労働者に関する研究は少なかった。また、法改正という外的要因に着目したことで内生性や逆の因果関係の問題をクリアしており、本稿で得られた結論は企業のリスク管理に関する研究に新たな貢献をもたらすものであると考える。

最後に本稿で残された課題について述べる。本稿では DID 分析を実施する際に製造業に属する企業をトリートメント群、非製造業に属する企業をマッチング群とする単純なグループ分けを行っているが、本来であればトリートメント群とマッチング企業群とでは企業特性ができるだけ近い状態であることが望ましい。本稿では企業個別の特性を回帰式に含めることである程度コントロールはしているが、より確実な検証のためには傾向スコアマッチングにより、マッチング群を抽出することが望ましい。

【注】

- (1) 本来であれば非正規雇用の中でも派遣労働者に絞った分析をすべきであるが、データの制約上、非正規雇用データを用いることにする。
- (2) 検証の際には Bonaimé et al. (2014) や佐々木 (2018) を参考に、(1)列とは逆に非正規比率と自社株買い比率を入れ替えている。

【参考文献】

- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.

- Bertrand, M., Duflo, E., & Mullainathan, S. (2004). How much should we trust differences-in-differences estimates? *The Quarterly Journal of Economics*, 119(1), 249-275.
- Bonaimé, A. A., Hankins, K. W., & Harford, J. (2013). Financial flexibility, risk management, and payout choice. *Review of Financial Studies*, 27(4), 1074-1101.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.
- Chen, H. J., Kacperczyk, M., & Ortiz-Molina, H. (2011). Labor unions, operating flexibility, and the cost of equity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(1), 25-58.
- Chino, A. (2016). Do labor unions affect firm payout policy?: Operating leverage and rent extraction effects. *Journal of Corporate Finance*, 41, 156-178.
- 千野厚. (2016). 「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」『ワーキングペーパー』, 1-24.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Whited, T. M. (2011). Capital structure dynamics and transitory debt. *Journal of Financial Economics*, 99(2), 235-261.
- Ghaly, M., Dang, V. A., & Stathopoulos, K. (2015). Cash holdings and employee welfare. *Journal of Corporate Finance*, 33, 53-70.
- Guay, W., & Harford, J. (2000). The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57(3), 385-415.
- Jagannathan, M., Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57(3), 355-384.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state - preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Oi, W. Y. (1962). Labor as a quasi-fixed factor. *Journal of Political Economy*, 70(6), 538-555.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.
- 佐々木寿記. (2018). 「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』91, 37-48.
- Serfling, M. (2016). Firing costs and capital structure decisions. *Journal of Finance*, 71(5), 2239-2286.
- Shapiro, M. D. (1986). The dynamic demand for capital and labor. *Quarterly Journal of Economics*, 101(3), 513-542.
- Simintzi, E., Vig, V., & Volpin, P. (2015). Labor protection and leverage. *Review of Financial Studies*, 28(2), 561-591.

(2018年9月9日受理)