

『証券経済学会年報』第50号別冊  
第83回春季全国大会  
学会報告論文

「外国人株主の増大が雇用と配当に及ぼす影響」

## 「外国人株主の増大が雇用と配当に及ぼす影響」

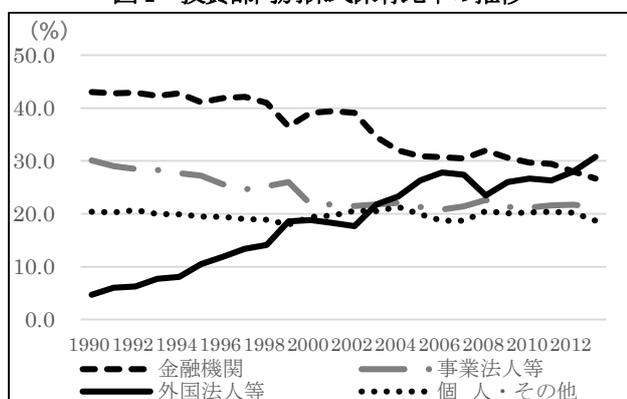
壺内 慎二

金沢星稷大学

### 1. はじめに

日本の株式市場では1990年代、2000年代を通じて外国人株主の株式保有が増加している。図1「投資部門別株式保有比率の推移」は東京証券取引所発表の投資部門別保有比率を表したものである。1990年度、外国人株主の保有比率は6%であったが、この20年間一貫して保有比率を伸ばし、2013年には30.8%に達している。一方、日本企業による株式保有は低下している。1990年度、金融機関及び事業法人の保有比率は両者合わせて73.1%（金融機関43%、事業法人30.1%）であったが、この20年間で48%（金融機関26.7%、事業法人21.3%）まで減少している。

図1 投資部門別株式保有比率の推移



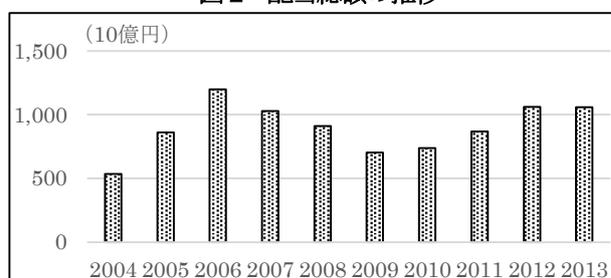
(出所) 東京証券取引所「投資部門別株式保有比率の推移」より作成。

このような外国人投資家の増加、日本の金融機関や事業法人の保有比率の低下に伴って、以前よりも株主重視の経営に変わりつつある。その一つが配当である。図2「配当総額の推移」は資本金10億円以上の企業について2004年度から2013年度の配当の推移を示している<sup>1)</sup>。2004年には約5兆円であったが、2006年に約12兆円まで増加している。2008年にはリーマンショックの影響を受けたとはいえ、約9兆円あり、2009年の7兆円から

2013年の11兆円まで一貫して増加している。

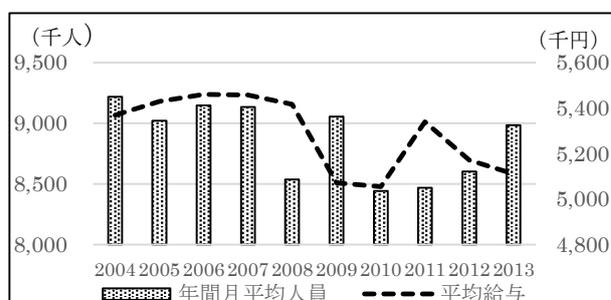
一方、企業の雇用状況も変化している。1997年の銀行危機以降、日本企業の雇用調整が進んだ。1998年以前と以後それぞれ10年間の雇用調整速度の変化率を比較した研究によると、1997年以前、全産業で4.05%だったが1998年以降では6.41%と2.36ポイント上昇している<sup>2)</sup>。この数値の上昇は雇用調整が加速していることを示している。図3は「雇用と給与」の推移を現した図である。雇用を年間月平均人員で見れば、2008年度までは減少傾向にある。2010年度から2013年度までは雇用が増加しているが、2004年度の水準には達していない（2004年度の約920万人に対して2010年度は約840万人、2013年度は約900万人）。

図2 配当総額の推移



(出所) 財務相「法人企業統計」より作成。

図3 雇用と給与



(出所) 国税庁「民間給与実態統計調査」より作成。

(注) 資本金10億円以上の企業が対象。

しかし、このような配当の増加、雇用の減少が企業に一律に生じたわけではない。外国人株主の増加にも関わらず、雇用調整速度の遅い企業も存在している。特に製造業企業では内部留保金の大きさ、企業特殊能力（熟練技能）の重要性から雇用調整速度が低下する可能性が報告されている<sup>3)</sup>。図3では平均給与の推移も示している。伝統的な日本の雇用においては不況に陥った時、給与の削減等で雇用調整を回避することが知られている。たとえば図3では2008年には雇用が減少する一方で給与が減少していないことが見て取れる。ところが、2009年以降はそのような関係がなくなっているように見受けられる。

そこで本稿では企業がある特殊な状況に陥ったとき、つまり経常利益が赤字になったとき、経営者は株主の利益を優先するのか、雇用を守るのか、それとも、株主の利益を重視しながらも雇用を守り、給与の削減で対処するのか、そしてそれらの判断は外国人投資家の大きさに影響されるのかを明らかにしたい。

## 2. 先行研究

1990年代の長期不況、金融機関の株式所有比率の低下と外国人株主の株式所有比率の上昇に伴い「会社は誰のために経営されるべきか」といった経営者に対する規律付けの観点から、これまで多くの議論がなされてきた<sup>3)</sup>。このようなコーポレート・ガバナンスの議論では従業員の利益を重視すべきであるといった従業員利益最大化論、株主の利益を重視すべきである株主利益最大化論に大別される<sup>4)</sup>。従業員の利益を重視した経営では配当やキャピタルゲインなどの株主の利益よりも従業員の雇用や給与の安定を重視し、株主を重視した経営では従業員の雇用や給与の安定よりも配当やキャピタルゲインを重視することとなる。一般的に、日本の企業は銀行を中心とした株式持合いによって株主の発言力が抑えられ、株主の利益を軽視し従業員の利益を優先してきたと認識されてきた。しかし、株式持合いの解消、外国人や個人投資家の増加に伴って株主の利益を重視すべきといった株主の利益重視の経営が求められている。株主重視の経営であれば、効率の低い資産、生産性の低い従業員はリストラの対象となるべきといった考え方が強くなる。このようなコーポレート・ガバナンス論と1990年代からの外国人株主の増加とを考え合わせれば、外国人株主が増えることによって日本のコーポレート・ガバナンスが従業員の利益重視から株主の利益重視へと変化し、株価や配当を

より重視すると同時に、経営効率化のために従業員の雇用が不安定化する可能性が高まる。実際、日本企業について外国人株主の増加で株主の利益が重視され、雇用調整が柔軟に行われるようになったことを指摘する研究もある<sup>5)</sup>。

ところが日本のガバナンスの議論において、Aoki (1994) は、あるタイプのガバナンスとそのガバナンスに整合的な雇用制度があることを考慮すべきであると指摘する。Jackson and Miyajima (2007) や宮島 (2009) はメインバンクと雇用制度との間の補完性など、一部の制度間の補完性が必ずしも固定的でないことや、各サブシステム間で同時に変化していることを指摘しつつ、雇用システムの面では、基本的な変化ではなくシステムの修正が行われたことを株式所有構造、雇用システムデータ、企業のパフォーマンスデータを用いたクラスター分析から明らかにしている。そして、今日の日本経済において支配的な地位にある企業は、市場ベースの金融と暗黙の関係ベースの内部組織（長期雇用）が結合したハイブリッド構造を持つとする<sup>6)</sup>。日本企業を対象とした分析結果から、このハイブリッド構造を持つ企業では金融機関のガバナンス低下にもかかわらず、長期雇用制度が維持されており、雇用調整速度は上昇していないと結論している。

株主の利益重視か従業員の利益重視かについて配当と雇用との関連を同時に扱った研究として、久保 (2011) と佐々木・花枝 (2012) がある。久保は外国人株主の増加、取締役改革が配当政策と雇用調整に与える影響に焦点を当てている。1996年から2008年に3期連続経常赤字企業143社を対象に、企業が危機に陥ったとき配当を削減するのか、雇手を削減するのかを分析した結果、外国人持ち株比率が高く、取締役改革を行った企業では株主の利益を重視する傾向にあることを明らかにしている。佐々木・花枝 (2012) は1999年から2011年に3期連続経常赤字企業1,379社を対象に、配当政策と雇用政策に従業員の賃金を加え三者の関係を同時に検証している。佐々木・花枝は配当と雇用に正の相関を、雇用と賃金の間に負の相関を見出し、企業が危機的な状況に陥った場合、配当と賃金を削減し、雇手を維持しようとする「損失の共有」が行われていると報告している<sup>7)</sup>。これは株主と従業員の共存関係を示唆する結果であり、宮島が指摘するハイブリッド型の経営であると考えられるが、外国人持株比率が高い企業の場合、この関係が弱まること、すなわち、配当の削減よりも雇用や賃金の削減を優先することを示唆している。

次節では、外国人投資家の増大に伴ってガバナンスが株主重視になっているのか、特に損失を発生させた企業が配当削減を優先（株主重視）するのか、雇用削減を優先（従業員重視）するのか、それとも「損失の共有」が見られるのかを確かめる。分析の際、佐々木・花枝と同様に配当、賃金、雇用との関係を見るが、久保や佐々木・花枝の回帰分析とは異なり、企業の特徴をより詳細に把握するため、経営学的なアプローチを用いて分析する。

### 3. 分析

本節の目的は第一に二期連続赤字企業の配当と雇用、平均給与の変化を概観し、それらの変化が外国人株主の増大に影響を受けているかどうかを検証することである。そして第二に外国人株主が増えても株主の利益優先になりすぎず、佐々木・花枝で指摘される「損失の共有」を図っているかどうかを検証することである。

#### (1) データについて

サンプルとして取り上げる企業は 2004 年度から 2011 年度に二期連続経常赤字（単体）を計上した東京証券取引所一部上場企業のうち金融機関を除く 49 社である。これらの財務データについては日経バリューサーチの財務データから得た。サンプル企業について、赤字 2 期を含む 5 期について配当、雇用、平均給与の関係をグラフで示す。その際、赤字初年度の 1 期前を t-1、赤字初年度を t、二期目の赤字を t+1 と表す。二期連続赤字後 2 期分 (t+3) まで対象とするのは、雇用調整にタイムラグが存在するためである。企業は生産が減少してもすぐには雇用を減少させず、増加させる場合でもすぐに雇用を増加させないため、生産変動に一定のタイムラグが存在することが知られている<sup>8)</sup>。

各ケースについては配当の推移を一株当たり配当（累積）で、雇用の推移を単独従業員数で、給与を単独平均年間給与で表している。次に、サンプル企業全体の傾向を見るために変化率をとった。配当については配当総額で算出している。また、前期無配であった企業が復配した場合、計算上変化率は 100%とした<sup>9)</sup>。また、給与は一人当たり平均給与に期末の従業員数を乗じた数値を用いた。各変化率は以下のとおりである。

$$\text{配当の変化率 (\%)} = (\text{今期の配当総額} - \text{前期の配当総額}) / \text{前期の配当総額}$$

$$\text{雇用の変化率 (\%)} = (\text{今期末従業員数} - \text{前期末従業員数}) / \text{前期末従業員数}$$

$$\text{給与の変化率 (\%)} = (\text{今期の給与総額} - \text{前期の給与総額}) / \text{前期の給与総額}$$

まず、株主と従業員のどちらかの利益を優先するのかについてサンプル全体の傾向を概観する。表 1「配当・雇用・給与の変化」はサンプル企業について二期連続赤字 1 期前から 5 年分の配当、雇用、給与の変化を変化率で表したものである。配当について赤字 1 期目 (t) にマイナス 2.5、2 期目 (t+1) に 45.3%のマイナスであった<sup>10)</sup>。雇用についても赤字 1 期目よりも赤字 2 期目のほうが変化率は大きい(それぞれマイナス 0.3%、マイナス 1.7%)。給与については 1 期目に 2.8%のマイナス、2 期目に 9.4%のマイナスとなっている。

このように変化率で見ると、配当の増減率 > 給与の削減率 > 雇用の削減率となり、企業が損失を発生させた場合、雇用を削減するよりも、まず配当と給与を削減していることがみてとれる。全体の傾向として、佐々木・花枝 (2012) が指摘するような株主と従業員が損失の共有を図っていることが示唆される。

表 1 配当・雇用・給与の変化 (%)

年度	配当変化率	従業員数変化率	給与変化率
t-1	5.0	2.3	1.5
t	-2.5	-0.3	-2.8
t+1	-45.3	-1.7	-9.4
t+2	-4.8	-0.4	0.2
t+3	11.3	-2.6	2.5

(出所) 日経バリューサーチより作成。

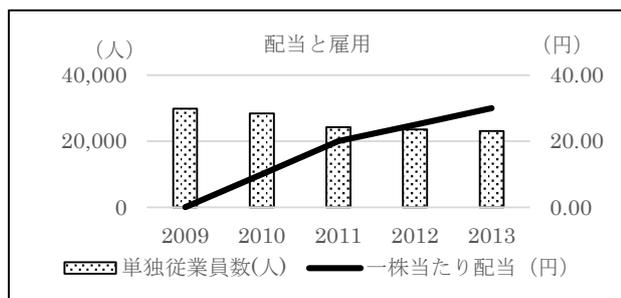
(注) 塗りつぶしは赤字年度。

#### (2) ケース

次に、個別企業のケースを取り上げる。まず、経常赤字にも関わらず配当を下げず（あるいは無配にせず）、従業員の雇用、給与を下げるケースである。このような企業は株主の利益を優先する企業として分類できる。たとえば、図 4 ケース 1（日産自動車）がこのケースにあたる。日産自動車は 2010 年、2011 年に経常赤字であった。しかし、一株あたりの配当を 2010 年（赤字 1 期目）に 10 円、2011 年（赤字 2 期目）に 20 円と増加させている。雇用について赤字 1 期目は 29,878 人から 28,403（マイナス 5%）へ、赤字 2 期目に 24,240 人（前年比マイナス 15%）へと雇用を減少させている。給与では平均給与は

下げているが、給与総額は赤字1期目に4%増加しているが、赤字2期目にマイナス15%であった。また、外国人株主の比率は5年平均で70%を超えている。このケースから外国人株主の比率が高ければ、株主優先の経営であることが示唆される。

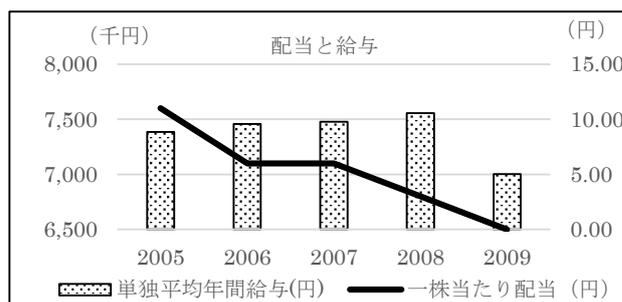
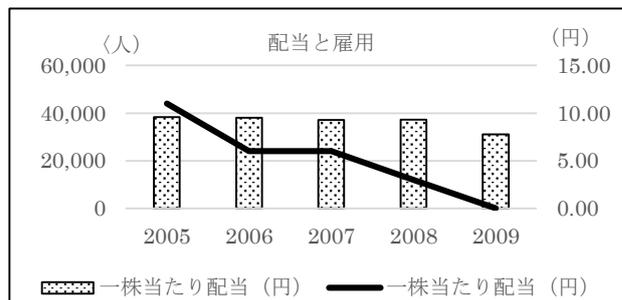
図4 ケース（日産自動車）



(出所) 日経バリュースーチより作成。

第二は配当を下げ、従業員の雇用、給与を確保する従業員の利益を優先したケースである。図5「ケース（日立製作所）」がこのケースの典型となる。日立製作所は2006年、2007年に経常赤字であった。そのため、一株当たり配当を赤字1期目では11円から6円に減配（総額変化率で前年比22%のマイナス）、2赤字2期目は6円（前年比29%のマイナス）としたが、その後も減配し続けた。しかし雇用は赤字1期目に38,000人から37,143人（前年比マイナス1%）、2期目に37,143人（前年比マイナス2%）、給与総額は赤字1期目には前年比0%、2期目にも前年比マイナス2%と変化はわずかであった。外国人株主の比率は5年平均で約40%であった。

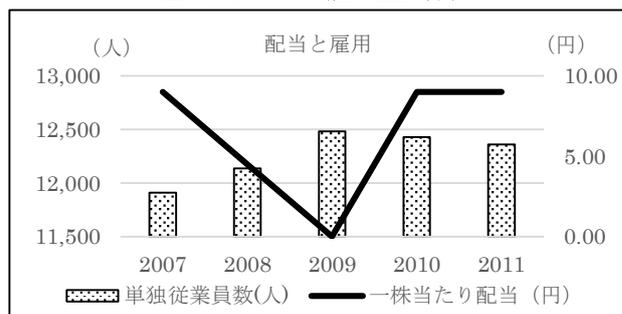
図5 ケース（日立製作所）

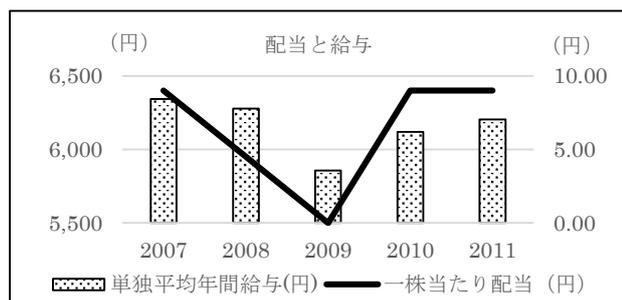


(出所) 日経バリュースーチより作成。

第三は赤字に陥った場合、配当、給与を下げ、雇用を維持する「損失の共有」を図るケースである。図6「ケース（富士重工業）」がこのケースに当たると思われる。赤字第1期目に一株当たりの配当を9円から4.5円、赤字2期目には一株あたり0円に減配している。そして日立製作所のケースと異なり、経常黒字になった次年度には再び一株当たり9円に復配している。雇用については赤字1期目11,909人から12,137人（前年比プラス2%）、赤字2期目に12,483人（プラス3%）と雇用を増加させている。給与総額については赤字1期目で前年比1%の増加、2期目でマイナス4%であった。外国人株主の比率はこの期間平均で30%であった。このケースでは赤字1期目には無配にせず、また従業員も削減しなかった。そして赤字2期目には無配に、雇用を削減せず給与を削減していた。したがって、株主と従業員が損失を共有していることがうかがえる。

図6 ケース（富士重工業）





(出所) 日経バリュースーチより作成。

このように、企業が2期連続赤字を計上するような危機的な状況に陥ったとき、採用する経営政策に違いがみられる。株主の利益を重視する企業、従業員の利益を重視する企業、損失を共有する企業である。次節では、これらの違いは「はじめに」で観察した、外国人投資家の増加に影響されるのかを検証する。

### (3) 株主の影響

ここでは前節でみた配当や雇用、給与の関係、また、「損失の共有」が株主の所有比率によって影響されるのかを検証する。

サンプル企業を外国人持ち株比率の高い順に序列化したところ、外国人持ち株比率上位4分の1の企業群では外国人株主の持ち株比率がそれぞれ30%を超しているのに対して事業会社の持ち株比率が低い傾向にあった。一方、外国人持ち株比率下位4分の1の企業群では、外国人投資家の持ち株比率は平均して3%、事業会社と個人の持ち株比率が高い傾向にあった。したがって、配当や雇用政策に与える外国人株主の影響はこれらの企業群の指標を比較することで明らかになると考えられる。

表2 外国人投資家の影響

年度	配当変化率		従業員数変化率		給与変化率	
	上位25%	下位25%	上位25%	下位25%	上位25%	下位25%
t-1	-1.7	11.3	1.8	0.4	0.9	-1.2
t	11.5	-9.6	-0.3	-2.8	-2.3	-5.9
t+1	-21.8	-59.3	-3.8	0.2	-9.0	-9.8
t+2	6.1	-15.0	5.5	-6.5	6.0	-6.9
t+3	1.7	2.2	-3.6	-4.1	0.6	2.4

(出所) 日経バリュースーチより作成。

(注) 塗りつぶしは赤字年度。

表2はサンプル企業について、外国人株主の保有比率上位4分の1(上位25%)の企業と下位4分の1(下位25%)の企業に分け、配当・従業員数、給与の変化率の

平均を表したものである。

上位25%の企業群では、配当について、サンプル全体では赤字1期目マイナス2.5%、2期目マイナス45.3%であったが、上位企業では同期間でプラス11.5%、マイナス21.8%となり、配当の削減が小さくなっている。雇用について、赤字1期目は全体と変わらずマイナス0.3%であったが、赤字2期目は全体でマイナス1.7%からマイナス3.8%であった。これは雇用の削減幅が大きいことを意味する。給与について、赤字1期目はマイナス2.8%に対してマイナス2.3%、2期目はマイナス9.4%に対してマイナス9.0%となり、配当や雇用ほどの差はない。全体の傾向と上位25%の企業群を比較したこれらの傾向から、外国人株主の比率が高いほど、配当の削減率は小さく、雇用の削減率が高い。したがって、より株主重視の経営になっているといえるだろう。

一方、下位25%の企業群では、赤字1期目ではサンプル全体がマイナス2.5に対しマイナス9.6%、2期目では全体のマイナス45.3%に対しマイナス59.3%と配当の削減が大きくなっている。雇用については、1期目マイナス0.3%に対しマイナス2.8%、2期目ではマイナス1.7%に対し、プラス0.2%と1期目に雇用削減幅が大きくなっている。給与については、全体が1期目ではマイナス2.8%に対しマイナス5.9%、2期目ではマイナス9.4%に対しマイナス9.8%となった。

下位25%の企業群については赤字期間について配当の削減幅が表1で示した全体の傾向よりも大きいことから、この意味では、従業員の利益を優先する経営であるといえるかもしれない。また、赤字2期目には配当を大きく削減し、さらに給与の削減が行われているが、雇用削減が行われていないことから、損失の共有の可能性を示すものとなった。しかし、下位25%の企業群では外国人持ち株比率は平均して3%であるため、外国人投資家の増加の影響は小さく、損失は事業会社との共有と考えられる。

さらに、下位25%の企業群について、株主と従業員が損失を共有しているかを検証した。「損失の共有」の定義は賃金と雇用との負の相関、配当と賃金および雇用との正の相関であることから<sup>11)</sup>、下位25%の企業群について、変数間の相関を調べると、従業員数変化率と給与変化率に正の強い相関がみられた(0.76)。定義上はこれらの相関は負の相関となるため、株主と従業員とは損失を共有しているといえない。また、2期連続赤字のあと(表2ではt+2期目)に下位25%企業群では従業員数変化率がマイナス6.5となっている。これは雇用調整にタイムラグが存在することと整合的である。

下位 25%の企業群では、外国人持ち株比率の低さ、従業員数変化率と給与変化率との正の相関、2 期目の赤字の後の従業員数の減少を考えると、株主の利益重視、従業員の利益重視の経営というよりも、市場原理に従順な経営を行っているといえるだろう。

#### 4. おわりに

サンプル企業全体を変化率の平均で見た場合、損失を共有しているかに見えたが、外国人株主の比率が高い企業ではこの関係は崩れる。したがって、外国人株主の比率の高い企業では、外国人株主の増大とともに株主重視の経営になっており、外国人株主が低い企業では従業員が重視される傾向はみられるものの、どちらかといえば景気の変動に合わせて配当や雇用に柔軟に変えていくことが明らかとなった。この結果は既存研究と同様、外国人株主が増加すると経営は株主の利益を重視するようになるという主張と整合的である。また、佐々木・花枝(2012)が主張する「損失の共有」について、経常赤字 2 期連続で続いた企業のケースを見た場合、配当および給与を削減し雇用を守るといえる企業は存在した。しかし、賃金と雇用の相関をみたところ正のやや強い相関がみられた。「損失の共有」の定義は賃金と雇用との負の相関であることから、この結果は「損失の共有」ではなく、景気の変動に合わせて、配当だけでなく、雇用も柔軟に調整していることを意味している。ただ、個別企業のケースからは「損失の共有」が見てとれることもあり、外国人投資家比率で企業分類するのではなく、このような企業を選択し分析していけば「損失の共有」を図る企業の特性、ひいては日本的雇用の新しい特徴が見つかる可能性があることも示唆された。これらの分析は今後の課題とした。

#### <注>

- 1) 金融・保険業を含む全産業が対象。
- 2) 壺内 (2014) を参照。
- 3) コーポレート・ガバナンスの包括的な研究として小佐野 (2001)、伊丹 (2005) 宮島 (2011) がある。
- 4) 従業員利益重視、株主利益重視以外にも、会社は社会の公器であるためステイク・ホルダーすべての利益を重視すべきといった考え方もあるが、本稿では扱わない。
- 5) 例えば、富山 (2001)、野田 (2008) は金融機関の持

ち株比率が低下、外国人株主の持ち株比率が上昇すると雇用調整速度が高まることを実証している。また、久保 (2011) は配当と雇用調整の関係から同様の結論を示している。

- 6) 宮島のクラスター分析による分類では、市場ベース (企業金融と所有構造) と関係ベース (情報シェアリング) の指標から日本の企業経営の進化形をタイプ I 「市場志向的な金融・所有構造と、関係志向的な内部組織が結合したハイブリッド」とタイプ II 「従業員の高度な熟練に依存するところが弱いか、高度であるが、汎用性の高いスキルに依存」に分ける。詳しくは宮島 (2009) を参照のこと。
- 7) 佐々木・花枝 (2012) を参照。
- 8) 清家篤 (2002) では生産変動と雇用調整とのタイムラグについて理論的な説明がなされている。
- 9) 佐々木・花枝 (2012) で扱っている操作を踏襲した。
- 10) 内部留保 (利益剰余金) を配当原資としているため、経常赤字であっても配当していると考えられる。
- 11) 佐々木・花枝 (2012) を参照。

#### <参考文献>

- 小佐野広 (2001) 『コーポレート・ガバナンスの経済学』、日本経済新聞社。
- 小佐野広 (2005) 『コーポレート・ガバナンスと人的資本』、日本経済新聞社。
- 久保克行 (2011) 「配当政策と雇用調整—日本企業は株主重視になってきたのか—」、宮島英昭編著『日本の企業統治』東洋経済新報社、409-438 ページ。
- 佐々木寿記・花枝英樹 (2012) 「人的資本と雇用政策—賃金・雇用調整が配当政策に与える影響—」日本経営財務研究学会、第 36 回全国大会報告論文。
- 清家篤 (2002) 『労働経済』東洋経済新報社。
- 壺内慎二 (2014) 「コーポレート・ガバナンスの変化と雇用調整」『金融構造研究』金融構造研究会第 36 号、22-33 ページ。
- 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』488 号、40-51 ページ。
- 野田知彦 (2008) 「メインバンクはリストラを促進するのか」『経済分析』180 号、36-62 ページ。
- 宮島英昭 (2009) 「日本型企業システムの多面的進化：ハイブリッドモデルの可能性」RIETI Discussion Paper Series 09-J-017、独立行政法人経済産業研究所。
- 宮島英昭 (2011) 「日本企業統治の進化をいかにとらえる

か 危機後の再設計に向けて」、宮島英昭編著『日本の企業統治』東洋経済新報社、1-70 ページ。

Aoki, M.(1994) "Monitoring Characteristics of the Main Bank Systems," in Aoki, M and H. Patrick eds. *The Japanese main bank system: its relevance for developing and transforming*, Oxford University Press, Chap. 4, 1994.