

外国人株主と日本企業の従業員数の 相互関係の実証分析

福 田 順

I は じ め に

企業の最高意思決定機関は株主総会であることを考えると、ガバナンス構造の変化によって企業行動は変化すると考えられる。1998年から2008年までの日本の上場企業に関する時系列データを観察すると、外国人持株割合は増加しつつあり¹⁾、一方、上場企業の従業員は減少しつつある。したがってこの期間、外国人持株割合と従業員数の間には負の相関が存在しているため、外国人株主の効果によって従業員が減少しているという仮説を立てることができる。また逆に外国人投資家が雇用削減を行いそうな企業に対して重点的に投資を行うということも十分考えられる。つまり外国人持株割合と従業員数の間には双方向の因果関係が存在していると考えられる。

本稿では1998年から2008年までほぼ一貫して外国人持株割合が上昇し、従業員数が減少した、食料品、化学、ガラス・土石、電気機器、陸運、卸売、小売、倉庫業に属する企業について外国人株主と投資先の従業員数の相互関係を明らかにすることを試みた。分析の結果を先に紹介すると、化学と陸運においては外国人株主の効果によってむしろ従業員が増えたことがわかった。具体的に言うと、外国人投資家の投資によって自社の経営に自信を持った経営者は積極的

1) 東京証券取引所の定義によると外国人とは「外国の法律に基づき設立された法人、外国の政府・地方公共団体及び法人格を有しない団体、並びに居住の内外を問わず日本以外の国籍を有する個人」を指す。また、有価証券報告書上の外国法人等の定義は「外国国籍を有する個人及び外国の法令に基づいて設立された法人など」である。

に従業員を雇い入れたと考えられる。また、電機においては、外国人投資家は近い将来雇用削減を行う予定の企業に対して重点的に投資を行う可能性があることが分かった。

II 研究背景・先行研究

1 外国人投資家とは何か

最初に外国人株主、外国人投資家とは何かという問題について考えてみたい。外国人投資家についての先行研究は若干古いが保田 [1995, 1997, 1999], 代田 [2002], さらに近年では菊地 [2007] などがある。保田によると、1960年代から1990年代の終わりにかけて8回の外国人対日株式投資ブームが見られたという。第1次ブームは1961年6月から63年7月までの間で、主な投資主体はアメリカの個人投資家と日本株を専門に運用するために設立されたジャパン・ファンドであった。第2次ブームは67年7月から70年の4月までの間で、主な投資主体はヨーロッパの投資信託であった。これに先立つ64年には日本はIMF 8条国に移行し貿易外取引および資本取引においては自由化を推し進めることが義務付けられており、第2次ブームの背後にはこのような要因があった。第3次ブームは71年2月から72年10月までの比較的短い間で、主な投資主体は日本企業の商社や輸出メーカーといった海外法人であり、「黒い目の外人」と言われた。この背景には71年8月のドルの金兌換停止、12月のスミソニアン協定によるドルの切り下げがある。この動きは為替の専門家筋には察知されており、ドル以外の通貨に資金が流入することとなった。第4次ブームは79年12月から82年1月までの間で主な主体は中東のオイル・マネーであった。この背景には79年に起こった第2次石油危機によって、OPEC 諸国の経常黒字が増大し、OPEC 諸国が海外の投資を積極的に行ったことが挙げられる。第5次ブームは82年9月から84年1月までの間で、主な投資主体はヨーロッパの投資信託と年金基金であった。第6次ブームは90年11月から96年6月までの間であり、主な投資主体は欧米の年金基金および投資信託であった。特に94年1月か

ら3月にかけて外国人投資家によって3兆円を超える買い越しが行われたが、この要因は①循環面、②構造面、③投資尺度からの評価面、④国際分散投資上のアロケーション戦略面にあるといわれている。①は当時の日本経済は深刻な不況に陥っていたが、それはいつまでも続くということではなく、いずれ上向いてくるだろうという期待に基づくものである。②は円の持続的強さ、インフレ率および金利水準の低さ、ハイテク技術の展開力、地理的条件の良さ、貯蓄率の高さ、多額の貿易黒字が評価されたことによる。③はキャッシュフロー・レシオ（企業の1株あたり税引き利益プラス減価償却費）や株価純資産倍率がアメリカ、イギリス、日本を除いたアジアの株式よりも割安であったことに基づくものである。④は東京株式市場が新興諸国や欧州に比べて割安であったことから、再開発すべき宝庫とみなされたことに関係している。第7次ブームは97年2月から7月までの短い間であり、主な投資主体はアメリカの年金基金であった。しかしこのブームはアジア通貨危機によって終焉してしまった。第8次ブームは98年10月から始まり、その投資主体はアメリカとヨーロッパの年金基金と投資信託に加え、アジアの投資家も参入している。この時期の特徴としては他には、国際優良株から第2部、店頭株まで投資対象の広まり、パッシブ運用からアクティブ運用にいたるまでの運用スタイルの広がり、買い越し金額の大きさ、買い越し時期の持続力が挙げられる²⁾。

また、菊地 [2007] によると、外国人投資家は業態によって投資信託、年金基金、ヘッジファンド、プライベートエクイティなどに分けられる。ヘッジファンドには明確な定義はなく、金融庁の2005年12月に出したレポートによると「ヘッジファンドは一般に私募、超富裕層向け、レバレッジ、多額のリスク、成功報酬などの要素を持つファンドと考えられているが、現状、ヘッジファンドの明確な定義はない」と述べられている。ヘッジファンドはどちらかという

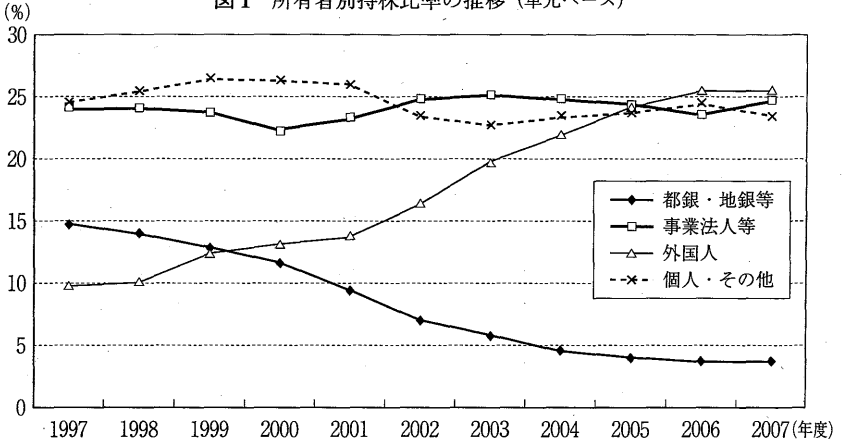
2) 保田の外国人投資家投資ブームに関する分析は管見では以上であるが、図1に見るとおり90年代末より外国人持株割合がほぼ一貫して増加していることから、第8次ブームはごく最近まで持続していたと言ってよい。

と短期志向で、1つの企業に大きな金額を投資することはめったにないが、プライベートエクイティは1つの企業に大きな金額を投資して、経営に関与しながら長期保有し、値上がり益を狙うファンドである³⁾。外国人株主は経営者に厳しい姿勢で臨む傾向にあり⁴⁾、2005年の株主総会で議案に反対した外国人株主がいた企業の割合は55%、資本金1000億円以上の大企業に限っては約9割の企業で議案に反対した外国人投資家がいた⁵⁾。このように株主総会で重要な議案の承認を得るために外国人投資家との対話の重要性が日本企業の経営者に理解されるようになり、海外でのセミナーが開催されたり、主要な外国人投資家を直接訪問して株式市場の見方や経営内容について、説明・意見交換が行われたりするようになったと言われる。

次に日本における外国人株主を含めた株主のマクロ的な動向を見てみる。期間は1997年度から2007年度までで、調査対象は東京、大阪、名古屋、福岡及び札幌の5証券取引所に上場している企業である。図1を見ると、外国人持株割合は一貫して上昇傾向にあることが分かる。それに対し、都銀・地銀等の持株割合は低下傾向にある。また、事業法人等および個人・その他の持株割合は横ばいである。また、事業法人の持株割合は低下傾向であるが、その度合いは都銀・地銀等に比べれば緩やかである。まとめると、この時期は外国人が持株割合を順調に増していったのに対し、その他の株主、特に銀行は株式を手放していったということが言える。

- 3) 日本で有名なプライベートエクイティはRHJ インターナショナル(旧リップルウッド)である。1998年に経営破たんした旧長銀を立て直して2004年に新生銀行として再上場させ、巨額の売却益を得た。プライベートエクイティにも明確な定義があるわけではなく、パイアウトファンド、買収ファンドなどと呼ばれる。
- 4) 福田 [2008b] では2006年3月31日付で東証1・2部もしくは大証1部に上場しており、かつ金融・証券・保険・その他金融サービス業以外の企業1607社を対象に、外国人持株割合と企業の配当率の関係の実証分析を行っている。分析の結果、外国人持株割合が上昇するとその2年後に配当率が上昇することが分かった。
- 5) 外国人株主が敏感な議案は、役員報酬の金額、買収防衛策の導入などである。

図1 所有者別持株比率の推移 (単元ベース)



注：2006年度と2007年度はライブドアの値を除いたものとなっている。この時期はライブドアの株式分割によって流通株式に占めるライブドア株の割合が高まり、ライブドアの株主構成が証券市場全体の持株構成に強く反映されるようになったからである。

出所：東京証券取引所「株式分布状況調査」

(http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/h19/distribute_h19a.pdf)

2 外国人株主に関する実証分析

次に日本企業の雇用と外国人持株割合の関係を扱った先行研究を紹介する。阿部 [1999] は1978年から1995年までの、東証、大証、名証の第1部もしくは第2部に上場していた化学、鉄鋼、電気機器、卸・小売業の財務データを用いて株主構成が企業の雇用削減に与える影響を調べている。従属変数は前期に比べて従業員数が減った場合は1、それ以外の場合は0をとる質的変数である。株主構成には、10大株主持株割合、その他法人持株割合、金融機関持株割合、個人株主持株割合を使用している。そしてこれらの持株割合と赤字ダミーの交差項を投入することで、投資先企業が「平時」と赤字の場合を区別して分析を行っている。しかしながら、阿部は外国人株主の効果は検証していない⁶⁾。

また、栗田 [2007] は1993年度から2003年度までの、東証・大証・名証の第

6) また、株主構成との関連はないが、メインバンクと雇用削減の関係を扱ったものとして野田 [2007] がある。

1部・第2部いずれかに上場していた化学111社、電機142社、機械126社のデータを用い、各産業について外国人持株割合が日本企業の雇用調整速度にどのような影響をもたらしているかを「部分調整モデル」を用いて分析している。部分調整モデルは以下のように表記される。

$$\ln N_t - \ln N_{t-1} = \lambda (\ln L_t^* - \ln N_{t-1}) \quad (1)$$

$$\ln L_t^* = a_1 + a_2 \ln X_t + a_3 \ln w_t \quad (2)$$

N_t は t 年度の従業員数、 N_{t-1} は $t-1$ 年度の従業員数、 L_t^* は t 年度の最適な従業員数、 $\lambda (0 < \lambda < 1)$ は雇用調整速度である。(1)式は最適な従業員数と前期の従業員数との乖離を現実には λ 倍調整することを表している。よって、もし λ が 1 に近い場合、雇用調整速度は速いということになる。逆に λ が 0 に近い場合、雇用調整速度は遅いということになる。そして最適な雇用者数は生産高(売上高・営業収益)と実質賃金(人件費・福利厚生費)の関数となっている。そして λ は外国人持株割合、金融機関持株割合、事業法人持株割合、借入比率の関数となっている。その結果、化学と電機においては外国人持株割合が調整速度を速めていることが分かった。つまり、企業の必要労働量が実際の労働量を下回った場合、外国人株主は投資先企業が従業員数の減少速度を速める役割を果たしていたということになる。また、栗田はサンプルを大企業(従業員1000人以上)と中小企業(従業員1000人未満)に分けて企業規模ごとの分析も行っている。その結果1982年度から2003年度にかけてのサンプル期間の全期間において、また、1993年度から2003年度にかけてのサンプル期間の後半期において、外国人株主は大企業の雇用調整速度を速めていることが分かった⁷⁾。

7) 外国人株主は取り扱っていないが株主構成と雇用調整速度の関係を実証した研究として阿部 [2005]、メインバンクと雇用調整速度の関係を実証した研究として富山 [2001] がある。また、企業規模および経営者の出自(オーナーか内部昇進か)と雇用調整速度の関係を実証した研究として浦坂・野田 [2001]、中小企業を対象に経営者の出自と雇用調整速度の関係を実証した研究として齋藤・橋本 [2005] がある。

III 分析の手法

1 分析対象の産業の選定

最初に、各産業の外国人持株割合と従業員数の1997年度から2007年度までの動向を見ておく。詳細は表1に示したが、この間外国人持株割合が減少したのは鉱業のみであり、さらに従業員が上昇傾向にあったのは不動産のみであったことが分かる。また、この間もっとも外国人持株割合が増加したのは倉庫・運輸関連業であり、もっとも従業員が減少したのは陸運業であることが分かる。

以下では、外国人持株割合の差分が10ポイント以上で、なおかつ従業員変化率がマイナス10%以下（つまり従業員減少率が10%以上）の産業を便宜上分析の対象にしたい。これらの産業では外国人株主が、従業員の削減に大きな役割を果たしたものと思われる。以下の分析対象となる産業は食料品、化学、医薬品、石油・石炭製品、ゴム製品、ガラス・土石製品、鉄鋼、機械、電気機器、精密機器、陸運業、海運業、倉庫・運輸関連業、卸売業、小売業の15の産業である。

まず、1997年度から2007年度までの、産業別に見た外国人持株割合および従業員数の詳細な動向を見る。そして外国人持株割合が増加し続け、従業員が減少し続けた産業を次節以降の実証分析の分析対象とする。実際には外国人持株割合の減少が3回以下であり、なおかつ従業員の増加が1回以下であった産業を次節以降の分析対象とする。このような産業では外国人株主が従業員を減少させている可能性が特に高いと考えられる。

この15の産業の1997年度から2007年度までの外国人持株割合の詳細な動向を見てみると、およそ次のようなことがいえる（図2，3）。確かに一般的な傾向として外国人持株割合は増加傾向にあったものの、1年単位で見れば、外国人持株割合の減少を経験した産業は多い。外国人持株割合の減少が3回以下であった産業は食料品、化学、医薬品、石油・石炭製品、ガラス・土石製品、機械、電気機器、陸運、海運、倉庫・運輸関連、卸売、小売業の12の産業で

表1 産業別にみた外国人持株割合と従業員数の変化

	①	②	②-①	③
水産・農林業	8.9	18.4	9.5	-31.1
鉱業	16	15.0	-1	-48.6
建設業	7.7	12.7	5	-21.8
食料品	8.9	21.2	12.3	-37.7
繊維製品	9.1	13.1	4	-48.7
パルプ・紙	7.4	12.0	4.6	-48.6
化学	9.4	25.6	16.2	-31.1
医薬品	17.9	36.1	18.2	-14.5
石油・石炭製品	22.2	43.1	20.9	-31.6
ゴム製品	11.2	22.4	11.2	-13.9
ガラス・土石製品	8.7	21.0	12.3	-30.1
鉄鋼	9.4	19.5	10.1	-37.4
非鉄金属	13.7	19.6	5.9	-43.7
機械	9.8	23.7	13.9	-20.2
電気機器	17.4	30.5	13.1	-28.7
輸送用機器	13.1	37.8	24.7	-9.8
精密機器	11.1	30.6	19.5	-15.9
その他製品	11.7	21.3	9.6	-26.2
電気・ガス業	5.3	14.5	9.2	-21.6
陸運業	5.9	17.0	11.1	-59.7
海運業	9.3	24.1	14.8	-43.4
空運業	2	8.8	6.8	-14.9
倉庫・運輸関連業	6.7	51.7	45	-16.8
情報・通信業	16.6	22.9	6.3	-29.4
卸売業	7.7	24.1	16.4	-32.3
小売業	9.5	23.4	13.9	-26.5
不動産業	13.9	21.2	7.3	35.1
サービス業	10.9	17.5	6.6	-2.85

注：① 1997年度における外国人持株割合（％）、② 2007年度における外国人持株割合（％）、③ 1997年度から2007年度にかけての産業レベルでの従業員数変化率（％）。「業種集計値」の「輸送用機器」と「自動車」は「輸送用機器」に統合した。また、銀行、証券、保険、その他金融サービス業は、決算書類の様式が他の産業のものと異なるので分析から除外した。また、金属製品は「業種集計値」に対応する項目がなかったので分析から除外した。

出所：東京証券取引所「株式分布状況調査」、日経 NEEDS Financial Data「業種集計値」

図2 産業別に見た外国人持株割合の動向①(単元ベース)

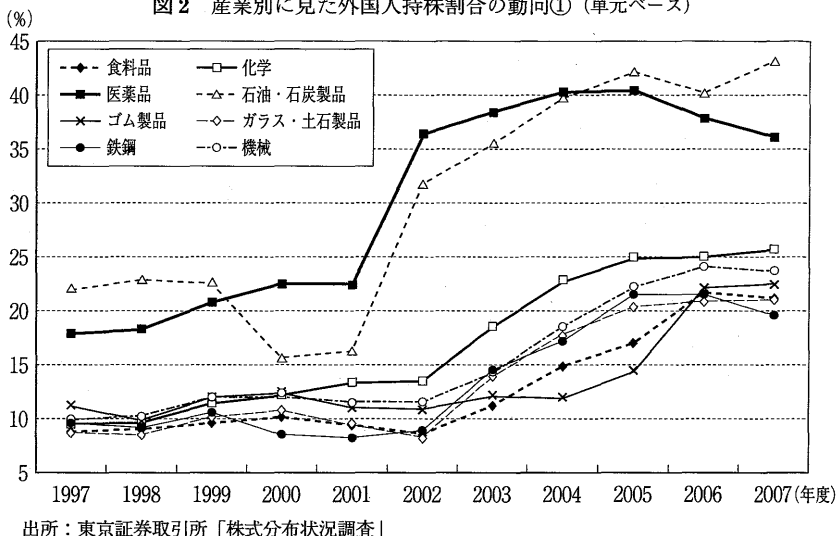


図3 産業別に見た外国人持株割合の動向②(単元ベース)

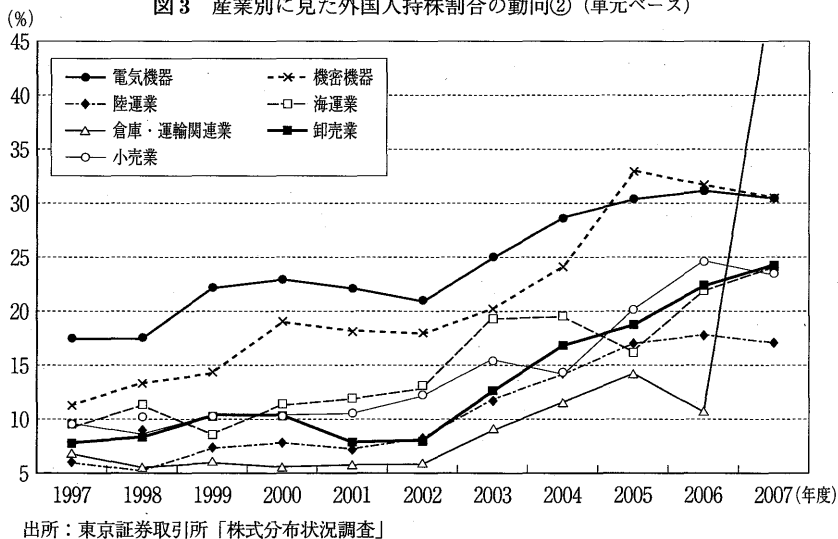
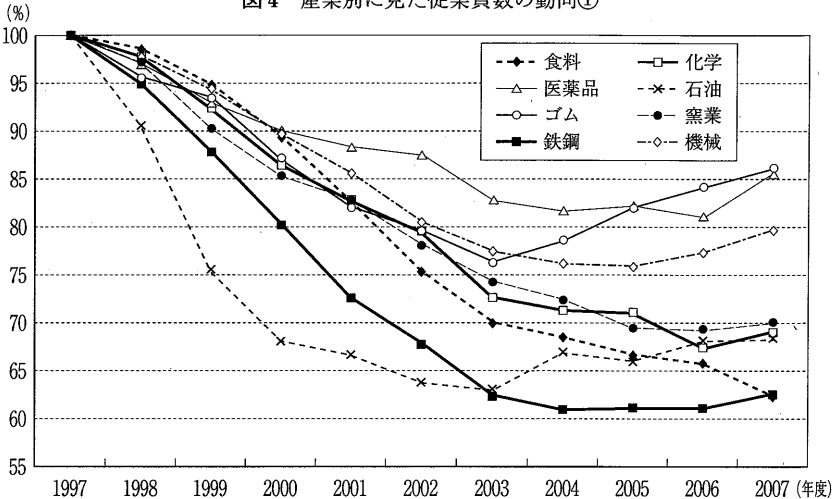


図4 産業別に見た従業員数の動向①



注：1997年度の従業員数を100とした値を示している。業種集計値が対象としている企業は東証の「株式分布状況調査」での対象企業および、以下の実証分析での対象企業とは部分的に異なっている。

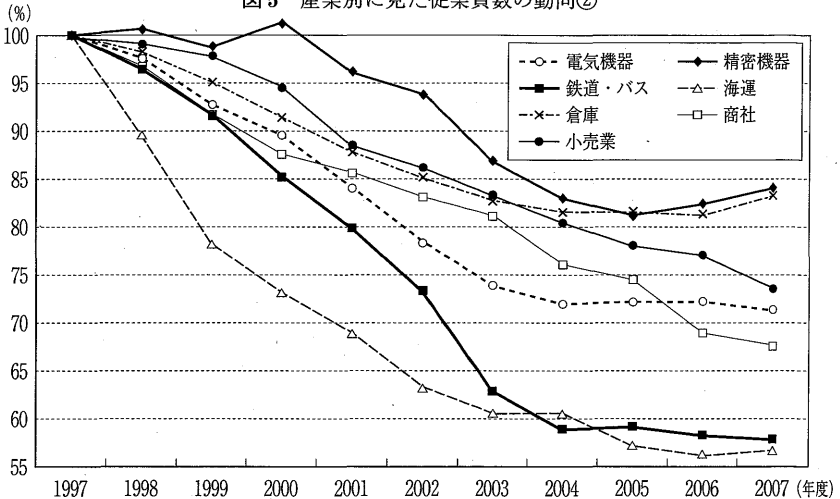
出所：日経 NEEDS Financial 業種集計値

ある。

次に15の産業の従業員数の1997年度から2007年度までの動向であるが、いずれの産業も1997年度を基準にすれば従業員が減少していることは明らかであるが(図4, 5), 特に後半の期間になると、従業員の減少傾向に歯止めがかかり、さらに従業員数が回復している産業もある。この間従業員の増加が1回以下であった産業は食品、化学、窯業、電気機器、商社、小売業、鉄道・バス、倉庫業の8つの産業である。

以下の実証分析では、先に述べたように外国人持株割合の減少が3回以下であり、従業員の増加が1回以下であった産業を対象にして分析を行う。これらの産業では外国人株主の効果によって従業員が減少している可能性がより高い。以下の分析に用いる産業は食料品、化学、ガラス・土石、電気機器、陸運、卸売、小売、倉庫業である。これらの産業では外国人株主の効果によって従業員

図5 産業別に見た従業員数の動向②



注：東証分類での「陸運」に相当する産業は業種集計値での「鉄道・バス」と「陸運」の和としたほうが自然であるが、「陸運」の従業員は2004年度から2005年度にかけて急激に減少したので、「鉄道・バス」のみのデータを掲載している。また、東証分類での「卸売」に相当する産業は日経 NEEDS Financial の業種集計値では「商社」に相当すると考え図に掲載した。あとは図4に同じ。

出所：図4に同じ。

が減少している可能性が特に高い。ただし、小売業は非正規社員比率が高く、雇用調整は非正規労働者を中心に行われると考えられる。分析で用いる有価証券報告書における従業員数は正規労働者を念頭においているので、外国人株主がもたらす雇用調整はデータに反映されない可能性が高い。よって、小売業は分析から除くことにした。

2 分析手法・使用データの紹介

分析の対象となる企業は上記の7つの産業に属し、さらに2008年3月31日の時点で東証・大証・名証の各証券取引所のそれぞれ1・2部のいずれか、もしくはは地方市場に上場していた企業である。採取期間は1998年3月期決算から2008年3月期決算までである。すなわち1997年度から2007年度までの財務デー

タを使用している。なお、期間中合併を経験した企業は分析から除いてある。本稿ではパネル・データを使用するので決算期を調整する必要があるが、ここでは期間中3月決算を維持した企業のデータを用いた。従属変数は従業員数の変化率とした。

さて、従業員数変化率については以下のような恒等式が成り立っていると仮定する⁸⁾。

$$\text{従業員数変化率} = \text{生産高変化率} - \text{労働生産性変化率} \quad (3)$$

つまり、従業員の変化率は生産高変化率と労働生産性変化率の差に等しい。分析に用いる回帰式はこの式をベースに構築する。まず、生産高変化率は売上高（物価指数で実質化⁹⁾）の変化率で置き換え、次いで労働生産性変化率は資本集約度（有形固定資産÷従業員数：物価指数で実質化）の変化率で置き換える¹⁰⁾。この結果、数式(3)は恒等式ではなくなってしまったので、その差を埋めるために独立変数に「その他の要因」を加える。つまり数式(3)は以下のよう書き換えられる。

$$\begin{aligned} \text{従業員数変化率} = & \text{売上高変化率} - \text{資本集約度変化率} \\ & + \text{その他の要因} \end{aligned} \quad (4)$$

そして「その他の要因」の中に外国人持株割合のような制度的な要因も含ま

8) 従業員数変化率、生産高変化率、労働生産性変化率はすべて「(t+1年度の値-t年度の値)÷t年度の値」で考えている。離散的時間の測定値を用いているので、厳密に言えば(3)式の恒等式は成立しないが、1年間の変化率はそれほど大きくない（すべての産業において3つの変数の変化率はパーセント表記で1桁以下）ため、左辺と右辺の差は小さいと考えられる。

9) 日本銀行の発表している、2005年平均を100とした国内企業物価指数の各年の3月の「総平均」の値で標準化してある。詳細は以下のURLを参照のこと。http://www.boj.or.jp/type/stat/dlong/price/cgpi_2005/g05_1001.csv

10) 仮に、労働生産性を売上高÷従業員数と定義してしまうと、すべてのサンプルにおいて、労働生産性変化率=売上高変化率-従業員数変化率が成立する。労働生産性変化率と売上高変化率の間には完全な線形関係が存在しており、これらの変数を独立変数として回帰式に投入して分析を行うと多重共線性の問題が生じてしまう。よって本稿では、労働生産性変化率を資本集約度変化率で置き換えている。

れる。本稿で用いる回帰分析は数式(4)の「その他の要因」を詳細に定義したものととなる。以下では「その他の要因」も含めた独立変数の紹介を行う。独立変数は先に紹介した、① 売上高変化率と ② 資本集約度変化率に加え、③ 自己資本比率 (資本合計÷総資産)、④ 外国人持株割合差分、⑤ 従業員1人あたり人件費 (人件費・福利厚生費÷従業員数:物価指数で実質化) の対数値、⑥ ROA (総資産利益率:営業利益÷総資産)、⑦ 従業員数の対数値、⑧ 子会社ダミーである。データはすべて単独決算のものを用いている。福田 [2008a] では、株主構成に関するデータ以外では連結決算のデータを優先して使用した。しかし、この方法では子会社・関連会社への親会社の従業員の意向をとらえることができないという問題があった。今回使用するデータを単独決算のものにしたのはこの点を克服するためである。また、因果関係を特定するために従属変数と独立変数の間に時間差を設ける。データは balanced panel data となっている。また推定には Eviews 6.0 を用いる。

ここで独立変数の係数の予想を行う。外国人持株割合差分の係数は正負いずれもありうる。外国人株主が、業績が上向き、その結果従業員が増えそうな企業に対して株式投資を行う傾向にある場合は、係数は正になる。この場合従属変数である従業員数変化率が原因で、独立変数である外国人持株割合が結果となっている。実際、外国人投資家は過剰債務による経営不振を金融支援やリストラで乗り切った企業に対して重点的に投資を行っている。日本企業は収益性が回復してもすぐに株価に反映されないため、外国人投資家にとっては魅力的な投資対象となっている¹¹⁾。また逆に、日本企業の経営者からしてみると、外国人投資家の投資は将来の株価上昇の前兆ともいえる。外国人投資家の投資によって経営者は市場から評価されているという自信を持ち、従業員を増やすという行動に出る。外国人投資家にとっては従業員の増加は必ずしも望ましいこ

11) 「外国人の持ち株比率が上昇した銘柄には長谷工コーポレーションや双日など、過剰債務による経営不振を金融支援やリストラで乗り切った会社が目立つ。経営再建が進み収益力が回復しても【株価は安定圏にとどまり、中期的には大幅な値上がりが見込めると一部投資家に着目された】(藤戸則弘・三菱UFJ証券投資情報部長)」「日経金融新聞」2005年12月15日。

とではないが、新規事業を控えるようにというイギリスの機関投資家からの手紙を「破いて捨てました」と述べた社長も存在することから分かるように、経営者は外国人株主の要求を常に聞き入れるとはわけではない¹²⁾。この場合は独立変数である外国人持株割合が原因であり、従属変数が結果となっている。

一方、外国人持株割合差分の係数が負となる可能性もある。もっともありうるマイクロプロセスとしては、外国人株主が企業に対して ROA や ROE などの収益性の改善のため事業の選択と集中を要求した結果¹³⁾、会社分割による従業員の減少が起こる、というものである¹⁴⁾。加えて、外国人株主は他の株主に比べて株式の売買回転率が高く¹⁵⁾、外国人持株割合の高い企業は市場の評価により激しくさらされているといえる。このような企業の経営者は従業員、特に正規労働者の人員を削減して労働費用の可変化をより積極的に進め、株式市場の歓心を買おうとするかもしれない。つまり、外国人持株割合が増えることで従業員が減少することになる。この場合は外国人持株割合差分が原因で、従業員数変化率が結果となっている。また逆に、外国人投資家は将来従業員を減少させる企業に高い評価を与え重点的に投資を行う可能性もある。この場合は従業員数変化率が原因で、外国人持株割合差分が結果となる。

このように将来の従業員数変化率が外国人持株割合差分に対して影響を与える可能性がある。そこで外国人投資家は従業員数変化率を含めた将来の経営指

12) 「『株主からの手紙は破いて捨てました』(ファンケルの池森賢二社長)

昨年十一月に株式を店頭公開。英国系の機関投資家から『新規事業を当面、控えるように』との要望書を受け取ったが、目先の利益より社員の雇用などを考え、新規事業発掘の重要性を訴えた」『日経産業新聞』1999年8月19日。

13) 実際、外国人持株割合が高いほど、事業集約を行う可能性が高まると言われている(青木 [2008])。

14) 岡村 [2007] によると外国人持株割合の高い企業においては ROE は低いものの、労働生産性(従業員1人当たり付加価値の対数値)は高い。また、松浦 [2002] によると外国人持株割合が高い企業は ROA も高い。また米澤・宮崎 [1995] によると外国人持株割合が高いほど全要素生産性も高い。

15) ここでの売買回転率は株式購入額と売却額の和を当年度末の保有残高と前年度末の保有残高の和で除したものである。2007年度の各投資主体の回転率は東京証券取引所のデータによると都銀・地銀等が0.03、投資信託が0.57、事業会社が0.09、外国人が2.31、個人が1.51である。このことから外国人株主は銀行や事業会社に比べると高い頻度で株式を売買していることが分かる。

標を、過去の経営指標を参考にしてある程度正確に予測して投資を行うものと仮定して、外国人持株割合差分を従属変数、1年後の経営指標の実績値を独立変数とした回帰式を別個に構築し、当初構築した回帰モデルで外国人持株割合差分の係数が有意であった産業を対象に回帰分析を行うことにする。

また、自己資本比率の上昇は企業の倒産確率を低下させ、従業員を増やす余裕を生むと考えられることから、その係数は正であると考えられる。また、資本集約度の変化率についてであるが、資本集約度の上昇率は労働生産性の上昇率と近似的であると仮定している。労働生産性の上昇は企業が必要とする労働力を減少させるので、資本集約度変化率の係数は負であると考えられる。次に従業員1人当たり人件費についてであるが、この効果は複数考えられる。低賃金労働者が多い企業は従業員の離職が多く、また短期的な雇用調整が急速である可能性がある。逆に人件費の負担が高い企業は従業員を削減させようとするインセンティブがある。前者の効果が大きい場合、係数は正、後者の効果が大きい場合、係数は負である。またROAの係数は正であると考えられる。さらに、売上高の上昇率と生産高の上昇率は近似的であると仮定している。生産高の上昇に従って企業が必要とする労働力は増加するので売上高変化率の係数は正であると考えられる。次に、従業員数の対数値についてであるが、宇仁 [2009] は総務省の「就業構造基本調査」および「事業所・企業統計」のデータを用いて、1990年から2000年代にかけては日本では派遣労働や請負労働という間接雇用型の非正規労働の増加が著しく、また製造業においては従業員規模が大きい企業ほど従業員の非正規化が進展したことを示している。このことから従業員規模の大きな企業では、従業員に占める派遣・請負労働者の割合が増えたと考えられる。加えて、宇仁は正規労働者と派遣・請負労働者との間には補完関係ではなく代替関係があると述べている。つまり、正規労働者の減少と派遣・請負労働者の増加は同時に発生する。派遣・請負労働者は間接雇用であるので派遣先、請負先の従業員数に計上されない可能性が高い¹⁶⁾。言い換えれ

16) 有価証券報告書上の定義では、「従業員数」は単独決算では「期末現在の従業員数。常勤嘱ノ

ば「従業員数」は正規労働者とほぼ同一であると言える。よって従業員数の対数値の係数は負であると考えられる。次に、子会社ダミーについてであるが、本社より子会社の方が従業員の雇用保障は弱いと考えられる。よって係数は負であると考えられる。

計量分析に用いる回帰式を以下に示す。なお回帰分析はすべて OLS によって行われている。

$$\begin{aligned} (y_{it+1} - y_{it})/y_{it} = & \beta_0 + \beta_1 z_{1,it} + \beta_2 (z_{2,it} - z_{2,it-1})/z_{2,it-1} \\ & + \beta_3 (x_{it} - x_{it-1}) + \beta_4 z_{3,it} + \beta_5 z_{4,it} + \beta_6 (z_{5,it} - z_{5,it-1})/z_{5,it-1} \\ & + \beta_7 z_{6,it} + \beta_8 \cdot D_{it,sub} + \alpha_i + \gamma_t + u_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

y_{it+1} ：企業 i の $t+1$ 年度の従業員数、 y_{it} ：企業 i の t 年度の従業員数、 $z_{1,it}$ ：企業 i の t 年度の自己資本比率、 $z_{2,it}$ ：企業 i の t 年度の資本集約度、 $z_{2,it-1}$ ：企業 i の $t-1$ 年度の資本集約度、 x_{it} ：企業 i の t 年度の外国人持株割合、 x_{it-1} ：企業 i の $t-1$ 年度の外国人持株割合、 $z_{3,it}$ ：企業 i の t 年度の従業員 1 人当たり人件費の対数値、 $z_{4,it}$ ：企業 i の t 年度の ROA、 $z_{5,it}$ ：企業 i の t 年度の売上高、 $z_{5,it-1}$ ：企業 i の $t-1$ 年度の売上高、 $z_{6,it}$ ：企業 i の t 年度の従業員数対数値、 $D_{it,sub}$ ：企業 i が t 年度の時点で別の会社の子会社であった場合に 1、それ以外の場合に 0 をとるダミー変数、 α_i ：個体効果 (cross section effect) をあらわすダミー変数¹⁷⁾ (個別企業ダミー)、 γ_t ：時間効果

、託、受入社員 (他社からの出向者)、組合専従および退職者を含み、兼務役員、臨時社員、他社への出向社員のうち人件費の負担を伴わない者を除く」となっている。具体例をいくつか挙げると、化学に属する旭化成は「従業員数は就業人員であり、平均臨時雇用者数は重要性がないため記載していない。」となっている。非正規労働者の一定部分は臨時雇用者なので、非正規労働者の一定部分は「従業員数」に含まれないことになる。よって正規労働者が非正規労働者に置き換えられると、有価証券報告書上の従業員数は減少することになる。この他陸運に属する福山通運では「臨時雇用者数 (パートタイマー、人材派遣会社からの派遣社員を含む。)」は従業員数から除外されている。

17) まず、すべてのモデルについて個体効果と時間効果を投入した上でモデルの推定を行い、その

(period effect) をあらわすダミー変数 (期間ダミー), u_{it} : 企業 i の t 年度における誤差項,

また, 外国人持株割合を従属変数とした回帰式は以下のとおりである¹⁸⁾。

$$\begin{aligned} x_{it} - x_{it-1} = & \delta_0 + \delta_1 z_{1,it} + \delta_2 (z_{2,it+1} - z_{2,it}) / z_{2,it} + \delta_3 (y_{it+1} - y_{it}) / y_{it} \\ & + \delta_4 z_{3,it} + \delta_5 z_{4,it} + \delta_6 (z_{5,it+1} - z_{5,it}) / z_{5,it} + \delta_7 z_{6,it-1} \\ & + \delta_8 \cdot D_{it-1,sub} + \kappa_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (6)$$

κ_i : 個体効果 (cross section effect) をあらわすダミー変数 (個別企業ダミー), λ_t : 時間効果 (period effect) をあらわすダミー変数 (期間ダミー), ε_{it} : 企業 i の t 年度における誤差項

注: その他, 推定方法は回帰式(5)と同じ。

IV 実証分析

1 従業員数変化率を従属変数とした分析

以下では, それぞれの産業ごとに分析結果を紹介し, 解釈を行う。まず, それぞれの産業についての結果を概観する。

表2に示したように, 外国人持株割合差分については電気機器においては, 係数は負で統計的に有意であった。先に述べたようにこれは外国人株主の効果によって従業員が減少したと解釈することもできるが, 従業員を削減する予定

の上で, 「Redundant Fixed Effect Test」を行った。例えば「個体効果は存在しない」という帰無仮説と, 「個体効果, 時間効果いずれも存在しない」という帰無仮説を F 検定により 5% 水準で棄却した場合, 個体効果のみを投入したモデルと個体効果と時間効果を投入したモデルを比較し, 赤池の情報量基準の値が小さい方のモデルを採用した。次に個体効果や時間効果が変量効果であると仮定して推定を行い, 「Correlated Random Effects-Hausman Test」を行った。そして「Cross-section random」「Period random」のそれぞれについてカイ自乗検定を行い, 5% 水準で棄却できなかった場合は, 個体変量効果モデル, 時間変量効果モデルをそれぞれ採択した。具体的手法は松浦 [2005], 北岡他 [2008], また http://www.ier.hit-u.ac.jp/~konishi/EViews_manual5.pdf を参照のこと。

18) 従業員数対数値と子会社ダミーは $t-1$ 年度の値を用いている。

表2 従業員数変化率を従属変数とした推計結果

	食料品	化学	ガラス・土石	電気機器	陸運	倉庫	卸売
定数項	-6.191	-3.218	-20.05	-7.552	2.637	30.53*	307.5**
	11.51	6.389	86.35	7.211	7.031	14.97	117.9
自己資本比率	0.012	0.028*	-0.118	0.022	0.037	-0.103*	0.048
	0.020	0.012	0.113	0.013	0.028	0.045	0.125
資本集約度変化率	-0.082***	-0.036*	-0.020	-0.024*	-0.059*	-0.051	-0.014
	0.023	0.014	0.019	0.011	0.023	0.052	0.022
外国人持株割合	-0.061	0.165**	0.078	-0.116 ⁺	0.439*	0.398	-0.080
	0.128	0.064	0.204	0.063	0.201	0.330	0.277
従業員1人当たり人件費	0.626	0.225	6.545	0.536	-0.522	-1.376	-3.047
	0.768	0.409	5.005	0.471	0.401	1.015	6.258
ROA	0.611***	0.332***	0.160	0.326***	0.878***	1.025*	0.430
	0.109	0.065	0.247	0.071	0.189	0.405	0.454
売上高変化率	-0.012	0.111***	0.142*	0.095***	0.204**	-0.058	-0.095*
	0.049	0.025	0.058	0.021	0.072	0.111	0.047
従業員数の対数値	-1.325***	-0.781**	-11.71***	-0.608**	-0.399	-1.676 ⁺	-43.48***
	0.357	0.238	3.116	0.223	0.337	0.954	4.612
子会社ダミー	-0.826	3.231**	-3.849	0.916	0.714	-3.137	-2.116
	2.280	1.082	4.199	0.895	2.217	2.856	5.096
Cross section effect	Random	Random	Fixed	Random	Random	Random	Fixed
Period effect	Random	Random	No	Random	Random	Random	No
Durbin-Watson stat	1.988	1.733	1.769	1.837	2.045	1.327	2.315
N	540	1017	279	1305	360	270	1224
Adjusted R-squared	0.119	0.123	0.266	0.071	0.223	0.034	0.099
F-statistic	10.12***	18.84***	3.654***	13.39***	13.84***	2.199*	1.940***

注：***：0.1%水準で有意，**：1%水準で有意，*：5%水準で有意，+：10%水準で有意。

の企業に対して外国人投資家が投資を行ったとも解釈できる。つまり、従属変数である従業員変化率が原因で独立変数である外国人持株割合差分が結果となっている可能性がある。また、化学と陸運においては予想と異なり係数は正で統計的に有意であった。これは化学、陸運業においては外国人株主が従業員

数を増加させていると解釈することもできるが、従業員を増やしそうな企業に外国人投資家がより重点的に投資を行う傾向にあると解釈することもできる。ここでも、従属変数である従業員変化率が原因で独立変数である外国人持株割合差分が結果となっている可能性がある。

2 外国人持株割合差分を従属変数とした分析

上場企業は決算時に業績予想を行っているが、投資家がそれをもとに、あるいは独自の調査をもとに、将来の企業業績を予測して投資判断を行うと考えるのは極めて妥当である。この点を検証するため、「Ⅲ. 分析の方法」で述べたように化学、電機、陸運業について外国人持株割合差分を従属変数とし、ちょうど1年後の従業員数変化率をはじめとした将来のその他の変数を独立変数とした回帰分析を行う。化学、陸運業において、もし1年後の従業員数変化率の係数が正で統計的に有意であれば外国人投資家は将来従業員を増やしそうな、経営が順調な企業に対して重点的に投資を行っていることの傍証になる。また、電機業において、もし1年後の従業員数変化率の係数が負で統計的に有意であれば外国人投資家は将来従業員を減らしそうな企業に対して重点的に投資を行っていることの傍証になる。

結果は表3に示したが、化学、陸運ともに将来の従業員数変化率は正であったものの統計的に有意ではなかった。よって、従業員が増えそうな企業に対して外国人投資家は積極的に投資を行うという解釈は成り立たないことが分かる。このことから、外国人持株割合が原因で従業員数変化率が結果である可能性が高まる。よって化学、陸運業においては外国人株主が自社の株式を購入したことによって経営者は自社の経営に対する自信を深めたと考えられる。結果として化学業や陸運業では従業員が増加することになる。

一方、電機業においては1年後の従業員数変化率の係数が負で統計的に有意であった。このことから、電機では外国人投資家が、従業員が減少しそうな企業に対して投資を行っていた可能性がある。つまり、外国人持株割合差分が結

表3 外国人持株割合差分を従属変数とした推計結果

	化 学	電 機	陸 運
定 数 項	-4.797 ⁺ 2.793	-4.362 3.011	-4.193* 1.822
将来の自己資本比率	-0.004 0.005	0.002 0.006	-0.002 0.007
将来の資本集約度変化率	0.009 0.007	0.008 0.005	0.007 0.008
将来の従業員変化率	0.027 0.016	-0.025* 0.013	0.019 0.019
将来の従業員1人当たり人件費	0.214 0.180	0.169 0.197	0.123 0.105
将来のROA	0.127*** 0.028	0.164*** 0.028	0.108* 0.048
将来の売上高変化率	0.018 0.013	0.026** 0.009	0.031 0.019
従業員数の対数値	0.323** 0.103	0.281*** 0.093	0.347*** 0.084
子 会 社 ダ ミ ー	-0.938 ⁺ 0.557	-0.172 0.435	0.130 0.633
Cross section effect	No	No	No
Periodeffect	Fixed	Fixed	Fixed
Durbin-Watsonstat	2.186	2.348	2.056
N	1017	1305	360
AdjustedR-squared	0.139	0.143	0.166
F-statistic	11.23***	14.65***	5.452***

注：表2に同じ。

果で、従業員数変化率が原因である可能性がある。

ここで事例研究を行う。電機業に属するケンウッドは2002年3月決算時から翌2003年3月決算時にかけて主として希望退職により従業員が2099人から1498人に減少しているが（単独決算ベース）、それに先立つ2001年3月決算時から

2002年3月決算時にかけて外国人持株割合は4.88%から17.15%に上昇している。有価証券報告書に記載されている上位10大株主を見てみると、2002年3月になって、「ザ・バンク・オブ・バーミューダ・スパークス・アセット・マネジメント」が筆頭株主になっている。これはスパークス・アセット・マネジメント株式会社に関連する企業、ないしファンドであると思われるが、このスパークス・アセット・マネジメント株式会社はスパークス・グループ株式会社の100%子会社である。スパークス・グループ株式会社は日本で設立された企業であるが、1996年にイギリス領バミューダに欧米の投資家向けオフショアファンド運用・管理を目的とした「SPARX Overseas Ltd.」を設立している¹⁹⁾。「ザ・バンク・オブ・バーミューダ・スパークス・アセット・マネジメント」の有価証券報告書上の住所は日本であるが、「SPARX Overseas Ltd.」と関連している可能性があり、「外国法人等」として算入されている可能性が高い。ケンウッドは2002年5月22日に2003年3月末までにグループ全体の従業員を3割削減すると発表した。これは2002年3月期の決算で連結決算の最終損益が260億円（前期は218億円の赤字）の赤字であったことを受けてのことである²⁰⁾。これに先立ってケンウッドは経営再建のため、スパークスを主要な引き受け先とした増資を行った²¹⁾。その結果、「ザ・バンク・オブ・バーミューダ・ス

19) スパークス・グループ株式会社 HP (<http://www.sparx.jp/company/history.html>) 参照。

20) 『日本経済新聞』2002年5月23日朝刊。

21) 「経営再建中のケンウッドは三十日、九月二十七日に七十一億円の第三者割当増資をすと発表した。発行価格は一株百九十四円。新たに三千六百六十五万株を発行、七七%を独立系運用会社、スパークス・アセット・マネジメント投信（東京・品川）の運用する十五本のファンドが引き受ける。スパークスは昨年四月に西友、今年三月には兼松の第三者割当増資を引き受けている。リストラ企業に対する大型の投資案件は三回目。運用するファンドの一本（引用者注：「ザ・バンク・オブ・バーミューダ・スパークス・アセット・マネジメント」のことであると思われる）が筆頭株主に躍り出る。ケンウッドは多額のリストラ損失を計上し債務超過寸前。今期から三年間の再建計画でグループ従業員一万四百人のうち一六%の千七百人を削減する当初目標を二〇%の二千人に引き上げる。スパークスの阿部修平社長は、「事業の選択・集中を進める過程で、対象企業への投資リスクが高いと思われる一時期がある。半年前から調査を進め、ビジネスの将来性を勘案すると株価は割安と判断した」と話している。阿部社長は「兼松もそうだが、メインバンク主導ではなく、外部の投資資金を引き込んだ点で、金融機関から株主を軸とした企業統治に変わるきっかけになる」という。『日本経済新聞』2001年8月31日朝刊。

パークス・アセット・マネジメント」がケンウッドの筆頭株主として姿を現したと考えられる。以上のことから外国人投資家は従業員が減少しそうな企業に対して投資を行う傾向にあったという解釈はある程度の妥当性があるものと思われる。

V ま と め

本稿の結果をまとめると以下ようになる。化学と陸運では予想と異なり、外国人株主が従業員を増やしていた。外国人投資家は収益性が改善され、将来株価が上昇しそうな企業に投資を行う傾向にあるが、経営者はそれを将来の株価上昇のシグナルであると解釈して、雇用の確保に努める。外国人株主はそのような動きに否定的な態度を示す可能性があるが、日本の経営者はそのような外国人株主の反対を押し切る力が備わっていると考えられる。その結果外国人持株割合の増加によって従業員は増加するという現象が起こる。一方、電機では外国人持株割合差分の係数が負で統計的に有意であったが、この結果はむしろ従業員が減少しそうな企業に対して外国人投資家が投資を行ったことによって得られた可能性がある。

最後に本稿の限界と今後の課題を述べておきたい。まず、第1に「従業員数」の取り扱いである。先に述べたようにここでの「従業員数」は正規労働者が中心となっている。この時期の雇用調整は正規労働者の削減と非正規労働者、特に派遣・請負労働者の増加によって行われたので、本稿の推計方法でも株主構成の効果をかなり正確に捉えていると思われる。また、本稿で使用しているデータは直近では2008年3月までであるが、その後アメリカで生じた金融危機の影響で多くの日本企業が雇用削減を余儀なくされている。このような動きに外国人株主を含めたガバナンス構造がどのような影響を与えているのかを研究する必要がある。また、外国人持株割合差分の係数が有意でなかった産業が多数存在したことには注意が必要である。これは日本には外国人株主の圧力から経営者を守る様々な制度やしぐみが存在しているということを示唆している。

このような制度やしくみは近年では買収防衛策の導入や株式持ち合いの復活などを意味していると思われるが、詳細な分析は今後の研究課題である。

参考文献

- 阿部正浩 [1999] 「企業ガバナンス構造と雇用削減意思決定」(中村二郎編『日本経済の構造調整と労働市場』日本評論社), 75-102ページ。
- [2005] 『日本経済の環境変化と労働市場』東洋経済新報社。
- Ahamadjian, C. [2007] “Foreign Investors and Corporate Governance in Japan” in *Corporate Governance in Japan*, ed. by Aoki, M., et al., Oxford University Press, pp. 125-50.
- Amable, B. [2003] *The Diversity of Modern Capitalism*, Oxford University Press, (山田鋭夫・原田裕治他訳 [2006] 『五つの資本主義』藤原書店)。
- 青木英孝 [2008] 「事業ポートフォリオの再編と企業統治」(宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』日本評論社), 115-41ページ。
- 福田 順 [2008a] 「外国人株主は日本企業の従業員数を減少させたのか」『経済理論学会第56回大会報告集』, 602-18ページ。
- [2008b] 「日本企業の配当決定行動の経路依存性と外国人株主持株割合が与える影響の実証分析」『進化経済学論集』第12集, 370-89ページ。
- 保田圭司 [1995] 『外国人投資家』日本経済新聞社。
- [1997] 「外国人投資家の対日株式投資 “第7次ブームの到来” ——グローバル化の新たな巨波——」『証券調査』, 33-50ページ。
- [1999] 「第8次外国人投資ブーム, そのグローバル視点を解明する」『証券調査』, 43-54ページ。
- 菊地正俊 [2007] 『外国人投資家』洋泉社。
- 北岡孝義他 [2008] 『Eviews で学ぶ実証分析入門——応用編』日本評論社。
- 栗田寛之 [2007] 「日本のコーポレート・ガバナンスと雇用調整の多様性: 企業パネル・データによる実証分析」『進化経済学論集』第11集, 326-44ページ。
- 松浦克己 [2002] 「企業金融・コーポレート・ガバナンスの変遷と企業業績-地価依存と持ち合いの影響」『郵政総合研究所ディスカッションペーパー・シリーズ』。
- 松浦克己・コリン=マッケンジー [2005] 『Eviews による計量経済学入門』東洋経済新報社。
- 宮本光晴 [2008] 「日本の従業員はなぜ株主重視のコーポレート・ガバナンスを支持するのか」(宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』日本評論社), 84-112ページ。

- 野田知彦 [2007] 「メインバンクと雇用削減」(橘木俊詔編『日本経済の実証分析』東洋経済新報社), 161-78ページ。
- 岡村秀夫 [2007] 「企業の株式所有構造」(橘木俊詔編『日本経済の実証分析』東洋経済新報社), 119-39ページ。
- 齋藤隆志・橘木俊詔 [2005] 「中小企業のコーポレートガバナンスと雇用調整」【REITI Discussion Paper Series】05-J-023。
- 代田 純 [2002] 『日本の株式市場と外国人投資家』東洋経済新報社。
- 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』第488巻, 40-51ページ。
- 宇仁宏幸 [2009] 「日本製造業における企業内・企業間分業構造の変化——非正規労働補完説批判」『進化経済学論集』第13集。
- 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』第488巻, 52-63ページ。
- 米澤康博・宮崎政治 [1995] 「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」(橘木俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』), 222-46ページ。
- 吉村典久 [2007] 『日本の企業統治』NTT 出版。

(2008年12月16日受付, 2009年5月8日受理, 編集委員会)