

令和元年（2019年）度

日本の労使関係とコーポレートファイナンス
(要 旨)

一橋大学大学院国際企業戦略研究科
経営・金融専攻金融戦略・経営財務コース

頭士 奈加子

(ID17F002)

第1章 本論文の目的と構成

本論文の目的は、日本的経営の特徴の一つにある企業別労働組合に着目し、従業員とコーポレートファイナンスに関する意思決定との関係を労働組合の存在や影響力を通じて検証することである。このような考察を行う背景には、次のような問題意識があった。

企業にとって従業員は大切な経営資源である。その一方で、従業員の利益と株主や債権者の利益は一致しない場合がある。従業員にとって失業した場合に負うコストが大きいからである。そのため、従業員は時として、株主の利益よりも自らの賃金や処遇、雇用を守ろうとする。しかし、伝統的なコーポレートファイナンスの研究では、従業員と株主・債権者との間の利害対立についてあまり注目されてこなかった。そのため、従業員とコーポレートファイナンスに関する意思決定との間の関係は十分な解明が尽くされていない。労働組合は、労働者保護法制度のもと、従業員が企業と対等に労使交渉を行うために結成される組織である。近年、従業員が労働組合を通じてコーポレートファイナンスに及ぼす影響について調査する研究が注目されており、大きく二つの仮説が議論されている。一つ目の仮説は、企業が労働組合に対する交渉力を高めるため、譲歩余地を少なくする、または少なく見せるような財務ポリシーを選択するという交渉力仮説である (Bronars and Deere 1991, DeAngelo and DeAngelo 1991, Perotti and Spier 1993, D'Souza et al. 2000, Klasa et al. 2009, Matsa 2010, Bova 2013, Marciukaityte 2015, Chino 2016, Choi et al. 2016, Chung et al. 2016, Tong and Huang 2018)。二つ目の仮説は、企業が労働組合によって高められる財務困窮リスクに対処するため、経営の安定性が高まる、または高く見えるような財務ポリシーを選択するという財務困窮コスト仮説である (Chen et al. 2011, Simintzi et al. 2015, Chino 2016, He et al. 2016, Hamm et al. 2018)。類似の文脈として、労働者保護法制度に関する先行研究では、Agrawal and Matsa (2013)、Serfling (2016)、Cui, et al. (2018)、Bai et al. (2019)、

Karpuz et al. (2019)、Qiu (2019)、Woods et al. (2019) が財務困窮コスト仮説を支持する結果を示している。

異なる二つの仮説が報告される原因には、米国における先行研究が産業レベルの労働組合所属率を用いて企業レベルの分析を行っているためかもしれない。産業レベルの労働組合所属率を企業レベルに変換した代理変数では、検証結果が企業ごとの労働組合の影響を表しているのか、産業の特徴を表しているのか識別できないという測定誤差の問題が存在し得る (Klasa et al. 2009, Chen et al. 2011)。この点について、日本では、企業ごとの労働組合データが利用できる。日本の企業レベルの労働組合データを用いれば、先行研究で指摘された測定誤差の問題に対応できる。そこで、本論文では、日本の企業レベルの労働組合データを用いてコーポレートファイナンスに及ぼす影響を検証することを目的とした。

第2章 労働組合に関する制度と状況

第2章では、日本の労使関係の中心的役割を担う労働組合について制度と状況を整理し、米国における労働組合に関する制度についても整理した。日本の労働組合と米国の労働組合を比較すると、どちらの労働組合も法律上の労働者の権利に基づいて組合員を代表する権利と保護を受けている。どちらの労働組合も民主的な運営がこれらの権利や保護の要件となっている。どちらの労働組合も近年では産業単位の統一交渉から企業単位の交渉へと変化してきている。そして、どちらの労働組合もストライキの実施には制約があるため、労使協議や私的仲裁など他のコミュニケーション手段が採用されることが多い。

しかし、大きく二つの特徴的な違いも存在する。第一に、日本では、企業別に労働組合を結成し、企業別労働組合が企業と団体交渉を行う。加えて、労使協議機関などを通じて経営事項を含めた労使コミュニケーションを経営者と直接かつ頻繁に実施している。これに対し、米国では労働組合は産業別に結成され、交渉単位ごとに団体

交渉を行う。この交渉単位は、一つまたは複数の事業所により構成され、単一の雇用主の下で構成される交渉単位もあれば、複数の雇用主の下で構成される交渉単位も存在する。つまり、日本の労働組合の方が、企業ごとの経営状況をよく把握し、企業ごとに影響を及ぼしていると言える。

第二に、日本では、開示規則が労働組合や従業員に関する情報を有価証券報告書に記載するよう求めており、多くの企業が記載をしている。この情報には労働組合員数や従業員数が含まれる。そのため企業ごとの労働組合所属率が把握できる。日本の企業ごとの労働組合員数は企業ごとの労働組合の影響力を測る上で有用である。これに対して、米国では労働組合は産業別に結成されているので、企業別の労働組合員数は広く開示されていない。つまり、日本の方が企業ごとの労働組合の影響力を測りやすい状況にあると言える。日本の企業別労働組合や労働組合に関する情報開示ルールは、日本の労働組合の特徴と言えるであろう。これらの特徴は、従業員が労働組合を通じてコーポレートファイナンスに及ぼす影響を研究するにあたって適切な検証グラウンドを提供するものであると言えよう。

第3章 労働組合に関する先行研究と検証課題

第3章では、先行研究で用いられた労働組合の影響力を測る指標と検証結果を整理し、先行研究に残された検証上の課題を議論した。先行研究では、大きく二つの仮説を支持する結果が報告されている。一つ目の仮説は、企業が労働組合に対する譲歩余地を少なくする、または少なく見せる財務ポリシーを選択するという交渉力仮説である。この仮説と整合する先行研究では、Perotti and Spiers (1993) は、高い負債比率が団体交渉において従業員に対する交渉ツールになることを理論モデルで示している。Bronars and Deere (1991) は、労働協約が適用される労働者の産業ごとの比率が高い企業では負債比率が高いことを実証している。Matsa (2010) は、労働協約が適用される労働者の企業ごとの比率が高い企業では負債比率を高いことを実証して

いる。Marciukaityte (2015) は、労働協約が適用される労働者の企業ごとの比率が高い企業では負債比率を高いことと、この関係が Right-To-Work 法（団結否認法）が導入されていない州においてより顕著であることを実証している。Choi et al. (2016) は韓国企業を対象とした研究で、企業レベルの労働組合所属率が高い企業は負債比率が高いことを実証した。Klasa et al. (2009) は、労働協約が適用される労働者の産業ごとの比率が高い企業は現金保有を少なくすることを実証している。Tong and Huang (2018) は米国以外の 65 か国の企業について、国レベルの労働組合所属率を利用して、労働組合所属率が高い国において企業の現金保有が少ないことを実証している。Chino (2016) は、労働協約が適用される労働者の産業ごとの比率が高く収益性の高い企業は配当を増やすことを実証している。DeAngelo and DeAngelo (1991) は、団体交渉が行われる年かどうかを表すダミー変数を用いて、団体交渉の際に一度きりの特別損失などによる減益が報告されやすいことを実証している。D’Souza et al. (2000) は、各企業の退職給付の対象となる従業員について労働組合が存在するかどうかの指標を用い、労働組合がある企業では利益が少なく見えるような会計手法を選択することを実証している。Bova (2013) は、労働協約が適用される労働者の企業ごとの比率や産業ごとの労働組合所属率が高い企業ほどアナリスト予想を未達にすることを実証している。Chung et al. (2016) は韓国企業を対象に、企業レベルの労働組合所属率が高い企業ほど団体交渉の間良いニュースの公表を留め、悪いニュースの公表を促すことを実証している。

二つ目の仮説は、企業が労働組合によって高められる財務困窮コストに対処するため、経営の安定性を高くする、また高く見せるという財務困窮コスト仮説である。この仮説と整合する先行研究では、Chen et al. (2011) は、労働協約の対象となる従業員の産業別の比率が高いほど企業の営業レバレッジが低下し、資本コストが高まることを実証している。Simintzi et al. (2015) が OECD 加盟国 21 か国の企業を対象とした研究で、国レベルの労働組合所属率が高い企業は負債比率が低いことを実証している。Chino (2016) は、労働協約が適用される労働者の産業ごとの比率が高く収

益性の低い企業が配当を減らすことを実証している。He et al. (2016) は、労働組合承認選挙の結果、労働組合が承認された企業の方が配当を抑制することを実証している。Hamm et al. (2018) は、産業レベルおよび州レベルの労働組合所属率、並びに、企業ごとの労働組合の有無を用いて、労働組合所属率が高い企業・労働組合がある企業が利益を平準化することを実証している。加えて、類似の文脈として、労働者保護法制度に関する先行研究では Agrawal and Matsa (2013)、Serfling (2016)、Cui, et al. (2018)、Bai et al. (2019)、Karpuz et al. (2019)、Qiu (2019)、Woods et al. (2019) が財務困窮コスト仮説を支持する結果を示している。

先行研究において、二つの異なる結果が報告される要因の一つに、米国の労働組合の構造があるかもしれない。米国の労働組合は、産業、職種ごとに組織されている。また、開示規則では年次報告書に労働組合に関する状況を記載することは求められていない。こうした事情から、米国では企業レベルの労働組合データが不足している。そのため、先行研究では通常、国や産業レベルの労働組合に関する指標を企業レベルの代理変数に変換し、企業レベルの検証をしている¹。国や産業レベルの労働組合に関する情報に基づき作られた代理変数を用いた企業レベルの分析では、得られた結果が、企業における労働組合の影響によるものなのか、国や産業の影響によるものなのか識別できないという測定誤差の問題が指摘されている (Klasa et al. 2009, Chen et al. 2011)。

一方、日本の労働組合は、企業ごとの労働組合が組成されており、また、開示規則において労働組合についての報告が求められている。従って、企業ごとに労働組合の存在やその影響力を測ることができる。このデータを用いれば、企業ごとの労働組合所属率が算出できる。つまり、日本の労働組合データを用いることは、企業ごとの労働組合の影響を検証する上では適切な検証グラウンドと言えよう。従業員が労働組

¹ いくつかの米国における先行研究では、限られたサンプルで、企業レベルの労働組合に関する指標を用いた検証が行われている (DeAngelo et al. 1994, D'Souza et al. 2000, Matsa 2010, Bova 2013, Marciukaityte 2015, He et al. 2016, Hamm et al. 2018)。

合を通じてコーポレートファイナンスに及ぼす影響について議論を深めるためには、日本の企業レベルの労働組合データを用いて企業レベルの検証を行う意義は大きいと考える。

第4章 労働組合と経営者予想

第4章では、日本の企業レベルの労働組合所属率データと経営者予想データを用いて、労働組合と経営者予想との間の関係を調査した。

先行研究では、経営者が様々なステークホルダーに利用されていることが実証されている。経営者予想と労働組合との関係は報道でしばしば言及される。そのため、労働組合も経営者予想を団体交渉において利用していることが考えられる。しかし、経営者予想と労働組合との間の関係を調査した研究はほとんどない。

労働組合が経営者予想に及ぼす影響については二つの仮説が考えられる。一つ目の仮説は、経営者が、労働組合の要求に曝される企業の余剰をできるだけ少なくするために戦略的な行動をとるという仮説である（交渉力仮説）。労働組合がある企業の従業員は、労働組合がない企業の従業員に比べて、高い賃金を期待する（Hirsch 2004）。労働組合は企業が得た超過キャッシュフローについて分配するよう主張しようとするかもしれないため、労働組合が強い企業はこの主張に対抗すべく、期待される超過キャッシュフローを減らすインセンティブを持つ（Matsa 2010）。労働組合は企業の開示情報から情報を集め団体交渉の戦略を練るため、労働組合が強い企業の経営者は労働組合が期待される超過キャッシュフローが低くなるような情報開示戦略をとることが考えられる。この仮説のもとでは、経営者が、企業にとって労働組合の要求に対する譲歩余地を減らして、労働組合からの譲歩を得るために、経営者予想を低めに出す傾向があることが予想される。

二つ目の仮説は、労働組合の活動に由来する財務困窮コストを減らすような財務ポリシーを選択するという仮説である（財務困窮コスト仮説）。先行研究では潜在的

な失業に対する保障として従業員が賃金プレミアムを要求されている (Topel 1984)。そのような要求は、団体交渉を通じて労働組合によって強められ、結果として高い営業費用につながる。従業員の失業リスクを減らしてこのような要求を避け、財務困窮コストを少なくするインセンティブを持つかもしれない。この仮説を経営者予想に当てはめると、経営者は労働組合に、失業は起こりそうになく、従業員の失業リスクは少ないと思わせるために、楽観的な経営者予想を出すことが予想される。これらの仮説によると、経営者は経営者予想を低めに出すインセンティブと高めに出すインセンティブの両方を持っている可能性があり、それゆえに二つの仮説は相互に排他的なものではない。

研究の結果、経営者は、労働組合に対する交渉力を備えるために、企業が労働組合の要求に対応する余地を少なく見せることがわかった。本研究の結果は、労働組合に関する潜在的な内生性をコントロールした後でも、労働組合所属率の水準が高い企業は経営者予想を低めに出すことがわかった。この結果は、売上高、経常利益、当期利益の経営者予想について確認できた。この傾向は、団体交渉の前や団体交渉の間に、より顕著となる。この結果は、売上高、経常利益、当期利益について確認できた。労働組合所属率が高い企業は、日本の経済的な不確実性が高い期間に、経営者予想がより低めに出す傾向がある。さらに、労働組合が強い企業の経営者は前年度の売上高や利益の実績と比べても低い経営者予想を出す傾向がある。

本研究は、①労働組合に関連した企業的意思決定、②経営者予想、③情報開示のタイミングという三つの重要な分野の先行研究に対して貢献している。第一に、本研究は交渉力仮説を支持する強力なエビデンスを提供した。労働組合に関する実証結果の多くは、国や州、産業レベルの労働組合所属率データを企業レベルの代理変数に変換して、二つの仮説に関する検証を行なっている。そのため、どちらの仮説がより支配的なのかは実証上の課題として残っている。日本の企業レベルの労働組合所属率データに基づき、本研究の結果は交渉力仮説を強く支持するものである。第二に、本研究は、労働組合が経営者にとって経営者予想にバイアスをかけるインセンティブ

になっていることを示すことで、経営者予想の文献に貢献した。経営者は経営者予想にバイアスをかける様々なインセンティブを持っていることが先行研究によって知られている。本研究は、労働組合があることにより経営者が経営者予想を低めに出すというエビデンスを初めて提供するものである。第三に、本研究は、情報開示のタイミングに関する研究に対し、経営者が経営者予想を労使交渉のスケジュールを考慮して経営者予想をより低めに出しているというエビデンスを提供することにより先行研究を補完するものである。

第5章 労働組合と負債比率

第5章では、日本の企業レベルの労働組合データを用いて、労働組合が企業の負債比率に及ぼす影響を調査した。

労働組合と企業の負債比率を調査した先行研究では、国や産業レベルの労働組合所属率を用いた調査が行われてきた (Bronars and Deere 1991, Simintzi et al. 2015)。しかしながら、結果は混在しており、二つの仮説が提示されている。労働組合が負債比率に対してネガティブな影響を及ぼすとする財務困窮コスト仮説 (Simintzi et al. 2015) と、労働組合が負債比率に対してポジティブな影響を及ぼすとする交渉力仮説 (Bronars and Deere 1991) である。一致した見解が得られない潜在的な原因の一つには、先行研究、特に米国の先行研究が国または産業レベルの労働組合データを企業レベルの分析に用いてきたからかもしれない。国または産業レベルの労働組合データを用いた分析では、国または産業の特徴による効果なのか、企業内の労働組合の影響による効果なのかを識別することが難しい。こうした先行研究と対照的に、本研究では日本の企業レベルの労働組合所属率データを用いる。日本の開示規則は上場企業に労働組合に関する情報を有価証券報告書で報告することを求めている。労働組合員数に関するこの企業レベルのデータを用いることで、各上場企業内の労働組合の

影響を識別することが可能になる。本研究の目的は、企業レベルの労働組合所属率データをを用いて、労働組合と企業の負債比率との関係に関する財務困窮コスト仮説と交渉力仮説を調査することにある。

本研究では、労働組合所属率が高い企業ほど、水準と変化のそれぞれの観点で見ても、負債比率を低くすることがわかった。なお、この関係は企業が財務困窮にある時でも頑健である。また、インタレストカバレッジレシオに関する分析結果では、労働組合所属率が高い企業ほどインタレストカバレッジレシオが高いことを確認した。加えて、労働組合所属率が高く財務困窮にある企業では、株式と比べて負債の発行を選択しない傾向があることもわかった。これらの結果は、財務困窮コスト仮説と整合的であり、労働組合の影響により増えた固定費が企業の借入れ余地を押し退けていることを示唆するものである。

本研究は、財務困窮コスト仮説を支持する強力なエビデンスを提供することで、労働組合と企業の負債比率との関係に関する先行研究に貢献している。国レベルの労働組合所属率データを用いた Simintzi et al. (2015) や、団体交渉の対象となる年金プランのうち最も大きいプランに加入している就労中の従業員数が総従業員に占める割合を用いた Woods et al. (2019) も財務困窮コスト仮説を支持する結果を発見している。労働組合は年金以外の様々な労働条件についても交渉を行うため、年金プランに加入している就労中の従業員数の比率は企業レベルの労働組合の組織化状況を示す指標の十分な代替にはならない。本研究の結果は、より直接的に企業内の労働組合の組織化状況を示す指標である、企業レベルの労働組合所属率に関する日本の大規模なデータを使うことによって、Simintzi et al. (2015) や Woods et al. (2019) の結果を補足するものである。対照的に、本研究の結果は、交渉力仮説を支持する先行研究とは異なる結果である。

第6章 労働組合と現金保有

第6章では、日本の企業別労働組合のデータを用いて労働組合が企業の現金保有に及ぼす影響を調査した。現金保有の決定要因に関する研究は多くあるが、現金保有に関する企業のポリシーに労働組合が及ぼす影響についてはあまり注目されてこなかった。労働組合と現金保有に関する先行研究では、Klasa et al. (2009) が労働協約の適用対象となる労働者の産業ごとの比率の高い企業は現金保有が少ないことを報告し、Tong and Huang (2018) が労働組合所属率の高い国では企業の現金保有が少ないことを報告している。しかし、彼らの研究は国や産業別の労働組合に関する指標を企業レベルの分析で使用しているため、得られた結果が国や産業の特徴によるものなのか、企業ごとの労働組合の影響力によるものなのかは明確にされていない。企業の現金保有の多寡が、国や産業の影響なのか、企業別の労働組合の影響なのかは、国や産業別の労働組合所属率を変換した代理変数では識別することが難しい。これに対し、日本では、各企業は毎年発行する有価証券報告書の中で企業別労働組合に所属する組合員の数を報告することが求められている。この企業別労働組合の組合員数を使うことで、労働組合が現金保有に及ぼす影響が企業ごとに調査できる。本研究では、先行研究が抱える検証上の課題について、日本の企業レベルの労働組合データを用いた検証を行うことで解決する。

労働組合が企業の現金保有に及ぼす影響を調査するために、従業員が企業の意思決定に及ぼす影響に関する先行研究を引用して、二つの仮説を検討する。一つ目の仮説は、労働組合の影響力が強い企業は、労働組合の活動が固定費を増やすことに起因する財務困窮リスクに対応するという予備的動機から現金保有を厚くするという仮説である（財務困窮コスト仮説）。労働組合と同じく従業員の影響力の一つの指標である労働者保護法制度に関する研究では、労働者保護が強くなるほど企業の現金保有が厚くなることが報告されている（Cui, et al. 2018, Karpuz et al. 2019, Qiu 2019）。

二つ目の仮説は、労働組合により高まった従業員の交渉力に対して企業が労働組

合からの要求を退け易くするために、戦略的に現金保有を薄くするという仮説である交渉力仮説)。先行研究では、労働協約が適用される労働者の産業ごとの比率が高い企業は現金保有が少ないことが報告されている (Klasa et al. 2009)。また、労働組合所属率が高い国において企業の現金保有が少ないことも報告されている (Tong and Huang 2018)。このように、労働組合が企業の現金保有に及ぼす影響に関しては、財務困窮コスト仮説と交渉力仮説のどちらの仮説も考えられるが、どちらの仮説が支配的なのかは、企業別の労働組合所属率を用いた検証を行わなければ十分に解明されない。本研究の目的は、企業レベルの労働組合所属率データを用いて、労働組合と企業の現金保有との関係に関する財務困窮コスト仮説と交渉力仮説を調査することにある。

検証の結果、労働組合の影響力が強い企業ほど企業の現金保有が多いことが分かった。この結果は市場の占有度が高い産業でも頑健であった。また、負債比率が高い企業や財務困窮企業においても確認された。同様の検証を現金保有の変化についても行なった結果、労働組合の影響力が強い企業ほど現金を溜め込むことがわかった。また、労働組合が強い企業はコミットメントライン契約による借入れ枠を利用する傾向があることが分かった。これらのことは、経営者が労働組合により高められた固定費による財務困窮リスクに対応する予備的動機から現金保有やコミットメントラインを通じた流動性を確保していることを示唆する。これらの結果は財務困窮コスト仮説を支持するものである。

第7章 結論と今後の展望

本論文の目的は、従業員とコーポレートファイナンスに関する意思決定との関係について、日本のユニークな企業別の労働組合データに着目して検証することであった。本論文の結果から、労働組合がコーポレートファイナンスに関する意思決定に影響を及ぼしていることが示された。第4章から第6章にかけてのそれぞれの結果

から、労働組合の影響力が強い企業では①業績の見通しに関しては労働組合の要求に対応する余力を少なく示す意思決定を行っていること、②負債比率や現金保有においては財務困窮コストを下げる意思決定を行いつつが示唆された。本論文は、労働組合とコーポレートファイナンスに関する先行研究の議論に対し、企業レベルの労働組合所属率を利用し企業レベルの分析を行うことで、従業員が労働組合を通じてコーポレートファイナンスの意思決定に影響及ぼしているというエビデンス、および、負債比率と現金保有に関して財務困窮コスト仮説を支持するエビデンス、経営者予想に関して交渉力仮説を支持するエビデンスを提供し、貢献した。また、実務的には従業員が労働組合を通じてコーポレートファイナンスの意思決定に影響及ぼしているという本研究の成果は、企業が労使関係に関する情報を開示することへの意義を示唆するものである²。

本論文では、日本の企業レベルの労働組合データを用いて、労働組合がコーポレートファイナンスに関する意思決定との関係を検証した。国民性、労働者保護、株主・債権者保護といった国の特徴は各国で異なっている。そのため、コーポレートファイナンスに関する労働組合の影響は、国によって異なるかもしれない。今後の研究では、企業レベルの労働組合に関する国際的なデータが利用可能であれば、本論文の結果が国の特徴が異なる場合にも一般的に適用可能なものかどうかを検証することができるだろう。

² 例えば、現時点の米国の開示規則では、従業員の情報に関して従業員数の開示を求めるに留まる。一部の企業は労働協約でカバーされる従業員数を任意で開示している。SEC が 2019 年 8 月 23 日付けで公表した「Modernization of Regulation S-K Items 101, 103, and 105」において、労働協約でカバーされる従業員数（非組合員数を含む）の開示を追加する規則案が提案されている。

参考文献

- Agrawal, Ashwini K., and David A. Matsa. 2013. "Labor unemployment risk and corporate financing decisions." *Journal of Financial Economics* 108 (2): 449-470.
- BaiJohn (Jianqiu) , FairhurstDouglas, , SerflingMatthew. 2019. "Employment Protection, Investment, and Firm Growth." *The Review of Financial Studies* Forthcoming.
- Bova, Francesco. 2013. "Labor Unions and Management's Incentive to Signal a Negative Outlook." *Contemporary Accounting Research* 30 (1): 14-41.
- Bronars, Stephen G., and Donald R. Deere. 1991. "The Threat of Unionization, the Use of Debt, and the Preservation of Shareholder Wealth." *The Quarterly Journal of Economics* 106 (1): 231-254.
- Chen, Huafeng (Jason), Marcin Kacperczyk, and Hernán Ortiz-Molina. 2011. "Labor Unions, Operating Flexibility, and the Cost of Equity." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46 (1): 25-58.
- Chino, Atsushi. 2016. "Do labor unions affect firm payout policy?: Operating leverage and rent extraction effects." *Journal of Corporate Finance* 41 (-): 156-178.
- Choi, Chil Sun, Pando Sohn, and Ji-Yong Seo. 2016. "Relationship between leverage and the bargaining power of labor unions: evidence from theoretical and empirical perspectives." *Estudios de Economia* 43 (1): 53-69.
- Chung, Richard, Bryan Byung-Hee Lee, Woo-Jong Lee, and Byungcherl Charlie Sohn. 2016. "Do Managers Withhold Good News from Labor Unions?" *Management Science* 62 (1): 46-68.
- Cui, Chenyu, Kose John, Jiaren Pang, and Haibin Wu. 2018. "Employment protection and corporate cash holdings: Evidence from China's labor contract law." *Journal of Banking and Finance* 92: 182-194.
- DeAngelo, Harry, and Linda DeAngelo. 1991. "Union negotiations and corporate policy: A

- study of labor concessions in the domestic steel industry during the 1980s." *Journal of Financial Economics* 30 (1): 3-43.
- D'Souza, Julia, John Jacob, and K. Ramesh. 2000. "The use of accounting flexibility to reduce labor renegotiation costs and manage earnings." *Journal of Accounting and Economics* 30 (2): 187-208.
- Hamm, Sophia J. W., Boochun Jung, and Woo-Jong Lee. 2018. "Labor Unions and Income Smoothing." *Contemporary Accounting Research* 35 (3): 1201-1228.
- He, Jie Jack, Xuan Tian, and Huan Yang. 2016. "Labor unions and payout policy: A regression discontinuity analysis." San Francisco: American Finance Association.
- Karpuz, Ahmet, Kirak Kim, and Neslihan Ozkan. 2019. "Employment Protection Laws and Corporate Cash Holdings." *Journal of Banking and Finance* In Press.
- Klasa, Sandy, William F. Maxwell, and Hernán Ortiz-Molina. 2009. "The Strategic Use of Corporate Cash Holdings in Collective Bargaining with Labor Unions." *Journal of Financial Economics* 92 (3): 421-442.
- Marciukaityte, Dalia. 2015. "Right-to-Work Laws and Financial Leverage." *Financial Management* 44 (1): 147-175.
- Matsa, David A. 2010. "Capital Structure as a Strategic Variable: Evidence from Collective Bargaining." *The Journal of Finance* 65 (3): 1197-1232.
- Perotti, Enrico C., and Kathryn E. Spier. 1993. "Capital Structure as a Bargaining Tool: The Role of Leverage in Contract Renegotiation." *The American Economic Review* 83 (5): 1131-1141.
- Qiu, Yue. 2019. "Labor Adjustment Costs and Risk Management." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 54 (3): 1447-1468.
- Serfling, Matthew. 2016. "Firing Costs and Capital Structure Decisions." *The Journal of Finance* 71 (5): 2239-2286.
- Simintzi, Elena, Vikrant Vig, and Paolo Volpin. 2015. "Labor Protection and Leverage." *The*

Review of Financial Studies 28 (2): 561–591.

Tong, Zhenxu, and Hui Huang. 2018. "Labor Unions and Corporate Cash Holdings: Evidence from International Data." *Journal of Financial Research* 41 (3): 325-350.

Topel, Robert H. 1984. "Equilibrium Earnings, Turnover, and Unemployment: New Evidence." *Journal of Labor Economics* 2 (4): 500-522.

Woods, Keegan, Kelvin Jui Keng Tan, and Robert Faff. 2019. "Labor unions and corporate financial leverage: The bargaining device versus crowding-out hypotheses." *Journal of Financial Intermediation* (37): 28-44.