

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
(要約版)

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)

目次

目次.....	i
第1章 本論文の目的と構成.....	1
1.1 研究の背景と目的.....	1
1.2 本論文の構成.....	3
第2章 労働組合に関する制度と状況.....	6
2.1 はじめに.....	6
2.2 日本の労働組合.....	6
2.2.1 労働組合に関する制度.....	6
2.2.2 労働組合の活動.....	8
2.3 米国の労使関係.....	11
2.4 結論.....	14
第3章 労働組合に関する先行研究と検証課題.....	16
3.1 はじめに.....	16
3.2 先行研究の整理.....	16
3.2.1 交渉力仮説.....	16
3.2.2 財務困窮コスト仮説.....	19
3.3 結論.....	21
第4章 労働組合と経営者予想（要約）.....	24
第5章 労働組合と負債比率（要約）.....	29
第6章 労働組合と現金保有（要約）.....	31
第7章 結論と今後の展望.....	33
7.1 はじめに.....	33
7.2 各章のまとめ.....	34

7.3 本論文の結論	36
参考文献.....	38
謝辞.....	45

第5章は、Suzuki, Katsushi, and Nakako Zushi. 2020. "Labour unions and leverage: evidence from firm-level union data." *Applied Economics*, 52(27): 2882-2894.をもとに作成したものである。

第1章 本論文の目的と構成

1.1 研究の背景と目的

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。例えば、従業員が適した職を得るにはコストがかかる (Diamond 1982, Mortensen and Pissarides 1994)¹。従業員の能力は事前には完全には分からないため、雇用契約は賃金や処遇の事後的な再交渉が必要となる (Harris and Holmstrom 1982)。従業員の企業特種的な人的資本は他社で通用しないため、その価値は限られる (Lazear 2009)。従業員はこれらの失業に起因する多大なコストを潜在的に負っている。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。伝統的なコーポレートファイナンスの議論では、従業員と株主や債権者との間の利益相反や利益分配について、明示的な分析対象として注目されることは少なかった。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、いまだ十分な説明が尽くされていない。

従業員は、賃金や処遇の改善、雇用の維持について企業と交渉するために、労働組合を結成することができる。労働組合とは、労働者が使用者との交渉において対等の立場に立ち、労働条件の維持改善その他経済的地位の向上を図るために、自主的に組織する団体である。日本では、労働者が団結し、使用者と団体交渉を行い、ストライキ等の団体行動を行うことが、労働者の基本的な権利（労働三権）として憲法第28条で保障されている。労働三権を具体化するために制定された労働組合法では、労働組合に対して使用者との間で労働協約を締結する権利を認めるとともに、使用者が

¹ 例えば、情報収集のための費用、移動費用、求人倍率や景気ショックが賃金水準に及ぼす影響を指す。

労働組合及び労働組合員に対して不利益な取扱いをすることを禁止している。労働者は労働三権を、個々の企業ごとに結成される企業別労働組合を通じて行使する。企業別労働組合と企業は、従業員の賃金、労働時間等の労働条件を団体交渉により協議する。そのほかにも、企業別労働組合と企業との間では経営に関する事項に関してコミュニケーションを取ることが重視されており、企業別労働組合と企業の幹部により構成される経営協議機関を常設する企業も少なくない（厚生労働省「平成26年労働コミュニケーション調査」）。このように、日本では、企業ごとに、労働組合を通じて従業員と経営者とが頻繁にコミュニケーションを図っている。つまり、日本の企業別労働組合は、経営者に対して影響力を持つと言えよう。

労働組合がコーポレートファイナンスに及ぼす影響に関する研究は、近年注目されている。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（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（Chen et al. 2011, Simintzi et al. 2015, Chino 2016, He et al. 2016, Hamm et al. 2018）²。このように、労働組合がコーポレートファイナンスに及ぼす影響は、今なお議論の対象となっている。

こうした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。各組合は本部、地方本部および各地方・企業ごとの支部（ローカル）で構成される。組合員はローカルに所属している。加えて、

² 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 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。

米国の開示規則は労働組合に関する情報を企業の年次報告書（Form 10-K）で開示することを求めている。このような事情から、米国における先行研究では産業別の労働組合の所属率を使った検証を行うことが多い。そのため、得られた結果が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識別できないという分析課題がある。一方、日本では、企業ごとに労働組合が組成されている。加えて、開示規則により各企業は組合員数など労働組合に関する情報の開示が求められている。日本の企業レベルの労働組合データを用いれば、企業ごとに労働組合の存在やその影響力をはかることができる。つまり、日本は、労働組合がコーポレートファイナンスに及ぼす企業レベルの影響を検証する上では最適な検証グラウンドと言える。本論文の目的は、日本のユニークな企業レベルの労働組合データを用いて、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検証することにある。

1.2 本論文の構成

本論文は全7章で構成される。第2章以降の構成は次の通りである。第2章では、日本の労働組合に関する制度とその実態を整理し、日本の労働組合の特徴を検討する。ここでは、労働組合が持つ権能およびその活動、労使間のコミュニケーションで重視される事項について整理するとともに、労働組合を持たない企業で労働条件がどのように定まるのかの整理を通じて、労働組合を通じた従業員の影響力について考察する。また、米国における労働組合に関する制度を整理し、日本の労働組合について米国と異なる特徴についても考察する。

第3章では、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レビューを行い、本論文における検証課題を導出する。まず、先行研究で議論されている様々な仮説を紹介し、実証分析に用いられた指標と検証結果について整理する。次に、先行研究に残る検証上の課題などを議論し、前章で論じた日本の労働組合に関する考察と合わせて、本論文で検証すべき課題を導出する。

第4章から第6章では、第3章で導出された検証課題に対応した実証分析を行う。第4章では、労働組合が経営者予想バイアスに及ぼす影響を検証する。経営者予想は株主や債権者など様々なステークホルダーに利用される。また、経営者予想は市場参加者の期待調整や訴訟リスクなど様々な要因によりバイアスがかけられる。労働組合も経営者予想を労使交渉に用いる。しかし、労働組合が経営者予想にどのような影響を及ぼすのかは十分に解明されていない。本章では、主に経営者予想と予想された期の実績との差で測る経営者予想バイアスについて、企業レベルの労働組合所属率を用いた検証を行なう。その際、労働組合が経営者予想に及ぼす影響として、経営者が労働組合に対する交渉力を高めるために経営者予想にネガティブなバイアスをかけるといふ交渉力仮説と、経営者が労働組合からの失業リスクへの補償としての賃上げ要求を避けるために経営者予想にポジティブなバイアスをかけるといふ財務困窮コスト仮説を検証する。検証結果については期初予想、団体交渉前の期間、経済の不確実性が高い期間においても頑健かどうかを検証する。また、経営者予想と前期の実績やアナリスト予想コンセンサスとの差についても検証する。加えて、有効なガバナンスのもとでの影響についても検証する。

第5章では、労働組合が企業の資本構成に及ぼす影響を検証する。資本構成に関するトレードオフ理論では直接的・間接的な倒産コストが資本構成の決定に影響する。従業員の影響力が強い企業においては、労働組合により高められた固定費により、特定の負債比率における財務困窮コストが高くなり、負債を借り入れる余地が少なくなることが考えられる（財務困窮コスト仮説）。一方、労働組合との団体交渉においては、企業の譲歩余地が無いと労働組合に思わせられる方が企業の交渉力が高まるため、こうした状況を作るため負債を積極的に利用することが考えられる（交渉力仮説）。本章では、有利子負債比率と企業レベルの労働組合所属率を用いて、これらの二つの仮説を検証する。検証結果については、財務困窮にある企業においても頑健かどうか、インタレストカバレッジレシオについても整合的な傾向が見られるか、負債発行・株式発行の選択においても整合的な傾向が見られるかを検証する。さらに、負

債比率の変化に関するダイナミックパネル分析を用いた頑健性の検証も行う。

第6章では、労働組合が企業の現金保有に及ぼす影響を検証する。現金保有の決定要因に関する研究は多くあるが、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。産業別の労働組合所属率と企業の現金保有について調査した先行研究では、労働組合に対する交渉力を高めるために、労働組合への譲歩余地がなくなるよう、現金保有を少なくするという交渉力仮説が指示されている。従業員と現金保有との関係を調査した先行研究では、労働者保護が企業の固定費を増やし、財務困窮リスクを増やすため、予備的動機から現金保有を増やすという財務困窮コスト仮説が報告されているが、労働組合についてこの仮説を検証した研究はない。本研究では現金保有の水準と企業レベルの労働組合所属率を用いて、これらの仮説のどちらがより支配的かを検証する。検証の結果については、交渉力の重要性が異なる場面でも、結果が頑健かどうかを検証する。また、現金保有量の変化や、コミットメントライン契約の有無においても、整合的な結果が得られるかどうかを検証する。

第7章では、第1章から第6章までの議論を総括し、実証分析から得られたエビデンスとその示唆についてまとめ、従業員が労働組合を通じて日本企業の財務ポリシーに及ぼす影響について本論文の結論および貢献を述べる。最後に、今後の展望について述べ、本論文の結びとする。

第2章 労働組合に関する制度と状況

2.1 はじめに

本章の目的は、日本の労使関係の中心的役割を担う労働組合に関して、その制度と状況を整理し、日本の労働組合の特徴を把握することにある。まず、労働組合が持つ権能とその法的根拠、現在の労働組合の状況、労働組合の活動について整理することにより、労働組合を通じた従業員の影響力について考察する。次に、米国における労働組合に関する制度を整理し、最後に日本の労働組合について米国と異なる特徴を考察する。

2.2 日本の労働組合

2.2.1 労働組合に関する制度

日本では、憲法第28条の労働三権（団結権、団体交渉権、団体行動権）を基礎として、労働者が自由に労働組合を組織し、企業と労使交渉を行っている。これは、団体交渉を通じて労働条件の維持改善その他経済的地位の向上を図ることを認めるものである。このため労働組合は、法律上、様々な法的保護を受けている。具体的には、労働組合法は、労働協約締結（第14条）とその規範的效果（第16条から第18条まで）を認めた上で、労働組合の代表者は組合員のために使用者と労働協約の締結その他の事項に関して交渉する権限を付与されている（第6条）。また、労働者が労働組合の組合員であることや労働組合の正当な行為をしたことを理由に、その労働者を解雇したり、不利益な取扱いをしたりすること、労働組合と団体交渉することを正当な理由がなく拒むこと等を不当労働行為として使用者に対して禁止している（第7

条)¹。その他にも労働組合は、正当な争議行為や組合活動の際の刑事責任・民事責任の免除（第1条第2項、第8条）、不当労働行為の禁止（第7条）及びその救済手続（第27条）などの特権を受けている。また、労働組合法第7条第1項ただし書きは、従業員の過半数を代表する労働組合について、その従業員がその労働組合の組合員であることを雇用条件とする条項（ユニオンショップ）の締結を容認している²。2016年6月30日時点で労働組合のうち64.8%の労働組合でユニオンショップ協定が締結されている（厚生労働省「平成28年労働組合活動等に関する実態調査」）。なお、同時点で、労働組合のうち、別組合がある組合は11.5%であった（同調査）労働組合法上の労働組合としてこれらの保護を受けるためには、労働者の主体性、自主性、団体性、労働条件の維持改善その他経済的地位の向上を図ることを主たる目的とすることという要件を満たす必要がある（第2条第1項）。加えて、不当労働行為救済手続（第27条）を利用するためには、組合員の均等待遇、人種・宗教・性別・門地および身分による差別の禁止、直接無記名投票による組合役員選挙、総会の開催、財源の監査証明や公開など、組合運営の民主性（第5条）も要件となる。

日本における労働組合の普及は、第二次世界大戦後のGHQによる5大改革指令（1945年10月）の中で労働組合の結成・活動が奨励されたことに端を発する。この指令を背景として労働組合法（1945年12月）、労働関係調整法（1946年9月）および労働基準法（1947年4月）が公布され、国内では労働組合結成の動きが盛んになった。このような流れの中で、終身雇用制度を背景に、結果的に多く採用されたのは企業別労働組合であった。企業別組合は、同一企業グループに所属する従業員を工職

¹ ユニオンショップの効力はユニオンショップを締結している労働組合からの脱退者や被除名者がどの労働組合にも所属しない場合に限られる（三井倉庫港運事件（最高裁平元年12月14日第一小法廷判決）及び日本鋼管鶴見製作所事件（最高裁平元年12月21日第一小法廷判決））。つまり、ユニオンショップを締結していない労働組合に所属する従業員には及ばず、ユニオンショップを締結している労働組合からの脱退者や被除名者が他の労働組合に所属し、または、新たに労働組合を結成した場合もユニオンショップの効力は及ばない。これは、日本ではユニオンショップを締結している労働組合の団結権も、他の労働組合の団結権も同等に保障されているためである。

² 付随的な政治活動や共済活動は可能である。

の別なく組織する労働組合である。企業別組合の組合役員は当該企業に勤務する組合員の中から選出される。上部団体に加盟している場合であっても、組合規約の制定・財政・人事等は企業別組合が自主性を維持しつつ運営している。この点は企業横断的に職業別、産業別に組織された労働組合と異なる。各企業別組合は集結して、上位団体である産業別労働組合（産業別連合体）を形成し、さらにナショナルセンターを形成する。日本では、一般的に、企業別組合が各企業との間で労使関係を構築し、団体交渉・労使協議も企業単位で行われる。産業別組合やナショナルセンターは、企業別組合に対し、同業他社の労働条件や処遇制度に関する情報提供、春闘のサポート、ポリシー提言といった役割を果たしている。

厚生労働省が行った「平成30年労働組合基礎調査」によると、2018年6月30日時点で、労働組合員数は24,328組合、労働組合員数は1,007万人、推定組織率（雇用者数に占める労働組合員数の割合）は17.0%である。企業別の労働組合に関する情報は各社の労働組合に関する状況は、有価証券報告書の「第一部【企業情報】第1【企業の概況】の5【従業員の状況】」で見ることができる。2017年7月14日に施行された「企業内容等の開示に関する内閣府令（昭和四十八年大蔵省令第五号）」では「最近日までの1年間において、連結会社又は提出会社の従業員の人員に著しい増減があった場合にはその事情を、労働組合との間に特記すべき事項等があった場合にはその旨を簡潔に記載すること。」とされており、これに従い提出会社各社の判断で記載されている。なお、取得できる情報には、労働組合の有無、労働組合員数、従業員数人および平均勤続年数が含まれている。

2.2.2 労働組合の活動

労働組合活動では、労働条件、経営参加、組合員サービス、政治・経済・社会活動などが行われる。年間の活動スケジュールとしては、上期に新体制が確立し、会社からの情報収集や組合員との労働条件や施策等を協議して団体交渉の「議案書」を決定

し、第4四半期に団体交渉を行う。日本企業の大半を占める3月決算企業では、この団体交渉は2月から3月に行われるため、「春闘」とも呼ばれる。団体交渉終了後は組合加入促進の取り組み、組合員の意見集約、今年度の活動結果の総まとめと次年度の方針立案を行う、次期の体制に引き継ぐ。

団体交渉は労働組合の主要な活動である。団体交渉は企業別労働組合と経営者間で実施される。正当な団体交渉の要求を会社側は拒否することはできない(労組法14条)。また、団体交渉では、最低賃金など労働法上の強行法規に基づく条件に留まらず、賃金、退職金、有給休暇、介護休暇、産休・育休など広く労働条件について協議する。各企業別労働組合は、産業別労働組合を通じて情報交換等の連携を行う。

団体交渉で合意した労働条件は、企業と労働組合との間で締結される労働協約に定められ、有効になる。また、労働協約は就業規則や労働契約よりも優先して適用される(労働基準法第92条、第93条、労働契約法第12条、第13条、労働組合法第16条)。さらに、一定の条件のもと締結された労働協約には、事業場単位の一般的拘束力が認められている(労働組合法第17条)³。具体的には、常時使用される労働者のうち4分の3以上の労働者が労働協約の適用を受けるときは、当該事業場の4分の1以下の少数者にも、その協約が自動的に拡張して適用される。このように、労働組合と企業との間で締結される労働協約は強い効力を有している

労働基準法など労働条件等に関する法令の解除や緩和に関しては、各法令の定めによる労使間の合意によりこれを定めることとなっている。なお、この労使間の合意は、一般的に労働組合と企業との間で行う⁴。例えば、労働基準法第13条では、法律

³ 判例、裁判例では積極的に多数組合に代表権を認めるものではないと解されている。非組合員に不利益な場合の適用には一定の制限がある(朝日火災海上保険会社事件 最高裁平成8年3月26日第三小法廷判決)。また、少数組合がある場合で少数組合の労働条件の方が有利なときは拘束力が及ばない(黒川乳業事件 大阪高裁昭和59年5月30日判決)。

⁴ 労使間の合意は、労働者の過半数で組織される労働組合がある場合は当該労働組合が行うが、そのような労働組合がない企業では労働者の過半数代表者が行うこととなる。つまり、労働組合がない企業では、労働者の過半数を代表する者が、労働条件等に関する法令の解除、緩和に関して、従業員を代表する法的な権限を与えられている。しかし、労働者の過半数を代表する者への

が個別に定める労働条件の（最低）基準に達しない労働契約は、その部分が無効となり、法律で定める基準が適用されると定めている。しかし、同法第36条では、時間外労働の制限（労働基準法第32条）について、従業員の過半数で組織する労働組合等と協定を締結し、労働基準監督署長に届け出ることにより、制限を緩和できることが定められている。

労働組合の活動の一つに、団体行動権の行使、つまりストライキがある。ストライキは労働者保護法制度により保護されており、経営者は正当なストライキによって被った損害について組合に損害賠償請求できない（労働組合法8条）。近年、ストライキは減少している。その理由は、不況、利用者や取引先からの批判を受ける状況においては、ストライキの実施が労働者にとって必ずしも自らの利益を保護するものではないことに加え、近年、ストライキという手段を使わなくても、労使協議機関などで労働組合側の意見を経営側に認めさせることができるようになったこともその一因と言われている（藤村 2007）。

組合活動において経営参加は重要事項の一つである。ここでいう経営参加とは、経営方針、事業計画、企業再編、その他の経営参加や法令遵守等、企業の適正行動に関する監視、経営者へのチェックを言う。企業別労働組合と企業の幹部により構成される経営協議機関を常設する企業も少なくない。トヨタ自動車及トヨタ労組では、労使協議会という団体交渉を行う場とは別に、労使懇談会という会社の方針や生産計画、業績、労組の運動方針などの説明や労使協議を行う場が定期的に設けられている。労使懇談会は社長以下会社役員と組合専従者で構成されている。報道によると、労使懇談会では以下のような財務ポリシーへの言及も行われている。

トヨタ自動車の労使が、業績予想を引き上げる過程でも、本業の減益リスクを強く共有していたことが7日、明らかになった。2017年11月に開かれた経営課

権限の付与は個別の法令が個々に行っているものであり、労働条件等一般の事項を対象としたものではない。この点で、労働組合と労働者の過半数代表は異なっている。

題を協議する「労使懇談会」の全容が判明し分かった。…懇談会では、経営側が減益基調の懸念を示し「財務基盤の強化が急務」と組合に訴えた。…労使は既存案件を止めて新規投資の原資を捻出するなど固定費を増やさない取り組みが必要という認識で一致した。(SankeiBiz 2018年2月8日「トヨタ『労使懇談会』全容判明 本業の減益リスク、共に強く共有」)

労働組合がある企業は、経営に関する事項について、労使間でコミュニケーションをとることを重視している。厚生労働省「平成26年労使コミュニケーション調査」によると、労働組合がある企業の46.6%、労働組合がない企業の23.3%が経営に関する事項についての労使コミュニケーションを重視していると回答している。ここでいう経営に関する事項は、経営状況や経営計画・方針、組織変更、新商品・サービス開発などを含む。また、多くの企業が、経営に労働者・労働組合の意思を反映させるため、労使協議機関を常設している。厚生労働省「平成26年労使コミュニケーション調査」によると、労働組合がある企業の82.6%、労働組合がない企業の15.6%が労使協議機関を設置していると回答している。さらに、同調査によると、労使協議機関のある企業の54.0%が経営に関する事項を労使協議機関の付議事項にしていると回答している。なお、労使協議機関の決定事項の効力は、労働協約において規定される。このように、日本の労働組合は、企業ポリシーについて、経営者と直接、頻繁にコミュニケーションをとっている。

2.3 米国の労使関係

米国では、合衆国憲法修正第1条および第14条第1項が結社の自由を保証し、連邦法である1935年に制定されたNational Labor Relations Act (Wagner Act) 第7条が団結権、団体交渉権、団体行動権等を保障されている。National Labor Relations Actは、労働者に対する干渉、労働団体の支配、組合員に対する差別的取扱い、報復的取扱い、

団体交渉の拒否などを不当労働行為として禁止し、これにより労働者の権利を保護している（第8条）。なお、当初、同法第8条（3）は組合員であることを雇用条件として求める旨の労使協定の締結を許容するものであったが、この規定は、1947年に制定された Labor Management Relations Act（Taft-Hartley Act）や各州が個別に導入する Right-To-Work 法（団結否認法）により大幅に制限されている。Labor Management Relations Act は National Labor Relations Act の第8条（3）を修正し、新たに第8条（a）（3）としてクローズドショップ（経営者は労働組合員のみを雇用し、従業員は雇用を維持したければ労働組合員でいなければならないとする労働組合保障条項）を禁止している。また、Right-To-Work 法は、ユニオンショップ（経営者は労働組合員のみを雇用するか、雇用後一定期間内に従業員を労働組合に所属させなければならないとする労働組合保障条項）を禁止する州法であり、現在28の州で制定されている（Bloom, et al. 2019）。また、労働組合と組合員との関係は1959年に制定された Labor Management Reporting and Disclosure Act（Landrum-Griffin Act）で規律されており、労働組合は、組合員の均等待遇、組合員の言論の自由、組合員に対する追放や懲戒の制限、秘密投票による労働組合承認選挙および組合役員選挙、労働省への財務報告提出など民主的な組織運営が義務付けられている。米国の労働組合は産業別、職種別の本部、地方本部、各地方支部（ローカル）により組織されている。産業別の労働組合には企業単位の組織が存在する。米国労働省労働統計局が2019年1月18日付けで公表した“Union Membership (Annual) News Release”によると、米国の労働組合所属率（雇用者数に占める労働組合員数の割合）は、2018年時点で10.5%である。なお、米国では企業別の労働組合員数の情報は広く利用可能ではない。米国の Form 10-K では労働組合の状況についての開示は要求されていない⁵。

労働組合活動に関するアメリカの特徴として、団体交渉における交渉単位ごとの

⁵ 米国証券取引委員会の定める Regulation S-K Item 101(c)(1)(xiii)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。General Motors など、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。

排他的交渉代表制（National Labor Relations Act 第9条）が挙げられる。この制度はアメリカ独自の制度である。米国の団体交渉は一つまたは複数の事業所により構成される交渉単位ごとに行われる。なお、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ある。この交渉単位は National Labor Relations Board が決定する。交渉単位ごとに次の二つの方法により特定の労働組合が排他的交渉代表として選出される。一つ目の方法は、従業員の3割から労働組合結成へ賛成する署名入りのカードを集め、経営者側が自発的に労働組合結成を認める方法。二つ目の方法は、投票により全従業員の過半数の賛成を得ることである。排他的交渉代表に選ばれた労働組合は、その労働組合の組合員以外の者も含め交渉単位内の被雇用者を代表して、企業と交渉する権限を得る。企業は排他的交渉代表に選ばれた労働組合に対してのみ、労使交渉する義務を負う。特定の労働組合が排他的交渉代表として選出された場合、対応する交渉単位における労働条件の個別交渉は禁止される。団体交渉では3、4年ごとに労働協約の改定を交渉する。排他的交渉代表に選出された労働組合は、企業と、交渉単位内の従業員に適用される労働協約を締結する⁶。1980年代までは産業単位の労使による統一交渉がみられたが、国際市場競争が激化するなかで分権化され、企業単位の組織の労使が交渉をリードするようになっていく（独立行政法人労働ポリシー研究・研修機構「基礎情報：アメリカ（2013年）」）。

ストライキは National Labor Relations Act 第7条で保障されているが、判例や Labor Management Relations Act により大幅に制限されている。第一に、労働者はストライキに参加することで空けたポストに復職できない場合がある。これは、1938年の最高裁判決（National Labor Relations Board v. Mackay Radio & Telegraph Co., 304 U.S. 333）で認められた恒久的代替の法理があるからである。この法理は、労働者の団体行動権

⁶ 労働協約で許容される場合、ローカルと事業所が事業所単位のローカル協約を締結することもある。ローカル協約には事業所レベルの具体的な事項が含まれる。例えば、GMとUAWが締結した労働協約は原則、交渉単位内の全従業員に適用される。ただし、労働協約に反しない範囲でローカル協約の締結も許容されている。これに基づきGMとUAWのLOCAL1853との間で労働協約が締結されている。ローカル協約には事業所内の職種別

に関する保障にかかわらず、経営者にはビジネスを守り継続する権利があるため労働者がストライキに参加したことで空いたポストに代替者を雇用することができ、また、ストライキ終了後にストライキに参加していた労働者の復職のために当該代替者を解雇する義務はないというものである。この法理が適用されると、ストライキに参加していた参加者は元のポストに復職できない。米国では先任権制度という独特の雇用慣行があり、本来はレイオフなどの際に勤続年数の長い従業員が短い従業員よりも有利に取扱われることになっているため、恒久的代替の法理が労働者にもたらす影響は大きい。第二に、Labor Management Relations Act は労働争議に対する大統領の指揮権発動を認めている。指揮権が発動されると、大統領は裁判所に申し立て、80日間ストライキは禁止され、その間調査委員会による調整のもとで労使交渉が行われることとなる。2002年のILWU（米国西海岸29港の港湾労働者組合）によるストライキは、ILWUが1か所でストライキが起これば、29港すべてがストップする仕組みだったため、タフト・ハートレー法に基づきブッシュ政権が直接介入し、労使合意を得るに至った事例である。このように、米国では団体交渉権の行使について制度面の制約が大きい状況である。そのため、実務的には、労働協約でストライキに代えて私的仲裁をすることを定めている場合も多い。

2.4 結論

本章では、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

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

3.1 はじめに

労働組合とコーポレートファイナンスとの関係について調査した実証研究では、交渉力仮説と財務困窮コスト仮説という大きく二つの異なる仮説が示唆されており、いまだ議論が続いている。本章では先行研究で議論されている様々な仮説を紹介し、実証分析に用いられた労働組合の影響力を測る指標と検証結果について整理する。

3.2 先行研究の整理

3.2.1 交渉力仮説

交渉力仮説は、労働組合の要求を退けるため、企業の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考える仮説である。従業員は自身の労働条件について経営者と交渉する。このとき、労働組合が結成されていないと従業員は個別に経営状況に関する情報を收拾し、交渉することになる。一方、労働組合があると、経営者は労働組合からの団体交渉の要求を拒否することはできない（労組法 14 条）。また、労働組合は組織化されているため、従業員個人が個別に行うよりは効率的に情報を收拾して交渉を行うことができる。例えば、労使協議機関を通じた労使コミュニケーションでは企業から労働組合に対して経営に関する事項の説明が行われることもある。したがって、従業員が労働組合を結成することは、従業員が企業への影響力を高めることに他ならない。また、多数派の労働組合が締結した労働協約は、当該組合の組合員以外の者にも自動的に拡張適用される（労働組合法 17 条）。これらことから、労働組合所属率が高い場合、労働組合の経営者に対する交渉力は高まることが予想される。経営者は、労働組合に対抗するために、自身の交渉力を維持向上

第3章 労働組合に関する先行研究と検証課題

する施策を打つ必要がある。労働組合の主な要求は賃金や退職金といった報酬や雇用の確保に関することである。労働組合がある企業の従業員は、労働組合が結成されていない企業の従業員に比べて、高い賃金を期待する（Hirsch 2004）。企業に報酬や雇用の財源となる余剰がある、または、余剰が見込める状態にあると労働組合からの要求が高まる可能性がある。従って、経営者は自社の財務ポリシーを調整して従業員に分配できる余剰を少なくし、または少ないように見せ、労働組合に対して企業には譲歩の余地がないということを主張するという方法で交渉力を維持または向上しようとするのが考えられる¹。

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）は米国企業を対象とした研究で、労働協約が適用される労働者の産業ごとの比率を用いて、この比率が高い企業は負債比率が高いことを実証している²。Matsa（2010）は米国企業を対象とした研究で、労働協約が適用される労働者の企業ごとの比率を利用して、この比率が高い企業は負債比率を高いことを実証している³。Marcuikaityte（2015）は米国企業を対象とした研究で、労働協約が適用される労働者の企業ごとの比率を使って、この比率が高い企業は負債比率を高くすることと、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⁴。Choi et al.（2016）は韓国企業を対象とした

¹ Myers and Saretto（2016）は、団体交渉時の負債比率が高い企業の場合、労働組合はストライキを起こしにくいことを明らかにしている。

² Bronars and Deere（1991）で用いられた労働協約が適用される労働者の産業ごとの比率は、米国労働省労働統計局が提供する Expenditures for Employee Compensation Survey のデータに基づき Freeman and Medoff（1979）が作成したものである。

³ Matsa（2010）で用いられた労働協約が適用される労働者の企業ごとの比率は、1977年、1987年および1999年の各年のサーベイで収集したデータに基づき作成された。1977年と1987年はHirsch（1991）が各年に製造業の企業を対象に実施したサーベイから取得したデータに基づき作成された。1999年のデータは年次報告書（Form 10-K）から取得し、さらに Compustat 収録企業 200社をランダムに選択し、企業を労働組合への所属がない企業と見做して追加したものである。

⁴ Marcuikaityte（2015）で用いられた労働協約が適用される労働者の企業ごとの比率は、1997年時点で S&P 1500 に含まれていた企業について 1997年、2002年、2007年、2012年の Form 10-K から収集して作成されたものである。なお、Marcuikaityte（2015）では比率に加えて、従業員の過半数が

研究で、企業レベルの労働組合所属率を利用して、この比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) は米国企業を対象とした研究で、労働協約が適用される労働者の産業ごとの比率を用いて、こ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⁵。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) は米国企業を対象とした研究で、労働協約が適用される労働者の産業ごとの比率を用いて、この比率が高く収益性の高い企業は現金を内部留保すると労働組合に狙われるため、配当を増やすことを実証している⁶。DeAngelo and DeAngelo (1991) は米国企業を対象とした研究で、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⁷。D’Souza et al. (2000) は米国企業を対象とした研究で、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⁸、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) は米国企業を対象とした研究で、労働協約が適用される労働者の企業ごとの比率、および、産

労働組合に代表されていれば 1 をとり、従業員の半数以上が労働組合に代表されていない場合、Form 10-K に労働組合に関する記載がない場合および労働組合に関する記載があっても退職金に関する事項についてのみの場合は 0 をとるダミー変数も作成し、分析に用いている。

- ⁵ Klasa et al. (2009) で用いられた労働協約が適用される労働者の産業ごとの比率は、米国労働省労働統計局が提供する Current Population Survey のデータに基づき Hirsch and MacPherson (2003) が作成したものである。Hirsch and MacPherson (2003) のデータには州および産業ごとの労働組合所属率と労働協約が適用される従業員の比率が含まれる。
- ⁶ Chino (2016) で用いられた労働協約が適用される労働者の産業ごとの比率は、Klasa et al. (2009) と同じく、米国労働省労働統計局が提供する Current Population Survey のデータに基づき Hirsch and MacPherson (2003) が作成したものである。
- ⁷ 同様に、DeAngelo et al. (1994) は米国企業を対象とした研究で、団体交渉に関する新聞報道を使って、団体交渉が利益を減少させるような利益調整のインセンティブになっていることを示している。
- ⁸ D’Souza et al. (2000) は米国労働省が運営する Internal Revenue Service Form 5500 データベースを利用している。米国では、100 人以上を対象とする従業員退職給付がある企業には Form 5500 の提出義務が課されている (Employee Retirement Security Act Section 104(2)(A))。Form 5500 では退職給付のでカバーされる従業員およびその扶養家族の数、退職給付が団体交渉の対象となるかどうかについての情報が含まれている。

業ごとの労働組合所属率を使って、これらの比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⁹。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を利用して、この比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。

3.2.2 財務困窮コスト仮説

財務困窮コスト仮説は、労働組合の活動により企業の固定費が増えると、経営の柔軟性が損なわれて財務困窮コストの増加を招くため、経営者は経営の安定性を高める、または高く見せる財務ポリシーを選択するという仮説である。従業員にとって失業することは多大なコストがかかる (Diamond 1982, Mortensen and Pissarides 1994)¹⁰。そのため、従業員は潜在的な倒産や解雇に伴う失業に対する補償として、賃金や福利厚生にプレミアムを要求する (Topel 1984, Agrawal and Matsa 2013)。労働組合が存在する場合、労働組合が従業員の安定雇用や処遇改善のために働く。例えば、労働組合は、賃上げ、有給休暇、傷病休暇、産休・育休、退職金および年金などの労働条件について経営者と団体交渉を行う。会社分割を行う際には、労働契約の承継について経

⁹ Bova (2013) で用いられた労働協約が適用される労働者の企業ごとの比率は、米国労働省労働統計局が提供する Collective Bargaining Agreement Public File データベースに掲載された労働協約のデータに基づき作成されたものである。この労働協約のデータには企業名、有効期間、労働協約の対象となる従業員数が含まれる。なお、SEC 提出資料や報道で団体交渉に取り組んでいるエビデンスが見当たらない場合に労働組合がない企業と見做している。産業ごとの労働組合所属率は、米国労働省労働統計局が提供する Current Population Survey のデータに基づき作成されたものである。

¹⁰ 従業員にとって失業することは多大なコストがかかる理由として、再就職に向けた職を探す必要があるが、従業員の有する人的資本が企業特殊的であるため就労機会が限定されていること (Lazear 2009)、労働者も企業も労働者の生産性について不完全な情報しか持っていないこと (Harris and Holmstrom 1982) などが挙げられる。

営者と協議する^{11,12}。こうした労働組合の活動は、企業の人件費を増やし、雇用の調整を難しくさせる。労働組合の活動により企業の固定費が増えることで、営業利益やキャッシュフローの変動が大きくなる。つまり、営業レバレッジ (Operating leverage) が高くなる。営業レバレッジが高い状態では、財務困窮に陥ることのコストが増える。財務困窮コストの増加に対処するため、企業は経営の安定性を高める、または高く見せる財務ポリシーを選択する。

この仮説と整合する先行研究では、Chen et al. (2011) は米国企業を対象に、労働協約の対象となる従業員の産業別の比率を用いて、こ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を用いて、この比率が高い企業は負債比率が低いことを実証している¹³。Chino (2016) は米国企業を対象とした研究で、労働協約が適用される労働者の産業ごとの比率を用いて、こ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) は米国企業を対象に、労働組合承認選挙の結果を用いて、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) は米国企業を対象に、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¹⁴。

¹¹ 会社分割に伴う労働契約の承継については、分割会社に個別労働者との協議（会社分割に伴う労働契約の承継に関する商法等の一部を改正する法律附則第5条）を義務付けている。なお、労働者が労働組合を代理人に選定する場合は労働組合と分割会社との間で当該協議を行う。また、分割会社は労働者の理解と協力を得るための措置（会社分割に伴う労働契約の承継等に関する法律第7条）も義務付けられている。この措置は、過半数労働組合または労働者の過半数代表がいる場合は当該労働組合等との協議によって行われる。

¹² 労働組合は倒産時に、従業員を代表して倒産手続きに参加し、従業員の労働債権の保全に働く。その結果、交渉を長期化させ、裁判費用、弁護士費用の増加など直接的な倒産コストを高めることも分かっている (Campello, et al. 2017)。

¹³ Simintzi et al. (2015) が用いた国レベルの労働組合所属率は OECD のデータベースから取得したものである。

¹⁴ Hamm et al. (2018) で用いられた産業レベルおよび州レベルの労働組合所属率は、米国労働省労働統計局が提供する Current Population Survey のデータに基づき Hirsch and MacPherson (2003) が作成

労働組合と類似の文脈では、Serfling (2016) が米国企業を対象に、州ごとの不当解雇規制の違いを用いて、規制の導入後に負債比率が下がり、営業レバレッジが高まり、利益の変動は増え、雇用が硬直的になることを実証している。Woods et al.

(2019) は米国企業を対象に、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て、この比率が高いほど負債比率が低いことを実証している¹⁵。Cui, et al. (2018) は中国企業を対象に、労働契約法の施行後、労働集約的な企業において現金保有を厚くすることを実証している¹⁶。Karpuz et al. (2019) は OECD 加盟国各国における労働者保護法の変化を用いて、労働者保護が強くなるほど企業の現金保有を厚くすることを実証している¹⁷。Qiu (2019) は米国企業を対象に、州ごとの不当解雇規制の違いを用いて、規制が強いほど企業は外貨ヘッジ契約を利用し、現金保有を厚くすることを実証している。Bai et al. (2019) は米国企業を対象に、州ごとの不当解雇規制の違いを用いて、規制の導入後に設備投資が減り、売上高の成長が鈍化することを実証している。

3.3 結論

本章では、労働組合とコーポレートファイナンスとの関係を調査した先行研究を整理した。先行研究では、交渉力仮説と財務困窮コスト仮説を支持する結果が報告さ

したものである。企業ごとの労働組合の有無は Hamm et al. (2018) が 1996 年から 2014 年までの各社の Form 10-K を労働組合に関するキーワードを検索して労働組合の有無を割り当てた指標である。なお、Form 10-K に労働組合に関する記述が無い場合は労働組合はないものと見做している。

¹⁵ 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。そのため、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としては、十分な代替にはならない。

¹⁶ 労働契約法は労働契約の締結から終了までのルールを中国国内で統一的に定めたものであり、従業員の影響力の一つの指標である。

¹⁷ Karpuz et al. (2019) は国レベルの労働組合所属率も調査しているが、有意な結果は得られていない。

れている。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。このような事情から米国では、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¹⁸。国レベルの労働組合に関する指標を用いた研究では、Tong and Huang (2018) が交渉力仮説を支持する結果を得ており、Simintzi et al. (2015) が財務困窮コスト仮説を支持する結果を得ている。産業レベルの労働組合に関する指標を用いた研究では、Bronars and Deere (1991)、Klasa et al. (2009)、Bova (2013) および Chino (2016) が交渉力仮説を支持する結果を得ており、Chen et al. (2011) および Hamm et al. (2018) が財務困窮コスト仮説を支持する結果を得ている。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が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ため、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。各社の労働組合に関する状況は、有価証券報告書の「第一部【企業情報】 第1【企業の概況】の5【従業員の状況】」で見ることが

¹⁸ いくつかの米国における先行研究では、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)。ただし、米国では開示規則で企業別の労働組合に関する報告が求められていないことから、これらの先行研究では限られたサンプルを用いて分析を行っている。

DeAngelo et al. (1994) は団体交渉報道の有無 76 社分、D'Souza et al. (2000) は退職給付実施企業における労働組合の有無 436 社分を用いている。Bova (2013) は労働協約が適用される労働者の企業ごとの比率 94 社分を用いている。Matsa (2010) は労働協約が適用される労働者の企業ごとの比率 1,676 企業・年を用いているが、ランダムに追加した 200 社分のデータが労働組合がない企業のデータとして含まれている。Marciukaityte (2015) は労働協約が適用される労働者の企業ごとの比率 451 社分を用いているが、Form 10-K に労働組合に関する記述が無い企業・年が労働組合がない企業年として含まれている。He et al. (2016) は労働組合承認選挙結果のべ 1,234 件を用いている。Hamm et al. (2018) は労働組合の有無 44,373 企業・年を用いているが、Form 10-K に労働組合に関する記述が無い企業・年が労働組合はない企業・年として含まれている。

できる。2017年7月14日に施行された「企業内容等の開示に関する内閣府令（昭和四十八年大蔵省令第五号）」では「最近日までの1年間において、連結会社又は提出会社の従業員の人員に著しい増減があった場合にはその事情を、労働組合との間に特記すべき事項等があった場合にはその旨を簡潔に記載すること。」とされている。各社は、この定めに従い、有価証券報告書に労働組合に関する状況を記載している。なお、記載される情報には、労働組合の有無、組合員数合計、従業員数人および平均勤続年が含まれている。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¹⁹。日本の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いえる。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。

¹⁹ 米国で団体交渉に関して排他的代表制が採用されているため、特定の労働組合が排他的代表に選出された場合、個別交渉はできず、当該労働組合が締結した労働協約が交渉単位の全ての従業員に適用される。従って、労働組合所属率だけでなく労働協約が適用される従業員の比率が労働組合の影響力を測る指標に用いられている。日本では、一つの企業に複数の組合が存在することができ、各組合がそれぞれ団体交渉権を行使できる。また、各組合の締結する労働協約は、多数派組合が締結する労働協約に関する一般拘束力に反しない範囲でそれぞれ有効である。従って、日本においては労働組合員数を従業員数で除した労働組合所属率を労働組合の影響力の代理変数とするのが適切である。

第4章 労働組合と経営者予想（要約）

本研究では、労働組合が経営者予想に及ぼす影響を調査する。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。例えば日本経済新聞は、トヨタ自動車労働組合が減収減益の業績見通しなどを踏まえ、2017年の春闘が昨年よりも厳しい交渉になるとの見方を示したと報道している（2017年2月10日付日経新聞電子版）。

先行研究では、経営者予想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。例えば、取締役会は、経営者予想を経営者の管理能力の一つの指標として利用し、経営者交代の意思決定に際して考慮する（Lee et al. 2012）。製品市場に新規参入を考えている企業や既存の競合企業は、経営者予想を市場参入や生産の決定において考慮する（Li 2010）。金融市場も経営者予想に反応する。経営者予想は大きな株価変動と関係している（Pownall and Waymire 1989）。債券市場の経営者予想の公表に対する反応は実績の報告に対する反応よりも大きい（Shivakumar, et al. 2011）。前述の報道の例にある通り、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。

様々な要因が経営者予想に影響を及ぼすことも報告されている。例えば、市場の期待が非現実的なとき、経営者は業績予想にバイアスをかけて、そのような市場の期待を調整する（Ajinkya and Gift 1984）。経営者は法的リスクや評判に関するリスクが少ないとき、業績予想を高めを示す（Frankel et al. 1995, Kato et al. 2009）。コーポレートガバナンスが弱い企業では、業績予想は高めを示される（Ajinkya et al. 2005, Karamanou and Vafeas 2005）。経営者は、投資家にとって真の予想を評価することが困難なときに業績予想にバイアスをかける（Rogers and Stocken 2005）。製品市場の占有度が高い産業では経営者予想は低く出される（Li 2010, Rogers and Stocken 2005）。自信過剰な経営者は経営者予想を高めに出す（Hribar and Yang 2016）。このように、経営者予想に関する先行研究が増えているにもかかわらず、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）。先行研究では、経営者が、企業にとって労働組合からの賃上げや安定雇用の要求について譲歩することが難しいと示すために、負債比率を高める（Bronars and Deere 1991, Matsa 2010）、現金保有を減らす（Klasa et al. 2009, Tong and Huang 2018）、利益が少なく見えるように調整する（DeAngelo and DeAngelo 1991, D'Souza et al. 2000）、高収益の場合に配当を増やす（Chino 2016）、アナリスト予想を未達にする（Bova 2013）、良いニュースの公表を留め悪いニュースの公表を促す（Chung, et al. 2016）ことがわかっている¹。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すると言われている（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、財務困窮コストコストを少なくするために、経営者は負債比率を低くし（Simintzi et al. 2015）、利益を平準化する（Hamm et al. 2018）ことがある。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

¹ Chung et al. (2016) は、経営者予想とアナリスト予想や前年度の実績との間の差、定性的なニュースのトーンに応じて企業の情報開示を良いニュースと悪いニュースに分類している。彼らは労働組合に面した経営者が、情報開示の数という点で、良いニュースの公表を留め、悪いニュースの公表を促すということを発見した。しかしながら、彼らは定量的な情報開示に対する影響の程度という点では有意な結果を得ていない。

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。

本研究では日本の、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、二つの仮説を検証する。日本のデータを用いることは三つの優位性がある。第一に、日本の上場企業は企業内容等の開示に関する内閣府令により、労働組合に関する情報（例えば、労働組合員数）を有価証券報告書で報告することが求められている。しかし、米国ではそうになっていない。そのため、労働組合の影響に関する米国の研究では、産業レベルの労働組合所属率の指標を企業レベルに変換した代理変数が分析に使われている（Bronars and Deere 1991, Klasa et al. 2009）²。こうして作られた企業レベルの代理変数には測定誤差の問題が懸念されている（Chen et al. 2011）。

第二に、日本証券取引所により全ての上場企業は経営者予想を公表することが実質的に義務付けられている（Kato et al. 2009）³。対照的に、米国では経営者予想は任意である。結果として、経営者予想の研究における米国のサンプル企業にはセルフセレクトションバイアスの懸念がある（Patell 1976, Hirsch and Berger 1984）。

第三に、レンジ予想が米国では一般的な経営者予想の形式となっている。Ciconte et al. (2014) によると、レンジ予想は米国において過去 10 年間に公表された経営者予想のおよそ 80% を占めており、また、レンジ予想にはネガティブなバイアスがあり、その中央値は経営者の期待を表していないことが知られている。対照的に、日本ではレンジ予想の形式をとる経営者予想は 1% 未満である（東京証券取引所 2018 年 6 月 8 日付け「平成 30 年 3 月期決算発表状況の集計結果について」）。日本企業のポイント予想形式の経営者予想データを用いることで、経営者予想バイアスをより正確に

² Matsa (2010)、Marciukaityte (2015)、Choi et al. (2016) は、限られたサンプルを用いて、企業レベルの分析を実施している。

³ 東京証券取引所が公表した 2018 年 6 月 8 日付け「平成 30 年 3 月期決算発表状況の集計結果について」によると、東京証券取引所に上場している 3 月決算企業のうち、96.4% (2,251 社) が経営者予想を開示している。残りの 3.6% は予想値が算出可能となった時点で開示する等の回答をした企業である。

研究することができる。

本研究の検証結果から、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（OI）、当期利益（NI）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。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。

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（Ajinkya and Gift 1984, Frankel et al. 1995, Ajinkya et al. 2005, Karamanou and Vafeas 2005, Rogers and Stocken 2005, Kato et al. 2009, Li 2010, Hribar and Yang 2016）。加えて、経営者予想の頻度に関して、Bova et al. (2015) は労働組合所属率の高い産業に属する企業が、情報を不明瞭なままにして、労働組合に対する交渉力を維持するために、あまり情報開示を行わないことを示している。本研究は、経営者予想の頻度ではなく経営者予想のバイアスに焦点を当てて調査している。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貢献している。経営者予想のタイミングは、株価の影響やアナリストの予想修正に影響を及ぼすと言われている (Baginski and Hassell 1990, Anilowski et al. 2007)。先行研究では、経営者が、経営者へのストックオプション付与 (Aboody and Kasznik 2000)、経営者の自社株式の取得 (Cheng and Lo 2006) および企業による自社株式の取得 (Brockman et al. 2008) の前に経営者予想を低めに出し、株主総会の前に経営者予想を高めに出す (Dimitrov and Jain 2011) ことも示されている。加えて、情報開示の頻度に関し、労働組合が強い企業は団体交渉の間、良いニュースの開示を留保し、終わった後に開示する (Chung, et al. 2016)。本研究は、経営者予想バイアスの程度について初めて調査することで、これらの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（要約）

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）。先行研究では異なる二つの仮説が提示されている。一方は、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である（Simintzi et al. 2015）。他方は、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である（Bronars and Deere 1991）。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（各上場企業の労働組合員数がそれぞれの企業の従業員数に占める割合）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。例えば、当該企業における労働組合の有無、労働組合員の数などである。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。

本研究の検証結果から、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。

なお、先行研究で使われたものと同じモデルや手法を用いて調査を行なっても、企業レベルの労働組合所属率と負債比率との間のネガティブな関係に関する結果は頑健であった。したがって、モデルや手法の違いが先行研究と本研究の結果の違いを説明するものではない。

第6章 労働組合と現金保有（要約）

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) は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) は労働組合所属率が高い国の企業は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。

本研究の検証結果から、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。

本研究は、米国の先行研究が産業レベルの指標が用いて交渉力仮説を支持する結果を提示していたことに対し、企業レベルの労働組合所属率を用いて財務困窮コスト仮説を支持するエビデンスを提供したことで、先行研究の議論に貢献した。

第7章 結論と今後の展望

7.1 はじめに

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。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、企業内の余剰や将来期待されるキャッシュフローを多くする、または多く見せ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) ¹。

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

¹ 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、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。

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。

この目的のもと、第2章では労働組合に関する制度と状況を整理し、第3章では先行研究を調査し、第4章から第6章にかけて実証的な分析を行った。本章では、各章で得られた知見を踏まえて、本論文の結論および今後の研究の展望について述べ、本論文の結びとする。

7.2 各章のまとめ

第2章では日本の労働組合に関する制度について制度と状況を整理し、米国の労働組合との比較を通じて、日本の労働組合の特徴について考察した。日本の労働組合は企業別に組織されている。企業別労働組合は団体交渉のほか、労使協議機関などを通じて、企業の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。つまり、日本の労働組合は米国の労働組合と比べて、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。また、日本では、開示規則により、上場企業は有価証券報告書に労働組合や従業員に関する情報を記載することが求められている。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。この点において、日本の企業別労働組合は、企業レベルでの労働組合の影響力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検証する上で、適切

な検証グラウンドであると言えよう。

第3章では、労働組合がコーポレートファイナンスに及ぼす影響を調査した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。先行研究では交渉力仮説、財務困窮コスト仮説が議論されている。こうした議論の原因の一つに、米国の先行研究が主に国や産業レベルの労働組合に関する指標を用いて企業レベルの検証を行っていることが考えられる。このように作成された指標については計測誤差の問題が懸念される。日本では労働組合員数など労働組合に関する情報を有価証券報告書に記載することが求められている。そのため、日本の企業レベルでの労働組合に関するデータを用いることで、先行研究で懸念された計測誤差の問題に対応できる。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。労働組合所属率が高い企業の経営者は、労働組合所属率に関する内生性をコントロールした後でも、売上高、経常利益および経常利益に関する経営者予想を低めに開示する傾向があった。こうした傾向は、団体交渉前に開示された経営者予想においてより顕著に表れた。また、労働組合所属率が高い企業の経営者は日本経済の不確実性が高い期間も経営者予想を低めに出すことがわかった。これらの結果は、労働組合に対する交渉力を高めて労働組合による利益の搾取に晒されることを最小限にするために、経営者が経営者予想を戦略的に用いること（交渉力仮説）を示唆している。

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。検証の結果、労働組合所属率が高まるほど、企業の負債比率は、その水準においても変化においても低下することが分かった。この関係は、企業が財務困窮に陥った時も頑健に維持された。また、労働組合所属率が高まるほど、インタレストカバレッジレシオは高くなることも分かった。加えて、労働組合所属率

が高い企業は、財務困窮に陥ったときに、株式発行と比べて負債発行をする傾向が低いことも分かった。これらの結果は、労働組合によって集約された従業員の影響力は、企業の固定費を増やし、企業が負債を借入れる余力を押し除け、企業の負債比率を減らすこと（財務困窮コスト仮説）を示唆している。

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。検証結果から、労働組合の影響力が強い企業ほど現金保有が多いことが分かった。この関係は、集中度の高い産業、つまり労働組合に対する交渉力の重要性が高い産業に属する企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状況にある企業においても頑健であった。労働組合と現金保有との間のポジティブな関係は、現金保有の変化についても維持された。加えて、労働組合所属率が高い企業はコミットメントライン契約を活用していることもわかった。これらの結果は、労働組合により高められた固定費に起因する流動性リスクに対応するための予備的動機から、企業が現金保有を厚くすること（財務困窮コスト仮説）を示唆している。

7.3 本論文の結論

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

- Aboody, David, and Ron Kasznik. 2000. "CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures." *Journal of Accounting and Economics* 29 (1): 73-100.
- Agrawal, Ashwini K., and David A. Matsa. 2013. "Labor unemployment risk and corporate financing decisions." *Journal of Financial Economics* 108 (2): 449-470.
- Ajinkya, Bipin B., and Michael J. Gift. 1984. "Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations." *Journal of Accounting Research* 22 (2): 425-444.
- Ajinkya, Bipin, Sanjeev Bhojraj, and Partha Sengupta. 2005. "The Association between outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts." *Journal of Accounting Research* 43 (3): 343-376.
- Anilowski, Carol, Mei Feng, and Douglas J. Skinner. 2007. "Does earnings guidance affect market returns? The nature and information content of aggregate earnings guidance." *Journal of Accounting and Economics* 44 (1-2): 36-63.
- Baginski, Stephen P., and John M. Hassell. 1990. "The Market Interpretation of Management Earnings Forecasts as a Predictor of Subsequent Financial Analyst Forecast Revision." *The Accounting Review* 65 (1): 175-190.
- BaiJohn (Jianqiu) , FairhurstDouglas, , SerflingMatthew. 2019. "Employment Protection, Investment, and Firm Growth." *The Review of Financial Studies* Forthcoming.
- Bates, Thomas W, Kathleen M Kahle, and René M Stulz. 2009. "Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?" *The Journal of Finance* 64 (5): 1985-2021.
- Bloom, Nicholas, Erik Brynjolfsson, Lucia Foster, Ron Jarmin, Megha Patnaik, Itay Saporta-Eksten, and John Van Reenen. 2019. "What Drives Differences in Management Practices?" *American Economic Review* 109 (5): 1648-1683.

- Blundell, Richard, and Stephen Bond. 1998. "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models." *Journal of Econometrics* 87 (1): 115-143.
- Bova, Francesco. 2013. "Labor Unions and Management's Incentive to Signal a Negative Outlook." *Contemporary Accounting Research* 30 (1): 14-41.
- Brockman, Paul, Inder K. Khurana, and Xiumin Martin. 2008. "Voluntary disclosures around share repurchases." *Journal of Financial Economics* 89 (1): 175-191.
- 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.
- CampelloMurillo, GaoJanet, QiuJiaping, , ZhangYue. 2017. "Bankruptcy and the Cost of Organized Labor." ASSA Annual Meeting. Chicago: AEA.
- 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.
- Cheng, Qiang, and Kin Lo. 2006. "Insider Trading and Voluntary Disclosures." *Journal of Accounting Research* 44 (5): 815-848.
- 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.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas J. Skinner. 1994. "Accounting choice in troubled companies." *Journal of Accounting and Economics* 17 (1-2): 113-143.
- Diamond, Peter A. 1982. "Aggregate Demand Management in Search Equilibrium." *Journal of Political Economy* 90 (5): 881-894.
- Dimitrov, Valentin, and Prem C. Jain. 2011. "It's Showtime: Do Managers Report Better News Before Annual Shareholder Meetings?" *Journal of Accounting Research* 49 (5): 1193-1221.
- 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.
- Faulkender, Michael, and Mitchell Petersen. 2012. "Investment and Capital Constraints: Repatriations Under the American Jobs Creation Act." *The Review of Financial Studies* 25 (11): 3351–3388.
- Frankel, Richard, Maureen McNichols, and G. Peter Wilson. 1995. "Discretionary Disclosure and External Financing." *The Accounting Review* 70 (1): 135-150.
- FreemanB.Richard, , MedoffL.James. 1979. "New Estimates of Private Sector Unionism in the United States." *Industrial and Labor Relations Review* 32 [2]: 143-174.
- Hamm, Sophia J. W., Boochun Jung, and Woo-Jong Lee. 2018. "Labor Unions and Income Smoothing." *Contemporary Accounting Research* 35 (3): 1201-1228.
- Harris, Milton, and Bengt Holmstrom. 1982. "A Theory of Wage Dynamics." *The Review of Economic Studies* 49 (3): 315-333.
- Haushalter, David, Sandy Klasa, and William F. Maxwell. 2007. "The influence of product market dynamics on a firm's cash holdings and hedging behavior." *Journal of Financial*

- Economics* 84 (3): 797-825.
- He, Jie Jack, Xuan Tian, and Huan Yang. 2016. "Labor unions and payout policy: A regression discontinuity analysis." San Francisco: American Finance Association.
- Hernández, Arleen. 1995. "The impact of part-time employment on union density." *Journal of Labor Research* 16 (4): 485–491.
- Hirsch, Barry T, and Mark C Berger. 1984. "Union Membership Determination and Industry Characteristics." *Southern Economic Journal* 50 (3): 665-679.
- Hirsch, Barry T. 2004. "Reconsidering Union Wage Effects: Surveying New Evidence on an Old Topic." *Journal of Labor Research* 25 (2): 233-266.
- Hirsch, Barry T., and David A. MacPherson. 2003. "Union Membership and Coverage Database from the Current Population Survey: Note." *Industrial and Labor Relations Review* 56 (2): 349-354.
- Hovakimian, Armen, Gayane Hovakimian, and Hassan Tehranian. 2004. "Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues." *Journal of Financial Economics* 71 (3): 517-540.
- Hribar, Paul, and Holly Yang. 2016. "CEO Overconfidence and Management Forecasting." *Contemporary Accounting Research* 33 (1): 204-227.
- Johnson, Marilyn F., Ron Kasznik, and Karen K. Nelson. 2001. "The Impact of Securities Litigation Reform on the Disclosure of Forward-Looking Information by High Technology Firms." *Journal of Accounting Research* 39 (2): 297-327.
- Karamanou, Irene, and Nikos Vafeas. 2005. "The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis." *Journal of Accounting Research* 43 (3): 453-486.
- Karier, Thomas. 1985. "Unions and Monopoly Profits." *The Review of Economics and Statistics* 67 (1): 34-42.
- Karpuz, Ahmet, Kirak Kim, and Neslihan Ozkan. 2019. "Employment Protection Laws and

- Corporate Cash Holdings." *Journal of Banking and Finance* In Press.
- Kasznik, Ron. 1999. "On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management." *Journal of Accounting Research* 37 (1): 57-81.
- Kato, Kazuo, Douglas J. Skinner, and Michio Kunimura. 2009. "Management Forecasts in Japan: An Empirical Study of Forecasts that Are Effectively Mandated." *The Accounting Review* 84 (5): 1575-1606.
- Kim, Kyonghee, Shailendra Shail Pandit, and Charles E. Wasley. 2016. "Macroeconomic Uncertainty and Management Earnings Forecasts." *Accounting Horizons* 30 (1): 157–172.
- Kitagawa, Norio, and Akinobu Shuto. 2019. "Management Earnings Forecasts and the Cost of Debt." *Journal of Accounting Auditing and Finance* Forthcoming.
- 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.
- Lazear, Edward P. 2009. "Firm-Specific Human Capital: A Skill-Weights Approach." *Journal of Political Economy* 117 (5): 914-940.
- Lee, Sam Sunghan, Steven R. Matsunaga, and Chul W. Park. 2012. "Management Forecast Accuracy and CEO Turnover." *The Accounting Review* 87 (6): 2095–2122.
- Li, Xi. 2010. "The impacts of product market competition on the quantity and quality of voluntary disclosures." *Review of Accounting Studies* 15 (3): 663–711.
- 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.
- Mortensen, Dale T., and Christopher A. Pissarides. 1994. "Job Creation and Job Destruction in the Theory of Unemployment." *The Review of Economic Studies* 61 (3): 397-415.
- Myers, Brett W., and Alessio Saretto. 2016. "Does Capital Structure Affect the Behavior of

- Nonfinancial Stakeholders? An Empirical Investigation into Leverage and Union Strikes." *Management Science* 62 (11): 3235 - 3253.
- Opler, Tim, Lee Pinkowitz, René Stulz, and Rohan Williamson. 1999. "The determinants and implications of corporate cash holdings." *Journal of Financial Economics* 52 (1): 3-46.
- Patell, James M. 1976. "Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Test." *Journal of Accounting Research* 14 (2): 246-276.
- 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.
- Pownall, Grace, and Gregory Waymire. 1989. "Voluntary Disclosure Credibility and Securities Prices: Evidence from Management Earnings Forecasts, 1969-73." *Journal of Accounting Research* 27 (2): 227-245.
- Qiu, Yue. 2019. "Labor Adjustment Costs and Risk Management." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 54 (3): 1447-1468.
- Rogers, Jonathan L., and Phillip C. Stocken. 2005. "Credibility of Management Forecasts." *The Accounting Review* 80 (4): 1233-1260.
- Salinger, Michael A. 1984. "Tobin's q , Unionization, and the Concentration-Profits Relationship." *The RAND Journal of Economics* 15 (2): 159-170.
- Scoville, James G. 1971. "Influences on Unionization in the U.S. in 1966." *Industrial Relations* 10 (3): 354-361.
- Serfling, Matthew. 2016. "Firing Costs and Capital Structure Decisions." *The Journal of Finance* 71 (5): 2239-2286.
- Shivakumar, Lakshmanan, Oktay Urcan, Florin P. Vasvari, and Li Zhang. 2011. "The debt market relevance of management earnings forecasts: evidence from before and during the credit crisis." *Review of Accounting Studies* 16: 464-486.
- Simintzi, Elena, Vikrant Vig, and Paolo Volpin. 2015. "Labor Protection and Leverage." *The*

- Review of Financial Studies* 28 (2): 561–591.
- Sufi, Amir. 2009. "Bank Lines of Credit in Corporate Finance: An Empirical Analysis." *The Review of Financial Studies* 22 (3): 1057–1088.
- 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.
- 藤村博之. 2007. “ストライキは絶滅したか？” 日本労働研究雑誌 561: 77-79.

謝辞

本研究を進めるにあたり終始あたたかいご指導と激励を賜りました鈴木 健嗣教授に心から感謝の意を表します。また、ハワイ大学の S. Ghon Rhee 先生には本研究に関して多大なるご指導をいただきました。深く感謝いたします。

伊藤 彰敏教授、野間 幹晴教授には研究報告あるいは授業を通じて、有用なご意見を頂き大変お世話になりましたことを、ここに記して感謝申し上げます。そのほかにも学会報告における討論者の方々や匿名のレフェリーの方々にご協力いただき、本論文を書き上げることができました。この場を借りて、深く御礼申し上げます。

令和2年1月

頭士 奈加子