

企業の流動性資産と労働債権*¹

田中 茉莉子*²

要 約

企業の経営活動に関与する主要な経済主体（ステークホルダー）として、株主、銀行など債権者、そして従業員（労働者）が挙げられる。本研究では、このうち、コーポレートファイナンスの分野で明示的に分析されることが少なかった労働者の位置づけに着目し、労働債権の存在が企業の資金調達、とりわけ流動性資産の蓄積に大きな影響を与える可能性があることを明らかにする。一般に、企業が流動性不足に陥った場合でも、労働債権は他の債権よりも優先的に支払われる傾向がある。このように労働債権が優先的に支払われる経済では、負の流動性ショックが発生し、企業が追加的な資金を予期せぬ形で必要とする場合、労働債権の支払い負担が過大となって、企業は必要な資金を十分に調達できなくなる可能性が高まる。企業がそのような資金不足に陥る可能性がある場合、それを未然に防ぐための事前の対応としては、流動性資産を蓄積することが考えられる。流動性資産は、収益性は非常に低いが、予期せぬ資金不足を補うことができる。本研究では、一定の条件の下で、労働債権が増加すると、企業が事前に流動性資産をより多く蓄積する傾向があることが示される。この結果は、労働債権の存在が企業の流動性資産を増加させるひとつの重要な要因であり、労働債権が大きい労働集約的な企業ほど流動性資産がより多く蓄積される傾向にあることを示唆している。

キーワード：流動性ショック、コントロールライト、労働債権

JEL Classification：A12, B34, C56

I. イントロダクション

企業の経営活動に関与する主要な経済主体として、株主、銀行など債権者、そして従業員（労働者）が挙げられる。このうち、平時には、

株主がコントロールライトを有すると想定することが一般的である。また、企業が流動性ショックに直面し、借入の元本や金利を支払え

*¹ ご指導いただいた福田慎一教授（東京大学）に感謝する。財務省財務総合政策研究所での論文検討会議で多くの貴重なコメントをいただき感謝する。ただし、内容や意見は著者個人に属し、残された誤りはすべて著者が負うものである。

*² 武蔵野大学経済学部経済学科講師

なくなるような状況に陥ると、銀行など債権者のコントロールライトが強まる。このため、先行研究では、平時には株主、危機時には銀行など債権者が経営活動に与える影響を中心に分析されてきた。

それに対して、従業員（労働者）に関しては、アカデミックな研究分野では、これまで労働経済の分野でのみ分析されることが多く、コーポレートファイナンスの分野で明示的に分析されることが少なかった。企業の経営状態が順調である場合、従業員のコントロールライトは株主や債権者と比較して弱い。しかし、企業の経営状態が悪化した場合、従業員もしばしば企業の意思決定に関わる重要な存在となる。例えば、Chang（1992）は、リスク回避的な従業員とリスク中立的な投資家との間の分配額に関する契約の下では、労働者の賃金が投資家の債権に優先して支払われることが最適となり、企業の事業再生に関する意思決定や資金調達額に影響を与えることを示している。

加えて、わが国ではステークホルダーとしての従業員の存在が他の主要国と比べて大きいことが指摘されてきた。例えば、伊丹他（1988）は、年功賃金と新卒採用・終身雇用という日本的雇用慣行の下で、従業員から企業に対して「見えざる出資」が行われていたことを指摘している。また、岩井（1988）は、日本の大企業のように企業の効用関数に従業員の効用が含まれる「従業員管理企業」においては、終身雇用制の下で年功賃金体系が採用され、高い成長志向性を備えることを明らかにしている。

近年の事業再生の事例において、過去の労働供給への対価として、退職者への年金の支払いが注目されたように、労働者に支払われる賃金、すなわち労働債権をめぐる問題は、企業の資金調達を制約する問題でもある。そこで、本研究では、流動性ショックが発生する場合に着

目することにより、労働者のコントロールライトが企業の資金調達に与える影響、コーポレートガバナンスにおける労働者の位置づけが企業の流動性資産に与える影響について検討する¹⁾。

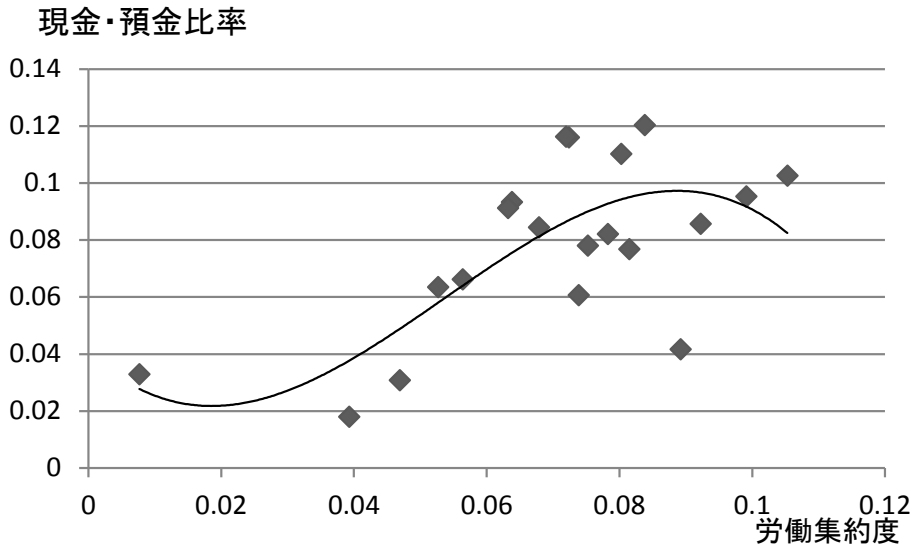
本研究の分析から導かれる注目すべき結果は、労働債権が企業の流動性資産を増加させるひとつの重要な要因になり得るということである。この結果は、近年の日本経済において、日本企業の現金・預金比率が高まっていることに重要なインプリケーションを持つ。例えば、図1は、財務省「法人企業統計（資本金10億円以上）」を用いて2015年における製造業に関して、産業別の労働集約度を横軸に、現金・預金比率を縦軸にとり、両者の関係を図示したものである。労働集約度は、当期末売上高に占める従業員給与の割合を計算したものであり、現金預金比率は、当期末資産合計に占める現金・預金（当期末流動資産）の割合を計算したものである。図で示される右上がりの関係は、労働集約的な産業ほど現金・預金比率が高いことを示している。

ただし、両者の関係は単調な正の相関関係ではない。特に興味深いのは、労働集約度が十分低い場合には、労働集約度と現金・預金比率にほとんど相関関係がない（すなわち、グラフがほぼ水平である）ことに加えて、労働集約度が十分大きい場合には、労働集約度と現金・預金比率との間に負の相関関係がある（すなわち、グラフが右下がりの関係である）ことである。このような両者の間の非線形な関係は、労働債権と企業が保有する流動性資産との間に、いくつかの異なる要因が影響を与えている可能性があることを示唆している。

同様の正の相関関係は、1995年や2005年のデータを用いて同様のグラフを描いた場合にも観察される。図2は、図1と同様に、財務省『法人企業統計（全規模）』を用いて、製造業に

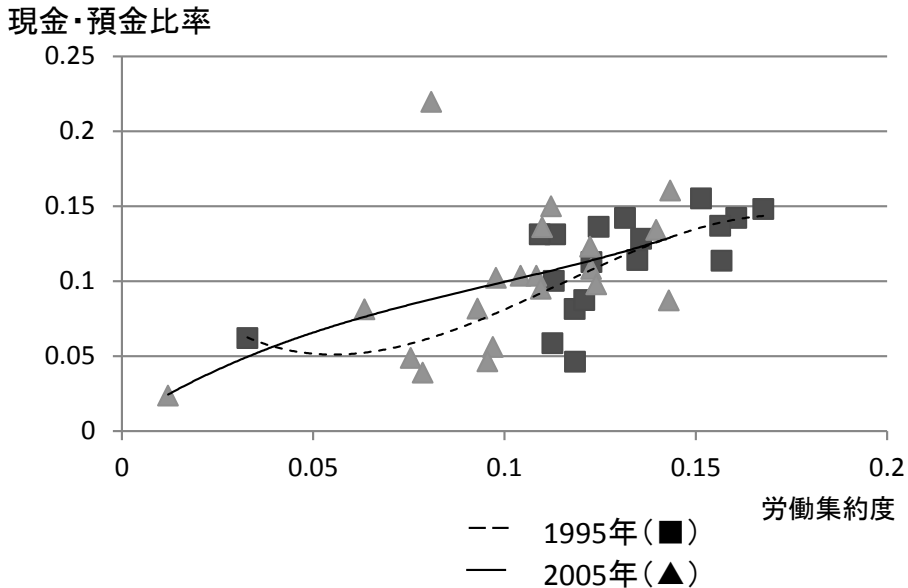
1) Ghaly et al. (2015) は、コーポレートファイナンスにおける労働者の役割を分析した数少ない論文である。ここでは、EWIと呼ばれる従業員の会社に対する評価に関する指標を作成することで、従業員の厚生水準を考慮する企業ほど現金を保有する傾向があることを示している。本研究では、労働債権のウェイトの高い企業が現金を保有することになるメカニズムを理論的に明らかにする。

図1 労働集約度と現金・預金比率の関係 (2015年)



(出所) 財務省『法人企業統計 (資本金10億円以上)』に基づき筆者作成

図2 労働集約度と現金・預金比率の関係 (1995年, 2005年)



(出所) 財務省『法人企業統計 (全規模)』に基づき筆者作成

関して、横軸に労働集約度、縦軸に現金・預金比率をとって、1995年と2005年の労働集約度と現金・預金比率との間の関係を図示したものである。図からわかるように、いずれの年でも労働集約度と現金・預金比率との間に正の相関

関係が観察される。ただし、近似曲線の傾きは、2015年に比べて、1995年や2005年は小さいことが読み取れる。また、2015年のグラフで見られた非線形な関係は、1995年や2005年のグラフでは必ずしもはっきりしない。このこ

とは、リーマン・ショック後に、労働集約度と現金・預金比率の正の相関が高まると同時に、両者の間に非線形性が生まれたことを示している。世界同時不況という大きな構造変化を経て、多くの企業が流動性ショックの際の労働債権の支払いに備えて事前に流動性資産をこれまで以上に蓄積するようになったと同時に、一部の企業は流動性資産を蓄積するスタンスを変化させた可能性があることを示唆している。

もちろん、労働債権だけが企業の資金調達を制約するものではない。優先債権には、労働債権以外にも多くの債権が存在しているため、労働債権が必ずしも常に保護されるとはいえず、適用される法律や手続きのタイミングによっても優先順位が異なる。例えば、日本の場合²⁾、破産法では、手続きのタイミングによって労働債権支払いの優先順位が異なり、「破産手続開始前三月間の破産者の使用人の給料の請求権」は、財団債権として、支払いが最優先される「抵当権等の被担保債権」に次ぐ優先度、また、財団債権以外の賃金は、「優先的破産債権」として財団債権に次ぐ優先度となっている。加えて、民事再生法では、支払いが最優先される「抵当権等の被担保債権」に次ぐ優先度となっている。会社更生法では、「共益債権」、「抵当権等の被担保債権」に次ぐ「優先的更生債権」とされている。このため、企業が流動性資産を蓄積していることの要因としては、厳密には、労働債権以外の他の優先順位の高い債権についても考慮する必要がある。

しかし、ILO第95号条約「賃金の保護に関する条約」第11条で定められているように、労働法には、国際的に見ても、労働債権が他の債権に優先して支払われるという基本原則がある。この原則は、賃金が後払いであるという労働者の不利な立場を是正すること等を根拠とするものである（Bronstein, 1987）。日本の労働法においても、「企業経営が安定を欠く」に至った場合などに賃金の適正な支払いを確保すること等を目的として、「賃金の支払の確保等に関する法律」が制定されている。また、労働基準法第24条では、「全額払いの原則」の下、賃金を全額残らず支払い、「積立金」等の名目で一部を控除することが禁じられている³⁾。

その一方で、労働債権が他の債権に優先的に支払われることの弊害を指摘する研究もある。例えば、山崎・瀬下（2013）は、今後の法改正を示唆するいくつかの問題点のひとつとして、労働契約法で明文化された「解雇権濫用の法理」による正規雇用者の保護が企業再生の大きな足かせとなっていることを挙げている。特に、「整理解雇の4要件」、すなわち「人員削減の必要性」、「解雇回避努力」、「人選の合理性」、「手続きの妥当性」が全て満たされないと整理解雇が認められず、実際JAL（日本航空）の会社更生手続きの中でも、整理解雇の妥当性が争点となった裁判があったことを明らかにしている。そして、正規労働者が解雇規制によって、地位だけでなく若年労働者の「見えざる出資」も保護されているため、非正規労働者が発生するだけではなく、破綻時に企業の債権者との優先劣後関係を歪める可能性が高いと結論付けている。

以上のように、労働債権は、最も優先度の高い債権のひとつであるだけでなく、企業行動を制約する一要因となる。このため、労働債権が大きいほど、流動性ショックが発生し、追加資金が必要になったときの企業の資金調達を制約し得るといえる。このことは、労働債権の存在が、企業による予備的な流動性資産の蓄積のひとつの重要な

2) 詳細は厚生労働省東京労働局HP（2017）参照（http://tokyo-roudoukyoku.j-site.mhlw.go.jp/hourei_seido_tetsuzuki/roudoukijun_keiyaku/roudousaiken3.html）。労働債権の支払いの優先順位は各国の裁量に任されている（Bronstein, 1987）。

3) ただし、「所得税や社会保険料など、法令で定められているもの」、それ以外は、「労働者の過半数で組織する労働組合、または労働者の過半数を代表する者と労使協定を結んでいる場合」の控除は認められている。（労働基準法第24条）

要因になり得ることを示唆している。

本論文に関連する研究としては、脇田（2017）が挙げられる。脇田（2017）は、賃金が労働組合と企業との間の交渉力によって決定され、企業が確率的な生産性ショックに備えるための予備的動機から貯蓄を行うというモデルを構築し、労働組合の交渉力の上昇が企業貯蓄を増加させることを示している。本研究では、脇田（2017）と同様に、賃金と企業貯蓄との関係を分析するが、交渉力の強さではなく、流動性ショック発生時の労働債権の優先的な支払いが企業による流動性資産の蓄積に与える影響に焦点を当てる。

以下では、第Ⅱ章において、まず、労働債権

の優先的な支払いをめぐる問題に関する事例を紹介する。その上で、第Ⅲ章では、流動性ショックの発生時に、労働債権が優先的に支払われることを前提として⁴⁾、企業、銀行、労働者が意思決定を行うモデルの基本設定について記述する。第Ⅳ章では、労働債権の存在が企業の生産活動の継続に与える影響について分析することで、労働債権の役割について考察する。第Ⅴ章では、企業が流動性資産を保有する場合に、第Ⅰ期に流動性ショックが発生しても、企業が銀行から融資を受けることができ、生産を継続する可能性について分析することで、流動性資産の役割について考察する。第Ⅵ章で結論を述べる。

Ⅱ．労働債権の優先的支払いをめぐる問題に関する事例

前述の通り、労働債権は、他の債権に優先して支払われる傾向にあることが制度上認められている。このため、巨額の労働債権を抱える企業が流動性ショックに直面した場合、その債務が制約となって、事業再生が迅速に進まないことが少なくない。このように労働債権の支払いの負担によって生産活動を継続できなくなる状況が予想されるとき、それを未然に回避するために、企業は事前に流動性資産を予備的動機から蓄積すると考えられる。そこで、本章では、分析に先立って、そもそも労働債権の支払いの負担がどの程度生産活動の継続に影響を与えるのかを日本企業の事例を紹介することで検討することにする。

Ⅱ－1．JALの事例

以下では、まず、年金債権という一種の労働債権が企業への融資を制約した事例として、

JALの事業再生の経緯について、畠山（2010）に基づき紹介する。当時JALは国内最大手の航空会社であり、事業を継続できなくなると、国政上の重要課題である航空ネットワークの維持・充実に多大な支障が発生し得る状況にあった。2000年代に入ると、JALは、米国同時多発テロ、SARS、イラク戦争など外部要因の影響で度々営業赤字に直面したが、日本政策投資銀行からの緊急融資や公募増資及び第三者割当増資によって資金不足を何とか回避してきた。しかし、リーマン・ショック後の2009年に事態が深刻化し、その場しのぎの金融支援での再生がほぼ不可能な状況に追い込まれ、金融機関などによる債権放棄がスムーズに進まない限り事業再生がままならない状態となった。そこで、2009年6月の関係閣僚会談において、JALが同年9月までに自主再建計画を提出することを条件として、6月中に1,000億円、12月に1,000億

4) 第Ⅰ章で言及したChang（1992）では、労働債権の優先的な支払いが労働者のリスク回避的性格から内生的に導出されている。

円の日本政策投資銀行による緊急融資が確認され、この会談を受けて、「日本航空の経営改善のための有識者会議」が国土交通省内で立ち上げられ、JALの自主再建計画のあり方が検討された。8月末に鳩山内閣が発足すると、JALの自主再建計画の提出と改正「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法」に基づく事業再生ADRを活用した自主再建計画は白紙に戻され、「JAL再生タスクフォース」が立ち上げられた。タスクフォースによってJALの資産査定や再建案の検討が行われ、企業再生支援機構の支援による再生が適切であるとする報告書が提出された後、JALは正式に企業再生支援機構への支援を申請した。最終的に、2010年1月19日にJALが会社更生法の適用を東京地方裁判所に申請したことで、企業再生支援機構の支援による再生が決定された。

こうして、JALは、利害関係者との調整を事前に進めていく「事前調整型」（プレパッケージ）方式で会社更生法による法的整理手続きが開始されることとなったが、この再生手続きの過程でのひとつの大きな障害は、従業員に対する退職金や既に退職した従業員に対する年金の支払い義務であった。過去の従業員が納めた年金に対する支払い義務は、本研究の第三章以降で考察する通常の労働債権とは異なる。しかし、会社更生法では、年金債権の3分の1が共益債権として全額が優先的に支払われると共に、残りの3分の2に関しては、条文上明らかでなく、また判例もないと言われるものの、労働債権とみなされれば、銀行借入など他の債権よりも返済順位が優先されるため、年金債権も本稿で考察する労働債権と共通の特徴を持つ。当初、JALの年金・退職金債務は、約8,000億円に上り、このうち約3,300億円の積立が不足して巨額の赤字となった。このため、年金・退職金債務の問題を解決することなくしては、JALが更生計画案を提出し、追加融資による再生を実現することは不可能であった。

最終的には、2010年1月12日に、企業年金加入者の3分の2超の同意によって現役社員は

53%、OBは30%の年金の減額が決定し、企業再生支援機構の下でJALの再建は進んだ。しかし、減額に反対する署名が一時は年金受給者の3分の1を超え、事業再生が危ぶまれることもあった。以上見てきたように、JALの事例は、返済の優先度の高い労働債権がいかに追加融資を困難なものとし、事業再生の制約になるかを顕著に示したものといえる。

II-2. シャープの事例

労働債権の支払いが経営再建・事業再生の大きな制約となる事例は、前述のJALに限らず度々報告されている。特に、経営危機に陥った企業の債務を、会社更生法や民事再生法などの法的整理によってではなく、金融機関の自主的な債権放棄で私的整理する際に、労働債権の支払いが経営再建の大きな足かせとなった例は多数存在する。たとえば、2016年に鴻海精密工業の傘下に入ったシャープでも、2011年3月期と2012年3月期の決算で大幅な赤字に陥り、経営危機が顕在化した際に、グループ人員の削減が再建計画の大きな柱の一つとなった。

報道（Bloomberg, 2012年9月26日）によれば、経営再建中のシャープが金融機関に提出した再建計画には、グループ人員の約18%に当たる1万人超の削減が盛り込まれていた。2012年9月当時、シャープには、好調時に市場から調達した資金の償還（3,600億円のCP残高や2,000億円の転換社債の償還）など長短併せて1.5兆円の資金調達が必要とされていた。しかし、格付け機関の多くがシャープを投機的等級にしたため、シャープは市場からそのための資金を全く調達できない状況であった。そうしたなかで、主力行であるみずほコーポレート銀行と三菱東京UFJ銀行を中心とする銀行団が追加金融支援を行う条件として課したのが、大幅な人員削減を柱とした再建計画であった。巨額な労働債権を抱えていたシャープにとって、労働債権の大幅な削減をすることなく、追加融資による経営再建はできなかったと考えられる。

なお、シャープは、2016年4月2日に鴻海

精密工業による買収契約に正式調印した。翌日の新聞報道によると、シャープは「買収にあたって、雇用や事業の一体性の維持にこだわっており（朝日新聞、2016a）」、記者会見でも雇用や事業の一体性を「原則として維持していく（朝日新聞、2016b）」との方針が示された。鴻海精密工業側は事前段階で「40歳以下の社員の雇用を守る（日本経済新聞、2016）」と主張していたことから、正式調印段階で雇用に関して譲歩したといえる。しかし、鴻海買収直後の決算発表においても、「グローバルでの人員適正化」という観点から業績不振を理由に追加の人員削減方針が示唆されており、労働債権の大幅な削減がない経営再建がいかに困難であるかが明らかとなっている。

以上の事例からもわかるように、事業再生計

画あるいは買収先との交渉において、労働債権の支払いがひとつの大きな争点であり、上記の事例ではいずれも、労働債権が経営再建・事業再生の大きな制約となっていたことが読み取れる。したがって、労働債権が優先的に支払われるという労働法の基本原則が破産法、民事再生法、会社更生法等の法律と整合的ではないものの、そのような労働債権の支払いの負担が流動性ショックの発生後の企業の資金調達を大きく制約し、企業の事業再生に支障をきたす要因になり得るといえる。このような流動性ショック時に直面し得る資金制約の問題を企業が事前に回避するための対策としては、流動性資産の蓄積が考えられる。このため、多額の労働債権の存在は、予備的動機として企業による流動性資産の蓄積を促進する可能性があるといえる。

Ⅲ. モデルの基本設定

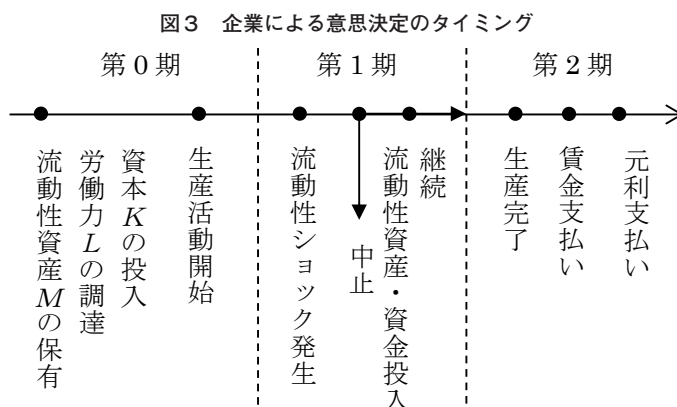
予期せぬ流動性ショックが発生する場合の、企業の資金調達行動に関しては、Holmström and Tirole (1998) が先駆的な研究である。以下では、生産過程の途中で流動性ショックが発生するHolmström and Tirole (1998) と同様の3期間モデルを構築し、労働債権に優先権があることが企業の流動性資産を増加させるかどうかを分析する。分析では、Holmström and Tirole (1998) とは異なり、企業家の私的利益に基づくモラル・ハザードを仮定しない。その一方で、流動性ショックが発生した場合でも、労働債権が優先的に支払われると仮定し、それが期首（第0期）における企業の流動性資産にどのような影響を与えるかを考察する。

この経済には、企業、労働者、銀行という3タイプのリスク中立的な経済主体が存在する。以下では、図3に基づき各期の各経済主体の行動を記述する。

Ⅲ-1. 企業の経済活動

企業は第0期から第2期にかけて生産活動を行う。企業は第0期に潤沢な自己資金 X を保有し、そこから資本 K を調達すると共に、流動性ショックに備えて流動性資産 M を貯蓄する。流動性資産 M は収益を生まない（すなわち、利子率がゼロである）ため、その保有には機会費用が発生するが、流動性ショックが発生して追加的な資金投入が必要となった場合に投入することができる。残りの自己資金 $X - (K + M)$ は全て配当に回されるとする。また、企業は第0期に労働市場で労働力 L を雇用する。議論を簡単にするため、生産に必要な K および L は一定の値をとる変数であるとする。一方、 M は企業がその値を自由に選ぶことができる内生変数であるとする。

第0期に K と L を投入すると、第2期にのみ生産が実現する。しかし、生産の途中段階である第1期に、確率 $p \in (0, 1)$ で流動性ショック



が発生する。流動性ショックが発生しない場合、資金を追加投入しなくても、第2期に生産が完了し、 $Y = AF(K, L)$ が産出される。しかし、流動性ショックが発生すると、新たに資金 ρK を追加投入することなくしては、企業が生産を継続して、第2期に生産を完了させることはできないとする。流動性資産が十分に多い場合、追加資金は全て自己資金で賄うことができるため、生産活動を常に継続することができる。しかし、流動性資産が十分でない場合、生産の継続には外部資金が必要となる。すなわち、第1期に流動性資産 M と銀行から資金 $\rho K - M$ を追加投入することなくしては、産出量は0となる。

Ⅲ-2. 労働者の経済活動

労働者は第0期に労働力を供給する企業を自由に選択でき、選択した企業で第0期から第2期にかけて働く。第1期に生産活動が中止されない場合（流動性ショックが発生しない場合、および流動性ショックが発生しても生産活動が継続される場合）、第2期の生産完了後に、2

期間分の賃金 w が支払われる。しかし、流動性ショックが発生して企業が生産活動を継続できない場合には、産出量が0となり、賃金は支払われないとする⁵⁾。労働者は第0期に労働力を供給する企業を自由に選択できるため、労働市場が完全競争的で、労働者がリスク中立的であると仮定すると、第0期の期待賃金率は市場賃金率と等しくなる。以下では、労働者が2期間働いて確実に支払いを受ける場合の市場賃金率を w とする。また、各企業の賃金は第0期に決定されるとする。

企業が第1期以降生産活動を継続しない場合には、賃金が全く支払われなくなるため、生産活動が中止される可能性のある企業では、第0期に契約する賃金がリスクプレミアムの分だけ上昇することになる。すなわち、企業が生産活動を継続しない可能性があるときの賃金を \bar{w} とすると、2期間分の労働に対して支払われる市場賃金率 w と \bar{w} との関係は以下のように表される。

$$w = (1 - q)\bar{w} \quad (1)$$

5) 企業が生産活動を継続しない場合に、生産活動が継続される他の企業に労働者が転職し、第1期から第2期までの労働に対する1期間分の賃金 w_1 を第2期に受け取るとしても、結果は本質的には変わらない。この場合、リスクフリーの割引率は r_k 、2期間分の賃金は w であるため、以下の裁定条件が成立する。

$$\frac{w_1}{1+r_k} + \frac{w_1}{(1+r_k)^2} = \frac{w}{(1+r_k)^2}$$

このため、このケースでの1期分の賃金 w_1 は以下で与えられる。

$$w_1 = \frac{w}{2+r_k}$$

ただし、 $q \in \{0, p\}$ は、企業が第1期に生産活動を中止する確率である。このため、企業が生産活動を継続しない可能性があるときの賃金 \bar{w} は以下で与えられる。

$$\bar{w} = \frac{w}{1-q} \quad (2)$$

この式は、第1期に生産活動が中止される確率が上昇すると、企業が生産活動を継続したときに支払わなければならない賃金が高まることで労働債権の負担が増加し、結果的に外部資金を調達しにくくなることで、企業がより生産活動を継続しにくくなることを示唆している。したがって、以下で見るように、第0期に流動性資産を保有することには、賃金のリスクプレミアムを低下させ、労働債権の負担の低下により企業が生産活動を継続しやすくするというメリットが存在するといえる。

Ⅲ-3. 銀行の経済活動

本論文で考察する経済では、銀行は十分な内部資金を保有し、常に一定の収益率 r_K でそれ

を運用する機会を持っている。資本市場は完全競争的であり、リスクフリーの割引率は r_K で外生であるとする。このため、第1期に企業に流動性ショックが発生し、追加的な資金 ρK が必要になると、リスク中立的な銀行は、一定の収益率 r_K を得られる限りにおいて、流動性資産 M を保有する企業と債務契約を結んで第1期に $\rho K - M$ を企業に融資し、第2期に融資の元利 $(\rho K - M)(1+r_K)$ を受け取る。

労働債権に対する支払いが他の債権に優先する場合、生産を継続した企業が第2期に返済できる金額は最大でも $AF(K, L) - wL$ である。このため、銀行が企業の追加融資に資金を提供するのは、第2期に企業の返済原資で融資の元利を賄えることがわかっているとき、すなわち以下が成立するときである。

$$AF(K, L) - wL \geq (\rho K - M)(1+r_K) \quad (3)$$

一方、第2期に企業の返済原資で融資の元利を賄えないことが見込まれる場合には、企業は資金調達できず、生産活動は中止される。

Ⅳ. 労働債権の役割

本稿の目的は、労働債権が他の債権より優先的に返済される場合、企業は流動性資産をより多く保有するかどうかを分析することである。本章では、そのためのベンチマークとして、企業が第0期に流動性資産を全く保有しない、すなわち $M = 0$ である場合、労働債権の優先的な支払いによって流動性ショックが企業の生産活動を停止させてしまう状況について記述する。

第1期の流動性ショック発生時に企業が流動性資産を保有していない場合、企業は、生産活動の継続に必要な金額の全額を銀行からの借入で賄わなければならない。銀行は収益率 r_K を得られる限りにおいて企業への貸出を行うため、第2期における企業の返済原資が銀行への

元利返済を上回ることが見込まれる場合にのみ借入が可能となり、生産活動が継続されることとなる。

仮に労働債権が優先的に支払われない場合には、労働者と銀行との間の交渉力によって支払額が決定されるため、企業の銀行に対する返済の原資は最大で $AF(K, L)$ となり、 $AF(K, L) \geq \rho K(1+r_K)$ である限り、企業は銀行から融資を受けて生産活動を継続することができる。これに対して、労働債権が銀行借入の元利よりも優先的に支払われる場合、企業の銀行に対する返済の原資は $AF(K, L) - wL$ にとどまる。このことから、労働債権の優先的な支払いは企業の返済原資を減少させることで、銀行融資を受けにく

くするといえる。

本論文では、労働債権の優先的な支払いと流動性資産の役割を分析するため、第1期に流動性ショックが発生した場合に、第2期に銀行へ支払う元利返済 $\rho K(1+r_k)$ が、労働債権の優先的な支払いがない場合には企業の返済原資を下回るが、労働債権の優先的な支払いがある場合には企業の返済原資を上回るという以下の条件を仮定する。

$$\begin{aligned} \text{仮定1} \quad & AF(K, L) - wL \\ & < \rho K(1+r_k) < AF(K, L) \end{aligned} \quad (4)$$

この仮定の下では、第1期に流動性ショック

が発生する場合でも、労働債権に優先性がない場合には、企業は銀行の融資を受けて生産活動を継続できる一方、労働債権が優先的に支払われる場合には、銀行の要求するリターン r_k を支払うことができなくなり、企業が銀行から融資を受けられずに、生産活動を中止せざるを得なくなることを意味する。仮定1は、労働債権 wL が十分に小さいときには成立しない。しかし、労働債権 wL が一定の値を超えると成立するようになる。したがって、仮定1は、労働債権が一定の値を超えると、流動性ショックが発生した場合に生産の継続を制約する一因となることが示唆される。

V. 流動性資産の役割

前章では、企業が流動性資産を全く保有しない状況について分析した。本章では、企業が流動性資産を十分に保有する場合に、第1期に流動性ショックが発生しても、企業が銀行から融資を受けることができ、生産を継続できるケースについて分析する。

企業が流動性資産を保有するメリットは、流動性ショックで追加的な資金投入が必要となったときに流動性資産をそのまま投入できることである。流動性資産を保有することで銀行から借りる金額を減らすことができ、それによって第2期の銀行への返済負担が軽減するため、銀行から融資を受けて生産活動を継続できる可能性が高まるといえる。その一方で、流動性資産を保有すると外部の投資機会を失うことになるため、流動性資産を1期間保有すると1単位当たり r_k の機会費用が発生する。企業は、以上のメリットとデメリットがちょうどバランスするような流動性資産の水準を選択する。

以下では、まず、企業が流動性資産を保有する場合に選択する最適な水準について分析する。

V-1. 企業が蓄積する流動性資産の水準

流動性ショックが発生した場合、銀行は(3)式が成立するときのみ融資に応じてくれるため、企業が生産を継続するには(3)式を満たすように流動性資産 M を保有する必要がある。しかし、流動性資産を保有すると、企業は機会費用を負担しなければならない。このため、企業は、余分な流動性資産を保有せず、必要最低限の流動性資産を保有しようとする。その結果、(3)式は等号で成立し、最適な流動性資産の水準 M^* は以下で与えられる。

$$M^* = \rho K - \frac{AF(K, L) - wL}{1+r_k} \quad (5)$$

この式は、他の条件を所与として、 M^* が労働債権 wL の増加関数であることを示している。すなわち、労働債権が大きいほど企業にとって最適な流動性資産の水準も増加することを意味している。仮定1から、(5)式を満たす M^* は常にプラスとなる。しかし、流動性資産の保有には機会費用を要することから、企業は常にプラスの流動性資産を保有することが望ましいとは言えない。そこで、次節では、企業がそもそ

も流動性資産を蓄積するための条件について分析する。

V-2. 企業が流動性資産を蓄積するための条件

企業がそもそも流動性資産を蓄積するのは、流動性資産を蓄積して生産活動を常に継続する場合の期待利潤が、流動性資産を保有せずに流動性ショックが起こった場合には生産活動を継続しない場合の期待利潤を上回るときである。以下では、それぞれの場合の期待利潤について記述した上で、両者を比較することで企業が流動性資産を蓄積することで、企業が生産活動を常に中止しないことが望ましいのかどうかを検討する。

V-2-1. 企業が流動性資産を蓄積する場合の期待利潤

本論文のモデルでは、第1期に流動性ショックが発生しないときには、流動性資産の有無にかかわらず、第0期の契約通りの支払いが第2期に履行される。このときの企業が流動性資産を保有した場合の第2期における利潤は、生産物 $AF(K, L)$ から賃金 wL 、資本の元利合計 $(1+r_K)^2K$ 、第0期から第1期まで流動性資産 M を保有することで発生する機会費用 $r_K M$ の第2期での価値を差し引いたものとして以下のように表される。

$$AF(K, L) - wL - (1+r_K)^2K - (1+r_K)r_K M \quad (6)$$

一方、第1期に流動性ショックが発生すると ρK の追加資金が必要となり、企業は流動性資産や銀行から十分な資金を調達できたとのみ生産が継続される。生産活動が継続されたときは、第2期に労働者に対して優先的に賃金が支払われ、賃金を支払った後の生産物の残余から銀行に対して融資の元利が支払われる。このため、第1期に流動性ショックが発生したときの第2期の企業の収入は、生産物 $AF(K, L)$ から賃金 wL および返済額 $(\rho K - M)(1+r_K)$ を引いたものとなる。加えて、企業は、自己資金として第0期に投入した K と M に対して、資本の

元利合計 $(1+r_K)^2K$ 、流動性資産を保有することに伴う機会費用と元本の合計 $(1+r_K)^2M$ を負担する。このため、 $M = M^*$ のとき、第1期に流動性ショックが発生したときの第2期の企業の利潤は、 $AF(K, L) - wL - (\rho K - M^*)(1+r_K) - (1+r_K)^2K - (1+r_K)^2M^*$ に $AF(K, L) - wL - (\rho K - M^*)(1+r_K)$ を代入することによって以下のように表される。

$$- (1+r_K)^2(K+M^*) \quad (7)$$

したがって、流動性資産を M^* だけ保有することによって得られる企業の第0期における期待利潤は以下で表される。

$$(1-p) \{AF(K, L) - wL - (1+r_K)^2K - (1+r_K)r_K M^*\} + p \{-(1+r_K)^2(K+M^*)\} \quad (8)$$

V-2-2. 企業が流動性資産を蓄積しない場合の期待利潤

企業が流動性資産を全く保有していない場合でも、第1期に流動性ショックが発生しないときには、第0期の契約通りの支払いが第2期に履行される。ただし、流動性資産を全く保有しない場合、仮定1のもとでは、流動性ショックが発生すると、企業は生産活動を中止しなければならず、労働者に賃金を支払えなくなる。このため、第0期に契約される賃金（すなわち、流動性ショックが発生しない場合に労働者に対して支払われる賃金）は w ではなく、リスクプレミアムが上乘せされた $\bar{w} = \frac{w}{1-p}$ となる。

このとき第1期に流動性ショックが発生しない場合の第2期における企業の利潤は、生産物 $AF(K, L)$ から賃金 $\bar{w}L$ と資本の元利合計 $(1+r_K)^2K$ を差し引いたものとして以下のように表される。

$$\begin{aligned} & AF(K, L) - \bar{w}L - (1+r_K)^2K \\ & = AF(K, L) - \frac{w}{1-p}L - (1+r_K)^2K \quad (9) \end{aligned}$$

この式を(6)式と比較すると、 $(1+r_K)r_K M$ のマイナスがない一方で、 $\bar{w} = \frac{w}{1-p} > w$ であることから、賃金の支払いのマイナスは大きくなっている。

一方、第1期に流動性ショックが発生すると、企業は流動性資産を蓄積していないため、銀行から融資を受けることはできず、生産活動は継続されない。このとき、生産物は0となることから第0期に投入した K が全て失われることとなり、企業の利潤は以下のように表される。

$$-(1+r_K)^2 K \quad (10)$$

したがって、企業が流動性資産を保有しないときに得られる期待利潤は、以下で表される。

$$(1-p)\left\{AF(K,L) - \frac{1}{1-p} wL\right\} - (1+r_K)^2 K \quad (11)$$

V-2-3. 企業が流動性資産を蓄積するための条件

企業が流動性資産を保有するのは、企業が流動性資産を保有するときの期待利潤が流動性資産を保有しないときの期待利潤を上回る時、すなわち、(8)式が(11)式を上回る時である。このため、企業が流動性資産を保有するための条件は以下で表される。

$$p wL \geq (1+r_K)(r_K+p) M^* \quad (12)$$

特に、(5)式を用いると、この条件は以下のように書き換えられる。

$$\left\{\frac{AF(K,L)}{1+r_K} - \rho K\right\} (1+r_K)(r_K+p) \geq r_K wL \quad (13)$$

この条件が満たされているならば、企業は流動性資産 M^* を保有する。なお、(13)式の左辺は仮定1より常に正となる。

V-3. 企業の流動性資産の蓄積に関する選択

本節では、流動性ショックの発生確率、機会費用、労働債権の大きさが企業の流動性資産の蓄積に関する選択に与える影響について分析する。V-1節では、最適な流動性資産の水準が(5)式、すなわち $M^* = \rho K - \frac{AF(K,L) - wL}{1+r_K}$ で与えられることを示した。一方、V-2-3項では、企業が流動性資産を保有するための条件が(13)式で与えられることを示した。この不等式は必ずしも成立するとは限らない。このため、労働

債権の優先的な支払いのために、第1期に流動性ショックが発生した場合に、流動性資産を保有しない企業は銀行から資金を調達できなくなるという仮定1の下では、以下の命題が得られる。

命題 仮定1の下では、条件(13)式が満たされる限り、企業にとって最適な流動性資産の水準は $\rho K - \frac{AF(K,L) - wL}{1+r_K}$ となる。このとき、労働債権 wL の増加は企業の流動性資産を増加させる。しかし、他の条件を所与とした場合、労働債権 wL が十分に大きい企業では、条件(13)式は満たされなくなる。このため、労働債権 wL が十分に大きい場合、企業の流動性資産はゼロとなる。

命題は、安全資産の利子率 r_K が高く、流動性ショックの発生確率 p が小さい経済では(13)式が常に成立するとは限らないため、労働債権の大きさと企業の流動性資産の保有残高との間に単調な相関関係はもはや成立しないことを示している。すなわち、企業の労働債権 wL がそれほど大きくない場合、(13)式が満たされるため、(5)式から労働債権の大きさと企業の流動性資産の保有残高との間には正の相関関係が成立する。しかし、企業の労働債権 wL が十分大きくなる場合には、(13)式が成立しなくなるため、企業の流動性資産の保有残高はゼロとなる。

このような労働債権と流動性資産の保有残高との間の非線形性は、わが国においては、第1章の図1で示したような、労働集約度と現金・預金比率との間の関係からも観察される。わが国で(13)式が満たされているか否かは明らかではないが、産業によって流動性ショックの発生確率 p が異なるなど(13)式の成り立ちやすさは異なるため、労働集約度と現金・預金比率との間の相関関係が非線形になっている可能性はあるといえる。

なお、流動性資産の保有残高との間の非線形関係は、労働債権 wL だけではなく、流動性ショックの発生確率 p や安全資産の利子率 r_K との間にも成立する可能性がある。まず、流動性

ショックの発生確率 p の上昇は、(5)式によると、最適な流動性資産の水準に影響を与えない。一方、 p の上昇は、(13)式の左辺を増加させるため、(13)式が成立しやすくなる。このため、以下の補題1が成立する。

補題1 流動性ショックの発生確率 p の上昇は、企業が流動性資産を保有するインセンティブを高める。しかし、 p の上昇は、その際の流動性資産の水準 M^* には影響を与えない。

一方、安全資産の利子率 r_K すなわち機会費

用の上昇は、(5)式によると、最適な流動性資産の水準は上昇する。一方、 r_K の上昇は、(13)式の左辺を減少させるため、(13)式が成立しにくくなる。このため、以下の補題2が成立する。

補題2 安全資産の利子率 r_K が上昇すると、銀行への返済の負担増加により、企業が銀行から資金を調達しにくくなるため、流動性資産を保有するインセンティブが低下する。しかし、 r_K の上昇は、流動性資産を保有する場合には流動性資産の水準 M^* を高める。

VI. 結論

労働債権が優先的に支払われる場合に流動性ショックが発生すると、多額の労働債権の存在により企業が資金不足に陥る可能性が高まる。本研究では、そのような場合に労働債権が増加すると、一定の条件の下では、企業が事前に流動性資産をより多く蓄積する傾向があることを示した。

わが国ではステークホルダーとしての従業員の存在が他の主要国と比べて大きいことが指摘されている。また、図1で示したように、労働集約的な産業ほど現金・預金比率が高い傾向がある。このような日本企業の特徴を踏まえると、本論文の分析結果は、日本企業が流動性資産を多く蓄積していることの1つの要因として、労働債権の存在の大きさが挙げられることを示唆している。

企業の資金不足をさらに悪化させる要因として、労働者と投資家との間の交渉力に基づく人件費の重い負担（レガシーコスト）が挙げられる。労働者の交渉力が強まり、過大な人件費の負担が企業の収益を圧迫する状況では、事業の存続が社会的に望ましい場合でも、企業が経営破綻に陥り、事業再生のために工場の閉鎖や人

員削減を余儀なくされることがある。例えば、GMやクライスラーの経営破綻の事例では、全米自動車組合の強い交渉力に基づく企業年金や健康保険給付等のレガシーコストが重要な要素であったことが指摘されている（Lowenstein, 2008）。また、日本においても、事業再生計画で人件費の削減が課題となった事例は数多く存在する。このため、レガシーコストは企業金融にとって切実な問題と考えられ、企業の資金調達を制約する要因となるため、企業の流動性資産の蓄積に影響を与え得るといえる。

Monk (2008) は、資金不足に焦点を当てた研究ではないが、レガシーコストが企業の意思決定に与える影響について分析した研究である。この論文では、デルファイを例に挙げて、確定給付型年金債務等のレガシーコストが企業の成長や革新を妨げ、国際競争力を低下させたことが経営破綻の要因となったことを指摘している。すなわち、レガシーコストが存在しなければ、資金は、設備投資、R&D、そして新たな製品ラインに投入されるはずである。しかし、引退した労働者に対する給付が寛大であると、企業価値を高めるために投資されるはずの

資金がレガシーコストの支払いに転用されることを明らかにしている。したがって、過去に企業が契約を結んだ労働者の交渉力が過大である場合には、現在の投資家に本来返済されるはず

の資金が過去の労働者に対する年金等の支払いに充てられるため、企業の資金不足が深刻化する可能性があり、その結果として、流動性資産がより蓄積される可能性があるといえる。

参考文献

- 伊丹敬之・加護野忠男・小林孝雄・榊原清則・伊藤元重（1988）『競争と革新—自動車産業の企業成長』東洋経済新報社
- 岩井克人（1988）「従業員管理企業としての日本企業」, 岩田規久男・石川経夫編『日本経済研究』東京大学出版会
- 畠山肇（2010）「JALの再生問題」『立法と調査』301号, pp.169-178
- 山崎福寿・瀬下博之（2013）「日本の担保法制と倒産法制の問題点（後編）—「失われた20年」からの教訓と今後の課題：法改正と今後の課題」日経研月報2013年1月, pp.2-12
- 脇田成（2017）「企業貯蓄と賃金上昇の世代重複モデル—マクロ的賃上げ政策のミクロ的基礎—」統計研究会金融班委員会2017年5月
- 朝日新聞（朝刊）2016年4月3日a, 「シャープに3888億円 買収契約調印」
- 朝日新聞（朝刊）2016年4月3日b, 「シャープ再建 鴻海手腕は」
- 日本経済新聞（朝刊）2016年4月3日, 「シャープ再建 最短2年」
- Bronstein, Arturo S. (1987), “The Protection of Workers’ Claims in the Event of the Insolvency of their Employer”, *International Labour Review*, Vol. 126 No.6, pp.715-731
- Chang, Chun (1992), “Capital Structure as an Optimal Contract between Employees and Investors”, *Journal of Finance*, Vol. 47 No.3, pp. 1141-1158
- Ghaly, Mohamed, Viet Anh Dang, and Konstantinos Stathopoulos (2015), “Cash holdings and employee welfare”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 33 pp.53-70
- Holmström, Bengt, and Jean Tirole (1998), “Private and Public Supply of Liquidity”, *Journal of Political Economy*, Vol. 106 No.1, pp.1-40
- Lowenstein, Roger (2008), “While America Aged : How Pension Debts Ruined General Motors, Stopped the NYC Subways, Bankrupted San Diego, and Loom as the Next Financial Crisis”, Penguin Press (ローウェンスタイン, ロジャー・鬼澤忍 (訳) (2009)「なぜGMは転落したのか：アメリカ年金制度の罠」日本経済新聞社)
- Monk, Ashby H. B. (2008), “The knot of contracts : the corporate geography of legacy costs”, *Economic Geography*, Vol. 84 No.2, pp.211-236