

ISSN 0910-2701

ISSN 2185-5013



Research Institute for
Economics and Business Administration
Kobe University

経済経営研究

年報

第74号

神戸大学経済経営研究所

2024

ISSN 0910-2701

ISSN 2185-5013



Research Institute for
Economics and Business Administration
Kobe University

経済経営研究

年報

第74号

神戸大学経済経営研究所

目 次

インド鉄鋼産業における雇用と賃金：

インド政府の公的統計の個票データを利用して

…………… 佐藤 隆広・大西 真生 1

大株主と利益の質の関係 ―レビューと今後の展開可能性―

…………… 榎本 正博 43

インド鉄鋼産業における雇用と賃金*：

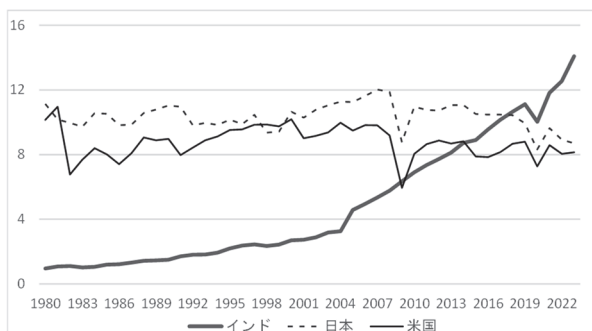
インド政府の公的統計の個票データを利用して

佐藤隆広
大西真生

1. はじめに

インドの粗鋼生産量は 2023 年時点でみて、中国に次いで世界第 2 位の 1 億 4076 万トンとなっている。インドが世界第 3 位だった米国を追い抜いたのは 2015 年、世界第 2 位だった日本を追い抜いたのは 2018 年であり、その後、両国とインドの生産量の格差は拡大傾向にある（図 1）。

図 1 インドの粗鋼生産量（単位：1000 万トン）



資料：World Steel Association, *World Steel in Figures*, and *Steel Statistical Yearbook*, various issues.

* 本研究は、基盤研究（C）「インド鉄鋼企業経営の研究：データベースの構築と多面的分析」（23K01509）の研究成果の一部である。

日本製鉄は、2016 年の君津地区の第 3 高炉の休止に始まり、和歌山地区の高炉 3 基、八幡地区の高炉 1 基、呉地区の高炉 2 基を休止し、さらに 2024 年度末までに鹿島地区の第 3 高炉の休止を予定している（日本製鉄 2024）。JFE スチールも 2002 年の倉敷地区の第 1 高炉の休止を皮切りに、京浜地区の高炉 2 基、福山地区の高炉 1 基を休止している（JFE スチール株式会社 2024）。神戸製鋼所も、2017 年に神戸製鉄所の高炉 1 基を休止し、加古川製鉄所に高炉を集約化している（株式会社神戸製鉄所 2017）。高炉閉鎖は、気候変動対策に関するパリ協定すなわち 2050 年までのカーボンニュートラルに向けた政策目標への鉄鋼メーカー各社によるコミットメントであるのと同時に、日本経済における鋼材需要の不可逆的で趨勢的な下落傾向に対応したものである。

これに対して、日本製鉄はアルセロール・ミッタルとの合併事業 AM/NS India を通じて、経営破綻したインドのエッサル・スチールを 2019 年に 7700 億円で買収し、さらに同社に対して 9370 億円という巨額の設備投資を実施している。さらに、AM/NS India は、インドのオリッサ州に世界最大規模の一貫製鉄所の建設すら計画している（日本製鉄 2024）。両国の鉄鋼産業は、日印経済の逆転現象を先取りしているという点で象徴的な存在である。

インドの鉄鋼産業に関しては、独立前についてはタタ・スチール（旧 Tata Iron and Steel Co.: TISCO）の経営史を克明に分析した野村親義氏の労作群（Nomura 2018; 野村 2004; 野村 2018; 野村 2023）が、独立後については石上悦朗氏、大場裕之氏、小島眞氏、および佐藤創氏の研究群（石上 1982; 石上 1988; 石上 2008; 石上 2013; 石上 2023; 石上・井上 2023; 石上・上池・佐藤 2014; 井上・石上 2024; 大場 1998; 大場 1999; 小島 1991; 佐藤 2006; Ishigami 2014）が存在している。インドの鉄鋼産業は、日本のインド経済研究分野において例外的に研究が深められてきた分野である。しかしながら、タタ・スチールの労務管理に関する一次資料を活用した野村氏の研究を除くと、管見の限り、鉄鋼産業に関する労働者の実態にアプローチした研究は石上(2013)と Ishigami

（2014）を数えるぐらいである。石上（2013）と Ishigami（2014）は、自らの現地調査も活用して、インドでコントラクター（contractor）、ジョバー（jobber）やテケダール（thekedar）とも言われる請負業者、ジョブ・ワーカー（job worker）やコントラクト・レイバー（contract labour）とも言われる請負労働者、雇用主である経営者や所有者などの経済主体が織りなすインフォーマルな労働市場の実態を描き出している。石上（2013）と Ishigami（2014）は極めて興味深い研究ではあるものの、インドのパンジャブ州における 2 都市（マンディゴビンドガルとルディアナー）を分析したものであり、その意味で、独立後インドにおける鉄鋼産業全体の雇用や賃金に関して未だ十分な研究がなされては来なかった。

そこで、本研究は、インド政府の公的統計の個票データを活用し、インド鉄鋼産業の雇用と賃金の長期動向を分析することによってこうした研究上のギャップを埋めたい。ここで利用する統計は、インド政府の「雇用失業調査」

（Employment and Unemployment Survey: EUS）とその後継調査である「定期労働力調査」（Periodic Labour Force Survey: PLFS）である。EUS の大規模標本調査の個票データについては 1983 年・1987 年・1993 年・1999 年・2004 年・2009 年・2011 年の 7 時点の個票データが、後継調査の PLFS は 2017 年から毎年の大規模標本調査の個票データが利用可能である。本研究では、インド鉄鋼産業の雇用と賃金の長期動向の解明に注力したいので、インド政府による新型コロナ対策のロックダウンによる攪乱を避けるために、PLFS についてはロックダウン以前の 2017 年と 2018 年とロックダウンが解除され経済活動が平常化した 2022 年の 3 時点の個票データを利用する。したがって、本研究では 1983 年から 2022 年までの 40 年間の上記で示した 10 時点が分析対象になる。

以下の本研究の構成は、次の通りである。第 2 節では、インド政府の工業統計である「年次工業調査」（Annual Survey of Industries: ASI）と家計調査である「雇用失業調査」（EUS）と「定期労働力調査」（PLFS）のデータの解説を行ったうえで、インド鉄鋼産業の就業者総数と平均賃金についての ASI と EUS/PLFS

の比較を行うことで、EUS/PLFS の統計的な信頼性を確認する。第 3 節では、多角的な視点から、工業統計では観測できないインド鉄鋼産業の就業者の社会的属性の特徴とその長期的変化を明らかにする。第 4 節では、10 時点のすべての個票データをプールし、ミンサー型賃金関数を推定することによって、実質賃金と労働者のさまざまな社会的属性との統計的な関係を分析する。第 5 節は、本研究をまとめ、今後に残された課題を議論する。

2. 個票データの特徴とその統計的信頼性

本研究で用いる「雇用失業調査」(EUS)と「定期労働力調査」(PLFS)の個票データは、多段階層化無作為標本抽出法 (multi-stage stratified random sampling method) を用いて得られたものである。EUS/PLFS は、インド全体を代表する標本調査である。調査年ごとに抽出サンプル人数に若干の異同があるが、それは、おおよそ 60 万人程度である。現在のインドの人口は 14 億人程度なので、サンプル人数は総人口のわずか 0.04%程度に過ぎない ($60 \text{ 万人} \div 14 \text{ 億人}$)。あるいは、このことは、サンプルとして抽出された 1 人が平均して 2333 人のインド人を代表していると言っても良い ($14 \text{ 億人} \div 60 \text{ 万人}$)。

復元乗数 (sampling weight) とは、抽出されたサンプルがどれだけの人口を代表しているのかを意味するが、この値は、EUS/PLFS では複雑な標本抽出法が利用されているので、サンプルごとに大きさが異なっている (完全無作為標本抽出法であれば、すべてのサンプルで復元乗数は 2333 人となる)¹。母集団における雇用や賃金などの平均や合計を復元するためには、抽出されたサンプルの重みを示している復元乗数を必ず用いる必要がある。したがって、本研究は、平均や合計の計算にあたっては復元乗数を用いる。本研究における平均や合計は標本調査データを用いた推定量になるので、誤差を伴うものである。そこで、

¹ EUS/PLFS では、復元乗数は「マルチプライヤー」(multiplier) と呼称されている。

平均や合計の 95%信頼区間も合わせて計算することにする²。

さらに、EUS/PLFS の推定量を、「年次工業調査」(ASI) の数値と比較することによってその統計的信頼性を確認したい。ASI は、インドの「工場法」(Factory Act) に基づき、インド政府に登録されている工場群を調査している。動力を利用している場合については労働者を 10 人以上、動力を利用していない場合については労働者を 20 人以上雇用している工場群が、ASI の調査対象である³。これらの工場群を、インドでは登録部門 (registered sector)、組織部門 (organised sector) あるいはフォーマル部門 (formal sector) と呼称されている。したがって、ASI は雇用規模でみて零細な工場群（非登録、非組織あるいはインフォーマル部門）が調査対象から除外されているので、(1) 就業者総数は EUS/PLFS の方が ASI よりも大きな値になること、(2) 平均賃金は EUS/PLFS の方が ASI よりも小さな値になること、が予想される。また、ASI がフォーマル部門だけを調査対象にしているとはいえ、就業者数や平均賃金の経年変化はフォーマル部門もインフォーマル部門もカバーしている EUS/PLFS と類似したものになることも十分に予想される。

表 1 は、EUS/PLFS で抽出された鉄鋼産業に就業しているサンプル人数を示している。ここで、鉄鋼産業はインドの「国家産業分類」(National Industrial Classification: NIC) における“Manufacture of Basic Iron and Steel”と定義し、経

² 佐藤・山本 (2022) は、1999 年度を調査対象年としている EUS を事例にして、個票データを用いた平均値と標準誤差の試算を行っている。母集団平均の不偏推定量と一致推定量を計算するためには復元乗数を利用すれば良いが、標準誤差の不偏推定量と一致推定量の計算は公開されているデータでは不可能である。そこで、佐藤・山本 (2022) は、公開されている資料を用いて EUS の標本抽出設計を可能な限り近似したうえで、標準誤差の試算を行っている。それによると、近似した標本抽出設計に基づく標準誤差は、標本抽出設計を無視して計算された標準誤差の 2 倍以上の大きさに達した。本研究は、復元乗数以外の標本抽出設計を無視した推定を行っているので、標準誤差の推定量をかなり過少に評価していることに注意したい。

³ 2015 年以降の ASI では、この基準はマハラシュトラ州とラジャスタン州については、動力を利用している場合が 20 人以上、動力を利用していない場合が 40 人以上と変更になっている (Government of India n.d.: para 7)。

表1 サンプルとして抽出された鉄鋼産業の就業者数

	国家産業分類 (NIC)	鉄鋼産業 の番号	(除外した 産業の番号)	普段の状態 (サンプル数)
1983	NIC1970	330		505
1987	NIC1970	330		591
1993	NIC1987	330, 331		553
1999	NIC1998	271	(27101)	550
2004	NIC1998	271	(27101)	353
2009	NIC2004	271	(27110)	353
2011	NIC2008	241	(24104)	343
2017	NIC2008	241	(24104)	504
2018	NIC2008	241	(24104)	527
2022	NIC2008	241	(24104)	459

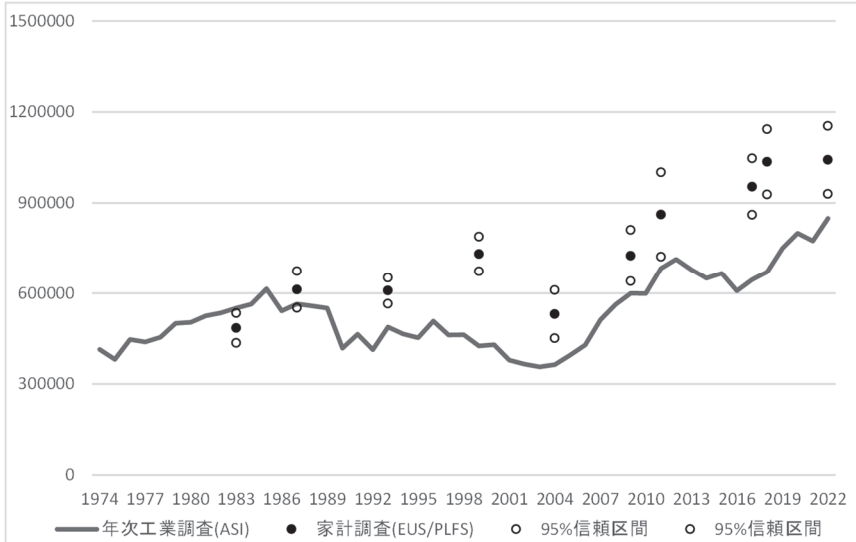
資料：Government of India, Unit-Level Data of *Employment and Unemployment Survey (EUS)* and *Periodic Labour Force Survey (PLFS)*, various issues.

年比較のために1999年以降は“Manufacture of Ferro Alloys”を除外した。「普段の状態」(usual status)(すなわち1年を通じて)で同産業に就業をしているサンプル人数は、1983年で505人、2022年でみてもわずかに459人に過ぎない⁴。

図2は、ASIとEUS/PLFSの鉄鋼産業の就業者数を示している。ここから、以下の2点を指摘したい。第1に、1983年を例外とすると、EUS/PLFSの就業者数がASIのそれを上回っている。95%信頼区間でみると、1987年時点のEUS/PLFSの数値はASIの数値と統計的に有意に異ならないが、1993年以降に

⁴ 個人の状態(status)を識別するにあたって、EUS/PLFSは「普段の状態」の他に、「1週間の状態」(current weekly status)と「1日の状態」(current daily status)を調査している。2017年からのPLFSでは、NICの3桁レベルで識別できるのは「普段の状態」のみとなっている。「1週間の状態」と「1日の状態」ではNICの2桁レベルでしか把握できず、個人が具体的にどの産業に就業しているのかを把握することができない。本研究では、「普段の状態」で鉄鋼産業に就業している個人を分析対象にしているので、その個人が「1週間の状態」や「1日の状態」において、他産業に就業、失業、あるいは非労働力になっている場合があることに留意したい。

図2 インド鉄鋼産業の就業者数



資料：表1の資料と *Annual Survey of Industries* in EPW Research Foundation, *EPWRF India Times Series*。

については有意に異なっていることが分かる。すなわち、10 時点中、1990 年代以降の 8 時点で EUS/PLFS の就業者総数は、ASI のそれを上回っているのである。

第2に、ASI の就業者総数は 1970 年代から 1980 年代後半に上昇傾向になり、その後、2003 年に向けて大きく落ち込んだあと、そこから増加傾向になる（2011 年から 2014 年にかけてのスタグフレーションの時期に一時的な落ち込みがある）。EUS/PLFS の傾向を確認すると、その就業者数が落ち込むタイミングが 1999 年であり、ASI とは 10 年前後の差があるものの、ASI の傾向とほぼ同一の軌跡を辿っていることが分かる。実際、インド鉄鋼産業に関する先行研究によれば、タタ・スチールでは 1980 年代後半から、インド製鉄公社（Steel Authority of India Limited: SAIL）を始めとする国営の鉄鋼企業は 1991 年の経済自由化政策以降、インド政府が支援している「自発的退職計画」（Voluntary Retirement

Scheme: VRS) などを活用しながらリストラクチャリングを進めてきた(石上 2008; 石上 2023; 石上・井上 2023; 石上・上池・佐藤 2014; 小島 1991; 佐藤 2006)。たとえば, SAIL の雇用者数は 1990 年の 23 万 6079 人から 2001 年にかけて 17 万 1065 人に, タタ・スチールのそれは同期間で 4 万 4383 人から 2 万 3937 人にまで減少をしている(佐藤 2006: 229)。さらに, 2000 年代前半からは, JSW, イスパット・インダストリーズ (Ispat Industries) やエッサー・スチール (Essar Steel) を始めとする新興の民間一貫製鉄企業群が台頭し, かつ, 2003 年からの鋼材ブームもあり, 既存のタタ・スチールも国営鉄鋼企業も利益を拡大させるに至った(石上 2008; 石上 2023; 石上・上池・佐藤 2014)。このことは, 図 2 で確認できる 2004 年からの鉄鋼産業の雇用拡大傾向と整合的である。

図 3 インド鉄鋼産業の実質賃金(日給, 2011 年価格表示)



資料: 図 2 の資料に加えて, 賃金の実質化にあたっては次の資料を利用した。Consumer Price Index for Industrial Workers (CPIIW) in Reserve Bank of India, Database on Indian Economy.

図 3 は、工業労働者消費者物価指数 (Consumer Price Index for Industrial Workers: CPIIW) を用いて、2011 年価格表示の平均実質賃金（日給）の推移を示している。ここから、以下の 2 点を指摘したい。第 1 に、ASI がフォーマル部門を対象にした調査であるのに対して、EUS/PLFS はフォーマルのみならずインフォーマル部門の労働者も調査対象としている。とりわけ、ASI は労働者数が 100 人以上の工場については全数調査を実施しており、タタ・スチールを始めとする一貫製鉄所はほぼ確実に調査に回答しているはずである。したがって、ASI の賃金が EUS/PLFS のそれを上回っていることが予想されるが、実際に、図 3 を確認すると、10 時点全てにおいて、その予想が正しいことが分かる。ASI の賃金の方が EUS/PLFS のそれと比べて、おおよそ 1.5～2 倍程度高い。

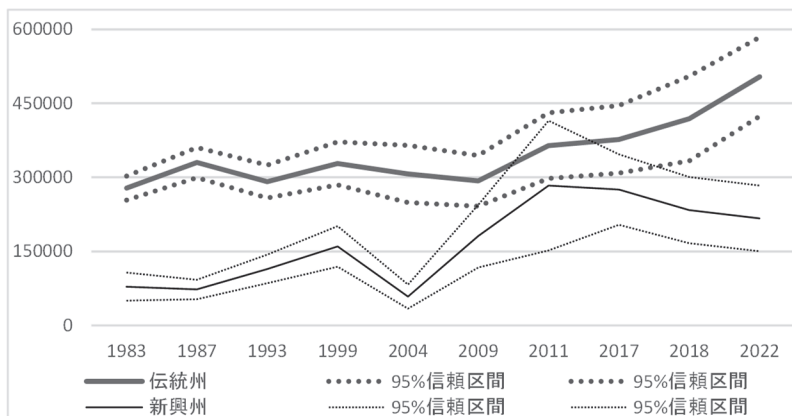
第 2 に、ASI と EUS/PLFS の賃金は類似した推移を示している。1980 年代から 2000 年代後半にかけて上昇し、その後、2010 年前後に大きく落ち込む。そこから緩やかな改善傾向が観察される。こうした動きは 1980 年代後半から 2000 年代初頭にかけて鉄鋼産業のリストラによる雇用減少の動きとは異なっているものの、図 2 からは、1983 年から 2022 年までの 40 年間という長期をとれば、ASI と EUS/PLFS のいずれにおいても、雇用と実質賃金ともに改善傾向にあることが読み取れる。

以上から、1980 年代の 2 時点において、EUS/PLFS の（とくに就業者数の）統計的信頼性に疑問の余地が残るものの、1990 年代以降の 8 時点の EUS/PLFS については十分信頼できるデータであると結論付けたい。

3. 雇用と賃金の長期動向

この節では、インド鉄鋼産業の雇用と賃金の長期動向を多面的な視点から記述することを目的としている。図 4 は、SAIL の 4 つの一貫製鉄所とタタ・スチールが立地している東部 4 州を伝統州、JSW、イスパット・インダストリーズ（現 JSW）とエッサール・スチール（現 AM/NS）の一貫製鉄所が立地して

図4 伝統州と新興州における就業者数



資料：表1の資料を参照。

注：ビハール州・マディヤ・ブラデーシュ州・西ベンガル州・オリッサ州の4州を伝統州，グジャラート州・マハラシュトラ州・カルナタカ州の3州を新興州として定義した。

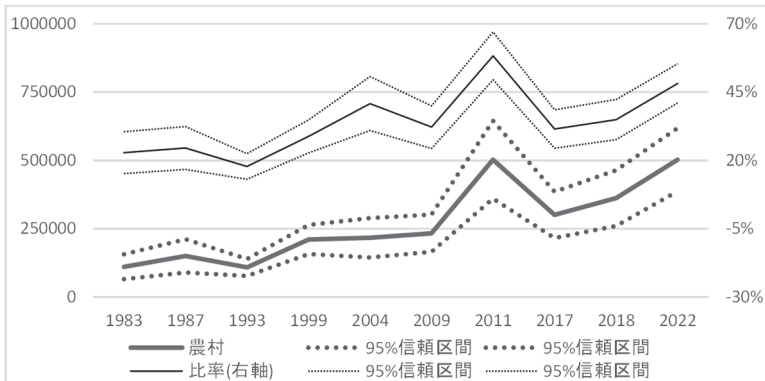
いる西部3州を新興州として区別して、それぞれの就業者数の推移を見たものである。これによると、第1に、伝統州がインド鉄鋼産業の総就業者の半分を示しており、鉄鋼産業の集積地を形成していることが分かる。第2に、いずれの地域においても就業者数が変動を伴いながら増加傾向にあることが分かる。とくに、新興州の就業者数は2011年前後には伝統州と統計的にはその差が有意ではなくなるほど増加した。しかし、その後、伝統州は増加傾向を示しているのに対して、新興州は下落傾向にあり、再び、両地域の就業者数は統計的に有意な差を持つようになっている。

図5は、農村における就業者とその割合の推移を示したものである。これによれば、いずれも上昇傾向にあることが分かる。実際、2022年には農村就業者割合は48%に達している。これは、近年のインド経済の特徴として農村での工業化を強調している佐藤(2015)とSato and Aggarwal (2020)の研究と整合的であ

る。すなわち、鉄鋼産業においても、農村における進展が顕著である。

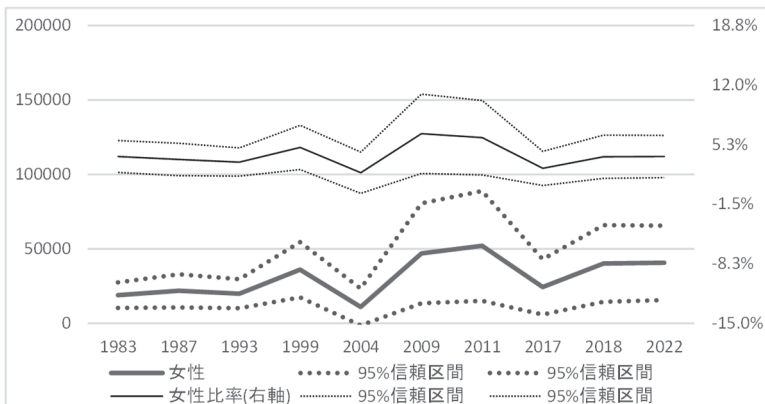
図6は、女性の就業者の推移を見たものである。経年変動があるが、女性の就業割合は全体のわずか2～6%程度しかない。インド鉄鋼産業においては、女

図5 農村における就業者数とその割合



資料：表1の資料を参照。

図6 女性の就業者数とその割合



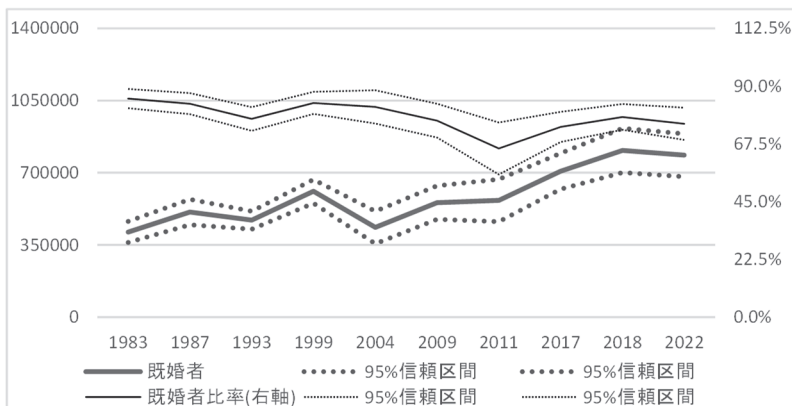
資料：表1の資料を参照。

性は一貫してマイナーな存在であることが分かる。

図7は、既婚者の推移を示している。既婚者数の絶対数は上昇傾向にあるが、既婚者の割合は1983年の85%から2022年の75%と10%ポイントも低下している。インド社会においても、初婚年齢の趨勢的な上昇が観察されているが、それと整合的な推移を示唆している。

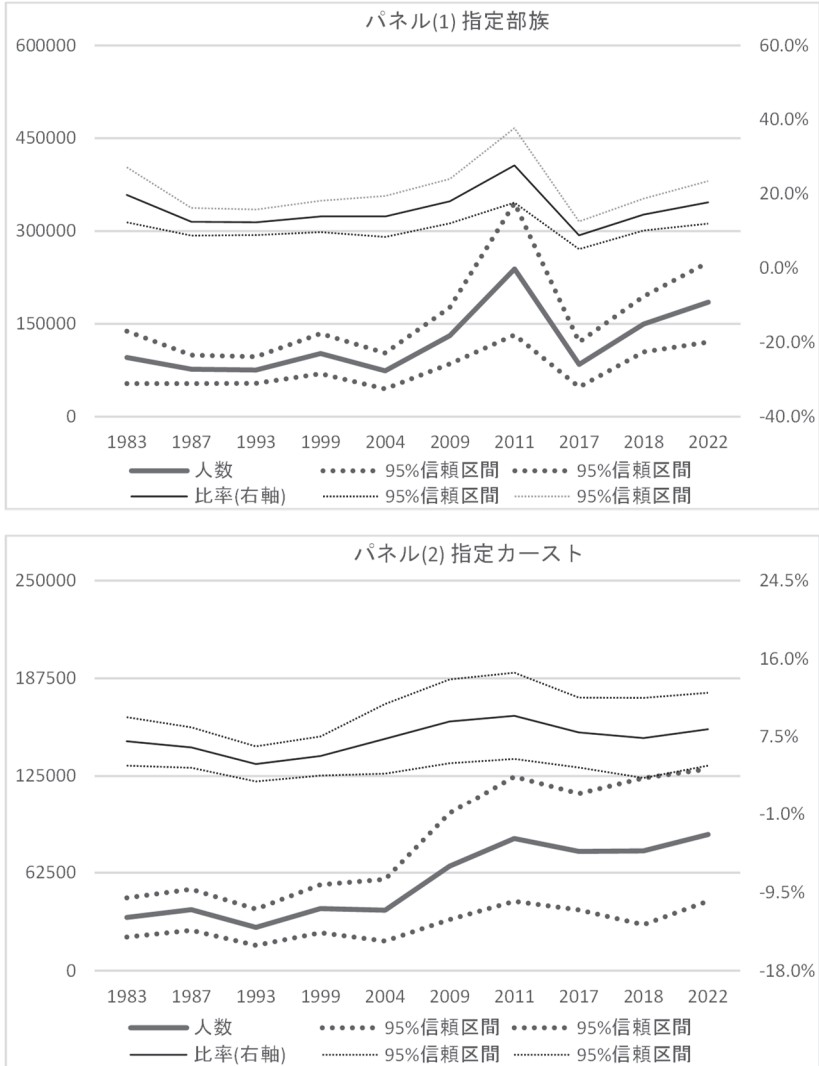
インドにおける2011年の国勢調査(Census)によれば、インドの指定部族(Scheduled Tribe: ST)の人口比率は9%、指定カースト(Scheduled Caste: SC)のそれは17%である。この数値を念頭に置いて、STとSCの推移を図8で確認してみると、STの比率が2022年でみて18%となっており、人口比と比べて高く、SCが同年でみて8%と人口比と比べて低い。このことは、SAILやタタ・スチールの一貫製鉄所が立地している地域においてSTの人口比率が高いことを反映している結果であると解釈できる。また、SAILを始めとする国営の鉄鋼企業は、インド政府による留保政策に沿って、STとSCについてはその人口比に応じて雇用を保証する必要があることにも留意したい。

図7 既婚の就業者数とその割合



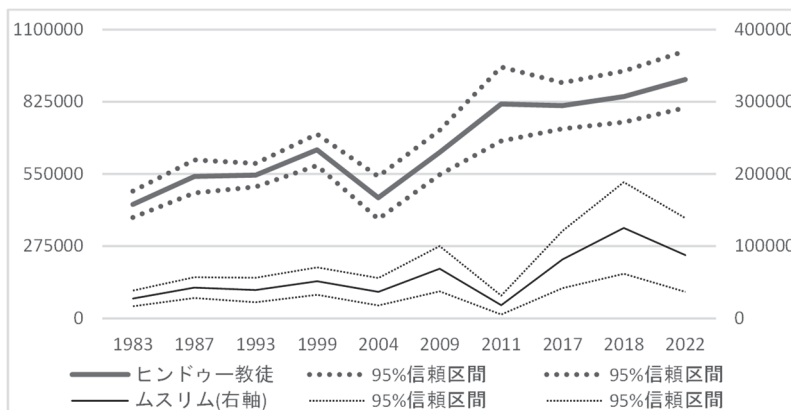
資料：表1の資料を参照。

図 8 指定部族と指定カーストの就業者数とその割合



資料：表 1 の資料を参照。

図9 ヒンドゥー教徒とムスリムの就業者数



資料：表1の資料を参照。

図9は、ヒンドゥー教徒とムスリムの就業者数の推移を示している。いずれも増加傾向にあるが、ヒンドゥー教徒が2022年でみて91万人で圧倒的な存在である。これに対して、同年のムスリムはわずか9万人程度であり、ヒンドゥー教徒の1割弱程度に過ぎない。

図10は、常用と臨時労働者数とその割合の推移を示したものである。インドでは雇用の非正規化が進んでいることが強調されることがあるが、図10をみると、たしかに1983年から2009年までは常用労働者比率が停滞し、臨時労働者比率が増加傾向にあるように観察されるが、2011年以降、その動きが逆転していることが分かる。とくに、臨時労働者比率は2009年の22%から2022年にかけて9%にまで減少している。こうした動きがもたらされた背景については、今後深く分析をする必要がある。また、インド鉄鋼産業においては常用労働者比率が2022年において84%となっており、常用労働者が就業者の主体を形成している。

図 10 常用と臨時労働者数とその割合

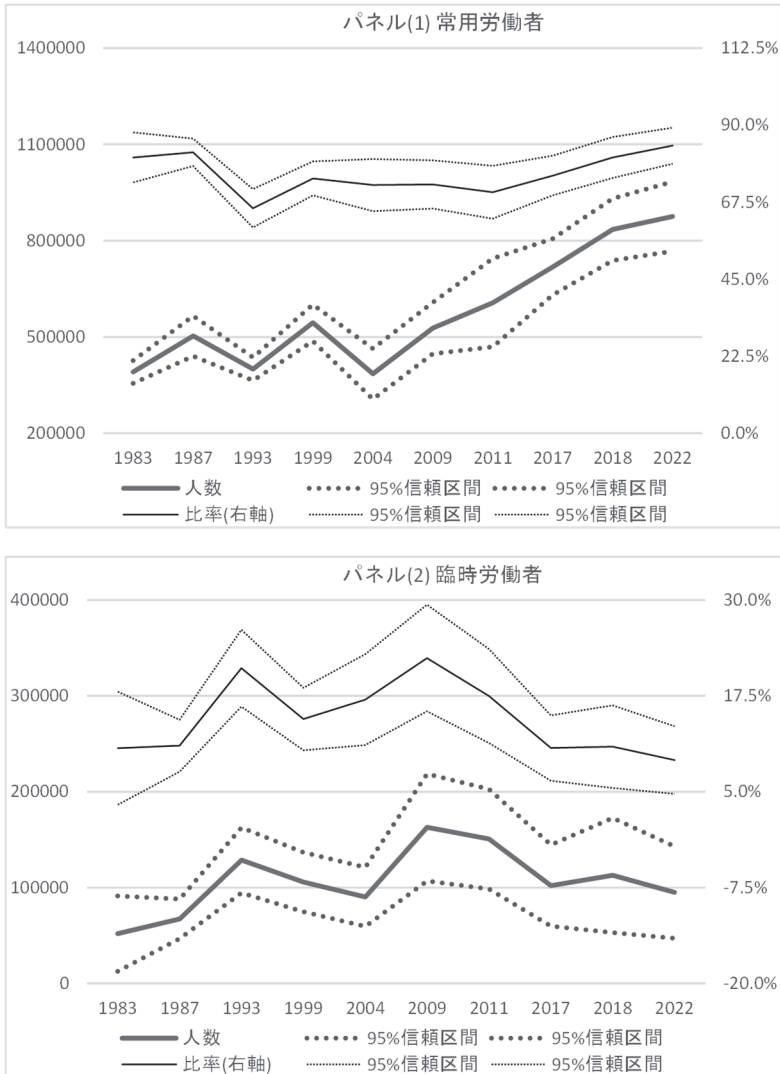
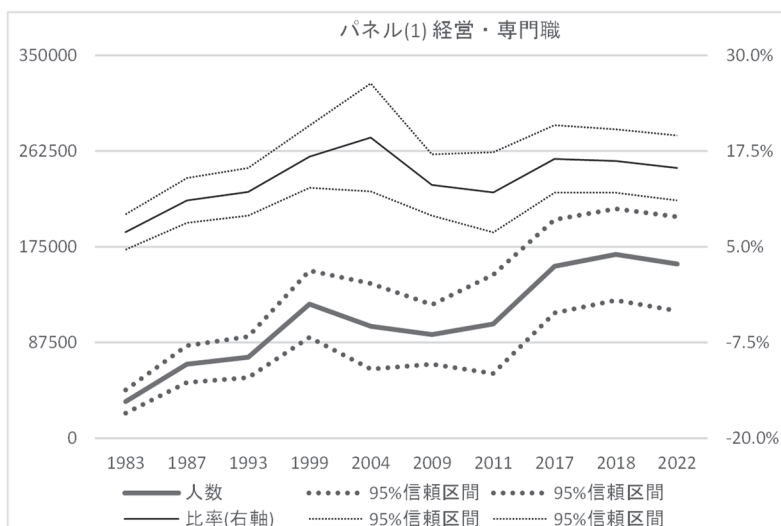
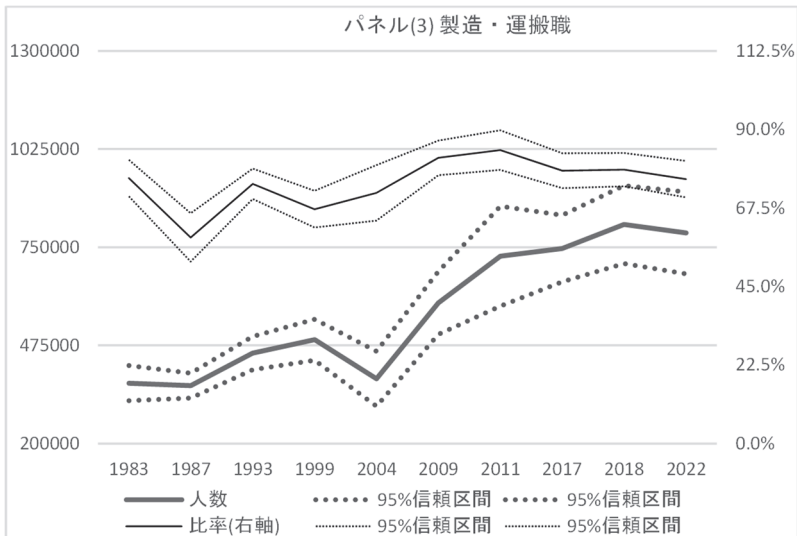
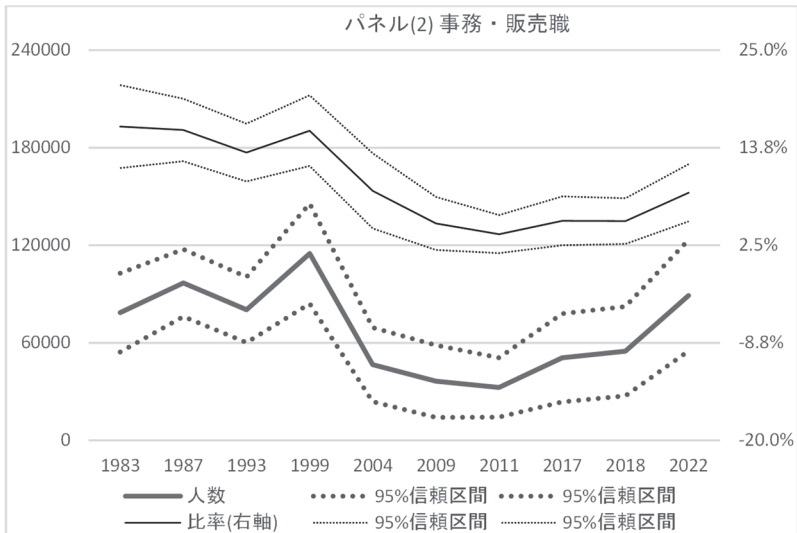


図 11 は、職業分類別でみた就業者数とその割合を示したものである。2022 年でみた経営・専門職の割合が 15%，事務・販売職が 9%，製造・運搬職が 76% となっている。すなわち、肉体労働に従事する製造・運搬職がインド鉄鋼産業の就業者の主体を形成しているわけである。経年変化をみると、とくに、経営・専門職の割合が 1983 年から 8%ポイントの増加，事務・販売職が 7%ポイントの減少が観察される。事務・販売職の減少は、間接部門におけるコンピュータの利用などの IT 化の影響があるのかもしれないし、IT 化に対応して経営・専門職の役割が重要になったのかもしれない。こうした問題については、今後深く分析する価値があると思われる。

図 11 職業分類別の就業者数とその割合



インド鉄鋼産業における雇用と賃金（佐藤・大西）

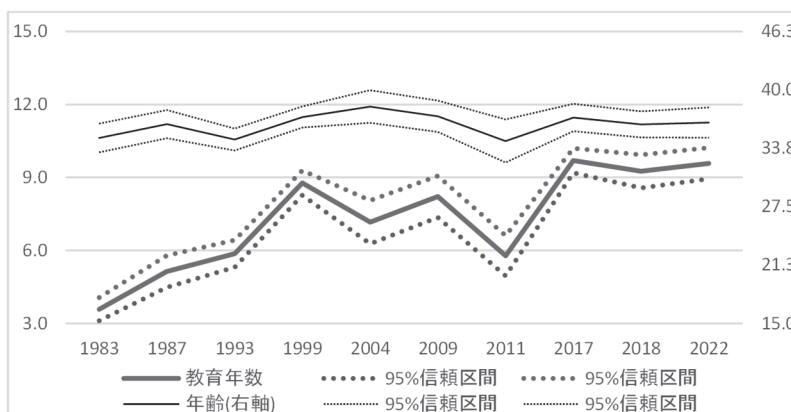


資料：表 1 の資料を参照。

図 12 は、就業者の平均教育年数と平均年齢の推移を示したものである⁵。これを見ると、平均年齢自体は 35 歳から 38 歳の間を推移し、安定的な動きをしているのに対して、平均教育水準は 4 年から 10 年にまで上昇をしていることが分かる。これは就業者の学歴が小学校卒未満から高校卒への変化に相当し、インドの鉄鋼産業における労働者の人的資本の改善が明らかである。

さて、以下の図 13 から図 21 までは、属性別でみた実質賃金の推移を示したものである。図 13 で、伝統州と新興州における実質賃金の推移を確認すると、いずれの地域でも実質賃金は上昇傾向にある。とくに、2000 年代以降、伝統州と新興州には賃金格差が存在するものの、その差は必ずしも統計的に有意なも

図 12 平均教育年数と平均年齢

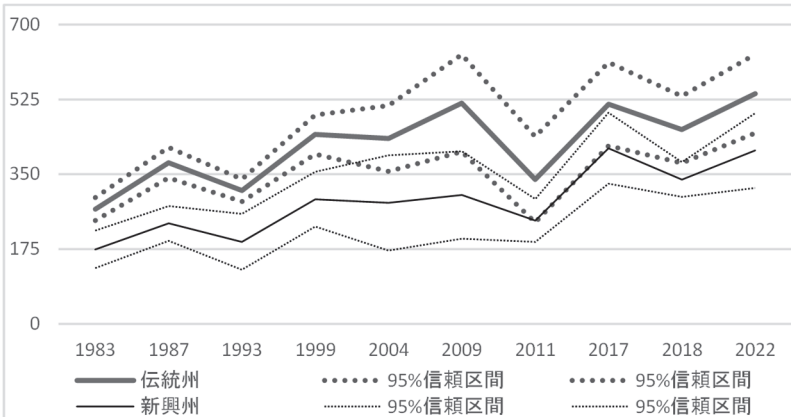


資料：表 1 の資料を参照。

⁵ 教育年数の計算にあたっては、つぎのような簡便な方式を用いた。小学校卒を 5 年、中学校卒を 8 年、高校卒を 10 年、上級高校 (higher secondary) 卒を 12 年 (高校と上級高校が区別できない調査年では高校卒を 11 年とした)、大学卒以上を 15 年とした。また、小学校卒未満は識字であっても 0 年、ディプロマ (diploma, インドの職業教育に特化した専門学校)・技能資格 (certificate, 職業訓練校が発行する認定資格) 保有者については 12 年とした (技能資格の場合は中学校卒+2 年あるいは高校卒+2 年、ディプロマの場合は上級高校卒+2 年として、その平均をとって 12 年とした)。

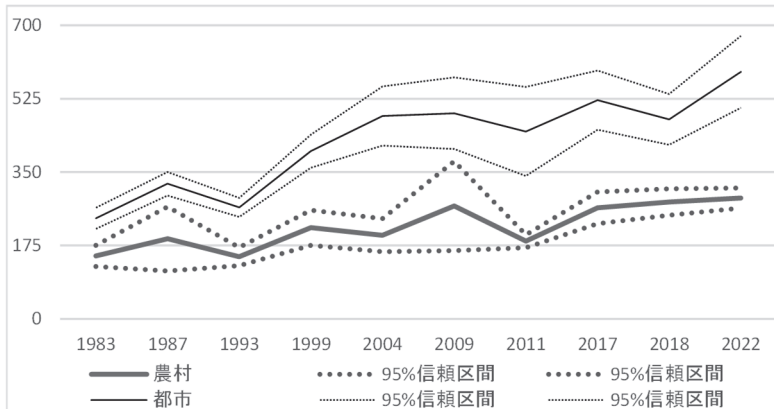
のではなくなったことが分かる。新興州が伝統州に賃金でみてキャッチアップしているわけである。

図 13 伝統州と新興州における実質賃金



資料：図 3 の資料を参照。

図 14 農村と都市における実質賃金

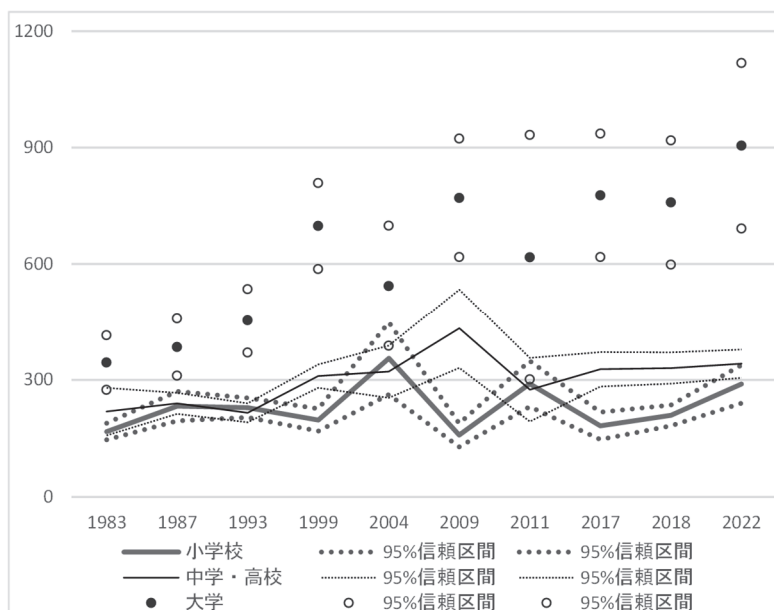


資料：図 3 の資料を参照。

図 14 は、農村と都市における実質賃金の推移を示している。これによれば、いずれの実質賃金も上昇傾向にあり、都市の方が農村よりもその上昇スピードが速い。また、農村と都市の賃金格差は一貫して統計的に有意である。図 5 において、農村就業者の割合が上昇していることを確認したが、農村における賃金が都市よりも割安であるので、鉄鋼企業にとっては都市よりもむしろ農村から労働者を調達することに経済合理性があるのだろう。

図 15 は、学歴別でみた実質賃金の推移を示している。これによると、小学校から高校卒までについては必ずしも統計的に有意な差が観察されない一方、大

図 15 学歴でみた実質賃金



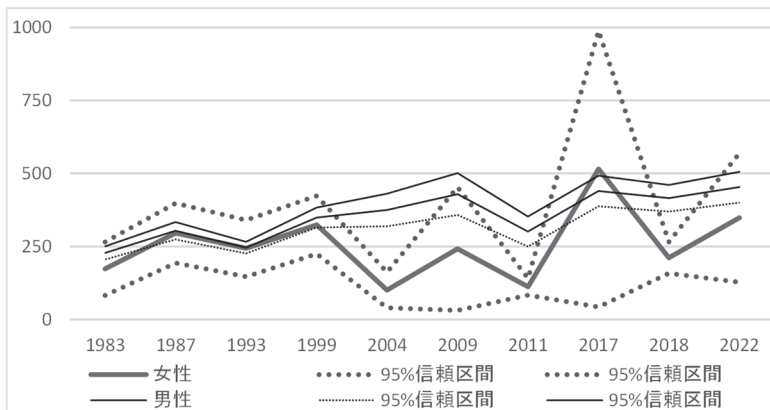
資料：図 3 の資料を参照。

注：「小学校」は非識字者から小学校卒業まで、「中学・高校」は中学校卒業、高校卒業およびディプロマ／技能資格、「大学」は大学卒業以上を意味する。

学卒以上は少数の例外年を除くと、他の学歴の賃金とは統計的に有意な格差が存在することが分かる。また、大卒以上の実質賃金の上昇スピードは他の学歴以上の速さである。賃金格差の有力な仮説として、技能偏向型技術進歩（skill biased technical change）の影響が議論されることが多いが、1990年代からのIT化の進展で英語やコンピュータなどを使いこなせる大卒以上の学歴保有者への労働需要が高まり、そのことが大卒以上の実質賃金の上昇をもたらしている可能性があることが示唆される。

図16は、男女別の実質賃金を見たものである。通常、インドでは男性の賃金が女性の賃金を上回るが、インドの鉄鋼産業における男女賃金格差は統計的に有意な差がないことが分かる。インドの鉄鋼産業における常用労働者の比率が高いこと、また、国営企業が重要な役割を果たしてきたことを考えると、同産業においては他産業と比べると、男女における賃金格差が抑制されてきたと考えられる。また、そもそも、女性の就業者割合は図6によれば数%程度であり、抽出されたサンプル数が少なく95%信頼区間が男性と比べると相当大きくなっ

図16 女性と男性の実質賃金



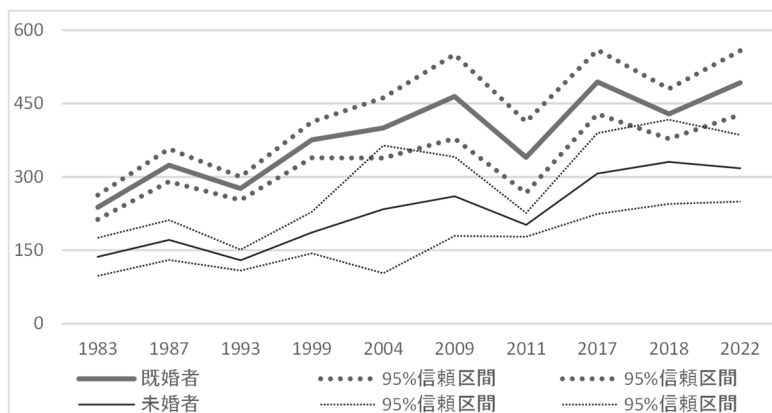
資料：図3の資料を参照。

ている。

図 17 は、既婚者と未婚者の実質賃金の推移を示している。既婚者の実質賃金が相対的に高く、例外的な調査年を除くと、両者の賃金格差は統計的に有意である。

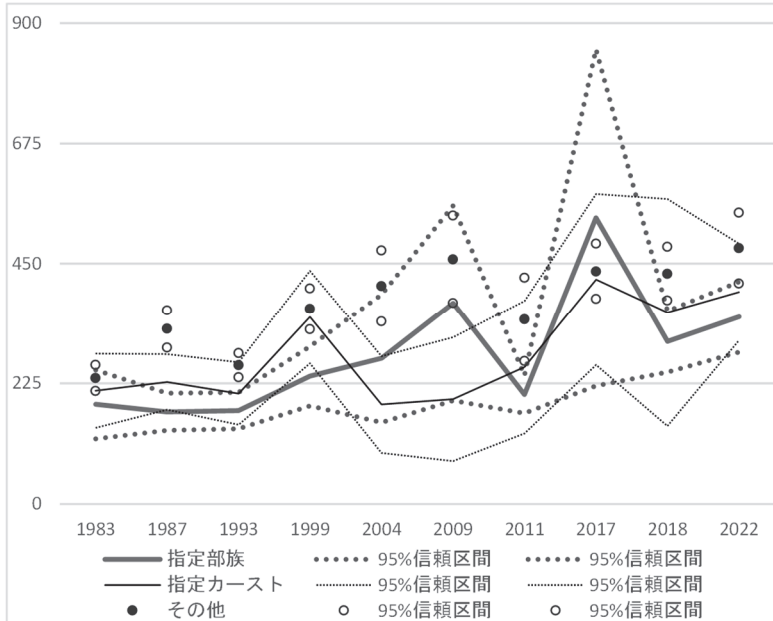
図 18 は、カースト別でみた実質賃金の推移を見たものである。平均値だけを取り上げれば、一般カーストがインドの社会的弱者である ST と SC よりも高いが、必ずしもその差は統計的に有意ではないことが分かる。このことは、平均などの点推定だけに注目するのではなく、95%信頼区間を明示することによってはじめて明らかになる事実である。これは、個票データを用いる長所でもあると思われる。

図 17 既婚者と未婚者の実質賃金



資料：図 3 の資料を参照。

図 18 カーストでみた実質賃金

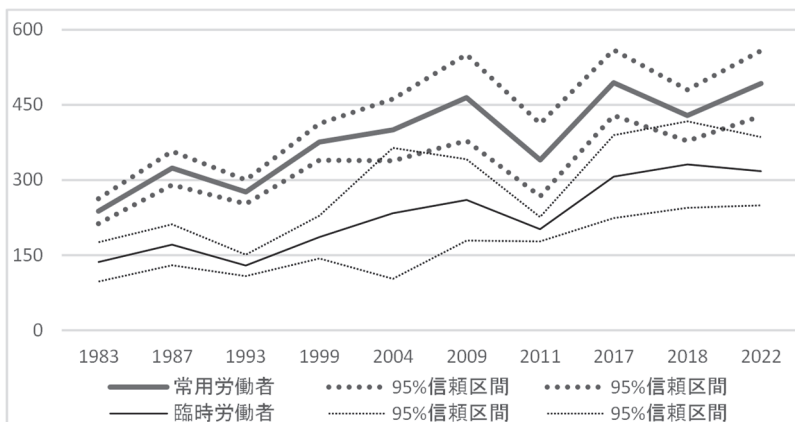


資料：図 3 の資料を参照。

図 19 は、常用と臨時労働者の実質賃金の推移を示している。常用労働者の賃金が臨時労働者のそれよりも高いことが分かる。わずかな調査年を除くと、その差は統計的に有意である。また、両者の上昇スピードには傾向的には大きな違いが見られない。

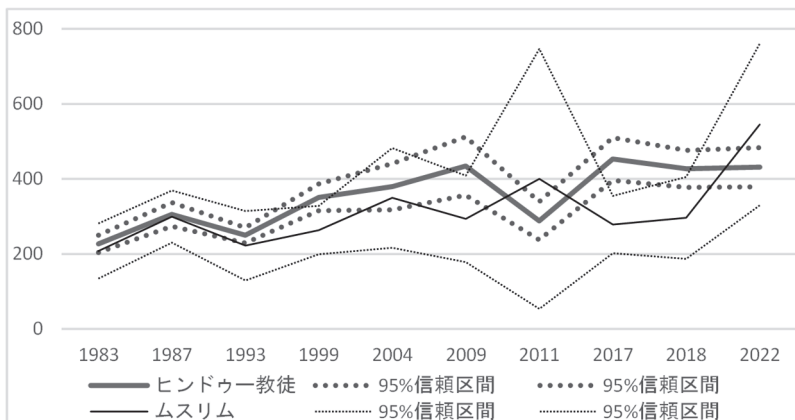
図 20 は、ヒन्दウー教徒とムスリムの実質賃金の推移を示している。一貫して、両宗教コミュニティの賃金格差は統計的には有意ではない。カースト間格差や宗教間格差がインドでは頻繁に取り上げられるが、すくなくともインドの鉄鋼産業の実質賃金を見る限りでは、そのような格差の存在を強調することができない。

図 19 常用と臨時労働者の実質賃金



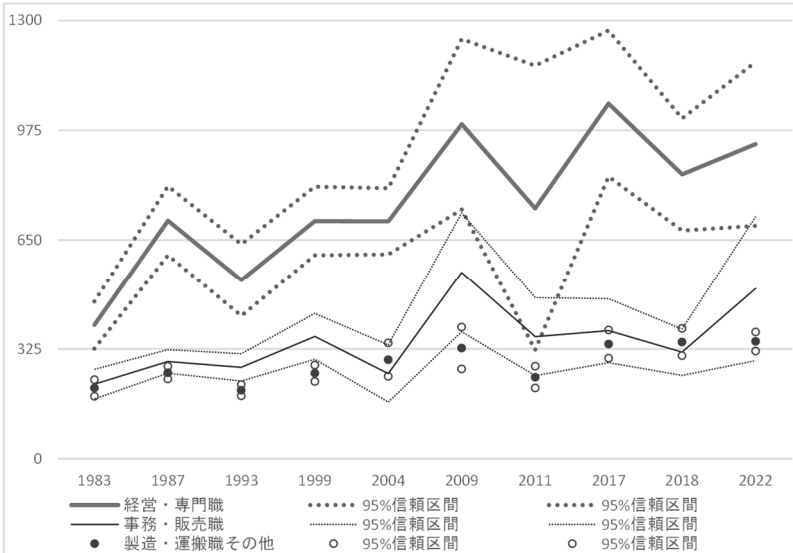
資料：図 3 の資料を参照。

図 20 ヒンドゥー教徒とムスリムの実質賃金



資料：図 3 の資料を参照。

図 21 職業分類でみた実質賃金



資料：図 3 の資料を参照。

本節の最後に確認するのは、職業別でみた実質賃金の推移を示している図 21 である。これを確認すると、一貫して経営・専門職の賃金が、事務・販売職と製造・運搬職のそれを上回っていることが分かる。わずかな調査年を除くと、その格差は統計的に有意である。2022 年の平均値でみて、経営・専門職の賃金は、事務・販売職の 1.9 倍、製造・運搬職の 2.7 倍となっている。

4. 労働者の賃金とその社会的属性

ここでは、1983 年から 2022 年までの 10 時点の個票データをプールし、鉄鋼産業に就業している労働者の実質賃金とその社会的属性の関係を、回帰分析を通じて明らかにする。そこで、つぎのようなミンサー型賃金関数を想定する。

$$\ln w_{it} = \alpha_0 + \alpha_s + \alpha_q + \alpha_t + \mathbf{x}'\boldsymbol{\beta} + e_{it}$$

ここで、 w は 2011 年価格表示の実質賃金（日給）、 α_0 は定数項、 α_s は州固定効果（州ダミー）、 α_q は季節固定効果（四半期ダミー）、 α_t は調査年固定効果（年ダミー）、 $\mathbf{x}'$ は労働者の社会的属性に関するベクトル、 $\boldsymbol{\beta}$ は係数ベクトル、 e は確率誤差項、添え字の i は労働者個人、 t は調査年を意味している。労働者の社会的属性ベクトル $\mathbf{x}'$ としては、教育年数、就業経験年数、居住地（都市・農村）、性別、婚姻状態、カースト、宗教、従業上の地位（常用・臨時）、国家職業分類（National Classification of Occupation: NCO）による職業、を利用する。分析に利用する変数の記述統計量については、表 2 にまとめた。表 2 では、平均や標準偏差を計算するにあたって復元乗数は用いていない。

推定にあたっては、最小二乗法（Ordinary Least Square Method: OLS）に加えて、復元乗数をウェイトに用いた加重最小二乗法（Weighted Least Square Method: WLS）を用いる。回帰分析にあたって復元乗数を利用すべきかどうかについて、理論モデルから導かれた仮説を検証するような「分析的な」（analytical）課題の場合は復元乗数を利用しなくとも問題はないが、データの情報を集約するような「記述的な」（descriptive）課題の場合は必ず復元乗数を利用する必要がある（Cameron and Trivedi 2006: chapter 24; Deaton 1997: chapter 2）。本研究は、インド鉄鋼産業における就業者の属性を解明するという記述的な研究を企図としているので、OLS ではなく WLS の推定結果を主に議論したい。以下、OLS の結果にも必要に応じて言及するが、それはあくまでも WLS の結果の解釈を補完するためである。

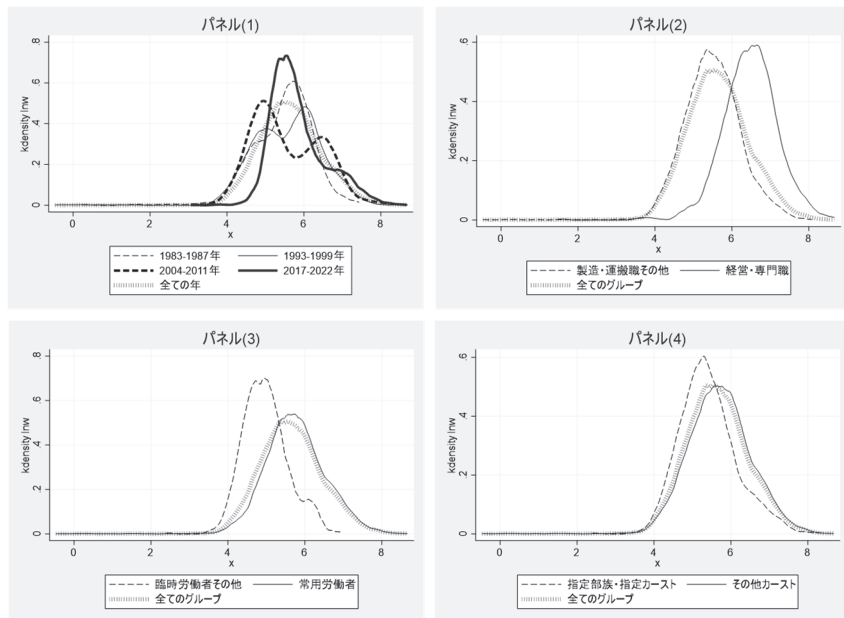
インド鉄鋼産業における雇用と賃金（佐藤・大西）

表 2 記述統計量

	観測数	平均	標準偏差	最小	最大
lnw 実質賃金の自然対数値(日給、2011年価格表示)	3881	5.644	0.822	-0.463	8.664
s1 Andhra Pradesh	3881	0.044	0.205	0	1
s2 Bihar	3881	0.198	0.398	0	1
s3 Chandigarh	3881	0.007	0.083	0	1
s4 Dadra and Nagar Haveli and Daman and Diu	3881	0.005	0.072	0	1
s5 Delhi	3881	0.017	0.128	0	1
s6 Goa	3881	0.007	0.086	0	1
s7 Gujarat	3881	0.040	0.197	0	1
s8 Haryana	3881	0.031	0.173	0	1
s9 Himachal Pradesh	3881	0.005	0.068	0	1
s10 Jammu & Kashmir	3881	0.010	0.097	0	1
s11 Karnataka	3881	0.032	0.177	0	1
s12 Kerala	3881	0.005	0.070	0	1
s13 Madhya Pradesh	3881	0.148	0.355	0	1
s14 Maharashtra	3881	0.074	0.262	0	1
s15 North East States	3881	0.007	0.083	0	1
s16 Orissa	3881	0.108	0.310	0	1
s17 Pondicherry	3881	0.005	0.068	0	1
s18 Punjab	3881	0.051	0.219	0	1
s19 Rajasthan	3881	0.011	0.106	0	1
s20 Tamil Nadu	3881	0.046	0.209	0	1
s21 Uttar Pradesh	3881	0.034	0.181	0	1
s22 West Bengal	3881	0.116	0.320	0	1
q1 7月-9月	3881	0.244	0.429	0	1
q2 10月-12月	3881	0.264	0.441	0	1
q3 1月-3月	3881	0.238	0.426	0	1
q4 4月-6月	3881	0.254	0.436	0	1
y1 1983年	3881	0.070	0.254	0	1
y2 1987年	3881	0.128	0.334	0	1
y3 1993年	3881	0.121	0.327	0	1
y4 1999年	3881	0.115	0.319	0	1
y5 2004年	3881	0.061	0.239	0	1
y6 2009年	3881	0.078	0.269	0	1
y7 2011年	3881	0.076	0.265	0	1
y8 2017年	3881	0.115	0.319	0	1
y9 2018年	3881	0.125	0.330	0	1
y10 2022年	3881	0.112	0.316	0	1
syear 教育年数	3881	8.022	5.226	0	15
wyear 就業経験年数	3881	24.234	12.256	0	90
sect1 農村	3881	0.192	0.394	0	1
sect2 都市	3881	0.808	0.394	0	1
sex1 女性	3881	0.041	0.198	0	1
sex2 男性	3881	0.959	0.198	0	1
mr1 既婚	3881	0.786	0.410	0	1
mr2 未婚	3881	0.191	0.393	0	1
mr3 離婚・死別・別居	3881	0.023	0.151	0	1
cast1 指定部族	3881	0.138	0.345	0	1
cast2 指定カースト	3881	0.084	0.277	0	1
cast3 その他カースト	3881	0.779	0.415	0	1
rgn1 キリスト教	3881	0.027	0.161	0	1
rgn2 ヒンドゥー教	3881	0.868	0.338	0	1
rgn3 イスラム教	3881	0.072	0.259	0	1
rgn4 ジャйна教	3881	0.003	0.051	0	1
rgn5 シク教	3881	0.022	0.146	0	1
rgn6 仏教	3881	0.004	0.060	0	1
rgn7 その他宗教	3881	0.004	0.062	0	1
rgn8 ソロアスター教	3881	0.001	0.028	0	1
rgcs21 臨時労働	3881	0.139	0.346	0	1
rgcs22 常用労働	3881	0.861	0.346	0	1
nco1 職業不明	3881	0.006	0.077	0	1
nco2 専門職(Professional, Technical and Related Workers)	3881	0.106	0.308	0	1
nco3 経営職(Administrative, Executive and Managerial Workers)	3881	0.050	0.218	0	1
nco4 事務職(Clerical and Related Worker)	3881	0.080	0.271	0	1
nco5 販売職(Sales Workers and Service Workers)	3881	0.039	0.195	0	1
nco6 農・漁・狩猟・林業(Farmers, Fishermen, Hunters, Loggers and Related Workers)	3881	0.003	0.058	0	1
nco7 製造・運輸職(Production and Related Workers, Transport Equipment Operators and Labourers)	3881	0.715	0.451	0	1

注：網掛けを施している変数は、回帰分析のときにリファレンスにしたダミー変数である。

図 22 実質賃金（自然対数値）のカーネル密度関数



資料：図 3 の資料を参照。

記述統計量を示している表 2 によると、2011 年価格表示の実質賃金（日給）の平均は 282 ルピー（ $=e^{5.644}$ ）となっている。つぎに、図 22 によって、被説明変数である実質賃金の分布を確認する（その平均値は 5.644 である）。パネル（1）は、実質賃金分布の経年変化を見たものである。ここから、以下の諸点を指摘しておきたい。第 1 に、意外なことに、直近の 2017－22 年の賃金の最頻値（モード）よりも 1983－87 年における最頻値が高いことが分かる。図 3 で示したように、平均でみた実質賃金は過去 40 年間で確実に上昇をしているが、その実質賃金の上昇は図 22 の賃金分布の変化を観察すると、低賃金層の減少が見られ、賃金格差が縮小しているなかで起こっている。第 2 に、1983 年から 2011 年まで

の賃金分布の形状が単峰性ではなく、二峰性となっている。ここから、インド鉄鋼産業の労働市場は賃金について二重構造だったことが分かる。第3に、2017-22年の分布と比べると、それ以前の分布の両側の裾野が広く賃金格差が大きい。以上のいずれも、平均値の推移だけを観測することでは、見落としになってしまう特徴であろう。

賃金で見た労働市場の二重構造を調べるために、図22のパネル(2)では「製造・運搬職その他」と「経営・専門職」に、パネル(3)では「臨時労働者その他」と「常用労働者」に、パネル(4)では「指定部族・指定カースト」と「その他カースト」にグループ分けをした。ここから、前者のグループの賃金分布が後者のその左側に来ていることが明確に分かる。すなわち、未熟練で雇用保障が脆弱で低カーストの労働者集団の賃金が相対的に低いのである。

つぎに、記述統計量を示している表2から、簡単に説明変数の平均値を確認したい。s1からs22は州ダミー変数である⁶。鉄鋼産業の全就業者数の割合でみて大きい州は、20%のビハール州、15%のマディヤ・プラデーシュ州、12%の西ベンガル州、そして11%のオリッサ州となっている。これら4州で全体の6割近くを占めているが、これらの4州にはSAIL傘下の国営一貫製鉄所とタタ・スチールが立地している⁷。鉄鋼産業には、このような地域的な偏りが見られ

⁶ 本研究における州は、経年比較ができるように分割前の州を単位としている。本研究においては、ビハール州は現在のビハール州とジャルカンド州を、ウッタル・プラデーシュ州は現在のウッタル・プラデーシュ州とウッタラカンド州を、マディヤ・プラデーシュ州は現在のマディヤ・プラデーシュ州とチャティスガル州を、アンドラ・プラデーシュ州は現在のアンドラ・プラデーシュ州とテランガナ州を意味している。

⁷ SAIL傘下のルールケーラー製鉄所（Rourkela Steel Plant）はオリッサ州、ビライ製鉄所（Bhilai Steel Plant）はマディヤ・プラデーシュ州（現チャティスガル州）、ドゥルガプル（Durgapur Steel Plant）とIISCO製鉄所（IISCO Steel Plant）は西ベンガル州、ボカロ製鉄所（Bokaro Steel Plant）はビハール州（現ジャルカンド州）、タタ・スチールの一貫製鉄所はビハール州（現ジャルカンド州）に立地している。ちなみに、国立製鉄会社（Rashtriya Ispat Nigam Limited: RINL）が経営をしているヴィシャカパトナム製鉄所（Visakhapatnam Steel Plant）はSAIL傘下にはないが、アンドラ・プラデーシュ州に立地している国営の一貫製鉄所である。アンドラ・プラデーシュ州が就業者の4%と無視

ることが改めて確認できる。

q1 から q4 は、四半期でみた調査対象時点のダミー変数(すなわち季節ダミー)を示している。各変数は 25%前後となっており、大きな偏りは見られない。

y1 から y10 は、調査対象年ダミーを示している。2004 年から 2011 年にかけてのサンプル割合がその前後の時期と比べると少なくなっている。

syear は、教育年数である⁸。平均でみて、8.3 歳となっている。小学校が 5 年、中学校が 3 年でここまでがインドでは義務教育であるが、その意味で平均教育年数は義務教育終了以上となっている。

wyear は、就業経験年数である。これは、年齢から 5 年(小学校入学年齢)を引き、さらに教育年数を引くことで定義をした(稀なケースであるが、就業経験年数がマイナスになる場合がある。その場合は 0 に置換した)。平均は 24 年となっている。最大が 90 年と異常に高い値になっているが、敢えてデータから取り除かなかった。

Sect1 と Sect2 は、立地を示すダミー変数である。これを確認すると、都市が 81%、農村が 19%となっている。

sex1 と sex2 は、性別ダミーである。男性が 96%、女性はわずか 4%となっている。鉄鋼産業の就業者は男性がほとんどであることが分かる。

mr1 から mr3 は、婚姻ダミーを示している。既婚が 79%と圧倒的に多く、未婚が 19%、離婚・死別・別居が 2%となっている。

cast1 から cast3 は、カースト・ダミーである。指定部族(ST)が 14%、指定カースト(SC)が 8%、その他カーストが 78%となっている。インド全体の人口比で比較すると、鉄鋼産業においては ST が多く、SC が少ない。インドの鉄鋼産業が石炭や鉄鉱石を算出する地域に偏っており、これからの地域は同時に ST が多数居住していることを反映しているものと思われる。さらに、国営の製

できない大きさのシェアがあるのは、RINL の存在が大きいと思われる。

⁸ 教育年数の計算方法については、注 5 を参照されたい。

鉄企業は、ST と SC に対して人口比に応じた雇用が義務付けられていることにも注意したい。

rlgn1 から rlgn8 までは、宗教ダミーである。宗教コミュニティとして最大なのは、87%のヒンドゥー教徒であり、つぎに多いのはムスリムの 7%となっている。キリスト教徒が 3%、ジャイナ教徒・仏教徒・ゾロアスター教徒が 1%未満、シク教徒が 2%となっており、ヒンドゥー教徒とムスリム以外の宗教コミュニティは極めてマイナーな存在であることが分かる。

rgcs21 と rgcs22 は、臨時労働者（と極めてマイナーな存在である家族補助者）と常用労働者のダミー変数である。臨時労働者の割合が 14%に対して、常用労働者のそれは 86%となっている。鉄鋼産業では、常用労働者が労働者の主体を形成していることが分かる。

最後に、ncol から nco7 は職業ダミーである。鉄鋼産業における最大の職業は、肉体労働に関わる製造・運搬職となっており、全体の 72%となっている。職業不明が 1%未満、エンジニアや会計士などの専門職が 11%、経営職が 5%、事務職が 8%、販売職が 4%となっている。非常に例外的に、産業分類では鉄鋼業に従事していると回答している就業者のなかの 0.3%が農・漁・狩猟・林業を職業として回答している⁹。

上記で説明してきた変数群を利用して、ミンサー型賃金関数を推定した。その結果は、表 3 にまとめた。

図 23 は、表 3 における州ダミーの推定係数を棒グラフで図示した。推定係数が 10%水準で見ても統計的に非有意なものは図示していないこととアンドラ・プラデーシュ州がレファレンスになっていることに注意して、以下、州ダミーの推定係数を確認したい。まず、係数がプラスになっている地域は、ビハール

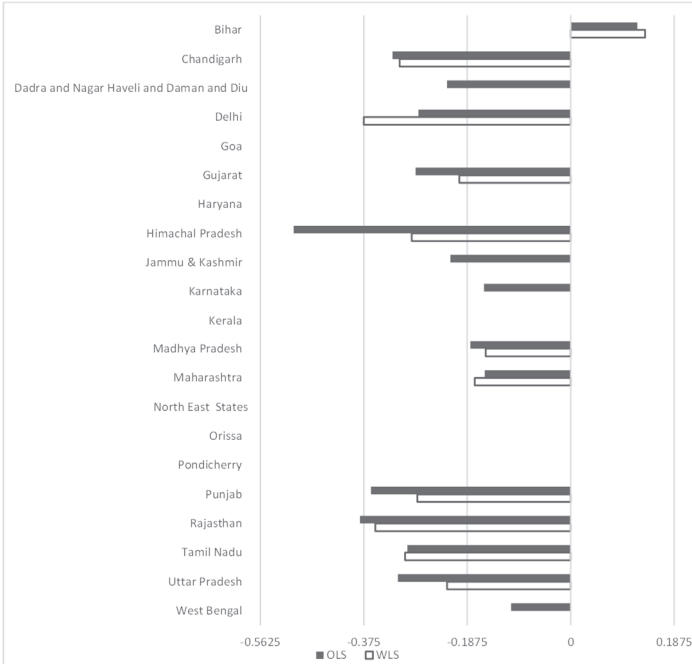
⁹ インドの環境省（Ministry of Environment, Forest and Climate Change）は、工場の敷地に対して緑化率規制を行っている。この規制を順守するために、工場が花壇・樹木・芝生などを管理する造園師を雇用している場合がある。

表 3 ミンサー型賃金関数の推定結果

	(1)	(2)		y6	0.302***	0.292***
	OLS	WLS		2009	(0.0548)	(0.0680)
s2	0.121**	0.135*		y7	0.268***	0.280***
Bihar	(0.0591)	(0.0812)		2011	(0.0536)	(0.0664)
s3	-0.323***	-0.310**		y8	0.425***	0.423***
Chandigarh	(0.0970)	(0.121)		2017	(0.0469)	(0.0557)
s4	-0.224**	-0.171		y9	0.427***	0.426***
Dadra and Nagar Haveli and Daman and Diu	(0.0891)	(0.145)		2018	(0.0454)	(0.0562)
s5	-0.276***	-0.375***		y10	0.558***	0.539***
Delhi	(0.0803)	(0.108)		2022 <th>(0.0469)</th> <th>(0.0625)</th>	(0.0469)	(0.0625)
s6	7.33e-05	0.129		syear <th>0.0398***</th> <th>0.0416***</th>	0.0398***	0.0416***
Goa	(0.0921)	(0.116)		Schooling Years	(0.00258)	(0.00404)
s7	-0.281***	-0.202**		wyear	0.0312***	0.0288***
Gujarat	(0.0675)	(0.0909)		Working Years	(0.00333)	(0.00417)
s8	-0.0805	-0.0668		w2year	-0.000238***	-0.000209***
Haryana	(0.0689)	(0.0988)		(wyear) ²	(5.59e-05)	(6.79e-05)
s9	-0.502***	-0.288**		sect1	-0.172***	-0.208***
Himachal Pradesh	(0.135)	(0.125)		Rural	(0.0241)	(0.0317)
s10	-0.218**	-0.146		sex2	0.183***	0.187***
Jammu & Kashmir	(0.0949)	(0.116)		Male	(0.0516)	(0.0606)
s11	-0.157**	-0.00613		mr2	-0.104***	-0.101**
Karnataka	(0.0737)	(0.0926)		Never Married	(0.0304)	(0.0479)
s12	-0.297	0.543		mr3	-0.0993	-0.127*
Kerala	(0.258)	(0.352)		Divorced/ Separated	(0.0687)	(0.0767)
s13	-0.182***	-0.154*		cast1	-0.0754***	-0.0402
Madhya Pradesh	(0.0602)	(0.0829)		Scheduled Tribe	(0.0277)	(0.0379)
s14	-0.156**	-0.174**		cast2	-0.0948***	-0.0836*
Maharashtra	(0.0617)	(0.0842)		Scheduled Caste	(0.0353)	(0.0470)
s15	-0.0841	0.00995		rlgn1	0.0999	0.0644
North East States	(0.0945)	(0.100)		Christianity	(0.0616)	(0.0811)
s16	0.0420	-0.00546		rlgn3	-0.00999	0.115*
Odisha	(0.0604)	(0.0827)		Islam	(0.0373)	(0.0607)
s17	-0.160	-0.0869		rlgn4	0.430***	0.446**
Pondicherry	(0.137)	(0.203)		Jainism	(0.204)	(0.208)
s18	-0.362***	-0.278***		rlgn5	-0.0277	0.0456
Punjab	(0.0698)	(0.0917)		Sikhism	(0.117)	(0.157)
s19	-0.382***	-0.354***		rlgn6	0.126	0.0988
Rajasthan	(0.0805)	(0.0866)		Buddhism	(0.174)	(0.130)
s20	-0.296***	-0.300***		rlgn7	-0.127	0.0296
Tamil Nadu	(0.0718)	(0.0938)		Others	(0.0999)	(0.123)
s21	-0.313***	-0.224**		rlgn8	-0.00863	0.177
Uttar Pradesh	(0.0735)	(0.111)		Zoroastrianism	(0.153)	(0.132)
s22	-0.108*	-0.104		rgcs21	-0.444***	-0.368***
West Bengal	(0.0604)	(0.0852)		Casual Labour	(0.0286)	(0.0437)
q2	0.0413	-0.0135		nco1	-0.0444	-0.0409
October-December	(0.0275)	(0.0384)		Not Available	(0.102)	(0.178)
q3	0.0309	-0.0376		nco2	0.595***	0.557***
January-March	(0.0296)	(0.0412)		Professional, Technical and Related Workers	(0.0334)	(0.0522)
q4	0.123***	0.0450		nco3	0.924***	0.906***
April-June	(0.0277)	(0.0389)		Administrative, Executive and Managerial Workers	(0.0505)	(0.0660)
y2	0.170***	0.111*		nco4	0.161***	0.136***
1987	(0.0433)	(0.0592)		Clerical and Related Worker	(0.0355)	(0.0499)
y3	0.150***	0.0784		nco5	-0.159***	-0.199***
1993	(0.0487)	(0.0529)		Sales Workers and Service Workers	(0.0459)	(0.0606)
y4	0.298***	0.210***		nco6	-0.236**	-0.140
1999	(0.0445)	(0.0540)		Farmers, Fishermen, Hunters, Loggers and Related Workers	(0.0988)	(0.0858)
y5	0.283***	0.232***		Constant	4.342***	4.403***
2004	(0.0540)	(0.0699)			(0.0974)	(0.118)
Observations					3,881	3,881
R-squared					0.502	0.503

注：括弧内はロバスト標準誤差，***は 1%，**は 5%，*は 10%で統計的に有意であることを意味する。

図 23 州ダミーの推定係数



注：推定係数が 10%水準で見ても統計的に非有意なものは図示していない。

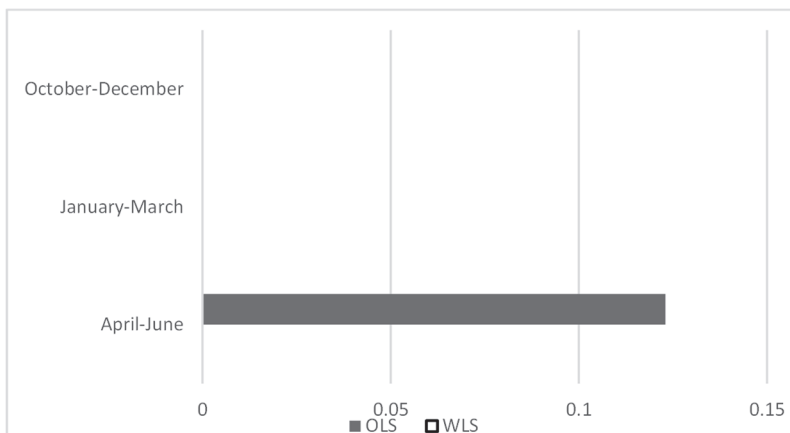
州のみである。係数がマイナスになっているのは、連邦直轄地のチャンディガール、デリー、グジャラート州、ヒマチャル・プラデーシュ州、マディヤ・プラデーシュ州、マハラシュトラ州、パンジャブ州、ラジャスタン州、タミル・ナードゥ州とウッタル・プラデーシュ州である。以上から、国立製鉄会社（RINL）の一貫製鉄所を擁するアンドラ・プラデーシュ州がインド全国の中かで高賃金になっていることが理解できる。また、マイナス幅の大きい地域には、大規模な製鉄所が存在しておらず、鉄鋼産業という領域においてはマイナーな州である。

図 24 は、レファレンスを 7 月から 9 月の四半期として、季節ダミーの推定結果をまとめた。WLS の結果では、賃金に関する季節性は見られないことが分かる。常用労働者が多数を占めている鉄鋼産業の実質賃金に季節性がないことは、自然なことであろう。

図 25 は、1983 年をレファレンスとする調査年ダミーの推定結果を示している。1993 年を除くと、1983 年と比較すれば実質賃金が上昇していることが分かる。とくに、時間の経過とともに、賃金の上昇幅が大きくなっていることも分かる。

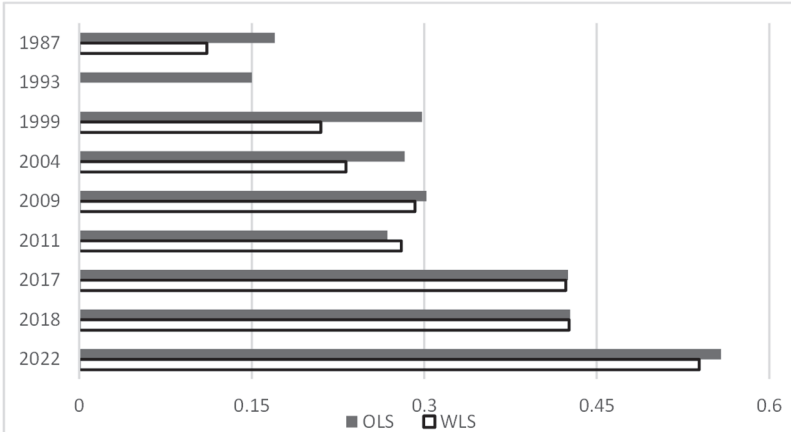
つぎは、表 3 に戻って、教育年数の結果を確認したい。教育年数の推定係数は、教育の収益率 (return to education) として解釈することができるが、その大きさは 4.2% である (OLS だと、その大きさは 4.0% と 0.2% ポイント小さな値になっている)。

図 24 季節ダミーの推定係数



注：推定係数が 10%水準で見ても統計的に非有意なものは図示していない。

図 25 調査年ダミーの推定係数



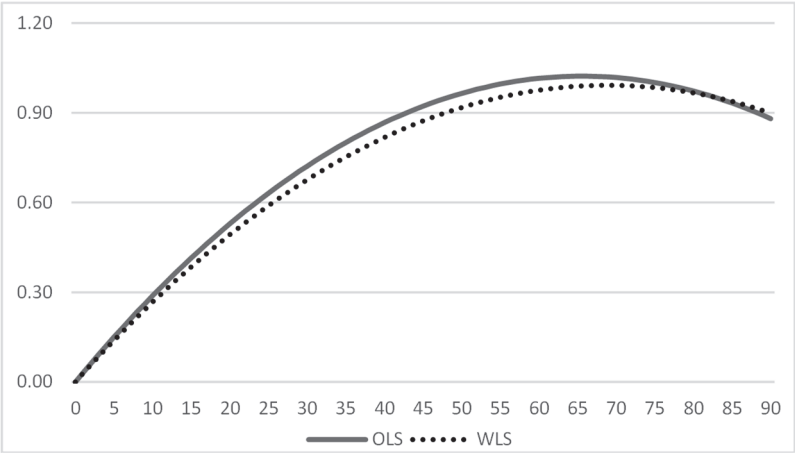
注：推定係数が 10%水準で見ても統計的に非有意なものは図示していない。

また、表 3 の就業年数とその 2 乗項を見ると、その符号はプラス、マイナスとなっており、それぞれ統計的に有意である。推定された係数を用いて、就業年数と実質賃金の関係を描画したのが、図 26 である。これによると、かなりの長期間にわたり、経験年数とともに実質賃金が上昇していることが分かる。ピーク年は 69 年である（OLS では 66 年である）。就業年数が 0 年のときの 1 年当たりの就業経験のリターンは 2.9%であり、10 年のときには 2.5%、20 年のときに 2%となっている（ $0.0288 - 2 \times 0.00021 \times \text{就業年数}$ ）。すなわち、就業年数 20 年目に至るまで、毎年の昇給率が 2%を超えていることが分かる。

表 3 で、農村ダミーと男性ダミーを合わせて確認したい。いずれも統計的に有意な変数である。農村は都市と比べると 21%賃金が低く、男性は女性と比べると 19%賃金が高いことが分かる。

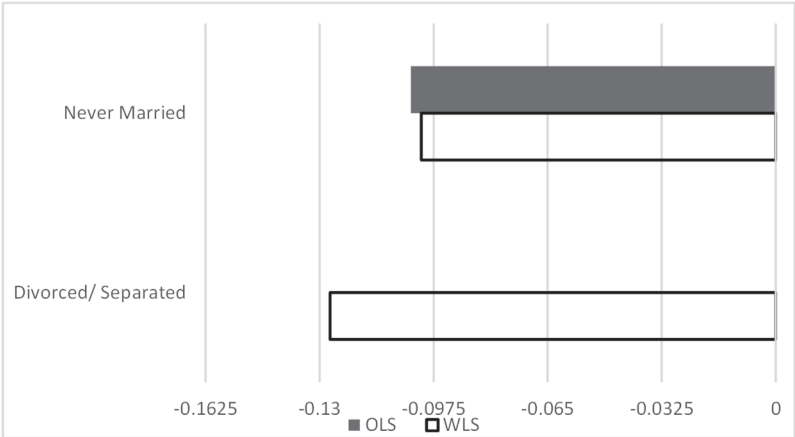
図 27 は、既婚をレファレンスとして、婚姻ダミーの結果をまとめた。未婚者が既婚者と比べると賃金が 10%低く、離婚・別居だと 13%低い。

図 26 就業年数と実質賃金（自然対数値）の関係



注：就業年数とその2乗項の推定係数を用いて、就業年数と実質賃金の関係を描画した。

図 27 婚姻ダミーの推定係数



注：推定係数が10%水準で見ても統計的に非有意なものは図示していない。

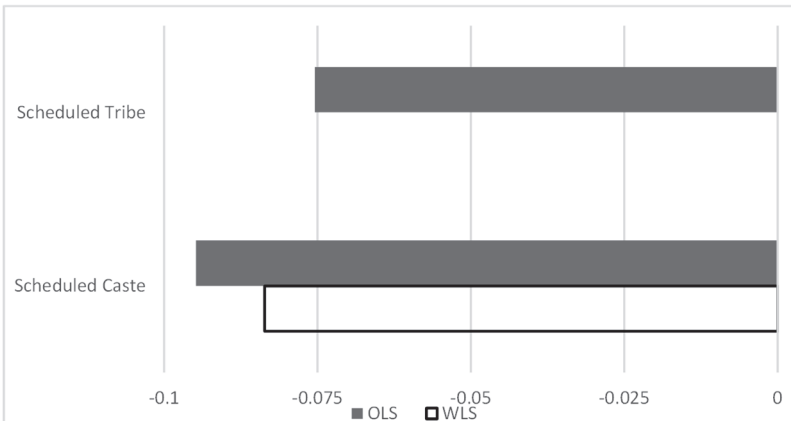
図 28 は、中上位のその他カーストをレファレンスとして、カースト・ダミー変数の結果を示した。これによると、SC の賃金が 8%低いことが分かる。

図 29 は、ヒンドゥー教徒をレファレンスとした宗教ダミーの推定結果をまとめた。ヒンドゥー教徒と比べる、ムスリムは 12%，ジャイナ教徒は 45%，賃金が高いことが分かる。

表 3 にもどって、臨時労働ダミーの結果を確認したい。それは統計的に有意であり、常用労働者と比べると、賃金が 37%低いことが分かる。

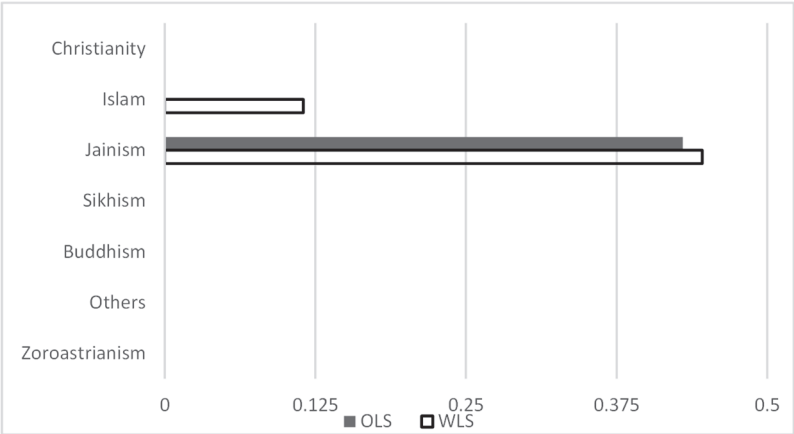
図 30 によって、職業ダミーの推定係数を確認したい。レファレンスの肉体労働の製造・運搬業よりも低い職業は、販売職となっている。販売職の賃金は、製造・運搬業よりも 20%低くなっている。これに対して、専門職と経営職は製造・運搬業と比較して、前者で 56%，後者で 91%も高くなっている。また、事務職は 14%高くなっている。

図 28 カースト・ダミーの推定係数



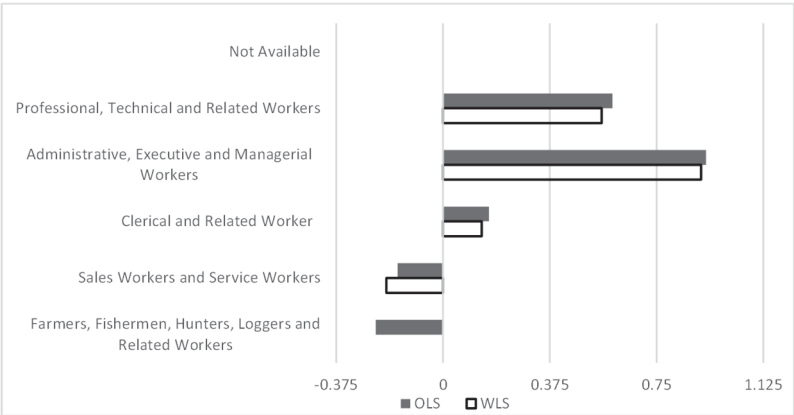
注：推定係数が 10%水準で見ても統計的に非有意なものは図示していない。

図 29 宗教ダミーの推定係数



注：推定係数が 10%水準で見ても統計的に非有意なものは図示していない。

図 30 職業ダミーの推定係数



注：推定係数が 10%水準で見ても統計的に非有意なものは図示していない。

最後に、推定された定数項を確認する。定数項は、定数項以外のすべての説明変数がゼロの場合の平均実質賃金を意味している。WLS で、82 ルピー ($=e^{4.403}$) 程度である（OLS では 77 ルピーである）。

5. おわりに

本研究は、インド政府が提供している家計調査の個票データを用いて、1983 年から 2022 年までの 40 年間ににおけるインド鉄鋼産業の就業者の社会的属性と賃金の長期動向を分析した。重要な分析結果をまとめると、以下の通りである。第 1 に、家計調査の個票データから推定された就業者総数と平均実質賃金は、インド政府によって家計調査とは独立に調査されている工業統計の就業者総数と平均実質賃金と概ね整合的な値をとっている。第 2 に、カーストや宗教などの伝統的な身分やコミュニティというよりもむしろ雇用形態、学歴や職業が賃金格差の重要な背景を形成している。第 3 に、ミンサー型賃金関数を推定すると、教育の収益率は 4%程度であり、就業経験年数の賃金に与える効果はプラスであり、20 年目になるまで年率 2%台の昇給ペースを維持している。

2017 年からは「雇用失業調査」(EUS) の後継調査として毎年「定期労働力調査」(PLFS) がインド政府によって実施されているが、PLFS は就業前後の職業訓練・研修・技術教育などを調査しているだけでなく、就業者の勤務先に関する情報（事業所の規模や事業形態など）や就業者の社会保障制度への包摂程度（有給休暇の有無や年金基金への加入など）の情報も収集している（佐藤 2020）。本研究は、1983 年から 2022 年まで一貫して利用可能な質問項目のみに注目して分析を行ってきたので、PLFS で新しく利用可能になった就業者に関する情報を全く利用することができなかった。こうした重要なデータを活用して、最近年におけるインド鉄鋼産業における就業者の状況を研究することを次の研究課題としたい。

参考文献

1. 石上悦朗(1982)「インド国営鉄鋼業の発展とその特質」小池賢治編『アジアの公企業：官営ビッグ・ビジネスのパフォーマンス』アジア経済研究所。
2. 石上悦朗(1988)「鉄鋼業」伊藤正二編『インドの工業化』アジア経済研究所。
3. 石上悦朗(2008)「インド鉄鋼業の発展と変容：先発一貫メーカー，新興大手メーカーおよび小規模部門鼎立の構図」佐藤創編『アジア諸国の鉄鋼業』アジア経済研究所。
4. 石上悦朗(2013)「ルディアーナーの地場鉄鋼工場とビハーリー労働者」『アジア研ワールド・トレンド』212。
5. 石上悦朗(2023)「インド鉄鋼業：新興メーカーの盛衰とグローバル大手の参入」佐藤隆広編『経済大国インドの機会と挑戦』白桃書房。
6. 石上悦朗・井上修(2023)「インド国営鉄鋼企業・ラシュトリヤ・イスパット・ニガム社の経営問題：プロジェクト建設遅延と財務分析を中心に」『経済経営研究（年報）』72。
7. 石上悦朗・上池あつ子・佐藤隆広(2014)「企業部門と経済発展」絵所秀紀・佐藤隆広編『激動のインド③経済成長のダイナミズム』日本経済評論社。
8. 井上修・石上悦朗(2024)「インド鉄鋼企業の再編と ArcelorMittal/日本製鉄連合の進出について：企業経営分析からの検証」『アジア経営研究』30(1)。
9. 大場裕之(1998)「インド鉄鋼業の発展と技術吸収力：日本の経験をふまえて（上）」『麗澤経済研究』6(2)。
10. 大場裕之(1999)「インド鉄鋼業の発展と技術吸収力：日本の経験をふまえて（下）」『麗澤経済研究』7(1)。
11. 株式会社神戸製鋼所(2017)「神戸製鉄所 上工程休止について」2024年11月27日アクセス。https://www.kobelco.co.jp/releases/1197930_15541.html
12. 小島眞(1991)「インド鉄鋼業の発展過程」『三田学会雑誌』83(II)。
13. 佐藤隆広(2015)「都市の経済活動：製造業と労働市場の視点から」水島司・柳澤悠編

『現代インド②溶融する都市・農村』東京大学出版会。

14. 佐藤隆広(2020)「インド自動車産業における就業者とその特徴：インド政府の『定期労働力調査』（Periodic Labour Force Survey: PLFS）を利用して」『経済経営研究（年報）』69。
15. 佐藤隆広・山本明日香(2022)「インド全国標本調査（National Sample Survey: NSS）の個票データ：第 55 次ラウンド（1999-2000 年度）の雇用失業調査を事例として」『経済経営研究（年報）』71。
16. 佐藤創(2006)「経済自由化以降のインド鉄鋼業の変容」内川秀二編『躍動するインド経済：光と陰』アジア経済研究所。
17. JFE スチール株式会社(2024)『JFE スチール ハンドブック』2024 年 11 月 27 日アクセス。<https://www.jfe-steel.co.jp/company/handbook.html>
18. 日本製鉄(2024)『統合報告書 2024』2024 年 11 月 27 日アクセス。
https://www.nipponsteel.com/ir/library/annual_report.html
19. 野村親義(2004)「植民地期インドにおける業界特殊的技術教育機関の形成とその特徴」『東洋文化研究所紀要』146。
20. 野村親義(2018)『インドにおける企業の発展と企業組織・企業文化』（2017 年度 アジア歴史研究報告書）公益財団法人 JFE21 世紀財団。
21. 野村親義(2023)「インドにおける工業化の進展」永原陽子・吉澤誠一郎責任編集『二つの大戦と帝国主義Ⅱ』（岩波講座 世界歴史 21）岩波書店。
22. Cameron, A. Colin and Pravin K. Trivedi (2005) *Microeconometrics: Methods and Applications*, Cambridge University Press.
23. Deaton, Angus (1997) *The Analysis of Household Surveys: A Microeconomic Approach to Development Policy*, The World Bank.
24. Ishigami, Etsuro (2014) “Structure of the Steel Industry and Firm Level Labour Management in Mandi Gobindgarh and Ludhiana,” in Shuji Uchikawa (ed.), *Industrial Clusters, Migrant Workers, and Labour Markets in India*, Palgrave Macmillan.

25. Government of India (n.d.) “Annual Survey of Industries.” Accessed November 26, 2024.
<https://www.mospi.gov.in/annual-survey-industries>.
26. Nomura, Chikayoshi (2018) *The House of Tata Meets the Second Industrial Revolution: An Institutional Analysis of Tata Iron and Steel Co. in Colonial India*, Springer.
27. Sato, Takahiro and Aradhna Aggarwal (2020) “Productivity Dynamics and Rural Industrialization in India,” *Journal of Interdisciplinary Economics*, 32(1).

大株主と利益の質の関係

ーレビューと今後の展開可能性ー

榎 本 正 博

【要旨】

世界のほとんどの企業には大株主が存在する。大株主は属性や保有比率に応じた発言力や売却の脅威を通じて、コーポレート・ガバナンスに影響を与えることから会計情報を左右していると報告されている。この関係について先行研究では各種の大株主が研究対象となっており、さらに大株主が複数存在(複数大株主)する場合の相互の関係、大株主が同業他社の大株主でもある場合(共通株主)も論点となっている。そこで本稿では大株主と会計情報の関係について利益の質に着目し、複数大株主や共通株主に対する論点を含め実証研究をレビューした。本稿では大株主の属性や相互関係等が利益の質への影響を特徴づけていることを示し、先行研究の発見事項をベースに今後のわが国の研究の方向性について整理する。

キーワード: 大株主, 複数大株主, 共通株主, 利益の質, 発言, 退出

本稿は日本学術振興会科学研究費補助金基盤研究 C(23K01696)の助成を受けた研究成果の一部である。また執筆にあたり木村史彦先生、山口朋泰先生及び日本会計研究学会特別委員会第2回委員会に参加した先生方からコメントをいただいた、ここに記して感謝申し上げたい。もちろんあり得べき誤りはすべて筆者の責任に属するものである。

1. はじめに

企業の所有構造は多くの会計分野の論文で研究対象となっている。そういった所有構造の分析では株主を集合体として捉え均質な性質を持つ集団として取り扱っている。実際には個々の株主に固有の保有・売却のインセンティブがあり、それらは属性や所有比率に応じて異なるであろう。一定割合以上を所有する株主の保有や売却は企業のコーポレート・ガバナンスに大きな影響力を持つ。近年では大株主(blockholder)の存在と会計情報の関係に対する証拠を提供する研究が報告されている。

わが国のデータを用いた太田(2023)によれば、2021年におけるサンプルのうち97%の企業で所有比率5%以上の大株主が存在する。Holderness(2009)では米国企業サンプルの96%が所有比率5%以上の大株主を有している。実質的にあらゆる国のどの規模の企業にも大株主が存在し、市場経済において大株主なしの企業の存続を考えるのが困難なほどである。ゆえに大株主の研究することは重要である(Edmans and Holderness 2017, 542)。

大株主には創業者一族(同族)、政府(国及び地方、以下単に「政府」とする)、国内外機関投資家、金融機関、一般事業会社、経営者、個人など多くのタイプがある。大株主、特に機関投資家の企業に対する行動は主としてモニタリング(monitoring)、発言・直接介入(voice, direct intervention, 以下「発言」とする)や退出(exit)がある。発言は経営者に働きかけ何らかの変化を求めることであり、例えば経営者との直接コミュニケーション、株主総会での投票等がある。退出は保有株式を売却することである(e.g., McCahery, Sautner, and Starks 2016; Edmans and Holderness 2017)。発言と退出は独立ではなく、大株主は退出の脅威を背景に発言を行いコーポレート・ガバナンスに効果をもたらすことができる。

経営者が私的な利益を追求するインセンティブがあると、株主との間に利害対立からエージェンシー費用が発生する(Jensen and Meckling 1976)。私的利益の追求は経営者に会計情報を歪めるインセンティブを与えることになる。大株

主はモニタリングによりエージェンシー費用を削減し、経営者が企業価値の最大化を目指して経営するように利害を一致させる動機を持ち、フリーライダー問題を低減させる（e.g., Shleifer and Vishny 1986）。

大株主と会計情報に関しては、大株主は発言や退出を背景に経営者を規律付け、コーポレート・ガバナンスを通じて会計情報の質を改善するという考え方で、経営者と結託することにより企業のコーポレート・ガバナンスを悪化させ会計情報の質を低下させるという2つの対立する考え方がある。さらに複数大株主(multiple blockholders)が存在する場合には大株主同士の利害の対立や一致により相互牽制や結託が起こりうる。

本稿の目的は、大株主の属性と会計情報の関係に関する過去の実証研究を整理し、今後の研究の方向性を議論することである。そこでは会計情報の中でも利益に注目して、利益の質との関係を検討する¹。以降第2節で大株主と会計情報に関する文献でよく取り扱われる機関投資家、政府及び同族について、概要と典型的な仮説展開について説明する。次に各論文に対して、大株主によるコーポレート・ガバナンス構造、経営者への影響を通じた利益の質の変化に着目してレビューする²。

さらに第3節では大株主が産業内の複数の企業の株主となっている共通株主(common ownership)に焦点を合わせ、利益の質に与える影響を要約する。大株主は他企業においても大株主となることがあり、インデックス・ファンドを保有する機関投資家が典型である。大株主が同一産業内の複数企業の株式を保有すれば、その各企業は大株主を基点として相互接続されることになり、系統だった行動をとるようになる。共通株主の存在は反競争的側面を持つが、共通株主

¹ 本稿では利益マネジメント(earnings management)が大きい(小さい)場合、利益の質が低い(高い)とし、全般的な論述では「利益の質」、各論文ではそれぞれで使用している用語で説明する。

² 本稿の目的は過去の研究を網羅的に検討することではなく、今後の研究に対し重要な示唆を持つような影響力の高い論文を紹介することにある。

にとっては情報処理・監視コストが低減するため効率的となる側面もある。

第2節と第3節で文献を検討した結果、大株主と利益の質に関しては、大株主の属性、国により利益の質に対する影響は様々であった。また所有比率による分析と異なるケースもある。複数大株主では大株主の属性の組み合わせによって結果が異なっている。例えば同族同士では結託が、属性が異なる大株主間では牽制が観察されることは、大株主の属性に着目する重要性を表している。共通株主については概ね利益の質を高めることが報告されている。本稿のレビューでは、大株主から様々なルートを通じて財務報告に対し影響がもたらされていることが示されている。しかし、この関係についてはわが国ではそれほど研究が蓄積されていない。

第4節では第2節と第3節の知見を要約し、わが国における大株主と利益の質研究に関する展望を述べる。上記の先行研究の議論の整理から将来の展開可能性を検討することは、この分野の研究にとって重要であろう。

2. 大株主と利益の質

大株主と利益の質に関する研究で最も注目されている株主が機関投資家である。機関投資家以外では政府、同族が注目されている。大株主を外部者(outsider)もしくは内部者(insider)とみなすかで説明の傾向が異なる。前者は機関投資家、後者は政府、同族等の大株主が分類されることが多い。そのほかの大株主、例えば同族以外の個人や事業法人等については注目する研究が少ない。2.1節では機関投資家と利益の質、2.2節で政府・同族大株主及び複数大株主と利益の質に対する各研究を要約している。

2.1. 機関投資家と利益の質研究

機関投資家は外部者に伝達される情報の適時性と信頼性に関する経営者の意思決定に影響を与える財務的なインセンティブと影響力を持ち、そのための情

報も持っている (Armstrong, Guay, and Weber 2010, 194)。機関投資家は将来に株式を売却するときの価格を最大化するために、コーポレート・ガバナンスを最適に構築する強いインセンティブを有している (Armstrong et al. 2010, 209)。

McCahery et al. (2016) の機関投資家へのサーベイ調査によれば、多くの機関投資家は発言が有効であると考えており、実際に経営者と対話を行っている。また退出も十分実行可能な選択肢であり、過去 5 年に約半数の機関投資家が退出を経験している³。さらに典型的には発言は退出の前に実施される補完的な装置であるとしている⁴。

機関投資家は外部者たる大株主という観点から利益の質に対して 2 つの代替的な仮説が構築されてきた。一つは、機関投資家は一般的にモニタリング、会計情報の分析能力に優れ、発言や退出により圧力をかけることができるため、コーポレート・ガバナンスの改善を通じて、利益マネジメント (earnings management) を低下させる (質の高い会計情報となる) というものである。Rajgopal and Venkatachalam (1997) も機関投資家所有比率が高いほどモニタリングが有効になり経営者の裁量行動を抑制していたことを示している。大株主は、その持分ゆえに経済的な利害が大きくなるため、経営者の行動に関して十分なモニタリングを行うインセンティブを有する。

もう一つは機関投資家大株主は経営者に対し、短期的な業績目標を達成するために近視眼的な利益マネジメントを実施させる結果利益の質が低くなるという仮説である。また、機関投資家は経営者とのコミュニケーション等から私的情報を入手できるため公開情報への依拠が減じられる、あるいは公開情報等に対して高度な分析能力を有するため、利益マネジメントに対する関心が薄れる

³ 実際に機関投資家が行う主な発言と退出の例は McCahery et al. (2016) の Table II に詳しい。

⁴ 大株主が退出の脅しを利用できるかどうかは株式の流動性が左右する (Bharath, Jayaraman, and Nagar 2013; Edmans, Fang, and Zur 2013) ため、流動性の小さい企業の大株主は発言を利用することになる。

という説明もある。

機関投資家は保有目的によって、コーポレート・ガバナンス、経営者への影響、その結果利益の質に与える影響が異なり、均質な存在ではないと考えられる。Bushee(1998)は機関投資家を保有形態でいくつかに分類して研究開発費(R&D)の計上との関係を分析した。まず機関投資家の所有比率が高いほど減益回避のためにR&Dを削減することを示した。さらに短期志向(transient)ないし長期志向(dedicated)の機関投資家を抽出し、短期志向の機関投資家比率が高い企業ほど、経営者が業績に対する圧力を受け減益を回避するために近視眼的にR&Dを削減していることを示した。これに対し、長期志向で洗練された機関投資家の所有比率が高い企業ほど、経営者が近視眼的行動をするインセンティブを減少させる結果、R&Dを削減していなかった。Bushee(1998)はその後の機関投資家と利益の質(利益マネジメント)で多く引用される基礎的な研究となっている。以下機関投資家大株主と利益の質について、各研究で注目する大株主、仮説、検証結果を中心にレビューする。

まず外部大株主(outside blockholder)に着目した研究を概観する。Zhong, Gribbin, and Zheng(2007)やGuthrie and Sokolowsky(2010)は基本的に内部者(執行役員・取締役等)以外の大株主を外部大株主としており、主として機関投資家が該当すると考えられる。

Zhong et al.(2007)は、米国の1994年から2003年までの5,475企業年を用いて、外部大株主(機関投資家中心)と利益マネジメントに注目している。ここでは業績の低下時に経営者の解任や買収を避け、外部大株主が経営者に対し業績を上昇させる圧力をかけるために利益増加的な利益マネジメントをさせるという仮説を定立し、分析の結果は仮説を支持している⁵。これは機関投資家大株主

⁵ これとは別に、外部大株主は持分が大きくモニタリングがコストに見合うため、長期的視野を持って経営者を監視し、利益マネジメントを抑える。という仮説を同時に定立しているが支持されていない。

が経営者に対し近視眼的な利益マネジメントをもたらしている証拠を提示している。

Guthrie and Sokolowsky(2010)は、米国の1996年から2002年までの1,372企業年のデータを用い、Dlugosz, Fahlenbrach, Gompers, and Metrick(2006)に従い外部大株主(機関投資家中心)を抽出している⁶。この研究では、大量保有により外部大株主と経営者の利害の一致からエージェンシー問題が緩和され、外部大株主は取締役の選任等議決権を通じて、また経営陣との対話を通じて影響力を行使(発言)するとしている。外部大株主が経営者に影響を及ぼす場面として公募増資を選択し状況を限定している。そして、公募増資の前では両者が株価の上昇により利益を得るために、外部大株主から利益増加的な利益マネジメントを行う圧力がかかると予測し、その通りの結果を得た。外部大株主の監視は非効率であり、資本市場の圧力が経営者の近視眼的行動に結びついているとしている。この2つの研究では機関投資家を想定した外部大株主が利益マネジメントを助長していることを示している。

機関投資家大株主を分類して調査したのがCheng and Reitenga(2009)である。彼らは米国の1987年から1996年までの710企業年のデータを利用し、機関投資家と利益マネジメントの関係を調査している。この研究では、機関投資家をNONB(non-blockholders)とACTB(active institutional blockholders)に分類しモニタリングの違いに注目した。NONBは、所有比率が5%以下の株主で、持分比率が小さく売買が頻繁であるため短期志向であり、経営者がNONBの株式の売却を恐れて利益増加的な利益マネジメントを行うかもしれないとしている。これに対し、ACTBは企業年基金、証券会社、投資顧問会社、銀行、保険会社、ノンバンク信託等機関投資家大株主で構成される。彼らは長期志向であるため近視眼的利益マネジメントを抑制させたい。そのため経営者にそれほど干渉せず、

⁶ 執行役員、取締役、関係会社(affiliated entity)、従業員株式所有計画(ESOP: Employee Stock Ownership Plans)による所有以外を外部大株主としている。

経営者に異議があるときのみモニタリングする。従って ACTB が利益を増加(減少)させたいプレッシャーのある下では、経営者は利益減少(増加)的行動をとることを示唆する(利益平準化を意味する)。分析の結果、利益増加へのプレッシャーがそれほど強くない時には NONB は利益マネジメントを増加させ、ACTB は利益増加させたいプレッシャーの下では利益マネジメントの程度を緩和していた。Cheng and Reitenga (2009)は、機関投資家のタイプによる行動の違いを大株主に着目して Bushee (1998) と一貫した結果を得ている。

機関投資家大株主を国内と国外に分けて検討した研究が、韓国のデータを用いた Liu, Chung, Sul, and Wang (2018)である。そこでは韓国の 2005 年から 2015 年まで 13,275 企業年を対象に、企業との近接性とモニタリングの観点から機関投資家大株主を国内と国外機関投資家大株主に分類して取り扱った。韓国では財閥が支配的で、その複雑な組織・所有構造から制度監視に韓国特有の課題がある(「非効率な内部統治機構を持つ財閥が支配している」としている)。国内機関投資家大株主は経営者とのコミュニケーションが容易であり言語・文化、会計規則、ビジネス慣行に精通しているため、相対的にモニタリング・コストが低く、利益マネジメントを抑制するとしている。これに対し国外機関投資家大株主はそれら点で劣り、短期志向の傾向があることから利益マネジメントを助長するとする。さらに大株主を短期と長期に分割したところ、国内機関投資家大株主の場合は長期、国外機関投資家大株主の場合は短期の投資家がメインの結果を主導していた。この研究は企業を知悉する環境にある機関投資家大株主がコーポレート・ガバナンスに有効であることを示している。Aggarwal, Erel, Ferreira, and Matos (2011), Ferreira and Matos (2008), Gillan and Starks (2003)等では、外国人投資家は国内企業とはビジネス上の関係が薄く、所有比率の上昇とともに効果的なモニターができるとしており、Liu et al. (2018)の証拠とは反対の結果となっている。

Dou, Hope, Thomas, and Zou (2018)は米国の 1996 年から 2009 年までの 11,968

企業年を用い Dlugosz et al. (2006) の分類に従い (Guthrie and Sokolowsky 2010 と同様)、外部大株主のみを対象としている⁷。この研究は機関投資家大株主の退出の脅威(持分の売却は企業価値の低下を示す信頼できるシグナルを市場参加者に伝達することになる)が、大株主と経営者のアライメント効果をもたらし、コーポレート・ガバナンスを改善し、その結果利益の質が高くなると予測している。ただしそのためには株式の流動性が確保され退出が容易であること、もしくは経営者の個人的利得(報酬)と株価が結びつく必要がある。

分析の結果、特定の大株主に所有が集中せずかつ退出の脅威のある企業ほど利益の質が高かった。さらに経営者の富が株価と直結していて、経営者が株価の下落を避けるために大株主の退出を防ぐといった経済的インセンティブがあるほどこの関係が大きい。ただし大株主への所有集中それ自体が利益の質に与える影響は観察されなかった。この研究は利益の質に対する機関投資家大株主の退出の脅威の有効性を示すものである。

次にこれまで検討された大株主(5%超)より少ない一定割合を保有する国外機関投資家に着目して退出の脅威と会計情報の関係を分析した研究が David, Duru, Lobo, Maharjan, and Zhao (2022) である。そこでは日本企業の 1998 年から 2018 年の 25,864 企業年のデータを用い、外国人非大株主 (foreign non-blockholder) の退出の脅威について注目した。日本の資本市場における外国人非大株主は、インサイダー情報へのアクセス手段が乏しく公開情報に依存する、企業中心の社会規範により発言が困難である、日本企業とビジネス上のつながりがなく、取締役の地位を占めることができないため経営に介入できない。そのため外国人非大株主は退出を通じて企業に影響を及ぼすとしている。外国人非大株主の退出の脅威の下で、経営者は外国人投資家の業績評価が容易となるように私的情報の伝達のため利益を平準化するか、株主の売却を避けるために

⁷ 個人大株主は所有期間の長い同族、法人大株主は当該企業の仕入・顧客関係にあるとして除外している。そのため、機関投資家を中心となると考えられる。

機会主義的な利益平準化を行うかをテストしたところ、前者が支持された。これは米国企業を対象とした Dou et al. (2018) が示した退出の脅威と利益の質の関係が、日本企業において少ない割合を所有する機関投資家でも支持されることを示した。またこの結果は外国人投資家所有比率が大きいほど利益マネジメントが小さいことを報告した Guo, Huang, Zhang, and Zhou (2015), Ahmed and Iwasaki (2021) とも整合する。

Trinh, Haddad, and Salameh (2023) は 33 カ国の 2000 年から 2019 年までの 154,116 企業年を用い、機関投資家大株主と利益マネジメントについて国際比較研究を行った。機関投資家大株主は関連する情報を処理する能力が高く、利益マネジメントを発見できる可能性が高いとする。また経営者との定期的なコミュニケーション、コーポレート・ガバナンス構造を改善するためのモニタリングを通じて直接影響を与え、利益マネジメントを低下させる。また退出を通じて利益マネジメントを実施する経営者に脅威を与えている⁸。分析の結果、機関投資家大株主が存在すると利益の質が向上していた⁹。さらに IFRS を採用している企業や少数株主保護の優れた国の企業では、上記の関係が強かった。国際的にも機関投資家大株主が利益の質を向上させ、国の制度的環境がその関係を強めていることを示している。

同じく国際比較研究である Zhong, Chourou, and Ni (2017) は 41 カ国の 2004 年から 2013 年まで 120,337 企業年を用いて戦略的機関投資家大株主の所有比率を対象として利益と質との関係を検証した。戦略的機関投資家大株主とは、著者達が用いたデータベース「Datastream」の定義する、「長期的なリターンを求め

⁸ 機関投資家大株主は他の投資家よりも洗練されて優れた情報を持っているため、高い利益の質の需要が小さく、その情報優位を守るために透明性が低い状態を好むかもしれないとしているが、利益マネジメントを抑制する効果が上回るとしている。

⁹ 大株主の中に機関投資家大株主が 1 つの場合、2 つ以上の機関投資家大株主が存在する場合、筆頭株主が機関投資家である場合にわけている。このすべてで機関投資家大株主は利益の質を高めていた。さらに集中保有を考慮すると、支配の競合が発生する場合にはこの関係が弱まっていた。

る投資銀行や機関投資家が長期的に戦略的保有する」投資家である。分析はこの投資家の所有比率合計を用いている。戦略的機関投資家大株主は長期的な視点を持ち長期的なリターンを求めており、経営者を監視するインセンティブが強いとしている¹⁰。

分析の結果、戦略的機関投資家大株主の存在は利益の質を高め、その傾向は投資家保護が強い国で顕著である。つまり機関投資家大株主は、投資家保護が強い国においてモニタリング力を行使することができ、それによって利益の質が向上することを示している。これは Cheng and Reitenga (2009) の結果と一致する。

2.2. 大株主としての同族、政府及び複数大株主と利益の質研究

内部者としては、政府や同族が調査されている。政府や同族大株主については、政府による設立や創業者による経営からの発展を考慮すると、支配株主としての観点から仮説が構築される。La Porta, Lopez-De-Silanes, and Shleifer (1999) の調査結果 (Table II) によれば、多くの国の企業で政府や同族の支配株主が存在するため、その支配株主が少数株主に利益をもたらすかまたは収奪するインセンティブを調査すべきであるとしている。

政府や同族保有と利益の質については、まず、政府や同族は支配株主として経営者をコントロールでき、株主と経営者の利害が一致するので、モニタリングとコントロール・メカニズムから発生するエージェンシー・コストが小さくなるというものがある。この考え方では利害の一致を背景に経営者を規律付け、コーポレート・ガバナンスを通じて利益マネジメントが低下し、利益の質が上昇する。

¹⁰ 機関投資家大株主はインサイダー・コミュニケーションを通じて、高品質の報告を要求せずに企業をモニターできる (特に成文法国家) ため、インサイダー・コミュニケーションが普遍的な国では、監視が厳しくないかもしれないとしているが、この仮説は支持されていない。

これとは別に支配株主が優位を占める時、他の株主は影響力が低下し、情報劣位におかれる。この場合他の株主からの収奪が発生するリスクが高まる。例えば支配株主は経営者と結託し企業資源等を他の株主から支配株主に移転させる(トンネリング)ことができる。こういった行動を隠蔽するために利益マネジメントが促進されるという見方がある(e.g., Leuz, Nanda, and Wysocki 2003)。この場合利益の質は低下する。

政府が大株主となる企業に対しては、主として中国を中心とするアジア、大陸ヨーロッパの企業を対象とする研究が多い。非 OECD 加盟国の間では政府所有の企業による GDP の占める割合が高い(Kowalski, Büge, Egeland, and Sztajerowska 2013)。しかし政府保有は世界中に広がっており、東アジアや大陸ヨーロッパにとどまるものではない。政府は一般的に株式の所有を通じて支配することを選好し、より洗練された株主になりつつあるという証拠がある(Hope 2013)。La Porta et al. (1999)では、27 カ国の国際比較研究で各国時価総額 20 位までの企業の大株主を調査しており、27 カ国平均で 18%(日本は 5%)の企業が政府に保有されている(Table II)。

Capalbo, Sorrentino, and Smarra (2018)では政府保有と利益マネジメントの関係について要約している。政府保有が利益マネジメントに与える関係は様々であり、例えば、公的事業に関わる企業で、利害関係者が広範囲にわたることは、それ自体財務報告の質を高め、監視の水準が高くなるという意味で利益マネジメントを低下させる。しかし、それぞれの利害関係者との間で利益マネジメントのインセンティブを有することになり、利益マネジメントが高まるかもしれない。

政府所有企業・所有比率と利益の質に関する研究では一定の結論が出ていない。Ben-Nasr, Boubakri, and Cosset (2015)は、国際比較研究で政府所有比率が高いほど利益の質が低いことを示している。一方 Dong, Wang, Zhang, and Zhou (2020)では、中国の政府保有企業は資金の配分で優先され、利益を上昇さ

せるプレッシャーに乏しいため政府所有比率とともに利益マネジメントが低下することを示している¹¹。

次に同族企業について述べる。同族に支配されている企業も先進国を含む世界各国に広がっている。先の La Porta et al.(1999)では、27 カ国の平均で 30%(日本は 5%，米国は 20%)の企業が同族に支配されているとしている (Table II)。

同族は分散化が困難なポートフォリオを持ち、長期的な株主の中でもしばしば上級経営者の地位を支配する唯一の地位を占める (Hope 2013)。同族企業を対象とした分析においては、エージェンシー理論だけでなく、社会情緒資産理論 (Socioemotional Wealth [SEW] theory)、資源ベース理論等が提案されている。なお同族企業と会計情報の関係については Prencipe, Bar-Yosef, and Dekker (2014)、児島 (2021) で要約されている。

同族企業と利益の質の関係について、例えば、Achleitner, Günther, Kaserer, and Siciliano (2014) は SEW 理論をベースに分析しており、同族企業は将来的な価値を重視し、自らの世代で企業価値を毀損させることを回避するために実体的裁量行動を実施していないことを示した。Ebihara, Kubota, Takehara, and Yokota (2015)、Chen, Gu, Kubota, and Takehara (2015) ではわが国企業の同族企業の利益の質が高いことが示されている。これに対して、Jiang, Cai, and Zheng (2024) では、同族企業で経営者 (CEO ないし Chairman) が非同族であると、そうでない企業よりも利益マネジメントが大きいとしている。このように同族企業と利益の質についても結果が分かれており実証上の課題となっている。

大株主研究で取り扱われる政府、同族については同時に複数大株主について検討されている。Edmans and Manso (2011) によれば、米国企業の 70%が複数の大株主を有しており、そのうち 8 割以上が外部の大株主であることを報告して

¹¹ ただし筆頭大株主については利益マネジメントとプラスの関係にあった。

いる。太田(2023)では2021年で日本企業の79%の企業が複数大株主を有している。国際比較研究を行った Trinh et al.(2023)のサンプルでは24.5%の企業が機関投資家が大株主として複数存在している。なお複数大株主についての先行研究は太田(2022, 2023)に詳しい。

大株主が複数存在する場合には、その相互関係に注目が集まる。先行研究では第2位以降の大株主は支配株主を監視する(Faccio, Lang, and Young 2001; Maury and Pajuste 2005),あるいは複数大株主による退出による脅威で経営者を規律付ける(Edmans and Manso 2011)ためエージェンシー問題を緩和することが考えられる。例えば Attig, El Ghoul, and Guedhami(2009)は複数大株主による効率的な監視により企業価値を向上させることを示している。Jiang, Cai, Wang and Zhu(2018)では複数大株主が投資効率性を向上させている。

対照的に筆頭株主とそれ以下の大株主が結託して私的便益を引き出すことも示されている(Zwiebel 1995; Pagano and Röell 1998)。太田(2022)ではわが国企業を対象に複数大株主の存在が経営者に過剰投資をもたらし中期的な将来業績に悪影響を与えており、上記のような複数大株主が好影響を与える研究とは異なる。ただし複数大株主に含まれる金融機関の適切なモニタリングが示唆される。また太田(2023)では複数大株主の特性に関する基礎研究が行われ、複数大株主の筆頭株主と第2位の株主の持株比率が近接する場合に、私的便益を享受するために結託することを示唆する証拠を提供している。以下政府と同族に関する研究とともに複数大株主に言及している研究を概観する。

大株主を政府とそれ以外(私企業, 同族, 個人)に分けて複数大株主の相互関係に注目している研究が, Jiang, Ma, and Wang(2020)である。そこでは中国の2000年から2017年まで26,144企業年のデータを用いている。中国では所有が集中し, 支配株主と少数株主の間にコンフリクトがあることを前提としている。複数株主が存在する場合には, 支配株主自体のメリット(私的便益), 経営資源に関するベネフィットはシェアできないが, 利益マネジメントのコスト(訴訟

や規制当局の強制措置、金銭的な損失)は持分に比例的に負担するため、メリットの方が大きく利益マネジメントの程度が増すというコスト・シェアリング仮説、および複数大株主が存在する場合には単一の場合よりもモニタリングや退出の脅威が上昇するため、利益マネジメントの程度が小さいというガバナンス仮説という 2 つの仮説を定立した。

複数大株主が同一属性の大株主の場合、利益マネジメントのインセンティブが一致するためその程度が大きくなり、属性が異なる場合には、反対に抑制されるとした。また他の支配株主の持分が相対的に大きいほどコスト分担が可能となるため、利益マネジメントが増えるという考えと、大きいほど支配株主に対する抑制が働くため利益マネジメントが小さくなるという二つの考え方を示している。

分析の結果、複数大株主が存在する企業は単一の支配株主が存在する企業よりも利益マネジメントが大きかった。そして支配株主と他の大株主が同じ属性であれば政府保有であれ民間保有であれ利益マネジメントがさらに大きくなる。さらに大株主が多く、支配株主に対する他の大株主の比率が高い場合も利益マネジメントが促進される。これはコスト・シェアリング仮説と一致している。また同族が筆頭株主と第 2 位の大株主であれば、政府である大株主が存在する企業よりも利益マネジメントが大きくなっている。複数大株主の利益の質への影響に関しては大株主の属性が重要であることを示唆する。大株主の集中と利益マネジメントの結果は Dou et al. (2018) とは異なっている。これは主として検討される株主が異なることが可能性として考えらえる。

Amin and Cumming (2021) は香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、タイの計 8 カ国の 2000 年から 2018 年までの 19,305 企業年のデータを用いた国際比較研究である。そこでは同族・政府・機関投資家大株主に着目し、筆頭株主とその第 2 位、第 3 位株主との連携及び対立が実体的裁量行動(経営実体を操作する利益マネジメント)にもたらす影響に着目

した。大株主が支配株主と結託して私的利益を得るか、支配株主を監視して実体的裁量行動を制限するかを観察している¹²。彼らは、支配株主が経営者や少数株主と利害が一致して経営者を監視し実体的裁量行動を抑制するモニタリング/アライメント仮説、支配株主が結託し、経営者の協力のもと私的利益や報酬を獲得するために外部者を騙し、(同族及びにその連携の場合)取締役会の戦略的意思決定を有利に操作し実体的裁量行動を実施するエントレンチメント仮説を比較検討した。一方、非同族大株主の連携は実体的裁量行動を緩和するとしている。これは非同族大株主では利害を一致させることが困難となり、結果として経営者は実体的裁量行動を行いにくいと仮定するからである。

分析の結果、同族とその連携は実体的裁量行動をもたらす。また政府を含む非同族大株主の連合は実体的裁量行動を緩和することが示されている。大株主の多様性が実体的裁量行動を抑制しており、質の高い制度・規制の整備が実体的裁量行動を緩和している。同族大株主が利益の質を悪化させることは Jiang et al. (2020) と一貫するが、欧州の同族企業で実体的裁量行動が少ないことを発見した Achleitner et al. (2014) と対照的な結果となっている。

Yuan, Han, and Chen (2023) は中国における 2007 年から 2018 年までの 20,453 企業年をサンプルとして用いて複数大株主と利益の質の関係について検討した。中国の上場企業は所有が集中し、支配株主が 1/3 以上を所有していることを背景にしている。支配株主は私的利益の獲得を少数株主に対して隠蔽するために、利益マネジメントを行うこと、あるいは支配株主は自らの支配と監視からエージェンシー問題を緩和することを前提に、複数大株主の影響について 2 つの説明を行っている。ひとつは複数大株主は支配株主や経営者の収奪に対する損失

¹² 東アジア諸国に着目したのは制度的環境が脆弱であり、支配株主の影響が大きく経営者の自由度が高いからである。さらに同族支配が多くコントロール権とキャッシュ・フロー権の乖離が著しく、同族企業では同族以外の株主が搾取されがちである。

が大きいために、協力して発言することや退出の脅威で経営者に介入し収奪のような行動を抑止する。もう一つは複数大株主が利己的利益を共有するために、結託するインセンティブがあり、大株主と少数株主の間のエージェンシー問題を悪化させる。結託しない場合でも、大株主間の対立から発生する調整コストにより、経営者へのモニタリングが弱まることもあるというものである。分析の結果、複数大株主が利益の質を低下させることを報告している。この研究では特に大株主の属性について注目していない。

3. 共通株主と利益の質研究

大株主たる投資家は他企業、特に同一産業内の他企業でも大株主となることが考えられる。例えば機関投資家はインデックス・ファンドを通じて同一産業内に多くの銘柄を所有している。こういった大株主は共通株主と呼ばれる。米国ではその増加が指摘され、共通株主である機関投資家の影響に対する議論が高まっている¹³。例えば He and Huang (2017) によれば、ある機関投資家の大株主(5%超)が同一 SIC4 桁の業種コードに属する他企業の大株主となっている場合を共通株主として定義したとき、1980 年には 10%未満であった共通株主の存在が、2014 年には 60%を超えている¹⁴。

機関投資家大株主が同時に複数企業の株式を保有することにより、各企業は互いに関連しあった行動を取ることが知られている。前節で紹介した大株主の研究では、保有している企業に対してのモニタリングが同時に保有している他企業のモニタリングに与える影響を考慮しておらず、大株主と各保有企業との関係は独立であると仮定している。実際にはある企業にモニタリングを行って

¹³ 共通株主の影響に関するレビューとして Schmalz (2018), Gerardi, Lowry, and Schenone (2024) がある。

¹⁴ ただし企業のインサイダー、役員、企業の 10%以上を所有する者等の情報については SEC への提出書類を通じ入手可能であるがこれらの保有はほとんどの研究で無視されている (Gerardi et al. 2024)。

いれば、同一産業内の他企業に対するモニタリング・コストは低減すると考えられる。さらに共通株主の場合は、例えば退出であれば、流動性ショックが発生したときに、同一産業内で複数企業の株式を保有しているので、どの株式を売却するかを選択できる(Edmans, Levit, and Reilly 2019)。従って売却する銘柄の比較検討の観点から、各企業の行動は共通株主が保有する他企業へも相互に影響を与えるとともに、売却による株価の低下を脅威としてコーポレート・ガバナンスが強化されるとも考えられる。

Azar, Schmalz, and Tecu(2018)は、産業組織論での研究結果では、共通株主が同一産業内の企業を同時に所有することによって積極的な競争が妨げられることから、共通株主による所有が競争に与える影響を分析した。米国の航空会社を調査したところ、共通株主による競争回避で航空運賃は推定で約3-7%高くなっている結果を報告している。

反競争的な効果を析出している Azar et al.(2018)に対し、He and Huang(2017)では共通株主のある企業ほど、企業間コラボレーション(ジョイント・ベンチャー、戦略的提携、買収)を生み市場シェアが高いという、異なった結果が導出されている。また He, Huang, and Zhao(2019)においても、共通株主でコーポレート・ガバナンス問題に関する外部性を内部化しており、株主と経営陣の利益が乖離する傾向にある株主総会における株主主導のガバナンス提案について、共通株主ほど経営陣に反対票を投じる傾向にあった。Kang, Luo, and Na(2018)では経営者の交代において共通株主がガバナンス効果をもたらしていた。

このように先行研究では共通株主の存在する企業は反競争的行動で社会厚生を低下させる証拠がある一方、コーポレート・ガバナンスを改善する証拠も提供されており、結論が出ていない。また企業の開示に関しても情報公開の外部性の内部化が指摘され、機密コストに対する警戒が薄れることから、需要/供給/コスト情報に関する産業内他企業の情報環境を改善することを Park, Sani,

Shroff, and White(2019)が指摘している（このほか Pawliczek, Skinner, and Zechman (2022)も開示の増加を観察している）¹⁵。

利益の質に関して言えば、前節で検討された機関投資家たる大株主は、コーポレート・ガバナンスを通じて利益マネジメントを抑制ないし促進する両方向に影響を与えることができる。共通株主と利益マネジメントについて調査した Ramalingegowda, Utke, and Yu (2021)は、規模の経済と外部性のメカニズムの観点から共通株主のモニタリングについて説明している。規模の経済はモニタリングに関する情報コストの低下を意味している。同一産業内で複数企業の大株主(共通株主)となれば、ある企業へのモニタリングによる情報や専門知識が他企業に対しても役立つため、情報処理活動を効率化し監視コストを下げる。もう一つの外部性のメカニズムとは、企業の利益マネジメントが同業他社の投資に及ぼす負の外部性を内部化することである。これはある企業が公表した質の低い利益を他企業が自らの意思決定に利用した結果、非効率的な意思決定を行ってしまう負の外部性を、共通株主が所有先企業の会計報告をモニタリングすることで緩和できるとされる。

これに対して反対の説明も行っている。保有する企業間で私的情報の波及効果(spillover)があれば、同時保有の同業他社の公開情報の処理能力も向上するため共通株主が情報優位に立つ。その場合、共通株主は情報優位を保持するために利益マネジメントを抑制しない可能性もある。

このような想定をもとに、Ramalingegowda et al.(2021)では米国の1989年から2015年までの60,148企業年のデータを用い機関投資家である共通株主と利益マネジメントとの関係を分析した。そこでは、共通株主を有する企業ほど、利益マネジメントが小さいことを示している。共通株主としては5%超の所有

¹⁵ 利益の質のほか、Lou, Wang, and Zhou(2023), Peng, Yin, and Zhang(2023)において会計の比較可能性を高める証拠が提供されている（このほか情報環境の共通性について Jang, Mohseni, Roychowdhury and Sletten 2019 が調査している）。

比率を有する機関投資家を対象としている。共通株主を長期志向機関投資家と短期志向機関投資家にサンプルを分割したところ長期志向機関投資家の方でメインの結果と同じ結果が得られている。

He, Li, and Yeung (2020) も同様に、米国の 1980 年から 2014 年までの 56,733 企業年のデータで、共通株主と利益マネジメントとの関係を分析した。共通株主を有する企業は利益増加型の利益マネジメントが小さい(裁量的会計発生高が小さい)ことを発見した。これらの結果は、長期指向機関投資家たる共通株主で示され、Ramalingegowda et al.(2021)と類似している。また追加分析により、共通株主が製品市場をモニタリングし減損等の評価減が発生していること、情報環境が不透明であるもとの財務報告をモニタリングしていることと首尾一貫していることを示した。

次に Chen and Xue (2020) は、企業の修正再表示の発生が共通株主に保有された他企業の利益の質へ波及することに注目した。そこでは米国の 2000 年から 2015 年までの 47,823 企業年のデータを用い、共通株主が所有する企業で修正再表示が発生すると、共通株主のポートフォリオに含まれる他企業についての監視が強化されるため、共通株主が所有する企業の利益の質が上昇することが示されている。ただしこの結果は長期志向機関投資家が保有する場合であり、準指数連動型運用機関投資家(quasi-indexer investors)の場合は利益の質に影響を与えない。また短期志向機関投資家の所有比率は利益の質とともに上昇し、退出の脅威を作り出しているといえる。

利益の質の中でも保守主義について注目したのが Cheng, Li, Xie, and Zhong (2023) である。Cheng et al. (2023) は、経営者を監視する可能性の高い機関投資家が保守主義と関連するという先行研究(e.g. Ramalingegowda and Yu 2021)をベースに米国の 1981 年から 2016 年の 35,966 企業年のデータを用いて、共通株主となっている機関投資家と保守主義との関連を調査した。そこでは、共通株主に保有される企業は自社の財務報告を同業他社の保守主義のレベルに近づ

け、共通株主から売却される可能性を下げることから、将来の資金調達、委任状における議決権行使において投資家から経営陣への支持が高まることを仮説化した。仮説に合致して、共通株主の存在する企業は同業他社の保守主義の影響を受けていた。ただし長期志向機関投資家と比較して短期志向機関投資家、準指数連動型運用機関投資家の効果は弱く、機関投資家のタイプが重要であることを示している。これらのタイプによる違いは Bushee (1998), Cheng and Reitenga (2009), Ramalingegowda et al. (2021) の研究と一致している。

上記であげた研究では同一産業内の企業に対してモニタリングの効率化が図られることを前提としている。この同一産業の前提を、企業のサプライ・チェーンを構成する企業群や資金の貸借における貸し手と借り手に応用した研究がそれぞれ Gao, Han, Kim, and Pan (2024), Dearden, Downes, and Kang (2024) である。

Gao et al. (2024) によればサプライ・チェーンにおける共通株主は、他の機関投資家と比較すると、サプライヤーと顧客の両方に関係し、情報収集コストが小さく、収益サイクルの複雑性が理解できるようになる。米国の 1988 年から 2016 年までの 26,239 企業年を用いるとサプライチェーン上の情報の非対称性が低下した結果、サプライヤーの利益増加的な利益マネジメントが抑制されることを示した。それは関係特殊投資が大きく、情報の透明性が低く、競争が激しい企業ほど顕著になることを示している。さらに機関投資家を短期志向機関投資家と非短期志向機関投資家に分割したところ後者の共通株主でのみ同様の結果が観察されている。

資金の貸借関係にある企業間の共通株主に適用した研究が、Dearden et al. (2024) である。共通株主は借り手と貸し手の債務契約が効率的になることにより利益がある。貸し手は、監査の質が高いと、借り手の情報の信頼性が高まり、シンジケート団を大規模化することができ、融資のリスク及びモニタリング・コストをシェアできる。Wang and Wang (2024) では借り手と貸し手に共通株主が存在するとローン・スプレッドが低下することを示している。そこで

Dearden et al. (2024) では、米国の 2002 年から 2016 年においてシンジケート・ローンを組成した 17,851 企業年を対象として、借り手と貸し手(リード・レンダー)の両方の株式を保有する共通株主は借り手に高品質の監査(監査報酬)を提供させ、貸し手のリスクを低減させることに首尾一貫する証拠を得た。高品質の監査は借り手とシンジケート・ローンのメンバー、借り手と機関投資家の情報の非対称性を低減させたとしている。この研究では 1%以上保有している機関投資家を対象としており、その規模から長期志向投資家を対象としている。

4. 要約と今後の展開可能性

4.1. 要約

米国の初期の研究では、機関投資家大株主は経営者に短期的な業績に対する圧力をかけることから利益増加的な利益マネジメントを促進することを支持する結果が観察される (Zhong et al. 2007; Guthrie and Sokolowsky 2010)。ただしサンプル・サイズが相対的に小さい。しかし Dou et al. (2018) では大株主(の集中)自体は会計の質に影響を持たないものの、流動性の高い銘柄の場合、退出による持分の売却が経営者の資産に直結する場合に、退出の脅威の実現可能性が高まるとして利益の質が高くなる証拠が得られている。日本のデータである David et al. (2022) では、大株主ではない機関投資家を対象としても退出の脅威を背景に情報提供的な利益平準化が観察されている。これら 2 つの研究では日米で機関投資家が利益の質を高めていると示唆される。

国際比較研究では、機関投資家大株主は利益の質を高める証拠 (Trinh et al. 2023; Zhong et al. 2017) が提供されている。しかも利益マネジメントの 2 つの側面(会計的裁量行動と実体的裁量行動)から利益の質を高めていることを観察している。さらに結果は投資家保護の発展した国で顕著であり、国の制度の影響を受けるものと考えられる。

機関投資家大株主を細分類したところ短期志向機関投資家は利益マネジメン

トを促進し、長期志向機関投資家は利益マネジメントを抑制する結果が得られた (Cheng and Reitenga 2009; Liu et al. 2018; Zhong et al. 2017)。これらは、Bushee (1998)の結果と首尾一貫している。そのほかの大株主として政府・同族の研究があるが (Amin and Cumming 2021; Jiang et al. 2020)、大株主としての同族が利益の質を低下させているものの、研究の数は多くない。

次に複数大株主の関連では、私的利益の共有により結託するため、利益の質が悪化することが示されている (Yuan et al. 2023)。政府保有とそれ以外に区分しても大株主の属性によらず、同一属性の大株主の場合には利益の質がさらに低下し、別種の株主の場合は抑制される (Jiang et al. 2020)。同族及びその連合は取締役会の戦略的意思決定を有利に操作するため、利益の質が低下する。同様に非同族大株主の連合は利益の質の低下を緩和するとしている (Amin and Cumming 2021)。これらのことからは大株主が複数存在する場合、特に同一属性を持つ場合、適切な牽制が働かず利益の質が悪化することが示されている。これらの大株主の研究では、所有比率をベースとした先行研究と一致している場合もあれば異なる場合もある。

共通株主となっている大株主の存在に関して要約すると、一般的に共通株主は同時に保有する銘柄に対して、モニタリングが効率化できることから利益の質が高いことが判明している。機関投資家を分類した結果も Bushee (1989)等の先行研究と一致している。またサプライ・チェーンや資金の貸借取引に対する共通株主は、契約の効率性を改善するために、利益の質を高めていることに首尾一貫した証拠が得られている。

4.2 わが国データでの研究の展開可能性

本稿のレビューでは、大株主がコーポレート・ガバナンス、経営者に影響を与え、それらを通じて利益の質に影響を及ぼすことが示されている。各株主ではそれぞれ保有・売却のインセンティブが違うため、企業のコーポレート・ガ

バランス、経営者に与える影響が異なる。分析の前提として大株主の抽出基準を定め、利益の質を検討する前に大株主がコーポレート・ガバナンスに与える影響を理論的・実証的に考察する必要がある¹⁶。

先行研究の検討によれば分析上必要な視点として、(1)大株主の属性、(2)複数大株主の場合の相互の関係を考慮する必要がある。

(1)大株主の属性では、まず機関投資家は他の株主と異なり、高度なモニタリング能力を持ち、発言とともに退出を脅しとして活用できる。この点が同族や政府大株主などとは異なる。さらに機関投資家の場合は投資のタイプ(長期志向、短期志向、インデックス)、国籍・距離(地理、文化、制度等)の観点により異なる結果が報告されている。わが国では政府保有は他国ほど多くなく、特徴的な所有構造として、持合、安定保有がある。銀行、一般事業会社等は影響力が低下したとはいえ持合、安定保有を背景にした一定の力をもった大株主として残存している。機関投資家と区分して検討することが必要であろう。特に金融機関は株主である前に債権者としての側面もあるため、大株主としてコーポレート・ガバナンス等に与える影響を違った形で考慮する必要がある¹⁷。同族企業についても国内・国外の研究の枠組みを参考にできる。

(2)複数大株主については、筆頭株主のみで支配している場合とそれ以外で異なる。特に筆頭株主と第2位以降の大株主との近接度を検討すべきである。

(1)で記したとおり、わが国では系列、持合等の支配形態により結託が発生するか牽制が成立するののかといった複雑な状況が考えられる。その際には先行研究

¹⁶ わが国では金融商品取引法により株券等にかかる大量保有の状況を迅速に開示するために、大量保有報告制度が定められている。例えば、上場している法人の株券等を保有する者は、その保有割合が5%を超える場合に、大量保有報告書の提出が必要となる。Edmans and Holderness (2017)は研究上一般的に5%の所有比率が大株主の定義とされているが、所有比率に関して明確な理論的定義がないことが述べられており、今後は5%以下の株主について研究の必要性が書かれている。

¹⁷ 銀行を大株主として取り扱う場合、いわゆる5%ルールがあるので大株主の基準を5%より下に設定する必要がある。

で検討されている筆頭株主あるいは大株主全体への所有の集中度等が考慮されるべきである。

先述したようにわが国のデータを用いた研究である太田(2022, 2023)からは複数大株主による支配がコーポレート・ガバナンス構造に悪影響を与えることが報告されている。さらに米国企業を対象にする Dou et al. (2018)と中国企業を対象にする Jiang et al. (2020)で結果が異なり、Jiang et al. (2020)では、筆頭株主の影響を第2位以下株主が強める傾向が示されている。こうしたことから大株主同士が牽制するのか結託かするのが興味深い。共通株主についても(1)と(2)の点を同時に考慮する必要があるだろう。

経営者は多数の手段から会計行動を選択することができる(Holthausen 1981)。利益の質については、会計発生高、実体的裁量行動の指標、利益平準化、適時損失認識(保守主義)等様々な指標がある(Dechow, Ge, and Schrand 2010 参照)。各指標はそれぞれ特徴があり、大株主の属性や想定する利害関係者を検討し適切に選択しなければならない。

わが国の大株主と会計情報に関する領域について、太田(2022, 2023)が先述の証拠を示しているものの、わが国のデータを用いた研究が十分にあるとはいいがたく、今後の進展の余地は大きい。大株主と会計情報の研究については緒に就いたところである。諸外国の先行研究を含めても、大株主と利益の質、あるいは会計情報との関係はそれほど明らかになっていない。大株主の種類と利益の質の多様性を前提にすれば、研究機会はまだ十分に残されているといえよう。

【参考文献】

- Achleitner, A.-K., N. Günther, C. Kaserer, and G. Siciliano. 2014. Real earnings management and accrual-based earnings management in family firms. *European Accounting Review* 23 (3): 431–461.

- Aggarwal, R., I. Erel, M. Ferreira, and P. Matos. 2011. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics* 100 (1): 154–181.
- Ahmed, A. S., and T. Iwasaki. 2021. Foreign ownership, appointment of independent directors, and firm value: Evidence from Japanese firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 43: 100401.
- Amin, Q. A., and D. Cumming. 2021. Blockholders and real earnings management-the emerging markets context. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 75: 101434.
- Armstrong, C. S., W. R. Guay, and J. P. Weber. 2010. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics* 50 (2–3): 179–234.
- Attig, N., S. El Ghoul, and O. Guedhami. 2009. Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia. *Journal of Financial Research* 32 (4): 395–422.
- Azar, J., M. C. Schmalz, and I. Tecu. 2018. Anticompetitive effects of common ownership. *The Journal of Finance*. 73 (4): 1513–1565.
- Ben-Nasr, H., N. Boubakri, and J.-C. Cosset. 2015. Earnings quality in privatized firms: The role of state and foreign owners. *Journal of Accounting and Public Policy* 34 (4): 392–416.
- Bharath, S. T., S. Jayaraman, and V. Nagar. 2013. Exit as governance: An empirical analysis. *The Journal of Finance* 68 (6): 2515–2547.
- Bushee, B. 1998. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review* 73 (3): 305–333.
- Capalbo, F., M. Sorrentino, and M. Smarra. 2018. Earnings management and state ownership: A primary literature review. *International Journal of Business and Management* 13 (6): 117–128.
- Chen, T. -Y., Z. Gu, K. Kubota, and H. Takehara. 2015. Accrual-based and real activities based earnings management behavior of family firms in Japan. *The Japanese Accounting Review*

5: 21–47.

- Chen, X. and Y. Xue. 2020. *The Effect of Block-holders on Financial Reporting Quality: Evidence from Crossholding Ownership*. 2020 Virtual Annual Meeting AAA.
- Cheng, C. S. A., X. (Fiona) Li, J. Xie, and Y. Zhong. 2023. Accounting conservatism and common ownership by dedicated institutional blockholders. *Journal of Business Finance and Accounting* 50 (9–10): 1943–1983.
- Cheng, C. S. A., and A. Reitenga. 2009. Characteristics of institutional investors and discretionary accruals. *International Journal of Accounting and Information Management* 17 (1): 5–26.
- David, P., A. Duru, G. J. Lobo, J. Maharjan, and Y. Zhao. 2022. Threat of exit by non-blockholders and income smoothing: Evidence from foreign institutional investors in Japan. *Contemporary Accounting Research* 39 (2): 1358–1388.
- Dearden, S. M., J. F. Downes, and T. Kang. 2024. Borrower-lender cross-ownership and borrower audit quality. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 43 (4): 25–50.
- Dechow, P. M., W. Ge, and C. Schrand. 2010. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50 (2–3): 344–401.
- Dlugosz, J., R. Fahlenbrach, P. Gompers, and A. Metrick. 2006. Large blocks of stock: Prevalence, size, and measurement. *Journal of Corporate Finance* 12 (3): 594–618.
- Dong, N., F. Wang, J. Zhang, and J. Zhou. 2020. Ownership structure and real earnings management: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy* 39 (3): 106733.
- Dou, Y., O. Hope, W. B. Thomas, and Y. Zou. 2018. Blockholder exit threats and financial reporting quality. *Contemporary Accounting Research* 35 (2): 1004–1028.
- Ebihara, T., K. Kubota, H. Takehara, and E. Yokota. 2015. Ownership, quality of earnings, and family firms in Japan. *The Journal of Musashi University* 63 (1): 71–87.
- Edmans, A., V. W. Fang, and E. Zur. 2013. The effect of liquidity on governance. *Review of*

- Financial Studies* 26 (6): 1443–1482.
- Edmans, A., and C. G. Holderness. 2017. Blockholders: A survey of theory and evidence. In *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, 1:541–636. Elsevier.
- Edmans, A., D. Levit, and D. Reilly. 2019. Governance under common ownership. *The Review of Financial Studies* 32 (7): 2673–2719.
- Edmans, A., and G. Manso. 2011. Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. *The Review of Financial Studies* 24 (7): 2395–2428.
- Faccio, M., L. H. P. Lang, and L. Young. 2001. Dividends and expropriation. *The American Economic Review* 91 (1): 365–395.
- Ferreira, M. A., and P. Matos. 2008. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics* 88 (3): 499–533.
- Gao, L., J. Han, J.-B. Kim, and Z. Pan. 2024. Overlapping institutional ownership along the supply chain and earnings management of supplier firms. *Journal of Corporate Finance* 84: 102520.
- Gerardi, K., M. Lowry, and C. Schenone. 2024. A critical review of the common ownership literature. *Annual Review of Financial Economics* 16 (1): 89–114.
- Gillan, S., and Starks, L. T. 2003. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Finance* 13 (2): 4–22.
- Guo, J., P. Huang, Y. Zhang, and N. Zhou. 2015. Foreign ownership and real earnings management: Evidence from Japan. *Journal of International Accounting Research* 14 (2): 185–213.
- Guthrie, K., and J. Sokolowsky. 2010. Large shareholders and the pressure to manage earnings. *Journal of Corporate Finance* 16 (3): 302–319.
- He, J., and J. Huang. 2017. Product market competition in a world of cross-ownership: Evidence from institutional blockholdings. *Review of Financial Studies* 30 (8): 2674–2718.
- He, J., J. Huang, and S. Zhao. 2019. Internalizing governance externalities: The role of institutional

- cross-ownership. *Journal of Financial Economics* 134 (2): 400–418.
- He, J., L. Li, and P. E. Yeung. 2020. *Two Tales of Monitoring: Effects of Institutional Cross-Blockholding on Accruals*. Working Paper. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3152044>.
- Holderness, C. G. 2009. The myth of diffuse ownership in the United States. *Review of Financial Studies* 22 (4): 1377–1408.
- Holthausen, R. W., 1981. Evidence on the effect of bond covenants and management compensation contracts on the choice of depreciation switch back. *Journal of Accounting and Economics* 3 (1): 73–109.
- Hope, O.-K. 2013. Large shareholders and accounting research. *China Journal of Accounting Research* 6 (1): 3–20.
- Jang, I. J., M. Mohseni, S. Roychowdhury, and E. Sletten. 2019. *Common Ownership, Common Information Environment?* Working Paper. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3420932>.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305–360.
- Jiang, F., W. Cai, X. Wang, and B. Zhu. 2018. Multiple large shareholders and corporate investment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance* 50: 66–83.
- Jiang, F., X. Cai, and X. Zheng. 2024. The boss behind the scenes: Nonfamily leadership and earnings management. *European Accounting Review* 33 (2): 647–675.
- Jiang, F., Y. Ma, and X. Wang. 2020. Multiple blockholders and earnings management. *Journal of Corporate Finance* 64: 101689.
- Kang, J.-K., J. Luo, and H. S. Na. 2018. Are institutional investors with multiple blockholdings effective monitors? *Journal of Financial Economics* 128 (3): 576–602.
- Kowalski, P., M. Büge, M. Egeland, and M. Sztajerowska. 2013. *State-Owned Enterprises: Trade Effects and Policy Implications*. OECD Trade Policy Papers n. 147, Paris: OECD

Publishing.

- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance* 54 (2): 471–517.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. D. Wysocki. 2003. Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics* 69 (3): 505–527.
- Liu, C., C. Y. Chung, H. K. Sul, and K. Wang. 2018. Does hometown advantage matter? The case of institutional blockholder monitoring on earnings management in Korea. *Journal of International Business Studies* 49 (2): 196–221.
- Lou, Y., and R. Wang, and K. Zhou. 2023. *The Effect of Institutional Investors on Financial Reporting Comparability in the U.S.: Evidence from Common Institutional Blockholders*. Working Paper. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3383266>.
- Maury, B., and A. Pajuste. 2005. Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking and Finance* 29 (7): 1813–1834.
- McCahery, J. A., Z. Sautner, and L. T. Starks. 2016. Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance* 71 (6): 2905–2932.
- Pagano, M., and A. Röell. 1998. The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public. *The Quarterly Journal of Economics* 113 (1): 187–225.
- Park, J., J. Sani, N. Shroff, and H. White. 2019. Disclosure incentives when competing firms have common ownership. *Journal of Accounting and Economics* 67 (2–3): 387–415.
- Pawliczek, A., A. N. Skinner, and S. L. C. Zechman. 2022. Facilitating tacit collusion through voluntary disclosure: Evidence from common ownership. *Journal of Accounting Research* 60 (5): 1651–1693.
- Peng, Q., S. Yin, and R.-Z. Zhang. 2023. Common institutional blockholders and reporting practices: Evidence from accounting comparability. *Accounting Horizons* 37 (2): 133–159.
- Prencipe, A., S. Bar-Yosef, and H. C. Dekker. 2014. Accounting research in family firms: Theoretical and empirical challenges. *European Accounting Review* 23 (3): 361–385.

- Rajgopal, S., and M. Venkatachalam. 1997. *The Role of Institutional Investors in Corporate Governance: An Empirical Investigation*. SSRN Electronic Journal.
- Ramalingegowda, S., S. Utke, and Y. Yu. 2021. Common institutional ownership and earnings management. *Contemporary Accounting Research* 38 (1): 208–241.
- Ramalingegowda, S., and Y. Yu. 2012. Institutional ownership and conservatism. *Journal of Accounting and Economics* 53 (1–2): 98–114.
- Schmalz, M. C. 2018. Common-ownership concentration and corporate conduct. *Annual Review of Financial Economics* 10 (1): 413–448.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94 (3): 461–488.
- Trinh, Q. D., C. Haddad, and E. Salameh. 2023. Financial institutional blockholders and earnings quality: Do blockholders contestability and countries’ institutions matter? *International Review of Financial Analysis* 87: 102612.
- Wang, J., and L. Wang. 2024. When shareholders cross-hold lenders’ equity: The effects on the costs of bank loans. *Journal of Banking and Finance* 163: 107189.
- Yuan, R., Y. Han, and Z. Chen. 2023. Multiple large shareholders and financial reporting quality: Evidence from China. *Abacus* 59 (1): 197–229.
- Zhong, L., L. Chourou, and Y. Ni. 2017. On the association between strategic institutional ownership and earnings quality: Does investor protection strength matter? *Journal of Accounting and Public Policy* 36 (6): 429–450.
- Zhong, K., D. W. Gribbin, and X. Zheng. 2007. The effect of monitoring by outside blockholders on earnings management. *Quarterly Journal of Business and Economics* 46 (1): 37–60.
- Zwiebel, J. 1995. Block investment and partial benefits of corporate control. *The Review of Economic Studies* 62 (2): 161–185.
- 太田裕貴. 2022. 「複数大株主と投資の効率性が将来業績に及ぼす影響」『静岡産業大学情報学部研究紀要』 24: 79–106.

- 太田裕貴. 2023. 「日本における複数大株主企業の特性に関する基礎研究」『環境と経営：静岡産業大学論集』 29 (1): 15-38.
- 児島幸治. 2021. 「ファミリービジネス研究への会計学的アプローチ」『商学論究』 68 (4): 67-81.

経済経営研究（既刊）目次

第 73 号 2024 年 3 月刊行

The Nexus between Small and Large Factories in the Supply Chain of
Indian Assembly Industries

.....内川 秀二・佐藤 隆広

人事管理研究における体系的文献レビュー

.....江夏 幾多郎

神戸大学
経済経営研究所
所長 北野 重人

所属教員

研究分野

グローバル経済研究部門 教授 趙 来勲 教授 濱口 伸明 教授 佐藤 隆広 教授 瀧 俊毅 教授 岩佐 和道 准教授 村上 善道 准教授 近藤 恵介 特命講師 石川 祐実	国際経済 経済統合 エマージングマーケット 経済開発戦略 国際経済 経済統合 経済統合 経済開発戦略
企業競争力研究部門 教授 Ralf BEBENROTH 教授 西谷 公孝 教授 松尾 美和 准教授 江夏幾多郎 准教授 後藤 将史 准教授 加藤 諒 特命准教授 呉 綺 助教 Vera Paola Reyes SHODA 助手 Kashif AHMED	経営組織 国際経営 産業組織 経営組織 経営組織 競争戦略 国際経営 競争戦略 国際経営
企業情報研究部門 教授 榎本 正博 准教授 藤村 聡 准教授 高橋 秀徳 准教授 藤山 敬史 特命講師 小代 薫	会計情報分析 企業史料分析 コーポレートファイナンス 会計情報分析 企業史料分析
グローバル金融研究部門 教授 上東 貴志 教授 北野 重人 教授 家森 信善 教授 柴本 昌彦 特命教授 Charles Yuji HORIOKA 特命教授 西村 和雄 准教授 高槻 泰郎 准教授 早木 祥夏 特命講師 田中 克幸 助教 明坂 弥香 特命助教 Ivan ROMIC 特命助教 杉山 巧馬 特命助教 周 揚 助手 Wafa Tariq WAQAR	マクロ政策分析 国際金融政策 ミクロ政策分析 国際金融政策 マクロ政策分析 マクロ政策分析 ミクロ政策分析 国際金融政策 マクロ政策分析 ミクロ政策分析 ミクロ政策分析 ミクロ政策分析 国際金融政策 ミクロ政策分析
附属企業資料総合センター 教授 榎本 正博 教授 西谷 公孝	
地域共創研究推進センター 教授 家森 信善 教授 西谷 公孝	
共同研究推進室 教授 柴本 昌彦	

執筆者紹介（執筆順）

佐藤 隆広……………教 授 グローバル経済研究部門
博士（経済学）大阪市立大学

大西 真生……………博士前期課程 神戸大学大学院国際協力研究科

榎本 正博……………教 授 企業情報研究部門
博士（経営学）大阪大学

令和7年3月24日 印刷
令和7年3月31日 発行

経済経営研究 年報 74

編集兼 神戸市灘区六甲台町
発行者 神戸大学経済経営研究所
印刷所 大阪市西区西本町1丁目3番10号
前田印刷株式会社