

外国人株主とリストラクチャリング

—外国人株主による規律付けメカニズムは機能しているのか？—

2008/8/20

大阪府立大学経済学部 野田知彦*

大阪府立大学大学院経済学研究科博士後期課程 平野大昌

JEL Classification Number G34,J23,M51

キーワード：外国人株主、リストラクチャリング、コーポレート・ガバナンス、
人的資源管理

*〒599-8531 大阪府堺市中区学園町 1-1

大阪府立大学 経済学部

E-mail: t-noda@eco.osakafu-u.ac.jp

Phone & Fax :072-254-9565

1. はじめに

この 20 年間で、日本企業の資金調達方法は大きく変化し、企業金融の自由化に伴って、大企業は銀行借り入れの依存度を著しく低下させ、社債や株式による市場調達の割合を増加させた。大企業では銀行中心とした間接金融から直接金融への移行が完了したといえる(Hoshi and Kashyap, 2001)。さらに、株式の持ち合いの解消も進み、業績が低迷した企業は市場において敵対的買収の対象にされるようになってきた。このことは、メインバンクを中心とした銀行による企業の規律付けが後退し、アメリカ型の株式市場での規律付けメカニズムが機能し始めていることを示している。

従来 of 日本企業のコーポレート・ガバナンスにおいて、銀行が長期的な結びつきを通して企業経営を監視、規律付けるといういわゆる「メインバンク関係」は、資本市場を中心とするアメリカ型のコーポレート・ガバナンスに欠けている長期的視野を持った企業経営を可能にし、経営難に陥った企業を救済、再編するためにも有効であると考えられてきた。代表的な研究である Aoki (1994) などによれば、日本の長期的な雇用慣行と長期的な企業経営を可能にするメインバンク制度や株式の持合、さらには一般の従業員のの中から内部昇進してきた経営者などは相互に制度的な補完性があると考えられている。そして、このような制度的な補完性は企業特殊な人的資本の蓄積や後払い賃金によるインセンティブメカニズムを可能にしたと考えられてきたが、1990 年代の長期不況を背景に日本的な企業システムの転換の必要性が主張される中で、不良債権問題に見られるようなメインバンク機能の低下によって、非効率的な企業に追加的な融資を行って寛大な救済を行うといういわゆる「ソフトバジェット問題」、非効率な企業を過剰に救済する「追い貸し」が発生するなど、コーポレート・ガバナンスにおける銀行の機能に関して疑問が投げかけられていた。そして日本企業の効率の低下の背景には企業に対する規律付けの欠如があることが指摘され（平成 13 年版経済財政白書）、日本型のコーポレート・ガバナンスが機能してきたかどうかについて疑義が提出されていた。日本企業のコーポレート・ガバナンスは経営を再建するような機能を持ち合わせていなかったのであろうか。

事実、バブル経済崩壊後の雇用状況を見てみれば、日本企業は、1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて希望退職や早期退職を含む大規模な人員削減を行ったが、バブル崩壊以後から 1990 年後半までは、新卒の採用抑制や自然減で人

員を削減しており、希望退職や早期退職などの方法をできる限り行わないで既存雇用の維持を図っていたと考えられる。しかし、1997年の金融危機以降、経済状況の更なる悪化によって、日本企業は大規模な人員削減に踏み切ることになる。熊迫（2006）による『労働経済動向調査』の集計では、事業所レベルで見ると、希望退職・解雇を実施した企業の割合は、バブル崩壊以後1997年までは2%を上限として変動していたのに対して、1999年第一四半期では6%、2002年第一四半期では9%に達しており、日本企業は1997年以降に大規模な人員削減を行ったことが分かる。

銀行主体の企業の規律付けメカニズムが弱体化し、資本市場による企業の規律付けの重要性が増す中で、最近特に企業に対して強い影響力を示しているのが外国人株主である。1990年代には安定株主の保有比率が低下し、株式持合いの解消が加速する一方で、外国人の株式保有比率は著しく増大した。企業に対する影響力を強めた外国人株主は企業の雇用政策にどのような影響を与えていたのだろうか。Ahmadjan and Robbins (2005)は、日本企業における外国人株主のリストラへの影響に焦点を当てて分析した唯一の研究であるが、彼らはその中で、外国人株主は企業のリストラを促進する影響力を持っているが、国内金融機関との関係が強いか、あるいは企業グループに属しているなどの企業では、それらの企業に対する影響力が強くなり外国人株主の影響拡大に抵抗するために、彼らの影響力は小さくなることを明らかにしている¹。また野田（2006）は、雇用調整速度の観点から外国人株主の効果を分析し、その持株比率の上昇が雇用調整の速度を上昇させることを見出している。一般に考えれば、外国人投資家は企業価値の最大化を目指すので、経営効率を上昇させると想定されるが、リストラ、すなわち人員削減に対する態度はどのようなものであったのだろうか。Aoki (1994)、Abe and Hoshi (2007)による企業金融と人的資源管理との制度的な補完性の議論からすれば、間接金融から資本市場への資金調達方法の変化は企業の人的資源管理に影響を与えるとされているが、資本市場での企業の規律付けの主役というべき外国人株主の増加は、雇用状況の変化、大規模なリストラの実施に対して影響を与えていると予想できる。外国人株主は1997年以前の雇用維持期にはどのような効果をもたらしたのだろうか。また1997年以降の大規模なリストラにはどのような影響を与えたのだろうか。

¹ 阿部（1999）、松浦（2001）、熊迫（2006）では、株主所有構造や赤字の雇用削減への影響が分析されているが、外国人株主に焦点を当てていない。

これまでの研究状況では、希望退職や早期退職を行ったか否かについて特定した分析は行われていない。雇用削減に対するコーポレート・ガバナンスの影響を分析した研究では、対前年の雇用者の増減率を被説明変数にしており、実際に希望退職や早期退職を行ったか否かが特定されておらず、そのために、希望退職や早期退職による人員削減と新卒の採用抑制と自然減、自発的離職による雇用量の減少との違いを区別できていない。本稿では、企業が希望・早期退職を行ったかどうかを特定し、希望・早期退職による人員削減に外国人株主が与える効果を明らかにする。

本稿では、日本企業 623 社を対象に、バブル経済崩壊後の 1991-2003 年の間に、外国人株主がいわゆるリストラ、つまり希望退職や早期退職などの人員削減を行う際の企業の意思決定に対して、どのような影響を与えているのかを分析する。先行研究と比べた本稿の特徴は次の 2 点である。まず、第一に、1991-1996 年までの雇用維持から 1997 年以降の大規模なリストラの実施という雇用状況の変化の中で、外国人株主が与えた影響について分析している点である。第二に、第一の点とも関わるが、雇用保障を重視する日本型の人的資源管理に対して外国人株主がどのような態度を取ったのかについて分析を行う点である。

本稿の分析によって得られた結果は以下のようなものである。2 期間の推定結果の比較から、第一に、日本型の人的資源管理と外国人株主との関連では次のようなことが言える。外国人株主は、1997 年以前はリストラを促進する一方で、企業特殊的技能を重視する雇用保障の強い企業ではリストラを抑制するような効果を持っていた。これは、外国人株主が企業特殊的技能を重視する企業ではリストラを行うよりも雇用維持を行ったほうが、企業価値、経営効率が上がると考えたということであろう。言い換えれば、彼らはこのような企業でのリストラは技能の損失を生じさせ、生産性や企業活動にマイナスの影響を与えると考えたことが予想される。外国人株主が企業価値の最大化を目指して行動するとすれば、この時期の雇用維持は企業全体にとっても合理的なものであったことになる。一方、1997 年以降において外国人株主は企業特殊技能を重視する企業でリストラを促進する効果を持っていた。経済状況の更なる悪化や企業収益の低下のもとで、外国人株主は、雇用維持のコストが非常に大きくなり、雇用維持が企業価値や経営効率に対してマイナスの影響を与えると判断したことが予想できる。1996 年までとは違い、リストラを促進することが企業価値を

引き上げると考えたのであろう。

第二に、外国人株主は、1996年までは収益性が低下した企業においてリストラを促進しなかったが、1997年以降はリストラを促進している。リストラの必要性の高い企業に対して規律付けが行われているということになる。これに対して、金融機関は両期間において、収益性の低下した企業ではリストラを促進しておらず、企業の規律付けの役割を果たしていない。

したがって、1997年以降に大規模リストラが進んだことをコーポレート・ガバナンスの観点から解釈すれば、第一に、外国人株主が企業特殊的技能を重視している雇用保障の強い企業においてリストラを促進したことと、第二に、収益性の低下した企業を規律付けしたことがその主な要因と考えられ、金融機関はこの過程において主導的な役割を果たしていないことになる。そして、外国人株主が、リストラの実施過程において主要な役割を果たし、金融機関が影響を与えていないことは間接金融から直接金融への移行が完了し、企業の規律付けメカニズムがメインバンク制を代表とする銀行によるガバナンスから資本市場での規律付けに変化したことを意味している。

本稿の構成は以下の通りである。2節でサーベイと検証する仮説について議論し、3節でデータと分析方法について説明する。4節では推定結果を報告、議論し、5節で結論をまとめる。

2. サーベイと仮説

従来の日本企業の従業員重視型といわれたコーポレート・ガバナンスは、株式持合いによって特徴づけられる株式所有構造によって支えられていたが、1990年に入って株式所有構造は大きく変化するとされる。その最大の特徴は、安定株主、特に金融機関の保有比率の低下が著しく、株式持合いの解消が加速化された一方で、それと平行して外国人を中心とする機関投資家が増大したことである。外国人保有比率の平均値は1989年の4.6%から1999年には9.4%に増大したとされる²。

このように90年代に増大した外国人株主であるが、日本企業のリストラクチャリングにはどのような影響を与えていたのであろうか。外国人株主のリストラ

² 財務省総合政策研究所（2003）による。

ラへの効果については、Ahmadjian and Robbins (2005)が分析を行っている。この研究では、バブル経済崩壊後の1991-2000年の期間の日本企業1,108社について人員削減と資産リストラに対する外国人株主の影響に関して分析を行っている。この中で、彼らは、外国人株主と国内の金融機関などの株主を区別し、その行動を次のように定式化している。そのほとんどが機関投資家と考えられている外国人株主は、株主利益の最大化、株式投資の収益率を重視し、最も投資効率が良好な企業に投資を行っている。一方、国内の金融機関などの株主は、株式保有を企業に対して長期的なコミットメントを確保する手段として考えている。したがって、国内の金融機関などの株主は企業との長期的な関係を考慮して、企業に対してリストラ実施を迫ることに慎重であるが、外国人株主は、投資先の企業と長期的な関係を持っていないので、投資先企業にリストラを実施を迫っても失うものは少ないということになる。

このような仮説を立てて分析を行った結果、外国人株主は企業に対してリストラを促進させているが、国内金融機関との関係が強い、あるいは企業グループに属しているなどの企業では、それらの企業に対する影響力が強く外国人株主の影響力拡大に抵抗するために、外国人株主の影響力は小さくなること、すなわち、外国人株主の影響力は、企業と国内金融機関、あるいは企業グループとの関係の強さに依存しているということを明らかにしている。

この先駆的業績と研究と比べた本稿の特徴は次の2点である。第一に、1991-1996年までの雇用維持から1997年以降の大規模なリストラの実施という雇用状況の変化の中で、外国人株主がそれに与えた影響の変化を分析することである。Ahmadjian and Robbins (2005)では、1991-2000年までの分析を行っているが、企業金融の変化が人的資源管理に影響を与えるという制度的な補完性の視点や雇用維持からリストラへという雇用状況の変化の中で、外国人株主がどのような役割を果たしたかという問題意識は不在である。メインバンク制に代表される銀行による企業の規律付けメカニズムが機能しなくなったとすれば、それに取って代わったとされる市場による規律付けメカニズムの中でその主役たる外国人株主はどのような役割を果たしたのであろうか。1996年までの雇用維持期と1997年以降のリストラ期では、各ステークホルダーが雇用状況に与えた影響が異なることが考えられ、1996年までは雇用を維持するような効果を持っていた要因が、1997年以降ではリストラを促進している可能性がある。外国人株主についても同様なことが想定される。1990年代後半まで、つまり雇

用が維持されていた時期のかれらはその持株比率が低く企業に対する影響力も弱かったこともあり、バブル経済崩壊後の景気悪化の中でも雇用維持を認めた可能性がある。1900年代後半に影響力を拡大した彼らは、更なる景気悪化に直面して、これ以上の雇用維持は企業価値にマイナスの影響を与えると判断して企業にリストラの促進を働きかけたかもしれない。このように、日本の大企業が90年代後半から大規模なリストラを実施したことの背景には、外国人株主の影響力の変化と雇用維持に対する態度の変化があったこと予想できる。したがって本稿では、バブル崩壊後の1991年から2003年の期間を、1996年までの雇用維持期と1997年以降のリストラ期に分けて、外国人株主のリストラへの影響が変化したかどうかを分析する。この点を考慮しなければ、外国人株主のリストラへの影響を正確に分析することが難しいと考えられる。また、特にリストラが必要とされる収益性の低下した企業において外国人株主がどのような影響を及ぼしたのかについても分析も行う³。

第二に、雇用保障と企業特殊な技能を重視する人的資源管理に対する外国人株主の評価を考慮に入れた点である。97年を境に、日本企業の雇用政策が雇用維持からリストラの実施へと変わったことの背景には、雇用保障に対する外国人株主の評価の変化があると思われる。日本企業は、その人材形成において特殊な技能育成のために多額の投資を行っていることが多くの研究で指摘されている。この教育投資の費用は埋没費用となるために、短期的な経済状況の悪化での人員の削減は、技能の損失と教育投資費用の未回収という損失を企業にもたらす。つまり、人的資本投資のための固定費用が大きいことが、日本企業の雇用調整を遅らせ雇用の安定をもたらすとされている。外国人株主は、このような強い雇用保障を伴う人的資源管理の方法にどのように対応したのであろうか。1991年-1996年の雇用維持期においては、日本企業はリストラによる企業特殊技能の損失が大きいと判断していた可能性が高く、外国人株主もそれを支持していた可能性がある。つまり彼らは、リストラを抑制することが企業価値、経営効率の向上をもたらすと考えて行動した可能性がある。逆に、このような制度を採用していない企業では、人員削減による損失が少ないのでリストラを促進した可能性もある。そして、1997年以降、外国人株主は経済環境の悪化と収益性の低下の中での企業特殊

³ 日本の雇用調整に関する研究では、1996-7年を境に日本企業の雇用調整行動が変化したことに焦点をあてて分析した研究はない。このような視点でメインバンクのリストラへの効果を分析したものに、Noda and Hirano(2008)がある。

な技能の保護は企業価値、経営効率の低下をもたらすと考えて、企業に対してリストラの実施を迫ったのではないだろうか。外国人株主の雇用維持に対する対応の変化が、雇用維持からリストラへの転換という雇用政策の背景にあったと想定できる。Ahmadjian and Robbins (2005)では、企業グループに属している企業や金融機関との関係が強いなどの伝統的な慣行をもっている日本企業における外国人株主の効果を分析しているが、日本企業の強い雇用保障に対して外国人株主がどのような態度を取ったのかという点は考慮に入れていない。

本稿では、以上のように従来の研究では欠けていた二つの問題意識をもって、外国人株主の希望・早期退職実施への影響を分析する。推定に当たっては、上述の理由によって、バブル崩壊後の1991年度から1996年度を雇用維持期とし、1997-2003までをリストラ期としての二つの期間に分けて分析を行う。

3. データと分析方法

3.1 データ

本稿の分析において使用するデータは、被説明変数の希望退職・早期退職の実施については、労務行政研究所発行の「労政時報」から得ている。各社が雇用調整や賃金調整を実施した状況は、労政時報の「事例ダイジェスト」から得た。「事例ダイジェスト」は月に一度、1ヶ月の間に主要新聞の記事に掲載された、賃金・労働時間・福利厚生・人事処遇など各種制度の導入・改定情報のうち、主な企業の事例についてまとめられたものである。1991年4月期から2004年3月期までの「事例ダイジェスト」の掲載されている記事をもとに、各企業の雇用調整や成果主義的な賃金制度の導入を含めた賃金調整を実施した企業を抽出した。そのため、サンプル企業はこの期間中に何らかの雇用調整策を実施した企業となる。少なくとも一度掲載された企業は623社である。これらの企業について1991～2003年度までのデータをプールしてパネルデータを作成した。例えば、もし1993年度に何らかの雇用調整を実施して「事例ダイジェスト」に掲載されていれば、それ以前およびそれ以後に掲載されていないとしても、希望・早期退職を行わなかった企業のサンプルとして用いられている。サンプルサイズは623企業の13年間のデータである。これらの企業は全国5つの証券取引所に上場されている企業である。このデータセットに有価証券報告書を基にしたNIKKEI NEEDSからの企業財務データを接合した。また、不定期で雇用調整や

賃金調整について特集が組まれており、その記事も利用している。なお、途中で上場廃止や倒産、持株会社化した企業は除いてある⁴。

この「事例ダイジェスト」には、トヨタ、ソニー、松下電産、シャープといった日本を代表するグローバル企業の雇用調整に関する情報が多数含まれているほか、各産業の主要企業に関する情報も含まれている。したがって、本稿のサンプル企業は、日本の主要な上場企業、大企業を代表するサンプルであり、このデータを分析することにより、これらの企業のリストラ行動が明らかにすることができる。本データでカバーされているのは、上場企業の中でも規模が大きく、一般的に有名な企業ということになる。例えば、ダイヤモンド社『週刊ダイヤモンド』の「就職ランキング」の200社以内に入ったことがある企業は623社のうち135社(21.7%)である。したがって、優良、有名な企業が多いということになる。なお、産業分布に関しては、製造業のサンプルの割合が70.9%である。

希望退職の実施の比率から本稿のデータの性質を評価すれば、日本の大企業のリストラ行動をよく反映していると思われる。本稿のサンプルでは、メディア向けにリストラ策実施の発表を行わなかった企業や雇用調整施策や成果主義導入を行わなかった企業は対象から外れている。このことが、サンプルの偏りにどのように影響しているのであろうか。日本企業について毎年の希望退職実施した企業の割合について知りえるデータは無いが、旧労働省「産業労働事情調査」が毎年テーマを変えて調査をしており、本稿の分析期間に関しては、1994年のそれが1992年9月から1994年8月まで、2000年のそれが1998年9月から2000年8月までの解雇・希望退職実施企業割合を調査している。従業員数1,000人以上の企業においては、解雇・希望退職を実施した企業の割合はそれぞれ8.5%、23.8%である。本稿のパネルデータで、1992年度から1994年度までと1998年度から2000年度までの間で解雇・希望退職を実施した企業の割合を調べるとそれぞれ6.8%、27.4%であり、若干の差があるが旧労働省の調査データとさほど大きな違いがあるとはいえない。その割合が1992-1994年で少なく、1998-2000年で大幅に増加するという点では同じ傾向を示しているが、

⁴ 「労政時報」の情報には希望退職の実施ではなく、募集のケースも記載されている。募集であれ実施であれ、記事の記載の翌年、あるいは記事の掲載の前年と比較して掲載された年には従業員数は減少しているため、全て実施としたものとみなした。

本稿のデータでは、前半で雇用を維持して後半でリストラを実施した企業の比率が旧労働省調査のそれより多いということである。つまり経営がかなり悪化するまで雇用を維持してきた企業の比率が高いということであるが、これはより優良、有名な企業が多いことの反映であろう。また、途中で上場廃止や倒産、持株会社化した企業を除いていることもこの違いに影響していると思われる。このように、リストラの実施確率という点からみて、本稿のデータは日本の大企業全体から見て大きく偏っているとはいえず、本稿のデータによる分析は正当化できる。

3.2 企業特殊的な技能を重視する人的資源管理の指標

これまでの雇用調整の研究では、企業特殊的な人的資本のデータ上での捕捉が困難であるために、人的資本の蓄積が雇用調整を遅らせることは自明のものとして考えられてきた。本稿では、操業年数（企業の年齢）を使用して、企業特殊的な人的資本の蓄積を示す代理変数を作成する。Brown and Medoff (2003)によれば、賃金・雇用に影響を与える「企業の歴史」固有の要因として操業年数が指摘されているが、操業年数の長い企業ほどその後の期待生存確率が高くなり、そのような企業で長期的視野に立った雇用契約、例えば、企業特殊的な人的資本への投資やインセンティブ契約が結ばれやすくなるとされている。逆に、若い企業ではその企業が将来も生存できるかどうかに関して不確実性が高いので、長期的な視野に立った人的資源管理を採用するインセンティブは弱いと考えられる。このような長期雇用に基づく人的資源管理の方法は、企業の年齢がある一定の閾値を超えて、経営者が自らの企業の存続に対する確信を持った時に初めて採用されると想定することは妥当であろう。その閾値を捉えるのは容易ではないために、本稿では、企業の操業年数がサンプル企業の平均年齢を超えた場合に、企業特殊な技能を重視する人的資源管理を採用する傾向が高くなると解釈し、平均操業年数とその企業のそれとの差が大きいほど企業特殊技能への投資が多くなると考える。

3.3 企業業績悪化とリストラのタイミング

本稿では、外国人株主のリストラに対する影響を分析するが、分析方法に入

る前に企業業績悪化とリストラとの関係についてみてみよう。海外でのリストラと企業業績の関係を分析した研究、例えば、代表的な Kang and Shivdasani (1997)、Denis and Kruse (2000)では、大幅に収益が低下したサンプルのみをリストラの必要性がある企業として識別し分析している。本稿でも Kang and Shivdasani (1997)と似た方法でそれを行なう。前期に営業利益が 0 でない企業で、バブル期と比較して少なくとも 50%営業利益が減少した企業を収益性が大幅に低下しているケースとして解釈し、収益性低下ダミー (DECLINE) = 1 として、収益性悪化を識別した。表 1 は、収益性低下ダミーが 1 のケースと 0 のケースとの間で、希望・早期退職の実施確率に違いがあるかどうかに関する t 検定の結果である。1996 年までに関しては 10%水準で差があるが、さほど大きな差は無い。さらに 1997 年以降は、1%水準で差が認められるものの、収益性が低下していない企業においても高い頻度で希望退職が実施されている。このように企業によってどのタイミングで人員削減を行うかは一様ではないために、収益性の低下した企業を識別し、その希望・早期退職への影響を分析するが、サンプルを収益性低下企業に限定して分析を行うことはしない。

3.4 推定モデル

本稿の推定には、ランダム効果プロビットモデルを用いた。リストラの実施によって各説明変数が影響を受けることが考えられる。例えば、リストラによって企業収益が改善し、外国人持株比率が増加するなどの可能性である。そのため推定に当たっては、この希望・早期退職の実施が、各説明変数に影響を与える可能性、つまり内生性の存在を考慮して、説明変数には 1 期前と 2 期前の値を用いた。

3.5 変数の詳細

(1) 被説明変数： 希望・早期退職実施ダミー(DOWNSIZING)：上述のように「労政時報」から希望・早期退職を実施した企業を特定し、それを実施した場合に 1、実施しない場合に 0 をとるダミー変数である。

(2)説明変数

使用する説明変数の詳細は以下の通りである。

- ① 実質賃金（対数値）(LWAGE)： 福利厚生費を含む労務費に人件費を加えたものを従業員数で割り、さらに GDP デフレーターで実質化している。
- ② 売上高の成長率（GS）： 前年比の売上高の伸び率を表したものである。企業の製品・サービス需要を代表し、労働需要の趨勢をコントロールする目的がある。
- ③ ROA： 経常利益/総資産であり収益性の指標である。
- ④ 従業員数の対数値 (SIZE)： 各企業の従業員の対数値を用いている。企業規模をコントロールする目的がある。
- ⑤ 企業特殊的技能を重視する指標 (F・S SKILLS)： 対象企業で企業特殊的な技能が重視される傾向にあるかを捉えようとするものである。具体的には、当該企業の操業年数がサンプル企業の平均操業年数を超える場合にはその差を、同じかそれを下回る場合に 0 をとる変数である。
- ⑥ 収益性低下ダミー (DECLINE)： バブル経済崩壊による負の影響が大きい企業をダミー変数化したものである。具体的には、バブル経済の崩壊直前にあたる 1988-1989 年における平均営業利益と比較して、前期に営業利益がマイナスでない場合にそれが 50%以上低下した場合に 1 を、それ以外の場合に 0 をとるダミー変数によって定義される。
- ⑦ 持株比率(金融機関持株比率(FINANCIAL)、外国人持株比率(FOREIGN))： それぞれの持株数を総発行済株式数で割ったものである。

要約統計量は表 2 に示している。

4. 推定結果

ここでは、外国人株主が希望・早期退職の実施（以下、リストラ）に与えた影響について、1991-1996 年の雇用維持期と 1997-2003 年のリストラ期の 2 期間に分けて推定を行う。各表①では企業特殊的技能を重視する指標(以下、企業特殊技能)との交差項を考慮しない推定、②では企業特殊的技能と外国人持株比率の交差項を導入して雇用保障がつよく日本型の人的資源管理を行っている企業における外国人株主の効果を検討している。また、収益性低下ダミーとの交差項を入れてリストラの必要性が高い企業における外国人株主の効果を分析した。

③、④では、金融機関と外国人持株比率の交差項を導入し、金融機関持株比率が高いいわば伝統的な日本企業において、外国人株主がどのような影響を持ったのかをみる。⑤では、金融機関持株比率と企業特殊的技能の交差項を入れている。⑥では、金融機関持株比率と収益性低下ダミーとの交差項を入れ、金融機関がリストラの必要性が高い企業において、それを促進したかどうかを分析する。

まず、1991-1997年の推定結果からみてみよう。表3から確認できるのは次の5点である。第一に、①のように外国人株主には単独では有意ではないが、企業特殊的技能との交差項を導入すると、全ての推定において外国人株主はプラスで、その交差項はマイナスで有意となっている。このことは、外国人株主はリストラの確率を高めるが、日本型の人的資源管理を採用している企業においては逆にリストラ実施の確率を低下させることを意味している。第二に、全ての推定において、外国人株主収益性低下ダミーとの交差項は有意ではなく、この時期には、外国人株主はリストラの必要性が高い企業を規律付けしてはいない。第三に、③④では金融機関持株との交差項がマイナスで有意であるが、これは Ahmadjian and Robbins (2005)の結果と整合的であり、国内の金融機関の影響力が強いところでは、外国人株主の影響力が低下することを示している。第四に、⑤では金融機関と企業特殊技能との交差項は有意ではない。第五に、⑥では金融機関と収益性低下ダミーの交差項は有意ではなく、これは金融機関がリストラを促進していなかったということである。表4は、各説明変数に2期前の値を使用した推定結果であるが、1期前の値を使用した結果とほぼ同様の結果が得られている。

次に、同様の分析を1997-2003年の期間について行った結果が表5であるが、この表からは、外国人株主の効果に対して1991-1996年とは逆の結果が得られている⁵。第一に、全ての推定において、外国人株主と企業特殊的技能の交差項がプラスで有意となっており、外国人株主は日本型の人的資源管理を重視している企業においてリストラを促進している。このことは、1996年までとは異なり、彼らが企業特殊的技能の維持は企業価値、経営効率の向上にマイナスの影響を与えると判断したことを示唆している。第二に、収益性低下ダミーと外国人株主の交差項も全ての推定においてプラスで有意となっており、1996年まで

⁵ 2002年の人件費が欠損値の企業が2つあるので、1997-2003年のサンプル数は4359である。2期前の変数を使った推定では4361となる。

とは異なり、外国人株主はリストラの必要性が高い企業においてそれを促進しているということになる。第三に、1996年までとはことなり、金融機関との交差項は有意ではなくなっている。これは、外国人株主の発言力が増大する一方で、国内の金融機関の影響力が低下したために、彼らの影響力が大きくなったことを示している。第四に、金融機関と企業特殊技能の交差項は先と同様に有意ではない。第五に、金融機関と収益性低下ダミーとの交差項も先ほどと同様に有意ではなく、金融機関はリストラの必要性が高い企業を規律付けしていないということになる。2期前の値を使用した推定結果が表6であるが、ここでも1期前の値を使用した結果とほぼ同様の結果が得られている。

以上、2期間の推定結果の比較から、次のことが言える。第一に、企業特殊の技能を重視する日本型の人的資源管理と外国人株主との関連からみれば、外国人株主は、企業特殊の技能を重視しない企業では1997年以前はリストラを促進する一方で、それを重視する企業ではリストラを抑制するような効果を持っていた。これは、彼らが企業特殊の技能を重視する企業ではリストラを行うよりも雇用維持を行ったほうが、企業価値・経営効率が上がると考えたということであろう。言い換えれば、このような企業でのリストラは技能の損失を生じさせ、生産性や企業活動にマイナスの影響を与えると考えたことが予想される。外国人株主が企業価値の最大化を目指して行動するならば、この時期の雇用維持は企業全体にとっても合理的なものであったということであろう。一方、1997年以降は経済状況の更なる悪化や企業収益の低下のもとで、外国人株主は、企業にとっての企業特殊の技能を保護するための雇用維持のコストが非常に大きくなり、雇用維持が企業価値や経営効率にマイナスの影響を与えると判断したことが予想できる。1996年までと違い、リストラを促進することが企業価値を引き上げると考えたのであろう。

第二に、外国人株主は1996年までは収益性が低下した企業においてリストラを促進しなかったが、1997年以降はそれを促進しており、リストラの必要性の高い企業に対して規律付けがなされているということになる。これに対して、金融機関は両期間において、収益性の低下した企業においてリストラを促進しておらず、規律付けの役割を果たしていない。1997年の金融危機以降はメインバンク制を中心とした銀行による企業の規律付けメカニズムはその機能を停止し、代わって株式市場による企業の規律付けメカニズムが機能し始めたことを示している。

したがって、コーポレート・ガバナンスの観点から、1997年以降に大規模なリストラが進んだことを解釈すれば、一つには、外国人株主が企業特殊的技能を重視する雇用保障の強い企業でリストラを促進したこと、次に、彼らが収益性の低下した企業を規律付けしたことがその主な要因であり、金融機関はこの過程において主導的な役割を果たしていない。

そして、外国人株主がリストラの実施において重要な役割を果たし、金融機関がそれに影響を与えていないことは、日本の大企業において間接金融から直接金融への移行が完了し、企業の規律付けを行う主体が、メインバンク制を代表とする銀行から資本市場へと変化したことを意味している。

5. まとめに代えて

本稿では、日本企業 623 社を対象にバブル経済崩壊後 1991-2003 年の間に、外国人株主がいわゆるリストラ、つまり希望退職や早期退職などの人員削減を行う際の企業の意思決定に対して、どのような影響を与えているのかを分析した。本稿の分析によって得られた結果は以下のようなものである。第一に、企業特殊技能を重視する日本型の人的資源管理と外国人株主との関連でみれば、外国人株主は、1997年以前はリストラを促進する一方で、企業特殊的技能を重視する雇用保障の強い企業ではリストラを抑制するような効果を持っていた。一方、1997年以降は経済状況のさらなる悪化や企業収益の低下のもとでは、企業特殊的技能を重視する企業においてリストラを促進していた。

第二に、外国人株主は 1996 年までは収益性が低下した企業においてリストラを促進しなかったが、1997 年以降はリストラを促進している。これはリストラの必要性の高い企業に対して規律付けがなされているということになる。これに対して、金融機関は両期間において、収益性の低下した企業においてリストラを促進しておらず、規律付けの役割を果たしていない。

残された課題は以下の 2 点である。第一に、本稿では、金融機関持株のリストラへの効果を分析しているが、日本型のコーポレート・ガバナンスを特徴づけてきたメインバンク制度のリストラへの効果をダイレクトには分析していない。企業の規律付けメカニズムの変化を実証するのであれば、この効果を検討

する必要がある⁶。

第二に、本稿の分析は、リストラ・人員削減の研究であり、メインバンク制から株式市場への資金調達の方法の変化が人的資源管理全般に与えた影響については分析がなされておらず、それは今後の課題である。また、株式市場による規律付けと日本型の人的資源管理の両立は可能か、もし可能でなければ、メインバンク制に代わって人的資本投資を支えるメカニズムはどのようなものかななどの検証が、今後の課題として残されている。

参考文献

阿部正浩(1999)「企業ガバナンス構造と雇用削減意思決定」『日本経済の構造調整と労働市場』日本評論社 pp.75-102.

熊迫真一(2006)「雇用調整と賃金調整の実施時期に関する一考察」『日本労務学会誌』第8巻第1号.

財務省総合政策研究所(2003)『進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生』

篠塚英子(1989)『日本の雇用調整ーオイルショック以降の労働市場ー』東洋経済新報社.

富山雅代(2001)「メインバンク制と企業の雇用調整」, 『日本労働研究雑誌』, 第488号, pp.40-51.

野田知彦(2006)「経営者、統治構造、雇用調整」『日本経済研究』No.54,pp.90-108.

野田知彦(2008)「メインバンクはリストラを促進するか」『経済分析』内閣府、社会経済研究所 No.180,4,pp.317-326.

松浦克己(2001)「雇用削減と減配・無配の関係ー企業利潤、企業財務、コーポレート・ガバナンスからの視点ー」『フィナンシャル・レビュー』財務省財務総合政策研究所,60号,pp.106-138.

Abe, M. and Hoshi, T. 2004. Corporate Finance and Human Resource Management in Japan. Corporate Governance in Japan, edited by Aoki, M., Jackson, G., and Miyajiima, H., Oxford: Oxford University Press, 258-281.

Ahmadjian C. and Robinson P., 2001. Safety in Numbers: Downsizing and the Deinstitutionalization of Permanent Employment in Japan,

⁶ メインバンクの雇用調整速度に対する効果は、富山(2001)、野田(2008)で、リストラに対する効果はNoda and Hirano(2008)で分析されている。

- Administrative Science Quarterly 46, 622-654.
- Ahmadjian C. and Robbins,G.E, 2005. A Clash of Capitalism : Foreign Shareholders and Corporate Restructuring in 1990s Japan , American Sociological Review ,2005,Vol.70.pp.451-471.
- Aoki, M.,1988. Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy, Cambridge University Press, New York and Cambridge.
- Aoki, M., 1994. The Contingent Governance of Teams: Analysis of Institutional Complementarity, International Economic Review, Vol.35, No.3, 657-676.
- Aoki, M., 2001. Towards a Comparative Institutional Analysis, Cambridge, MA: MIT Press.
- Aoki, M. and Patrick, H. (eds.) 1994.The Japanese Main Bank System: Its relevance for Developing and Transforming Economics. Oxford: Oxford University Press.
- Aoki, M., Jackson, G., and Miyajiima, H., 2007. Corporate Governance in Japan, Oxford: Oxford University Press.
- Arikawa,Y. and Miyajima, H. 2007. Relationship Banking in Post Bubble Japan: Co- Existence of Soft and Hard Budget Constraints. Corporate Governance in Japan, edited by Aoki, M., Jackson, G., and Miyajiima, H.,Oxford: Oxford University Press, 51-78.
- Brown, C. and Medoff, J.L., 2003. Firm Age and Wages, Journal of Labor Economics Vol.21 No.3, 677-697.
- Denis,D.J. and Kruse,T.A.2000.Managirical Discipline and Corporate Restructuring Following Performance Declines、 Journal of Financial Economics 55,pp391-424.
- Hoshi, T. and Kasyap, A.K., 2001. Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the future. Cambridge, MA: MIT Press.
- Hoshi, T., Kasyap, A.K. and Scharfstein, D., 1990. The Role of Banks in the reducing the Cost of Financial Distress in Japan, Journal of Financial Economics, Vol.27, 67-88.
- Idoson, T., 1996. Employer Size and Labor Turnover, Research in Labor Economics 15, 273-304.
- Kang, J.K. and A. Shivdasani, 1997. Corporate Restructuring during

Performance Declines in Japan, *Journal of Financial Economics* 46, 29-65.
Noda ,T. and Hirano,D. 2008. Main Bank and Corporate Restructuring, mimeo.
Kang, J.K. and A. Shivdasani, 1997. Corporate Restructuring during
Performance Declines in Japan, *Journal of Financial Economics* 46, 29-65.

Table 1-1 希望・早期退職実施ダミーに関する t 検定 1991-1997年

	希望・早期退職実施ダミー平均値	標準偏差
DECLINE = 0, N = 2895	0.021	0.142
DECLINE = 1, N = 843	0.031	0.173

t value = -1.724

Table 1-2 希望・早期退職実施ダミーに関する t 検定1997-2003年

	希望・早期退職実施ダミー平均値	標準偏差
DECLINE = 0, N = 3147	0.071	0.256
DECLINE = 1, N = 1214	0.114	0.318

t value = -4.732

Table 2 要約統計量

<i>Number of Observations</i>	8087 Samples	
	Mean	Standard Deviation
<i>DOWNSIZING</i>	0.055	0.228
<i>FOREIGN(-1)</i>	0.067	0.086
<i>FINANCAL(-1)</i>	0.373	0.149
<i>SIZE(-1)</i> (雇用者数の対数)	7.655	1.187
<i>LWAGE(-1)</i>	2.705	0.302
<i>ROA(-1)</i>	0.024	0.049
<i>GS(-1)</i>	0.018	0.159
<i>DECLINE(-1)</i>	0.241	0.428
<i>F-S SKILLS(-1)</i>	8.589	12.75
<i>Firm Age</i>	58.79	17.38

Table 3 外国人株主のリストラへの効果 1991-1996年

<i>Independent Variables</i>	①	②	③	④	⑤	⑥
<i>FOREIGN(-1)</i>	0.198 (0.639)	1.363 ** (0.708)	3.112 *** (1.160)	2.686 ** (1.162)	2.803 ** (1.179)	2.615 ** (1.184)
<i>FINANCIAL(-1)</i>	0.125 (0.433)	0.216 (0.442)	0.720 (0.481)	0.486 (0.494)	0.465 (0.540)	0.028 (0.605)
<i>GS(-1)</i>	-1.581 *** (0.540)	-1.669 *** (0.541)	-1.582 *** (0.545)	-1.505 *** (0.552)	-1.630 *** (0.552)	-1.649 *** (0.552)
<i>LWAGE(-1)</i>	-0.094 (0.243)	-0.090 (0.240)	-0.214 (0.243)	-0.134 (0.246)	-0.203 (0.242)	-0.187 (0.242)
<i>ROA(-1)</i>	-9.483 *** (1.568)	-9.980 *** (1.632)	-9.269 *** (1.618)	-10.030 *** (1.657)	-9.263 *** (1.637)	-9.150 *** (1.634)
<i>SIZE(-1)</i>	0.354 *** (0.093)	0.374 *** (0.092)	0.344 *** (0.092)	0.342 *** (0.094)	0.366 *** (0.093)	0.367 *** (0.093)
<i>DECLINE(-1)</i>	0.267 ** (0.109)	0.420 *** (0.140)	0.288 *** (0.110)	0.373 *** (0.143)	0.391 *** (0.140)	-0.073 (0.328)
<i>F-S SKILLS(-1)</i>	-0.004 (0.006)	0.011 (0.008)	-0.042 (0.006)	0.010 (0.008)	0.024 (0.019)	(0.002) (0.019)
<i>F-S SKILLS(-1)*</i>		-0.291 **		-0.263 **	-0.266 **	-0.256 *
<i>FOREIGN(-1)</i>		(0.121)		(0.130)	(0.135)	-(0.135)
<i>DECLINE(-1)*</i>		-2.349		-2.079	-1.987	-2.438
<i>FOREIGN(-1)</i>		-(1.596)		(1.758)	-(1.645)	-(1.814)
<i>FOREIGN(-1)*</i>			-(11.17) ***	-7.784 *	-6.455	-5.845
<i>FINANCIAL(-1)</i>			-(4.011)	-(4.393)	(4.362)	(4.456)
<i>F-S SKILLS(-1)*</i>					0.014	0.012
<i>FINANCIAL(-1)</i>					(0.041)	-(0.041)
<i>DECLINE(-1)*</i>						1.193
<i>FINANCIAL(-1)</i>						(0.758)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Log-likelihood	-345.69	-337.46	-343.51	-337.89	-340.62	-339.36
Number of Observation	3738	3738	3738	3738	3738	3738

Notes: (1) () = standard errors.

(2) *** = significant at 1%; ** = significant at 5%; * = significant at 10%.

Table 4 外国人株主のリストラへの効果 1991-1996年 (説明変数2期前)

<i>Independent Variables</i>	①	②	③	④	⑤	⑥
<i>FOREIGN(-2)</i>	0.625 (0.581)	0.791 (0.642)	3.113 *** (0.998)	2.910 *** (1.011)	3.088 *** (1.022)	3.131 ** (1.026)
<i>FINANCIAL(-2)</i>	0.145 (0.397)	0.285 (0.436)	0.729 (0.446)	0.706 (0.453)	0.932 * (0.498)	1.040 * (0.532)
<i>GS(-2)</i>	-0.031 (0.408)	-0.072 (0.413)	-0.047 (0.415)	-0.035 (0.414)	-0.062 (0.417)	-0.062 (0.417)
<i>LWAGE(-2)</i>	-0.210 (0.207)	-0.220 (0.207)	-0.275 (0.210)	-0.281 (0.211)	-0.274 (0.211)	-0.280 (0.212)
<i>ROA(-2)</i>	-4.450 *** (1.250)	-4.244 *** (1.277)	-3.429 *** (1.345)	-3.454 *** (1.356)	-3.352 *** (1.363)	-3.346 *** (1.366)
<i>SIZE(-2)</i>	0.222 *** (0.084)	0.251 *** (0.086)	0.240 *** (0.086)	0.248 *** (0.086)	0.261 *** (0.087)	0.259 *** (0.087)
<i>DECLINE(-2)</i>	0.185 (0.115)	0.158 (0.119)	0.217 * (0.016)	0.175 (0.120)	0.170 (0.120)	0.349 (0.329)
<i>F-S SKILLS(-2)</i>	-0.007 (0.005)	0.013 (0.019)	-0.007 (0.005)	-0.005 (0.007)	0.017 (0.020)	0.016 (0.020)
<i>F-S SKILLS(-2)*</i>		-0.050 **		-0.375 *	-0.386 *	-0.385 *
<i>FOREIGN(-2)</i>		(0.206)		(0.218)	(0.215)	(0.215)
<i>DECLINE(-2)*</i>		0.848		1.710	1.750	1.744
<i>FOREIGN(-2)</i>		(1.094)		(1.171)	(1.172)	(1.167)
<i>FOREIGN(-2)*</i>			-10.68 ***	-10.58 **	-11.16 ***	-11.23 ***
<i>FINANCIAL(-2)</i>			(3.687)	(4.140)	(4.163)	(4.154)
<i>F-S SKILLS(-2)*</i>					-0.052	-0.052
<i>FINANCIAL(-2)</i>					(0.046)	(0.046)
<i>DECLINE(-2)*</i>						-0.439
<i>FINANCIAL(-2)</i>						(0.754)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Log-likelihood	-382.53	-378.15	-378.23	-374.95	-374.32	-374.15
Number of Observation	3738	3738	3738	3738	3738	3738

Notes: (1) () = standard errors.

(2) *** = significant at 1%; ** = significant at 5%; * = significant at 10%.

Table 5 外国人株主のリストラへの効果 1997-2003年

<i>Independent Variables</i>	①	②	③	④	⑤	⑥
<i>FOREIGN(-1)</i>	-0.025 (0.319)	-0.942 ** (0.462)	-0.199 (0.836)	-0.255 (0.827)	-0.249 (0.828)	-0.284 (0.836)
<i>FINANCIAL(-1)</i>	-0.738 *** (0.240)	-0.703 ** (0.242)	-0.639 ** (0.292)	-0.535 * (0.296)	-0.431 (0.336)	-0.343 (0.377)
<i>GS(-1)</i>	-0.214 (0.222)	-0.214 (0.229)	-0.217 (0.229)	-0.210 (0.229)	-0.209 (0.222)	-0.206 *** (0.229)
<i>LWAGE(-1)</i>	-0.084 (0.100)	-0.089 (0.100)	-0.085 (0.100)	-0.093 (0.100)	-0.094 (0.100)	-0.095 (0.100)
<i>ROA(-1)</i>	-1.517 *** (0.424)	-1.717 *** (0.438)	-1.497 *** (0.471)	-1.534 *** (0.473)	-1.529 *** (0.473)	-1.557 *** (0.000)
<i>SIZE(-1)</i>	0.118 *** (0.046)	0.114 *** (0.047)	0.124 *** (0.047)	0.115 *** (0.047)	0.115 *** (0.047)	0.114 *** (0.047)
<i>DECLINE(-1)</i>	0.270 *** (0.060)	0.167 *** (0.075)	0.180 *** (0.074)	0.172 ** (0.075)	0.172 ** (0.075)	0.240 (0.151)
<i>F-S SKILLS(-1)</i>	0.001 (0.003)	-0.004 (0.003)	0.000 (0.002)	-0.004 (0.004)	0.000 (0.008)	0.000 (0.008)
<i>F-S SKILLS(-1)* FOREIGN(-1)</i>		0.051 ** (0.024)		0.057 ** (0.025)	0.062 ** (0.026)	0.063 ** (0.027)
<i>DECLINE(-1)* FOREIGN(-1)</i>		1.351 ** (0.583)		1.313 ** (0.584)	1.323 ** (0.584)	1.413 ** (0.611)
<i>FOREIGN(-1)* FINANCIAL(-1)</i>			-0.884 (2.188)	-2.261 (-4.393)	-2.389 (2.300)	-2.429 (2.308)
<i>F-S SKILLS(-1)* FINANCIAL(-1)</i>					-0.011 (0.018)	-0.012 (0.018)
<i>DECLINE(-1)* FINANCIAL(-1)</i>						-0.221 (0.428)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Log-likelihood	-1211.38	-1207.1	-1209	-1206.6	-1206.38	-1206.25
Number of Observation	4359	4359	4359	4359	4359	4359

Notes: (1) () = standard errors.

(2) *** = significant at 1%; ** = significant at 5%; * = significant at 10%.

Table 6 外国人株主のリストラへの効果 1997-2003年(説明変数2期前)

<i>Independent Variables</i>	①	②	③	④	⑤	⑥
<i>FOREIGN(-2)</i>	0.048 (0.334)	-1.378 ** (0.466)	0.132 (0.804)	-0.960 (0.910)	-0.985 (0.915)	-0.986 (0.914)
<i>FINANCIAL(-2)</i>	-0.358 (0.237)	-0.325 (0.239)	-0.367 (0.285)	-0.235 (0.293)	-0.099 (0.329)	-0.123 (0.369)
<i>GS(-2)</i>	-0.031 (0.173)	-0.049 (0.181)	-0.031 (0.173)	-0.048 (0.182)	-0.048 (0.180)	-0.049 (0.181)
<i>LWAGE(-2)</i>	0.003 (0.107)	-0.018 (0.107)	0.003 (0.107)	-0.021 (0.108)	-0.021 (0.108)	-0.021 (0.109)
<i>ROA(-2)</i>	-1.301 *** (0.439)	-1.533 *** (0.452)	-1.292 *** (0.464)	-1.452 *** (0.477)	-1.461 *** (0.478)	-1.454 *** (0.480)
<i>SIZE(-2)</i>	0.116 *** (0.046)	0.116 *** (0.047)	0.119 *** (0.046)	0.115 *** (0.047)	0.115 *** (0.047)	0.116 *** (0.047)
<i>DECLINE(-2)</i>	0.147 *** (0.061)	0.084 (0.063)	0.147 *** (0.061)	0.085 (0.063)	0.085 (0.063)	0.061 (0.160)
<i>F-S SKILLS(-2)</i>	-0.001 (0.002)	-0.007 ** (0.003)	-0.001 (0.002)	-0.007 (0.003)	-0.012 (0.007)	-(0.001) (0.007)
<i>F-S SKILLS(-2)*</i>		0.074 ***		0.078 ***	0.087 ***	0.087 ***
<i>FOREIGN(-2)</i>		(0.025)		(0.026)	(0.028)	(0.028)
<i>DECLINE(-2)*</i>		2.300 ***		2.282 ***	2.308 ***	2.301 ***
<i>FOREIGN(-2)</i>		(0.493)		(0.494)	(0.495)	(0.497)
<i>FOREIGN(-2)*</i>			-0.254	-1.314	-1.430	-1.411
<i>FINANCIAL(-2)</i>			(2.219)	(2.486)	(2.490)	(2.492)
<i>F-S SKILLS(-2)*</i>					-0.017	-0.016
<i>FINANCIAL(-2)</i>					(0.018)	(0.018)
<i>DECLINE(-2)*</i>						0.069
<i>FINANCIAL(-2)</i>						(0.423)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Log-likelihood	-1230.48	-1216.6	-1230.5	-1216.5	-1216.07	-1216.05
Number of Observation	4361	4361	4361	4361	4361	4361

Notes: (1) () = standard errors.

(2) *** = significant at 1%; ** = significant at 5%; * = significant at 10%.