

人件費と株主還元*

山田 和郎[†]

2022年3月30日

概要

日本企業は株主還元の増加に熱心であり、人件費を削減してまで株主への富を増加させているという批判を耳にすることが増えた。私が調べた限りでは、日本企業を対象として企業の人件費と株主還元の関係を企業レベルデータを用いた分析は見当たらなかった。そのような状況において、本稿の目的は上場企業のデータを用いて、人件費と株主還元の関係を明らかにすることである。分析には2001年から2019年までの金融系企業などを除く全上場企業を対象とした。しかしながら、人件費を削減する一方で株主還元を増加させているとの関係は確認されなかった。むしろ得られた結論は逆であり、人件費と株主還元の間には正の相関が確認された。

キーワード: 現金比率; 人件費

*@suketani 先生, 石田惣平先生, 伊藤彰敏先生, 野沢亘先生, 村宮克彦先生からは草稿に対して貴重なコメントをいただきました。感謝いたします。本研究の遂行にあたっては科研費 (20K01781); 野村マネジメントスクールから研究助成を受けております。なお本稿にかかわる利益相反事項はございません。

[†]立命館大学経営学部。ymdkazuo@gmail.com

1 はじめに

日本企業は株主還元の増加に熱心であり、人件費を削減してまで株主への富を増加させているという批判を耳にすることが増えた。日本企業全体で見ると労働分配率は減少傾向にある一方で、利益に占める株主還元の比率は上昇している。たとえば内閣府『日本経済 2021-2022 - 成長と分配の好循環実現に向けて』では財務省の法人企業統計の集計データから配当金が増加する一方で人件費が減少傾向にあることを指摘している¹。たしかに集計データからは全体としての方向性を確認することが可能である。しかしながら、個別企業の事情を勘案するに当たっては企業レベルのデータを用いた分析が必要である。

私が調べた限りでは、日本企業を対象として企業の人件費と株主還元の関係を企業レベルデータを用いた分析は見当たらなかった。そのような状況において、本稿の目的は上場企業のデータを用いて、人件費と株主還元の関係を明らかにすることである。分析には2001年から2019年までの金融系企業などを除く全上場企業を対象とした。

得られた分析結果は以下のとおりである。一言で表すと、人件費を削減する一方で株主還元を増加させているとの関係は確認されなかった。むしろ得られた結論は逆であり、人件費と株主還元の間には正の相関が確認された。換言すると、株主還元を増やしている（減らしている）企業は人件費も同様に増やしている（減らしている）との傾向が確認された。

第1に、年ごとの平均値および中央値を確認した。株主還元については上昇トレンドが確認された。一方で、人件費については総資産で除した場合にはわずかながらの上昇トレンドが、付加価値額で除した場合（つまり労働分配率）は下降トレンドが確認できた。労働分配率は経済学ではよく用いられる概念である。しかしそれ自体は分母である付加価値額にも影響される。また株主還元および人件費のいずれもが、標準偏差の値が高くなっていることが確認された。このことから、企業間の異質性が増加傾向にあることが分かる。

第2に、企業レベルでの変化を確認するため、前年比で人件費と株主還元の変化率を算出した。両者ともに前年比増、あるいは両者ともに減とする企業が分析期間を通じて過半を占めた。一方で、人件費を減少させる一方で株主還元を増加させる企業の割合は、2019年には11.7%程度、サンプル期間中でも高くても全体の20%にも届かない状況であった。このことから、人件費を減少させ株主還元を増加させる企業が多数を占めるとは言えない。

第3に企業レベルの財務情報を用いた回帰分析を行った。クロスセクション、固定効果パネル推計のいずれであっても人件費と株主還元は正の関係が確認された。このことから、株主還元を増加（減少）させている企業は人件費も増加（減少）させる傾向にある。なお、人件費の変数としては、総資産で除した場合、付加価値額で除した労働分配率のいずれを用いたとしても、株主還元との間には正の相関が確認された。

¹労働分配率が低下傾向にあるのは日本のみならず、他の先進諸国でも見られる事象である。その理由として、Autor, Dorn, Katz, Patterson, and Van Reenen (2020) では一部の成長企業への寡占が原因であるとしている。

第4にいくつかの方法でサンプル分割を行うことで、人件費と株主還元の関係が企業の異質性により影響を受けるのかを確認した。はじめにサンプル期間を分割した検証を行った。結果として、人件費を総資産で除した場合は両者の関係は概ね変化しないことが確認された一方で、人件費を付加価値額で除した場合は、両者の関係は低下傾向にあることが確認された。特にサンプル最新年である2019年では有意水準に達しなかった。続いて赤字企業に限定をした分析を行った。これは赤字有配企業の存在が問題視されるためである。コントロール変数を入れたプロビット推定の結果では、人件費率は株主還元を行う意思決定と正の相関にあることが確認された。さらに赤字企業においても人件費と株主還元比率の間には正の相関があることが確認された。ただし、株主還元には企業経営者の将来に対する私的情報のシグナルとしての役割も持つと考えられるために解釈には追加的検証が必要かと思われる。少なくとも、赤字企業において人件費を削って株主還元を増加させているとの傾向は確認されなかった。

最後に、人件費、株主還元ともに内生変数である可能性がある。そのため同時決定モデルによる推定を行った。依然として人件費と株主還元の間には正の相関が確認された。このようにあらゆる方法を試してみたものの、企業レベルのサンプルを用いた分析では、人件費を減少させて株主還元を増加させているとの傾向は確認されなかった。

2 分析手法

2.1 データ

財務情報の取得には日経 NEEDS に収録される情報を、社会科学情報検索 NEEDS を用いて取得した。今回は2001年から2019年の間に報告された金融機関、REIT、ETFを除く上場企業を分析対象にした。変数が十分に取得できないことから TOKYO PRO Market に上場している企業は除外した。株主還元に関する変数はキャッシュフロー計算書から取得したため、サンプルの開始をキャッシュフロー会計が導入された2000年からデータを取得した。しかし一部の変数では1年ラグの値を用いるため、分析に用いたのは2001年からのものである。2020年の新型コロナの拡大に伴い、多くの上場企業が配当を減少させた。そのことから、サンプルの最終年は2019年とした。会計数値は連結優先の値を使用した。分析対象は会計期間が12ヶ月のものに限定している。

2.2 変数の定義

分析に用いた変数の定義は以下のとおりである。コントロール変数は日本企業や他国の配当額の決定要因を検討した先行研究 Harada and Nguyen (2011); Fama and French (2001) を参考にして決

定した。なお全ての連続変数については外れ値の影響を抑えるために1,99パーセンタイルでウィンソライジングを行っている。

- 総株主還元比率: キャッシュフロー計算書にある、「配当金支払金額」と「自己株式の取得による支出」の和に-1をかけたものを²、非現金資産（総資産から現金、現金同等物および有価証券を差し引いた値）で除した。一部の分析では分母に付加価値額（営業利益と人件費の和）を用いた。
- 自社株買い比率: キャッシュフロー計算書の「自己株式の取得による支出」に-1を賭けたものを非現金資産で除した。総株主還元比率と同様に、一部の分析では分母に付加価値額（営業利益と人件費の和）を用いた。
- 総株主還元/付加価値: キャッシュフロー計算書にある、「配当金支払金額」と「自己株式の取得による支出」の和に-1をかけたものを付加価値額（営業利益と人件費の和）で除した。
- 自社株買い/付加価値: キャッシュフロー計算書の「自己株式の取得による支出」に-1を賭けたものを付加価値額で除した。
- 人件費比率: 販売費及び一般管理費の中の「人件費福利厚生費」を総資産で除した。
- 人件費/付加価値: 販売費及び一般管理費の中の「人件費福利厚生費」を付加価値額で除した。
- ROA: 営業利益を総資産で除した。
- 企業規模: 総資産の自然対数値。
- 売上高成長率: 前期からの売上高成長率(%)と定義した。
- 時価簿価比率: 株式時価総額を純資産額で除した。
- 市場ベータ: 決算前52週の週次収益率を用いてCAPMを推定し、その β 値を用いた。

なお株主還元に関する変数はキャッシュフロー計算書の値を用いた。キャッシュフロー計算書に掲載されるのには1年のずれがあるのに留意する必要がある。例えば、2022年3月末に事業年度が終了する企業を考える。その企業の年度末時点での株主に対する配当額、事業年度末日から3ヶ月以内、多くの場合では2022年5、6月に開催される株主総会において承認され、その後に支払われる。そのため、2022年3月年度決算に対する配当支払は翌2023年3月年度決算のキャッシュフローに反映される。実際には配当は会計決算が終了する前に決まることが多く、さらに日本においては経営者による提案が株主総会で決定されることが多い。そのため、本稿ではある会計年度の株主還元の合計額としては翌年度のキャッシュフロー計算書の値を用いた³。

²符号を逆転させたのは、結果の解釈を直感的にするためである。キャッシュフロー計算書であるため、株主還元をすれば負の値をとる。さらに還元の金額が大きくなるにつれて小さな値、換言すれば、絶対値を取ると大きな値になるためである。そのため-1をかけることで株主還元を増やせば大きな正の値を取るようにした。

³なお1年ラグをとらなかった場合においても結果は概ね変わらなかった。

2.3 分母について

主要な変数である人件費や株主還元は企業の規模によりその水準が異なる。そのためなんらかの変数で除することにより平準化をする必要がある。一般的には付加価値額あるいは利益で除されることが多い。企業が作り出した付加価値を労働者、あるいは株主でどの程度を分配するのかを知るには役立つ。特に人件費を付加価値額で除したものは労働分配率として広く用いられている。

しかし本研究では主に総資産で除した変数を用いている。理由は労働分配率を用いた場合は、その増減が確認されたとしてもそれが人件費の変化によるものなのか付加価値額の変化によるものなのかを確認できないからである。特に日本の上場企業の利益率が近年増加傾向にあることから、人件費が一定であっても労働分配率が低下する。事実、Autor, Dorn, Katz, Patterson, and Van Reenen (2020) や Kehrig and Vincent (2021) では、米国では労働分配率の減少が成長企業の利益増加の影響が大きいことが指摘されている。さらに付加価値額は景気の影響などにより大きく変動をする。そのためばらつき (標準偏差) が大きい。結果として労働分配率のばらつきも大きくなる。

もちろん、他の先行研究との整合性を持たせる必要もある。そのため、分析の一部においては、分母に付加価値額を用いた分析も行った。その際、Donangelo, Gourio, Kehrig, and Palacios (2019) に倣い、付加価値額が負の値、あるいは1を超える観測値はサンプルから除外した。

2.4 基本統計量

分析で用いた変数のうち、主要なものである総株主還元比率と人件費の基本統計量を表??に掲載している。S.D. は標準偏差を表している。変数名が「比率」で終わるものは現金同等物を除く総資産で除したものである。付加価値額で除したものも同時に掲載している。まず総株主還元比率から確認する。平均値、中央値ともに2001年から2019年にかけて上昇していることが確認できる。総株主還元比率は平均値 (中央値) では2001年から2019年にかけて1.0% (0.6%) から2.4% (1.4%) に増加している。付加価値額で除した場合も同様であり、平均値では中央値では4.6%から10%まで倍増している。付加価値額で除した、総株主還元/付加価値額も同様の傾向にある。同時に標準偏差の値が大きくなっている。このことから、単純に全ての企業において株主還元が増加しているのではなく、還元を多く行う企業と行わない企業のばらつきが大きくなっていることが分かる。

人件費比率は平均値 (中央値) では2001年から2019年にかけて9.2% (7.0%) から11.4% (7.2%) に増加している。興味深いことに付加価値額で除した場合、平均値 (中央値) では200年から2019年にかけて66.2% (61.8%) から56.4% (52.9%) に減少している。また、標準偏差も人件費比率で8.2%から12.5%に、人件費/付加価値額では38%から32%まで上昇している。このことから、株主還元と同様に、人件費についても企業間のばらつきが増加していることが確認される。

留意すべき点としては、人件費が株主還元と比較してその規模が大きいことが挙げられる。直近の2019年をとってみると、株主還元比率は1.4%であるのに対して人件費率は7.2%となっており、

株主への還元のおよそ5倍の金額を人件費に支払っている。

これら主要変数の時系列での変化については図1でも確認できる。ここでは人件費と総還元比率の分布とボックス分布で表示している。ボックスの下限が25パーセント、上限が75パーセントである。ボックスの中程の横線が中央値を表す。人件費比率は、丈夫に位置するオレンジ色の分布である。ヒゲが伸びていることから分布が大きいことが確認される。中央値で確認すると2010年あたりからやや増加傾向にあることが確認された。労働分配率が減少傾向にあるとしているが、分母に何をを用いるかによって見え方が異なることが分かる。次に株主還元比率を確認する。こちらは2008,9年あたりから2010年に下落が確認された後、上昇傾向にあることが分かる。

では人件費や株主還元を、付加価値額で除した場合どのような状況が確認できるのか。図2は付加価値額で除したものの年ごとのボックスプロットである。

労働分配率(人件費/付加価値額)はオレンジ色、あるいは図の上方に位置しているボックスで表している。労働分配率は2010年から2019年にかけてコンスタントに低下傾向にある。一方で緑色で表した総株主還元は上昇傾向にあることが確認された。このことから、付加価値で除した場合には、労働分配率が低下傾向にある一方で株主還元が上昇傾向にあることが確認できる。しかしながら、この企業の行動が確認されない。そのために次節からは企業レベルのデータを用いて回帰分析を行う。

ここまでの内容をまとめる。株主還元については、総資産、付加価値いずれで除した場合も増加傾向にあること、人件費については企業の総資産で除した場合は増加傾向にある一方で付加価値額で除した場合は減少傾向にあることから、何を分母に用いるかによって見え方がことなることが確認できた。また全ての変数について、標準偏差が大きくなっていることから企業間の異質性が増加していることが見て取れる。

ここまでは日本企業全体の統計量を年ごとに確認した。次項では、人件費、株主還元の1年間の変化に着目した分析を行う。そのあとに企業レベルのサンプルを用いて回帰分析を行う。

2.5 人件費と株主還元の変化

人件費を減少させて株主還元を増加させている企業が存在するのを確認する。最も容易な方法はそのような企業を数え上げることである。ここでは、人件費比率、株主還元比率のそれぞれを前年と比較して増加、減少させた企業数を数えた。それら2変数について増加/減少の2つの状態にあるため、[1]人件費比率、株主還元比率のいずれも増加、[2]人件費比率増加、株主還元比率減少、[3]人件費比率減少、株主還元比率増加、[4]人件費比率、株主還元比率のいずれも減少、の4つのグループに分けた。

仮にいずれの変数も増加(減少)させることが1/2で発生し、人件費の増減と株主還元の増減が独立事象であるなら、4つのグループにそれぞれ25%の企業が分散するはずである。一方で、人件費

を減少させて株主還元を増加させている企業が経済の中で多数を占めるなら、[3]「人件費比率減少、株主還元比率増加」の企業が少なくとも25%よりは多く存在するはずである。

結果は表2に掲載している。最新期である2019年をもって説明する。最も多いのは[1]「人件費比率、株主還元比率のいずれも増加」であり、おおよそ32.8%を占める。同グループ一部の年を除いて20から30%を占めている。残りは、[2]、[3]、[4]のグループが20%程度ずつとなっている。なおいずれも減少させているグループ[4]は、年によっては40%近くまで上昇しているものの、近年では減少傾向にある。

[3]の「人件費比率減少、株主還元比率増加」は、一部の年では25%を超えているものの、突出して多いわけではない。このことから、人件費を減らしてまで株主還元を増加させているという企業は、上場企業の中で趨勢を占めているとは言い切れない状況である。むしろ多くの企業は、人件費と株主還元の両方を増加させる、あるいは両方を減少させるという行動を取ることが一般的であることが見て取れる。

3 分析結果

3.1 クロスセクション分析

はじめに以下の推定モデルをOLS推定することにより、他の条件を一定とした元での人件費と株主還元の相関を明らかにした。

$$Payout_{it} = \alpha + \beta Salary_{it} + X_{it}\gamma + t + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$Payout_{it}$ は企業*i*の*t*期における株主還元規模である。株主還元規模としては、総株主還元比率、自社株買い比率、総株主還元/付加価値額、自社株買い/付加価値額のいずれかを用いている。 $Salary_{it}$ は企業*i*の*t*期における人件費比率である。

時期による異質性を考慮するために暦年のダミー変数を用いている。標準誤差は暦年でクラスタリングを行った。

表3はOLSを用いたクロスセクション分析の結果を掲載している。被説明変数は総株主還元比率、あるいは自社株買い比率である。人件費比率の係数は一貫して正である。このことから人件費が多い企業は多くの現金を株主に支払っていることが確認される。2, 4行目ではいくつかのコントロール変数を追加した推計結果を報告している。それらをコントロールした上でも人件費比率の係数は正のままである。経済的効果はそれほど大きくない。人件費比率を1パーセンテージ・ポイント増加させることによる、総株主還元比率の増加分は0.033パーセンテージ・ポイントである。

クロスセクション分析では企業間の差が確認できるが、企業の時間を通じた変化が確認できない。そのため次項からは企業と年の固定効果を追加することで、企業内効果の推定を行う。

3.2 固定効果分析

はじめに以下の推定モデルを OLS 推定することにより、他の条件を一定とした元での人件費と株主還元の相関を明らかにした。

$$Payout_{it} = \alpha + \beta Salary_{it} + X_{it}\gamma + i + t + \epsilon_{it} \quad (2)$$

企業の異質性と時期による異質性を考慮するために企業と暦年の固定効果を用いている。標準誤差は企業と暦年での 2 方向クラスタリングを行った。

表 4 は企業固定効果モデルの推定結果を掲載している。企業固定効果を考慮することにより、企業ごとに異なる（観察できない）異質性を排除することが可能である。興味深いことに、ここでも人件費比率の係数は一貫して正である。このことから人件費を増加させた企業は株主還元比率を増加させていることが確認できる。自社株買を被説明変数に用いた、列 (3), (4) では人件費比率の有意水準は 5% である。

前節では、人件費を除すときの分母によって時系列での傾向が異なることが確認された。そのため、表 5 では人件費と株主還元比率を付加価値で除した結果も掲載している。ここでも一貫して人件費は株主還元の変数とは正の関係にある。つまり利益の従業員への還元が多い企業は同時に株主還元の額も多いことが見て取れる。自社株買いの規模を被説明変数に用いた推定結果は列 (3), (4) に掲載している。ここでは人件費比率の有意水準は 1% で帰無仮説を棄却できる。特筆すべきこととしては、係数は表 4 のそれより高いことを付言する。

3.3 サブサンプル分析

3.3.1 サンプル期間

従業員から株主への富の移転は、サンプル期間の中で変化している可能性がある。たとえばガバナンスコードの浸透により株主還元が一層強化され、その結果として従業員から株主への富の移転が年を追うごとにつれて強化されている可能性がある。そのため、ここでは以下のモデルの推定を行う。

$$Payout_{it} = \alpha + \sum_{y=2001}^{2019} \beta_y \times Salary_{it} + X_{it}\gamma + i + t + \epsilon_{it} \quad (3)$$

前述の式 2 との違いは、*Salary* を除き、代わりに *Salary* と年次ダミー *t* の交差項を追加したことにある。交差項は年ごとの人件費の株主還元に対する感応度を表す⁴。

⁴*Salary* 単体も含めると、一連の交差項と完全相関になるため、交差項の内一つ、あるいは *Salary* 単体を除く必要がある。ここでは直前に人件費と株主還元の間を負の相関があるのかを確認する点に主眼を置いているために全ての交差項を掲載することにした。

直感的に確認するために、推定結果のうち交差項の係数を図にまとめた(図3)。丸は推定値を、直線は信頼区間を表す。全ての年で推定値が0を上回っている。明確なトレンドを見いだすことは難しいが、少なくとも、近年に株主還元と人件費が負の相関にあるとは言いがたい状況である。さらにここでも分母を付加価値額にした上で分析を行い、係数を図にまとめた(図4)。図3とはややトレンドが異なるものの、依然として交差項の係数は全ての年で正である。興味深いことに係数は2013年から2019年にかけて弱まっている。これは総資産で除した図3においては確認できなかった。このことから、人件費と株主還元の関係は両変数をどのように取り扱うかにより大きく異なることが分かる。

3.3.2 赤字企業

赤字企業が配当を支払うことを問題視する向きもある。そのような企業は過度に株主の側を見て、より従業員から株主への利益の分配を行っている可能性もある。そのため、企業が赤字であるか黒字であるかによってサンプルに分けて分析を行った。

結果は表6のとおりである。黒字企業においては人件費と株主還元の間には正の関係が確認された。一方で赤字企業においては係数は負であるものの統計的には有意水準には達していない。

3.3.3 企業サイズ

続いて企業サイズに分けた分析を行った。具体的には今回の分析に用いた全てのサンプルで、総資産が75パーセント以上の個票を大企業、25パーセント以下の個票を小企業と定義した。

それぞれのサブサンプルの結果を表7に掲載している。人件費と株主還元の間には正の相関は大企業において確認された。一方で小企業においては人件費は総株主還元比率に対しては正の相関が確認されたものの(3行目)、自社株買い比率との間では統計的に有意水準には達しなかった(4行目)。いずれであっても、負の関係が確認されなかったことから、人件費を削ってまで株主還元を増加させているとの関係性は確認されなかった。

3.4 同時決定モデル

ここまでは人件費比率を外生変数と捉えてきた。しかしながら、収益性の高い企業は多くの人件費を支払う、大企業ほど年収が高いなどといった可能性も考えられる。また、株主還元を抑えてまで人件費を減らすといったことも考えられる。そのため、人件費と株主還元は同時決定にあるとも考えられる。

操作変数法により同時方程式を推定した結果を表8に掲載している。同時性を考慮した結果であっても人件費と株主還元の間には正の関係が確認された。具体的には人件費の増加が株主還元

につながる事(1行目)、株主還元の増加が人件費の増加につながる事(2行目)のいずれもが確認された。

4 まとめ

本研究では人件費と株主還元の関係について企業レベルデータを用いた分析を行った。対象は2001年から2019年までの金融機関などを除く全上場企業である。結果として、人件費と株主還元の間には正の関係にあることが支持された。一方で、一部メディア報道などで主張されるような「人件費を減らしてまで株主還元を増加させている」との傾向は、企業レベルのデータからは確認されなかった。一部の政治家とそのブレーンとされる人物による、企業が労働者への分配を減らしてまで株主還元を増やしているとの主張がある。しかし、その前提になる条件が確認できなかった。

その他、興味深い結果としては人件費比率は労働分配率で除した場合は減少傾向にあるものの、総資産で除した場合はそのような影響が確認されなかった。繰り返しになるが、労働分配率は経済学において一般に用いられる指標である。しかし労働分配率の増減は、分子の人件費によるものなのか分母の付加価値によるものなのかが識別できない。そのために本研究ではより変動の少ない総資産で除した。

本研究の目的はあくまでも株主への分配と労働者への分配の関係を確認することにある。そのため、労働分配率がどのように決まるべきなのか、あるいは賃上げがどの程度可能なのかといった問いについては本研究の対象外である。

参考文献

- Autor, David, David Dorn, Lawrence F Katz, Christina Patterson, and John Van Reenen, 2020, The fall of the labor share and the rise of superstar firms, The Quarterly Journal of Economics 135, 645–709.
- Donangelo, Andres, François Gourio, Matthias Kehrig, and Miguel Palacios, 2019, The cross-section of labor leverage and equity returns, Journal of Financial Economics 132, 497–518.
- Fama, Eugene F, and Kenneth R French, 2001, Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?, Journal of Applied Corporate Finance 14, 67–79.
- Harada, Kimie, and Pascal Nguyen, 2011, Ownership concentration and dividend policy in Japan, Managerial Finance.
- Kehrig, Matthias, and Nicolas Vincent, 2021, The micro-level anatomy of the labor share decline, Quarterly Journal of Economics 136, 1031–1087.

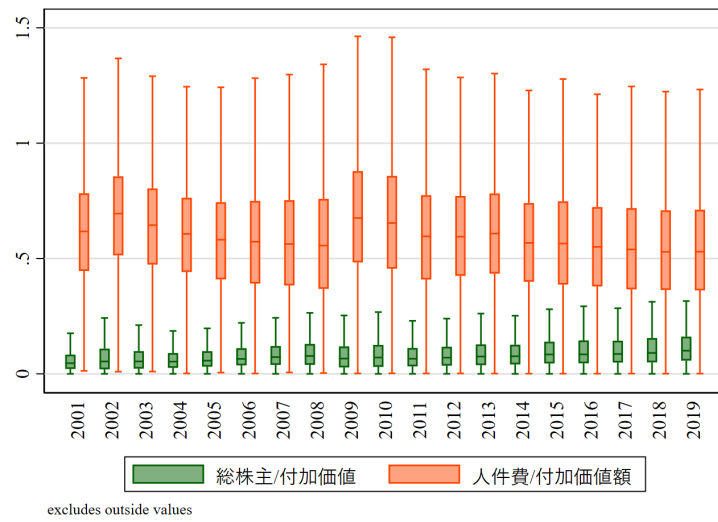


図 1: 人件費と株主還元の推移 (分母は付加価値額)

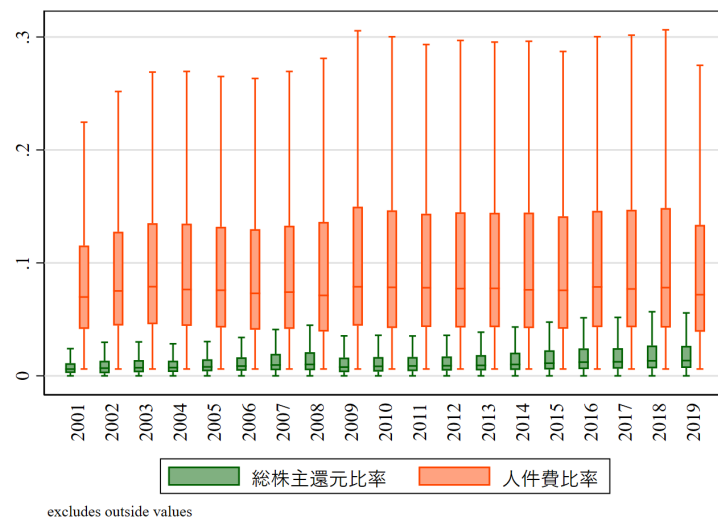


図 2: 人件費と株主還元の推移 (分母は総資産)

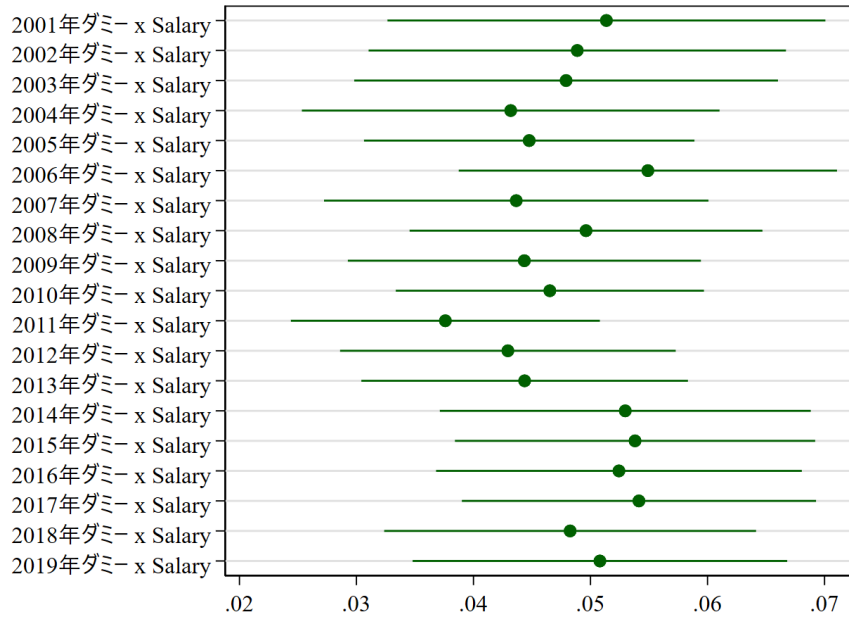


図 3: 交差項 (年ダミー × 人件費) の推移

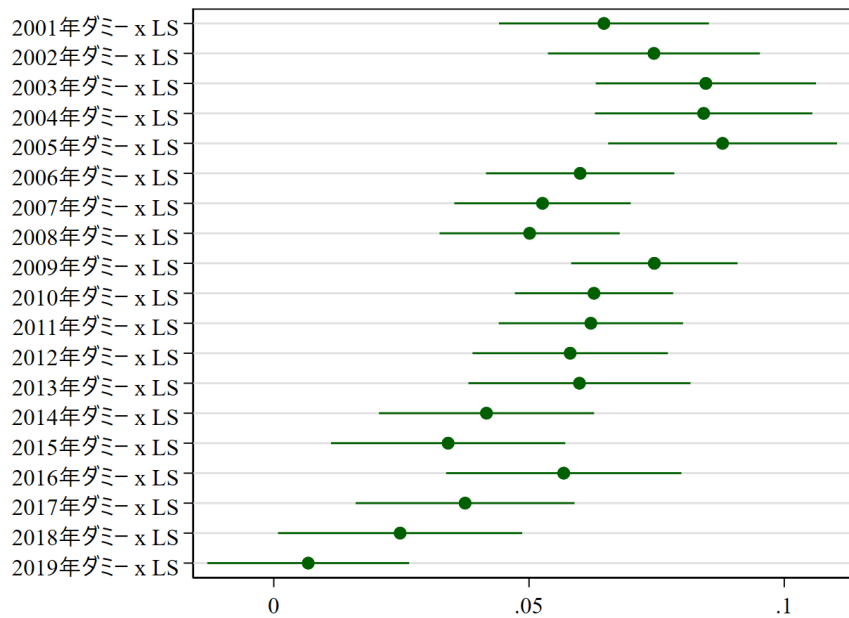


図 4: 交差項 (年ダミー × 労働分配率) の推移

表 1: 主要変数の年ごとの基本統計量

年	総株主還元比率			人件費比率			総株主還元/付加価値額			人件費/付加価値額		
	平均	中央値	S.D.	平均	中央値	S.D.	平均	中央値	S.D.	平均	中央値	S.D.
2001	.01	.006	.015	.092	.07	.082	.07	.046	.093	.662	.618	.384
2002	.011	.007	.018	.101	.075	.091	.088	.054	.114	.757	.695	.456
2003	.012	.007	.019	.106	.079	.093	.082	.054	.103	.686	.645	.392
2004	.012	.007	.02	.104	.076	.094	.079	.053	.102	.629	.607	.336
2005	.014	.008	.022	.106	.076	.099	.085	.057	.107	.606	.581	.332
2006	.016	.009	.024	.104	.073	.1	.096	.065	.113	.61	.573	.367
2007	.017	.01	.024	.108	.074	.106	.101	.072	.113	.613	.563	.403
2008	.019	.01	.027	.109	.071	.112	.107	.077	.117	.618	.556	.419
2009	.014	.008	.022	.12	.079	.12	.097	.066	.12	.776	.676	.537
2010	.016	.008	.025	.117	.078	.119	.101	.071	.119	.74	.654	.499
2011	.015	.009	.022	.117	.078	.119	.089	.066	.1	.633	.596	.388
2012	.016	.009	.024	.117	.077	.12	.095	.07	.102	.638	.595	.377
2013	.017	.009	.025	.117	.077	.121	.103	.075	.116	.654	.608	.395
2014	.019	.01	.029	.116	.076	.119	.108	.076	.12	.603	.568	.351
2015	.021	.011	.03	.116	.076	.121	.118	.084	.127	.601	.565	.353
2016	.022	.012	.03	.12	.079	.124	.116	.084	.119	.585	.55	.348
2017	.023	.012	.031	.122	.077	.128	.118	.086	.12	.578	.539	.349
2018	.024	.013	.032	.122	.078	.129	.125	.091	.126	.565	.529	.33
2019	.024	.014	.031	.114	.072	.125	.134	.1	.129	.564	.529	.32

表 2: 前年変化の推移

人件費比率、株主還元比率が前年比で増加した企業、減少した企業の比率を掲載している。

年	人件費: 増 株主還元: 増 [1]	人件費: 増 株主還元: 減 [2]	人件費: 減 株主還元: 増 [3]	人件費: 減 株主還元: 減 [4]
2002	.391	.214	.128	.152
2003	.194	.155	.202	.365
2004	.187	.146	.273	.32
2005	.232	.14	.289	.277
2006	.26	.167	.283	.228
2007	.251	.166	.266	.254
2008	.247	.195	.26	.244
2009	.305	.393	.087	.18
2010	.28	.175	.199	.318
2011	.177	.158	.214	.432
2012	.309	.173	.203	.295
2013	.303	.175	.233	.261
2014	.201	.146	.27	.356
2015	.293	.162	.266	.258
2016	.222	.173	.25	.323
2017	.256	.179	.261	.273
2018	.263	.173	.268	.264
2019	.328	.203	.222	.229

表 3: 全てのサンプル:クロスセクション分析

式 1 の推定結果を掲載している。カッコ内はクラスタリング済みの標準誤差である。***, **, *はそれぞれ 1, 5, 10%水準で帰無仮説を棄却できることを表す。

	(1)	(2)	(3)	(4)
	総株主還元比率	総株主還元比率	自社株買比率	自社株買比率
人件費比率	0.0410*** (0.00100)	0.0327*** (0.000993)	0.00956*** (0.000528)	0.00829*** (0.000573)
ROA		0.186*** (0.00215)		0.0342*** (0.00124)
企業規模		-0.000246*** (0.0000717)		0.000148*** (0.0000414)
売上高成長率		-0.00612*** (0.000655)		-0.00214*** (0.000378)
ベータ		-0.000833*** (0.000225)		-0.000210 (0.000130)
時価簿価比率		0.00324*** (0.0000756)		0.000803*** (0.0000436)
Constant	0.0125*** (0.000160)	0.00814*** (0.000810)	0.00289*** (0.0000842)	-0.000210 (0.000467)
サンプルサイズ	48347	48347	48347	48347
修正 R ²	0.0575	0.232	0.0139	0.0396

表 4: 全てのサンプル:固定効果モデル

式 2 の推定結果を掲載している。カッコ内はクラスタリング済みの標準誤差である。***, **, *はそれぞれ 1, 5, 10%水準で帰無仮説を棄却できることを表す。

	(1)	(2)	(3)	(4)
	総株主還元比率	総株主還元比率	自社株買比率	自社株買比率
人件費比率	0.0298*** (0.00587)	0.0474*** (0.00607)	0.0113** (0.00325)	0.0105** (0.00361)
ROA		0.0802*** (0.00738)		0.0126*** (0.00186)
企業規模		0.00375*** (0.000700)		-0.000600 (0.000406)
売上高成長率		-0.00206* (0.000939)		-0.00164** (0.000498)
ベータ		-0.00111** (0.000344)		-0.000516** (0.000156)
時価簿価比率		0.000906** (0.000261)		0.000178 (0.000149)
Constant	0.0138*** (0.000658)	-0.0306** (0.00785)	0.00269*** (0.000365)	0.00915 (0.00449)
サンプルサイズ	48059	48059	48059	48059
修正 R ²	0.558	0.577	0.174	0.176

表 5: 全てのサンプル: 固定効果モデル (分母は付加価値額)

式 1 の推定結果を掲載している。カッコ内はクラスタリング済みの標準誤差である。なお被説明変数は付加価値額で除したものである。カッコ内はクラスタリング済みの標準誤差である。***, **, *はそれぞれ 1, 5, 10%水準で帰無仮説を棄却できることを表す。

	(1)	(2)	(3)	(4)
	総株主/付加価値	総株主/付加価値	自社株買/付加価値	自社株買/付加価値
人件費/付加価値	0.0436*** (0.00507)	0.0610*** (0.00520)	0.0132*** (0.00232)	0.0151*** (0.00284)
ROA		0.260*** (0.0213)		0.0455** (0.0120)
企業規模		0.0210*** (0.00333)		-0.00111 (0.00162)
売上高成長率		-0.0184*** (0.00380)		-0.0124*** (0.00269)
ベータ		-0.00592** (0.00184)		-0.00363*** (0.000760)
時価簿価比率		-0.000626 (0.000856)		0.000619 (0.000627)
Constant	0.0734*** (0.00325)	-0.162*** (0.0367)	0.0146*** (0.00147)	0.0267 (0.0173)
サンプルサイズ	48018	48018	48018	48018
修正 R ²	0.407	0.416	0.141	0.142

表 6: サブサンプル: 赤字企業

営業利益が負である個票に限定した分析結果を掲載している。カッコ内はクラスタリング済みの標準誤差である。列 (1), (2) は、株主還元が正の値であれば1の値をとるダミー変数（還元ダミー）を被説明変数として用いたプロビット推定の結果を掲載している。列 (3), (4) の被説明変数は総還元比率である。***, **, *はそれぞれ1, 5, 10%水準で帰無仮説を棄却できることを表す。

	(1)	(2)	(3)	(4)
	還元ダミー	還元ダミー	総還元比率	総還元比率
main				
人件費比率	-1.498*** (0.157)	0.365* (0.151)	0.00683** (0.00176)	0.00978*** (0.00171)
ROA		3.849*** (0.279)		0.0188*** (0.00251)
企業規模		0.280*** (0.0341)		-0.000104 (0.000150)
売上高成長率		-0.0794 (0.141)		0.00137 (0.00156)
ベータ		-0.352*** (0.0533)		-0.000501 (0.000490)
時価簿価比率		-0.105*** (0.0190)		-0.000181 (0.000160)
Constant	0.657*** (0.0484)	-1.792*** (0.307)	0.00563*** (0.000238)	0.00800*** (0.00138)
サンプルサイズ	7045	7045	7045	7045
修正 R ²			0.00730	0.0161

表 7: サブサンプル: 企業規模

カッコ内はクラスタリング済みの標準誤差である。***, **, *はそれぞれ 1, 5, 10%水準で帰無仮説を棄却できることを表す。

	(1)	(2)	(3)	(4)
	大企業—総株主	大企業—自社株	小企業—総株主	小企業—自社株
人件費比率	0.0488 (0.0236)	0.0138 (0.0109)	0.0433*** (0.00738)	-0.000930 (0.00401)
ROA	0.0992*** (0.0129)	0.0328*** (0.00607)	0.0650*** (0.00720)	0.00582* (0.00224)
企業規模	0.000714 (0.00114)	-0.00280** (0.000874)	0.00928*** (0.00204)	-0.00145 (0.000884)
売上高成長率	-0.000893 (0.00130)	-0.00444** (0.00122)	-0.000803 (0.00132)	-0.000162 (0.000607)
ベータ	-0.00177** (0.000577)	-0.000969** (0.000329)	-0.000997 (0.000557)	-0.000302 (0.000309)
時価簿価比率	0.00106* (0.000461)	0.0000906 (0.000300)	0.000786* (0.000335)	0.0000196 (0.000187)
Constant	0.00131 (0.0154)	0.0392** (0.0113)	-0.0707** (0.0190)	0.0176* (0.00823)
サンプルサイズ	11996	11996	11834	11834
修正 R ²	0.566	0.204	0.618	0.168

表 8: 同時決定モデル

カッコ内はクラスタリング済みの標準誤差である。***, **, *はそれぞれ 1, 5, 10%水準で帰無仮説を棄却できることを表す。

	(1)	(2)	(3)
	総株主還元比率	人件費比率	人件費/付加価値額
人件費比率	5.413*** (0.662)		
ROA	0.436*** (0.0714)	-0.0806*** (0.0111)	-3.874*** (0.0983)
企業規模	0.178*** (0.0226)	-0.0328*** (0.00209)	-0.0771*** (0.00730)
売上高成長率	0.0865*** (0.0135)	-0.0160*** (0.00186)	-0.224*** (0.0137)
ベータ	0.00205 (0.00353)	-0.000379 (0.000651)	-0.00244 (0.00429)
時価簿価比率	-0.00327 (0.00265)	0.000603 (0.000480)	-0.00598** (0.00218)
総株主還元比率		0.185*** (0.0226)	
総株主/付加価値			0.491*** (0.0365)
サンプルサイズ	48059	48059	48018
Cragg Donald F-検定量	423.8		