

# 均等推進・ファミリー・フレンドリー施策と企業業績 ——施策が円滑に機能する条件とは？——<sup>(1)</sup>

長 江 亮

## 要 旨

本稿では、財務データを使用して、均等推進、ファミリー・フレンドリー施策と企業業績および経営者の規律付け（コーポレート・ガバナンス）の関係を検証した。

具体的には、均等推進、ファミリー・フレンドリー施策が優れているとして表彰を受けた企業のサンプルを使用して、(1)それらの企業の受賞前10年間の長期株価リターンが同業他社と比較してどのような推移をたどってきたか、(2)同時期にそれらにはどのような、株式所有構造が影響を与えていたのか、(3)受賞後には、表彰企業の利潤にどのような株式所有構造が影響を与えていたのかを検証した。

その結果、ファミリー・フレンドリー表彰企業は受賞前10年間の株価リターンは、同業他社と比較して有意によく、同時期のROAには外国法人持ち株比率が有意な影響を与えていた。また、受賞後に均等推進表彰企業では、コーポレート・ガバナンスの変化がおこり、業績も良好になっていった。反対に、ファミリー・フレンドリー表彰企業では、外国法人の影響力が弱体化していたため、2006年には企業利潤が有意にマイナスとなっていた。

これらは、均等推進、ファミリー・フレンドリー施策と企業業績との間には、経営効率を高くするような経営者の規律付け効果が機能していることを示している。

**Keywords** : Human resource management, Corporate Governance

## Equal Employment, Work Family Measure and Corporate Performance — Does Corporate Governance Matter ?

Akira Nagae

### Abstract

This paper examined how family-friendly programs and equal-employment programs were related to Corporate governance.

The Ministry of Welfare and Labor has commended equal-employment companies and family-friendly companies since 1999. First, using these samples, we found that the stock prices of the firms receiving the Corporation Award for the Family-Friendly had been high for ten years before receiving the commendation. At the same time, the foreign investors were giving the ROA of these firms the major impact. It is known that the foreign investors have strong power to the management of Japanese firms. Second, after the firms received the equal-employment commendation, its corporate governance had changed, and its performance became excellent, too. On the other hand, because the foreign investor's influence had weakened, the profit of awarded firms for the Family-Friendly have weakened in 2006.

These findings show that among the family-friendly programs and equal-employment programs, the Corporate governance raises the managerial efficiency.

## 1. はじめに

女性の労働力参加を促進させるには何が必要なのだろうか。日本では、女性の労働力参加を促進するために、いくつかの施策がとられている。その中心的な施策として、男女の機会均等を目指した均等推進施策と、仕事と家庭の両立を支援することを目的としたファミリー・フレンドリー施策がある。しかし、育児休暇が取れないために、出産を機に辞職する女性が多いという現実も根強く残っており、企業側の取り組み不足により、施策の効果が不十分なことも指摘されている（阿部・黒澤（2005）など）。

上述の施策に企業が積極的に取り組むためには、施策の導入が企業のメリットとなることを周知する必要がある。したがって、これまでは、これらの施策と企業業績との関係を明らかにすることを目的とした研究が行われてきた。それらの研究では、施策の導入が企業業績を上昇させることを明らかにしている。しかし、施策の導入が、企業業績に結び付くために、どのような要因が関わってくるかについては十分に検証されてはいない。

この点に関して、先行研究でしばしば指摘されることとして、施策を導入すると女性の退職が少なくなることが挙げられる。女性の退職がなくなれば、代替要員の探索や訓練にかかる費用が節約されて、効率的な経営ができるというものである（武石（2006））。また、川口（2008）は、企業が効率的な経営に着手する要因として、企業のステークホルダーが経営の効率化を強く求めることを挙げている。そして、その代表的なステークホルダーとして外国人を含めた機関投資家の存在を挙げ、機関投資家重視の経営を行っている企業では、CSRといった経営効率改善のための多面的な改革の一環として、女性の活用を行っていることを、企業調査のアンケート・データを使用して明らかにしている。このことは、均等推進施策やファミリー・フレンドリー施策が企業業績を上昇させる要因として、コーポレート・ガバナンスによる経営効率の上昇が必要であることを示していると考えられる。

本稿では、財務データを用いて、均等推進、ファミリー・フレンドリー施策とコーポレート・ガバナンスが企業業績にどのように関係しているのかを明らかにすることを目的とする。まず、均等推進、ファミリー・フレンドリー施策が優れているとして表彰

を受けた受賞企業のサンプルを使用して、それらの企業の長期の株価リターンを計測し、施策を導入している企業の業績が優れていることを確認する。また、同時期に、株式所有構造が投資家の指標となる企業業績にどのように影響していたのかを確認し、これらの企業に株主によるコーポレート・ガバナンスが機能していることをみる。その後で、受賞後の施策が拡充している企業の企業利潤と株式所有構造との関係を検証して、先行研究で示された仮説が成立することを確認し、女性の活用及び仕事と家庭の両立支援施策が、コーポレート・ガバナンスの機能を通じて、企業業績の向上につながることを明らかにする。この意味で本稿は、川口（2008）と補完的な関係にある。

以下、2節では、先行研究をまとめて作業仮説を提示する。3節では、サンプルとして使用する企業属性である、均等推進、ファミリー・フレンドリー推進企業表彰について解説し、女性を活用するための効率的な経営改革が必要とされるような業種の企業が受賞していることを確認する。4節では、受賞前の10年間に受賞企業の長期的な株価リターンが、非受賞企業と比較して有意な差があるか否かを明らかにする手法を解説し、その検証結果を記述する。また、同時期において、株式所有構造が投資家の着目する企業業績に与えた影響について検証する。5節では、受賞後に受賞企業の株式所有構造が企業利潤に与えた影響を検証する。最後に6節でまとめる。

## 2. 先行研究と作業仮説

日本で財務データを使用して女性の活用と企業業績との関係を検証した研究によると、女性の活用と企業業績の間には正の相関がある（児玉（2006）、佐野（2005）、kawaguchi（2007））。これらの研究では、女性の活用が企業業績を高めるのか、企業業績が高い企業が、女性を活用しているかの因果関係が未解決の問題となっていた。これに対して、阿部・黒澤（2005）は、ニッセイ基礎研究所の「仕事と生活の両立支援策と企業業績に関する調査」のデータを使用して、短時間勤務制度の導入、すなわちファミリーフレンドリー施策が企業業績に正の効果をもたらすことを示している。また、脇坂（2006）でも同様な効果が示されている。しかし、施策の導入が企業業績に結び付く要因はよくわかっていな

い。阿部・黒澤（2005）は、それに関して、施策と企業業績の関係を明らかにするためには、企業の人材育成や人材活用のありかたを考慮する必要があることを指摘する。この点に関して武石（2006）は、女性を活用させるような施策が企業業績に影響するに至るまでに、施策の導入が業務運営上の無駄をなくして効率的にさせるといふ、業務運営効率化仮説を提示している。

これに加えて、女性の活用が企業業績に結び付くまでの経路として、施策が従業員の生産性を高めるという指摘がある。阿部（2005）は、均等推進、ファミリーフレンドリー施策が生産性に与える影響を分析した。そして、両施策の組合せが企業の生産性、個人の生産性をともに高めることを明らかにしている。そのうえで、ファミリーフレンドリー施策のみを行っている企業では、生産性の上昇は検出されず、女性労働者に対して偏見のある企業では、生産性が低下する傾向があることも示している。これは、施策を導入しても企業内部の労働市場が効率的でなければ、施策の導入が企業業績にまで結び付かないことを示している。

本稿では効率性と企業業績との関係を考察するとき、コーポレート・ガバナンスに着目する。コーポレート・ガバナンスとは、さまざまな利害関係者の利害を経営者の意思決定に反映するための仕組みとされる（久保（2008））。本稿では特に機関投資家の利害に着目する。機関投資家の利害が経営者の意思決定に反映されれば、企業内部労働市場も効率的になり、企業業績に結び付くことが期待される。

これまで均等推進施策やファミリーフレンドリー施策の研究において、コーポレート・ガバナンスとの関係は着目されてこなかった。しかし、近年になって川口（2008）が、アンケート調査で得られたデータを用いて、株主のガバナンスが強く、多様な経営改革に取り組んでいる企業ほど女性がより活躍することを示している。また、直接金融比率の増大、外国法人持ち株比率の上昇といった資産市場からの経営モニタリング圧力上昇は、経営者のモラルハザードを軽減させることにより、経営者と株主の情報の非対称性を緩和し、よりよい経営環境に移行していく可能性があること、それがポジティブ・アクションを介して女性の人材育成を高めることを指摘している。

このアンケートデータの長所は、企業内部労働市

場の詳細な変数があるため、詳細な分析ができることである。しかし、短所は、アンケートに答えた企業のみを対象とせざるを得ないため、サンプルセレクションバイアスの影響があることや、主観的な回答に頼っているために、validityとreliabilityが確保できないことである。これらを解消するため、本稿では、川口（2008）の提示した仮説を、財務データを使用して検証する。

以下では、「均等推進企業・ファミリーフレンドリー企業表彰」を受けた企業をサンプルとして、同企業の株価パフォーマンスが良好なことを確認する。そして、受賞時の株式所有構造を確認する。次に、「均等推進・ファミリーフレンドリー企業表彰」受賞後の企業業績と株式所有構造との関係を検証して、川口（2008）の仮説が成立していることを確認する。

### 3. 均等推進企業、ファミリー・フレンドリー企業表彰制度

男女雇用機会均等法は1983年に制定され、1997年に改正されている。この法律は男女間の雇用機会の均等を目的とした施策であるが、労働力率、勤続年数、時間当たり賃金などの数値を見ても、20年間で若干の改善は見られるものの、大きく改善したわけではない。国連の女性差別撤廃委員会（CEDAW：Convention on the Elimination of All Forms of Discrimination against Women）は、女性が仕事と家庭の両立に困難を抱えていることを問題点として挙げている。このことは、育児介護休業法とも強く関係する。この法律は、女性の育児と仕事の両立を可能にするために1991年から施行されている。しかしながら、同制度を導入している企業は2002年でも61.4%にとどまっている。また、同制度を導入している企業であっても、実際に利用されているかどうかということになると「職場の雰囲気」によって利用しづらいという意見も根強く、出産・育児に伴う女性の離職率は大きく減少してきてはいない。

このような制度の欠陥を補うために導入された制度が、1999年から始まった「均等推進企業表彰制度」と「ファミリー・フレンドリー推進企業表彰制度」である。これらは男女の雇用機会均等化や、仕事と家庭の両立支援の取り組みに熱心な企業を表彰して、その規範的な取り組みを周知させることによ

り、均等化や仕事と家庭の両立を促す狙いがある(川口・長江(2003))。

「均等推進企業表彰制度」と「ファミリー・フレンドリー推進企業表彰制度」は、1999年から始まったが、2007年度には両者が統合され、「均等・両立推進企業表彰制度」となっている。本節では1999年から2006年までに受賞した企業で、東京証券取引所市場第一部に上場している企業(東証一部上場企業)のうち、金融・保険業を取り除いた企業の特徴を解説する<sup>(2)</sup>。

表1には、受賞企業の産業分布が、受賞企業全体、均等推進表彰企業、ファミリーフレンドリー表彰企業という順序で、それぞれその他の東証一部上場企業の非受賞企業と共に掲載されている<sup>(3)</sup>。受賞企業に含まれない業種を除外している点に注意されたい。

除外された業種は、全体では農林・水産業、鉱業、建設業、空運業、倉庫・運輸関連業、不動産、サービス業である。均等推進では、非鉄金属、金属製品、陸運行、海運業、情報通信業で、ファミリー・フレンドリーでは、石油・石炭業、精密機器、卸売業である。職種を考慮する必要性はあるものの、このような業種分布をみれば、そもそも女性の就労に不向きな業種においては、均等推進表彰企業もファミリー・フレンドリー表彰企業も存在しないことがわかる。

企業の経営効率を改善させるための人的資本管理施策の改革は、労働者の潜在的な需要がきっかけとなるはずである。それぞれの業種で就業する女性の

存在が、各企業の人的資本管理施策を効率的な方向に改革する内生的な駆動力となった可能性が予想できる。

表2には、サンプルとして取り上げた企業の株式市場での属性を、それぞれの比較対象グループと共に掲載したものである。時価総額は株式市場における企業規模を表している。これを見ると、均等推進、ファミリー・フレンドリー表彰企業のいずれも、かなりの大企業であることがわかる。またPERや簿価/時価比率を見ると、受賞企業の75パーセントと25パーセントとの幅が、非受賞企業のそれに比べて小さいことから、受賞企業は経営指標のばらつきが小さく比較的安定的な投資先となっていたことが推測できる<sup>(4)</sup>。

#### 4. 均等推進、ファミリー・フレンドリー受賞企業の株価パフォーマンス

受賞企業は、その業種の特徴から、女性を活用する人事施策を取ることが、経営効率のより大きな上昇をつながると見込まれるため、コーポレート・ガバナンスが働けば、経営者はその施策を積極的に導入すると推測される。そこで、受賞企業における経営効率の向上を確認するべく、企業のファンダメンタルズの反映である長期的な株価の推移に注目して、第一に、受賞企業が受賞する前10年間の、受賞企業で構成されるポートフォリオの株価リターンが、非受賞企業で構成されるポートフォリオの株価リターンと比較して有意な差があるか否かを検証する。第二に、コーポレート・ガバナンスを表す主要

表1. 均等推進・ファミリーフレンドリー表彰企業の産業分布

産業	均等推進		ファミリーフレンドリー		総計	
	受賞	非受賞	受賞	非受賞	受賞	非受賞
食料品	7	54	2	54	9	54
繊維製品	2	41	3	41	5	41
化学	4	96	1	96	5	96
医薬品	3	25	1	25	4	25
石油・石炭製品	1	6	0	0	1	6
ガラス・土石製品	2	23	1	24	3	23
鉄鋼	1	31	1	31	2	31
非鉄金属	0	0	1	19	1	19
金属製品	0	0	1	27	1	27
機械	2	90	3	90	5	90
電機機器	9	119	9	119	18	119
輸送用機器	5	48	7	48	12	48
精密機器	1	19	0	0	1	19
その他製品	1	27	3	27	4	27
電気・ガス業	2	12	3	12	5	12
陸運業	0	0	2	25	2	25
海運業	0	0	1	9	1	9
情報・通信業	0	0	1	18	1	18
卸売業	3	66	0	0	3	66
小売業	10	53	4	53	14	53
総計	53	710	44	718	97	808

表 2. 均等推進・ファミリーフレンドリー表彰企業の株式市場の特徴

	均等推進		ファミリーフレンドリー		全体	
	受賞	非受賞	受賞	非受賞	受賞	非受賞
時価総額 (億円)						
25 percentile	661	253	765	247	710	228
50 percentile	1900	633	1960	637	1930	559
75 percentile	6050	1730	7190	1850	6540	1570
PER (Price Earning Ratio)						
25 percentile	26.285	23.846	25.408	24.517	25.911	23.861
50 percentile	38.817	37.350	38.302	38.795	38.574	38.190
75 percentile	57.990	61.897	61.669	64.920	59.452	64.739
簿価/株価比率 (Book to Market)						
25 percentile	0.4029	0.4081	0.4135	0.3845	0.4080	0.3842
50 percentile	0.5860	0.6337	0.5942	0.6057	0.5887	0.6141
75 percentile	0.8198	0.9896	0.8681	0.9527	0.8423	0.9794

な変数である株式持ち株比率に着目して、同時期にどのような株主が、投資家の着目する代表的な企業の業績指標である ROA (Return on Asset: 総資産利益率) に影響してきたのかを確認する。

#### 4.1. 推定モデル

まず、受賞企業の長期株価パフォーマンスを計測する。長期の株価パフォーマンスを検証するには、株式市場に存在するリスクをコントロールする必要がある。ファイナンス分野におけるこれまでの研究によれば、株式市場の収益率の推定には、市場全体の要因 (ベータ)、企業規模 (時価総額 (market capitalization))、簿価/時価比率 (Book-to-market ratio)、直近の株式市場収益率であるモメンタムの4つのファクターが重要な説明変数とされているため、長期株価パフォーマンスを計測する本稿においても、以下の4ファクターモデルを使用する (Fama and French (1992), Carhart (1997))<sup>(5)</sup>。

$$ER_t = \alpha + \beta_1 \times RMRF_t + \beta_2 \times SMB_t + \beta_3 \times HML_t + \beta_4 \times UMD_t + \varepsilon_t \quad \dots \textcircled{1}$$

ここ  $ER_t$  では、受賞企業と非受賞企業の 0 investment portfolio、 $RMRF_t$  はマーケットリスクを表す。また、 $SMB_t$ 、 $HML_t$  は Fama-French factors、 $UMD_t$  はモメンタムファクターを表している<sup>(6)</sup>。

0 investment portfolio とは、非受賞企業で構成されるポートフォリオを空売りして、受賞企業で構成されるポートフォリオを買った状態を示している。すなわちこの指標が、受賞企業の相対的な株価パフォーマンスを示すことになる<sup>(7)</sup>。

表 3 は推定に使用した変数の記述統計を示している。対象とする企業は 1988 年 5 月から 2006 年 9

月まで東証一部に上場している企業全社で、受賞企業の含まれない産業は取り除いたものである<sup>(8)</sup>。

#### 4.2. 推定結果

まず、推定期間を 1989 年 5 月から 2006 年 9 月までとした結果を記述する。表 4 の上側が各株式に等しいウェイトをおいたポートフォリオの推定結果、下側が、各株式に 2ヶ月前の時価総額をウェイトとしておいた推定結果を示している。(1)(4)(7)列は超過リターンの平均値の差、(2)(5)(8)列は CAPM モデル、(3)(6)(9)列は 4 ファクターモデルの推定結果を表している<sup>(9)</sup>。また、(1)(2)(3)列は均等推進受賞企業、(4)(5)(6)列はファミリー・フレンドリー受賞企業、(7)(8)(9)列は受賞全企業をそれぞれトリートメントグループとした推定結果を表している。このモデルでは、被説明変数が受賞企業の株式で構成されるポートフォリオの月次収益率から、非受賞企業の株式で構成されるポートフォリオの月次収益率を引いたものであるため、興味のある変数は  $\alpha$  である。これは推定期間における受賞企業の、市場リスクを調整した長期的な株価パフォーマンスの差分を示している。

表を見てみると、全体、均等推進企業では影響が見られないが、ファミリー・フレンドリー企業では有意にプラスの影響が検出された。株式市場における企業属性と、本分析の推計期間における日本経済は安定的でなかったことを考慮すると、施策導入のそもそも困難な企業が、施策を導入・拡充してきたとは考えにくい。また、ここで検証しているのは受賞企業の長期的な株価パフォーマンスに鑑みると、この推計結果から示唆されることは、両立支援施策を導入して円滑に遂行している企業は、その施策が円滑に機能しうる属性をすでに持っていたことであ

表3. 株価パフォーマンスの分析の基本統計量

		全体				
	Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
treatment	mrt	30932	0.0026	0.0954	-0.9213	1.4026
	mktrf	30932	-1.8510	2.6332	-8.5572	0.1069
	smbnk	30932	0.0006	0.0502	-0.1519	0.2204
	hmlnk	30932	0.0042	0.0268	-0.0943	0.1003
	mom	30932	0.6061	0.2392	0.2738	1.4812
control	mrt	173470	0.0040	0.1296	-0.9086	17.9655
	mktrf	173470	-1.8510	2.6332	-8.5572	0.1069
	smbnk	173470	0.0006	0.0502	-0.1519	0.2204
	hmlnk	173470	0.0042	0.0268	-0.0943	0.1003
	mom	173470	0.6061	0.2392	0.2738	1.4812
均等推進						
treatment	mrt	11077	0.0031	0.0957	-0.5225	0.8727
	mktrf	11077	-1.8510	2.6333	-8.5572	0.1069
	smbnk	11077	0.0006	0.0502	-0.1519	0.2204
	hmlnk	11077	0.0042	0.0268	-0.0943	0.1003
	mom	11077	0.6061	0.2392	0.2738	1.4812
control	mrt	160930	0.0041	0.1297	-0.9086	17.9655
	mktrf	160930	-1.8510	2.6332	-8.5572	0.1069
	smbnk	160930	0.0006	0.0502	-0.1519	0.2204
	hmlnk	160930	0.0042	0.0268	-0.0943	0.1003
	mom	160930	0.6061	0.2392	0.2738	1.4812
ファミリー・フレンドリー						
treatment	mrt	9196	0.0032	0.0961	-0.5538	0.8899
	mktrf	9196	-1.8510	2.6333	-8.5572	0.1069
	smbnk	9196	0.0006	0.0502	-0.1519	0.2204
	hmlnk	9196	0.0042	0.0268	-0.0943	0.1003
	mom	9196	0.6061	0.2392	0.2738	1.4812
control	mrt	158631	0.0039	0.1294	-0.9086	17.9655
	mktrf	158631	-1.8510	2.6332	-8.5572	0.1069
	smbnk	158631	0.0006	0.0502	-0.1519	0.2204
	hmlnk	158631	0.0042	0.0268	-0.0943	0.1003
	mom	158631	0.6061	0.2392	0.2738	1.4812

注：mrt は各株式の株式市場収益率、mktrf は  $RMRF=R_m-R_f$  を表している。

表4. 1989年5月から2006年9月における受賞企業と非受賞企業の長期株価パフォーマンスの差の検定

	均等推進			ファミリーフレンドリー			全体		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Equal-weighted portfolio									
RMRF	0.0003 (0.0006)		6.31e-06 (0.0005)		-0.0001 (0.0007)	0.0001 (0.0005)		0.0002 (0.0006)	0.0001 (0.0004)
SMB			-0.3340*** (0.0265)			-0.3707*** (0.0249)			-0.3719*** (0.0242)
HML			-0.0015 (0.0496)			-0.0002 (0.0467)			-0.0005 (0.0453)
MOM			-0.0011 (0.0054)			-0.0124** (0.0051)			-0.0070 (0.0049)
$\alpha$	-0.0011 (0.0017)	-0.0006 (0.0021)	-0.0002 (0.0038)	-0.0008 (0.0017)	-0.0006 (0.0021)	0.0071* (0.0036)	-0.0009 (0.0017)	-0.0005 (0.0021)	0.0037 (0.0035)
Value-weighted portfolio									
RMRF	0.0002 (0.0006)		-0.00001 (0.0005)		0.00003 (0.0006)	0.00002 (0.0004)		0.0002 (0.0006)	0.00001 (0.0004)
SMB			-0.3283*** (0.0260)			-0.3664*** (0.0243)			-0.3677*** (0.0237)
HML			0.0083 (0.0487)			0.0069 (0.0454)			0.0086 (0.0443)
MOM			-0.0010 (0.0053)			-0.0123** (0.0049)			-0.0069 (0.0048)
$\alpha$	-0.0009 (0.0016)	-0.0005 (0.0020)	0.0002 (0.0038)	-0.0006 (0.0017)	-0.0006 (0.0021)	0.0071** (0.0035)	-0.0007 (0.0017)	-0.0004 (0.0020)	0.0037 (0.0034)
R2(E)	0.0000	0.0009	0.4775	0.0000	0.0001	0.5604	0.0000	0.0005	0.5751
R2(V)	0.0000	0.0001	0.4745	0.0000	0.0000	0.5662	0.0000	0.0003	0.5779
n	209	209	209	209	209	209	209	209	209

注1：( )内は標準誤差を表している。\*は10%で有意、\*\*は5%で有意、\*\*\*は1%で有意を表す。

注2：R2(E)はEqual-weighted portfolioの決定係数、R2(V)はValue-weighted portfolioの決定係数を表す。

る。先に検討したように、表彰企業の業種から見ても、仕事と家庭の両立支援施策に対する内生的な潜在的な需要が強い企業が、両立支援施策を導入し、成功したと考えられる。

表彰企業の株価リターンを年次別に推定したのが表5である。これは、1999年から2006年まで、それぞれの年からさかのぼって10年間、東証一部に上場し続けていた企業を対象として、各年別での効

果を検証した結果である<sup>(10)</sup>。表には、各年それぞれ  $\alpha$  の係数、標準誤差、決定係数の順序で掲載している<sup>(11)</sup>。ファミリー・フレンドリー受賞企業で構成されるポートフォリオの株価パフォーマンスは、1999年と2006年を除いて残りは全て有意に正の値をとっている。

#### 4.3. 表彰企業とコーポレートガバナンス

次に、表彰までの期間にどのような株主属性が関係していたのかを確認する。先行研究で示されているように、施策の導入によって従業員の生産性が高まったとしても、経営者が女性従業員の人的資本の蓄積を阻害しないという意味で、経営効率が悪ければ企業業績には結び付かない（阿部（2005））。均等推進、ファミリー・フレンドリー施策と企業業績との関係を明らかにするためには、経営効率という要因を考慮する必要がある。経営効率を上昇させる要因として挙げられることは、経営者の規律付け、すなわちコーポレート・ガバナンスである。これは、企業業績に対して、女性の活用や仕事と家庭の両立支援施策とコーポレート・ガバナンスとの間には補完関係が存在することを示唆している。本節では、コーポレート・ガバナンスを代表する株式持ち株比率が、投資家が投資先企業を判断する時に主要な指標となっている ROA にどのような影響を与えているのかを検証する。

推定モデルは、被説明変数として ROA、説明変数にはコントロール変数として総資産（対数値）、負債比率（総負債/総資産）、従業員数（対数値）、従業員数の二乗（対数値）、操業年数（対数値）、操業年数の二乗（対数値）を用いる<sup>(12)</sup>。株式持ち株比率には、上位十大持ち株比率、金融機関持ち株比率、投資信託持ち株比率、証券会社持ち株比率、その他法人持ち株比率、外国法人持ち株比率を日経メディアマーケティング会社『NEEDS-FAME』から用いた。表6に記述統計を示す<sup>(13)</sup>。

推定法は固定効果推定であり、推定結果を表7に示す。表の(1)(2)(3)列は全体の結果、(4)(5)(6)列は均等推進表彰企業、(7)(8)(9)列はファミリー・フレンドリー表彰企業の結果を示している。表を見ると、均等推進表彰企業については金融機関持ち株比率、外国法人持ち株比率が ROA に対して有意な影響を与えている。また、ファミリー・フレンドリー表彰企業については、外国法人持ち株比率が有意な影響を与えている。

コーポレート・ガバナンスの研究では、外国株主はとりわけ強い影響力を持つことが指摘されている（宮島・黒木（2004）など）。外国法人の規律付けは、国内金融機関との関係が強いか、企業グループに属している企業は、それらの影響力が強く、外国人株主の影響力拡大に抵抗するために、彼らの影響力は小さくなることが明らかにされている（野田

表5. 年次株価パフォーマンスの推定結果

$\alpha$	均等推進		ファミリーフレンドリー		全体	
	Equal	Value	Equal	Value	Equal	Value
1999	0.0049	0.0047	0.0056	0.0057	0.0093**	0.0092**
	(0.0042)	(0.0041)	(0.0045)	(0.0045)	(0.0039)	(0.0038)
	0.6977	0.6945	0.7621	0.7629	0.7759	0.7753
2000	-0.0011	-0.0008	0.0100***	0.0101**	0.0042	0.0044
	(0.0044)	(0.0044)	(0.0044)	(0.0043)	(0.0042)	(0.0041)
	0.5386	0.5421	0.6556	0.6573	0.6488	0.6552
2001	-0.0017	-0.0012	0.0089*	0.0092*	0.0030	0.0036
	(0.0048)	(0.0048)	(0.0050)	(0.0049)	(0.0047)	(0.0046)
	0.4682	0.4679	0.5870	0.5913	0.5758	0.5813
2002	-0.0008	-0.0005	0.0125**	0.0126**	0.0060	0.0063
	(0.0051)	(0.0050)	(0.0051)	(0.0050)	(0.0048)	(0.0048)
	0.4293	0.4286	0.5403	0.5492	0.5314	0.5363
2003	-0.0015	-0.0011	0.0129***	0.0130***	0.0061	0.0064
	(0.0054)	(0.0053)	(0.0049)	(0.0048)	(0.0049)	(0.0048)
	0.3972	0.3932	0.5607	0.5703	0.5259	0.5298
2004	-0.0021	-0.0018	0.0121**	0.0122***	0.0054	0.0057
	(0.0053)	(0.0052)	(0.0046)	(0.0045)	(0.0047)	(0.0046)
	0.3585	0.3535	0.5495	0.5611	0.5018	0.5057
2005	-0.0079	-0.0074	0.0108*	0.0109**	0.0014	0.0018
	(0.0061)	(0.0060)	(0.0056)	(0.0054)	(0.0055)	(0.0059)
	0.3424	0.3377	0.5115	0.5193	0.4660	0.4673
2006	-0.0097	-0.0092	0.0096	0.0097	-0.0003	0.00003
	(0.0061)	(0.0060)	(0.0061)	(0.0059)	(0.0057)	(0.0056)
	0.3642	0.3606	0.4751	0.4789	0.4543	0.4545
n	125	125	125	125	125	125

注1：( ) 内は標準誤差を表している。\*は10%で有意、\*\*は5%で有意、\*\*\*は1%で有意を表す。

注2：各年の第三列目は決定係数を表している。

表6. 1989年から1998年までの企業業績とガバナンスとの関係の分析における記述統計

変数	全体			均等推進			ファミリー・フレンドリー		
	平均	標準偏差	観測値	平均	標準偏差	観測値	平均	標準偏差	観測値
総資産利益率	0.0386	0.0381	8488	0.0390	0.0388	7458	0.0396	0.0389	7528
従業員数(対数値)	7.4486	1.1540	8488	7.4481	1.1291	7458	7.5207	1.1609	7528
従業員数の2乗(対数値)	56.8135	17.8640	8488	56.7496	17.6602	7458	57.9079	18.1029	7528
操業年数(対数値)	3.9424	0.3384	8488	3.9419	0.3357	7458	3.9496	0.3411	7528
操業年数の2乗(対数値)	15.6566	2.6517	8488	15.6516	2.6336	7458	15.7156	2.6761	7528
企業規模(対数値)	11.5679	1.2675	8488	11.5682	1.2728	7458	11.5645	1.2506	7528
負債比率	0.0000	0.0000	8488	0.0000	0.0000	7458	0.5666	0.1752	7528
直接金融比率	0.8889	0.1589	8488	0.9008	0.1436	7458	0.8918	0.1537	7528
上位10大持ち株比率	0.4415	0.1337	8488	0.4399	0.1177	7458	0.4410	0.1361	7528
金融機関持ち株比率	0.3945	0.1414	8488	0.3962	0.1367	7458	0.3947	0.1420	7528
投資信託持ち株比率	0.0297	0.0380	8488	0.0298	0.0371	7458	0.0304	0.0386	7528
証券会社持ち株比率	0.0171	0.0205	8488	0.0173	0.0209	7458	0.0169	0.0204	7528
その他法人持ち株比率	0.2567	0.1542	8488	0.2542	0.1514	7458	0.2578	0.1543	7528
外国法人持ち株比率	0.0586	0.0709	8488	0.0580	0.0703	7458	0.0592	0.0685	7528
直接金融比率×受賞ダミー	0.1025	0.2920	8488	0.0639	0.2358	7458	0.0522	0.2147	7528
上位10大持ち株比率×受賞ダミー	0.0463	0.1367	8488	0.0294	0.1117	7458	0.0231	0.0986	7528
金融機関持ち株比率×受賞ダミー	0.0491	0.1446	8488	0.0309	0.1174	7458	0.0248	0.1053	7528
投資信託持ち株比率×受賞ダミー	0.0034	0.0146	8488	0.0023	0.0127	7458	0.0016	0.0093	7528
証券会社持ち株比率×受賞ダミー	0.0011	0.0051	8488	0.0007	0.0039	7458	0.0006	0.0038	7528
その他法人持ち株比率×受賞ダミー	0.0250	0.0859	8488	0.0160	0.0697	7458	0.0123	0.0618	7528
外国法人持ち株比率×受賞ダミー	0.0087	0.0351	8488	0.0050	0.0249	7458	0.0048	0.0285	7528

注1: 各変数に欠損値があるサンプルは除外している。企業数は全体では849社、均等推進では746社、ファミリー・フレンドリーでは753社となっている。

表7. ガバナンス構造と企業業績の関係(1989-1998)

被説明変数	全体			均等推進			ファミリーフレンドリー		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
roa									
上位10大持ち株比率	0.0419			0.0019			0.0481		
×受賞ダミー	(0.0409)			(0.0638)			(0.0553)		
直接金融比率		0.0307			0.0308			0.0233	
×受賞ダミー		(0.0195)			(0.0256)			(0.0313)	
金融機関持ち株比率			0.1300***			0.1230**			0.0748
×受賞ダミー			(0.0372)			(0.0511)			(0.0583)
投資信託持ち株比率			0.0210			0.0514			-0.0403
×受賞ダミー			(0.0446)			(0.0563)			(0.0746)
証券会社持ち株比率			0.1241			0.1069			0.0902
×受賞ダミー			(0.0845)			(0.1195)			(0.1235)
その他法人持ち株比率			0.0442			0.0127			0.0318
×受賞ダミー			(0.0393)			(0.0507)			(0.0677)
外国法人持ち株比率			0.1298***			0.0966***			0.1188**
×受賞ダミー			(0.0290)			(0.0377)			(0.0486)
上位10大持ち株比率	0.0152***			0.0525***			0.0150***		
	(0.0040)			(0.0101)			(0.0041)		
直接金融比率		0.0316***			0.0337***			0.0304***	
		(0.0039)			(0.0043)			(0.0042)	
金融機関持ち株比率			0.0355***			0.0853***			0.0383***
			(0.0067)			(0.0102)			(0.0072)
投資信託持ち株比率			0.0588***			0.0661***			0.0587***
			(0.0136)			(0.0145)			(0.0143)
証券会社持ち株比率			-0.0436**			-0.0032			-0.0487**
			(0.0184)			(0.0199)			(0.0201)
その他法人持ち株比率			-0.0190***			0.0235**			-0.0230***
			(0.0070)			(0.0102)			(0.0074)
外国法人持ち株比率			0.0259***			0.0621***			0.0244**
			(0.0092)			(0.0103)			(0.0096)
負債比率	-0.0806***	-0.0692***	-0.0730***	-0.0815***	-0.0688***	-0.0694***	-0.0842***	-0.0733***	-0.0772***
	(0.0048)	(0.0049)	(0.0049)	(0.0051)	(0.0053)	(0.0053)	(0.0051)	(0.0052)	(0.0052)
企業規模	0.0249***	0.0245***	0.0206***	0.0259***	0.0249***	0.0176***	0.0317***	0.0309***	0.0279***
(総資産(対数値))	(0.0022)	(0.0022)	(0.0022)	(0.0023)	(0.0023)	(0.0024)	(0.0025)	(0.0024)	(0.0025)
従業員数(対数値)	-0.0341***	-0.0328***	-0.0346***	-0.0229*	-0.0162	-0.0299**	-0.0328**	-0.0336**	-0.0349***
	(0.0112)	(0.0111)	(0.0111)	(0.0130)	(0.0129)	(0.0129)	(0.0133)	(0.0133)	(0.0132)
従業員数の二乗	0.0011	0.0010	0.0011	0.0003	-0.0001	0.0007	0.0007	0.0008	0.0009
(対数値)	(0.0008)	(0.0008)	(0.0008)	(0.0009)	(0.0009)	(0.0009)	(0.0009)	(0.0009)	(0.0009)
操業年数(対数値)	-0.2156**	-0.2514***	-0.2811***	-0.2121**	-0.2805***	-0.2907***	-0.1962**	-0.2355**	-0.2495**
	(0.0938)	(0.0934)	(0.0936)	(0.1000)	(0.0992)	(0.0993)	(0.0987)	(0.0983)	(0.0986)
操業年数の二乗	0.0382**	0.0436**	0.0489***	0.0408**	0.0510***	0.0506***	0.0335*	0.0400**	0.0414**
(対数値)	(0.0175)	(0.0174)	(0.0175)	(0.0186)	(0.0185)	(0.0186)	(0.0184)	(0.0183)	(0.0184)
定数項	0.2674**	0.2950***	0.3977***	0.1481	0.2286**	0.3974***	0.1984*	0.2387**	0.3280***
	(0.1091)	(0.1084)	(0.1094)	(0.1180)	(0.1165)	(0.1172)	(0.1154)	(0.1149)	(0.1162)
(疑似)決定係数	0.2423	0.2482	0.2550	0.2402	0.2448	0.2559	0.2560	0.2604	0.2669
年次ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
観測値			8488			7458			7528
企業数			849			746			753

注1: ( ) 内は標準誤差を表している。\*は10%で有意、\*\*は5%で有意、\*\*\*は1%で有意を表す。



(2008)、Ahmadjan and Robbins (2005))。よって、外国法人による規律付けは経営効率を上昇させているが、均等推進企業ではメインバンクによる規律付けが外国法人による規律付けを小さくしているため、企業業績が同業他社と比較して有意な差がないと解釈できる。

## 5. 均等推進、ファミリー・フレンドリー受賞企業と企業業績

最後に、受賞後における受賞企業の株式所有構造と企業利潤との関係を明らかにする。1990年代に、日本のコーポレート・ガバナンス構造は大きく変容してきたといわれる。先に述べたように、ポジティブ・アクションや仕事と家庭の両立支援施策とコーポレート・ガバナンスとの間に補完関係があるとすれば、受賞企業のコーポレート・ガバナンス及び企業業績との関係にも影響が生じている可能性が高いことになる。

### 5.1. 均等推進、ファミリー・フレンドリー受賞企業の特徴

本節では1989年から2006年に東証一部に上場する受賞企業と非受賞企業の1998年から2006年のパネルデータを使用して、受賞企業の株式所有構造が企業利潤にどのような影響を与えているのかを検証する。仮に、本稿の仮説が正しければ、均等推進表彰企業やファミリー・フレンドリー表彰企業と企業業績との関係には、株主所有構造で測ったコーポレート・ガバナンスの構造が影響を及ぼしている

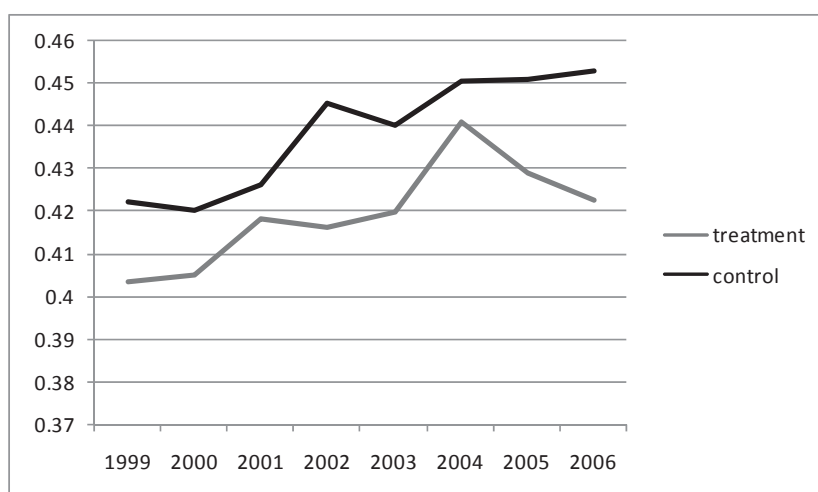
はずである。

まず、受賞企業の株主所有で見た属性を確認しよう。図1は均等推進、ファミリー・フレンドリー表彰企業と、そのコントロールグループとして、それぞれの受賞企業と同業種で東証一部に上場している企業の上位十大持ち株比率の推移をグラフにしたものである。どちらも全体と比較して低いが、均等推進表彰企業では全体のトレンドとの乖離が激しく、株式所有構造で見た企業属性が大きく変化していることがわかる。他方で、ファミリー・フレンドリー表彰企業は、全体のトレンドとさほど変わらず安定的である。

それでは株式の保有構成比率はどのように推移しているだろうか。図3~6は、表彰企業とそのコントロールグループの株式所有構造を、特に銀行・証券と外国法人・その他法人に焦点を当てて図示したものである<sup>14)</sup>。

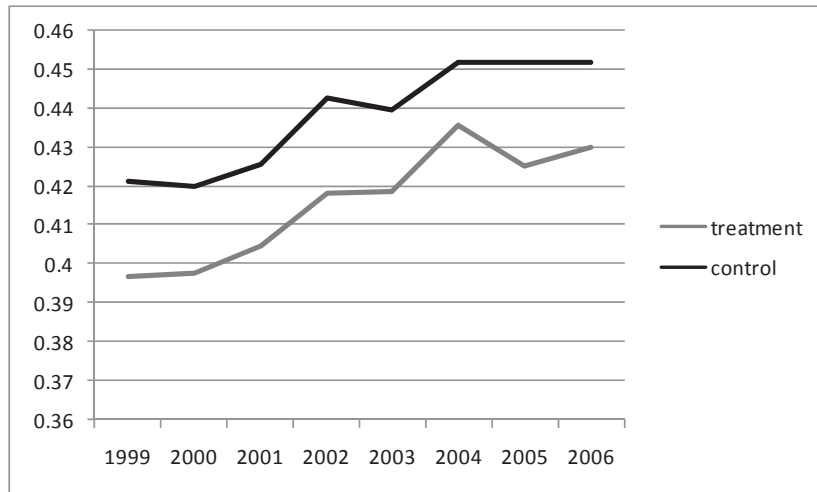
これを見ると、均等推進企業では、銀行持ち株比率が高いのが特徴である。他方で、ファミリー・フレンドリー表彰企業で、銀行持ち株比率の下落トレンドは、コントロールグループとさほど変わらない。

次に直接金融比率を見る。図7は均等推進、図8はファミリー・フレンドリー表彰企業をトリートメントグループとした直接金融比率の推移である。これらを見てみると、両者が大きく異なることが分かる。均等推進企業では、直接金融比率がコントロールグループと比較して大きく変動しており、下回っている。しかしながらファミリー・フレンドリー表



注：treatment は均等推進表彰企業、control は東京証券取引所一部上場企業の均等推進表彰企業と同一産業で非受賞企業の平均値である。

図1. 均等推進表彰企業の十大持ち株比率の推移



注：treatment はファミリーフレンドリー表彰企業、control は東京証券取引所一部上場企業の均等推進表彰企業と同一産業で非受賞企業の平均値である。

図2. ファミリーフレンドリー表彰企業の十大持ち株比率の推移

図3-6. 持ち株比率の推移

houzin はその他法人持ち株比率、foreign は外国法人持ち株比率を表し、syouken は証券会社持ち株比率、bank は金融機関持ち株比率を表す。

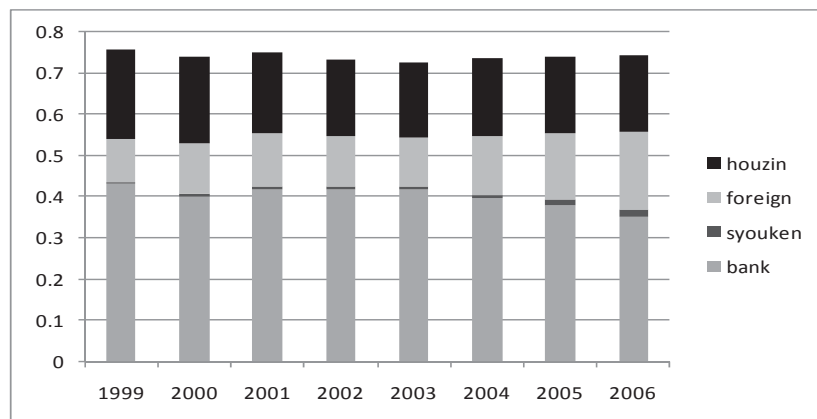


図3. 均等推進表彰企業

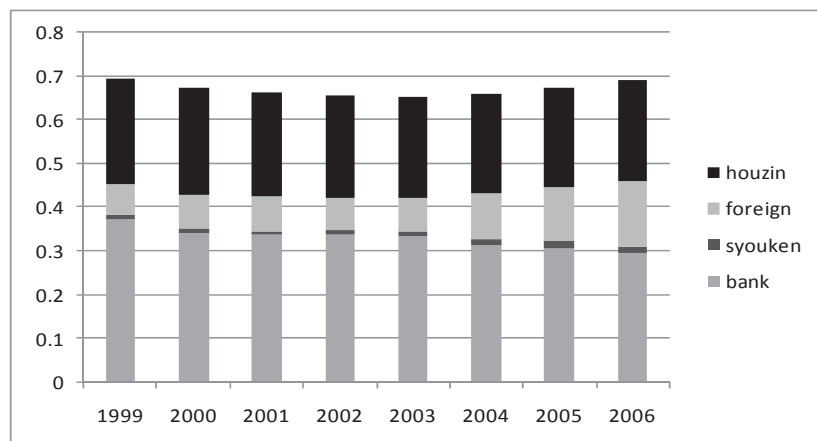


図4. 均等推進表彰企業のコントロールグループ

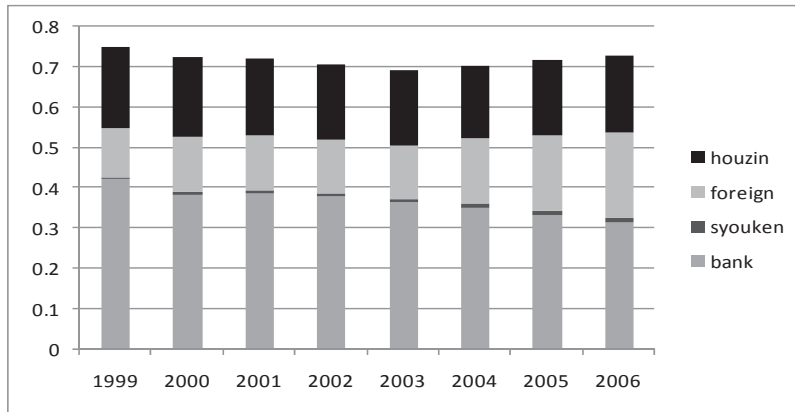


図5. ファミリーフレンドリー表彰企業

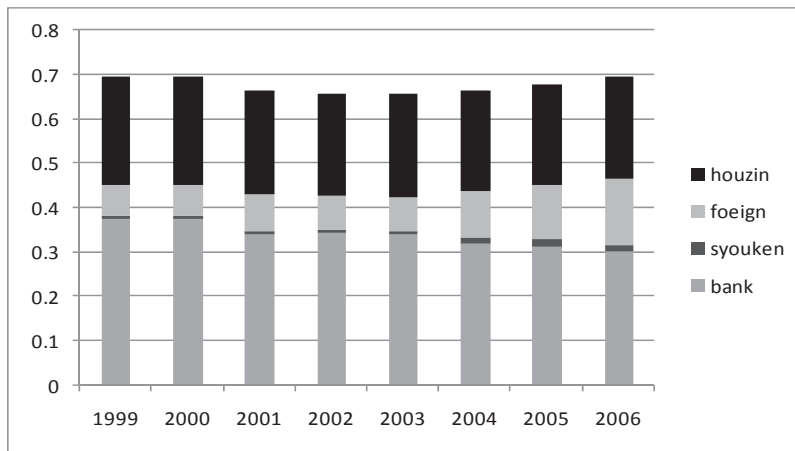
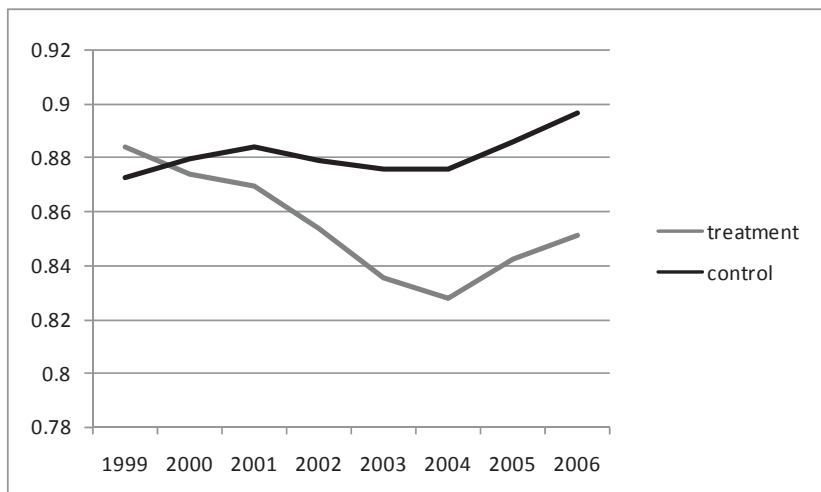
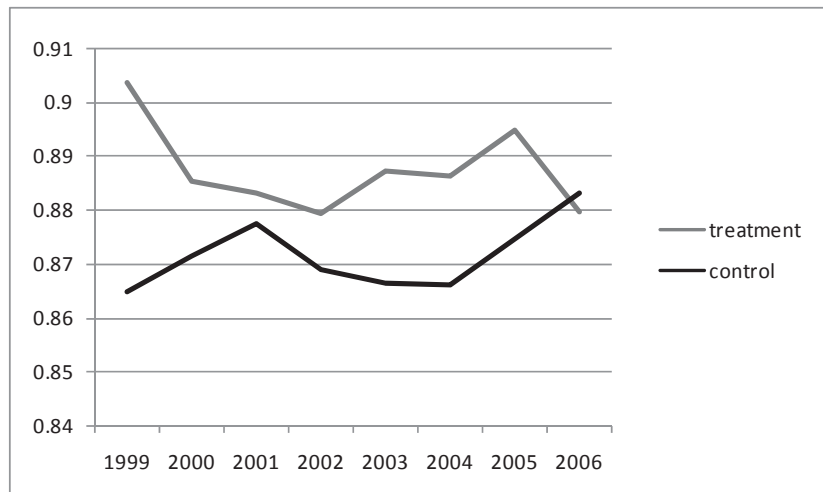


図6. ファミリーフレンドリー表彰企業のコントロールグループ



注：treatment は均等推進表彰企業、control は東京証券取引所一部上場企業の均等推進表彰企業と同一産業で非受賞企業の平均値である。

図7. 均等推進表彰企業とそのコントロールグループの直接金融比率の推移



注：treatment はファミリーフレンドリー表彰企業、control は東京証券取引所一部上場企業の均等推進表彰企業と同一産業で受賞企業の平均値である。

図8. ファミリーフレンドリー表彰企業とそのコントロールグループの直接金融比率の推移

彰企業では上回っている。

直接金融比率が高い企業は、株式市場から強くモニターされる。これは、外国法人が経営者を規律付けていたことも強く影響していると考えられる。このようなケースでは、経営者と株主の間の情報の非対称性は緩和され、経営効率は改善する。2005～2006年にかけて、コントロールグループよりも急激に低くなっていることには注意する必要がある。しかし、それ以前のファミリー・フレンドリー表彰企業では、外国人持ち株比率が多く、直接金融比率の高いような特性を持った企業であるため、株価パフォーマンスが良好であった可能性が高かったと解釈できる。

## 5.2. 均等推進、ファミリー・フレンドリー受賞企業の企業業績とガバナンス構造

この節では、均等推進、ファミリー・フレンドリー企業の企業業績が表彰後どのように推移しているのか、またそれは株式保有構造とどのような関係があるのかを検証する。使用するモデルは、以下のモデルである。

$$y_{it} = \alpha + \beta \cdot award_t \times year_t + \mathbf{x}_{jit} \boldsymbol{\gamma}_j + \mathbf{z}_{kit} \boldsymbol{\theta}_k + u_{it} \quad \dots \textcircled{2}$$

ここで  $y_{it}$  は、 $t$  期、 $i$  企業の営業利益率を表す<sup>15)</sup>。 $award_t$  は  $t$  年における受賞ダミー変数を表し、受賞していれば 1、受賞していなければ 0 を取る。また  $year_t$  は年次ダミー変数を表す。基準とする年次は

1998 年である。 $\mathbf{x}$  はコントロール変数を表し、資本売上比率（資本÷売上）、売上負債比率（負債÷売上）、従業員数（対数値）、従業員数の二乗（対数値）、従業員平均年齢（対数値）、従業員平均年齢の二乗（対数値）、創業年数（対数値）、創業年数の二乗（対数値）、年次ダミー変数を使用している<sup>16)</sup>。 $\mathbf{z}$  はガバナンス変数を表し、 $t-1$  期から  $t$  期の①直接金融比率、②十大持ち株比率、③金融機関持ち株比率、証券会社持ち株比率、外国法人等持ち株比率、個人その他持ち株比率のそれぞれの差分を順次使用した。これらのデータは東洋経済新報社『会社財務カルテ 2008 年度版』と日経メディアマーケティング会社『NEEDS-FAME』より得て作成した。

## 5.3. 企業表彰と企業業績

サンプルは、受賞企業の存在しない産業を除いた 1998 年から 2006 年の間に東証一部に上場していた企業全社である。表 8 に記述統計を記載した。

推定手法は、固定効果推定であり、推定結果を表 9 に示す。(1)(2)(3)列は受賞企業全体、(4)(5)(6)列は均等推進受賞企業、(7)(8)(9)列はファミリー・フレンドリー受賞企業の推計結果である。

まず、年次ダミーと表彰企業ダミーの交差項で企業業績の変動をとらえる。均等推進企業では 10 大持ち株比率および直接金融比率を説明変数に加えた場合は 2005 年以降に、個別の持ち株比率を説明変数に加えた場合は 2006 年に正の効果が検出された。反対に、ファミリー・フレンドリー受賞企業に

表 8. 均等推進、ファミリーフレンドリー施策と企業業績の関係の分析の記述統計

変数	全体			均等推進			ファミリー・フレンドリー		
	平均	標準偏差	観測値	平均	標準偏差	観測値	平均	標準偏差	観測値
営業利潤率	0.0446	0.0774	7728	0.0423	0.0760	6701	0.0466	0.0801	6865
従業員数(対数値)	7.1925	1.2391	7728	7.2096	1.2050	6701	7.2588	1.2503	6865
従業員数の二乗(対数値)	53.2671	18.1339	7728	53.4295	17.8028	6701	54.2536	18.4021	6865
操業年数(対数値)	4.0368	0.3524	7728	4.0359	0.3573	6701	4.0309	0.3541	6865
操業年数の二乗(対数値)	16.4197	2.7842	7728	16.4164	2.8238	6701	16.3733	2.7857	6865
従業員平均年齢(対数値)	3.6719	0.0799	7728	3.6701	0.0796	6701	3.6735	0.0797	6865
従業員平均年齢の二乗(対数値)	13.4892	0.5820	7728	13.4760	0.5795	6701	13.5008	0.5811	6865
資本/売上比率	0.2472	2.0774	7728	0.2429	2.1938	6701	0.2649	2.2026	6865
負債/売上比率	0.8140	3.1783	7728	0.7251	1.6909	6701	0.8357	3.3127	6865
上位10大持ち株比率(t-t-1)	-0.0042	0.0786	7728	-0.0039	0.0789	6701	-0.0024	0.0775	6865
直接金融比率(t-t-1)	-0.0022	0.0821	7728	-0.0020	0.0847	6701	-0.0023	0.0721	6865
金融機関持ち株比率(t-t-1)	0.0348	0.1335	7728	0.0346	0.1337	6701	0.0348	0.1338	6865
証券会社持ち株比率(t-t-1)	-0.0366	0.1416	7728	-0.0355	0.1419	6701	-0.0374	0.1416	6865
その他法人持ち株比率(t-t-1)	0.0232	0.0943	7728	0.0229	0.0942	6701	0.0230	0.0945	6865
投資信託持ち株比率(t-t-1)	-0.0005	0.0355	7728	-0.0008	0.0349	6701	-0.0006	0.0365	6865
外国法人持ち株比率(t-t-1)	-0.0133	0.1197	7728	-0.0130	0.1205	6701	-0.0110	0.1186	6865
1999年次ダミー	0.1112	0.3143	7728	0.1112	0.3144	6701	0.1111	0.3143	6865
2000年次ダミー	0.1112	0.3143	7728	0.1112	0.3144	6701	0.1111	0.3143	6865
2001年次ダミー	0.1112	0.3143	7728	0.1112	0.3144	6701	0.1111	0.3143	6865
2002年次ダミー	0.1112	0.3143	7728	0.1112	0.3144	6701	0.1111	0.3143	6865
2003年次ダミー	0.1110	0.3142	7728	0.1110	0.3142	6701	0.1110	0.3142	6865
2004年次ダミー	0.1110	0.3142	7728	0.1110	0.3142	6701	0.1110	0.3142	6865
2005年次ダミー	0.1112	0.3143	7728	0.1112	0.3144	6701	0.1111	0.3143	6865
2006年次ダミー	0.1112	0.3143	7728	0.1112	0.3144	6701	0.1111	0.3143	6865

注1: 各変数に欠損値があるサンプルは取り除いている。企業数は全体では860社、均等推進では745社、ファミリー・フレンドリーでは764社となっている。

は、いずれのケースでも2006年に有意なマイナスの影響が検出された。次にガバナンス変数を見ると、均等推進企業では十大持ち株比率の差、その他法人持ち株比率の差、外国法人持ち株比率の差が正の影響を与えている。ファミリー・フレンドリー企業で有意な影響を持つ変数はない。

5.1節で、その他法人持ち株比率が減少傾向にあったことから、これらの規律付けは減少したが、反対に十大持ち株比率、外国法人持ち株比率は増加傾向にあった。したがって、検証された係数は、外国法人による規律付け効果が上昇していることを示唆している<sup>(17)</sup>。これに加えて、受賞期後半で受賞企業の利潤が同業他社と比較して有意に上昇したことが検証された。これらをまとめて解釈すると、外国人株主の規律付けの圧力増大が、企業利潤の上昇をもたらしたと解釈できる。均等推進企業にこのような効果が観察され、2005、2006年には業績も有意に正の効果が検出されたことは、川口(2008)の仮説、すなわち「株主重視の経営改革は、ポジティブ・アクションを介して女性の人材育成を促進している」と言う主張と整合的である。

また、ファミリー・フレンドリー企業では、ガバナンス変数に有意な影響はなく、5.1節では2005年から2006年にかけて直接金融比率が急落する現象が観察された。さらに、4章でも2006年には有意にマイナスとなっているため、以前は有効に機能

していた外国法人の規律付けが弱体化したことが示唆される。

## 5. 分析のまとめ

本稿では、ファミリー・フレンドリー、均等推進施策とコーポレート・ガバナンスおよび企業業績との関係を議論した。具体的には、財務データを使用して、均等推進、ファミリー・フレンドリー施策は、コーポレート・ガバナンスの機能を通じて企業業績に結びつく、という作業仮説が成立するか否かを検討した。

得られた結果をまとめてみよう。均等推進企業の受賞前10年間の株価リターンは非受賞企業と比較して有意な差は検出されない。均等推進企業のROAには、外国法人、金融機関持ち株比率の双方が影響して、企業業績に影響が出なかった。外国法人による規律付けは、メインバンクによる規律付けが強い場合は、その効果が減少することを確認した。また、ファミリー・フレンドリー受賞企業の受賞前10年間の株価リターンは、非受賞企業と比較して高いパフォーマンスを示していた。これらの企業のROAには、外国法人持ち株比率が有意な影響を及ぼしていた。したがって、仕事と家庭の両立支援施策が円滑に機能している企業は、女性の活用が企業の生産性を高めるような企業属性をそもそももっており、施策導入により経営効率がさらに向上

表9. 均等推進、ファミリーフレンドリー施策表彰企業の業績との関係

被説明変数	全体			均等推進			ファミリーフレンドリー		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
営業利益率									
表彰ダミー×1999年	0.000002 (0.0070)	0.0034 (0.0068)	0.0078 (0.0139)	0.0037 (0.0085)	0.0072 (0.0084)	0.0006 (0.0185)	-0.0014 (0.0103)	0.0004 (0.0101)	0.0086 (0.0184)
表彰ダミー×2000年	-0.0031 (0.0070)	0.0014 (0.0068)	-0.0053 (0.0073)	0.0016 (0.0086)	0.0065 (0.0084)	0.0005 (0.0089)	-0.0069 (0.0104)	-0.0036 (0.0101)	-0.0064 (0.0108)
表彰ダミー×2001年	-0.0058 (0.0070)	-0.0013 (0.0068)	-0.0058 (0.0071)	-0.0004 (0.0086)	0.0046 (0.0084)	0.0007 (0.0088)	-0.0095 (0.0104)	-0.0065 (0.0101)	-0.0087 (0.0105)
表彰ダミー×2002年	0.0011 (0.0071)	0.0055 (0.0068)	0.0019 (0.0071)	0.0087 (0.0086)	0.0135 (0.0084)	0.0105 (0.0087)	-0.0044 (0.0105)	-0.0018 (0.0101)	-0.0032 (0.0105)
表彰ダミー×2003年	0.0021 (0.0070)	0.0061 (0.0068)	0.0018 (0.0071)	0.0102 (0.0086)	0.0149* (0.0084)	0.0110 (0.0087)	-0.0045 (0.0103)	-0.0027 (0.0101)	-0.0041 (0.0106)
表彰ダミー×2004年	-0.0005 (0.0072)	0.0047 (0.0068)	-0.0016 (0.0073)	0.0064 (0.0087)	0.0123 (0.0084)	0.0058 (0.0089)	-0.0054 (0.0105)	-0.0018 (0.0101)	-0.0044 (0.0107)
表彰ダミー×2005年	0.0014 (0.0070)	0.0048 (0.0068)	-0.0005 (0.0073)	0.0158* (0.0085)	0.0198** (0.0085)	0.0143 (0.0088)	-0.0144 (0.0104)	-0.0119 (0.0102)	-0.0139 (0.0109)
表彰ダミー×2006年	-0.0008 (0.0070)	0.0032 (0.0068)	-0.0028 (0.0073)	0.0213** (0.0087)	0.0255*** (0.0084)	0.0194** (0.0089)	-0.0280*** (0.0104)	-0.0248*** (0.0102)	-0.0276*** (0.0107)
上位10大持ち株比率の差 ×表彰ダミー	0.0548** (0.0260)			0.0645** (0.0285)			0.0448 (0.0463)		
直接金融比率の差 ×表彰ダミー		0.0041 (0.0382)			-0.0240 (0.0485)			0.0067 (0.0585)	
金融機関持ち株比率の差 ×表彰ダミー			-0.0573* (0.0334)			-0.0378 (0.0420)			-0.0148 (0.0531)
投資信託持ち株比率の差 ×表彰ダミー			0.0077 (0.0571)			0.0014 (0.0622)			0.0342 (0.1150)
証券会社持ち株比率の差 ×表彰ダミー			-0.0178 (0.0293)			-0.0087 (0.0367)			0.0164 (0.0475)
その他法人持ち株比率の差 ×表彰ダミー			0.0494 (0.0409)			0.0981* (0.0517)			0.0138 (0.0619)
外国法人持ち株比率の差 ×表彰ダミー			0.0377 (0.0248)			0.0557* (0.0309)			0.0168 (0.0397)
上位10大持ち株比率の差	0.0067 (0.0071)			0.0007 (0.0070)			0.0109 (0.0076)		
直接金融比率の差		0.0256*** (0.0063)			0.0270*** (0.0061)			0.0393*** (0.0079)	
金融機関持ち株比率の差			0.0529*** (0.0108)			0.0451*** (0.0105)			0.0480*** (0.0113)
投資信託持ち株比率の差			0.0186** (0.0090)			0.0266* (0.0157)			0.0189 (0.0160)
証券会社持ち株比率の差			0.0082 (0.0112)			0.0141 (0.0089)			0.0181* (0.0095)
その他法人持ち株比率の差			0.0212 (0.0153)			-0.0084 (0.0110)			0.0104 (0.0121)
外国法人持ち株比率の差			0.0107 (0.0068)			0.0035 (0.0067)			0.0160** (0.0075)
従業員数(対数値)	-0.0598*** (0.0074)	-0.0596*** (0.0074)	-0.0568*** (0.0075)	-0.0629*** (0.0076)	-0.0626*** (0.0076)	-0.0597*** (0.0076)	-0.0544*** (0.0079)	-0.0543*** (0.0079)	-0.0515*** (0.0079)
従業員数の二乗 (対数値)	0.0016*** (0.0006)	0.0016*** (0.0006)	0.0013** (0.0006)	0.0022*** (0.0006)	0.0022*** (0.0006)	0.0019*** (0.0006)	0.0011* (0.0006)	0.0011* (0.0006)	0.0009 (0.0006)
操業年数(対数値)	-0.0223 (0.0195)	-0.0236 (0.0194)	-0.0214 (0.0194)	-0.0325* (0.0188)	-0.0330* (0.0188)	-0.0308 (0.0188)	-0.0352 (0.0218)	-0.0366* (0.0218)	-0.0343 (0.0218)
操業年数の二乗 (対数値)	0.0024 (0.0025)	0.0026 (0.0025)	0.0023 (0.0025)	0.0035 (0.0024)	0.0035 (0.0024)	0.0033 (0.0024)	0.0041 (0.0028)	0.0042 (0.0028)	0.0040 (0.0028)
従業員平均年齢 (対数値)	0.8938 (0.7407)	0.8157 (0.7401)	0.8913 (0.7401)	-0.6213 (0.7612)	-0.6823 (0.7601)	-0.5564 (0.7599)	1.2933 (0.8096)	1.1902 (0.8078)	1.2785 (0.8093)
従業員平均年齢の二乗 (対数値)	-0.1167 (0.1014)	-0.1060 (0.1013)	-0.1164 (0.1013)	0.0828 (0.1042)	0.0912 (0.1041)	0.0739 (0.1040)	-0.1703 (0.1107)	-0.1563 (0.1105)	-0.1682 (0.1107)
資本売上比率	-0.0143*** (0.0003)	-0.0142*** (0.0003)	-0.0143*** (0.0003)	-0.0148*** (0.0003)	-0.0148*** (0.0003)	-0.0148*** (0.0003)	-0.0142*** (0.0003)	-0.0142*** (0.0003)	-0.0142*** (0.0003)
負債売上比率	0.0035*** (0.0002)	0.0035*** (0.0002)	0.0035*** (0.0002)	0.0068*** (0.0004)	0.0068*** (0.0004)	0.0068*** (0.0004)	0.0033*** (0.0002)	0.0033*** (0.0002)	0.0033*** (0.0002)
定数項	-1.2581 (1.3522)	-1.1138 (1.3510)	-1.2641 (1.3510)	1.6213 (1.3880)	1.7316 (1.3861)	1.4912 (1.3858)	-1.9863 (1.4791)	-1.7944 (1.4758)	-1.9701 (1.4785)
(疑似)決定係数	0.3129	0.3140	0.3162	0.3692	0.3707	0.3728	0.3163	0.3187	0.3191
年次ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
観測値			7728			6701			6865
企業数			860			745			764

注1:( )内は標準誤差を表している。\*は10%で有意、\*\*は5%で有意、\*\*\*は1%で有意を表す。

することから、企業業績が高くなることが分かった。

次に、受賞企業の受賞後の企業業績はどのように変化しているか、コーポレート・ガバナンスを表す株式持ち株比率の期から期の差分がどのように影響しているのかを分析した。その結果、ファミリー・フレンドリー表彰企業はいずれの規律付け効果も検出されず、2006年の利潤は有意にマイナスの値をとっていた。これは、ファミリー・フレンドリー表彰企業で1998年以前までは機能していた外国法人の規律付け効果が弱体化しており、経営効率が悪化している可能性を示している。反対に、均等推進企業では、コーポレート・ガバナンスの変化が起こり、株主重視の経営改革が行われた可能性が高く、受賞企業は受賞数年後には同業他社と比較して統計的に有意に高い業績を上げていることから、株主よりの経営改革がポジティブ・アクション施策を介して女性の人材育成を促進し、企業業績の上昇に結びついた可能性があるという、川口(2008)の仮説が成立していることを財務データを使用して検証できた。

先行研究によれば、均等推進、ファミリー・フレンドリー施策の導入は、従業員と企業の生産性を上昇させる。これに加えて、本稿の分析は、女性の活用や仕事と家庭の両立支援施策が、コーポレート・ガバナンス、すなわち、経営者の規律付けという要因を通じて企業業績に結び付くことを明らかにしている。

本稿に残された課題としては、別のコーポレート・ガバナンスを表す変数を収集・作成して分析を行うことが上げられよう。また、施策の導入が企業業績を高めるのか、企業業績が良いから施策を導入するかの因果関係を厳密に識別することもあげられる。

## 補論<sup>18)</sup>

Fama and French (1992) は、資産価格評価モデル (CAPM) がクロスセクションの株式収益率のパターンを説明できないことを強調し、代替的なモデルとして、通常のマーケット・モデルに HML ファクターと SMB ファクターという 2 つのファクターを追加したモデルを提案した。彼らの手順をまとめると次の通りである：各年 6 月の企業の規模によっ

て個別銘柄をソートし、ちょうど中位点で小型株ポートフォリオ (Small) と大型株ポートフォリオ (Big) に分類する。同じように、各銘柄の簿価/株価比率 (Book to Market) によってもデータをソートし、簿価/株価比率の下位 30% を low、真ん中の 40% を medium、上位 30% を high と分類する。このような 2 つのソート方法によって、 $2 \times 3 =$  合計 6 個のポートフォリオ (S/L, S/M, S/H, B/L, B/M, B/H) が作成される。

SMB (Small-minus-Big) ファクターは、企業規模の小さい 3 つのポートフォリオ (S/L, S/M, S/H) のリターン単純平均から、大きい 3 つのポートフォリオ (B/L, B/M, B/H) のリターンの単純平均を引いたものである。同じように HML (High-minus-Low) ファクターは、簿価/株価比率の高い銘柄のポートフォリオ (S/H, B/H) のリターンから、低い銘柄のポートフォリオ (S/L, B/L) を引いたものである。

通常のマーケット指数に加え、HML ファクターと SMB ファクターをリスクファクターとして用いた 3 つのファクター・モデルを俗に Fama-French モデルと呼び、Fama and French (1992) 以降、資産価格パフォーマンスを検討するにあたって重要なベンチマークとして認識されている。ただし、Fama-French に対して、HML ファクターと SMB ファクターを導入することに理論的根拠がなく、ファクターの選択が恣意的であるとの重要な批判もある。しかし、これらのリスクは存在するというコンセンサスが得られているため、本稿でも使用している。

本稿のデータは『Nikkei Needs Financial Quest』より得ている。

SMB: 小型株ポートフォリオと大型株ポートフォリオの投資収益率の差

$$\equiv (1/2) \times (\text{Small Value} + \text{Small Growth}) - (1/2) \times (\text{Big Value} + \text{Big Growth})$$

HML: 高 B/M ポートフォリオと低 B/M ポートフォリオの投資収益率の差

$$\equiv (1/2) \times (\text{Small Value} + \text{Big Value}) - (1/2) \times (\text{Small Growth} + \text{Big Growth})$$

Value、Growth インデックスは日経スタイルインデックスを使用した<sup>19)</sup>。

UMD: Carhart (1997) に従う；受賞各時点 (1999 年 5 月から 2006 年 9 月) に東証一部に上場していた企業で受賞時点からさかのぼって過去 11 年間上

場している企業の月次株価収益率を導出し、t-12期からt-2期までの収益率をそれぞれ求める。これを各時点毎に収益率の高い株式上位30%の平均値から低い株式下位30%の平均値を引いて算出。

#### 注

- (1) 本稿の作成にあたり、脇坂明先生（学習院大学）、水谷徳子先生（大阪大学）、2008年度関西労働研究会夏合宿参加者各氏より有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝したい。言うまでもなく、本稿における誤りはすべて筆者の責任である。
- (2) 金融・保険業を取り除いた理由は、本稿では財務データを使用した分析を行うことと、本稿で扱う時期には、金融業、特に銀行の株価は正常でなかったためである。
- (3) 本稿では、産業は証券コード協議会の33業種区分に従っている。
- (4) PERは株価を一株辺り利益で除いたもので、株価が一株当たり利益の何倍まで買われているのかを示す。PERが高いほど、利益に比べて株価が割高であることを示し、逆に低いほど、株価が相対的に低いことを示す。また、簿価/時価比率（Book-to-Market ratio）は、企業の総資産価額（book value）と株式の時価総額（market value）の比率を表す。これが大きいと、市場はその企業を過小評価しており、株価が割安なことを示す。
- (5) それぞれの変数の作成方法については補論1に記述した。また、SMB変数、HML変数の作成に当たり日経スタイルインデックスのデータを使用しているが、ロバストネスチェックのために大和DSI、ラッセル野村が提供しているインデックスも使用して、両変数を作成した。日経スタイルインデックスを採択した理由は、本稿で使用した株価の変数の出所が『NIKKEY NEEDS FINANCIAL QUEST』であったこと、4ファクターモデルにおいて最も決定係数が高かったこと、という二つの理由である。
- (6)  $con$  をコントロールグループ、 $tre$  をトリートメントグループとすると、 $ER_{tre} \equiv \bar{R}_{tre} - \bar{R}_{con}$  で定義され、受賞企業と非受賞企業の0 investment portfolioは、二つのグループの平均市場収益率の差で表される。また、 $R_t^m$  はマーケットポートフォリオの市場収益率、 $R_t^f$  はリスクフリーレートの市場収益率を表し、 $RMRF_t \equiv R_t^m - R_t^f$  で定義される。なお、マーケットポートフォリオの代理変数としてはTOPIX（東証株価指数）、リスクフリーレートとしてはコールレートを使用している。
- (7) 両施策が企業業績に与える影響を推定したい場合、施策導入のタイミングを見極めることが必要とされる。だが、均等推進、両立支援施策の導入・定着には時間がかかる上に、施策の種類もまちまちであり、これらを厳密に検証するためには財務データだけでは不可能である。本稿で検証したいことは、表彰されるような企業がどのようなファンダメンタルズを持つかということである。したがって、受賞企業について1999年から2006年までに表彰された企業をひとまとめにしてトリートメントグループとしていることに注意されたい。
- (8) 各年によって新規上場、廃止があるが、本稿では基本的には次に述べるルールに従って、サンプルを選択して

いる。①1999~2006年に東証一部に上場していた企業で受賞月（均等推進は5月、ファミリー・フレンドリーは9,10月）から11年（モメンタムファクター導出のため1年多く取る）さかのぼる間、東証一部に上場し続けている企業、②1988年5月から2006年9月まで東証一部に上場し続けている企業、の二つのルールに従って選択した。年次効果の推定はルール①からサンプルを選択し、全体での効果の推定はルール②からサンプルを選択している。

- (9) ①式からモメンタム効果を取り除いたモデルはFama-French model (CAPM model) と呼ばれる。（補論参照）。日本で4ファクターモデルを使用した研究は筆者の知る限り見かけない。この事実は、日本の株式市場ではモメンタムの要素は重要でないことを表しているおそれがあるため、Fama-French modelの検証も行っているが、結果に変わりはない。
- (10) この分析では1999年から2006年までに受賞した企業をプールして、一まとめにトリートメントグループとして扱っている。従って、以下の分析ではトリートメントグループの企業数に大差はないものの、コントロールグループの数は隔年によって若干変動する。
- (11) ここに掲載してあるのはいずれも4ファクターモデルの $\alpha$ のみである。
- (12) これらの変数は、宮島他（2004）を参照している。
- (13) 株式保有比率（各株主の持ち株数÷総発行済株式数）、及び財務データには欠損値が多く含まれる。従って、ここで使用するサンプル及び次節で使用するサンプルは、推定に必要とされる変数に欠損値のあるサンプルをすべて取り除いたものである。
- (14) ここでコントロールグループとは、東京証券取引所一部に上場する企業で受賞企業と同じ業種の企業群を表す。
- (15) 営業利益率には（売上高－（売上原価＋販売・一般管理費））／売上高を使用した。
- (16) この変数選択は、マーケットモデルの検証で使われる変数を選択している。マーケットモデルとは、Becker（1972）の使用者差別仮説を検証する目的でHellerstein et al.（2002）で開発されたものである。日本では上述した佐野（2005）、kawaguchi（2006）が使用している。
- (17) 10大持ち株比率については2005、2006年については減少しているため、注意を必要とするが、全体的に見て上昇していることから、本文の解釈は間違っていない。
- (18) この解説は祝迫（2003）をベースにして作成した解説である。
- (19) Value株とは割安な株を表し、日経スタイルインデックスでは「連結PBRで昇順で並べ、上位三分の一を大型バリュウ銘柄群とし、…」としている。またGrowth株とは成長株を表し、日経スタイルインデックスでは「連結ROE3年平均で降順に並べ、上位二分の一を大型グロース銘柄群とし、…」としている。本稿で使用している変数は『Nikkei Needs Financial Quest』で提供されているデータであるため簿価/株価比率は二区分である。Fama-French（1992）の作成法とは異なることに注意されたい。尚、本来なら上記手続きを踏むのが標準的であるが、本稿の指標を使用しても、区分が若干異なるのみで、結果として大きな差が出てくるとは考えにくいこと。ロバストネスチェックとして大和、ラッセル野村が作成している類似の代理変数も作製・使用して推定を行っているが、



結果に大差はなく、最も決定係数が高いのは、日経のデータであったため、この変数を使用した。

## 参考文献

- Ahmadjan and Robbins (2005), "Safety in Numbers: Downsizing and the Deinstitutionalization of Permanent Employment in Japan," *Administrative Science Quarterly*, 46, pp622-654.
- Becker, G.S. (1972) *The Economics of Discrimination*. University of Chicago Press, 2<sup>nd</sup> edition.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, 47(2), pp427-65.
- (1993), "Common Risk Factors in the Returns on Bonds and Stock," *Journal of Financial Economics*, 33, pp3-53.
- Carhart, Mark M. (1997), "On persistence in mutual fund performance," *Journal of Finance*, 52, pp57-82.
- Hellerstein, J.K., Neumark, D., Troske, K.R. (2002). "Market forces and sex discrimination." *Journal of Human Resources* 37(2), 353-380.
- Kawaguchi, Daiji. (2007), "A Market Test for Sex Discrimination: Evidence from Japanese Firm-Level Panel Data," *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 25, No. 3, pp. 441-460.
- 阿部正浩 (1999) 「企業ガバナンス構造と雇用削減意思決定—企業財務データを利用した実証分析」中村二郎・中村恵編著『日本の構造調整と労働市場』日本評論社、pp.75-102.
- (2005) 「ポジティブ・アクション、ワークライフバランスと生産性」『季刊社会保障研究』Vol.43, No.3. pp.184-196.
- 阿部正浩・黒澤昌子 (2005) 「両立支援と企業業績」『両立支援と企業業績に関する研究会報告・書』所収、株式会社ニッセイ基礎研究所
- 祝迫得夫 (2003) 「リスク変数としての消費：消費/金融資産を用いた条件付きCAPMのテスト」『経済研究』第54巻2号、126-136頁。
- 川口章 (2008) 「ジェンダー経済格差」勁草書房。
- 川口章・長江亮 (2005) 「企業表彰が株価・人気ランキングに与える影響—均等推進とファミリー・フレンドリーの市場評価」『日本労働研究雑誌』538号、pp.43-58.
- 久保克行 (2008) 「日本企業のコーポレートガバナンスと企業の行動・業績：先行研究の展望」『現代経済学の潮流2008』東洋経済新報社。
- 児玉直美 (2004) 「女性活用は企業業績を高めるか」『日本労働研究雑誌』525号、pp.38-41.
- 児玉直美・小滝一彦・高橋陽子 (2005) 「女性雇用と企業業績」『日本経済研究』52号、pp.1-18.
- 佐野晋平 (2005) 「男女間賃金格差は嗜好による差別が原因か」『日本労働研究雑誌』540号、pp.55-67.
- 武石恵美子 (2006) 「企業からみた両立支援策の意義」『日本労働研究雑誌』553号、pp.19-33.
- 野田知彦・平野大昌 (2008) 「外国人株主とリストラチャリング—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?—」関西労働研究会夏合宿報告論文
- 宮島英昭・黒木文明 (2004) 「ガバナンス構造と企業パフォーマンスとの関係について」『コーポレート・システムに関する研究報告書』株式会社ニッセイ基礎研究所、早稲田大学ファイナンス研究所・株式会社UFJ総合研究所
- 宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身祐介 (2004) 「企業統治と経営効率：企業統治の効果と経路、及び企業特性の影響」『ニッセイ基礎研所報』pp.52-98.
- 脇坂明 (2006) 「ファミリー・フレンドリーな企業・職場とは—均等や企業業績との関係」『季刊家計経済研究』71号、pp.17-28.