

# 女性役員の登用と企業パフォーマンスの実証研究 に関するDiscussion material

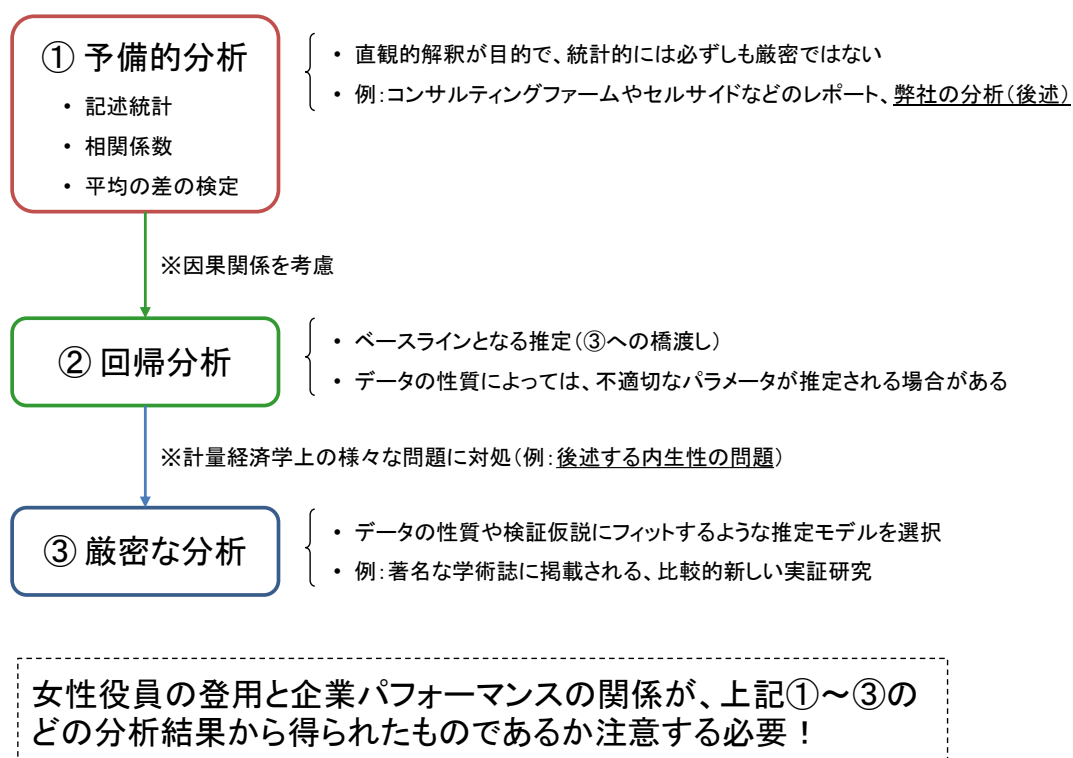
日興リサーチセンター株式会社

社会システム研究所  
中嶋 幹

2016年10月25日

日興リサーチセンター  
SMBC日興証券グループ

## 0. 実証研究の標準的な手続き



# 1. 女性役員の登用と企業パフォーマンスに関する実証研究(2つの視点)

## 1. 取締役構成のダイバーシティに注目する研究

- 長所:
  - 検証したい関係性を定式化しやすい(回帰分析)  
例: 取締役会の機能(モニタリング、アドバイザー)、グループシンク、トークニズム
- 短所:
  - 女性役員の登用と企業パフォーマンスの因果関係が曖昧(後述する内生性の問題)

## 2. ジェンダー・クォータ制に注目する研究

- 長所:
  - 社会実験と考えられるため、女性役員登用の効果(因果関係)が明瞭
- 短所:
  - イベント(制度導入)が生じないと分析できない
  - 企業パフォーマンスを株価で測定する場合、女性役員登用の効果が瞬時に株価に反映されると仮定
  - 女性役員候補者が不足する状況では、因果関係を検証したことになる(女性役員の質のコントロールが必要)

# 2. 内生性の問題とは

## 取締役会を分析対象とする場合の問題

- 分析の興味となる変数の大部分は同時に決定される
  - 女性役員の登用による何らかの変化(アクション)を通じて、企業収益が変化する(ケース①)
  - 良好な(或いはpoorな)企業パフォーマンスを受けて、女性役員が登用される(ケース②)



- 観察される現象(関係)を解釈する前提として、最適な企業行動の結果と考えるか否か(均衡か均衡でないか)によって政策的示唆が異なる
  - out-of-equilibrium: 女性役員の登用を促進するような施策を導入することが望ましい(もしくは義務化すべき)
  - equilibrium: 女性役員の登用と企業パフォーマンスの双方に与える真の要因が存在(施策の導入は無意味)



(出所) Hermalin and Weisbach[2003]

## 2. 内生性の問題とは

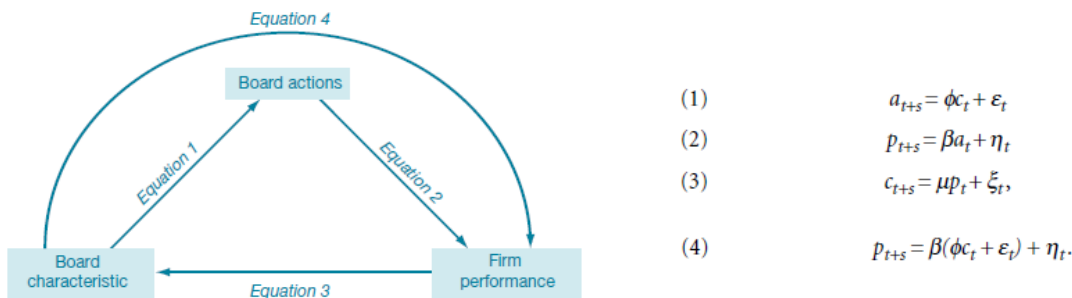
### 取締役会を分析対象とする場合の問題(続き)

(取締役会を対象とした研究)

- 属性(c)、アクション(a)、企業パフォーマンス(p)に関する関係性を検証する研究が多い

(問題点)

- 内生性の問題については、ラグ変数( $s>0$ )を用いることで対処するケースが散見  
※同時方程式を推定するケースは殆どない
- 取締役会の属性と企業パフォーマンスの関係についていえば、(4)式を直接推定するケースが殆どであるが、真の関係は(2)式に(1)式を代入したもの  
※属性ではなくアクションが企業パフォーマンスに影響を与える



(出所) Hermalin and Weisbach[2003]

## 3. 弊社の分析について

### 分析概要(分析①)

- 女性役員の有無と企業属性の関係を分析
- 仮説: 多角化企業ほど女性役員を登用する
  - 企業経営が複雑になるほど取締役会のアドバイザー機能が重要(Coles et al.[2008])
  - 女性役員比率とイノベーション活動の間には相関関係(乾ほか[2014])

### 分析方法

- 分析対象: CSR企業総覧2015年版掲載の827社(女性役員数を開示する一般事業会社)
- 平均の差の検定
  - Siegel・児玉[2011]に依拠して製造業、非製造業にサンプル分割した上で、女性役員の人数が①0名、②1名、③2名以上のグループの特徴を観察

### 分析データ

- 2013年度の女性役員の人数(CSR企業総覧2015年版)
- 企業属性(2011~2013年度の平均値)

(出所) 日興フィナンシャル・インテリジェンス「平成26年度産業経済研究委託事業(企業における女性の活用及び活躍促進の状況に関する調査)報告書」

### 3. 弊社の分析について

#### 分析結果(分析①)

(製造業、非製造業に共通する傾向)

- 女性役員1名もしくは2名以上の企業では、相対的に外国人持株比率が高く、総資産が大きい

(製造業特有の傾向)

- 女性役員1名の企業では、セグメント数が多く、非関連多角化傾向が強く、HHIが大きい(セグメント売上高の集中度合が低い傾向)  
※ただし、2名以上の企業ではこの傾向が消失
- 女性役員2名以上の企業では、経常ROE及びROAが高く、有利子負債比率が低い

#### 女性役員の有無と企業属性の関係

	女性役員なし		女性役員1名		差		女性役員2名以上		差	
	①	②	②-①	③	③-①	①	②	②-①	③	③-①
Panel A: 製造業										
外国人持株比率	14.5%	22.8%	8.3% ***	28.8%	14.3% ***	9.4%	16.0%	6.7% ***	17.4%	8.1% ***
経常ROE	11.2%	12.1%	0.8%	14.4%	3.2% **	13.2%	12.3%	-0.9%	16.7%	3.5%
ROA	5.5%	5.2%	-0.3%	8.0%	2.5% ***	5.9%	5.6%	-0.2%	7.7%	1.8%
売上成長率	9.2%	9.0%	-0.2%	10.8%	1.6%	8.6%	8.2%	-0.4%	9.1%	0.5%
有利子負債比率	17.7%	19.8%	2.1%	10.1%	-7.6% ***	18.1%	23.0%	4.9%	16.2%	-1.9%
研究開発費率	3.1%	4.1%	1.0%	4.7%	1.5%	0.3%	0.3%	0.0%	0.1%	-0.1%
総資産	11.4	12.5	1.1 ***	12.8	1.4 ***	10.5	11.7	1.1 ***	12.1	1.5 ***
設立年数	68.4	70.2	1.9	64.8	-3.5	49.2	46.3	-2.9	44.1	-5.1
セグメント数	2.5	3.2	0.7 ***	2.6	0.1	2.6	2.7	0.1	2.9	0.3
コア企業ダミー	0.46	0.34	-0.12 **	0.52	0.06	0.51	0.61	0.10	0.49	-0.03
ハーフィンダール指数	0.34	0.43	0.09 **	0.35	0.01	0.31	0.29	-0.02	0.37	0.06
海外売上高比率(企業数)	30.8%	37.4%	6.6%	29.5%	-1.3%	4.8%	4.3%	-0.6%	6.8%	1.9%
	349	60		23		298	65		32	
Panel B: 非製造業										
外国人持株比率	9.4%	16.0%	6.7% ***	17.4%	8.1% ***	9.4%	16.0%	6.7% ***	17.4%	8.1% ***
経常ROE	13.2%	12.3%	-0.9%	16.7%	3.5%	13.2%	12.3%	-0.9%	16.7%	3.5%
ROA	5.9%	5.6%	-0.2%	7.7%	1.8%	5.9%	5.6%	-0.2%	7.7%	1.8%
売上成長率	8.6%	8.2%	-0.4%	9.1%	0.5%	8.6%	8.2%	-0.4%	9.1%	0.5%
有利子負債比率	18.1%	23.0%	4.9%	16.2%	-1.9%	18.1%	23.0%	4.9%	16.2%	-1.9%
研究開発費率	0.3%	0.3%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.3%	0.3%	0.0%	0.1%	-0.1%
総資産	10.5	11.7	1.1 ***	12.1	1.5 ***	10.5	11.7	1.1 ***	12.1	1.5 ***
設立年数	49.2	46.3	-2.9	44.1	-5.1	49.2	46.3	-2.9	44.1	-5.1
セグメント数	2.6	2.7	0.1	2.9	0.3	2.6	2.7	0.1	2.9	0.3
コア企業ダミー	0.51	0.61	0.10	0.49	-0.03	0.51	0.61	0.10	0.49	-0.03
ハーフィンダール指数	0.31	0.29	-0.02	0.37	0.06	0.31	0.29	-0.02	0.37	0.06
海外売上高比率(企業数)	4.8%	4.3%	-0.6%	6.8%	1.9%	4.8%	4.3%	-0.6%	6.8%	1.9%
	298	65		32		298	65		32	

注:有意水準1%(\*\*\*)、5%(\*\*)に応じてアスタリスクを付与

(出所)日興フィナンシャル・インテリジェンス「平成26年度産業経済研究委託事業(企業における女性の活用及び活躍促進の状況に関する調査)報告書」

### 3. 弊社の分析について

#### 分析概要(分析②)

- 女性役員の有無と企業パフォーマンスの関係について検証  
※因果関係を考慮していない点に注意

#### 分析方法

- 分析①と同様

#### 分析データ

- 2013年度の女性役員の人数(CSR企業総覧2015年版)
- 企業パフォーマンス:  
2013年度における実績ベースの経常ROEと、2014年度における予想ベースの経常ROE

(出所)日興フィナンシャル・インテリジェンス「平成26年度産業経済研究委託事業(企業における女性の活用及び活躍促進の状況に関する調査)報告書」

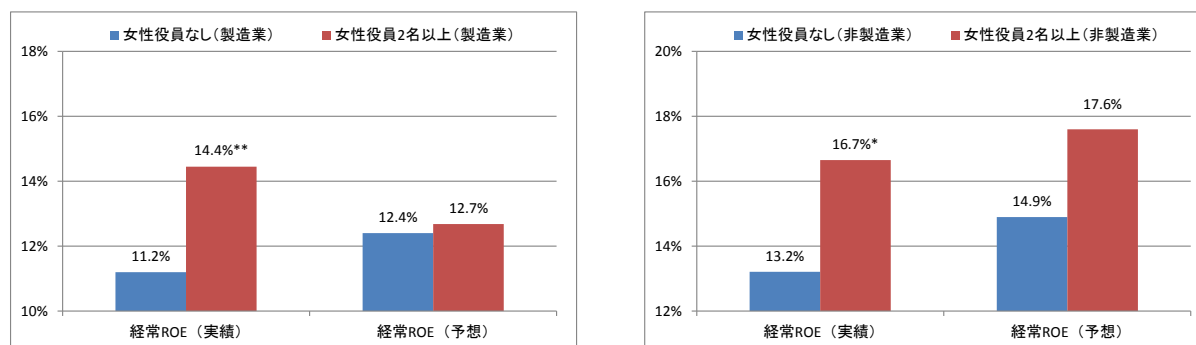
### 3. 弊社の分析について

#### 分析結果(分析②)

(製造業、非製造業に共通する傾向)

- 女性役員なしと1名の企業では、企業パフォーマンスに違いはみられない(図表は非掲載)
- 女性役員2名以上の場合には、企業パフォーマンスが相対的に優れる傾向  
※ただし、統計的な有意水準は高くない

女性役員の有無(なしvs.2名以上)と企業パフォーマンスの関係



注: 有意水準1% (\*\*\*)、5% (\*\* )に応じてアスタリスクを付与

(出所) 日興フィナンシャル・インテリジェンス「平成26年度産業経済研究委託事業(企業における女性の活用及び活躍促進の状況に関する調査)報告書」

### 4. Final comments

#### 1. 実務では高い関心

- Women Matter(McKinsey&Company)
- Women CEOs Of The S&P500(Catalyst)
- The CS Gender 3000: The Reward for Change(Credit Suisse)
- WOMEN ON BOARDS(MSCI)
- Women on boards: 5 year summary (Davies review)

#### 2. 取締役データベースの取り組み

- Equilar Diversity Network(EDN)
- Diverse Director DataSource(3D)

- 商 号 日興リサーチセンター株式会社
- 設 立 1970年12月1日
- 資 本 金 10億5,021万円
- 株 主 SMBC日興証券株式会社 100%
- 所 在 地 〒103-0026  
東京都中央区日本橋兜町8番1号  
Tel :03-5644-1600(代表)  
Fax :03-5644-1698  
<http://www.nikko-research.co.jp/>
- 役 社 員 44名
- 公 的 認 定 金融商品取引業者 投資助言・代理業  
登録番号 関東財務局長(金商)第915号
- 加 入 団 体 一般社団法人 日本投資顧問業協会

## 【免責事項】

本資料は証券その他の投資対象の売買の勧誘ではなく、日興リサーチセンター株式会社(以下「当社」といいます)が情報の提供を目的に作成したものです。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成していますが、これらの情報が完全、正確であるとの保証はいたしかねます。情報が不完全または要約されている場合もあります。本資料に記載する価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。かかる価格、数値等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承くださいようお願いいたします。本資料は将来の結果をお約束するものでもありませんし、本資料にある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本資料にある情報の使用による結果について、当社が責任を負うものではありません。本資料は、本資料を受領される特定のお客様の財務状況、ニーズ又は投資目的を考慮して作成されているものではありません。本資料はお客様に対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目録見書、お客様向け資料等をよくお読みになり、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

当社が本資料で推奨されている投資や見解と整合しない又は矛盾するコメントを顧客に対して行う場合があります。

当社の役員は、本資料で言及されている証券、その派生商品又は本資料の対象会社の別の証券の売買を行う可能性があります。

本資料は、当社又は当社の関連会社から配布しています。本資料に含まれる情報は、提供されましたお客様限りでご使用ください。

本資料は当社の著作物です。本資料のいかなる部分についても電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。本資料に関するお問い合わせは、当社の営業担当までお願いいたします。

追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

本資料に記載された会社名、商品名またはサービス名等は、当社または各社の商標または登録商標です。

## 【金融商品取引法第37条(広告等の規制)にかかる留意事項】

### 【手数料等について】

当社と有価証券投資等にかかる助言、コンサルティングのお取引をされる場合、所定の手数料等をご負担いただく場合があります。手数料の額は当社の助言内容により異なり、定額の場合、投資助言対象資産額に一定の年率(0.25%~1.00%)を乗じた金額の場合、運用成果に応じた報酬をいただく場合がありますが、お客様との契約により決定いたします。

### 【リスク等について】

当社は、お客様との契約に基づいて投資助言を行う場合、当社が信頼できると判断した情報源から入手した市場等の情報と、当社が有効と信ずる分析手法等に基づいて投資助言を行います。その正確性や運用の成果を保証するものではありません。金融商品等への投資のご判断はお客様ご自身が行ってください。当社が投資助言を行う金融商品等には、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況含む)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生じるおそれ(元本欠損リスク)、または元本を超過する損失を生じるおそれ(元本超過損リスク)があります。なお、市場デリバティブ取引には、対象となる株式等または指標等の価格変動により損失の額が、お客様が金融商品取引業者等に差し入れた委託証拠金または証拠金の額を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。

投資助言、コンサルティングの内容により手数料等およびリスクは異なりますので、当該サービスの契約締結前交付書面やお客様向け資料、契約書等をよくお読みください。

### 【商号等】

日興リサーチセンター株式会社  
金融商品取引業者 投資助言・代理業 登録番号 関東財務局長(金商)第915号

### 【加入協会名】

一般社団法人日本投資顧問業協会

(平成27年4月1日現在)