

&lt; 論文 &gt;

## 人材重視型 CSR と企業価値 (5) コーポレート・ガバナンスと女性活用

年金研究所 佐々木 隆文

### 要 約

本稿では、コーポレート・ガバナンスのうち経営者の株式所有に着目し、女性活用との関係进行分析する。過去のコーポレート・ガバナンスに関する研究では、ボード構成、外部株主の構成、金融機関との関係については、統一された傾向が確認されていないが、経営者持ち株比率に関しては、その水準が高すぎない限り、企業価値に対しプラスの影響を与えることがほぼコンセンサスとなりつつある。換言すれば、経営者持ち株比率が高い企業では株主価値最大化経営が行われていることが示唆されている。このため、経営者持ち株比率と女性活用との間のプラスの相関関係が見出されれば、企業経営における女性活用の意義に関する新たな証左となると考えられる。

2003年度の日本企業を対象とした分析の結果、経営者持ち株比率が高い企業では女性従業員比率、女性管理職比率、女性役員比率、いずれも高くなる傾向が確認できた。そのような傾向は業種要因、成長機会、企業規模を考慮しても変わらなかった。このような結果は、女性活用が株主価値最大化に必要な不可欠な投資であることを示している。

### 目 次

1. はじめに
2. 先行研究と仮説
3. 分析方法
4. 分析結果
5. おわりに

#### 1. はじめに

本シリーズでは先行研究のサーベイや日本企業のデータを用いた実証分析から、女性活用に焦点を当てつつ人材活用と企業価値との関係を論じてきた。今回はコーポレート・ガバナンスと女性活用との関係を調べることにより、女性活用が株主価値最大化に繋がるものか、或いは株主価値を損なうものであるかを間接的に検証する。

言うまでもなく、経営者の株式所有はコーポレート・ガバナンスの最も重要な要素で

あり、経営の非効率の多くは「所有と経営の分離」、即ち、企業の経営がごく少数の株式しかもたない経営者により行われていることから生じる<sup>1</sup>。非対称情報の下で、所有と経営の分離がもたらす経営者のモラルハザードは Jensen and Meckling (1976)により定式化され<sup>2</sup>、過去の多くの実証研究において経営者持ち株比率が高すぎない水準(実質的な支配力を持つような水準)までは経営者の株式所有比率と企業価値との間に明確なプラスの相関関係があることが示されてきた (Morck, Shleifer, and Vishny(1988), McConnell and Servaes (1990, 1995), Short and Keasey(1998)など)。つまり、経営者の株式所有により所有と経営の分離という問題が緩和されることにより、モラルハザードが緩和されることを示している。換言すれば、経営者による株式所有が高まると株主価値最大化経営に近づくことが示唆されている。

他方、女性活用と企業価値との関係については、幾つかの文献において、女性活用が企業価値を高めうることを示されている (Adams and Ferreira(2004), Carter, Simkins, and Simpson(2003))。これらの研究では、性別や人種によらない人材活用がもたらす Diversity 効果が企業の問題解決能力を高め、延いては企業価値の向上に繋がることが示唆されている<sup>3</sup>。わが国においても、女性活用が企業価値を高めうることは佐々木・杉浦・高村 (2005) 等により示されている。より具体的には、佐々木・杉浦・高村 (2005) はわが国企業の女性活用の歴史的経緯を概観した後に、女性活用が企業価値を高めうることを統計的分析、ケース分析により示している。

以上の点を踏まえると、株主価値最大化への意識が高い経営者持ち株比率が高い企業において女性活用が進んでいることを示すことができれば、女性活用のための施策は株主価値最大化のために必要な投資と捉えることができる。つまり、女性活用の企業経営上の意義に関する新たな証左となる。

## 2. 先行研究と仮説

Jensen and Meckling (1976)が示したように、非対称情報の下では経営者行動にモラルハザードが生じ、かつその度合いは所有と経営との分離が進むほど大きくなる。より具体的には、経営者には努力水準の低下、リスク回避、私利私欲の追求など株主価値最大化から乖離する行動を採る可能性がある。他方、投資家は事前的にそのようなモラルハザードを予見し、資本コストに反映させることになる。結果として、経営者自身の問題行動によるコスト(エージェンシー・コスト)は経営者自身に跳ね返ってくることになる。そして、エージェンシーコストによる高い資本コストは過少投資に繋がり、株主価値を低下させることになる。このため、経営者の持ち株比率が高まり、経営者のモラルハザードが緩和されればエージェンシーコストの低下により企業価値が高まることになる。このような効果は alignment 効果と呼ばれる。

<sup>1</sup> 「所有と経営の分離」については『今月の用語』参照。

<sup>2</sup> 「モラルハザード」については『今月の用語』参照。

<sup>3</sup> Diversity は性別のみでなく、多様なプロフィールを持つ人材が融合することによる効果を示す。例えば、矢野(2004)では、メーカーの製品開発において異なる分野を専攻していたメンバーから構成されるチームの創造性が高いことを論じている。

その一方、経営者持ち株比率が高まりすぎると、takeover の可能性が低くなることにより、経営者に対する外部からの規律づけが弱まる可能性もある (Stulz(1988))。これは entrenchment 効果と呼ばれる。

以上の理論を踏まえると、経営者持ち株比率が実質的な支配権を持つ程の高水準でなければ、経営者持ち株比率と企業価値との間に明確にプラスの相関関係が存在すると予想される。実際、米国企業を対象とした、Morck, Shleifer, and Vishny(1988), McConnell and Servaes(1990, 1995), 英国企業を対象とした Short and Keasey(1998)ではいずれも、経営者持ち株比率が実質的な支配権を有する水準に近くまでは経営者持ち株比率と企業価値との間に強い相関関係があることが示されている<sup>4</sup>。他方、わが国において経営者による株式所有比率が平均的に極めて低いことを踏まえると、わが国においては経営者による株式所有と株主価値との間に明確にプラスの相関関係があると予想される。実際、Morck, Nakamura, and Shivdasani (2000)においては、日本企業において経営者持ち株比率と株主価値との間に単調なプラスの相関関係が確認されている。

他方、女性活用と企業価値との関係については、女性のボード比率と企業価値との関係を調べた Adams and Ferreira (2004), Carter, Simkins, and Simpson (2003)らの分析によりプラスの相関関係が認められている。これらの分析結果は、ジェンダーのバランスが採れることによる多様な知見、アイデアの創造や顧客嗜好の適切な理解によりもたらされていると解釈されている。このような結果は、近年の米国における議決権行使でボードの Diversity が採り上げられることとも整合的である。また、佐々木・杉浦・高村(2005)は日本企業における従業員レベルの女性活用の効果を調べ、同様の傾向を確認している。しかし、これらの分析では因果関係の問題を完全にコントロールすることが難しい。例えば、若く成長機会に富む企業では経営者の持ち株が高いと考えられるが、そのような企業では、追加的な労働投入の必要性が高く、性別にこだわらない人材採用が行われている可能性がある。そこで、本稿では、事前的な企業行動の視点からこの問題を分析する。仮に、女性活用が企業価値を高めうる企業行動であるとすれば、そのような行動は株主価値最大化への意識が高い経営者持ち株比率が高い企業において積極的に進んでいると考えられる。以下ではこの点を検証する。

### 3. 分析方法

分析は、1)経営者持ち株比率が高い企業と低い企業グループにおける、各女性活用変数の平均値の比較、2)経営者持ち株比率やコントロール変数を説明変数とした重回帰分析、双方により行う。女性活用に関するデータは、東洋経済新報社の就職四季報女性版、CSR 総覧、NFI が行ったアンケートデータ等を用い、経営者持ち株比率は東洋経済新報社の大株主データを用いた。これらのデータが得られる企業のうち、3月決算の一般

<sup>4</sup> これらの研究では経営者持ち株比率が50%を超えるような水準になると企業価値との間にマイナスの相関があること、即ち entrenchment 効果も示されている。

事業会社で財務データ等が取得可能な企業を対象とした。

分析に用いる女性活用変数は表1の通りであり、表2は各変数の記述統計量を見たものである。ここで、30代の女性従業員比率も用いている背景には、わが国の女性の労働力率が30代において著しく低く、この数値に反映される育児と仕事の両立の困難さがわが国企業における女性活用の妨げとなっていると考えられるからである。

表1 女性活用度変数の定義

変数名	定義式
WEMP	女性従業員数 ÷ 総従業員数
KANRI	女性管理職 ÷ 女性従業員数
SANKYU	産休取得者数 ÷ 女性従業員数
IKUKYU	育休取得者数 ÷ 女性従業員数
KIN	女性平均勤続年数 - 男性平均勤続年数
WMAN	女性の取締役数 ÷ 取締役数
WEMP30	30代の女性従業員数 ÷ 30代の従業員数
MANAGER	経営者持ち株比率
Q	トービンのQ = (株式時価総額 + 負債) ÷ 総資産
SIZE	総資産の対数値

表2 記述統計量

	データ数	平均値	中心値	最小値	最大値	標準偏差
WEMP	662	0.171	0.150	0.009	0.888	0.112
KANRI	627	0.028	0.009	0.000	0.844	0.065
SANKYU	593	0.036	0.027	0.000	1.313	0.064
IKUKYU	609	0.038	0.028	0.000	1.313	0.067
KIN	662	-4.843	-4.800	-20.700	15.900	3.390
WMAN	401	0.007	0.000	0.000	0.667	0.041
WEMP30	357	0.172	0.145	0.021	0.933	0.108
MANAGER	662	0.051	0.007	0.000	0.644	0.095

表2によれば、2003年度は従業員数に占める女性の割合は17.1%に過ぎない。他方では、平均勤続年数格差は-4.84年となっており、女性の方が5年弱も短い。結果として、女性管理職比率の平均値は3.6%と極めて低いものとなっている。経営レベルにおける女性活用は更に遅れており、女性役員の比率は僅か0.7%となっている。このような数値は米国企業を対象としたAdams and Ferreira (2004), Carter, Simkins, and Simpson (2003)らの分析に比べても極めて低い。

#### 4. 分析結果

##### 4.1 平均値の比較

表3はサンプルを経営者持ち株比率により2つに分け、各々の女性活用変数の平均値を比較したものである。これによれば、WEMP(女性従業員比率)、KANRI(女性管理職比率)について、経営者持ち株比率が高いグループの平均値は低いグループの平

均値よりも統計的に有意に高くなっている。即ち、経営者持ち株比率と女性従業員比率、女性管理職比率、勤続年数格差、女性役員比率との間には統計的に有意な関係が認められる。また、KIN（勤続年数格差）WMAN（女性経営者比率）については統計的に有意ではないものの、一定の差は認められる。このような結果は、株主価値最大化への志向が女性活用に繋がっていることを示唆している。つまり、株主価値への意識が高い企業においては、Diversity 効果やその背景にある人的資源管理を考慮した経営が行われている可能性を示唆している。他方、SANKYU、IKUKYU については経営者持ち株比率が高いグループで寧ろ低くなっている。但し、出産や育児が特定の年齢層に偏ることを踏まえると、この結果は企業の年齢構成やその背景にある企業の成長段階や企業規模の影響を受けている可能性がある。この点は重回帰分析において考慮する。また、WEMP30 については明確な傾向が見出せなかった。

次いで、表 4 は各々の女性活用変数について業種調整を行い、同様の分析を行ったものである。女性従業員比率が業種により大きく異なっている可能性を踏まえると、表 3 の結果は業種要因によってもたらされている可能性もある。しかし、表 4 の結果は表 3 と同様の傾向を示しており、業種要因を考慮しても経営者持ち株比率と女性従業員比率、女性管理職比率、女性役員比率との間にプラスの相関があることを示している。

表 3 経営者持ち株比率と女性活用度の比較

	経営者持ち株比率が 高い企業の平均値	経営者持ち株比率が 低い企業の平均値	差	p値
WEMP	0.192	0.151	0.041	0.000
WMAN	0.010	0.003	0.007	0.118
WEMP30	0.174	0.170	0.004	0.759
KANRI1	0.040	0.016	0.024	0.000
IKUKYU	0.029	0.048	-0.020	0.000
SANKYU	0.027	0.046	-0.018	0.001
KIN	-4.679	-5.007	0.328	0.214
MANAGER	0.100	0.002	0.097	0.000

表 4 経営者持ち株比率と女性活用度の比較（業種調整後）

	経営者持ち株比率が 高い企業の平均値	経営者持ち株比率が 低い企業の平均値	差	p値
WEMP	0.008	-0.008	0.016	0.035
WMAN	0.002	-0.002	0.005	0.276
WEMP30	-0.004	0.004	-0.008	0.440
KANRI	0.005	-0.005	0.009	0.052
IKUKYU	-0.006	0.006	-0.012	0.017
SANKYU	-0.006	0.006	-0.012	0.019
KIN	0.007	-0.007	0.014	0.952
MANAGER	0.100	0.002	0.097	0.000

#### 4.2 回帰分析

上記の分析では、企業規模や成長機会といったファクターがコントロールされていない。

そこで、表5は分析結果の頑健性を高めるために、成長機会（トービンのQ：企業の時価簿価比率）企業規模（総資産の対数値）をコントロール変数として用い、重回帰分析を行ったものである。

これによれば、WEMP、KANRI、KIN、WMANについてはパラメータが統計的に有意にプラスである。即ち、経営者持ち株比率と女性従業員比率、女性管理職比率、勤続年数格差、女性役員比率との間には統計的に有意な関係が認められる。換言すれば、経営者持ち株比率が高く、株主価値への意識が高い企業では従業員数に占める女性比率や相対的な女性の勤続年数が高い傾向が認められる。これらの変数が女性登用の必要条件であることを踏まえると、経営者持ち株比率と女性管理職比率、女性役員比率との間に明確な傾向が見られることも説得的である。即ち、株主価値への意識が高い企業では女性の登用がより進んでいることが示唆されている。他方、産休取得者比率、育休取得者比率に関しては、これまでと異なり、統計的に有意な傾向は確認できない。即ち、成長機会、企業規模等をコントロールすれば、経営者持ち株比率が高い企業でこれらの比率が低くなる傾向は確認されない。また、30代の女性従業員比率に関しては、これまでと同様に有意な結果が確認できなかった。

次いで、表6は、女性活用変数に業種調整を行ったものをを用いた分析結果であるが、やはり同様の傾向が得られている。つまり、業種要因を考慮しても、経営者持ち株比率が高い企業、換言すれば株主価値への意識が高い企業で女性活用が積極的に行われている。このことは女性活用のための投資が株主価値最大化に必要な不可欠な投資であることを示している。

表5 回帰分析の結果

	WEMP	KANRI	IKUKYU	SANKYU	KIN	WMAN	WEMP30
Intercept	0.209 *** (0.000)	0.050 *** (0.001)	0.003 (0.852)	-0.004 (0.772)	-5.399 *** (0.000)	0.015 (0.187)	0.181 *** (0.000)
MANAGER	0.244 *** (0.000)	0.194 *** (0.000)	-0.040 (0.228)	-0.019 (0.567)	6.249 *** (0.000)	0.069 ** (0.018)	0.050 (0.521)
Q	0.010 ** (0.016)	0.005 ** (0.025)	0.000 (0.902)	-0.001 (0.794)	0.454 *** (0.000)	0.001 (0.755)	0.006 (0.137)
size	-0.009 *** (0.007)	-0.005 *** (0.005)	0.005 *** (0.009)	0.006 *** (0.003)	-0.040 (0.687)	-0.002 (0.272)	-0.003 (0.512)
RSQ	0.083	0.131	0.023	0.023	0.050	0.028	0.010
Number_of_obs	650	617	598	582	650	393	351

表6 回帰分析の結果（業種調整後）

	WEMP	KANRI	IKUKYU	SANKYU	KIN	WMAN	WEMP30
Intercept	-0.005 (0.817)	-0.002 (0.891)	-0.027 * (0.076)	-0.032 ** (0.035)	-1.004 (0.150)	0.005 (0.668)	-0.018 (0.499)
MANAGER	0.141 *** (0.003)	0.115 *** (0.000)	-0.013 (0.692)	0.002 (0.956)	3.108 ** (0.033)	0.051 * (0.070)	0.001 (0.983)
Q	0.006 * (0.092)	0.003 (0.215)	0.000 (0.940)	0.000 (0.867)	0.282 ** (0.017)	0.000 (0.960)	0.004 (0.255)
size	-0.001 (0.676)	-0.001 (0.577)	0.004 ** (0.046)	0.005 ** (0.020)	0.077 (0.405)	-0.001 (0.507)	0.002 (0.592)
RSQ	0.024	0.042	0.010	0.011	0.016	0.015	0.005
Number_of_obs	650	617	598	582	650	393	351

## 5. おわりに

以上のように、本稿の分析結果は、経営者持ち株比率が高い企業、換言すれば株主価値への意識が高い企業では女性活用が積極的に進んでいる結果が示された。そして、そのような傾向は企業規模や成長力を考慮しても変わらなかった。この分析結果は、株主価値を最大化する企業では、Diversity 効果や人材資源管理による従業員のインセンティブ向上を考慮した結果、女性活用が進んでいると解釈される。換言すれば、女性活用のための施策が株主価値最大化のために必要な投資であることを示唆している。これは女性活用と企業価値との間にプラスの相関関係を確認している先行研究とも整合的であり、本稿の分析結果は女性活用の意義に関する新たな証左となろう。経営者持ち株比率が高い企業で企業価値が高まることが多くの実証分析で示されていることを踏まえると、性別に偏った人材活用は株主価値最大化に必要な企業行動を採っていないという意味でエージェンシー問題の一つとも考えられる<sup>5</sup>。わが国大企業の女性活用が国際的に見て遅れていることを踏まえると、追加的な女性活用の限界的な効果は大きいと考えられ、今後の大きな経営課題と言えそうである。

## 参考文献

- 佐々木 隆文、杉浦 康之、高村 静(2005)、「CSR と女性の活用」、東洋経済統計月報 2005年9月号、pp.12-25
- 矢野 正晴(2004)、「多様性の経営学」、白桃書房。
- Adams, Renee B., and Daniel Ferreira (2004), "Gender Diversity in the Boardroom," ECGI Working Paper Series in Finance (<http://www.ecgi.org/wp>)
- Carter, David A., Betty J. Simkins, W. Gary Simpson (2003), "Corporate Governance Board Diversity and Firm Value," The Financial Review Vol. 38 No. 1, pp. 33-54
- Jensen, Michael C. and William Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure," Journal of Financial Economics, 3, pp. 305-360
- McConnell, John and Henri Servaes (1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value," Journal of Financial Economics, 27, pp. 595-612
- McConnell, John J. and Henri Servaes (1995), "Equity ownership and the two faces of debt," Journal of Financial Economics, 39, pp. 131-157
- Morck, Randall, Masao Nakamura, Anil Shivdasani (2000), "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan," Journal of Business, Volume 73, Number 4, pp. 539-569
- Morck, Randall, Andrei Shleifer and Robert Vishny (1988), "Management ownership and market valuation: An empirical analysis," Journal of Financial Economics, 20, pp. 293-315

---

<sup>5</sup> エージェンシー問題の誘因からは、人材活用に対し十分な努力を行っていない、或いは多様な人材が存在することによるリスクを回避していると解釈される。

- Short, Helen and Kevin Keasey (1999), "Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK," *Journal of Corporate Finance*, 5, pp. 79-101
- Stulz, Rene (1988), "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 25-54.