

# 第Ⅱ部 分析編



## 第1章 人事情報の「見える化」に関する企業調査

### 第1節 調査の目的と分析のフレームワーク、調査方法

本調査では、①「企業は人事関連の情報を、どの程度社外に公表しているか」、②「どのような企業で、情報開示が進んでいるか」を明らかにする。分析枠組みは、図表 1-1 の通りである。

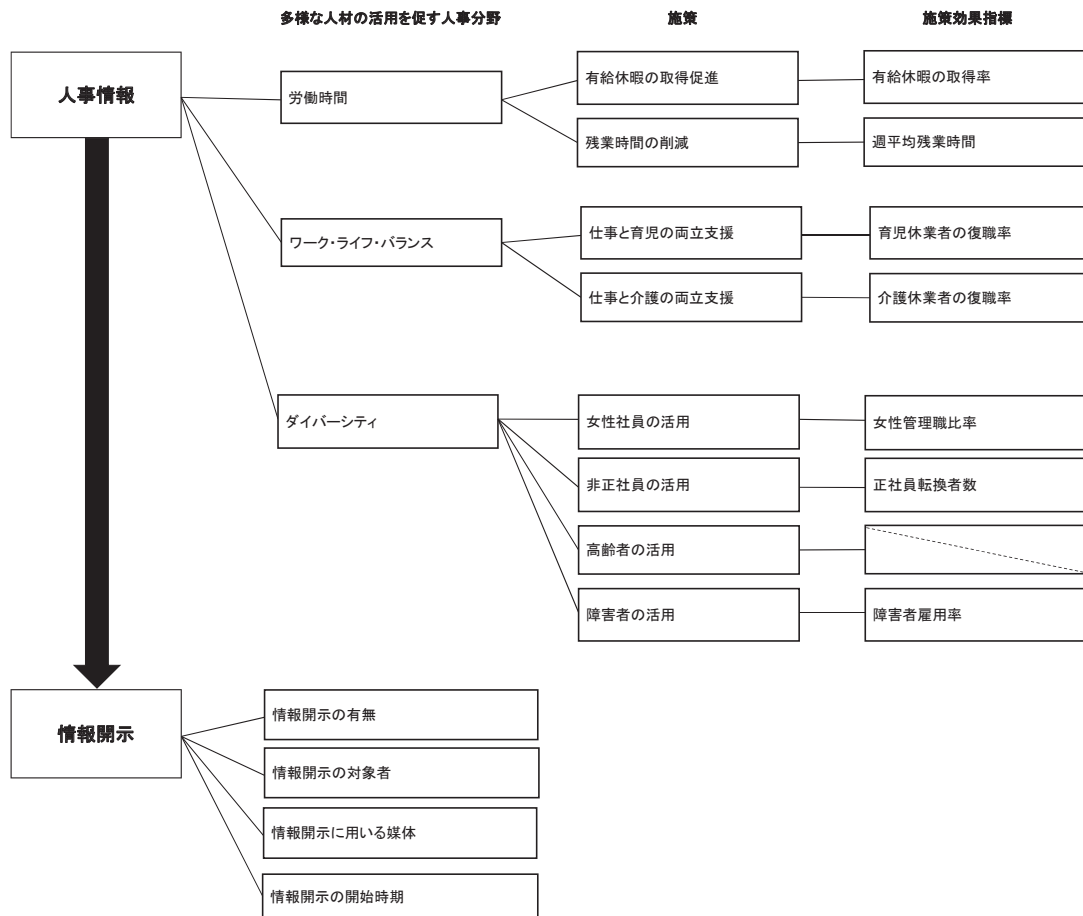
調査を行うにあたってまず問題となるのは、企業が取組む様々な人事分野のうち、どの分野に注目するかである。本調査は、政府の掲げる働き方改革の一環で実施されることから、多様な人材の活用を促す人事分野として「労働時間」分野、「ワーク・ライフ・バランス」分野、「ダイバーシティ」分野の3つの人事分野に注目する。つぎに問題となるのは、各人事分野の情報開示の状況をどのように分析するかである。人事分野は様々な人事施策から構成されているため、その全てについて開示状況を明らかにすることは不可能である。そこで本調査では、各人事分野を構成する代表的な「施策」を2つ～4つ抽出し、それぞれの人事施策について実施状況や情報開示の状況を把握する。

実施状況は、各施策の実施有無や、実施程度を示す数値データ（「施策効果指標」）からみる。すなわち「労働時間」分野は、「有給休暇の取得促進」と「残業時間の削減」からみることとし、施策効果指標として「有給休暇の取得率」、「週平均残業時間」をみる。「ワーク・ライフ・バランス」分野は、「仕事と育児の両立支援」と「仕事と介護の両立支援」からなり、施策効果指標として「育児休業者の復職率」、「介護休業者の復職率」をみる。「ダイバーシティ」分野は「女性社員の活用」と「非正社員の活用」、「高齢者の活用」、「障害者の活用」からなり、施策効果指標として「女性管理職比率」と「正社員転換者数」、「障害者雇用率」をみる。なお、「高齢者の活用」に関しては、定年制廃止や雇用延長制度の導入有無から実施状況を把握する。これらの制度が導入されている場合、高齢な社員全員が制度適用者となるため、施策効果指標による把握は行わない。

以上8つの「施策」と7つの「施策効果指標」からなる「人事情報」を、どの程度「情報開示」しているかみるために、「情報開示の有無」、「情報開示の対象者」、「情報開示に用いる媒体」、「情報開示の開始時期」についても分析する。

調査は郵送方法によるアンケート調査の方法をとり、東京証券取引所に上場する企業を対象に行った。調査実施時期は、2018年1月27日から2月19日である。3,583件に送付し、216件から回答を得た（回収率6.0%）。

図表 1-1 分析のフレームワーク



## 第2節 先行研究

調査結果を分析する前に、関連する先行研究について整理しておきたい。

リクルートワークス研究所による「Works 人材マネジメント調査 2015」では、東証一部に上場している企業（176社）を対象にアンケート調査を実施している。同調査では、人事情報を労働時間や働き方の多様性等の18項目に分類し、社外への開示状況をたずねている。これによると、人事情報のうち社外に開示している割合が最も高いのは「女性活躍推進関連」（41.0%）、ついで「障がい者活用関連」（36.6%）、「育休活用関連」（27.6%）である（p.109）。

また、「企業の人材育成・教育訓練などの広報及び情報の公表に関する調査」（労働政策研究・研修機構（2016））では、東京証券取引所に上場している企業を対象に、人材育成・教育訓練に関する情報の開示状況を調べている（有効回収数390票）。同調査によると、人材育成関連の情報を社外に開示している企業は、全体の4分の1（26.9%）にとどまる。それらの企業が開示している情報の内容を見ると、「社内の人材育成・教育訓練の体系・実施体制」が最も多く（77.1%）、これに「人材育成方針・人材育成計画」（75.2%）、「社内でのOff-JT（内容や受講人数等）」（55.2%）がつづく。こうした情報を開示する目的としては、「企業イメージの向上」（89.5%）、「優秀な人材の確保」（78.1%）、「顧客・取引先、消費者からの評価の

向上」(74.3%)が挙げられる(pp.3-10)。

以上の調査から、人事関連の情報開示は十分に進んでいるとはいえないうえ、人事情報の社外開示状況に関する調査自体が少なく、実態把握も十分ではないといえる。

### 第3節 結果の概要

#### 1. 企業属性

企業属性として、従業員規模や業種などの基本属性にくわえ、働き方改革に関する優良企業の認定有無と、重視する経営指標、重視する利害関係者をみる。

基本属性は図表1-2のとおりである。まず、2016年度末時点での正社員数をみると、「100人未満」が21.8%、「100～300人未満」が21.8%、「300～1,000人未満」が26.4%、「1,000人以上」が27.8%である。非正社員数は、「0～10人未満」が23.1%、「10～50人未満」が20.8%、「50～200人未満」が21.3%、「200人以上」が30.6%である。

業種は「製造業」(35.6%)が最も多く、これに「卸売業・小売業」(19.4%)がつづく。

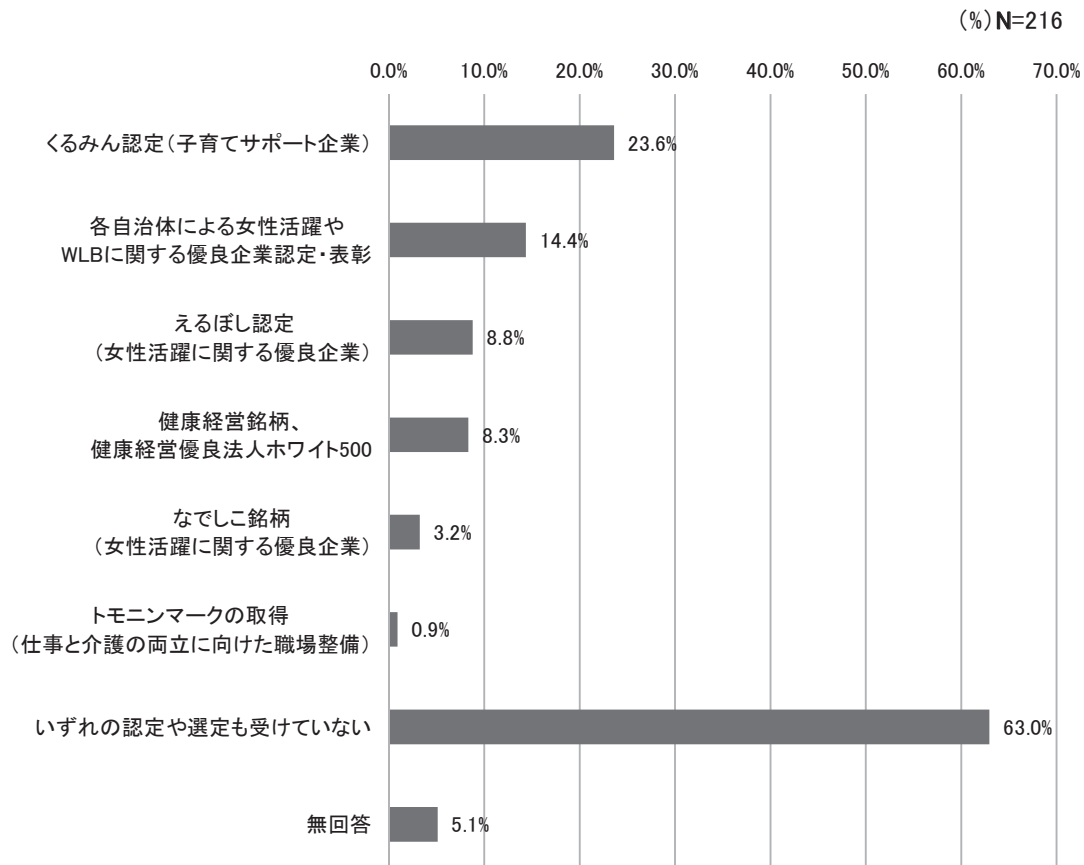
上場先では、「東証一部」が52.3%と半数以上を占め、これに「JASDAQ(スタンダード、グロース)」(24.1%)、「東証二部」(15.7%)がつづく。外国資本比率をみると、「10%未満」の企業が半数以上(56.0%)を占める。機関投資家比率をみると、「わからない」(31.5%)とする企業が最も多いが、それ以外についてみると「10%未満」(29.2%)、「10%～20%未満」(9.7%)と20%未満が約4割(38.9%)を占める。

図表1-2 企業属性

|                    |        | (% N=216)    |          |       |                 | (% N=216) |           |                     |         | (% N=216) |           |      |
|--------------------|--------|--------------|----------|-------|-----------------|-----------|-----------|---------------------|---------|-----------|-----------|------|
| 従業員規模<br>(2016年度末) | 正社員    | 100人未満       | 21.8     | 業種    | 建設業             | 5.6       | 上場先       | 東証一部                | 52.3    | 外国資本比率    | 10%未満     | 56.0 |
|                    |        | 100～300人未満   | 21.8     |       | 製造業             | 35.6      |           | 東証二部                | 15.7    |           | 10%～20%未満 | 8.8  |
|                    |        | 300～1,000人未満 | 26.4     |       | 電気・ガス・熱供給・水道業   | 2.3       |           | マザーズ                | 4.6     |           | 20%～30%未満 | 9.3  |
|                    |        | 1,000人以上     | 27.8     |       | 情報通信業           | 6.9       |           | JASDAQ(スタンダード、グロース) | 24.1    |           | 30%～40%未満 | 3.7  |
|                    |        | 無回答          | 2.3      |       | 運輸業、郵便業         | 3.7       |           | Tokyo Pro Market    | 1.9     |           | 40%～50%未満 | 2.3  |
|                    |        | 平均           | 1888.5   |       | 卸売業、小売業         | 19.4      |           | その他                 | 0.9     |           | 50%以上     | 2.3  |
|                    | 標準偏差   | 6083.7       | 金融業、保険業  |       | 3.2             | 無回答       | 0.5       | わからない               | 13.4    |           |           |      |
|                    | 非正社員   | 0～10人未満      | 23.1     |       | 不動産業、物品賃貸業      | 6.9       | 無回答       | 4.2                 | 機関投資家比率 | 10%未満     | 29.2      |      |
|                    |        | 10～50人未満     | 20.8     |       | 学術研究、専門・技術サービス業 | 1.9       | 10%～20%未満 | 9.7                 |         | 10%～20%未満 | 9.7       |      |
|                    |        | 50～200人未満    | 21.3     |       | 宿泊業、飲食サービス業     | 3.7       | 20%～30%未満 | 6.5                 |         | 20%～30%未満 | 6.5       |      |
|                    |        | 200人以上       | 30.6     |       | 生活関連サービス業、娯楽業   | 1.9       | 30%～40%未満 | 3.7                 |         | 30%～40%未満 | 3.7       |      |
|                    |        | 無回答          | 4.2      |       | 教育、学習支援業        | 0.5       | 40%～50%未満 | 3.7                 |         | 40%～50%未満 | 3.7       |      |
| 平均                 |        | 740.0        | その他サービス業 | 3.2   | 50%以上           | 2.3       | 50%以上     | 8.8                 |         |           |           |      |
| 標準偏差               | 2341.0 | その他          | 1.4      | わからない | 13.4            | わからない     | 31.5      |                     |         |           |           |      |
|                    |        |              |          | 無回答   | 3.7             | 無回答       | 6.9       | 無回答                 | 6.9     |           |           |      |

つぎに、働き方改革に関する認定有無をみると（図表 1-3）、「いずれの認定や選定も受けていない」企業が 63.0%を占め、これに「くるみん認定」（23.6%）、「各自治体による女性活躍や WLB に関する優良企業認定・表彰」（14.4%）が続く。

図表 1-3 働き方改革に関する認定・選定の有無



重視する経営指標（図表 1-4）について、1位をみると「営業利益や経常利益など、収益性の指標」（46.8%）を挙げる企業が最も多く、これに「売上高や市場シェアなど、規模の成長性の指標」（31.0%）がつづく。1位から3位までを足し合わせた合計指標<sup>1</sup>を見ても、「営業利益や経常利益など、収益性の指標」が 212.5 点と最も高く、これに「売上高や市場シェアなど、規模の成長性の指標」（164.4 点）がつづく。このことから、経営指標としては上記 2 つが最も重要視されているといえる。つぎに、重視する利害関係者の 1 位をみると、約 6 割（59.3%）の企業が「顧客（消費者）」を挙げている。合計指標でも、「顧客」（201.9 点）が最も点数が高く、これに「従業員」（115.3 点）、「株主」（113.0 点）がつづく。

<sup>1</sup> 1位を3点、2位を2点、3位を1点と重み付けし、1位～3位までの点数を合計した。

図表 1-4 重視する経営指標と利害関係者

| N=216    |                                |      |      |      | N=216 |           |         |      |      |      |       |  |  |
|----------|--------------------------------|------|------|------|-------|-----------|---------|------|------|------|-------|--|--|
|          |                                |      |      |      | 1位(%) | 2位(%)     | 3位(%)   | 合計指標 |      |      |       |  |  |
| 重視する経営指標 | 売上高や市場シェアなど、規模の成長性の指標          | 31.0 | 30.1 | 11.1 | 164.4 | 重視する利害関係者 | 顧客(消費者) | 59.3 | 10.2 | 3.7  | 201.9 |  |  |
|          | 営業利益や経常利益など、収益性の指標             | 46.8 | 34.3 | 3.7  | 212.5 |           | 従業員     | 8.8  | 31.9 | 25.0 | 115.3 |  |  |
|          | ROA(総資産利益率)など、資産活用の効率性の指標      | 3.2  | 6.9  | 13.9 | 37.5  |           | 株主      | 8.8  | 25.9 | 34.7 | 113.0 |  |  |
|          | ROE(株主資本利益率)など、株主資本の効率性の指標     | 3.2  | 8.8  | 24.1 | 51.4  |           | 取引先金融機関 | 0.9  | 0.9  | 3.7  | 8.3   |  |  |
|          | EVA(経済的付加価値)やキャッシュフローなど残余利益の指標 | 0.5  | 1.9  | 7.4  | 12.5  |           | 取引先企業   | 9.7  | 13.0 | 13.4 | 68.5  |  |  |
|          | 顧客満足度の指標                       | 4.6  | 6.0  | 10.6 | 36.6  |           | 地域住民    | 0.0  | 2.3  | 2.8  | 7.4   |  |  |
|          | ESG(環境・社会・ガバナンス)などの非財務情報       | 0.5  | 0.5  | 6.9  | 9.3   |           | グループ企業  | 0.5  | 1.9  | 1.4  | 6.5   |  |  |
|          | その他                            | 0.9  | 1.4  | 3.7  | 9.3   |           | その他     | 0.5  | 0.5  | 0.9  | 3.2   |  |  |
|          | 無回答                            | 9.3  | 10.2 | 18.5 | 66.7  |           | 無回答     | 11.6 | 13.4 | 14.4 | 75.9  |  |  |

## 2. 人事分野毎の施策の実施状況と、情報開示状況

### (1) 労働時間分野

前述したように「労働時間」分野は、「有給休暇の取得促進」と「残業時間の削減」からみることとし、施策の実施状況と情報開示の状況、情報開示を行っている企業の特徴を分析する。実施状況は、①実施の程度、②施策の開始時期、③施策効果指標、④施策効果指標の過去3年間の変化からみる。情報開示の状況は、①情報開示の有無、②情報開示の対象者、③情報開示に用いる媒体、④情報開示の開始時期からみる。以上にくわえ、情報開示を行っている企業の特徴を分析する。

#### <施策の実施状況>

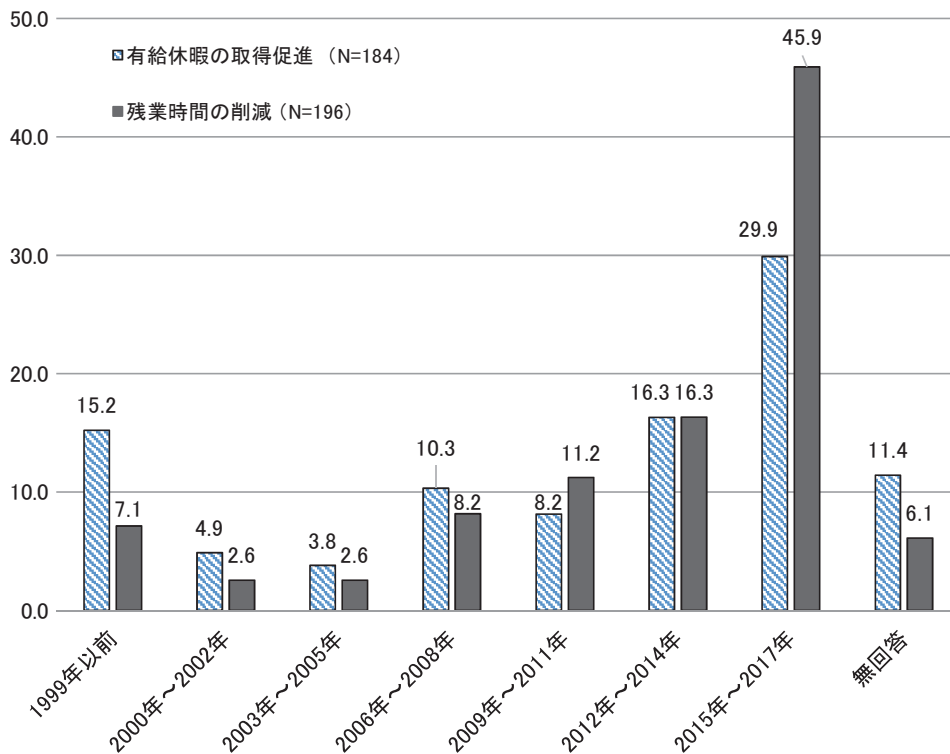
まず施策の実施状況として、①実施程度をみると(図表 1-5)、「有給休暇の取得促進」は、「実施している」企業が85.2%であり、「積極的である」と「ある程度、積極的である」企業が71.8%を占める。同様に、「残業時間の削減」も「実施している」企業が9割(90.7%)にのぼり、「積極的である」と「ある程度、積極的である」企業が84.7%を占める。いずれの施策も実施している企業が8割を超えるうえ、積極的に取り組む企業も多い。なお、これ以降の分析では、「実施していない」企業と、実施程度が不明な企業(図表 1-5の無回答)を除外して集計した結果を分析する。

図表 1-5 労働時間分野の実施程度

| (%) N=216   |           |         |
|-------------|-----------|---------|
|             | 有給休暇の取得促進 | 残業時間の削減 |
| 実施している      | 85.2      | 90.7    |
| 積極的である      | 27.8      | 40.3    |
| ある程度、積極的である | 44.0      | 44.4    |
| あまり積極的でない   | 13.4      | 6.0     |
| 実施していない     | 13.9      | 8.3     |
| 無回答         | 0.9       | 0.9     |

つぎに、②施策の開始時期をみると（図表 1-6）、いずれの施策も 2012 年～2017 年に集中しており、「有給休暇の取得促進」では約半数（46.2%）、「残業時間の削減」では 6 割（62.2%）が当該期間に開始している。

図表 1-6 労働時間分野に取組み始めた時期



注:「実施していない」企業と、実施程度が不明な企業を除外して集計

つづいて、③施策効果指標<sup>2</sup>として、「有給休暇の取得促進」では有給休暇取得率を、「残業時間の削減」では週平均残業時間をみる（図表 1-7）。有給休暇取得率は、「50%～70%未満」（36.4%）が最も多く、ついで「0～30%未満」（20.1%）、「30～50%未満」（19.0%）であり、平均値は 49.2%である。週平均残業時間は、「5～10時間未満」（35.7%）が最も多く、これに「0～5時間未満」（30.6%）、「20時間以上」（13.8%）がつづき、平均値は 8.9時間である。④施策効果指標の過去3年間の変化をみると（図表 1-8）、有給休暇取得率は「横ばい」が半数（51.1%）を占め、これに「上昇・増加した」（44.0%）がつづく。週平均残業時間は、「低下・減少した」が最も多く 46.9%、ついで「横ばい」が 40.3%である。

<sup>2</sup> 施策効果指標は全て、2016年度の数値を表している。



図表 1-7 労働時間分野の施策効果指標

| 有給休暇取得率 (N=184) |      | 週平均残業時間 (N=196) |      |
|-----------------|------|-----------------|------|
| 0～30%未満         | 20.1 | 0～5時間未満         | 30.6 |
| 30～50%未満        | 19.0 | 5～10時間未満        | 35.7 |
| 50～70%未満        | 36.4 | 10～20時間未満       | 13.3 |
| 70%以上           | 19.0 | 20時間以上          | 13.8 |
| 無回答             | 5.4  | 無回答             | 6.6  |
| 平均              | 49.2 | 平均              | 8.9  |
| 標準偏差            | 21.8 | 標準偏差            | 8.3  |

注:「実施していない」企業と、実施程度が不明な企業を除外して集計

図表 1-8 施策効果指標の過去3年間の変化（労働時間分野）

|         | 有給休暇の取得率<br>(N=184) | 週平均残業時間<br>(N=196) |
|---------|---------------------|--------------------|
| 上昇・増加した | 44.0                | 10.2               |
| 横ばい     | 51.1                | 40.3               |
| 低下・減少した | 1.1                 | 46.9               |
| 無回答     | 3.8                 | 2.6                |

注:「実施していない」企業と、実施程度が不明な企業を除外して集計

### <情報開示の状況>

情報開示の状況を、①情報開示の有無からみると（図表 1-9）、「有給休暇の取得促進」では、「情報を開示していない」企業が6割（60.3%）、開示している企業が4割（39.1%）の構成であり、後者のなかでは「取組みの内容と有給休暇取得率を開示」（19.0%）が多い。「残業時間の削減」も同様の傾向を示しており、「情報を開示していない」が65.3%、開示している企業が33.2%であり、後者のなかでは「取組みの内容と残業時間を開示」（15.3%）が多い。いずれの取組みも「情報を開示していない」企業が6割を超え、企業があまり情報開示に積極的でないことがうかがえる。なお、これ以降の分析では、「情報を開示していない」企業と、情報開示の程度が不明な企業（図表 1-9 の無回答）を除外して集計した結果を分析する。

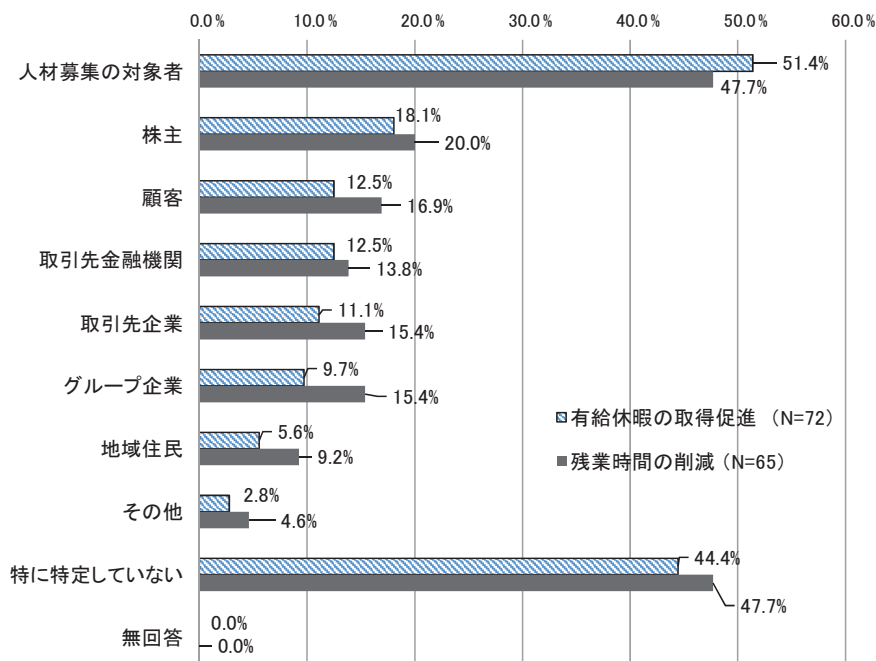
図表 1-9 労働時間分野における情報開示の有無

| 有給休暇の取得促進 (N=184) |      | 残業時間の削減 (N=196) |      |
|-------------------|------|-----------------|------|
| 情報を開示している         | 39.1 | 情報を開示している       | 33.2 |
| 取組みの内容のみ開示        | 9.2  | 取組み内容のみ開示       | 6.6  |
| 有給休暇取得率のみ開示       | 10.9 | 残業時間のみ開示        | 11.2 |
| 取組みの内容と有給休暇取得率を開示 | 19.0 | 取組みの内容と残業時間を開示  | 15.3 |
| 情報を開示していない        | 60.3 | 情報を開示していない      | 65.3 |
| 無回答               | 0.5  | 無回答             | 1.5  |

注:「実施していない」企業と、実施程度が不明な企業を除外して集計

何らかの情報を開示している企業に対して、②情報開示の対象者をみると（図表 1-10）、「有給休暇の取得促進」では、「人材募集の対象者」が半数（51.4%）を占め、これに「特に特定していない」（44.4%）が続く。「残業時間の削減」では、「人材募集の対象者」と「特に特定していない」が同率で 47.7%である。いずれの取組みも、「人材募集の対象者」と「特に特定していない」が半数を占め、拮抗している。

図表 1-10 労働時間分野における情報開示の対象者（複数回答）

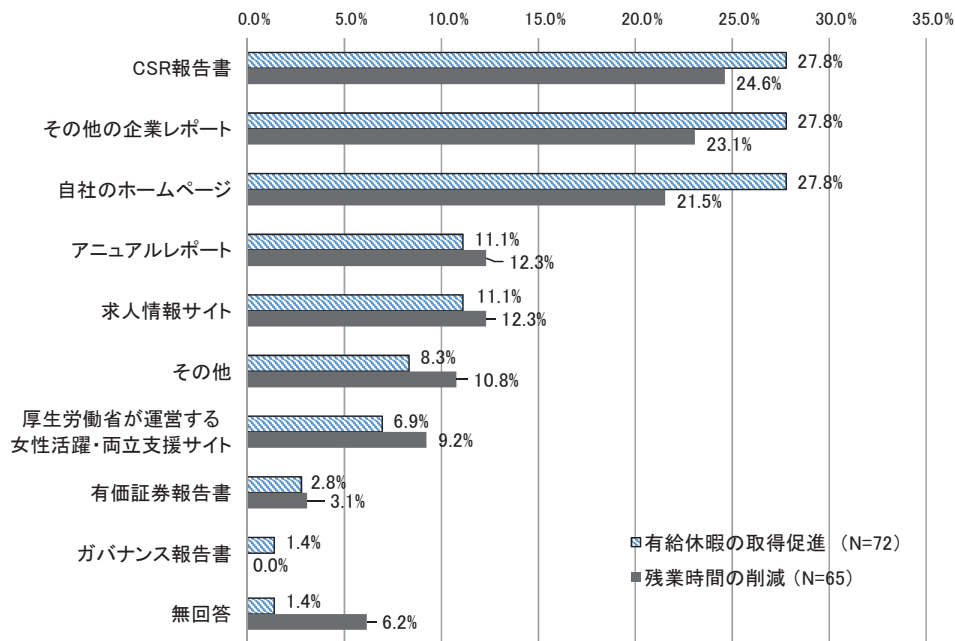


注:「実施していない」企業、「情報を開示していない」企業、実施程度・情報開示の程度が不明な企業を除外して算出

③情報開示に用いる媒体<sup>3</sup>をみると（図表 1-11）、「有給休暇の取得促進」では、「CSR 報告書」と「その他企業レポート」、「自社のホームページ」が同率で 27.8%を占める。「残業時間の削減」でも同様の傾向があり、「CSR 報告書」が 24.6%、「その他の企業レポート」が 23.1%、「自社のホームページ」が 21.5%である。このように、情報開示を行っている企業は、自社の様々な情報媒体を活用して情報を開示している。

<sup>3</sup> 情報開示に用いる媒体の選択肢は、調査票配布時には 7 つだったが、調査票回収後、「その他」の回答として「自社のホームページ」「求人情報サイト」「厚生労働省が運営する女性活躍・両立支援サイト」が多く挙げられたため、これら 3 つの選択肢を追加し集計した。なお、「ワーク・ライフ・バランス」分野、「ダイバーシティ」分野でも同様の作業を行った。

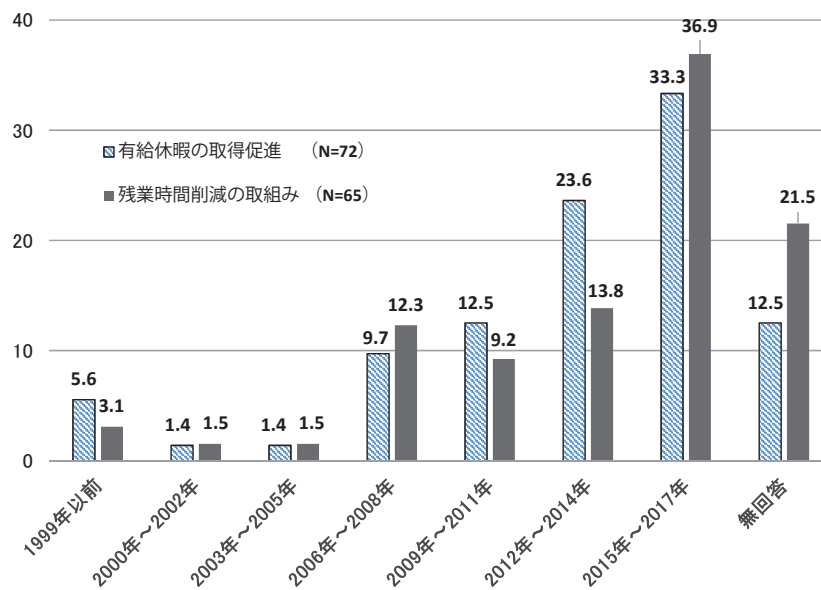
図表 1-11 労働時間分野で用いる情報媒体（複数回答）



注:「実施していない」企業、「情報を開示していない」企業、実施程度・情報開示の程度が不明な企業を除外して算出

④情報開示の開始時期をみると（図表 1-12）、「有給休暇の取得促進」では「2015 年～2017 年」（33.3%）に開始した企業が最も多く、ついで「2012 年～2014 年」（23.6%）である。「残業時間の削減」は、「2015 年～2017 年」（36.9%）が最も多く、ついで「無回答」（21.5%）、「2012 年～2014 年」（13.8%）である。いずれの施策も、約半数が 2012 年～2017 年に開示を始めている（有給休暇の取得促進 56.9%、残業時間削減の取組み 50.7%）。

図表 1-12 労働時間分野における情報開示の開始時期



注:「実施していない」企業、「情報を開示していない」企業、実施程度・情報開示の程度が不明な企業を除外して算出

### <情報開示を行っている企業の特徴>

最後に、情報開示を行っている企業の特徴をみる。以下の図表の表頭は、「情報開示の有無」、表側は「企業属性」と「施策効果指標」で構成される。

「有給休暇の取得促進」(図表 1-13) では、正社員数が「100 人未満」(18.8%) から「1,000 人以上」(63.8%) へと増加するほど情報開示する企業が多くなる。株式上場先では、「東証一部」(51.0%) で情報開示する企業が多い。外国資本比率は「10%未満」(27.3%) から「10%以上」(63.0%) へと上昇するほど情報開示する企業が多くなる。機関投資家比率も同様の傾向を示しており、「10%未満」(17.6%) から「10%以上」(55.4%) へと上昇するほど、情報開示企業が多くなる。

つぎに「施策効果指標」との関連性をみると、有給休暇取得率が「0～30%未満」(18.9%) から「70%以上」(57.1%) へ上昇するにつれて、開示する企業が多くなる。同様に、過去3年間で有給休暇取得率が「横ばい」(30.9%) から「上昇」(50.6%) するほど、情報開示企業が多くなる。

図表 1-13 有給休暇の取得促進に関する情報を開示している企業の特徴

| 有給休暇の取得促進        |         | 情報開示している                | 情報開示していない | 無回答   | N    |     |    |
|------------------|---------|-------------------------|-----------|-------|------|-----|----|
| 企業属性             | 全体      | 39.1                    | 60.3      | 0.5   | 184  |     |    |
|                  | 正社員数    | 100人未満                  | 18.8      | 81.3  | 0.0  | 32  |    |
|                  |         | 100～300人未満              | 28.2      | 69.2  | 2.6  | 39  |    |
|                  |         | 300～1,000人未満            | 31.4      | 68.6  | 0.0  | 51  |    |
|                  |         | 1,000人以上                | 63.8      | 36.2  | 0.0  | 58  |    |
|                  | 株式上場先   | 東証一部                    | 51.0      | 49.0  | 0.0  | 104 |    |
|                  |         | 東証二部                    | 25.0      | 71.4  | 3.6  | 28  |    |
|                  |         | マザーズ                    | 33.3      | 66.7  | 0.0  | 6   |    |
|                  |         | JASDAQ<br>(スタンダード、グロース) | 22.0      | 78.0  | 0.0  | 41  |    |
|                  |         | Tokyo Pro Market        | 33.3      | 66.7  | 0.0  | 3   |    |
|                  |         | その他                     | 0.0       | 100.0 | 0.0  | 1   |    |
|                  | 外国資本比率  | 10%未満                   | 27.3      | 71.7  | 1.0  | 99  |    |
|                  |         | 10%以上                   | 63.0      | 37.0  | 0.0  | 54  |    |
|                  |         | わからない                   | 41.7      | 58.3  | 0.0  | 24  |    |
|                  | 機関投資家比率 | 10%未満                   | 17.6      | 80.4  | 2.0  | 51  |    |
|                  |         | 10%以上                   | 55.4      | 44.6  | 0.0  | 65  |    |
|                  |         | わからない                   | 47.3      | 52.7  | 0.0  | 55  |    |
|                  | 施策効果指標  | 有給休暇取得率                 | 0～30%未満   | 18.9  | 81.1 | 0.0 | 37 |
|                  |         |                         | 30～50%未満  | 22.9  | 77.1 | 0.0 | 35 |
|                  |         |                         | 50～70%未満  | 52.2  | 47.8 | 0.0 | 67 |
| 70%以上            |         |                         | 57.1      | 42.9  | 0.0  | 35  |    |
| 過去3年間の有給休暇取得率の変化 |         | 上昇した                    | 50.6      | 49.4  | 0.0  | 81  |    |
|                  |         | 横ばい                     | 30.9      | 69.1  | 0.0  | 94  |    |
|                  |         | 減少した                    | 0.0       | 100.0 | 0.0  | 2   |    |

「残業時間の削減」(図表 1-14) では、正社員数が「100 人未満」(10.8%) から「1,000 人以上」(61.0%) へと増加するほど情報開示する企業が多くなる。株式上場先では、「東証一部」(45.0%) で情報開示する企業が多い。外国資本比率は「10%未満」(24.1%) から「10%

以上」(57.9%)へと上昇するほど情報開示する企業が多くなる。機関投資家比率も同様の傾向を示しており、「10%未満」(17.5%)から「10%以上」(52.9%)へと上昇するほど、情報開示企業が多くなる。

つぎに「施策効果指標」との関連性をみると、週平均残業時間との関連性は見られないものの、過去3年間で週平均残業時間が「増加」(10.0%)から「減少」(38.0%)するほど、開示する企業が多くなる。

図表 1-14 残業時間の削減に関する情報を開示している企業の特徴

| 残業時間の削減       |                         | 情報開示している  | 情報開示していない | 無回答  | N   |    |
|---------------|-------------------------|-----------|-----------|------|-----|----|
| 全体            |                         | 33.2      | 65.3      | 1.5  | 196 |    |
| 正社員数          | 100人未満                  | ↓ 10.8    | 86.5      | 2.7  | 37  |    |
|               | 100~300人未満              | 22.0      | 75.6      | 2.4  | 41  |    |
|               | 300~1,000人未満            | 25.5      | 74.5      | 0.0  | 55  |    |
|               | 1,000人以上                | ↓ 61.0    | 37.3      | 1.7  | 59  |    |
| 企業属性<br>株式上場先 | 東証一部                    | 45.0      | 54.1      | 0.9  | 109 |    |
|               | 東証二部                    | 22.6      | 74.2      | 3.2  | 31  |    |
|               | マザーズ                    | 14.3      | 85.7      | 0.0  | 7   |    |
|               | JASDAQ<br>(スタンダード、グロース) | 16.3      | 81.4      | 2.3  | 43  |    |
|               | Tokyo Pro Market        | 25.0      | 75.0      | 0.0  | 4   |    |
|               | その他                     | 0.0       | 100.0     | 0.0  | 2   |    |
| 外国資本比率        | 10%未満                   | ↓ 24.1    | 75.0      | 0.9  | 108 |    |
|               | 10%以上                   | ↓ 57.9    | 38.6      | 3.5  | 57  |    |
|               | わからない                   | 16.7      | 83.3      | 0.0  | 24  |    |
| 機関投資家比率       | 10%未満                   | ↓ 17.5    | 82.5      | 0.0  | 57  |    |
|               | 10%以上                   | ↓ 52.9    | 45.6      | 1.5  | 68  |    |
|               | わからない                   | 27.6      | 69.0      | 3.4  | 58  |    |
| 施策効果指標        | 週平均残業時間                 | 0~5時間未満   | 31.7      | 66.7 | 1.7 | 60 |
|               |                         | 5~10時間未満  | 40.0      | 60.0 | 0.0 | 70 |
|               |                         | 10~20時間未満 | 23.1      | 76.9 | 0.0 | 26 |
|               |                         | 20時間以上    | 37.0      | 59.3 | 3.7 | 27 |
|               | 過去3年間の週平均残業時間の変化        | 増加した      | ↓ 10.0    | 90.0 | 0.0 | 20 |
|               |                         | 横ばい       | 35.4      | 64.6 | 0.0 | 79 |
|               |                         | 減少した      | ↓ 38.0    | 60.9 | 1.1 | 92 |

### <まとめ>

以上の分析から明らかになった点について、まとめておきたい。

第一に、8割以上の企業が「労働時間」分野に取り組んでいるにもかかわらず、その内容などについて情報開示している企業は、施策実施企業の3割~4割にとどまり、情報開示は進んでいない。

第二に、情報開示の対象者として、「人材募集の対象者」と「特に特定していない」が、それぞれ約半数を占めることから、企業は人材確保と社会的評価の向上を目的として情報開示を行っていると考えられる。

第三に、情報開示を行っている企業の特徴をみると、企業規模では大手企業で、上場先では東証一部に上場している企業、資本構造では外国資本比率と機関投資家比率が高い企業で、

情報開示が進んでいる。

第四に、施策効果指標との関連性をみると、「有給休暇の取得促進」では、有給休暇取得率が高い企業や、過去3年間で取得率が上昇した企業ほど情報を開示している。一方、「残業時間の削減」に関しては、週平均残業時間との関連性は見られないものの、過去3年間で週平均残業時間が横這いあるいは減少した企業で、情報開示する企業が多くなる。

## (2) ワーク・ライフ・バランス分野

「ワーク・ライフ・バランス」分野は、「仕事と育児の両立支援」と、「仕事と介護の両立支援」からみる。

### <施策の実施状況>

まず施策の実施状況として、①実施程度をみると(図表 1-15)、「仕事と育児の両立支援」は、「実施している」企業が9割(90.3%)を超え、「積極的である」と「ある程度、積極的である」企業が79.6%を占める。また、「仕事と介護の両立支援」は、「実施している」企業が8割(81.5%)であり、「積極的である」と「ある程度、積極的である」企業が約6割(58.3%)を占める。いずれの施策も実施率が8割を超えている。なお、これ以降の分析では、「実施していない」企業と実施程度が不明な企業(図表 1-15の無回答)を除外して集計した結果を分析する。

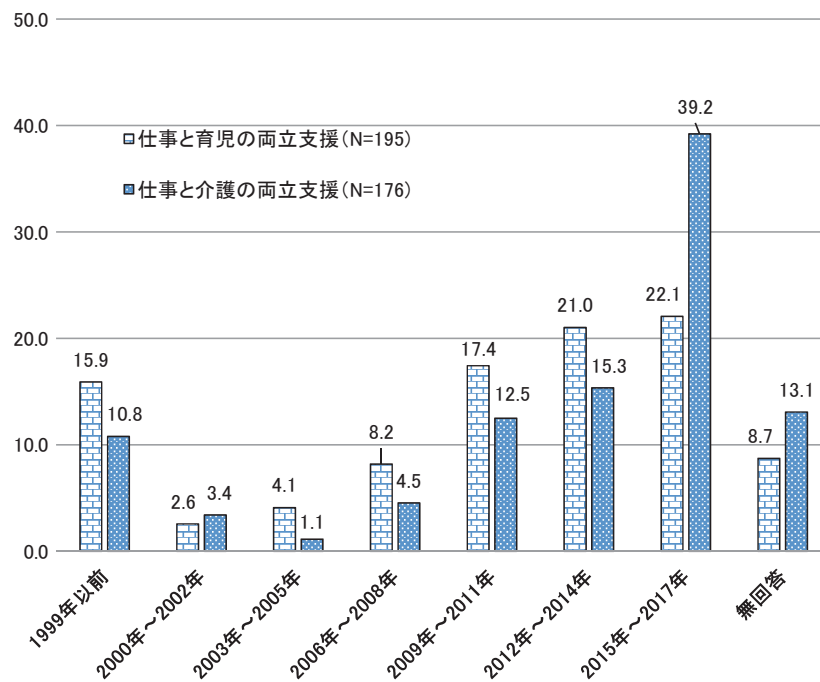
図表 1-15 ワーク・ライフ・バランス分野の実施程度

(%)N=216

|             | 仕事と育児の両立支援 | 仕事と介護の両立支援 |
|-------------|------------|------------|
| 実施している      | 90.3       | 81.5       |
| 積極的である      | 33.3       | 17.6       |
| ある程度、積極的である | 46.3       | 40.7       |
| あまり積極的でない   | 10.6       | 23.1       |
| 実施していない     | 8.3        | 17.6       |
| 無回答         | 1.4        | 0.9        |

つぎに、②施策の開始時期をみると(図表 1-16)、「仕事と育児の両立支援」は、「2015年～2017年」が22.1%、「2012年～2014年」が21.0%、「2009年～2011年」が17.4%である。「仕事と介護の両立支援」は、「2015年～2017年」が39.2%、「2012年～2014年」が15.3%、「2009年～2011年」が12.5%である。いずれの施策も6割以上が2009年～2017年に取組みを始めている(仕事と育児60.5%、仕事と介護67.0%)。

図表 1-16 ワーク・ライフ・バランス分野に取り組み始めた時期



注:「実施していない」企業と、実施程度が不明の企業を除外して算出

つづいて、③施策効果指標をみるために、育児・介護休業者のいない企業を除外して<sup>4</sup>、育児・介護休業者の復職率（図表 1-17）を概数でたずねた。

育児休業者の復職率は、「100%」が約 7 割（68.0%）を占め、これに「80～100%未満」（24.4%）がつづき、平均は 95.3%である。介護休業者の復職率は、「100%」が約 7 割（66.1%）を占め、これに「80～100%未満」（8.5%）がつづき、平均は 88.7%である。

図表 1-17 ワーク・ライフ・バランス分野の施策効果指標

|           | 育児休業者の復職率 (N=172) | 介護休業者の復職率 (N=59) |
|-----------|-------------------|------------------|
| 0～50%未満   | 1.2               | 6.8              |
| 50～80%未満  | 5.2               | 6.8              |
| 80～100%未満 | 24.4              | 8.5              |
| 100%      | 68.0              | 66.1             |
| 無回答       | 1.2               | 11.9             |
| 平均        | 95.3              | 88.7             |
| 標準偏差      | 11.7              | 25.7             |

注:「実施していない」企業、休業者の「いない」企業、実施程度が不明な企業を除外して集計

<sup>4</sup> 育児・介護休業者の有無はつぎの通りである。育児休業者:「いる」88.2%、「いない」11.8% (N = 195)。介護休業者:「いる」33.5%、「いない」66.5% (N = 176)。



④施策効果指標の過去3年間の変化をみると(図表1-18)、育児休業者の復職率は「横ばい」が約8割(79.1%)、ついで「上昇した」19.8%である。介護休業者の復職率も同様の傾向を示しており、「横ばい」が8割(83.1%)、ついで「上昇した」8.5%である。

図表1-18 施策効果指標の過去3年間の変化(WLB)

|      | 育児休業者の復職率<br>(N=172) | 介護休業者の復職率<br>(N=59) |
|------|----------------------|---------------------|
| 上昇した | 19.8                 | 8.5                 |
| 横ばい  | 79.1                 | 83.1                |
| 低下した | 1.2                  | 0.0                 |
| 無回答  | 0.0                  | 8.5                 |

注:「実施していない」企業、休業者が「いない」企業、実施程度が不明な企業を除外して集計

### <情報開示の状況>

情報開示の状況として、①情報開示の有無をみると(図表1-19)、「仕事と育児の両立支援」では、「情報を開示していない」企業が55.2%、開示している企業が43.6%という構成であり、後者のなかでは「取組みの内容のみ開示」(20.9%)が多い。「仕事と介護の両立支援」も同様の傾向を示しており、「情報を開示していない」企業が52.5%、開示している企業が45.8%であり、後者のなかでは「取組みの内容のみ開示」(30.5%)が多い。いずれの施策も情報を開示している企業は半数に満たず、十分に情報開示が進んでいるとはいえない。なお、これ以降の分析では、「情報を開示していない」企業と情報開示の有無について不明な企業(図表1-19の無回答)を除外して集計した結果を分析する。

図表1-19 ワーク・ライフ・バランス分野における情報開示の有無

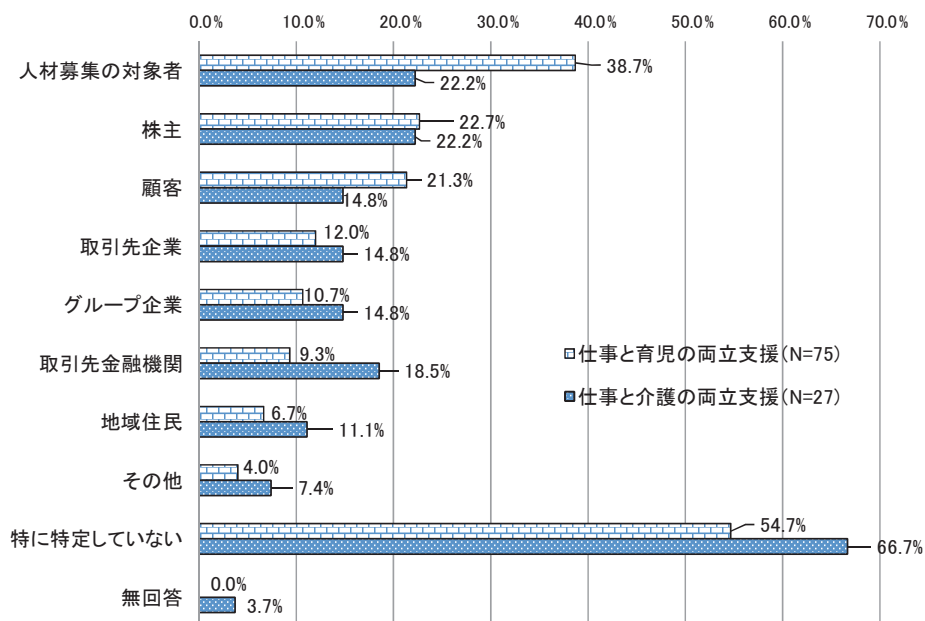
| 仕事と育児の両立支援(N=172)              |      | 仕事と介護の両立支援(N=59)               |      |
|--------------------------------|------|--------------------------------|------|
| 情報を開示している                      | 43.6 | 情報を開示している                      | 45.8 |
| 取組みの内容のみ開示                     | 20.9 | 取組みの内容のみ開示                     | 30.5 |
| 育児休業者のうち、復職した人の割合や人数のみ開示       | 4.7  | 介護休業者のうち、復職した人の割合や人数のみ開示       | 1.7  |
| 取組みの内容と、育児休業者のうち復職した人の割合や人数を開示 | 18.0 | 取組みの内容と、介護休業者のうち復職した人の割合や人数を開示 | 13.6 |
| 情報を開示していない                     | 55.2 | 情報を開示していない                     | 52.5 |
| 無回答                            | 1.2  | 無回答                            | 1.7  |

注:「実施していない」企業、休業者が「いない」企業、実施程度が不明な企業を除外して集計



何らかの情報を開示している企業に対して、②情報開示の対象者をみると（図表 1-20）、「仕事と育児の両立支援」では、「特に特定していない」が半数（54.7%）を占め、これに「人材募集の対象者」（38.7%）、「株主」（22.7%）、「顧客」（21.3%）がつづく。「仕事と介護の両立支援」も同様の傾向を示しており、「特に特定していない」が66.7%を占め、これに「人材募集の対象者」と「株主」（いずれも22.2%）がつづく。いずれの施策も、対象者を「特に特定していない」企業が多い。

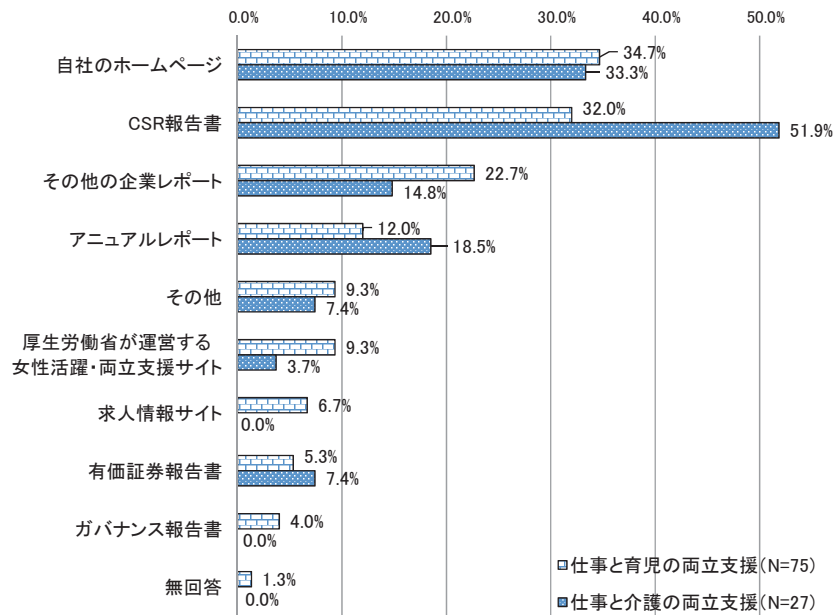
図表 1-20 ワーク・ライフ・バランス分野における情報開示の対象者（複数回答）



注:「実施していない」企業、休業者が「いない」企業、「情報を開示していない」企業、実施程度・情報開示の程度が不明な企業を除外して算出

③情報開示に用いる媒体をみると（図表 1-21）、「仕事と育児の両立支援」では、「自社のホームページ」（34.7%）、「CSR 報告書」（32.0%）、「その他企業レポート」（22.7%）が上位を占める。「仕事と介護の両立支援」では、「CSR 報告書」が半数（51.9%）を占め、これに「自社のホームページ」（33.3%）、「アニュアルレポート」（18.5%）がつづく。このように、情報開示を行っている企業は、自社の様々な情報媒体を活用して情報を開示している。

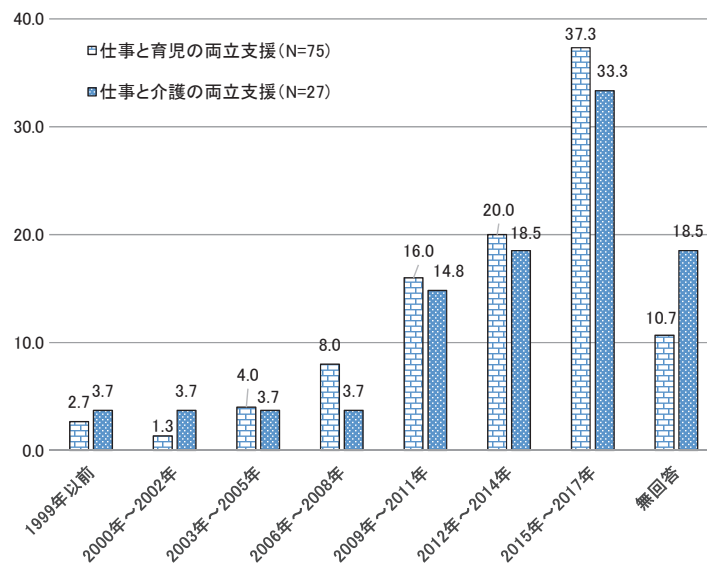
図表 1-21 ワーク・ライフ・バランス分野で用いる情報媒体（複数回答）



注:「実施していない」企業、休業者が「いない」企業、「情報を開示していない」企業、実施程度・情報開示の程度が不明な企業を除外して算出

④情報開示の開始時期をみると（図表 1-22）、「仕事と育児の両立支援」では「2015年～2017年」（37.3％）に開始した企業が最も多く、ついで「2012年～2014年」（20.0％）、「2009年～2011年」（16.0％）である。「仕事と介護の両立支援」では、「2015年～2017年」（33.3％）が最も多く、これに「2012年～2014年」（18.5％）、「2009年～2011年」（14.8％）がつづく。いずれの施策も2009年～2017年に開始時期が集中している（仕事と育児 73.3％、仕事と介護 66.6％）。

図表 1-22 ワーク・ライフ・バランス分野における情報開示の開始時期



注:「実施していない」企業、休業者が「いない」企業、「情報を開示していない」企業、実施程度・情報開示の程度が不明な企業を除外して算出

### <情報開示を行っている企業の特徴>

最後に、情報開示を行っている企業の特徴をみる。

「仕事と育児の両立支援」(図表 1-23) では、正社員数が「100 人未満」(5.9%) から「1,000 人以上」(71.2%) へと増加するほど情報開示する企業が多くなる。株式上場先では、「東証一部」(58.1%) で情報開示する企業が多い。外国資本比率は「10%未満」(33.7%) から「10%以上」(71.2%) へと上昇するほど情報開示する企業が多くなる。機関投資家比率も同様の傾向を示しており、「10%未満」(27.9%) から「10%以上」(62.5%) へと上昇するほど、情報開示企業が多くなる。この一方、「施策効果指標」との関連性はみられない。

図表 1-23 仕事と育児の両立支援に関する情報を開示している企業の特徴

| 仕事と育児の両立支援 |                              | 情報開示している                | 情報開示していない | 無回答   | N   |     |
|------------|------------------------------|-------------------------|-----------|-------|-----|-----|
| 全体         |                              | 43.6                    | 55.2      | 1.2   | 172 |     |
| 企業属性       | 正社員数                         | 100人未満                  | ↓ 5.9     | 94.1  | 0.0 | 17  |
|            |                              | 100～300人未満              | 24.3      | 75.7  | 0.0 | 37  |
|            |                              | 300～1,000人未満            | 38.9      | 61.1  | 0.0 | 54  |
|            |                              | 1,000人以上                | ↓ 71.2    | 25.4  | 3.4 | 59  |
|            | 株式上場先                        | 東証一部                    | 58.1      | 40.0  | 1.9 | 105 |
|            |                              | 東証二部                    | 27.3      | 72.7  | 0.0 | 22  |
|            |                              | マザーズ                    | 0.0       | 100.0 | 0.0 | 5   |
|            |                              | JASDAQ<br>(スタンダード、グロース) | 20.0      | 80.0  | 0.0 | 35  |
|            |                              | Tokyo Pro Market        | 50.0      | 50.0  | 0.0 | 2   |
|            | その他                          | 0.0                     | 100.0     | 0.0   | 2   |     |
|            | 外国資本比率                       | 10%未満                   | ↓ 33.7    | 66.3  | 0.0 | 89  |
|            |                              | 10%以上                   | ↓ 71.2    | 25.0  | 3.8 | 52  |
|            |                              | わからない                   | 26.1      | 73.9  | 0.0 | 23  |
|            | 機関投資家比率                      | 10%未満                   | ↓ 27.9    | 72.1  | 0.0 | 43  |
| 10%以上      |                              | ↓ 62.5                  | 34.4      | 3.1   | 64  |     |
| わからない      |                              | 37.3                    | 62.7      | 0.0   | 51  |     |
| 施策効果指標     | 育児休業者の復職率                    | 0～50%未満                 | 0.0       | 100.0 | 0.0 | 2   |
|            |                              | 50～80%未満                | 0.0       | 100.0 | 0.0 | 9   |
|            |                              | 80～100%未満               | 47.6      | 50.0  | 2.4 | 42  |
|            |                              | 100%                    | 46.2      | 53.0  | 0.9 | 117 |
|            | 過去3年間の<br>復職する育児休業者<br>割合の変化 | 上昇した                    | 32.4      | 67.6  | 0.0 | 34  |
|            |                              | 横ばい                     | 47.1      | 51.5  | 1.5 | 136 |
|            |                              | 低下した                    | 0.0       | 100.0 | 0.0 | 2   |

「仕事と介護の両立支援」(図表 1-24) では、正社員数が「100 人未満」(0.0%) から「1,000 人以上」(59.0%) へと増加するほど、情報開示する企業が多くなる。株式上場先では、「東証一部」(53.1%) で情報開示する企業が多い。外国資本比率は「10%未満」(38.1%) から「10%以上」(58.6%) へと上昇するほど、情報開示する企業が多くなる。機関投資家比率も同様の傾向を示しており、「10%未満」(33.3%) から「10%以上」(54.8%) へと上昇するほど、情報開示企業が多くなる。この一方、「施策効果指標」との関連性は認められない。

図表 1-24 仕事と介護の両立支援に関する情報を開示している企業の特徴

| 仕事と介護の両立支援 |                      | 情報開示している            | 情報開示していない | 無回答   | N   |    |
|------------|----------------------|---------------------|-----------|-------|-----|----|
| 全体         |                      | 45.8                | 52.5      | 1.7   | 59  |    |
| 企業属性       | 正社員数                 | 100人未満              | 0.0       | 100.0 | 0.0 | 1  |
|            |                      | 100～300人未満          | 16.7      | 83.3  | 0.0 | 6  |
|            |                      | 300～1,000人未満        | 23.1      | 76.9  | 0.0 | 13 |
|            |                      | 1,000人以上            | 59.0      | 38.5  | 2.6 | 39 |
|            | 株式上場先                | 東証一部                | 53.1      | 44.9  | 2.0 | 49 |
|            |                      | 東証二部                | 20.0      | 80.0  | 0.0 | 5  |
|            |                      | マザーズ                | 0.0       | 0.0   | 0.0 | 0  |
|            |                      | JASDAQ(スタンダード、グロース) | 0.0       | 100.0 | 0.0 | 4  |
|            |                      | Tokyo Pro Market    | 0.0       | 100.0 | 0.0 | 1  |
|            |                      | その他                 | 0.0       | 0.0   | 0.0 | 0  |
|            | 外国資本比率               | 10%未満               | 38.1      | 61.9  | 0.0 | 21 |
|            |                      | 10%以上               | 58.6      | 37.9  | 3.4 | 29 |
|            |                      | わからない               | 14.3      | 85.7  | 0.0 | 7  |
|            | 機関投資家比率              | 10%未満               | 33.3      | 66.7  | 0.0 | 6  |
|            |                      | 10%以上               | 54.8      | 41.9  | 3.2 | 31 |
| わからない      |                      | 35.3                | 64.7      | 0.0   | 17  |    |
| 施策効果指標     | 介護休業者の復職率            | 0～50%未満             | 75.0      | 25.0  | 0.0 | 4  |
|            |                      | 50～80%未満            | 25.0      | 75.0  | 0.0 | 4  |
|            |                      | 80～100%未満           | 60.0      | 40.0  | 0.0 | 5  |
|            |                      | 100%                | 48.7      | 48.7  | 2.6 | 39 |
|            | 過去3年間の復職する介護休業者割合の変化 | 上昇した                | 40.0      | 60.0  | 0.0 | 5  |
|            |                      | 横ばい                 | 49.0      | 49.0  | 2.0 | 49 |
|            |                      | 低下した                | 0.0       | 0.0   | 0.0 | 0  |

### <まとめ>

以上から、明らかになった点は以下の3点である。

第一に、8割～9割の企業が「ワーク・ライフ・バランス」分野に取り組んでいるが、その内容等について情報を開示している企業は、施策実施企業の4割にとどまる。

第二に、情報開示の対象者をみると、「特に特定していない」が半数～6割にのぼり、これに「人材募集の対象者」(2～4割)がつづく。このことから、「ワーク・ライフ・バランス」分野は主に、企業の社会的な評価の向上を目的として情報開示が行われていると考えられる。

第三に、情報開示を行っている企業の特徴をみると、企業規模では大手企業で、上場先市場では東証一部に上場している企業、資本構造では外国資本比率と機関投資家比率が高い企業で、情報開示が進んでいる。この一方、施策効果指標との関連性は見られない。

### (3) ダイバーシティ分野

「ダイバーシティ」分野は、「女性社員の活用」、「非正社員の活用」、「高齢者の活用」、「障害者の活用」からみる。

### <施策の実施状況>

まず施策の実施状況として、①実施程度をみると(図表 1-25)、「女性社員の活用」は「実

「実施している」企業が約8割（77.8%）であり、「積極的である」と「ある程度積極的である」企業が63.4%を占める。「非正社員の活用」については、正社員転換制度の有無から実施程度をみており、制度が「ある」企業は6割（61.1%）、「ない」企業は4割（38.0%）である。

「高齢者の活用」は、定年延長あるいは定年制廃止の有無からみており、「実施している」企業が3割（28.2%）、実施していない企業が7割（70.4%）である。「障害者の活用」は、障害者の雇用有無からみており、障害者を雇用している企業は80.1%、雇用していない企業は19.4%である。

「女性社員の活用」と「非正社員の活用」、「障害者の活用」については、実施率が6割～7割を占める一方、「高齢者の活用」は実施率が3割に満たない。なお、これ以降の分析では、施策を「実施していない」企業と実施程度が不明な企業（図表1-25の無回答）を除外して集計した結果を分析する。

図表 1-25 ダイバーシティ分野の実施程度

(%)N=216

女性社員の活用

|             |      |
|-------------|------|
| 実施している      | 77.8 |
| 積極的である      | 24.5 |
| ある程度、積極的である | 38.9 |
| あまり積極的でない   | 14.4 |
| 実施していない     | 19.9 |
| 無回答         | 2.3  |

非正社員の活用(正社員転換制度の有無)

|                   |      |
|-------------------|------|
| 実施している(正社員転換制度あり) | 61.1 |
| 実施していない           | 38.0 |
| 正社員転換制度なし         | 31.0 |
| 非正社員がいない          | 6.9  |
| 無回答               | 0.9  |

高齢者の活用(定年延長or定年制廃止の有無)

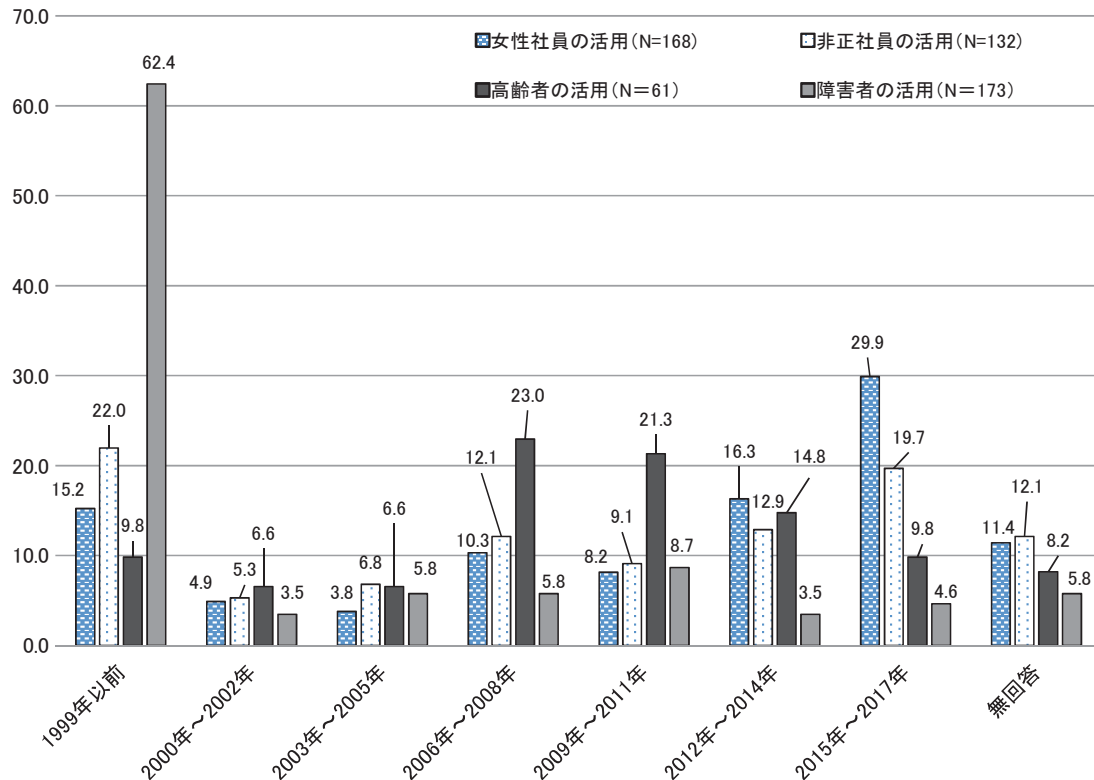
|                           |      |
|---------------------------|------|
| 実施している<br>(定年延長ありor定年制廃止) | 28.2 |
| 実施していない(定年延長なし)           | 70.4 |
| 無回答                       | 1.4  |

障害者の活用(障害者雇用の有無)

|                  |      |
|------------------|------|
| 実施している(雇用している)   | 80.1 |
| 実施していない(雇用していない) | 19.4 |
| 無回答              | 0.5  |

つぎに、②施策の開始時期をみると（図表1-26）、「女性社員の活用」は、「2015年～2017年」が29.9%、「2012年～2014年」が16.3%で、両期間で約半数（46.2%）を占める。「非正社員の活用」は、正社員転換制度の導入時期からみており、「1999年以前」が22.0%、「2015年～2017年」が19.7%、「2012年～2014年」が12.9%である。「高齢者の活用」は、定年延長あるいは定年制廃止の導入時期からみており、「2006年～2008年」が23.0%、「2009年～2011年」が21.3%、「2012年～2014年」が14.8%で、半数以上（59.1%）が2006年～2014年の間に開始している。「障害者の活用」は、障害者雇用の開始時期からみており、「1999年以前」が6割以上（62.4%）を占める。

図表 1-26 ダイバーシティ分野に取組み始めた時期



注:「実施していない」企業と実施程度が不明な企業を除外して集計

つづいて、③施策効果指標として、「女性社員の活用」では女性管理職比率、「非正社員の活用」では正社員転換者数、「障害者の活用」では障害者雇用率をみる（図表 1-27）。なお、第 1 節で述べたように、「高齢者の活用」については数値データによる分析は行わない。

女性管理職比率は、課長比率と部長比率からみた。課長比率は、「0～2.5%未満」が 29.8%、「2.5～5%未満」が 20.8%、「5～10%未満」が 18.5%であり、平均値は 8.3%である。部長比率は、「1%未満」が 6 割（63.1%）を占め、ついで「1～5%未満」が 17.9%であり、平均値は 2.3%である。

正社員転換者数は、「0～5人未満」が半数（53.0%）を占め、これに「5～20人未満」（25.8%）、「20人以上」（15.9%）がつづき、平均は 10.7人である。

障害者雇用率は、2016年時点の法定雇用率 2.0%を上回る「2.0～2.5%未満」が 4 割（41.0%）を占める一方、法定を下回る「0～2.0%未満」も 4 割程度（39.9%）あり、平均は 2.1%である。

図表 1-27 ダイバーシティ分野の施策効果指標

| 女性社員の活用(N=168) |      |          | 非正社員の活用(N=132) |               |          |      |
|----------------|------|----------|----------------|---------------|----------|------|
| 女性管理職比率        | 課長比率 | 0～2.5%未満 | 29.8           | 正社員転換者数       | 0～5人未満   | 53.0 |
|                |      | 2.5～5%未満 | 20.8           |               | 5～20人未満  | 25.8 |
|                |      | 5～10%未満  | 18.5           |               | 20人以上    | 15.9 |
|                |      | 10～20%未満 | 11.3           |               | 無回答      | 5.3  |
|                |      | 20%以上    | 10.7           |               | 平均       | 10.7 |
|                |      | 無回答      | 8.9            |               | 標準偏差     | 21.4 |
|                | 平均   |          | 8.3            |               |          |      |
|                | 標準偏差 |          | 12.7           |               |          |      |
|                | 部長比率 | 1%未満     | 63.1           | 障害者の活用(N=173) |          |      |
|                |      | 1～5%未満   | 17.9           | 障害者雇用率        | 0～2.0%未満 | 39.9 |
| 5～10%未満        |      | 6.5      | 2.0～2.5%未満     |               | 41.0     |      |
| 10%以上          |      | 4.8      | 2.5%以上         |               | 12.7     |      |
| 無回答            |      | 7.7      | 無回答            |               | 6.4      |      |
| 平均             |      | 2.3      | 平均             |               | 2.1      |      |
| 標準偏差           |      | 6.1      | 標準偏差           |               | 1.3      |      |

注:「実施していない」企業と、実施程度が不明な企業を除外して集計

④施策効果指標の過去3年間の変化をみると(図表1-28)、女性管理職比率は「上昇した」が半数(51.2%)を占め、ついで「横ばい」(35.7%)である。正社員転換者数は、「横ばい」が半数(53.0%)を占め、これに「増加した」(33.3%)がつづく。障害者雇用率は、「横ばい」が半数以上(55.5%)を占め、これに「上昇した」(30.6%)がつづく。

図表 1-28 施策効果指標の過去3年間の変化(ダイバーシティ分野)

|                     | 女性管理職数<br>(N=168) | 正社員転換者数<br>(N=132) | 障害者雇用率<br>(N=173) |
|---------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
| 上昇した                | 51.2              | 33.3               | 30.6              |
| 横ばい                 | 35.7              | 53.0               | 55.5              |
| 低下した                | 0.0               | 7.6                | 12.1              |
| いずれの役職にも<br>女性ははいない | 11.3              | 6.1                | 1.7               |
| 無回答                 | 1.8               |                    |                   |

注:「実施していない」企業と、実施程度が不明な企業を除外して集計

### <情報開示の状況>

つぎに情報開示の状況として、①情報開示の有無をみると(図表1-29)、「女性社員の活用」<sup>5</sup>では、「情報を開示している」企業が54.1%、開示していない企業が45.2%であり、本調査で分析対象とした8つの施策のなかで最も情報開示が進んでいる。また、前者のなかでは「取

<sup>5</sup> 「女性社員の活用」では、つぎの企業を除外して集計した結果を分析している。すなわち、図表1-28「施策効果指標の過去3年間の変化(ダイバーシティ)」のなかの「女性管理職比率(N=168)」において、「いずれの役職にも女性ははいない」と回答した企業(11.3%)と、「無回答」の企業(1.8%)の計22社である。



組みの内容と女性管理職数を開示」(33.6%)が多い。

この一方で、「非正社員の活用」では約8割(79.5%)、「高齢者の活用」では約7割(68.9%)、「障害者の活用」では7割(72.3%)の企業が情報を開示しておらず情報開示は進んでいない。なお、これ以降の分析では、「情報を開示していない」企業と情報開示の有無が不明な企業(図表1-29の無回答)を除外して集計した結果を分析する。

図表1-29 ダイバーシティ分野における情報開示の有無

| 女性社員の活用(N=146)   |      | 非正社員の活用(N=132)    |      |
|------------------|------|-------------------|------|
| 情報を開示している        | 54.1 | 情報を開示している         | 15.2 |
| 取組みの内容のみ開示       | 15.8 | 制度の内容のみ開示         | 9.1  |
| 女性管理職数のみ開示       | 4.8  | 正社員転換者数のみ開示       | 2.3  |
| 取組みの内容と女性管理職数を開示 | 33.6 | 制度の内容と、正社員転換者数を開示 | 3.8  |
| 情報を開示していない       | 45.2 | 情報を開示していない        | 79.5 |
| 無回答              | 0.7  | 無回答               | 5.3  |

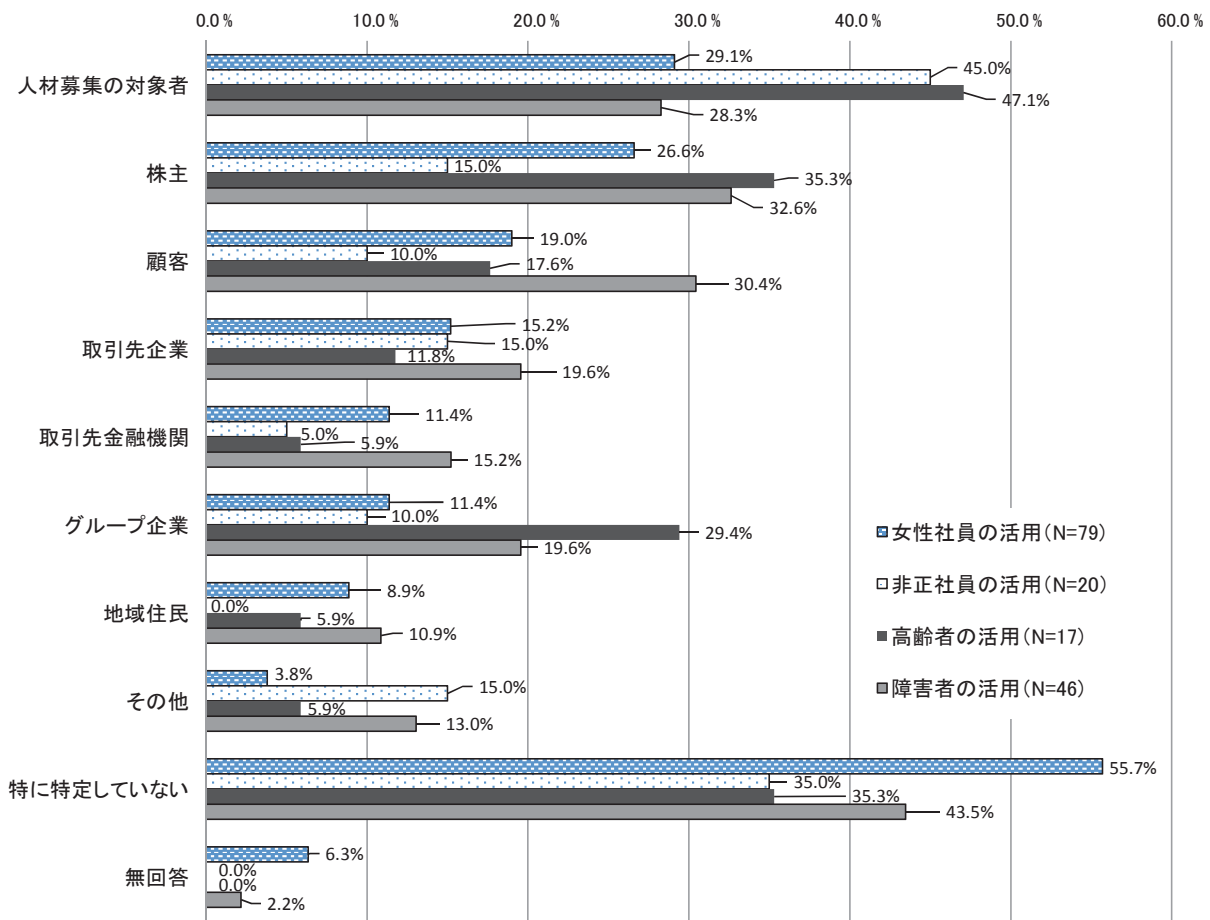
| 高齢者の活用(N=61) |      | 障害者の活用(N=173) |      |
|--------------|------|---------------|------|
| 情報を開示している    | 27.9 | 情報を開示している     | 26.6 |
| 情報を開示していない   | 68.9 | 情報を開示していない    | 72.3 |
| 無回答          | 3.3  | 無回答           | 1.2  |

注:「実施していない」企業と、実施程度が不明な企業を除外して集計

何らかの情報を開示している企業に対して、②情報開示の対象者をみると(図表1-30)、「女性社員の活用」では、「特に特定していない」が半数(55.7%)を占め、これに「人材募集の対象者」(29.1%)、「株主」(26.6%)がつづく。「非正社員の活用」では、「人材募集の対象者」(45.0%)が最も多く、ついで「特に特定していない」(35.0%)である。「高齢者の活用」では、「人材募集の対象者」(47.1%)が最も多く、これに「株主」と「特に特定していない」(いずれも35.3%)がつづく。「障害者の活用」では、「特に特定していない」が4割(43.5%)を占め、これに「株主」(32.6%)、「顧客」(30.4%)、「人材募集の対象者」(28.3%)がつづく。



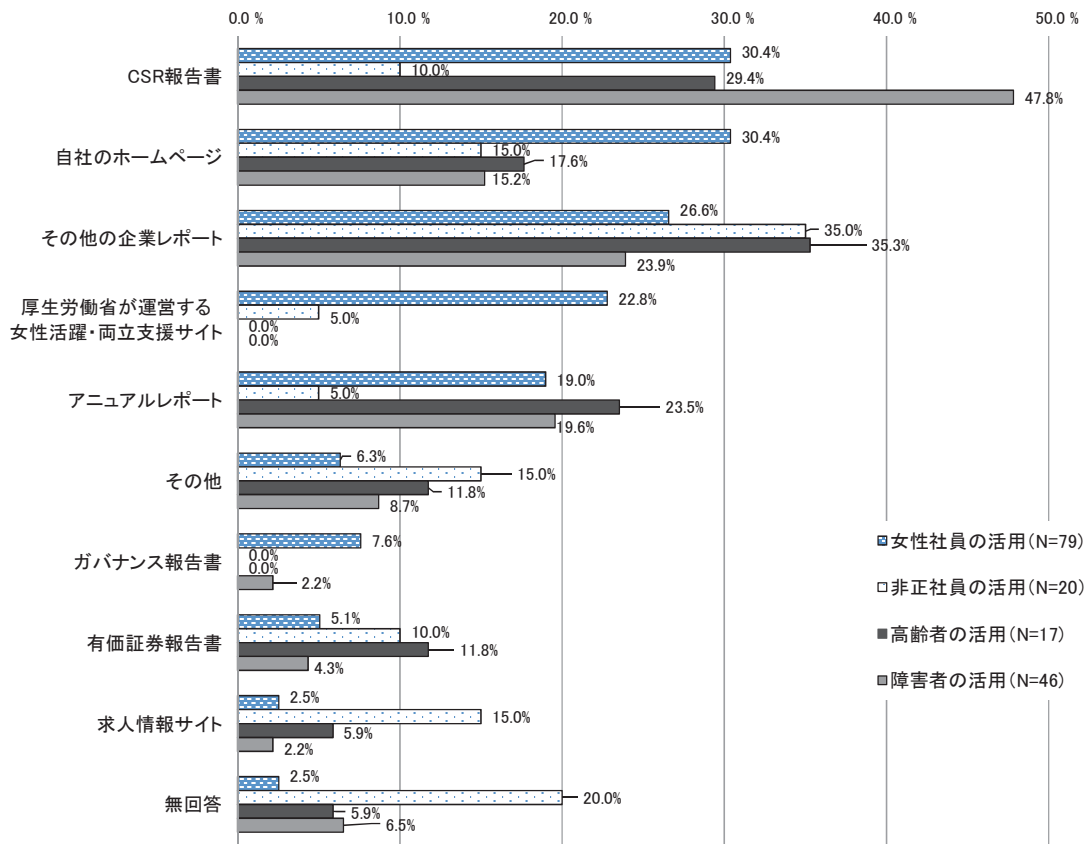
図表 1-30 ダイバーシティ分野における情報開示の対象者（複数回答）



注:「実施していない」企業、「情報を開示していない」企業、実施程度・情報開示の程度が不明な企業を除外して算出

つぎに、③情報開示に用いる媒体をみると（図表 1-31）、「女性社員の活用」では、「CSR 報告書」と「自社のホームページ」（いずれも 30.4%）、「その他の企業レポート」（26.6%）が上位を占める。「非正社員の活用」では、「その他の企業レポート」（35.0%）が最も多く、これに「求人情報サイト」、「その他」（いずれも 15.0%）がつづく。「高齢者の活用」では、「その他の企業レポート」（35.3%）、「CSR 報告書」（29.4%）、「アニュアルレポート」（23.5%）が上位を占める。「障害者の活用」では、「CSR 報告書」（47.8%）が最も多く、これに「その他の企業レポート」（23.9%）、「アニュアルレポート」（19.6%）がつづく。

図表 1-31 ダイバーシティ分野で用いる情報媒体（複数回答）

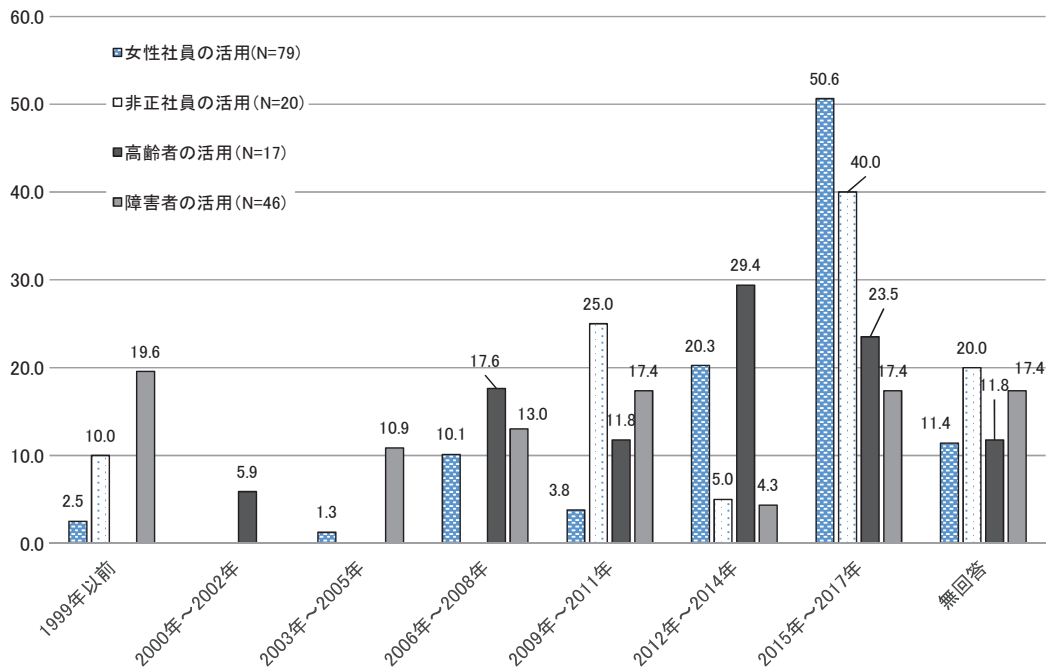


注:「実施していない」企業、「情報を開示していない」企業、実施程度・情報開示の程度が不明な企業を除外して算出

つづいて、④情報開示の開始時期をみると（図表 1-32）、「女性社員の活用」では、「2015年～2017年」が半数（50.6%）を占め、ついで「2012年～2014年」が20.3%であり、約7割（70.9%）が2012年～2017年の間に情報開示を始めている。「非正社員の活用」では、「2015年～2017年」が40.0%、「2009年～2011年」が25.0%である。「高齢者の活用」では、「2012年～2014年」が29.4%、「2015年～2017年」が23.5%である。「障害者の活用」では、「1999年以前」が19.6%、「2009年～2011年」と「2015年～2017年」が同率の17.4%である。

ばらつきはあるものの、障害者を除く3つの社員層の活用について、6割以上の企業が2009年～2017年の間に情報開示を始めている（女性74.7%、非正社員70.0%、高齢者64.7%）

図表 1-32 ダイバーシティ分野における情報開示の開始時期



注:「実施していない」企業、「情報を開示していない」企業、実施程度・情報開示の程度が不明な企業を除外して算出

### <情報開示を行っている企業の特徴>

最後に、情報開示を行っている企業の特徴をみる。

「女性社員の活用」からみると(図表 1-33)、正社員数が「100人未満」(23.1%)から「1,000人以上」(80.4%)へと増加するほど、情報開示する企業が多くなる。株式上場先では、「東証一部」(66.3%)で開示する企業が多い。外国資本比率は「10%未満」(45.7%)から「10%以上」(83.0%)へと上昇するほど、開示する企業が多くなる。機関投資家比率も同様の傾向を示しており、「10%未満」(42.4%)から「10%以上」(69.5%)へと上昇するほど、情報開示企業が多くなる。

「施策効果指標」との関連性をみると、課長比率や部長比率との関連性は認められないが、過去3年間における女性管理職数が「横ばい」(41.7%)から「増加」(62.8%)するほど、開示企業が多くなる。

図表 1-33 女性社員の活用に関する情報を開示している企業の特徴

| 女性社員の活用                            |                | 情報開示<br>している        | 情報開示<br>していない | 無回答   | N    |     |    |
|------------------------------------|----------------|---------------------|---------------|-------|------|-----|----|
| 全体                                 |                | 54.1                | 45.2          | 0.7   | 146  |     |    |
| 企業<br>属性                           | 正社員数           | 100人未満              | ↓ 23.1        | 76.9  | 0.0  | 13  |    |
|                                    |                | 100～300人未満          | 35.7          | 64.3  | 0.0  | 28  |    |
|                                    |                | 300～1,000人未満        | 44.4          | 53.3  | 2.2  | 45  |    |
|                                    |                | 1,000人以上            | 80.4          | 19.6  | 0.0  | 56  |    |
|                                    | 株式上場先          | 東証一部                | 66.3          | 32.7  | 1.0  | 98  |    |
|                                    |                | 東証二部                | 15.4          | 84.6  | 0.0  | 13  |    |
|                                    |                | マザーズ                | 50.0          | 50.0  | 0.0  | 4   |    |
|                                    |                | JASDAQ(スタンダード、グロース) | 34.6          | 65.4  | 0.0  | 26  |    |
|                                    |                | Tokyo Pro Market    | 0.0           | 100.0 | 0.0  | 2   |    |
|                                    |                | その他                 | 50.0          | 50.0  | 0.0  | 2   |    |
|                                    | 外国資本比率         | 10%未満               | ↓ 45.7        | 54.3  | 0.0  | 70  |    |
|                                    |                | 10%以上               | 83.0          | 17.0  | 0.0  | 47  |    |
|                                    |                | わからない               | 27.3          | 68.2  | 4.5  | 22  |    |
|                                    | 機関投資家比率        | 10%未満               | ↓ 42.4        | 57.6  | 0.0  | 33  |    |
|                                    |                | 10%以上               | 69.5          | 30.5  | 0.0  | 59  |    |
|                                    |                | わからない               | 46.5          | 51.2  | 2.3  | 43  |    |
|                                    | 施策<br>効果<br>指標 | 女性課長職比率             | 0～2.5%未満      | 48.6  | 51.4 | 0.0 | 35 |
|                                    |                |                     | 2.5～5%未満      | 64.7  | 35.3 | 0.0 | 34 |
|                                    |                |                     | 5～10%未満       | 48.4  | 48.4 | 3.2 | 31 |
| 10～20%未満                           |                |                     | 63.2          | 36.8  | 0.0  | 19  |    |
| 20%以上                              |                |                     | 50.0          | 50.0  | 0.0  | 18  |    |
| 女性部長職比率                            |                | 1%未満                | 48.9          | 50.0  | 1.1  | 90  |    |
|                                    |                | 1～5%未満              | 82.8          | 17.2  | 0.0  | 29  |    |
|                                    |                | 5～10%未満             | 45.5          | 54.5  | 0.0  | 11  |    |
|                                    |                | 10%以上               | 37.5          | 62.5  | 0.0  | 8   |    |
| 過去3年間で<br>の女性管理職数(課長・<br>部長・役員)の変化 |                | 増加した                | ↑ 62.8        | 36.0  | 1.2  | 86  |    |
|                                    |                | 横ばい                 | 41.7          | 58.3  | 0.0  | 60  |    |
|                                    |                | 減少した                | 0.0           | 0.0   | 0.0  | 0   |    |

「非正社員の活用」をみると(図表 1-34)、正社員数と開示率に関連性は認められない。株式上場先では、「東証一部」(21.1%)で開示する企業がやや多い。外国資本比率は「10%未満」(9.9%)から「10%以上」(28.1%)へと上昇するほど、開示する企業が多くなる。機関投資家比率も同様の傾向を示しており、「10%未満」(11.4%)から「10%以上」(19.6%)へと上昇するほど、情報開示企業が多くなる。なお、「施策効果指標」との関連性はみられない。

図表 1-34 非正社員の活用に関する情報を開示している企業の特徴

| 非正社員の活用        |                          |                     | 情報開示<br>している | 情報開示<br>していない | 無回答  | N   |
|----------------|--------------------------|---------------------|--------------|---------------|------|-----|
| 全体             |                          |                     | 15.2         | 79.5          | 5.3  | 132 |
| 企業<br>属性       | 正社員数                     | 100人未満              | 15.8         | 73.7          | 10.5 | 19  |
|                |                          | 100～300人未満          | 6.3          | 87.5          | 6.3  | 32  |
|                |                          | 300～1,000人未満        | 14.3         | 82.9          | 2.9  | 35  |
|                |                          | 1,000人以上            | 23.8         | 71.4          | 4.8  | 42  |
|                | 株式上場先                    | 東証一部                | 21.1         | 74.6          | 4.2  | 71  |
|                |                          | 東証二部                | 13.0         | 73.9          | 13.0 | 23  |
|                |                          | マザーズ                | 0.0          | 100.0         | 0.0  | 4   |
|                |                          | JASDAQ(スタンダード、グロース) | 3.6          | 92.9          | 3.6  | 28  |
|                |                          | Tokyo Pro Market    | 33.3         | 66.7          | 0.0  | 3   |
|                |                          | その他                 | 0.0          | 100.0         | 0.0  | 2   |
|                | 外国資本比率                   | 10%未満               | ↓ 9.9        | 87.3          | 2.8  | 71  |
|                |                          | 10%以上               | 28.1         | 62.5          | 9.4  | 32  |
|                |                          | わからない               | 9.5          | 85.7          | 4.8  | 21  |
|                | 機関投資家比率                  | 10%未満               | ↓ 11.4       | 85.7          | 2.9  | 35  |
|                |                          | 10%以上               | 19.6         | 78.3          | 2.2  | 46  |
| わからない          |                          | 12.2                | 78.0         | 9.8           | 41   |     |
| 施策<br>効果<br>指標 | 2016年度の<br>正社員転換者数       | 0～5人未満              | 12.9         | 81.4          | 5.7  | 70  |
|                |                          | 5～20人未満             | 20.6         | 76.5          | 2.9  | 34  |
|                |                          | 20人以上               | 19.0         | 81.0          | 0.0  | 21  |
|                | 過去3年間の<br>正社員転換者数<br>の変化 | 増加した                | 11.4         | 86.4          | 2.3  | 44  |
|                |                          | 横ばい                 | 15.7         | 81.4          | 2.9  | 70  |
|                |                          | 減少した                | 40.0         | 60.0          | 0.0  | 10  |

「高齢者の活用」をみると（図表 1-35）、正社員数との関連性は見られない。株式上場先では、「東証一部」（36.4%）で開示する企業が多い。外国資本比率は「10%未満」（24.4%）から「10%以上」（55.6%）へと上昇するほど、開示する企業が多くなる。機関投資家比率も同様の傾向を示しており、「10%未満」（28.6%）から「10%以上」（40.0%）へと上昇するほど、開示企業が多くなる。

図表 1-35 高齢者の活用に関する情報を開示している企業の特徴

| 高齢者の活用   |                     |              | 情報開示<br>している | 情報開示<br>していない | 無回答 | N  |
|----------|---------------------|--------------|--------------|---------------|-----|----|
| 全体       |                     |              | 27.9         | 68.9          | 3.3 | 61 |
| 企業<br>属性 | 正社員数                | 100人未満       | 15.4         | 84.6          | 0.0 | 13 |
|          |                     | 100～300人未満   | 15.8         | 78.9          | 5.3 | 19 |
|          |                     | 300～1,000人未満 | 53.8         | 46.2          | 0.0 | 13 |
|          |                     | 1,000人以上     | 28.6         | 64.3          | 7.1 | 14 |
| 株式上場先    | 東証一部                | 36.4         | 59.1         | 4.5           | 22  |    |
|          | 東証二部                | 23.1         | 69.2         | 7.7           | 13  |    |
|          | マザーズ                | 25.0         | 75.0         | 0.0           | 4   |    |
|          | JASDAQ(スタンダード、グロース) | 27.8         | 72.2         | 0.0           | 18  |    |
|          | Tokyo Pro Market    | 0.0          | 100.0        | 0.0           | 2   |    |
|          | その他                 | 0.0          | 100.0        | 0.0           | 1   |    |
| 外国資本比率   | 10%未満               | ↓ 24.4       | 73.2         | 2.4           | 41  |    |
|          | 10%以上               | 55.6         | 44.4         | 0.0           | 9   |    |
|          | わからない               | 28.6         | 71.4         | 0.0           | 7   |    |
| 機関投資家比率  | 10%未満               | ↓ 28.6       | 71.4         | 0.0           | 21  |    |
|          | 10%以上               | 40.0         | 60.0         | 0.0           | 15  |    |
|          | わからない               | 25.0         | 70.0         | 5.0           | 20  |    |

「障害者の活用」をみると（図表 1-36）、正社員数が「100 人未満」（0.0%）から「1,000 人以上」（58.3%）へと増加するほど、開示企業が多くなる。株式上場先では、「東証一部」（38.5%）で開示企業が多い。外国資本比率は「10%未満」（12.6%）から「10%以上」（55.8%）へと上昇するほど、開示する企業が多くなる。機関投資家比率も同様の傾向を示しており、「10%未満」（14.0%）から「10%以上」（39.7%）へと上昇するほど、開示企業が多くなる。

「施策効果指標」との関連性をみると、過去 3 年間で障害者雇用率が「低下」（19.0%）から「上昇」（41.5%）するほど、開示企業が多くなる。

図表 1-36 障害者の活用に関する情報を開示している企業の特徴

| 障害者の活用         |                     | 情報開示<br>している        | 情報開示<br>していない | 無回答   | N   |     |
|----------------|---------------------|---------------------|---------------|-------|-----|-----|
| 全体             |                     | 26.6                | 72.3          | 1.2   | 173 |     |
| 企業<br>属性       | 正社員数                | 100人未満              | 0.0           | 100.0 | 0.0 | 13  |
|                |                     | 100～300人未満          | 12.8          | 84.6  | 2.6 | 39  |
|                |                     | 300～1,000人未満        | 10.5          | 89.5  | 0.0 | 57  |
|                |                     | 1,000人以上            | 58.3          | 40.0  | 1.7 | 60  |
|                | 株式上場先               | 東証一部                | 38.5          | 60.6  | 1.0 | 104 |
|                |                     | 東証二部                | 16.0          | 80.0  | 4.0 | 25  |
|                |                     | マザーズ                | 0.0           | 100.0 | 0.0 | 3   |
|                |                     | JASDAQ(スタンダード、グロース) | 5.6           | 94.4  | 0.0 | 36  |
|                |                     | Tokyo Pro Market    | 0.0           | 100.0 | 0.0 | 3   |
|                |                     | その他                 | 0.0           | 100.0 | 0.0 | 2   |
|                | 外国資本比率              | 10%未満               | 12.6          | 86.2  | 1.1 | 87  |
|                |                     | 10%以上               | 55.8          | 42.3  | 1.9 | 52  |
|                |                     | わからない               | 7.4           | 92.6  | 0.0 | 27  |
|                | 機関投資家比率             | 10%未満               | 14.0          | 86.0  | 0.0 | 43  |
|                |                     | 10%以上               | 39.7          | 58.7  | 1.6 | 63  |
|                |                     | わからない               | 18.2          | 80.0  | 1.8 | 55  |
| 施策<br>効果<br>指標 | 2016年度の<br>障害者雇用率   | 0～2.0%未満            | 8.7           | 91.3  | 0.0 | 69  |
|                |                     | 2.0～2.5%未満          | 46.5          | 53.5  | 0.0 | 71  |
|                |                     | 2.5%以上              | 27.3          | 63.6  | 9.1 | 22  |
|                | 過去3年間の<br>障害者雇用率の変化 | 上昇した                | 41.5          | 56.6  | 1.9 | 53  |
|                |                     | 横ばい                 | 20.8          | 79.2  | 0.0 | 96  |
|                |                     | 低下した                | 19.0          | 81.0  | 0.0 | 21  |

### <まとめ>

以上の分析から明らかになった点についてまとめておきたい。

第一に、高齢者の活用を除き、女性・非正社員・障害者の活用に取り組む企業は 6 割～ 8 割を占める。「女性社員の活用」については、施策実施企業の半数以上が情報を開示しており、本調査で扱った人事上の取組みのうち、最も情報開示が進んでいる。その一方、非正社員の活用は、情報開示している企業が 15.2%と、他の施策と比べて著しく低い。また障害者・高齢者の活用についても、開示企業は実施企業の 4 分の 1にとどまる。

第二に、情報開示の対象者をみると、いずれの取組みについても、「特に特定していない」と「人材募集の対象者」が上位 2 位をしめる。また、他の人事施策との相違点として、「株主」

を対象とする企業が3割程度あり、他の人事施策よりも株主を意識した情報開示が行われている。

第三に、情報開示を行っている企業の特徴をみると、企業規模では大手企業で、上場先では東証一部に上場している企業、資本構造では外国資本比率と機関投資家比率が高い企業で、情報開示が進んでいる。

第四に、「施策効果指標」との関連性をみると、指標の水準よりも、過去3年間で指標が改善した場合の方が、情報開示する企業が多く、「女性社員の活用」では女性管理職者数が増加した企業、「障害者の活用」では障害者雇用率が上昇した企業ほど、情報開示する企業が多くなる。

#### 第4節 おわりに

以上、3つの人事分野に絞って、情報開示の現状把握を行った。本調査で明らかとなった点は、つぎの4点である。

第一に、「高齢者の活用」を除いた、施策実施率が6割以上の7つの施策<sup>6</sup>で比較すると、「女性社員の活用」以外のほとんどの施策（7つ中6つ）で、実施企業のうち情報開示している企業が3～4割にとどまり、人事情報について積極的に開示する企業は限定的であるといえる。

情報開示率が高いのは、①「女性社員の活用」（54.1%）、②「仕事と介護の両立」（45.8%）、③「仕事と育児の両立」（43.6%）である。これに④「有給休暇の取得促進」（39.1%）、⑤「残業時間の削減」（33.2%）がつづく。仕事と育児や介護の両立は、女性の活躍を推進する上で重要なテーマであることから、女性社員を中心としたワーク・ライフ・バランス分野の情報開示が最も進んでいるといえる。これに比べて、「労働時間」分野は、施策実施率でみると「ワーク・ライフ・バランス」分野と同程度の水準であるが、情報開示は同分野ほど進んでいない。以上の2つの人事分野とは対照的に、「女性社員の活用」を除くダイバーシティ分野は、実施率の高低にかかわらず、情報開示が遅れている。

第二に、情報開示の対象者をみると、「障害者の活用」を除くほとんどの施策（8つ中7つ）で、「人材募集の対象者」と「特に特定していない」が上位2位をしめる。対象者を特定していない情報開示は、多くの施策（8つ中6つ）で約半数～7割を占めており、企業は特定の対象者に向けて情報開示するというより、社会的評価の向上を図るために情報開示していると考えられる。

ただし、「有給休暇の取得促進」、「残業時間の削減」、「非正社員の活用」、「高齢者の活用」に関しては、情報開示の対象者として半数の企業が「人材募集の対象者」を挙げている。このことから、「労働時間」分野と、非正社員・高齢者のキャリアに関する情報は、人材確保のために活用されているといえる。

<sup>6</sup> 実施率が28.2%の「高齢者の活用」以外の施策。

第三に、情報開示に用いる媒体をみると、いずれの人事施策も CSR 報告書や自社の HP、アニュアルレポート、その他の企業レポートなど、自社の様々な媒体を用いており、企業によって人事情報を掲載する場所が異なる。

第四に、情報開示を行っている企業の特徴については、人事分野・施策を越えて、共通した傾向が見られた。すなわち、企業規模では大手企業で、上場先市場では東証一部に上場している企業、資本構造では外国資本比率と機関投資家比率が高い企業で、情報開示が進んでいる。さらに、施策効果指標との関連性をみると、施策効果の水準の高さより、施策効果が改善された場合で、情報開示を行う企業が多くなる。

#### 【参考文献】

リクルートワークス研究所「Works 人材マネジメント調査 2015 基本報告書」

労働政策研究・研修機構（2016）「企業の人材育成・教育訓練などの広報及び情報の公表に関する調査」



## 第2章 機関投資家調査結果

### 第1節 趣旨・調査概要

#### ①調査趣旨

本章では、機関投資家に対する調査結果を検討する。

その趣旨は、機関投資家が投資を行う際に、経営状況などに代表される財務指標・情報を考慮するのは当然として、まさに投資のプロフェッショナル・専門家であるこうした組織が、それ以外の非財務指標・情報をどの程度考慮しているのかを探ることにある。その中でも特に、人的資産に関する要素をどの程度考慮しているのか、考慮しているとすれば、それはどのような項目であるのか、さらには、それらを属性別に見ると、どういった異同があるのかという視点から、これらの問題を検討していく。

#### ②調査概要

調査実施概要は以下のとおりである。

期間：2018年1月27日～2月19日

対象：金融庁が発表している「適格機関投資家」リストに基づき、そこに掲載されている1,946件（個人と外国企業を除く、2017年11月16日現在）すべてを対象とした。

回収数（回収率）：170票（8.7%）

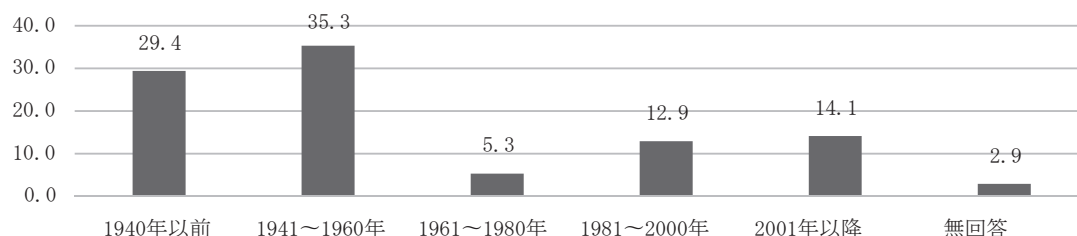
### 第2節 調査結果

#### 1. 調査対象のプロファイル

##### ①会社の設立年

比較的、歴史のある企業・組織が多い。図表2-1にみるように、1940年以前で約1/3、1960年以前でほぼ2/3を占めている。

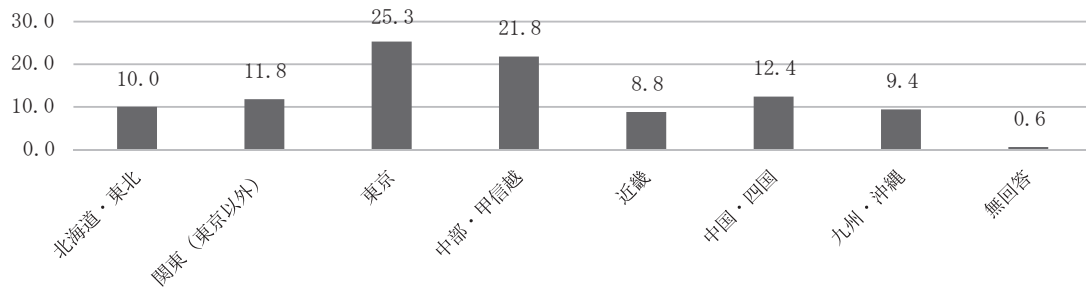
図表2-1 会社の設立年（%）



##### ②本社所在地

本社所在地に関しては、東京のみで全体の約1/4を占める。東京を含めた関東全体で約4割弱となっている。中部・甲信越（新潟から三重まで）も、2割強となっている（図表2-2参照）。

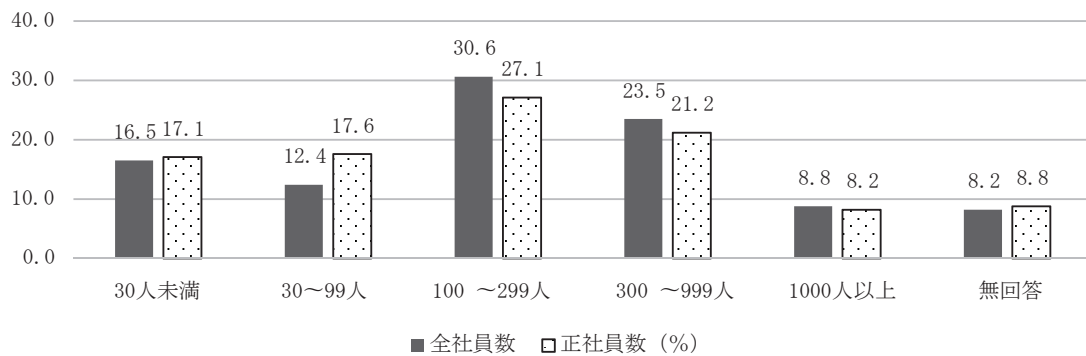
図表 2-2 会社の設立年 (%)



## ③全社員数・正社員数

社員数に関しては、全社員数、正社員数ともに、図表 2-3 にみるとおり、「100～299人」規模企業が3割ほどを占めている。それより大規模の「300～999人」規模を合わせると、およそ半数となっている。

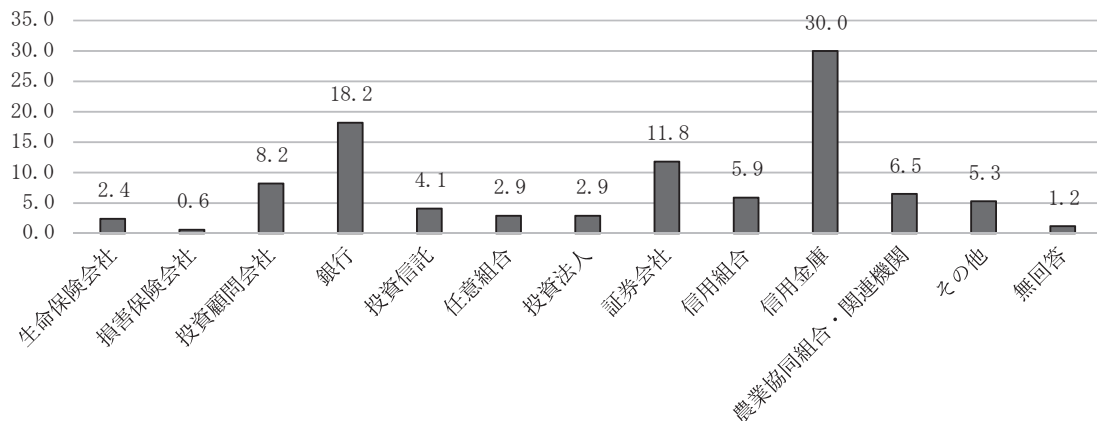
図表 2-3 全社員数・正社員数 (%)



## ④業種

業種に関しては、信用金庫と銀行がそれぞれ、30.0%、18.2%と多く、その二者でほぼ半数を占めている（図表 2-4 参照）。

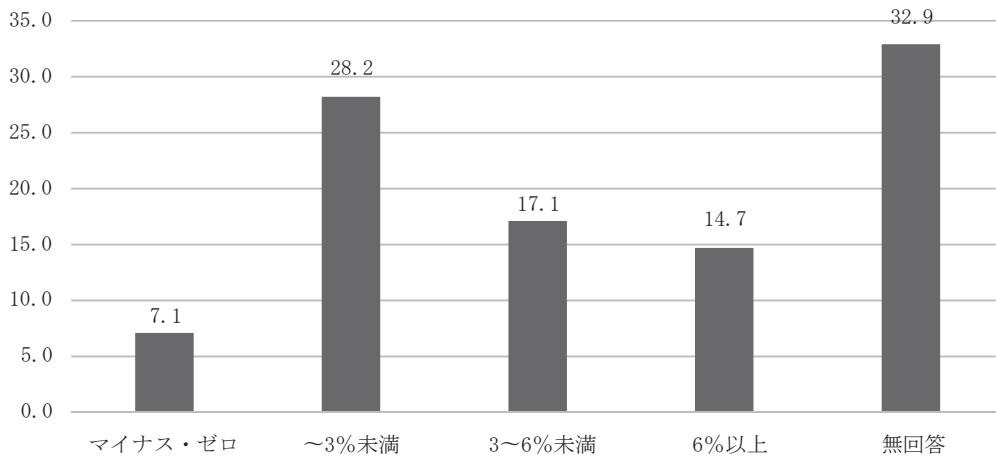
図表 2-4 業種 (%)



### ⑤投資運用利益率・日本国内株

投資運用利益率に関しては、図表 2-5 にみるように、無回答がほぼ 1/3 を占めるが、全体としては、あまり高い水準にはない。「マイナス、もしくはゼロ」が 1 割弱、「0～3%未満」がほぼ 3 割となっている。その一方で、「6%以上」の利益率を上げている投資家も、15% ほどいる。

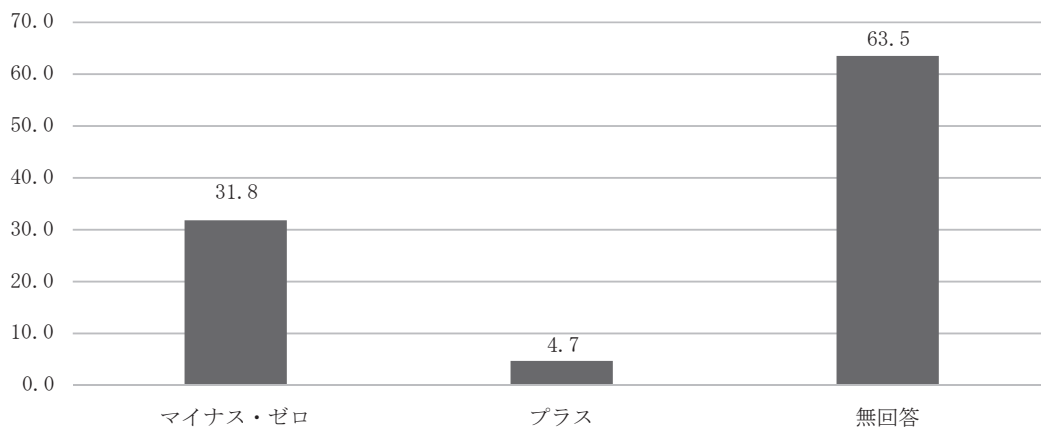
図表 2-5 投資運用利益率・日本株 (%)



### ⑥投資運用利益率・外国株

外国株に関しては、さらに無回答比率が約 2/3 と高くなっている。残りの 1/3 ほどの中では、プラスの利益を上げている投資家はごくわずかとなっている（図表 2-6 参照）。

図表 2-6 投資運用利益率・外国株 (%)



## 2. 国内株投資に関する調査結果

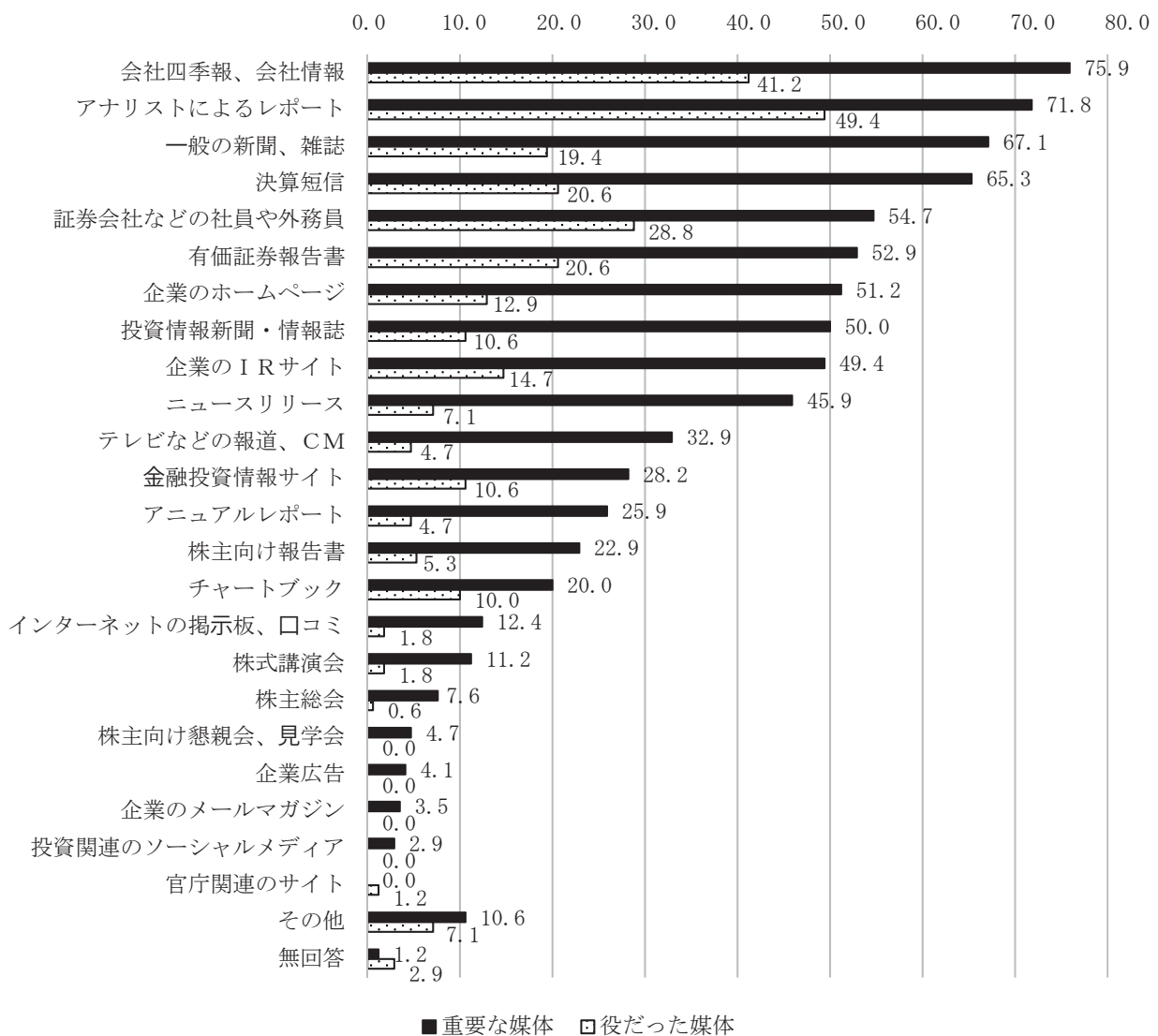
### (1) 情報を得る媒体とその有用性

以下では、日本国内株への投資に関する状況について、検討する。

機関投資家は、投資を検討するための情報をどのような媒体から得ているのであろうか。「現在まで重要だった媒体、その中で、実際に役立つ媒体」を尋ねた結果が図表 2-7 である。

そこにみるように、重要であった媒体としては、「会社四季報、会社情報」、「アナリストによるレポート」、「一般の新聞・雑誌」、「決算短信」が6割を超える水準で並んでいる。その中で、「実際に役立つ」比率では、「アナリストによるレポート」がほぼ半数でトップとなっている。2位は「会社四季報、会社情報」、3位に「証券会社社員や外務員」が入っている。

図表 2-7 投資活動を行うため、重要な、実際に役立つ媒体 (%)



重要な媒体に関して、いくつかの属性による違いをみても、明確な相違や傾向性はあまり見られない。

ただ、設立年による違いをみたとき、全体で第1位となった「会社四季報、会社情報」では、社歴の長い企業ほど指摘率が高くなっている。その一方で、「企業のホームページ」や「企業のIRサイト」などでは、それとは逆の傾向をみることができる。より新しい企業ほど、ネット経由で情報収集している可能性が考えられる（図表2-8参照）。

図表2-8 重要な媒体・設立年

|            | 合計     | 一般の新聞、雑誌 | テレビやラジオの報道、CM | 投資情報新聞、投資情報誌 | 企業のホームページ | 有価証券報告書 | インターネットの掲示板、口コミ | 金融投資情報サイト | 証券会社などの社員や外務員 | チャートブック | 株式講演会 | アナリストによるレポート | 会社四季報、会社情報 |
|------------|--------|----------|---------------|--------------|-----------|---------|-----------------|-----------|---------------|---------|-------|--------------|------------|
| 合計         | 170    | 114      | 56            | 85           | 87        | 90      | 21              | 48        | 93            | 34      | 19    | 122          | 129        |
|            | 100.0% | 67.1%    | 32.9%         | 50.0%        | 51.2%     | 52.9%   | 12.4%           | 28.2%     | 54.7%         | 20.0%   | 11.2% | 71.8%        | 75.9%      |
| 1940年以前    | 50     | 36       | 16            | 28           | 24        | 23      | 1               | 13        | 33            | 5       | 3     | 38           | 45         |
|            | 100.0% | 72.0%    | 32.0%         | 56.0%        | 48.0%     | 46.0%   | 2.0%            | 26.0%     | 66.0%         | 10.0%   | 6.0%  | 76.0%        | 90.0%      |
| 1941～1960年 | 60     | 38       | 22            | 30           | 27        | 31      | 8               | 15        | 35            | 14      | 8     | 46           | 44         |
|            | 100.0% | 63.3%    | 36.7%         | 50.0%        | 45.0%     | 51.7%   | 13.3%           | 25.0%     | 58.3%         | 23.3%   | 13.3% | 76.7%        | 73.3%      |
| 1961～1980年 | 9      | 3        | 0             | 4            | 4         | 5       | 0               | 2         | 4             | 2       | 0     | 5            | 7          |
|            | 100.0% | 33.3%    | 0.0%          | 44.4%        | 44.4%     | 55.6%   | 0.0%            | 22.2%     | 44.4%         | 22.2%   | 0.0%  | 55.6%        | 77.8%      |
| 1981～2000年 | 22     | 15       | 9             | 11           | 11        | 12      | 4               | 8         | 11            | 5       | 5     | 18           | 15         |
|            | 100.0% | 68.2%    | 40.9%         | 50.0%        | 50.0%     | 54.5%   | 18.2%           | 36.4%     | 50.0%         | 22.7%   | 22.7% | 81.8%        | 68.2%      |
| 2001年以降    | 24     | 19       | 7             | 10           | 20        | 17      | 7               | 8         | 9             | 4       | 2     | 12           | 14         |
|            | 100.0% | 79.2%    | 29.2%         | 41.7%        | 83.3%     | 70.8%   | 29.2%           | 33.3%     | 37.5%         | 16.7%   | 8.3%  | 50.0%        | 58.3%      |
| 無回答        | 5      | 3        | 2             | 2            | 1         | 2       | 1               | 2         | 1             | 4       | 1     | 3            | 4          |
|            | 100.0% | 60.0%    | 40.0%         | 40.0%        | 20.0%     | 40.0%   | 20.0%           | 40.0%     | 20.0%         | 80.0%   | 20.0% | 60.0%        | 80.0%      |

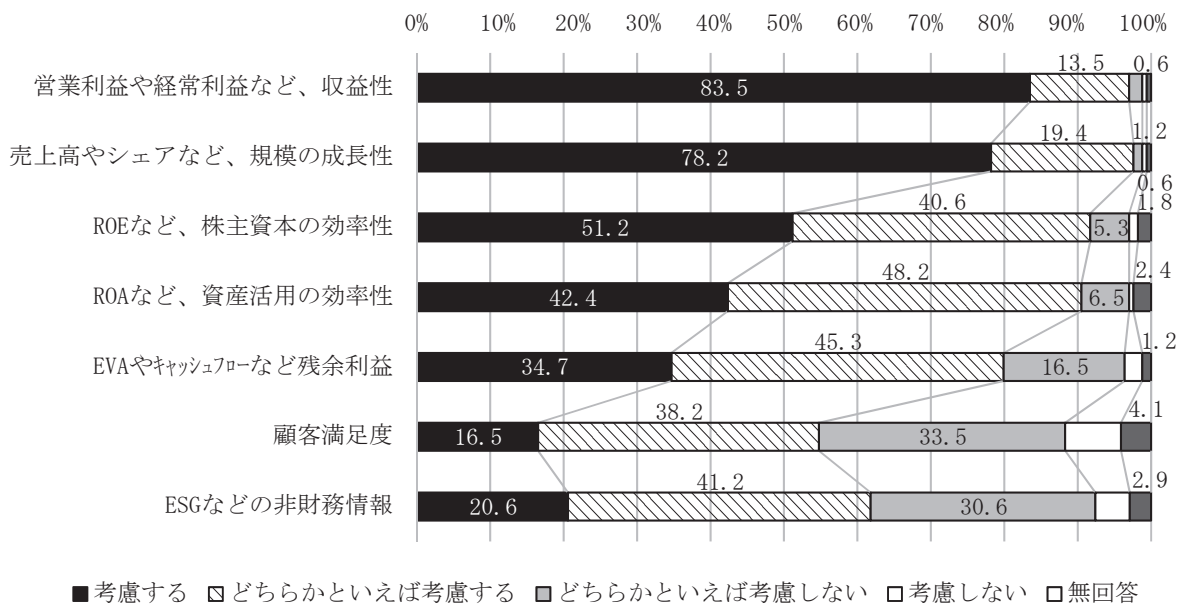
|            | ニュースリリース | 株主向け報告書 | アニユアルレポート | 株主総会  | 株主向け懇親会、見学会 | 決算短信  | 企業のメールマガジン | 企業広告  | 投資関連のソーシャルメディア | 企業のIRサイト | 財務省、厚生労働省など官庁関連のサイト | その他   | 無回答  |
|------------|----------|---------|-----------|-------|-------------|-------|------------|-------|----------------|----------|---------------------|-------|------|
| 合計         | 78       | 39      | 44        | 13    | 8           | 111   | 6          | 7     | 5              | 84       | 18                  | 18    | 2    |
|            | 45.9%    | 22.9%   | 25.9%     | 7.6%  | 4.7%        | 65.3% | 3.5%       | 4.1%  | 2.9%           | 49.4%    | 10.6%               | 10.6% | 1.2% |
| 1940年以前    | 20       | 10      | 10        | 1     | 1           | 33    | 0          | 0     | 0              | 22       | 3                   | 4     | 0    |
|            | 40.0%    | 20.0%   | 20.0%     | 2.0%  | 2.0%        | 66.0% | 0.0%       | 0.0%  | 0.0%           | 44.0%    | 6.0%                | 8.0%  | 0.0% |
| 1941～1960年 | 28       | 12      | 12        | 4     | 1           | 36    | 0          | 1     | 1              | 26       | 4                   | 5     | 1    |
|            | 46.7%    | 20.0%   | 20.0%     | 6.7%  | 1.7%        | 60.0% | 0.0%       | 1.7%  | 1.7%           | 43.3%    | 6.7%                | 8.3%  | 1.7% |
| 1961～1980年 | 3        | 2       | 0         | 0     | 0           | 5     | 0          | 0     | 0              | 4        | 0                   | 3     | 0    |
|            | 33.3%    | 22.2%   | 0.0%      | 0.0%  | 0.0%        | 55.6% | 0.0%       | 0.0%  | 0.0%           | 44.4%    | 0.0%                | 33.3% | 0.0% |
| 1981～2000年 | 14       | 5       | 9         | 3     | 3           | 15    | 1          | 1     | 1              | 14       | 5                   | 2     | 0    |
|            | 63.6%    | 22.7%   | 40.9%     | 13.6% | 13.6%       | 68.2% | 4.5%       | 4.5%  | 4.5%           | 63.6%    | 22.7%               | 9.1%  | 0.0% |
| 2001年以降    | 12       | 8       | 12        | 4     | 2           | 18    | 4          | 4     | 3              | 16       | 5                   | 4     | 1    |
|            | 50.0%    | 33.3%   | 50.0%     | 16.7% | 8.3%        | 75.0% | 16.7%      | 16.7% | 12.5%          | 66.7%    | 20.8%               | 16.7% | 4.2% |
| 無回答        | 1        | 2       | 1         | 1     | 1           | 4     | 1          | 1     | 0              | 2        | 1                   | 0     | 0    |
|            | 20.0%    | 40.0%   | 20.0%     | 20.0% | 20.0%       | 80.0% | 20.0%      | 20.0% | 0.0%           | 40.0%    | 20.0%               | 0.0%  | 0.0% |

## (2) 投資の際、考慮する経営成果指標

全体の状況を見ると、より重要と認識されているのは図表 2-9 に見るように、営業利益や経常利益などの「収益性」(97.0%、「考慮する」+「どちらかといえば考慮する」の合計値。以下、同様)、売上高や市場シェアなどの「成長性」(97.6%)である。それに、ROE などの「株式資本の効率性」(91.8%)、ROA などの「資産活用の効率性」(90.6%)が続いている。肯定的な回答が 9 割を超えている。

その一方で、本調査で中心的な検討課題である ESG など「非財務情報」は、そこにみるように他項目に比べれば水準は低くなっているものの、肯定的な回答は 61.8%と、半数を超える水準にある。

図表 2-9 投資活動を行う際、考慮する経営成果指標

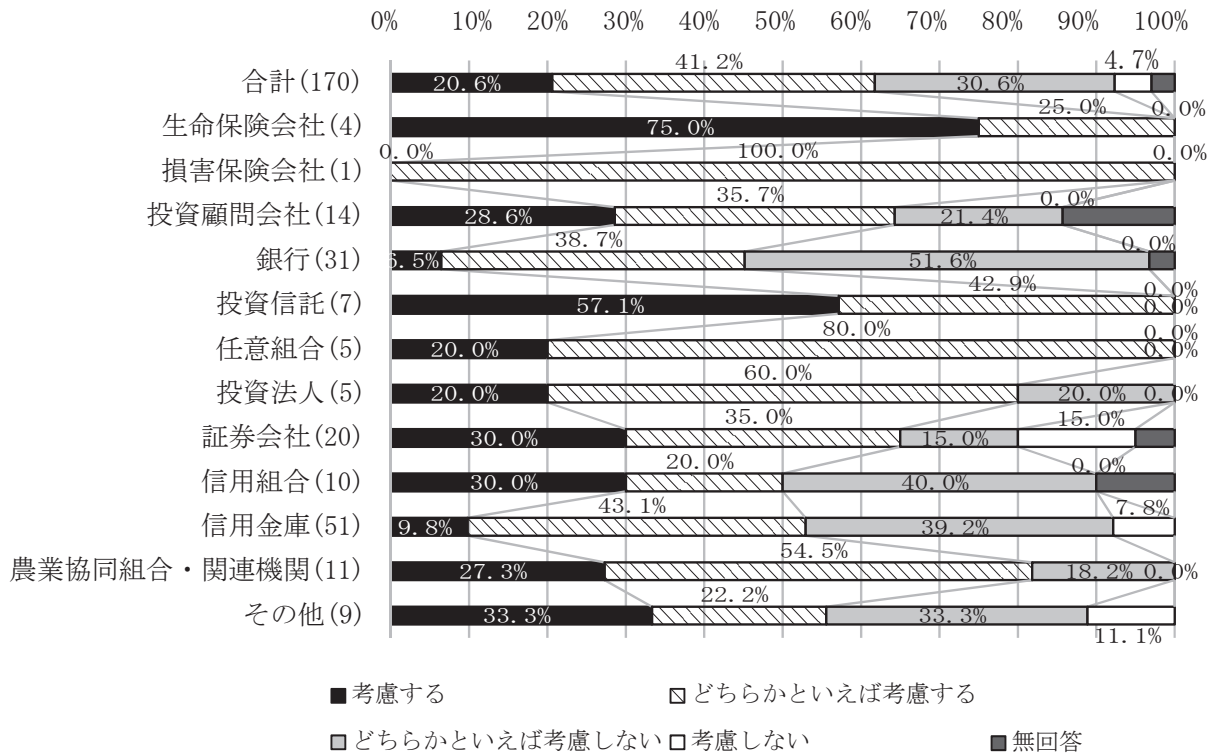


「ESG などの非財務情報」以外の項目では、大多数が肯定的な回答をしており、様々な属性とのクロスでも、特段指摘すべき傾向性は見られない。

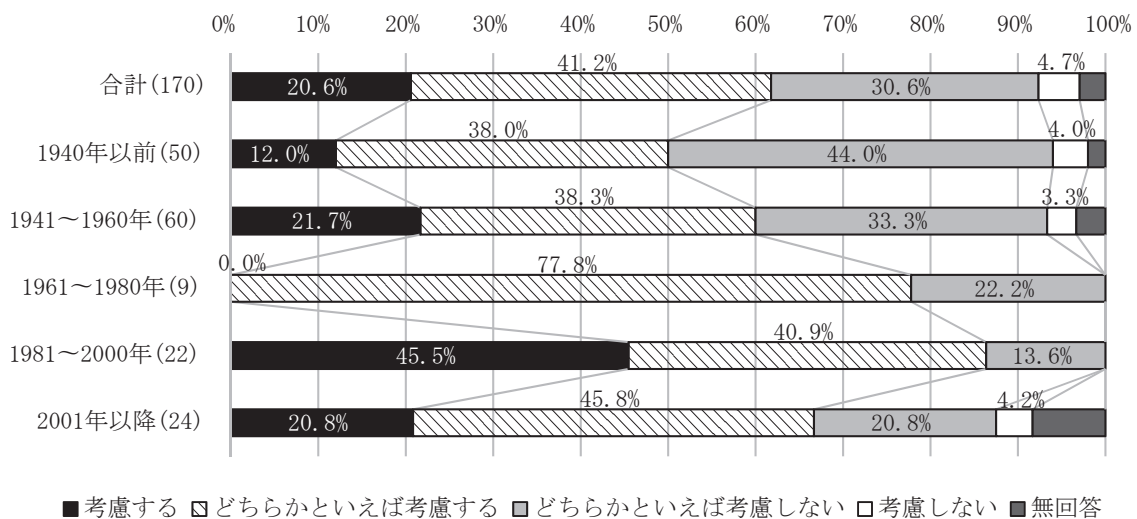
「ESG などの非財務情報」に関してクロス集計をすると、業種別には、「生命保険会社、投資信託」で、「考慮する」という回答比率が高い。その一方で、「銀行」、「信用組合」、「信用金庫」などでは、相対的に「考慮しない」傾向が強い(図表 2-10 参照)。

設立年別には、明確な傾向とはなっていないものの、おしなべて、より設立年が新しいほど「考慮する」傾向が強まっている。ただ、2001 年以降に設立したグループでは、その傾向が当てはまっていない(図表 2-11 参照)。

図表 2-10 業種別「ESGなどの非財務情報」への考慮（％）

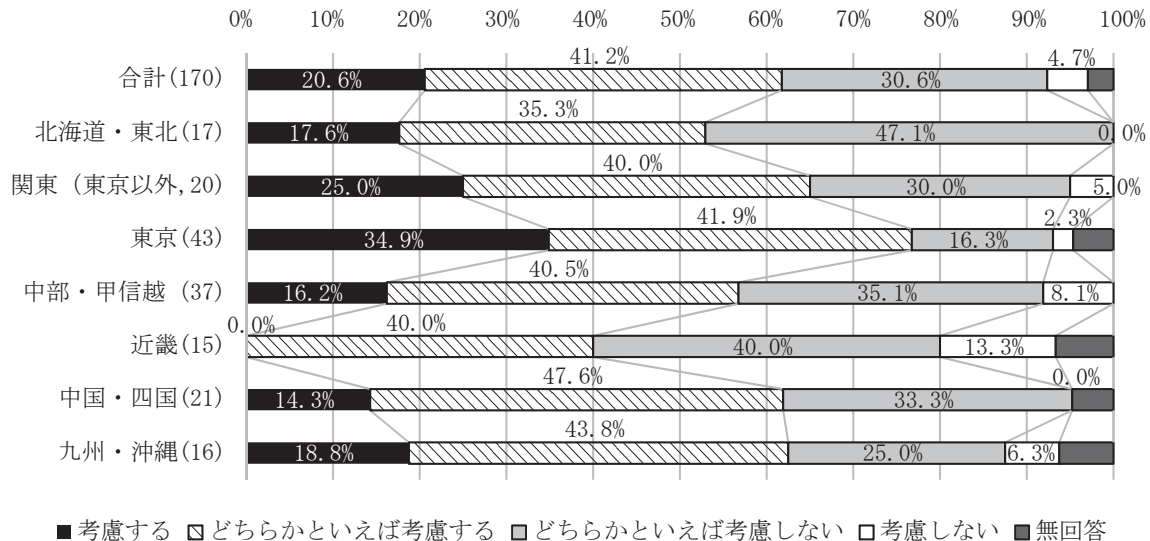


図表 2-11 設立年別「ESGなどの非財務情報」への考慮（％）



さらに、エリア別には図表 2-12 にみるように、東京や関東エリアで「考慮する」傾向が強くなっている

図表 2-12 エリア別「ESG などの非財務情報」への考慮 (%)



### (3) 企業の IR 情報の有用性

次に、投資活動を行う際に参考にする IR 情報について検討する。様々な項目について、「これまでに参考にしてきた」項目と、その中で「投資で実際に役立った」項目について尋ねた。その全体の結果は、図表 2-13 のとおりである。

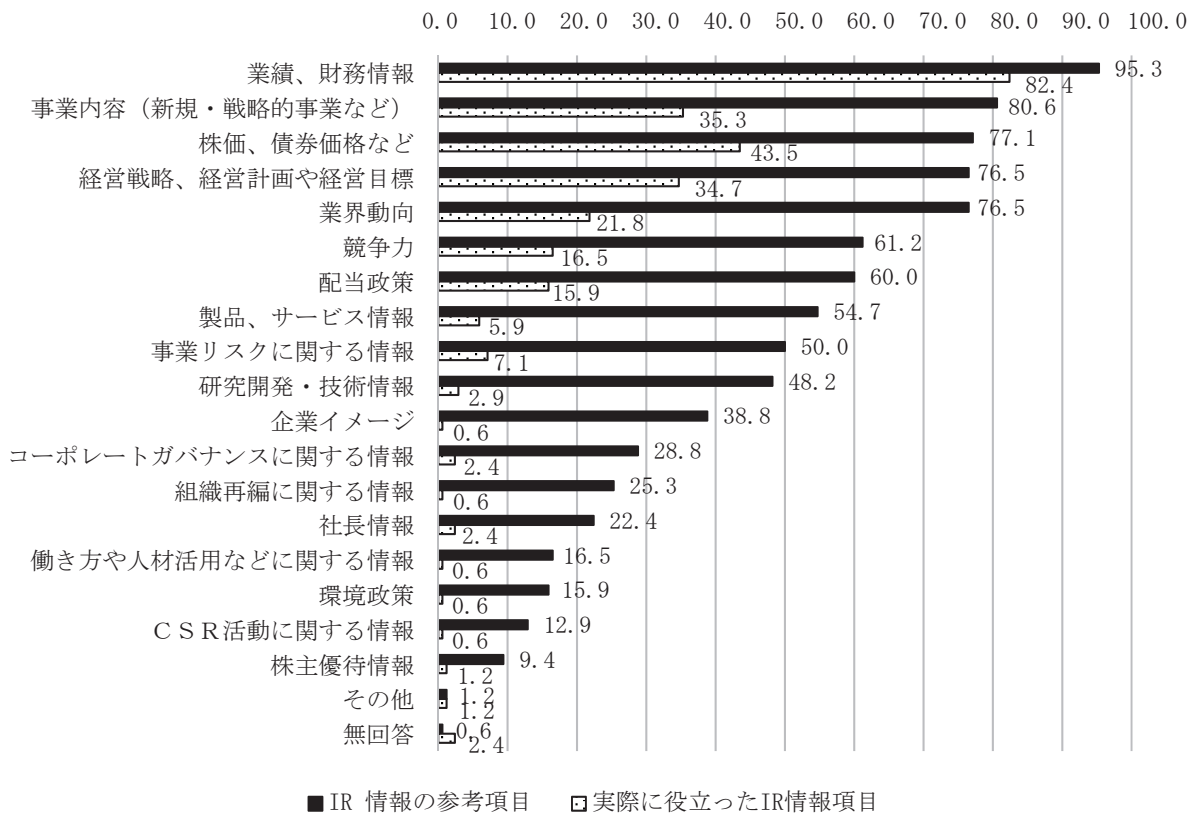
そこにみるように、「参考にした」比率を多い順から並べると、「業績、財務情報」(95.3%、82.4%)、「参考にした」、「実際に役立った」、それぞれの比率。以下、同様)、「事業内容」(80.6%、35.3%)、「株価や債券価格」(77.1%、43.5%)、「経営戦略、経営計画や経営目標」(76.5%、34.7%)、「業界動向」(76.5%、21.8%)が続いている。「参考にして、実際に役立った」と大多数が回答しているのは、「業績、財務情報」のみと言ってもよさそう。

本調査の主たる関心事項である ESG 関連事項をみると、おしなべて「参考にしておらず、実際に役立っていない」と認識されている。「働き方や人材活用などに関する情報」(16.5%、0.6%)、「環境政策」(15.9%、0.6%)、「CSR 活動に関する情報」(12.9%、0.6%)などの項目に関する指摘率は、低い水準に留まっている。

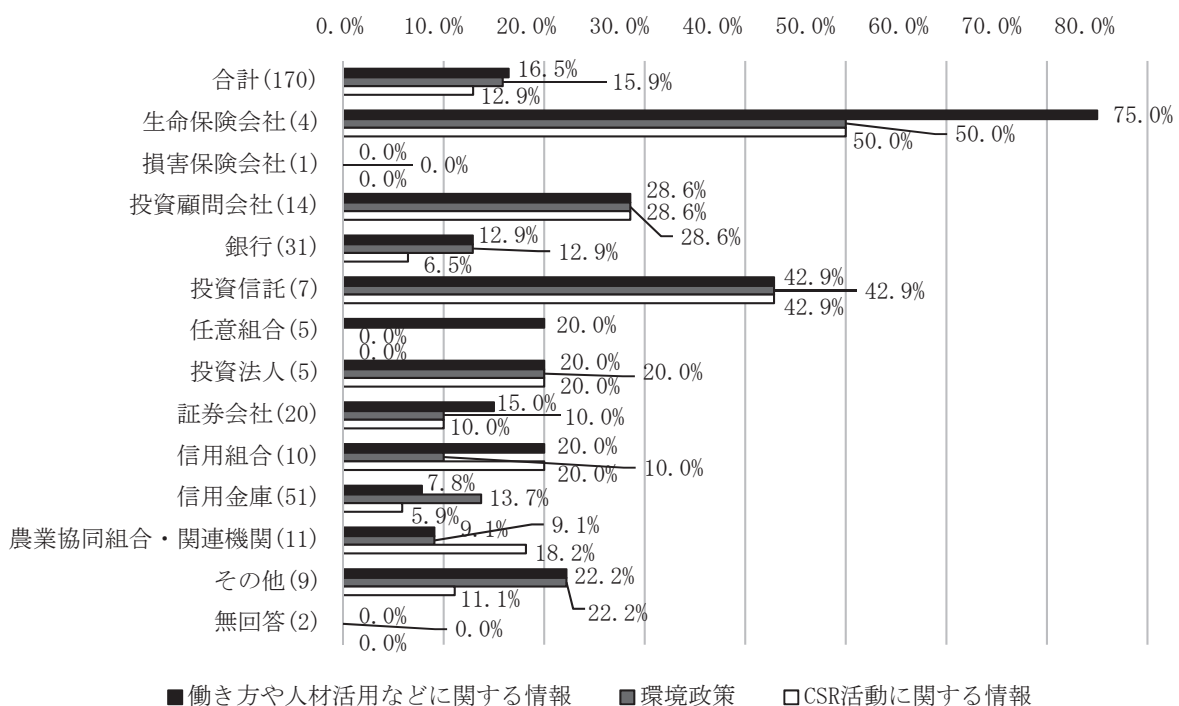
その意味で、サンプル数も少ないことも含め、より詳細な検討はあまり大きな意味を持つものではないが、たとえば、業種別にみると、図表 2-14 にあるように、生命保険会社や投資信託などでは比較的参考にする度合いが高いが、その一方で、銀行や信用金庫など、より歴史のある業種では、その比率が低い傾向にある。



図表 2-13 参考にする・実際に役立つ IR 情報 (%)



図表 2-14 業種別・参考にする ESG 関連情報 (%)

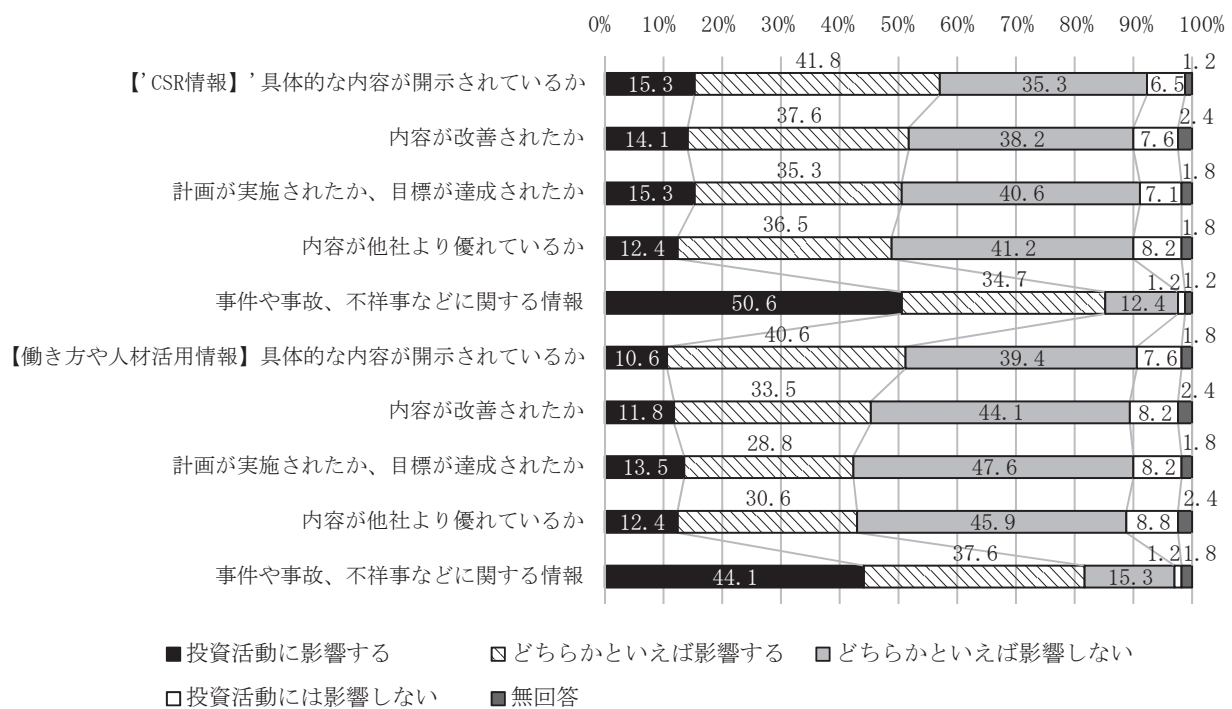


#### (4) CSR 情報、働き方や人材活用などに関する情報が投資に影響する程度

続けて、CSR 情報、働き方や人材活用などに関する情報が、投資に影響する程度を検討する。全体としては上で見たように、こうした情報は、そもそも関心の度合いが低くなっている。

それらをもう少し詳しくみると、より注目されているのは、「事件や事故、不祥事」など、マイナス・ネガティブな情報である（図表 2-15 参照）。それに比べた限りでは、プラス・ポジティブな情報は注目度が低い。

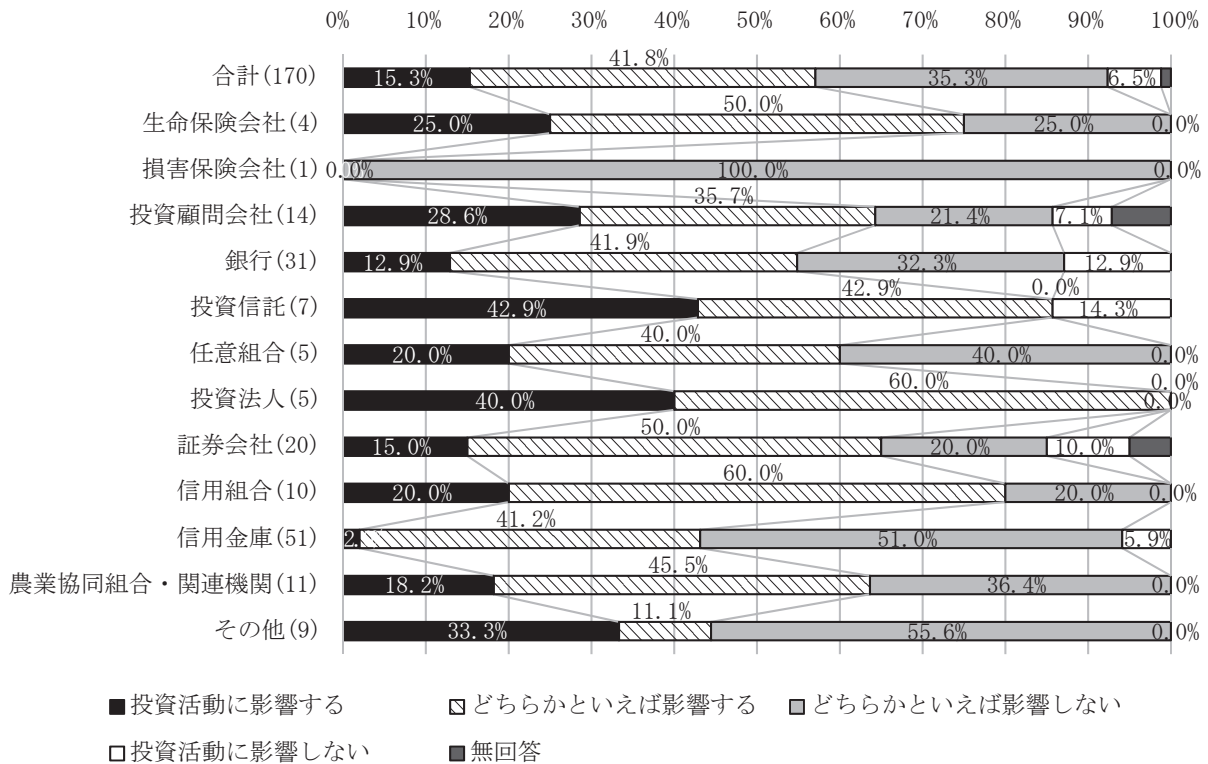
図表 2-15 CSR 活動、働き方や人材活用に関する情報が投資に与える影響（％）



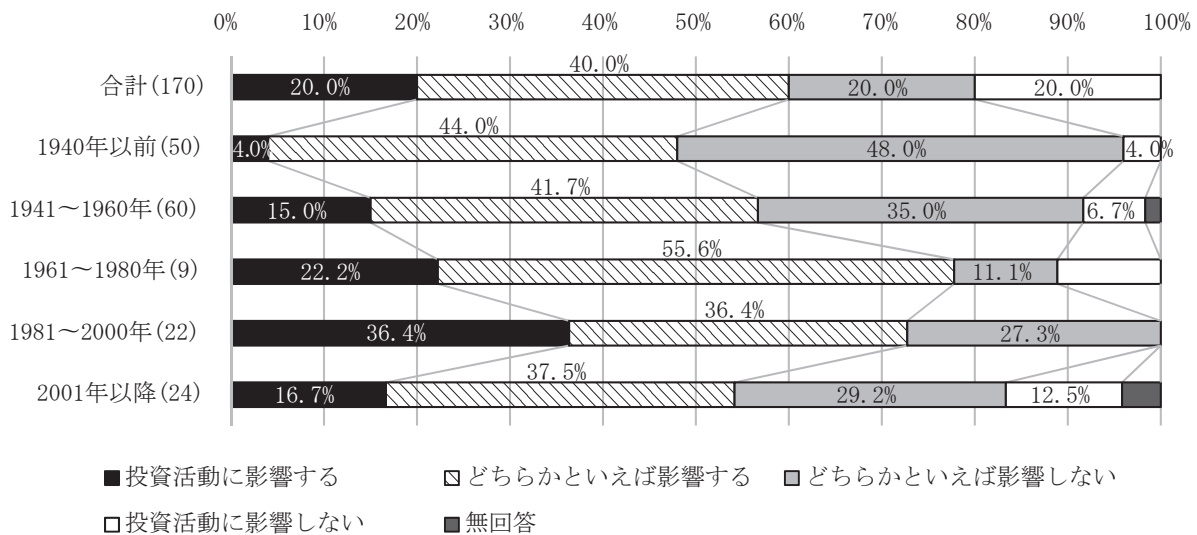
CSR 活動についてみていくと、プラス・ポジティブな情報に関して、属性別にみると、その傾向は相当程度似ていると思われる。その中でたとえば、業種別に「具体的な内容が開示されているか」をみると、明確な傾向性は明らかではないものの、よりはっきりと「投資に影響する」と表明しているのは、「投資信託、投資法人」であり、反対にその度合いが低いのは「銀行、信用金庫」などである（図表 2-16 参照）。

同じ項目を、設立年別にみると、おおむね、より設立年が新しいほど「考慮する」傾向が強まっているものの、2001 年以降に設立したグループでは、その傾向が当てはまらない（図表 2-17 参照）。

図表 2-16 業種別・「具体的な内容が開示されているか」が投資に与える影響 (%)

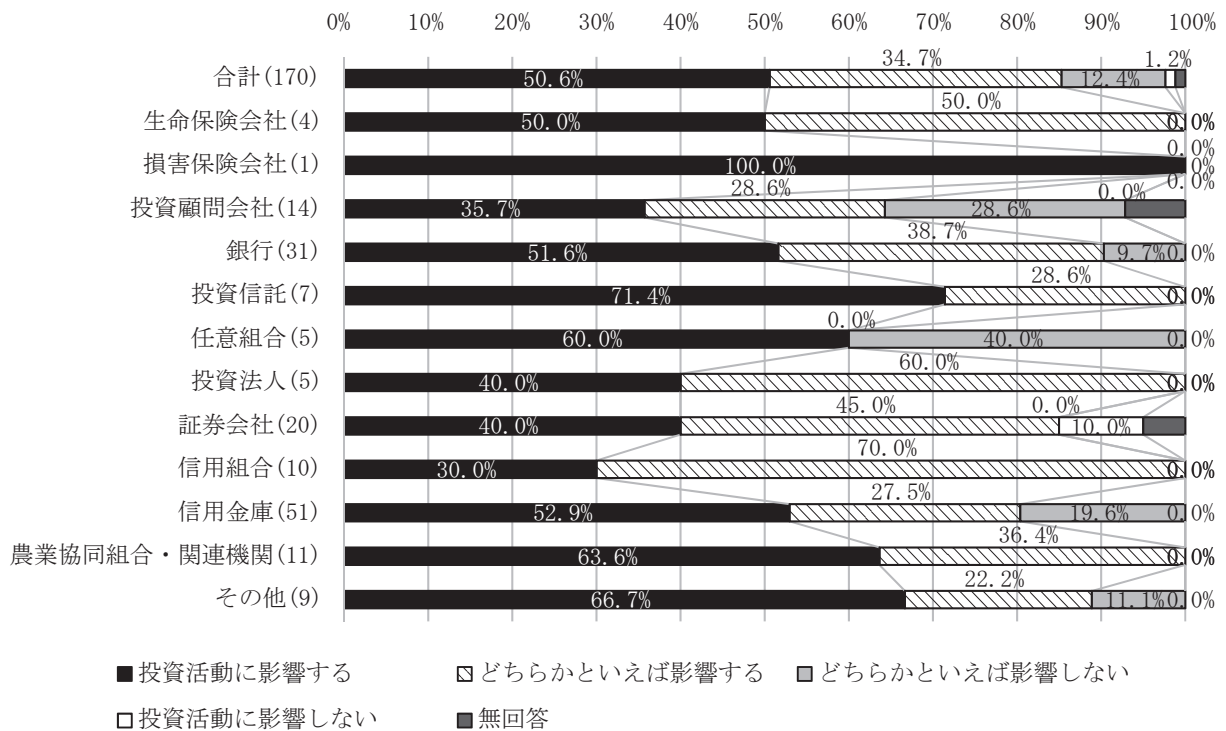


図表 2-17 設立年別・「具体的な内容が開示されているか」が投資に与える影響 (%)



また、マイナス・ネガティブな情報をみると、やはり、「投資信託」の指摘率が高いが、その一方で、「どちらかといえば影響しない」とする比率が高いのは、任意組合、投資顧問会社である (図表 2-18 参照)。

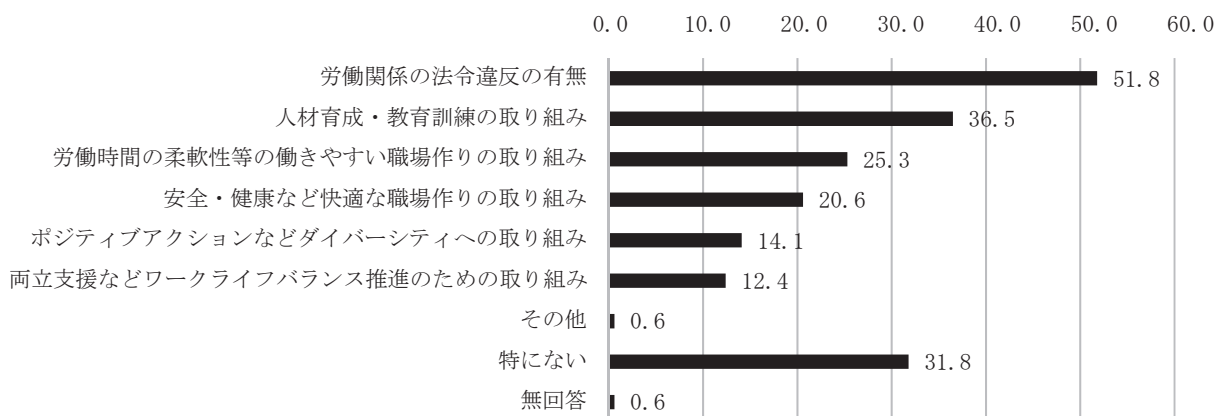
図表 2-18 業種別・「事件や事故、不祥事などに関する情報」が投資に与える影響 (%)



(5) 投資の際、考慮する「人材育成・教育訓練、人材活用」関連の情報

続けて、投資の際、企業の人材育成関連の情報の中では、どのような項目に注目するのかを尋ねた。その結果が、図表 2-19 である。先ほどみた CSR 情報とほぼまったく同様に、「法令違反の有無」など、マイナス・ネガティブな情報に着目する傾向が強い。また、「特にない」という回答も、3割を超える水準にある。

図表 2-19 投資の際、考慮する人材育成関連の情報 (%)



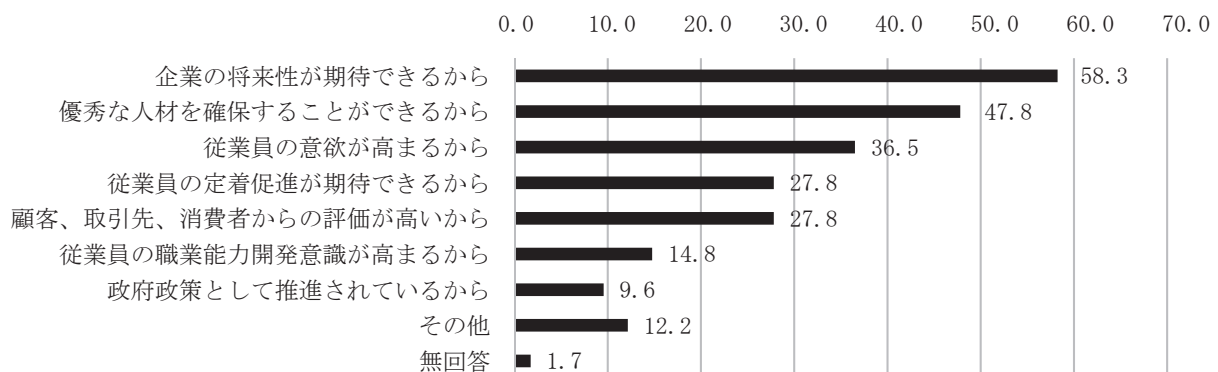
こうした傾向をいくつかの属性でみたところ、明確な差異や傾向性は見いだしにくい、たとえば業種別にみると、投資信託では、こうした人材育成への情報に着目する比率が高い一方で、銀行や信用金庫などでは、相対的に低い水準にあることがわかる（図表 2-20 参照）。

図表 2-20 業種別・投資の際、考慮する人材育成関連の情報（％）

|                 | 労働関係の法令違反の有無 | 人材育成・教育訓練の取り組み | 働きやすい職場作りの取り組み | 安全・健康など快適な職場作りの取り組み | ダイバーシティへの取り組み | ワークライフバランス推進のための取り組み | その他  | 特にない   | ‘無回答’ |
|-----------------|--------------|----------------|----------------|---------------------|---------------|----------------------|------|--------|-------|
| 合計(170)         | 51.8%        | 36.5%          | 25.3%          | 20.6%               | 14.1%         | 12.4%                | 0.6% | 31.8%  | 0.6%  |
| 生命保険会社(4)       | 100.0%       | 75.0%          | 25.0%          | 0.0%                | 25.0%         | 25.0%                | 0.0% | 0.0%   | 0.0%  |
| 損害保険会社(1)       | 0.0%         | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%                | 0.0%          | 0.0%                 | 0.0% | 100.0% | 0.0%  |
| 投資顧問会社(14)      | 50.0%        | 50.0%          | 42.9%          | 35.7%               | 42.9%         | 21.4%                | 7.1% | 14.3%  | 7.1%  |
| 銀行(31)          | 38.7%        | 35.5%          | 19.4%          | 16.1%               | 3.2%          | 3.2%                 | 0.0% | 38.7%  | 0.0%  |
| 投資信託(7)         | 71.4%        | 85.7%          | 57.1%          | 57.1%               | 71.4%         | 71.4%                | 0.0% | 14.3%  | 0.0%  |
| 任意組合(5)         | 20.0%        | 60.0%          | 20.0%          | 20.0%               | 0.0%          | 0.0%                 | 0.0% | 40.0%  | 0.0%  |
| 投資法人(5)         | 40.0%        | 40.0%          | 20.0%          | 60.0%               | 20.0%         | 20.0%                | 0.0% | 40.0%  | 0.0%  |
| 証券会社(20)        | 50.0%        | 40.0%          | 30.0%          | 20.0%               | 15.0%         | 10.0%                | 0.0% | 30.0%  | 0.0%  |
| 信用組合(10)        | 50.0%        | 40.0%          | 30.0%          | 40.0%               | 20.0%         | 10.0%                | 0.0% | 30.0%  | 0.0%  |
| 信用金庫(51)        | 51.0%        | 21.6%          | 17.6%          | 9.8%                | 5.9%          | 7.8%                 | 0.0% | 39.2%  | 0.0%  |
| 農業協同組合・関連機関(11) | 90.9%        | 36.4%          | 36.4%          | 27.3%               | 18.2%         | 9.1%                 | 0.0% | 9.1%   | 0.0%  |
| その他(9)          | 55.6%        | 22.2%          | 22.2%          | 11.1%               | 0.0%          | 22.2%                | 0.0% | 33.3%  | 0.0%  |
| 無回答(2)          | 50.0%        | 50.0%          | 0.0%           | 0.0%                | 0.0%          | 0.0%                 | 0.0% | 50.0%  | 0.0%  |

こうした人材育成関連の情報に着目する理由としては、「企業の将来性が期待できるから」（58.3%）、そして、「優秀な人材を確保することができるから」（47.8%）の2つをあげる場合が多い（図表 2-21 参照）。

図表 2-21 人材育成関連の情報に着目する理由（％）



こうした理由も、業種別にみると、若干の差異をみることができる。図表 2-22 にみるように、全体で第 1 位となった「企業の将来性が期待できるから」という理由も、証券会社や農業協同組合では、指摘率はあまり高くはない。

投資顧問会社では、他業種にくらべて、こうした理由の多くを選んでいるが、その中でも上記の企業の将来性という理由と「従業員の意欲が高まるから」に着目している。

また、銀行や信用金庫、任意組合などでは、他業種に比べて、「優秀な人材が確保できるから」という理由を挙げる比率が低い。このように、人材育成関連の情報を検討するとしても、その理由は、業種による差異が少なくない。

図表 2-22 業種別・人材育成関連の情報に着目する理由（％）

|                 | 企業の将来性が期待できるから | 優秀な人材を確保することができるから | 従業員の意欲が高まるから | 従業員の定着促進が期待できるから | 顧客、取引先、消費者からの評価が高いから | 従業員の職業能力開発意識が高まるから | 政府政策として推進されているから | その他   | ‘無回答’ |
|-----------------|----------------|--------------------|--------------|------------------|----------------------|--------------------|------------------|-------|-------|
| 合計(115)         | 58.3%          | 47.8%              | 36.5%        | 27.8%            | 27.8%                | 14.8%              | 9.6%             | 12.2% | 1.7%  |
| 生命保険会社(4)       | 100.0%         | 75.0%              | 50.0%        | 25.0%            | 0.0%                 | 0.0%               | 0.0%             | 0.0%  | 0.0%  |
| 投資顧問会社(11)      | 72.7%          | 54.5%              | 63.6%        | 36.4%            | 36.4%                | 18.2%              | 0.0%             | 18.2% | 0.0%  |
| 銀行(19)          | 52.6%          | 42.1%              | 26.3%        | 42.1%            | 26.3%                | 10.5%              | 5.3%             | 10.5% | 0.0%  |
| 投資信託(6)         | 66.7%          | 83.3%              | 100.0%       | 83.3%            | 33.3%                | 66.7%              | 16.7%            | 0.0%  | 0.0%  |
| 任意組合(3)         | 66.7%          | 33.3%              | 33.3%        | 0.0%             | 66.7%                | 0.0%               | 0.0%             | 0.0%  | 0.0%  |
| 投資法人(3)         | 66.7%          | 100.0%             | 100.0%       | 66.7%            | 33.3%                | 33.3%              | 33.3%            | 0.0%  | 0.0%  |
| 証券会社(14)        | 42.9%          | 57.1%              | 21.4%        | 21.4%            | 14.3%                | 21.4%              | 14.3%            | 14.3% | 0.0%  |
| 信用組合(7)         | 71.4%          | 57.1%              | 57.1%        | 14.3%            | 42.9%                | 28.6%              | 14.3%            | 0.0%  | 0.0%  |
| 信用金庫(31)        | 58.1%          | 29.0%              | 16.1%        | 12.9%            | 29.0%                | 6.5%               | 6.5%             | 19.4% | 6.5%  |
| 農業協同組合・関連機関(10) | 40.0%          | 50.0%              | 30.0%        | 30.0%            | 30.0%                | 0.0%               | 20.0%            | 10.0% | 0.0%  |
| その他(6)          | 50.0%          | 33.3%              | 50.0%        | 16.7%            | 16.7%                | 16.7%              | 16.7%            | 16.7% | 0.0%  |
| 無回答(1)          | 100.0%         | 100.0%             | 0.0%         | 0.0%             | 0.0%                 | 0.0%               | 0.0%             | 0.0%  | 0.0%  |

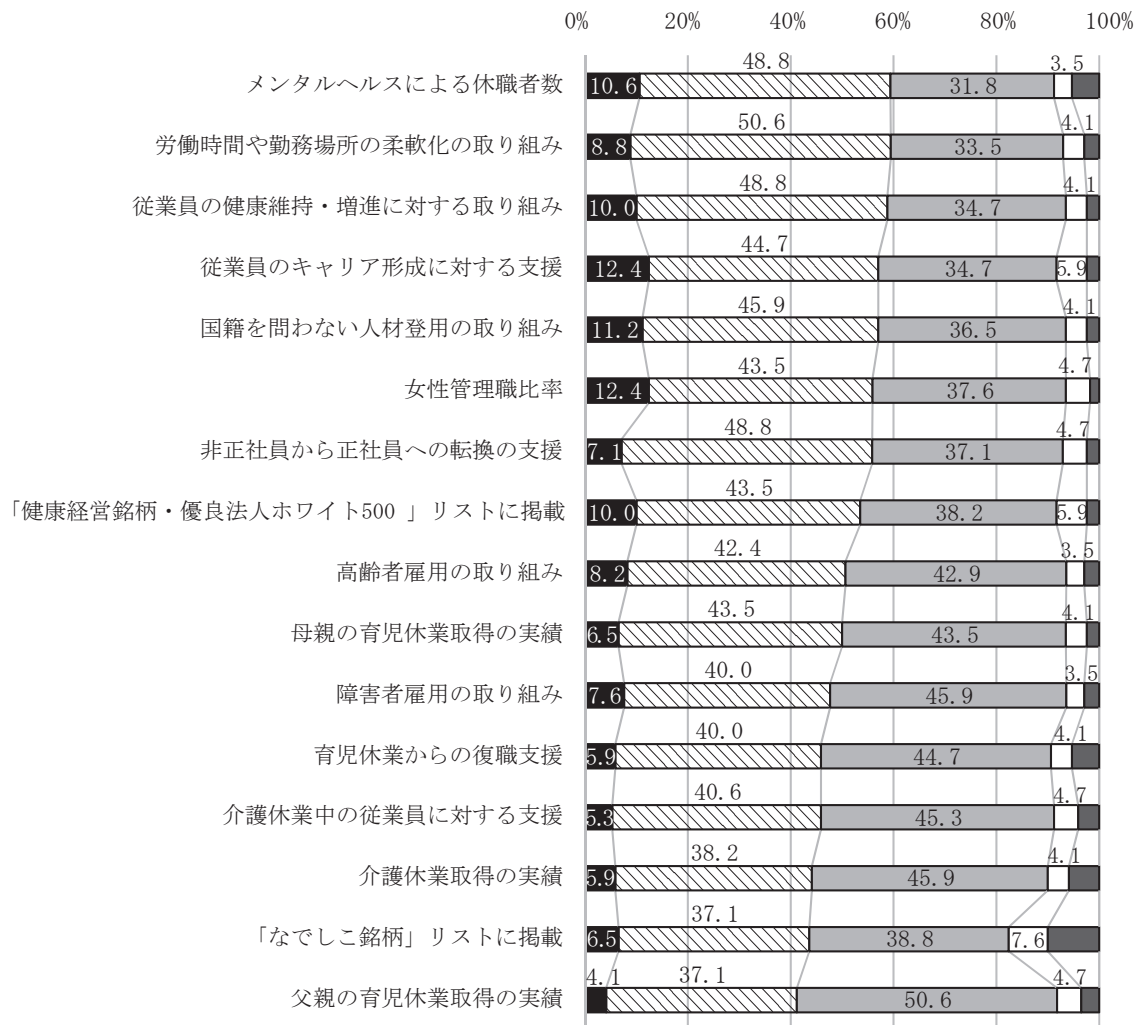
## (6) 開示してほしい人事施策や CSR 活動に関する情報

次に、今後の投資行動を考える際、人事施策、CSR 活動などに関して、どのような情報を積極的に公開してほしいと、機関投資家たちが現在考えているのかを検討する。

全体としての結果は、図表 2-23 にみるとおりである。

積極的な姿勢と考えられる「開示要望比率」（「ぜひ開示」＋「開示されていれば参考」）をみると、相対的に関心が高いのは、「メンタルヘルスによる休職者数」（59.4%）、「労働時間、勤務場所の柔軟化」（59.4%）、「従業員の健康維持・増進」（58.8%）、「従業員のキャリア形成」（57.1%）である。まずはこうした「働きやすさ、キャリア支援、安全・健康」などへの取り組みに対する関心が高い。

図表 2-23 開示してほしい人事施策・CSR 関連情報 (%)



■ぜひ開示してほしい □開示されていれば参考にする ■あまり重要ではない □不要である ■無回答

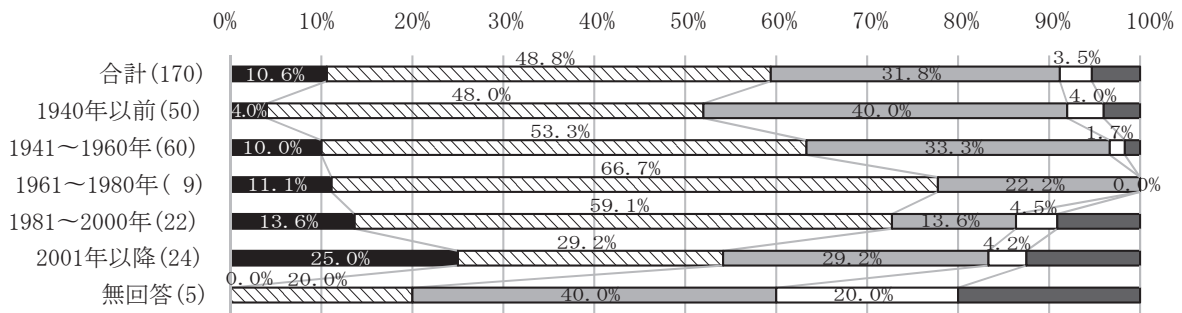
その次に、「国籍を問わない人材登用の仕組み」(57.1%) などダイバーシティへの取り組みが続く。ワークライフバランス関連では、「母親の育児休業取得の実績」(50.1%) がトップである。

では、こうした項目が、属性によりどのような差異を見せるのかを代表的な項目から検討する。

最初に「メンタルヘルスによる休職者数」をみると、次のような傾向をみることができる。設立年別には、図表 2-24 にみるように、明確に「ぜひ開示してほしい」という意思是、より新しく設立された企業になるほど強固になっている。ただ、「開示されていれば参考にする」までを積極的な要望と捉えるのなら、社歴がおよそ 40 ～ 60 年ほどになる「1961 ～ 1980 年」設立企業がもっとも積極的である。



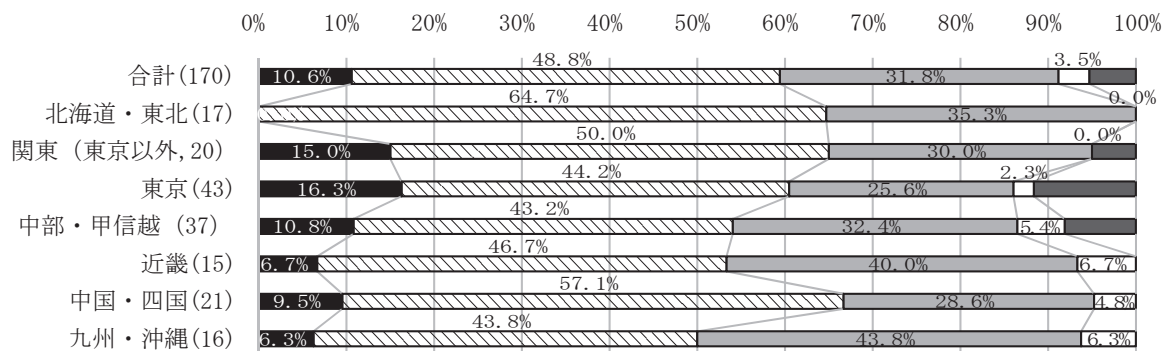
図表 2-24 設立年別「メンタルヘルスによる休職者数」情報の開示意向 (%)



■ぜひ開示してほしい □開示されていれば参考にする ■あまり重要ではない □不要である ■無回答

そして、地域別には、「東京」、「関東」地域で、より明確な開示要望が見られる (図表 2-25 参照)

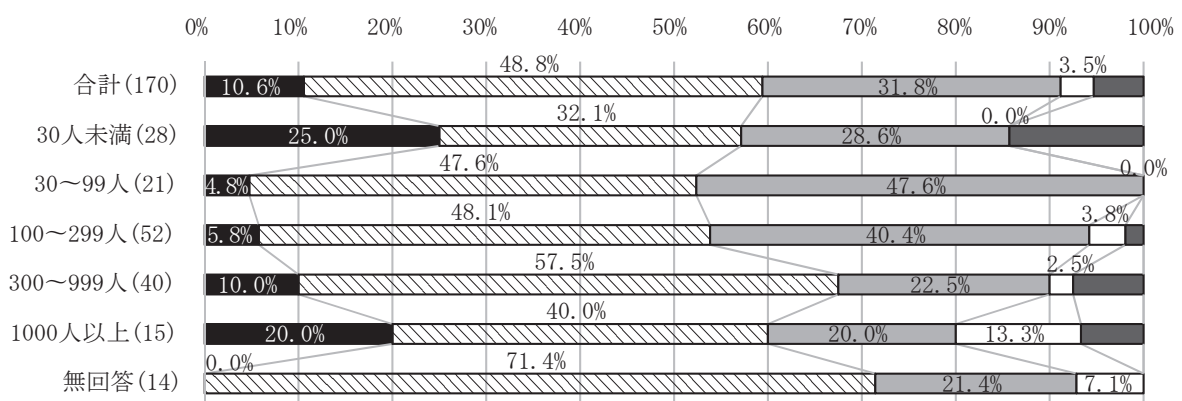
図表 2-25 地域別「メンタルヘルスによる休職者数」情報の開示意向 (%)



■ぜひ開示してほしい □開示されていれば参考にする ■あまり重要ではない □不要である ■無回答

企業規模別には、図表 2-26 にみるように、「30 人未満」と「1,000 人以上」という両極で、明確な開示要望がみられる

図表 2-26 企業規模別「メンタルヘルスによる休職者数」情報の開示意向 (%)



■ぜひ開示してほしい □開示されていれば参考にする ■あまり重要ではない □不要である ■無回答

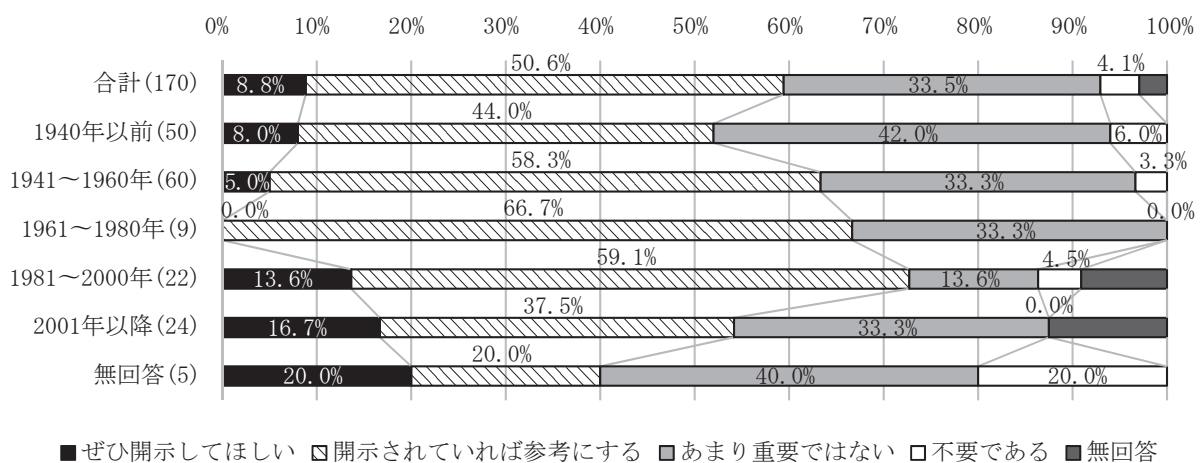


次に、「労働時間や勤務場所の柔軟化の取り組み」に関してみると、その結果は、上でみた「メンタルヘルスによる休職者数」の状況とほぼ同じである（図表 2-27～29 参照）。

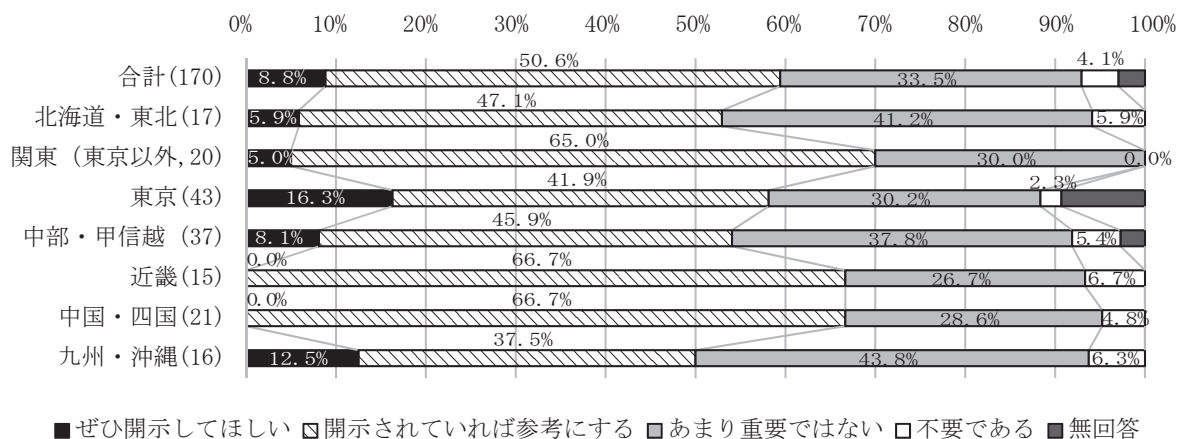
すなわち、設立年別には、明確に「ぜひ開示してほしい」という意思是、より新しく設立された企業になるほど強固である。「開示されていれば参考にする」までを含めた積極的な要望は、どちらかといえば社歴の新しい企業で要望が強くなっている。

地域別には、「東京」、「関東」地域で、より明確な開示要望が見られ、企業規模別には、「30人未満」と「1,000人以上」という両極で、明確な開示要望がみられる。

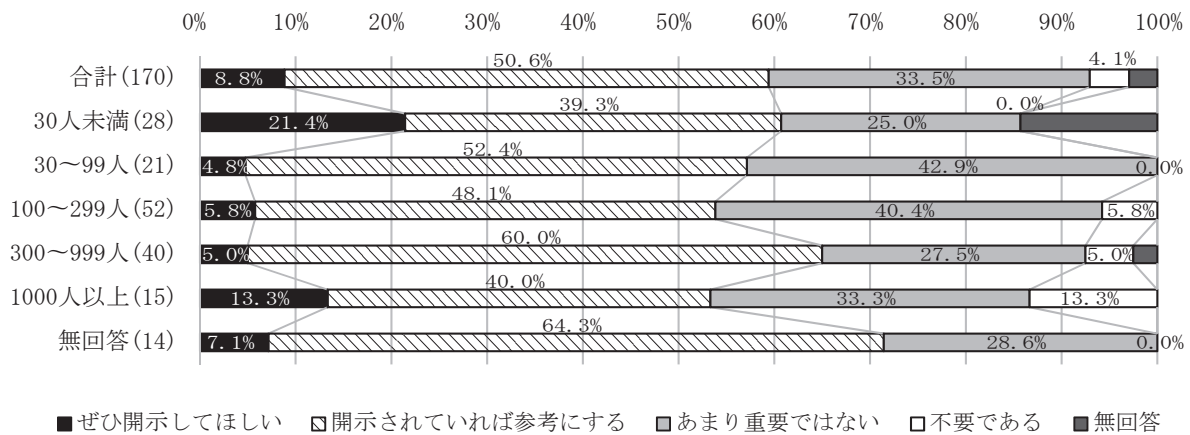
図表 2-27 設立年別「労働時間や勤務場所の柔軟化の取り組み」情報の開示意向（％）



図表 2-28 地域別「労働時間や勤務場所の柔軟化の取り組み」情報の開示意向（％）



図表 2-29 企業規模別「労働時間や勤務場所の柔軟化の取り組み」情報の開示意向 (%)



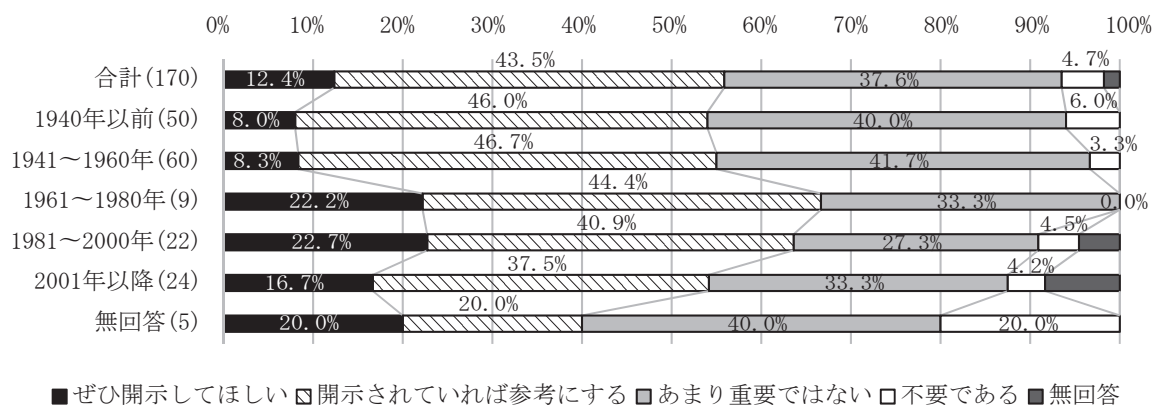
さらに、「女性管理職比率」に関してみると、その結果は、これまで見たものとわずかに違う部分はあるものの、基本的な傾向性はきわめて似ている。

設立年別には、図表 2-30 にみるように、「ぜひ開示してほしい」という意思是、1960 年以前に設立された企業より、新しい企業のほうが強固な要望を表明している。

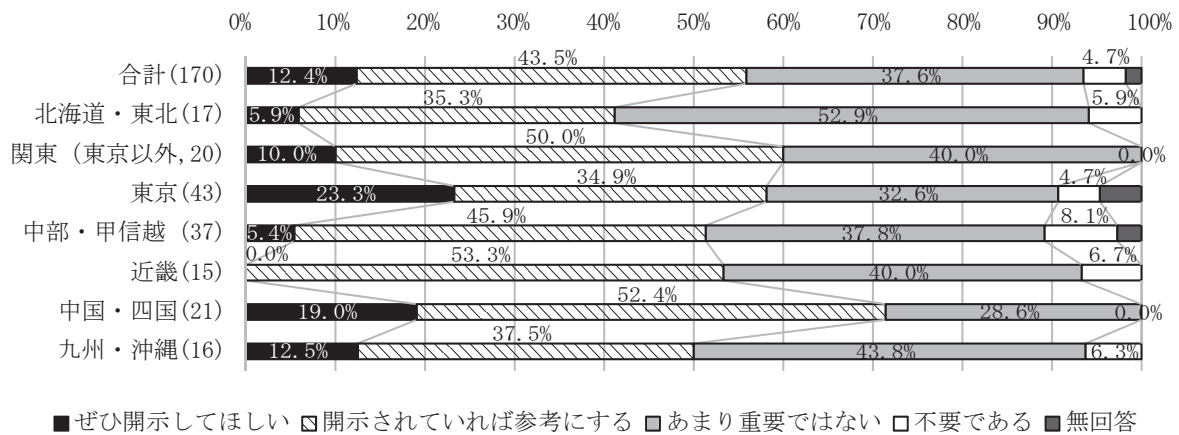
地域別には、「東京」、「関東」地域で、より明確な開示要望が見られると共に、「中国・四国」エリアでも積極的な要望がみられる（図表 2-31 参照）。

企業規模別には、積極的な要望全体をみると、100 人以上規模では、より規模が大きい企業で、その要望が強くなっている。その一方で、より明確に「ぜひ開示してほしい」という姿勢を示しているのは、より規模が小さい企業である。その積極性の理由も、今後明らかにしていく必要がある（図表 2-32 参照）。

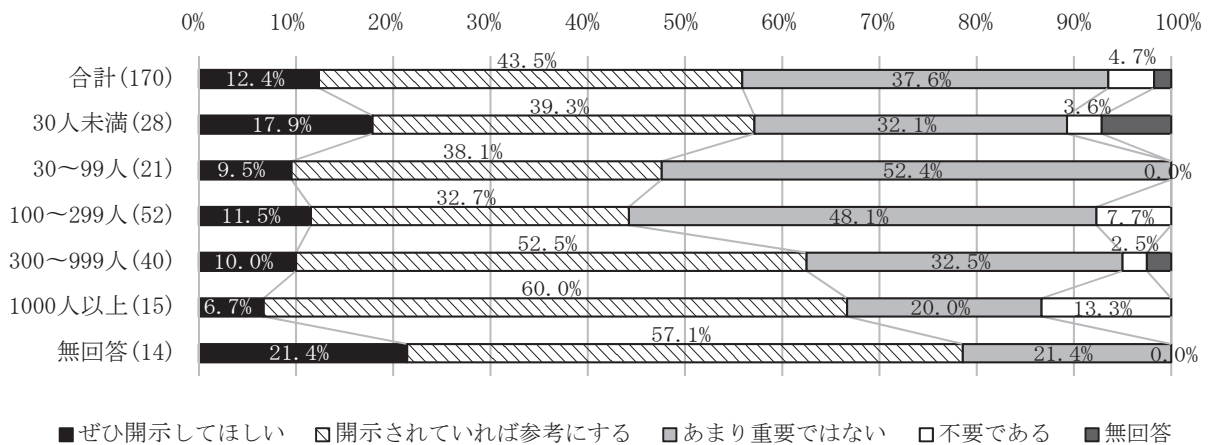
図表 2-30 設立年別「女性管理職比率」情報の開示意向 (%)



図表 2-31 地域別「女性管理職比率」情報の開示意向 (%)

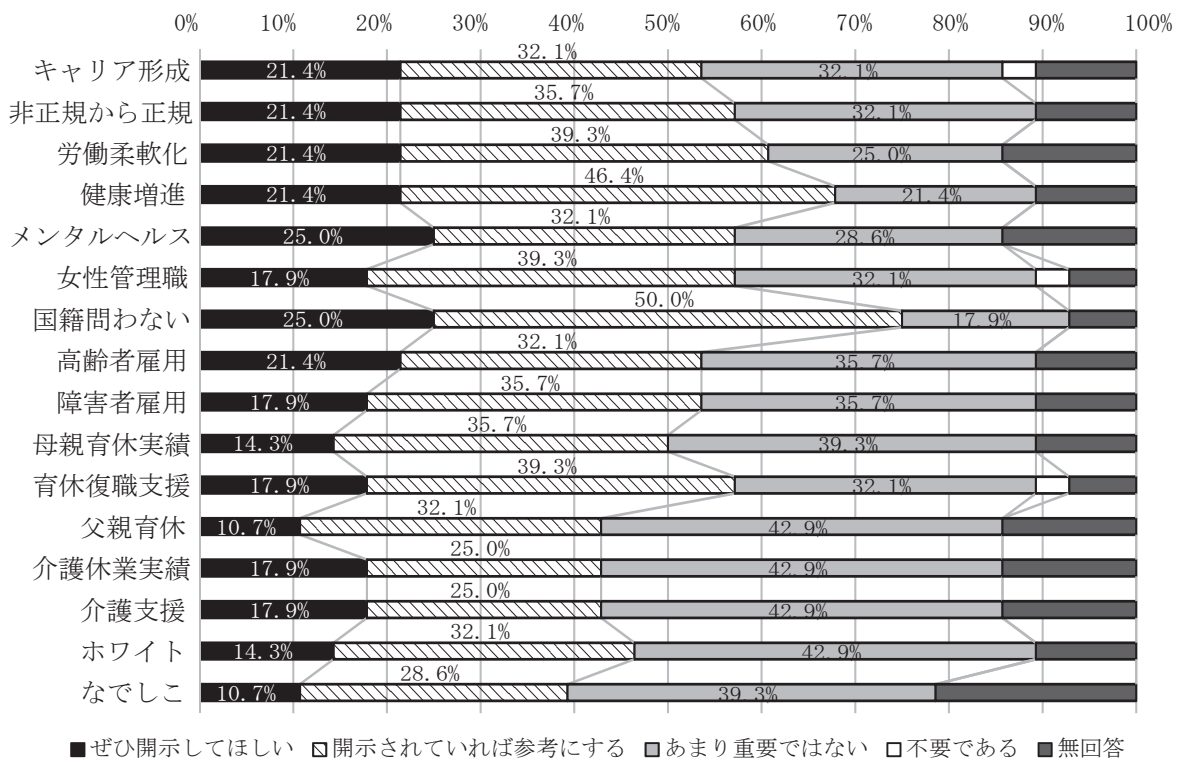


図表 2-32 企業規模別「女性管理職比率」情報の開示意向 (%)



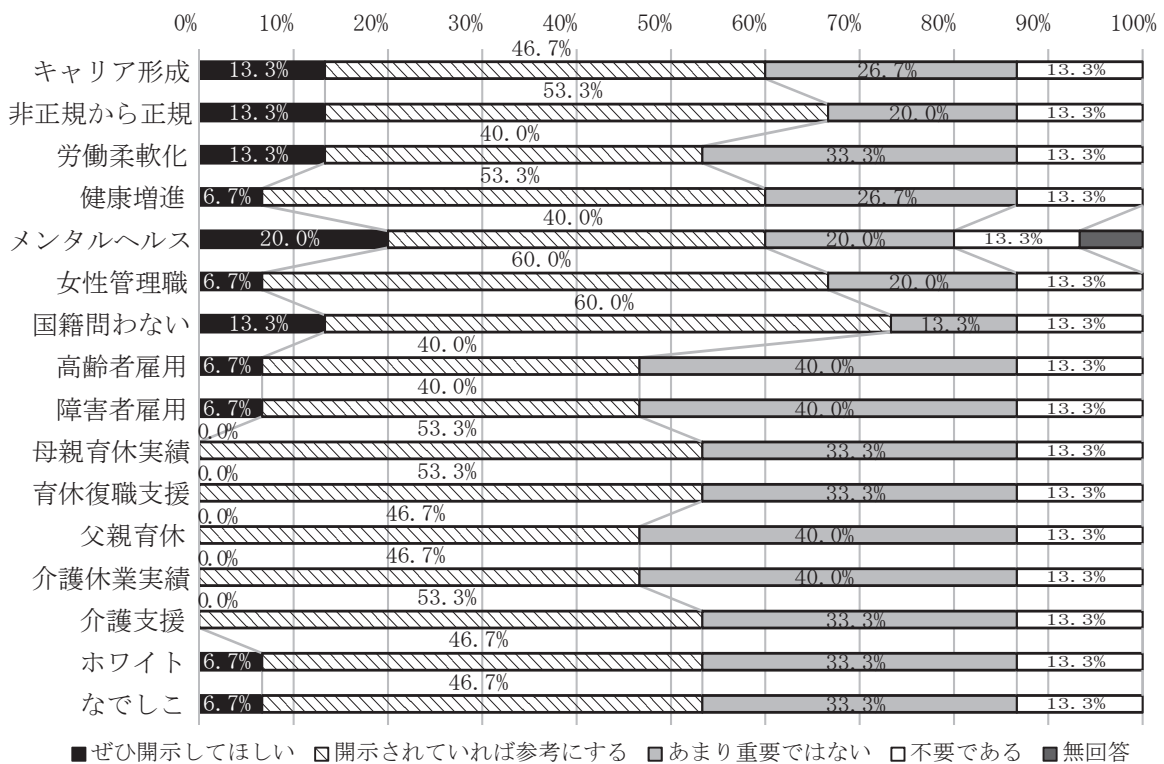
参考までに、各項目を「30人未満企業」と「1,000人以上企業」とで集計した結果を示しておく。上でみたように、この項目に関して、より小規模企業において、明確な開示要望が示されていたことが興味深い。その理由は、どこに上場しているのか、設立年との関連などから探る必要があるだろうが、ここではその指摘に留めておきたい（図表 2-33～34 参照）。

図表 2-33 30人未満企業の開示してほしい人事施策・CSR関連情報 (%)



■ぜひ開示してほしい □開示されていれば参考にする ■あまり重要ではない □不要である ■無回答

図表 2-34 1,000人以上企業の開示してほしい人事施策・CSR関連情報 (%)



■ぜひ開示してほしい □開示されていれば参考にする ■あまり重要ではない □不要である ■無回答

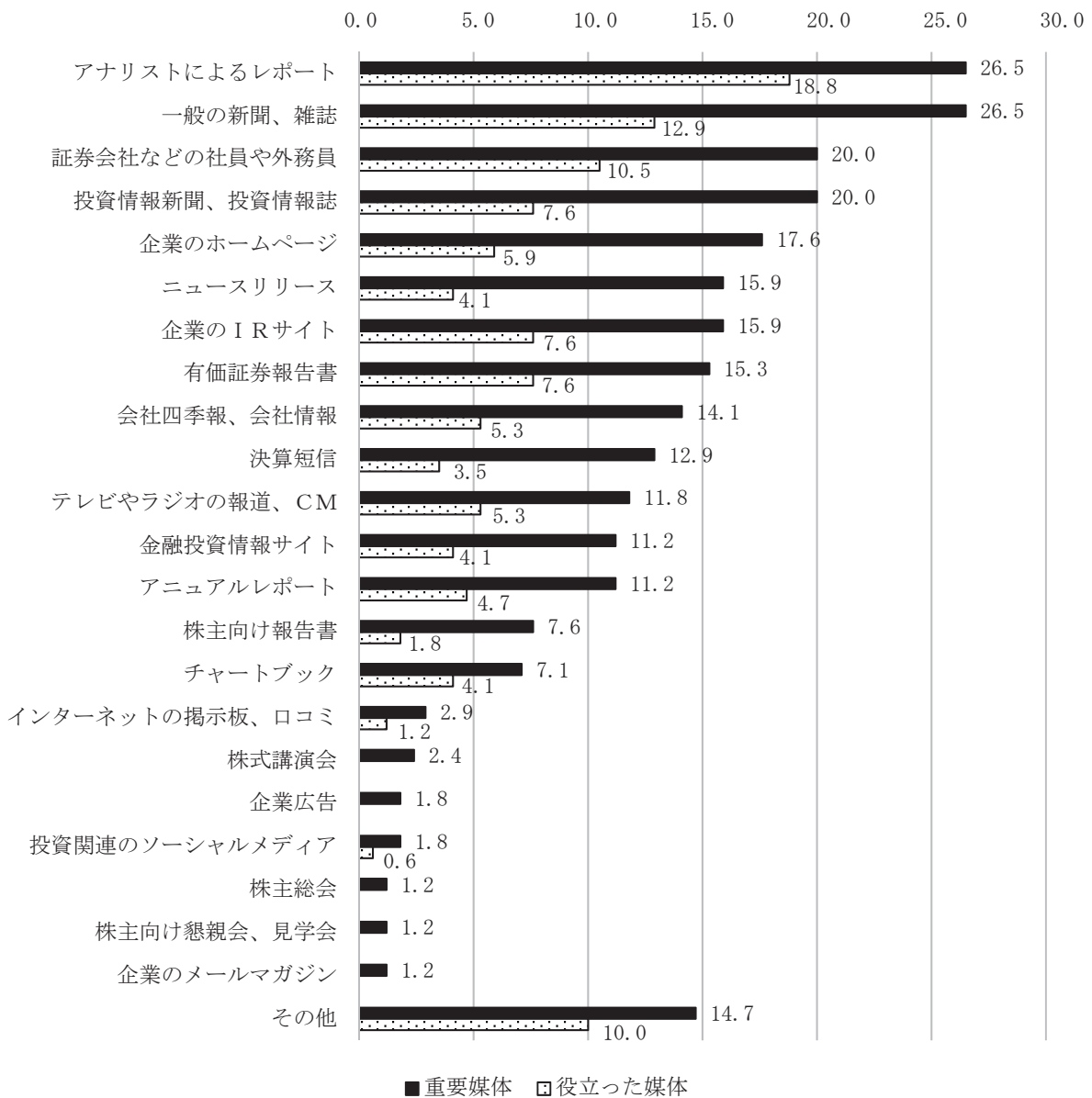
### 3 外国株投資に関する調査結果

#### (1) 情報を得る媒体とその有用性・外国株への投資

以下では、外国株への投資に関する状況について、検討する。日本株への投資の場合とは異なり、全体的に回答率の低さも鑑み、ここでは単純集計結果に基づき検討する。

まず、情報を得る媒体・その有用性として、重要で、役立ったのは「アナリスト・レポート」、「一般の新聞、雑誌」、「証券会社社員や外務員」であるが、だが、指摘水準は高くはない。ちなみに、「無回答」率が高く、「重要だった媒体」、「役立った媒体」でそれぞれ、45.3%、52.4%の水準にあった（図表 2-35 参照）。

図表 2-35 投資活動を行うため、重要な、実際に役立った媒体・外国株（%）

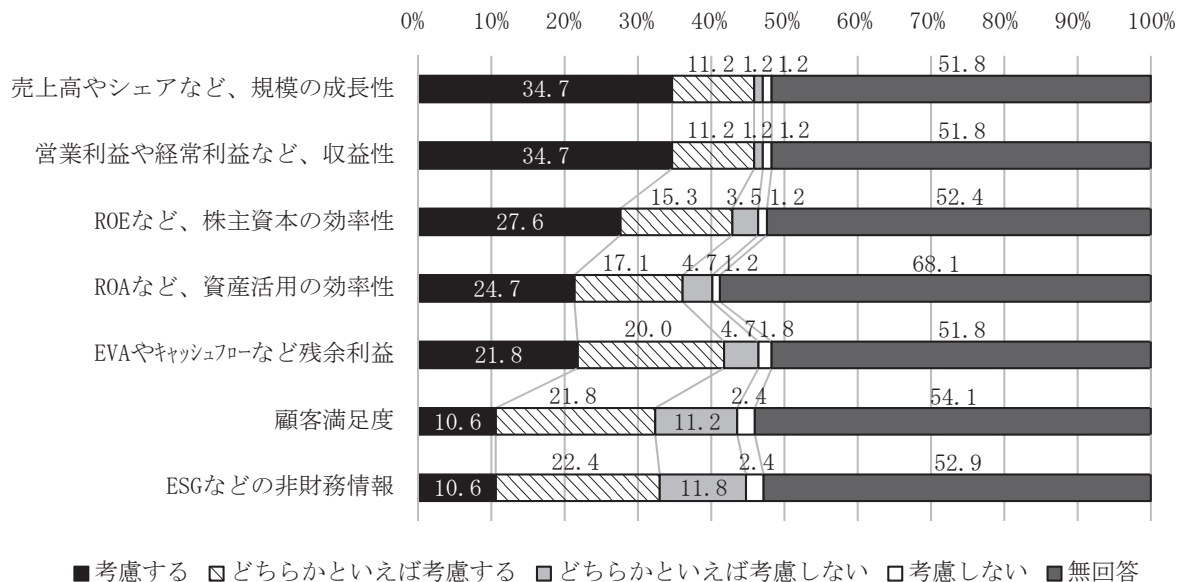


## (2) 投資の際、考慮する経営成果指標

全体の状況をみると、より重要と認識されているのは、図表 2-36 にみるように、売上高や市場シェアなどの「成長性」(45.9%、「考慮する」+「どちらかといえば考慮する」の合計値。以下、同様)、営業利益や経常利益などの「収益性」(45.9%)である。それに、ROEなどの「株式資本の効率性」(42.9%)、ROAなどの「資産活用の効率性」(41.8%)が続いている。もっとも回答率の高かった上位2項目でも、肯定的な回答は半数には届いていない。

その一方で、本調査で中心的な検討課題である ESG など「非財務情報」は、そこにみるように他項目に比べれば水準は低く、肯定的な回答は 33.0%である。そして、全体的に、「無回答」比率が高い。

図表 2-36 投資の際、考慮する経営成果指標・外国株 (%)



## (3) 企業の IR 情報の有用性・外国株

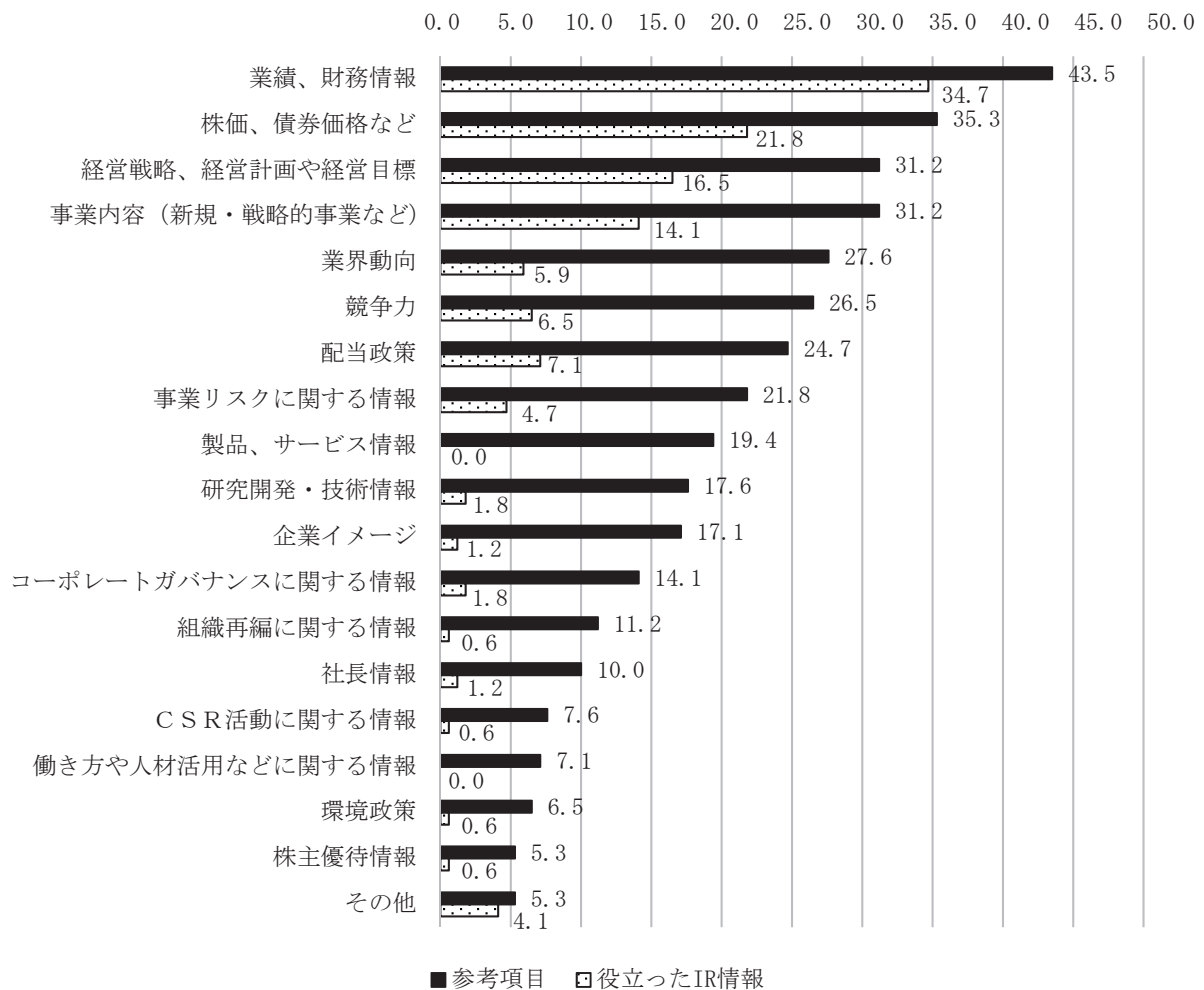
外国株に関して投資活動を行う際に参考にする IR 情報について、「これまでに参考にしてきた」項目と、その中で「投資で実際に役立った」項目について尋ねた結果が、図表 2-37 にまとめられている。

そこにみるように、「参考にした」比率を多い順から並べると、「業績、財務情報」(43.5%、34.7%)。「参考にした」、「実際に役立った」、それぞれの比率。以下、同様)がトップとなっている。そして、「株価や債券価格」(35.3%、21.8%)、「経営戦略、経営計画や経営目標」(31.2%、16.5%)、「事業内容」(31.2%、14.1%)が続いている。「参考にして、実際に役立った」とするが回答が最も多いのは「業績、財務情報」のみと言えるが、それでも「参考にした」比率は半数に満たない。

本調査の主たる関心事項である ESG 関連事項をみると、おしなべて「参考にしておらず、実際に役立っていない」と認識されている。「CSR 活動に関する情報」(7.6%、0.6%)、「働き方や人材活用などに関する情報」(7.1%、0.0%)、「環境政策」(6.5%、0.6%)、などの項目に関する指摘率は、低い水準に留まっている。

「無回答」比率が高く、「参考にする項目」、「実際に役立った項目」でそれぞれ、48.8%、54.1%となっている。

図表 2-37 IR 情報のうち、参考にする項目・実際に役立った項目・外国株 (%)



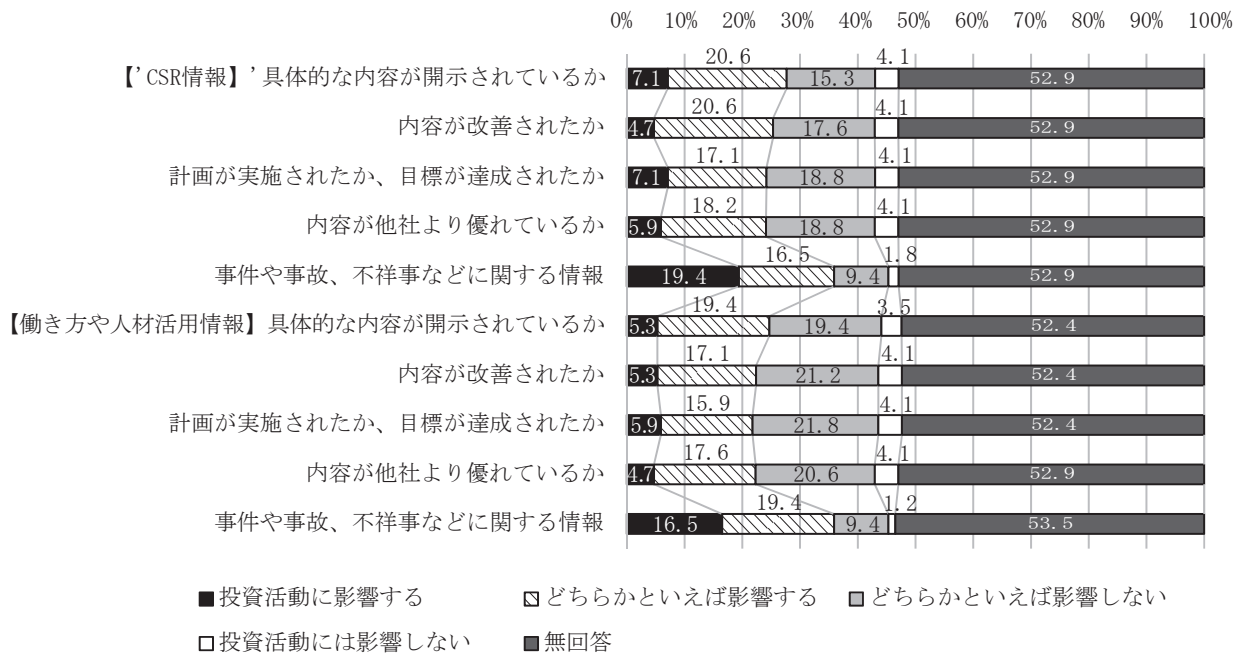
#### (4) CSR 情報、働き方や人材活用などに関する情報が投資に影響する程度・外国株

CSR 情報、働き方や人材活用などに関する情報が、投資に影響する程度については、全体として、こうした情報はそもそも関心の度合いが低くなっている。

その中でも、傾向性の差異をみれば、より注目されているのはやはり、「事件や事故、不祥事」など、マイナス・ネガティブな情報である (図表 2-38 参照)。それに比した限りでは、プラス・ポジティブな情報は注目度が低い。さらに、無回答率は各項目で半数を超えている。



図表 2-38 CSR 活動に関する情報が投資に与える影響・外国株 (%)

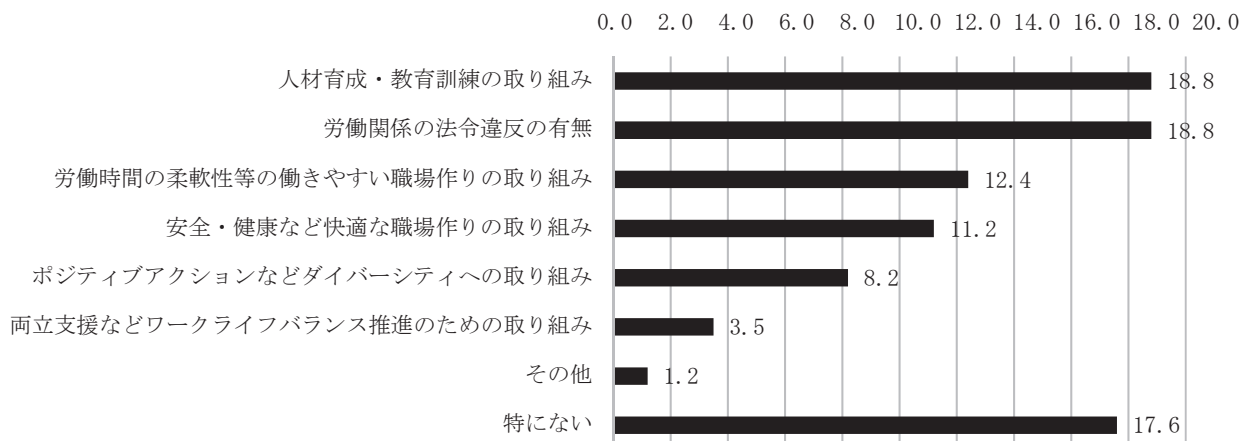


(5) 投資の際、考慮する「人材育成・教育訓練、人材活用」関連の情報

続けて、投資の際、企業の人材育成関連の情報の中では、どのような項目に注目するのかを尋ねた結果が、図表 2-39 である。「人材育成・教育訓練の取り組み」というプラス・ポジティブな情報がトップとなっているものの、その比率は 2 割弱である。そして同比率で、マイナス・ネガティブ情報である「法令違反の有無」が指摘されている。また、「特にない」という回答も、2 割弱とほぼ同じ水準にある。

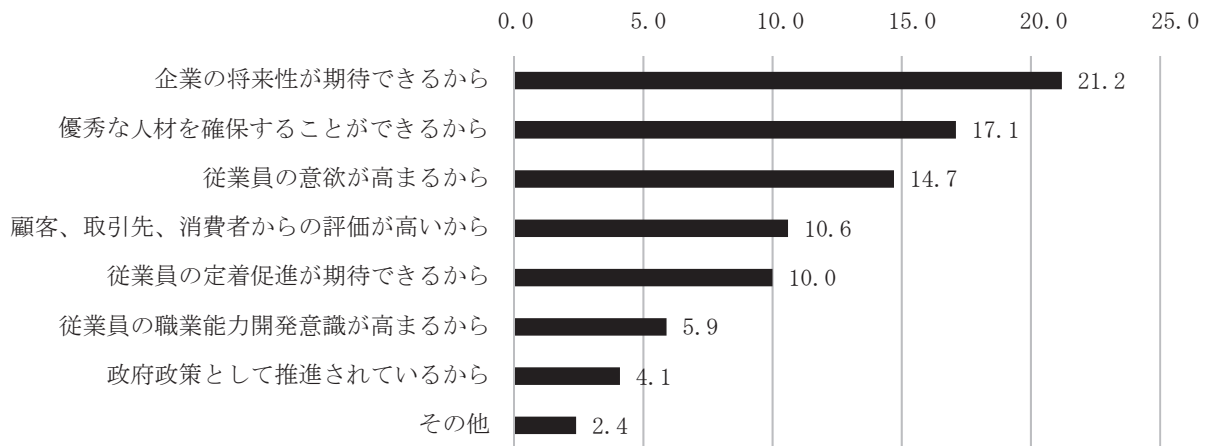
こうした人材育成関連の情報に着目する理由としては、「企業の将来性が期待できるから」(21.2%)、そして、「優秀な人材を確保することができるから」(17.1%) のトップにあげられているが、その指摘率は 2 割弱である (図表 2-40 参照)。

図表 2-39 投資の際、考慮する人材育成関連の情報・外国株 (%)





図表 2-40 人材育成関連の情報に着目する理由・外国株（%）



### 第3節 小括

本章で明らかになったのは、以下の事柄である。

#### ①属性

設立年では、1941～60年創業が約1/3となっている。1940年以前を含めると、全体の約2/3となる。地域別には、東京と関東圏で4割弱を占めている。企業規模としては、100～299人企業が約3割と最も多い。「300～999人」規模を含めると、半数を超える。業種では、信用金庫が3割と最も多い。日本国内株運用利益率は3%未満が3割弱となっている。

#### 【日本株への投資】

##### ②投資活動を行うための媒体

重要で、役立ったのは「会社四季報」、「アナリスト・レポート」である。実際に「役立った」比率では、第3位に「証券会社社員や外務員」が入っている。設立年別にみると、歴史ある企業では、伝統的な媒体を用いる傾向がみられる。

##### ③投資の際、考慮する経営成果指標

より重要なのは、「成長性」、「収益性」である。「考慮する」、「どちらかといえば考慮する」の2つを合わせると、ほぼ100%に近い。「株主資本、資産活用の効率性」がそれに続いている。その一方で、「非財務情報」は、「どちらかといえば考慮する」も含めて、6割強の水準にある。その中では、「生命保険会社、投資信託」、設立年の新しい企業、東京と関東近辺では、指摘率が相対的に高い。

#### ④ IR情報のうち、参考にする項目・実際に役立つ項目

参考にするのは、「業績、財務情報」、「事業内容」、「株価など」、「経営戦略」などが上位に入っている。

CSR関連は、「参考にする」のが1割強のレベルに留まる。その中では、「生命保険会社、投資信託」が相対的に高い一方で、銀行や信用金庫などでは低くなっている。

#### ⑤ CSR情報、働き方や人材活用などに関する情報が投資に影響する程度

こうした情報は、そもそも関心の度合いが低いといえる。関心を集めているのは、「事件や事故、不祥事」など、マイナス・ネガティブな情報である。それに比べると、プラス・ポジティブな情報は注目度が低いものの、「投資信託、投資法人」や設立年の新しい企業では、相対的に高い。

#### ⑥ 投資の際、考慮する「人材育成・教育訓練、人材活用」関連の情報

CSR情報と同様、「法令違反の有無」など、ネガティブな情報に着目している。ただ、「投資信託」は、そうしたネガティブ情報のみならず、人材育成関連全般にわたる関心が高い。

その理由は、「企業の将来性」、「優秀人材の確保」に着目するためである。

#### ⑦ 開示してほしい人事施策やCSR活動に関する情報

相対的に関心が高いのは、「メンタルヘルスによる休職者数」、「労働時間、勤務場所の柔軟化」、「従業員の健康維持・増進」、「従業員のキャリア形成」である。まずはこうした「働きやすさ、キャリア支援、安全・健康」などへの取り組みに対する関心が高い。

その次に、「国籍を問わない人材登用の仕組み」などダイバーシティへの取り組みが続く。ワークライフバランス関連では、「母親の育児休業取得の実績」がトップとなっている。

これらをいくつかの属性でクロス集計をしたところ、きわめて明確な傾向性は読み取りにくい。それでも、たとえば、「メンタルヘルスによる休職者数」や「労働時間や勤務場所の柔軟化の取り組み」にみられるように、設立年別には、より新しく設立された企業になるほど、地域別には、「東京」、「関東」地域で、企業規模別には、「30人未満」と「1,000人以上」という両極で、開示要望がみられる。

そして、1000人以上という大規模企業と比較した場合、30人未満という、より小規模企業で、こうした情報への開示要望が相対的に強いことが興味深い。

### 【外国株への運用】

#### ⑧ 投資活動を行うために重要な媒体・実際に役立つ媒体

重要で、役立つのは「アナリスト・レポート」、「一般の新聞、雑誌」であるが、指摘水準は高くはない。「証券会社社員や外務員」が実際に役立つ項目の3位となっている。

「無回答」比率が高い。「重要媒体」、「役立った媒体」でそれぞれ、45.3%、52.4%となっている。

#### ⑨投資の際、考慮する経営成果指標

より重要なのは、「成長性」、「収益性」である。それに「株主資本、資産活用の効率性」が続いている。「非財務情報」を考慮するのは、約 1/3 となっており、全体に「無回答」比率が高い。

#### ⑩ IR 情報のうち、参考にする項目・実際に役立った項目

役立度を考えれば、「業績、財務情報」が際立っている。他に、「株価、債券価格」、「事業内容」、「経営戦略」などもあげられている。この設問でも「無回答」比率が高い。

#### ⑪ CSR 情報、働き方や人材活用などに関する情報が投資に影響する程度

より注目されているのは、「事件や事故、不祥事」など、マイナス・ネガティブな情報であり、それに比べると、プラス・ポジティブな情報は注目度が低い。

#### ⑫投資の際、考慮する「人材育成・教育訓練、人材活用」関連の情報

「人材育成・教育訓練の取り組み」と「法令違反の有無」がトップにあげられるものの、その水準は 2 割弱となっている。

全体を通して、機関投資家という、まさに投資に関する専門的な集団・組織であっても、われわれが検討しようとしたテーマに対しては、少なくとも現状では関心があまり高いとはいえないことが明らかとなった。ただ、それでも、いくつかのクロス分析でみたように、業種や設立年、あるいは、地域によって、関心が高いと思われる部分もある。人的情報をさらに公開していくことが、企業にとってどのようなプラスの影響を及ぼすのか、それらを長期的な視野にたって検討していくことが重要であると思われる。

## 第3章 個人投資家調査結果

### 第1節 趣旨・調査概要

#### ①調査趣旨

本章では、個人投資家に対する調査結果を検討する。

個人投資家たちが投資を行う際には、まずは経営状況などに代表される財務指標・情報を考慮することが多いと思われる。それを踏まえた上でここでは、それら以外の非財務指標・情報をどの程度考慮しているのかを探ることを目的としている。その中でも特に、人的資本に関する要素をどの程度考慮しているのか、考慮しているとすれば、それはどういった項目であるのか、さらには、それらを属性別に見ると、どういった異同があるのかという視点から、これらの問題を検討していく。

#### ②調査概要

調査実施概要は以下のとおりである。

期間：2018年1月26日～31日

対象：調査会社のモニター登録会員を対象にしたインターネット調査

サンプル数：3,131票

### 第2節 調査結果

#### 1. 調査対象者のプロフィール

調査会社が保有するモニターから、以下のようなスクリーニング項目にて、本調査の対象者を絞り込んだ。

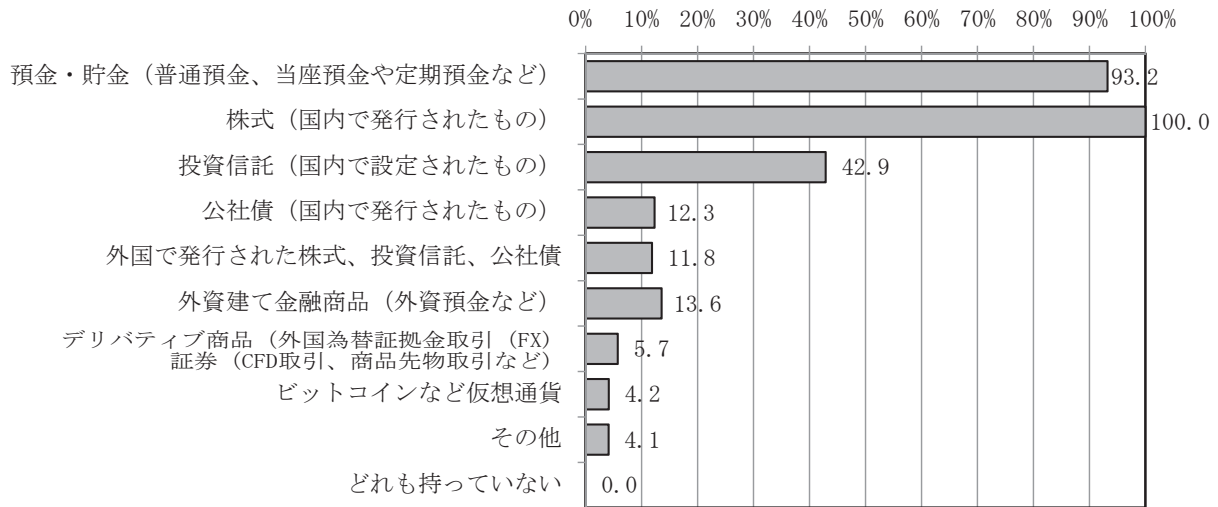
基本的な要件は、国内で発行された株式を保有し、かつ、それらが「自社株」のみではないという点である。

スクリーニングの状況と、対象者の基本的なプロフィールは以下のとおりである。

スクリーニングのために用意した設問は、「【SC1】過去1年間（2016年11月～2017年11月）に、個人の資産を株式や債券など有価証券に投資した経験がありますか」で、「はい」が81.3%、「いいえ」が18.9%であった。

その上で、国内発行株式の保有者を選別した上で（図表3-1参照）、「自社株以外を保有しているのか」を尋ねた。その結果は、「自社株以外の株を保有している」（89.5%）、「自社株も自社株以外も保有している」（10.5%）であった。

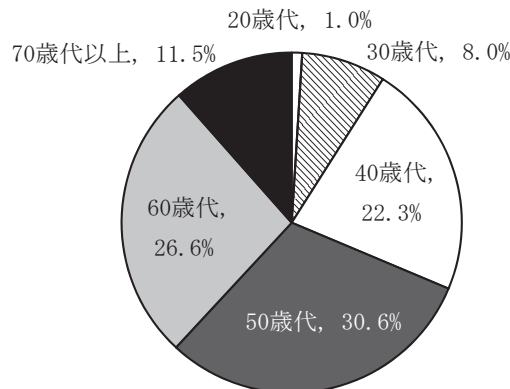
図表 3-1 現在保有している金融資産（％）



対象者の属性に関しては、以下のとおりである。

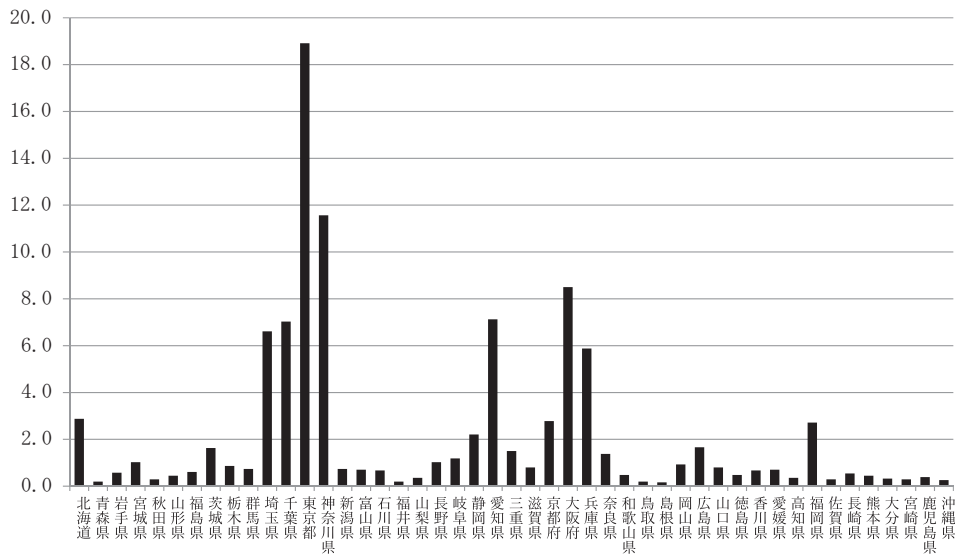
- ①性別は、「男性」（81.6%）、「女性」（18.4%）であった。
- ②年齢層は、図表 3-2 にみるように、相対的に高い年齢層の比率が高い。50 歳代以上で約 7 割、60 歳代以上で 4 割弱となっている。

図表 3-2 対象者の年齢（％）



- ③居住地では、「東京都」のみで 2 割弱と突出している。首都圏で 4 割強、近畿圏、中京圏でそれぞれ、2 割弱、1 割強と、大都市圏の居住者が多数を占める（図表 3-3 参照）。

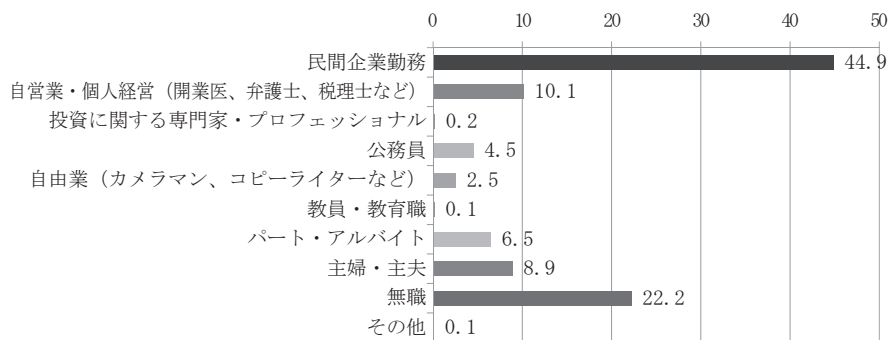
図表 3-3 対象者の居住地 (%)



④職業

職業をみると、企業勤務者が半数弱でもっとも多い。そして、「自営業・個人経営」と「主婦・主夫」がほぼ1割で続いている。その一方で、「無職」も2割を超える水準にある(図表 3-4 参照)。

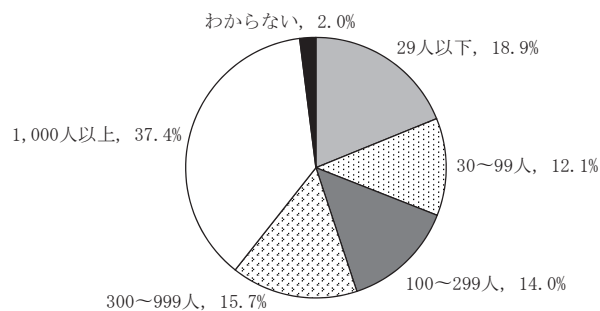
図表 3-4 対象者の職業 (%)



⑤企業勤務者の企業規模

「企業勤務」と答えた対象者には続けて、その企業の従業員数を尋ねた。1,000人以上企業が4割弱と、相対的に大規模企業が多い。一方で、99人以下で3割強を占める(図表 3-5 参照)。

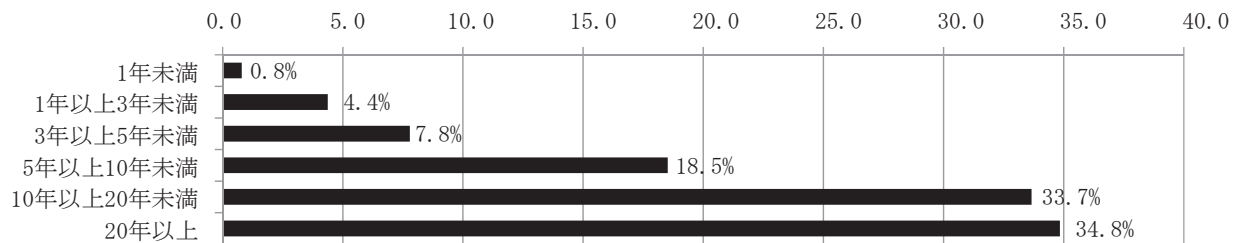
図表 3-5 企業勤務者の企業規模 (%)



## ⑥投資経験年数

相対的に長い層が多い。20年以上が約1/3、10年以上で約2/3である（図表3-6参照）。

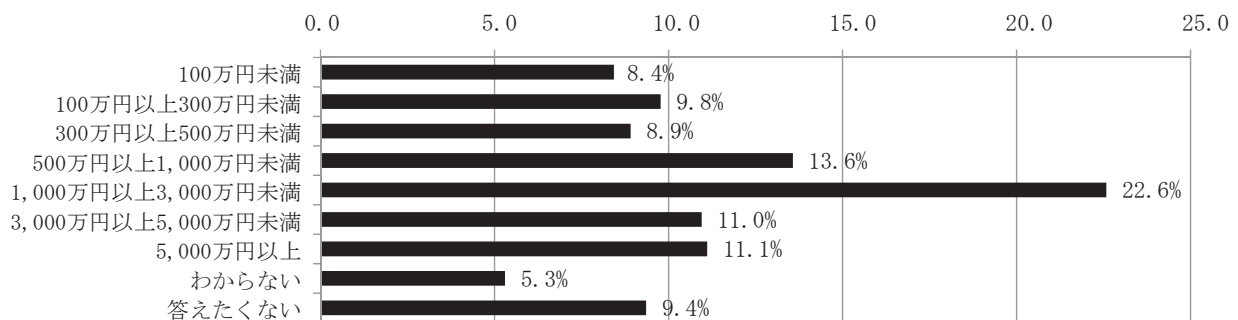
図表3-6 投資経験年数（%）



## ⑦保有金融資産額

図表3-7にみるように、1,000万円以上の合計が、半数弱を占める。

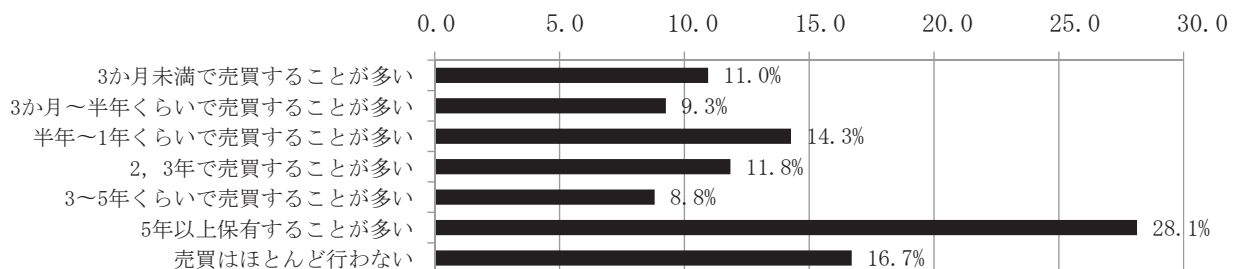
図表3-7 保有金融資産額（%）



## ⑧売買の仕方

相対的に長期保有の傾向が見られる。「5年以上保有+売買はほとんど行わない」で、4割強を占める（図表3-8参照）

図表3-8 売買の仕方（%）

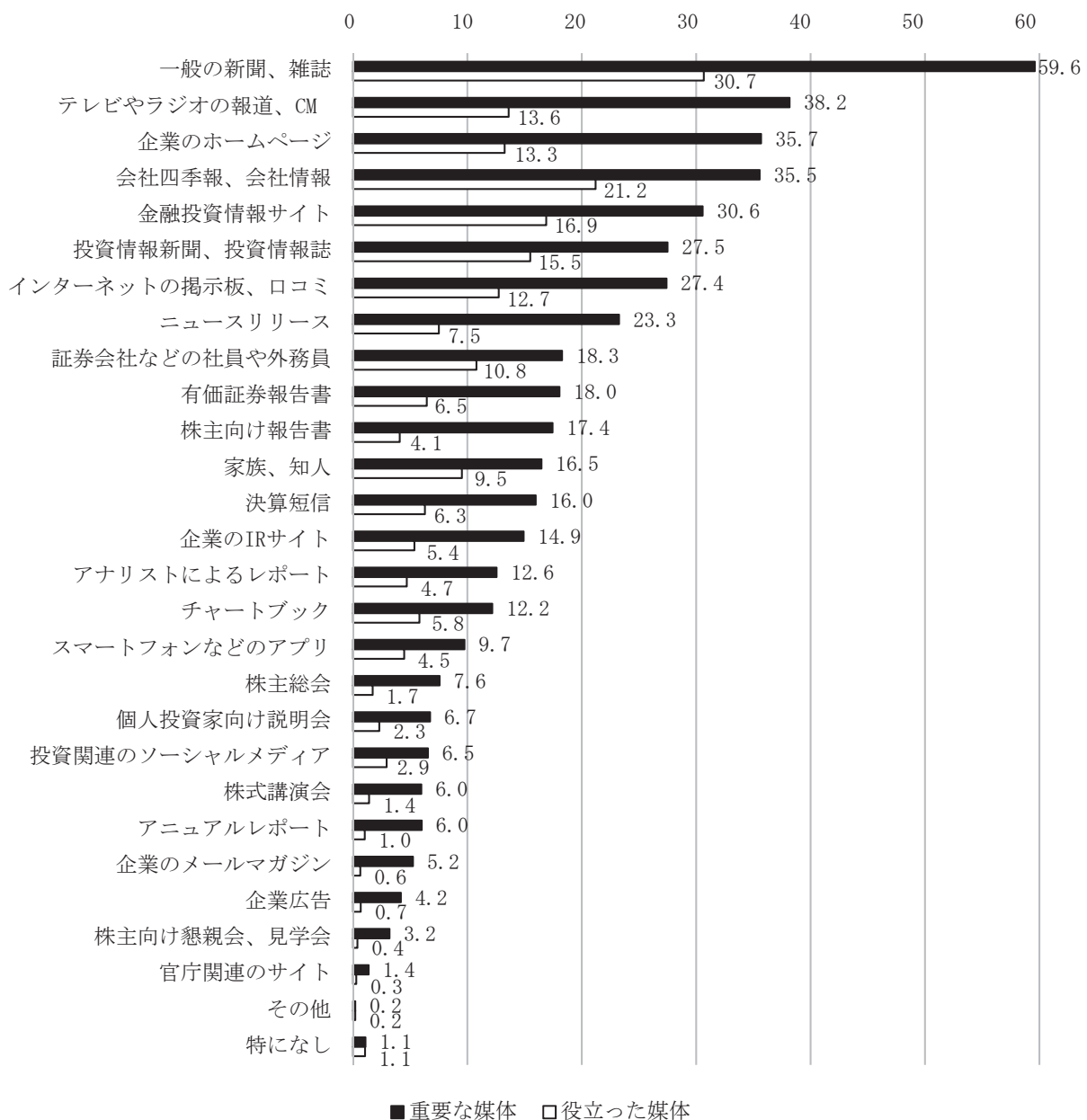


## 2. 情報を得る媒体とその有用性

では、投資を検討するための情報をどのように得ているのであろうか。様々な媒体から、「現在まで重要だった媒体、その中で、実際に役立った媒体」を尋ねた結果が図表 3-9 である。

そこにみるように、比較的一般的なルートから情報を入手している。「一般の新聞・雑誌」がほぼ 6 割でトップである。それに、「テレビ、ラジオ報道・CM」、「企業の HP」、「会社四季報」が 4 割弱で続く。

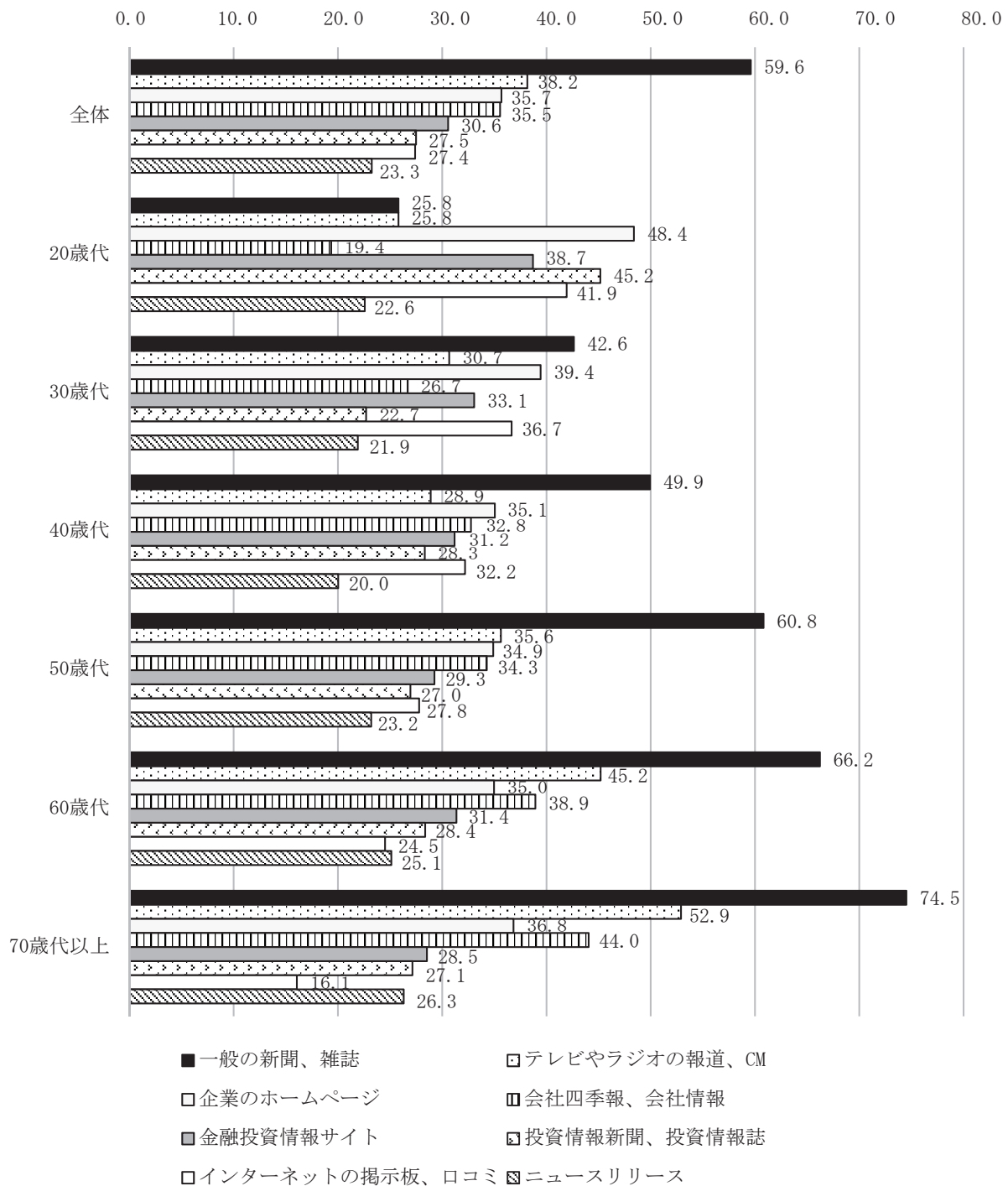
図表 3-9 投資活動を行うため、重要な、実際に役立った媒体 (%)





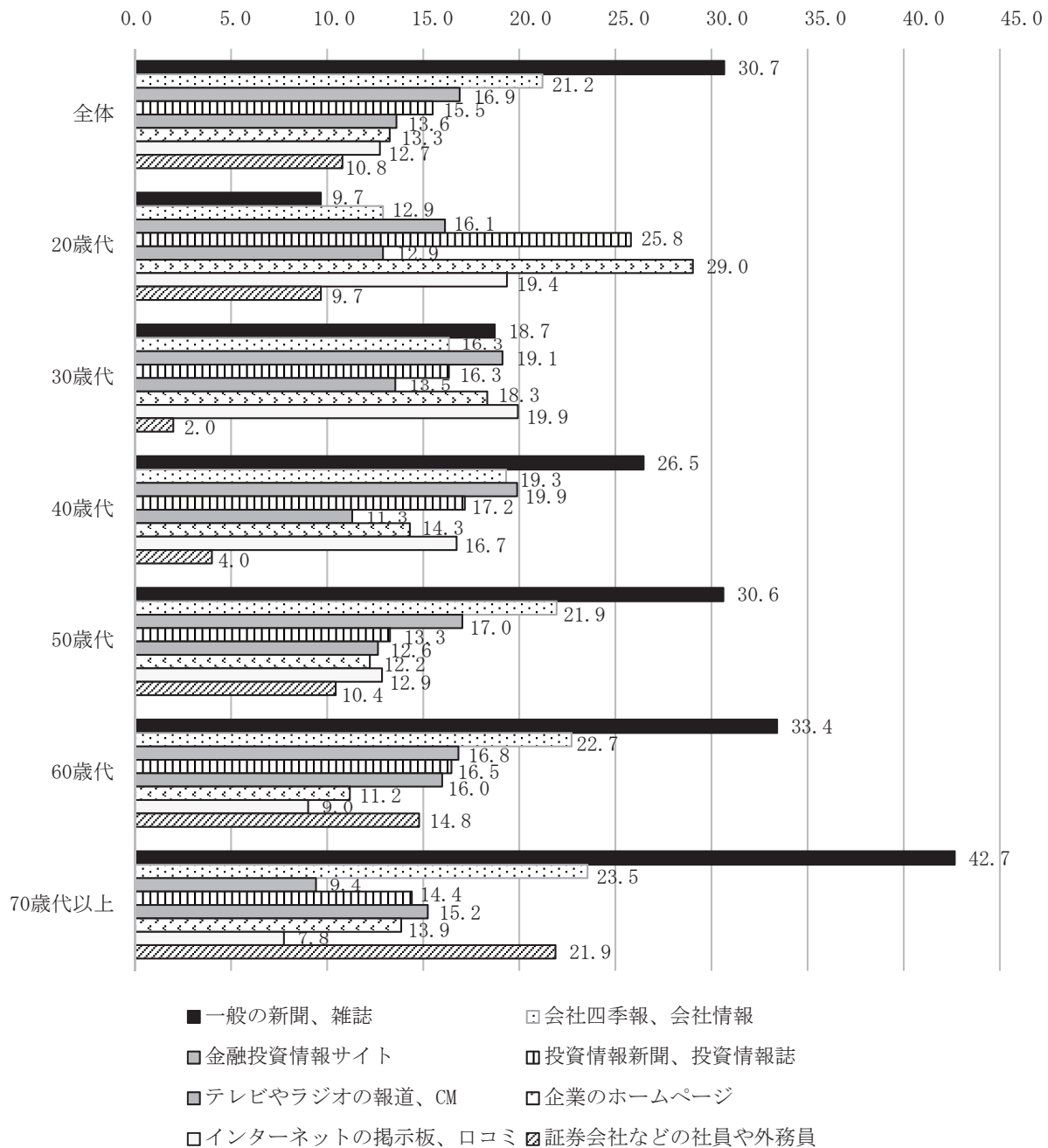
これらを年齢別にみると、図表 3-10 にみるように、年齢が高まると、より一般的、これまでの既存のメディアにより情報を収集している。一方で、より若い世代では、HP や掲示板など、まずはネットで入手可能な情報を収集しているように思われる。

図表 3-10 年代別情報収集ルート (%)



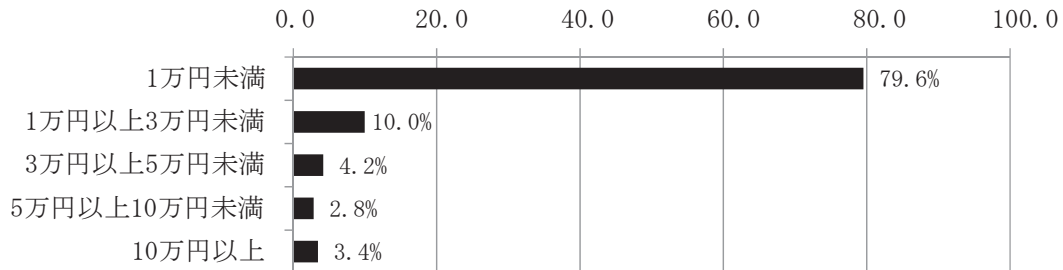
実際に役立つ情報源としても、より年齢の高い層では、新聞や会社四季報などが上位に挙がる一方で、若い世代では、ネットによる情報や投資に関するより専門的な新聞や雑誌に着目している（図表 3-11 参照）。

図表 3-11 投資の際、実際に役立つ情報源（％）



情報収集のために用いる費用は多くはない。図表 3-12 にみるように、ほぼ 8 割と大多数が、年間で「1 万円未満」と回答している。

図表 3-12 年間で情報収集にかかる費用 (%)

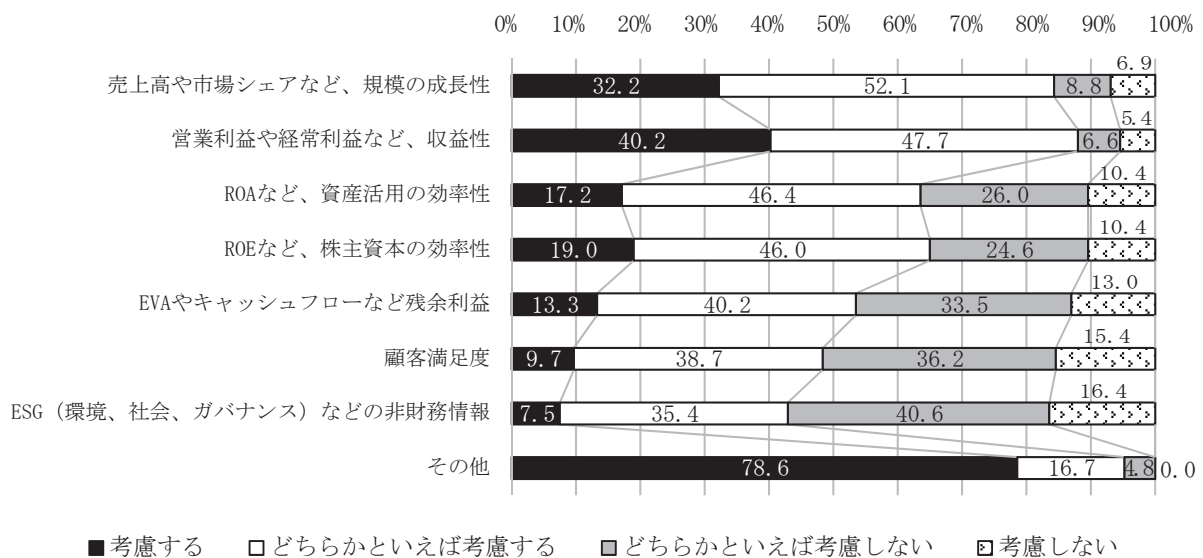


### 3. 投資活動を行う際、考慮する経営成果指標

全体の状況を見ると、より重要と認識されているのは図表 3-13 に見るように、営業利益や経常利益などの「収益性」(87.9%、「考慮する」+「どちらかといえば考慮する」の合計値。以下、同様)、売上高や市場シェアなどの「成長性」(84.3%)である。それに、ROE などの「株式資本の効率性」(65.0%)、ROA などの「資産活用の効率性」(63.6%)が続いている。

その一方で、本調査で焦点をあてている ESG など「非財務情報」は、42.9%にとどまっている。

図表 3-13 投資活動を行う際、考慮する経営成果指標 (%)

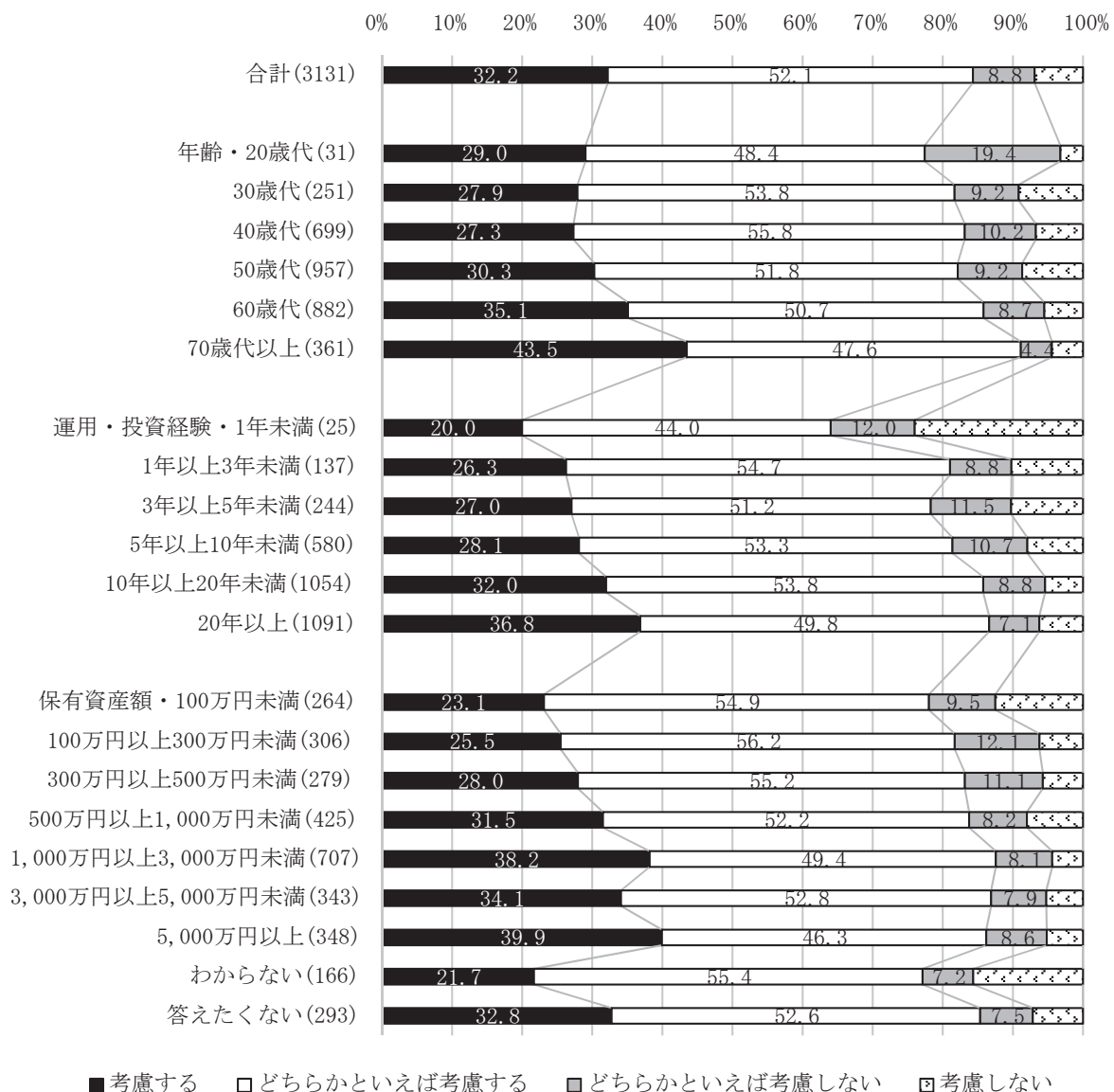


それぞれの項目について、属性との関連性をみる。

### ①売上高や市場シェアなど、規模の成長性

この点については、図表 3-14 にみるとおり、大まかにはより年齢が上がる、投資経験を積むほどに、考慮するという比率が高まっている。そして結果的には、この点に関する関心が高いほど、保有資産額は多くなるという傾向が見られる。

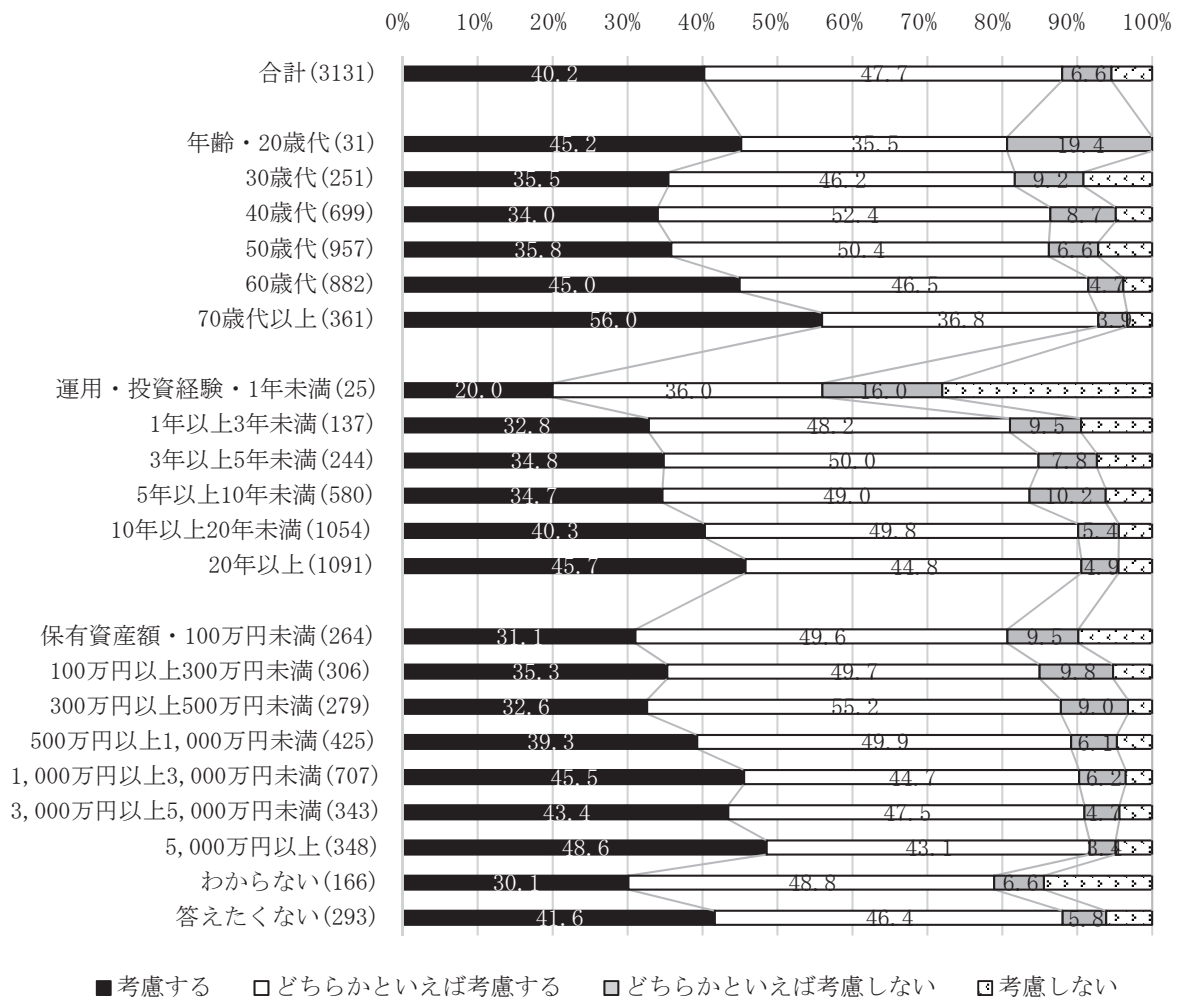
図表 3-14 成長性 (%)



## ②営業利益や計上利益など、収益性

この点に関しても、前項の成長性と同様、20代を除き、年齢が上がる、投資経験を積むほどに、考慮するという比率が高まっている。そして、この点に関する関心が高いほど、保有資産額は多くなるという傾向が見られる（図表 3-15 参照）。

図表 3-15 収益性 (%)

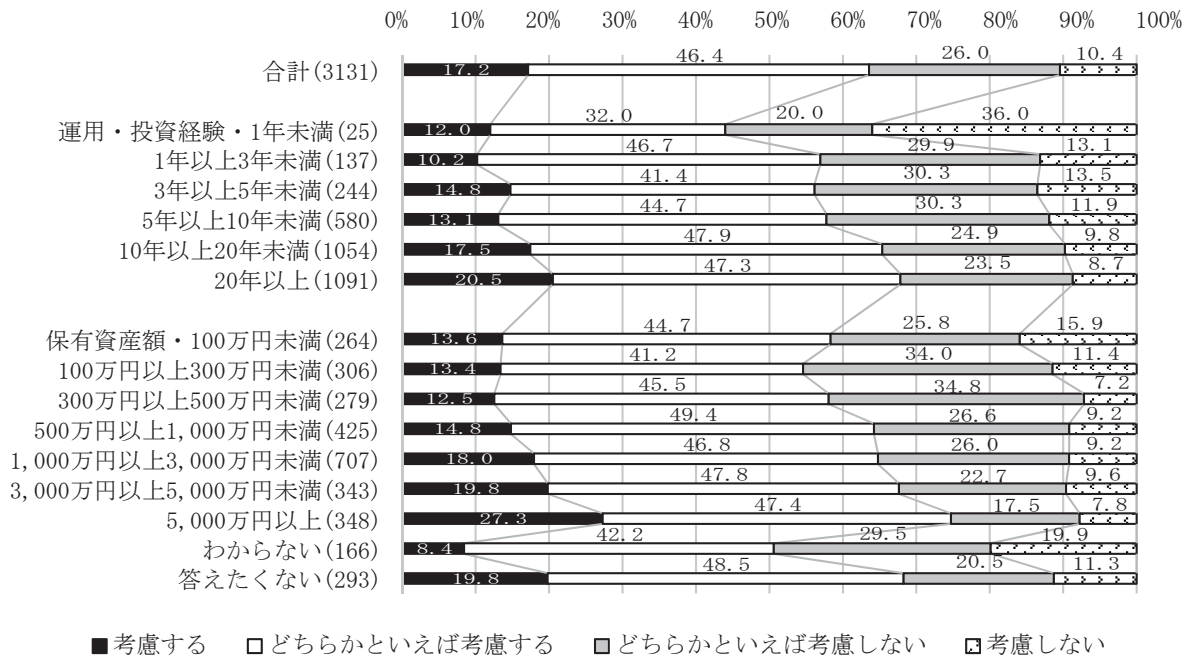


## ③ ROA など、資産活用の効率性

こうした効率性についても、図表 3-16 にみるように、前二項と同様、投資に関する経験を積むほどに、より考慮する割合が高くなる指標である。

年齢別の集計に関しては、一定程度の傾向性を見いだすことが難しかったため、以下の分析では省略する。

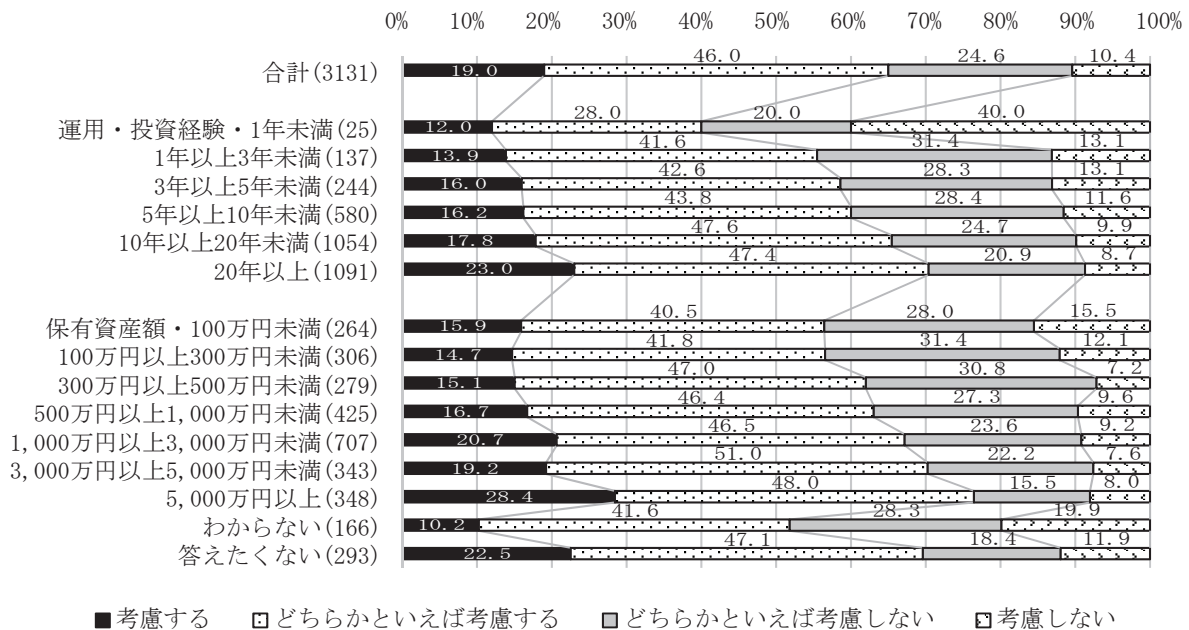
図表 3-16 資産活用の効率性 (%)



④ ROE など、株主資本の効率性

この点についても、資産活用の効率性と同様、投資に関する経験を積むほどに、より考慮する割合が高くなる指標であり、保有資産額の増加傾向と類似している（図表 3-17 参照）。

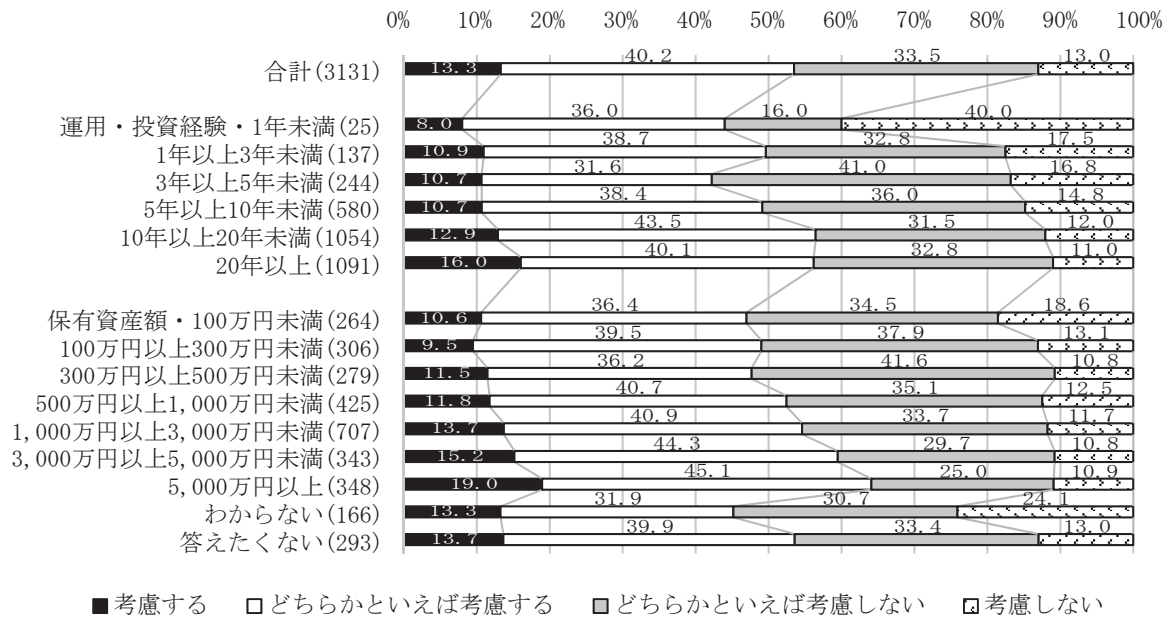
図表 3-17 株主資本の効率性 (%)



⑤ EVA やキャッシュフローなど、残余利益

この点も、これまでの項目と同様、投資に関する経験を積むほどに、より考慮する度合いが高くなる指標であり、保有資産額が多いほど考慮する度合いが高い（図表 3-18 参照）。

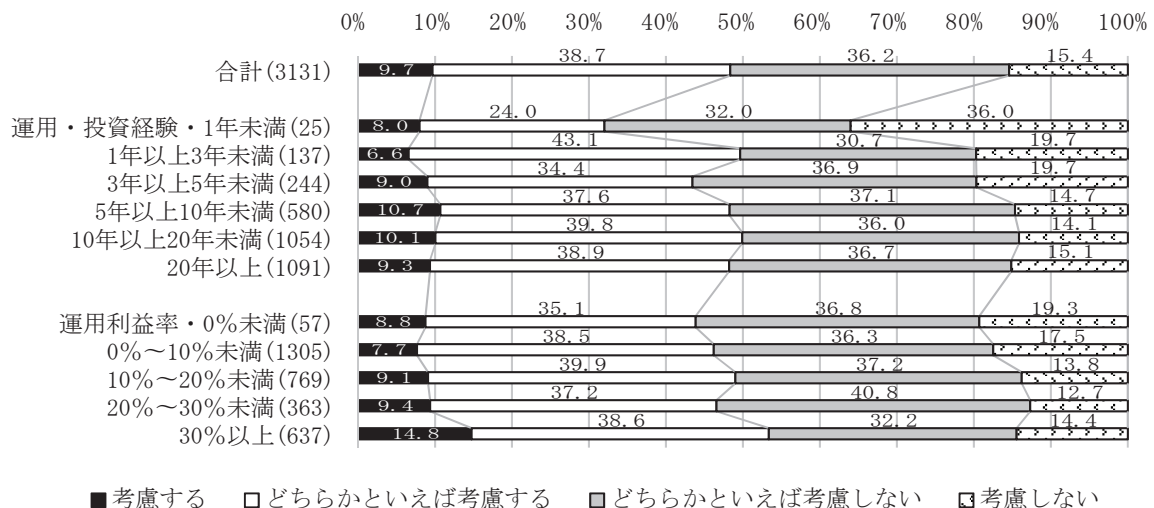
図表 3-18 残余利益 (%)



⑥ 顧客満足度

この点に関しては、運用投資経験などとの明確な慣例性をみることはできない。ただ、運用利益率の高い層はこの点に注目する傾向があるように思われる（図表 3-19 参照）。

図表 3-19 顧客満足度 (%)

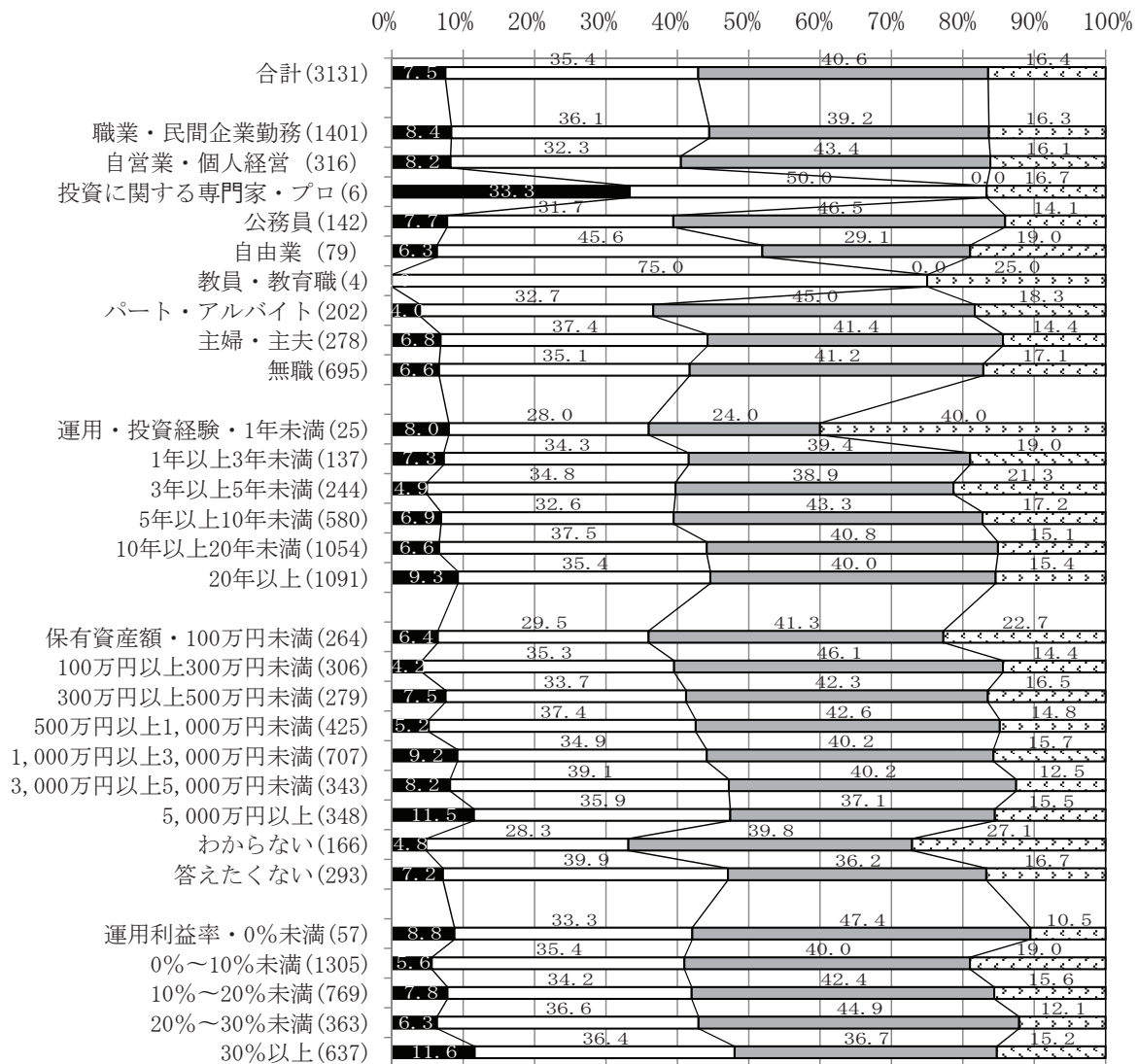


⑦ ESG などの非財務情報

この点については、わずかながらではあるが、投資経験を積むほどに考慮するという比率が高まっている。そしておそらく結果的にはあれ、この点に関する関心が高いほど、保有資産額は多くなり、運用利益率が高くなるという傾向が見られる。

加えて、職業による差異をみると、実数としてはわずかではあるものの、「投資に関する専門家やプロ」が、この点を考慮している傾向が強い（図表 3-20 参照）。

図表 3-20 非財務情報 (%)



■ 考慮する □ どちらかといえば考慮する ■ どちらかといえば考慮しない ▨ 考慮しない



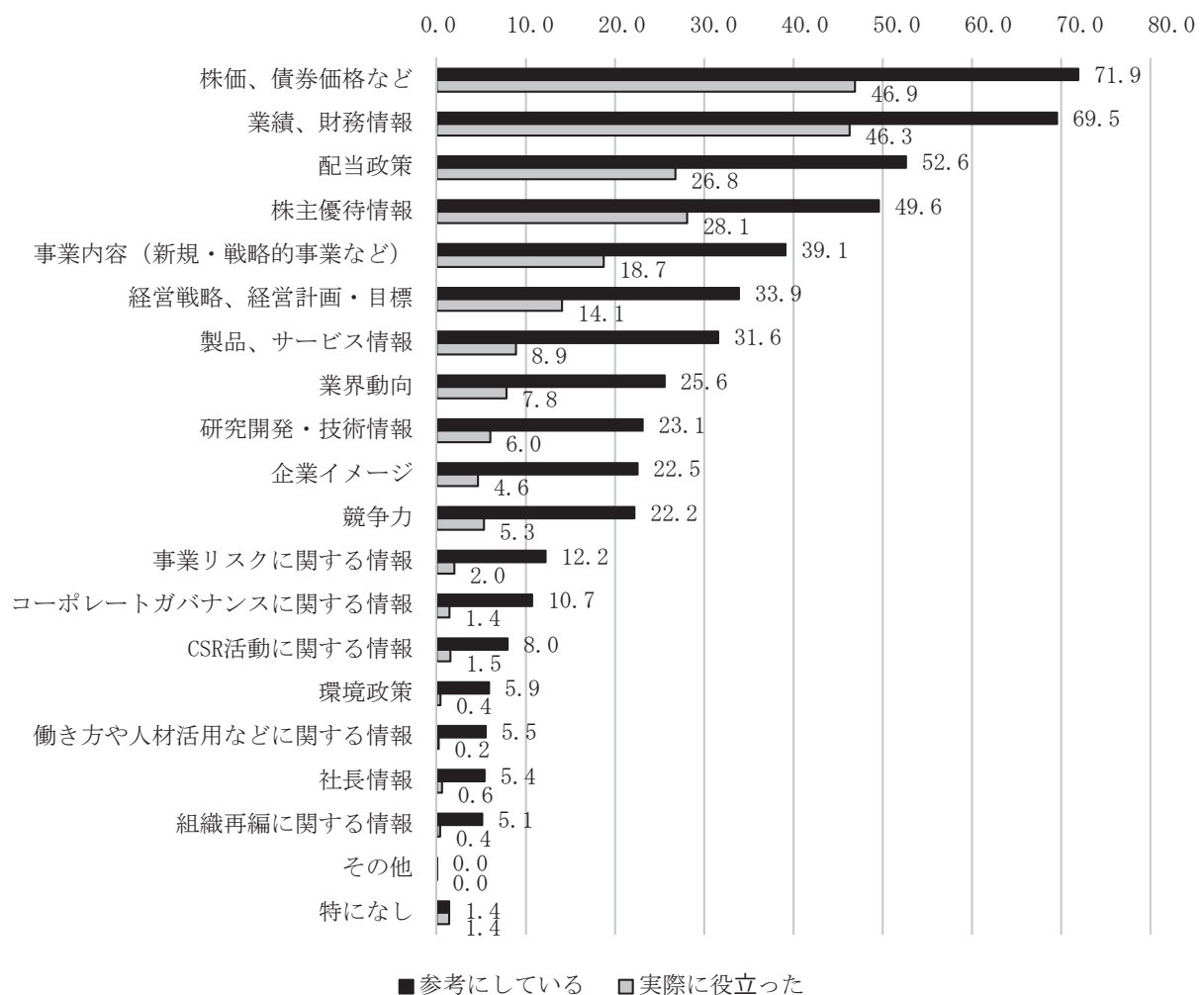
## ⑧小括

ここで検討したのは、その大部分が財務指標である。それに、顧客満足度と ESG などの非財務指標に関する関心をみている。その結果は基本的には、どの指標にも共通して、より投資に関する経験を積むほど、考慮する度合いが高まるという結果であった。そして、非財務指標に関しても基本的には同様の傾向をみてとることができるが、投資経験のみならず、こうした投資を職業とするプロフェッショナルが、この点に着目していることが注目される。

## 4. 企業の IR 情報の有用性

では次に、投資活動を行う際に参考にする IR 情報について検討する。様々な項目について、「これまでに参考にしてきた」項目と、その中で「投資で実際に役立った」項目について尋ねた。その全体の結果は、図表 3-21 のとおりである。

図表 3-21 参考にする・実際に役立った IR 情報 (%)

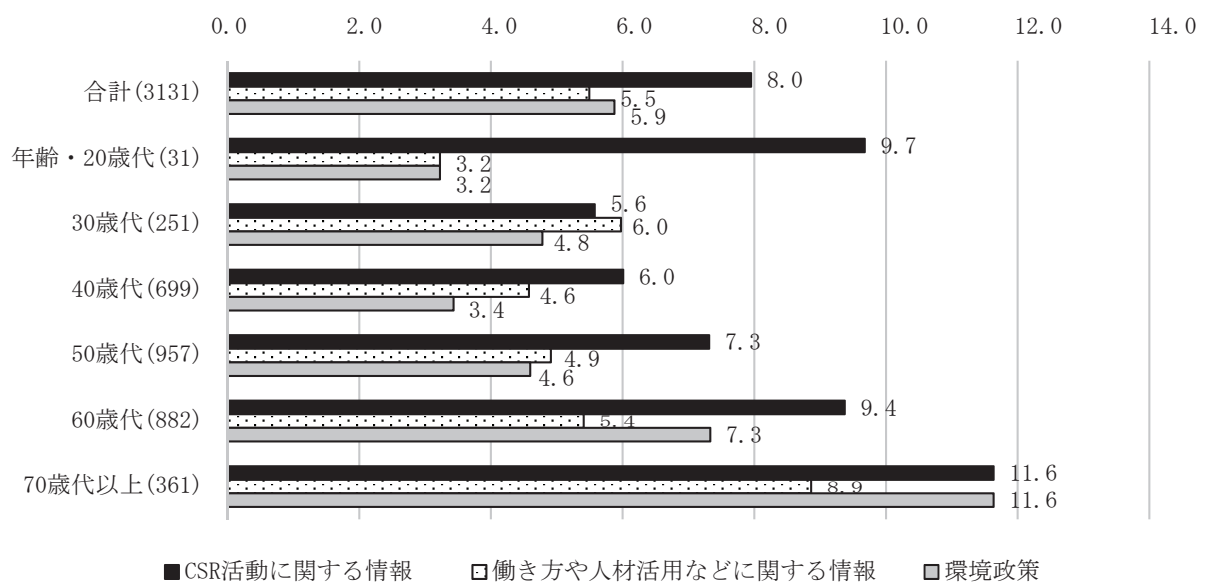


そこにみるように、「参考にして、実際に役立った」という回答が多いのは、「株価や債券価格」(71.9%、46.9%)。「参考にした」、「実際に役立った」、それぞれの比率。以下、同様)と「業績、財務情報」(69.5%、46.3%)である。それらに、「配当政策」(52.6%、26.8)、「株主優待情報」(49.6%、28.1%)が続いている。

本調査の主たる関心事項である ESG 関連事項をみると、おしなべて「参考にしておらず、実際に役立っていない」と認識されている。「CSR 活動に関する情報」(8.0%、1.5%)、「環境政策」(5.9%、0.4%)、「働き方や人材活用などに関する情報」(5.5%、0.2%)などの項目に関する指摘率は、低い水準に留まっている。

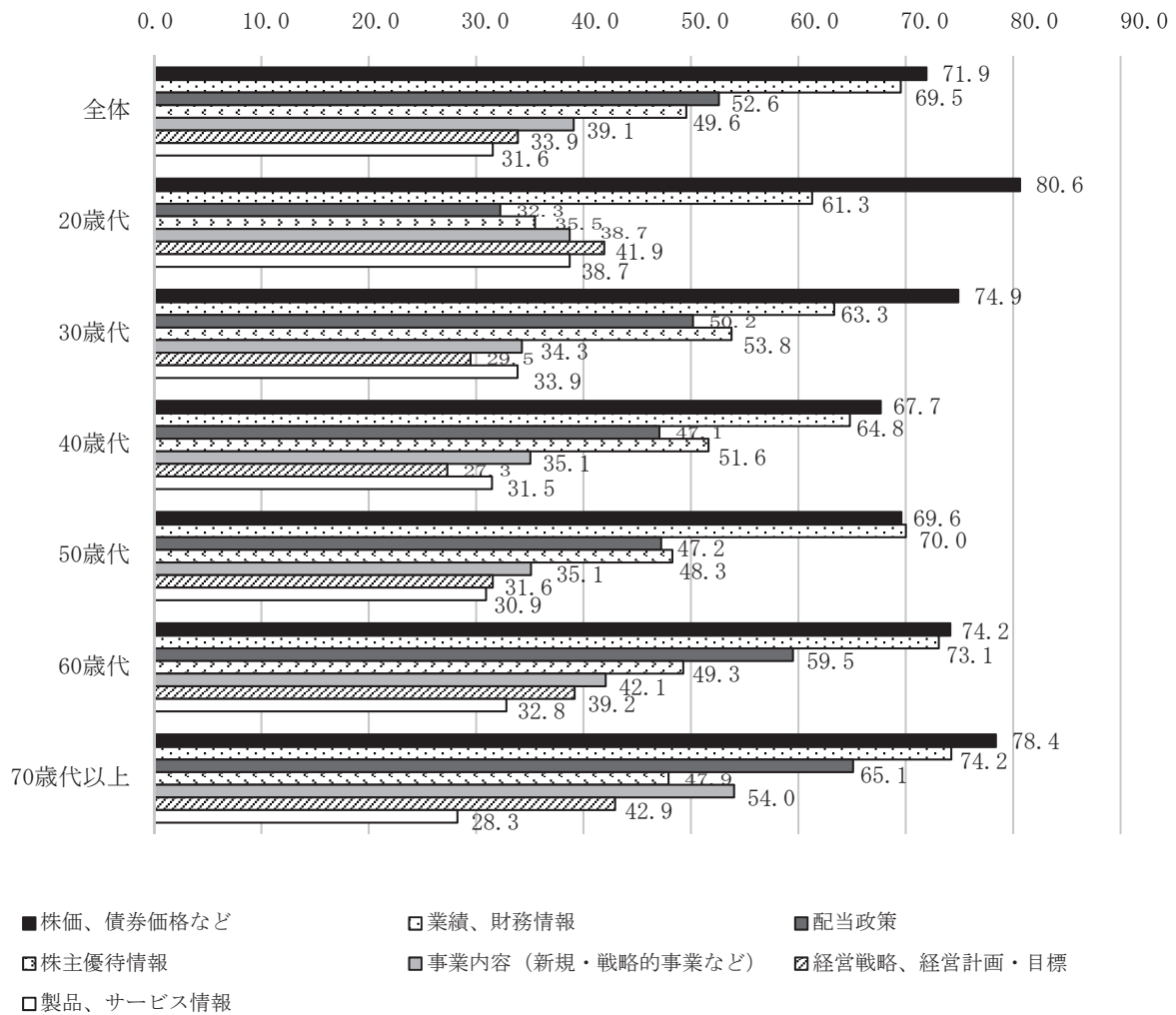
その意味で、より詳細な検討はあまり大きな意味を持つものではないが、たとえば、年齢別にみると、図表 3-22 にあるように、比較的若い層と高齢層で関心が高く、30～50 歳代の企業で中核的戦力として働いている層では関心が低い傾向をみることができる。

図表 3-22 ESG 関連項目への年代別関心 (%)



上位の項目を様々な属性とクロスして検討すると、属性間で特段、回答傾向に大きな差異は見られない。年齢別にみた場合、20 歳代を除くと、他世代では大きな差異はない。20 歳代では、相対的に「経営戦略」などへの関心が高い。その水準は、60 歳代以上層とほぼ同程度である。この点だけに着目すると、30～50 歳代層では、相対的に関心が薄いという結果になっている(図表 3-23 参照)。

図表 3-23 IR情報のうち、これまでに参考にした項目 (%)

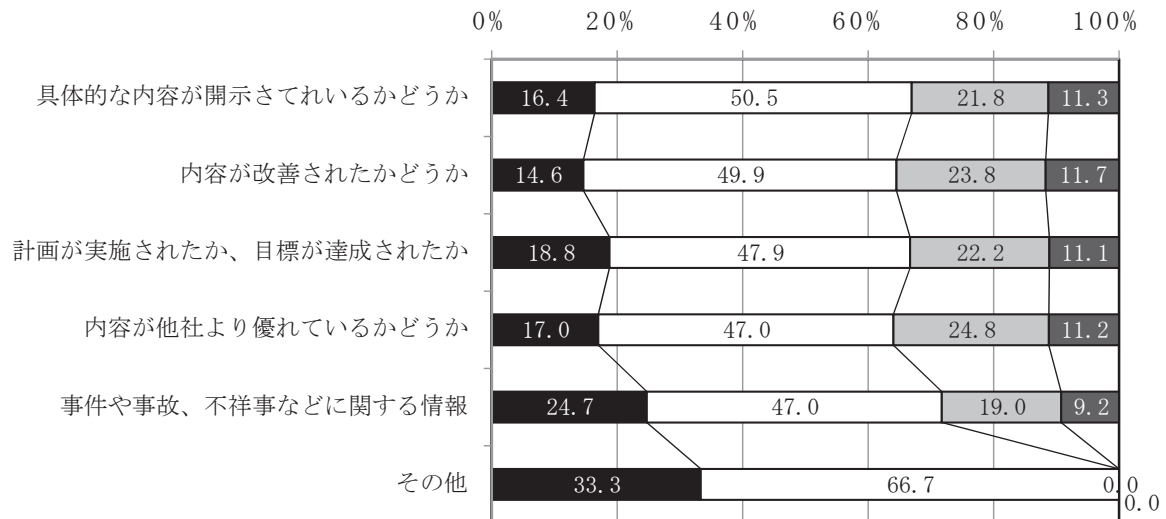


また、「実際に役立った」項目をみると、上と同様、様々な属性とのクロスで大きな傾向の差異はみられなかった。

## 5. 「CSR 活動、働き方や人材活用などに関する情報」が投資に与える影響

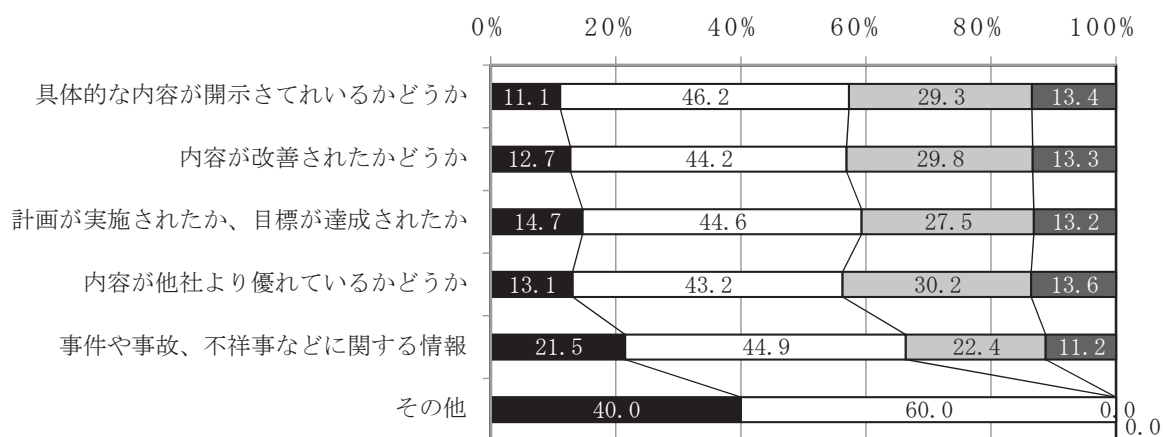
「CSR 活動に関する情報」と「働き方や人材活用などに関する情報」が投資に与える影響の全体像は、以下の図表 3-24 ～ 25 である

図表 3-24 CSR 活動に関する情報が投資に与える影響 (%)



■ 投資活動に影響する □ どちらかといえば影響する □ どちらかといえば影響しない ■ 投資活動には影響しない

図表 3-25 働き方や人材活用に関する情報が投資に与える影響 (%)



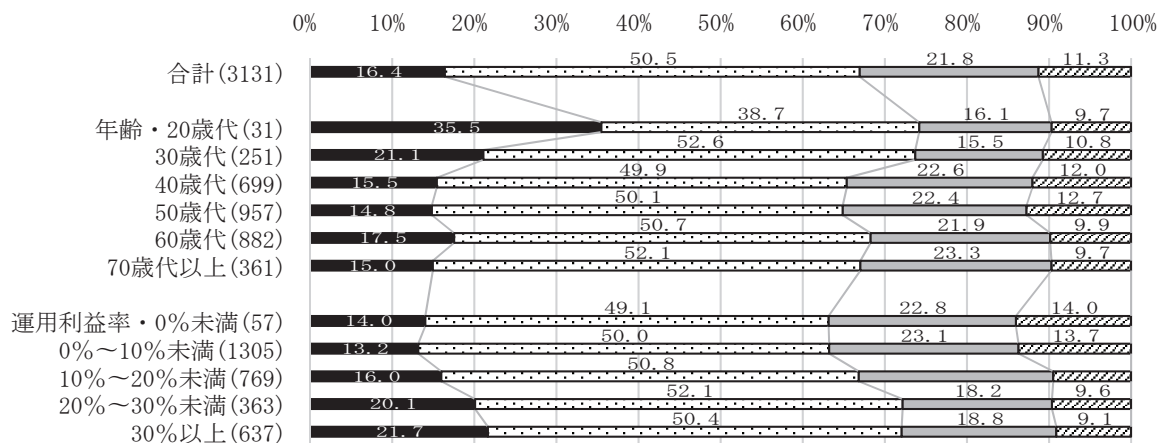
■ 投資活動に影響する □ どちらかといえば影響する □ どちらかといえば影響しない ■ 投資活動には影響しない

そこにみるように、「影響する + どちらかといえば影響する」の比率をみると、もっとも多かったのは、「事件や事故、不祥事」など、マイナス情報に関する指摘である。ネガティ

ブな側面には、より注目していることがうかがわれる。ただ、「具体的な内容の開示」、「内容の改善」、「計画の実施、目標達成」といった項目も、6～7割程度の水準にあることをみると、投資家にとって、こうした点が重要な情報となっているように思われる。

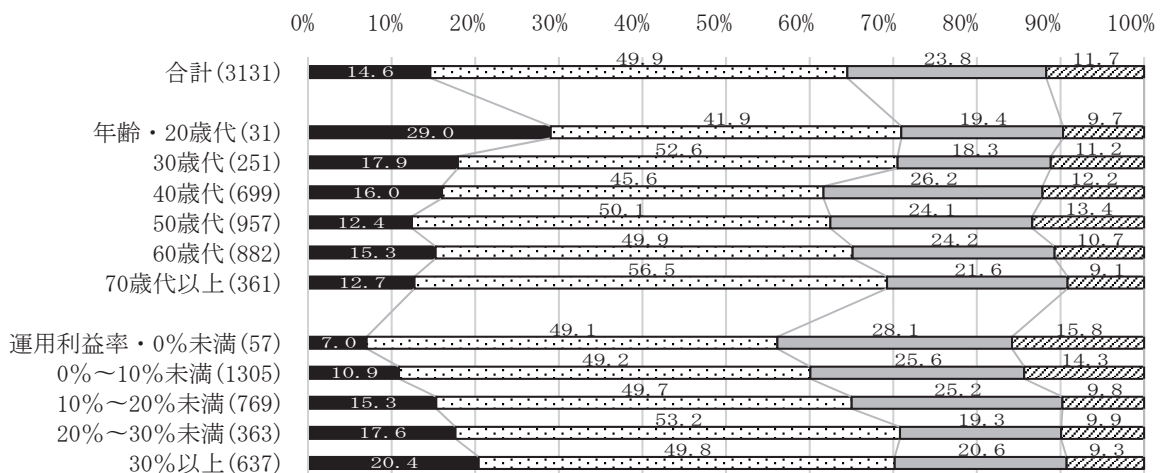
次に、各項目について、クロス集計した結果をみると、「CSR情報」に関する「具体的な内容の開示」については、より若い世代、収益率の高い層で、「影響する」という回答が多くなっている。「内容改善の有無」も同様である（図表3-26～27参照）。

図表 3-26 CSR情報の「具体的な情報の開示」 (%)



■ 投資活動に影響する □ どちらかといえば影響する ▨ どちらかといえば影響しない ▩ 投資活動には影響しない

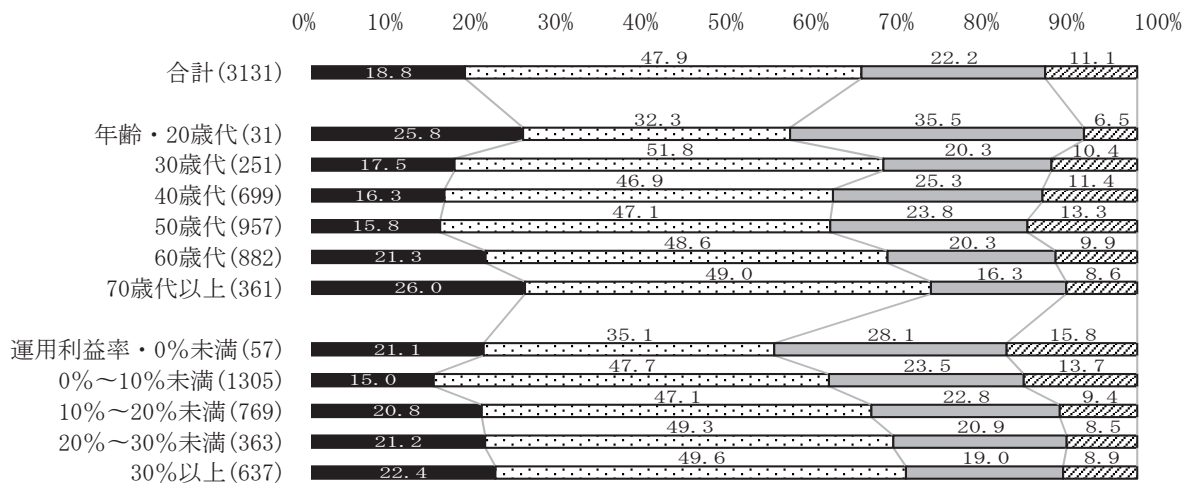
図表 3-27 CSR情報の「内容が改善されたか」 (%)



■ 投資活動に影響する □ どちらかといえば影響する ▨ どちらかといえば影響しない ▩ 投資活動には影響しない

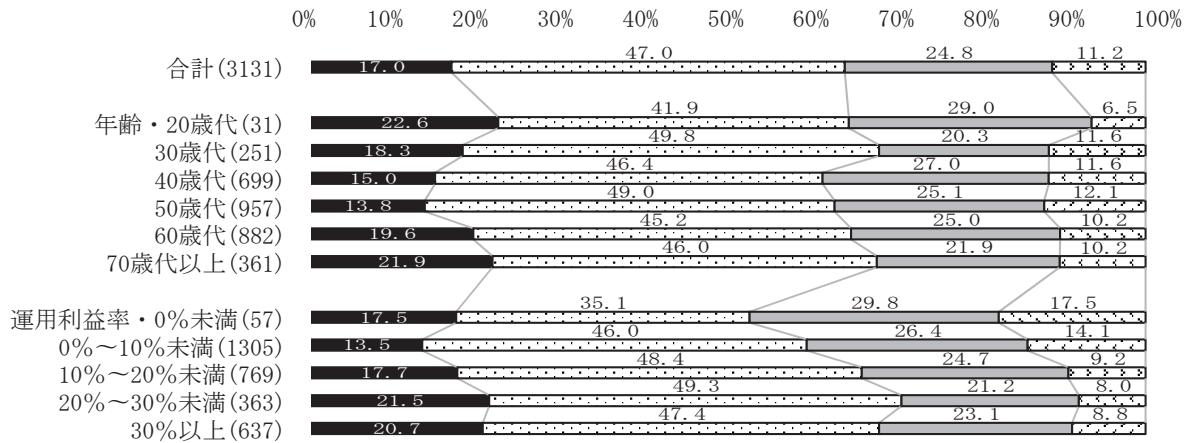
「計画の実施、目標の達成」、そして、「内容の他社に対する優位」については、年齢別には20歳代と60歳以上層が比較的高く、その間の世代が低くなっている。そして、運用利益率では、より利益率が高いほど、こうした情報に着目している（図表3-28～29）。

図表 3-28 CSR情報の「計画の実施、目標の達成」 (%)



■投資活動に影響する □どちらかといえば影響する ▣どちらかといえば影響しない ▤投資活動には影響しない

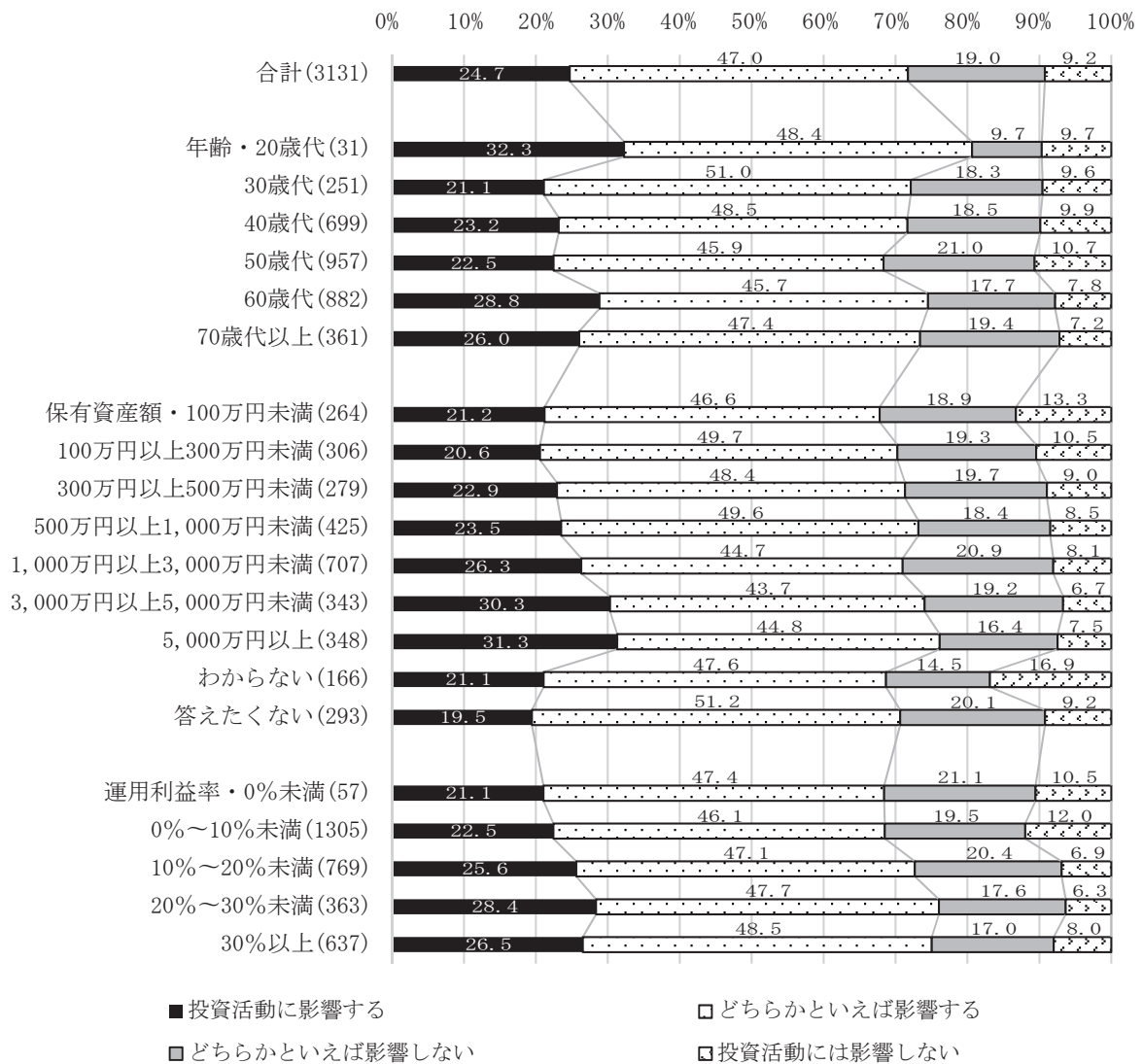
図表 3-29 CSR情報の「内容の他社に対する優位」 (%)



■投資活動に影響する □どちらかといえば影響する ▣どちらかといえば影響しない ▤投資活動には影響しない

最後に、「事件や事故、不祥事などに関する情報」については、前項の「内容の改善」に関する年齢層および運用利益率との関連で、同じ傾向がみてとれることに加えて、おそらくその結果の一つといえようが、保有資産額が多いほど、こうした点に着目していると思われる（図表3-30参照）。

図表 3-30 「事件や事故、不祥事に関する情報」 (%)

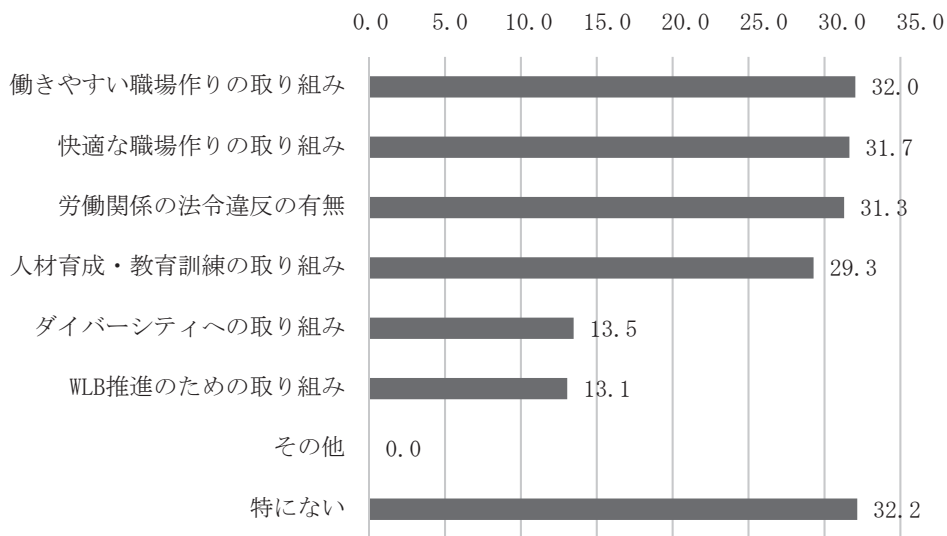


「働き方や人材活用に関する情報」については、クロス集計を試みた結果は、ここでそれらをすべて提示することはしないが、上記の「CSR情報に関する情報」におけるそれぞれの項目でほぼまったく同じ傾向を見せている。

## 6. 「人材育成・教育訓練、人材活用」に関する情報の考慮

単純集計の結果をみると、職場環境や法令違反の有無、全体としての人材育成・教育訓練への取り組みへの関心は、ほぼ3割程度となっている。それに比して、ダイバーシティやWLB関連の関心は低い。そして、「特に（考慮することは）ない」も、ほぼ3割程度となっている（図表 3-31 参照）

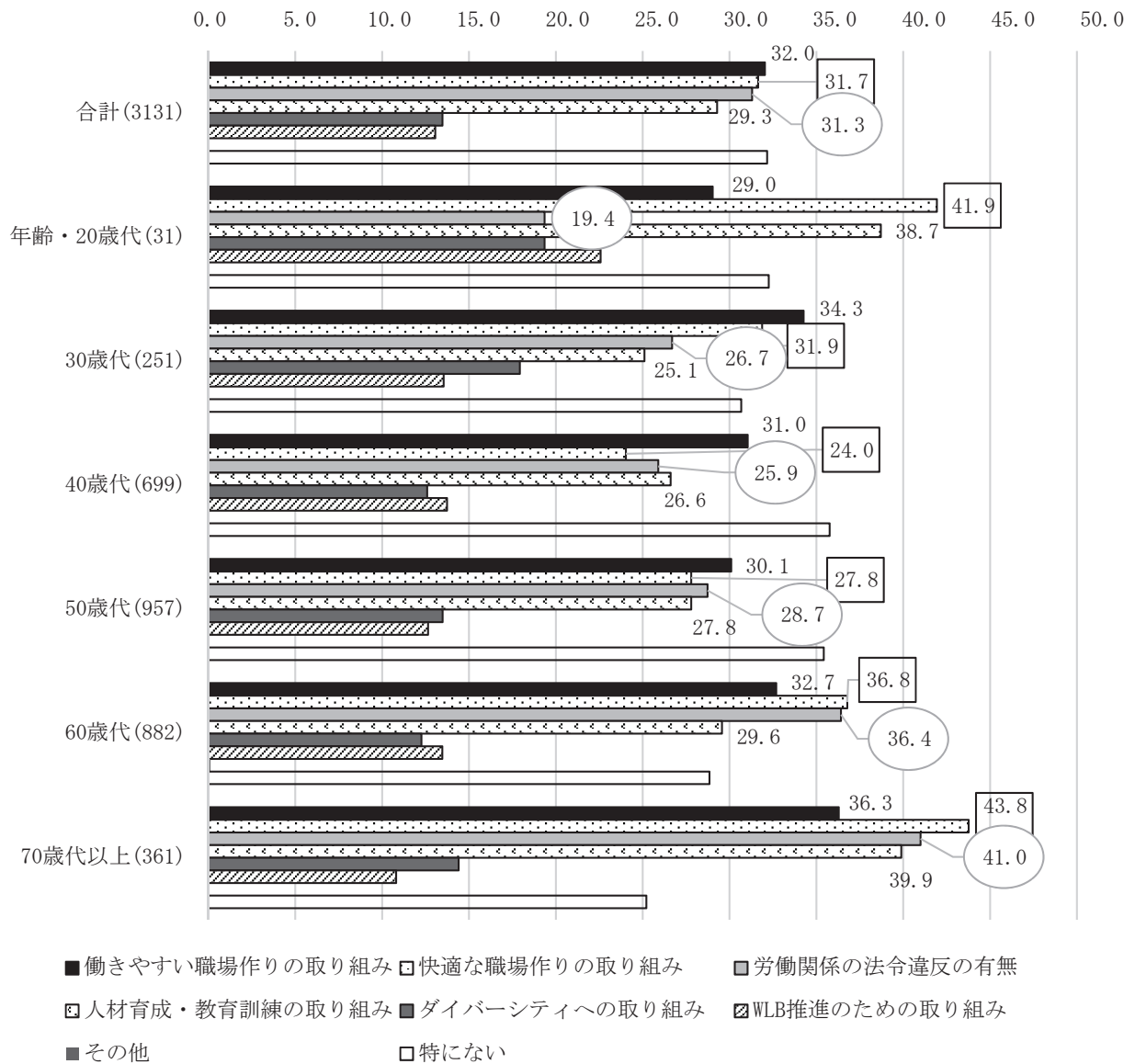
図表 3-31 「人材育成・教育訓練、人材活用」に関する情報の考慮（％）



それらの結果を、年齢別にみると、図表 3-32 にみるように、「快適な職場作り」という点では、20 歳代と 60 歳代以上層で相対的に高く、その間の年齢層では低くなっている（□で囲んだ数値）。「人材育成・教育訓練への取り組み」でも、同じ傾向をみることができる。職場で中心的な存在となる 30～50 歳代層で、こうした職場の快適さ、全体的な人材育成への取り組みに関する情報が優先的な考慮の対象とはなっていないことが注目される。その一方で、「法令違反の有無」という点では、年齢が高くなるにつれて考慮する割合が増えている（○で囲んだ数値）。



図表 3-32 年代別「人材育成・教育訓練」情報の考慮（％）

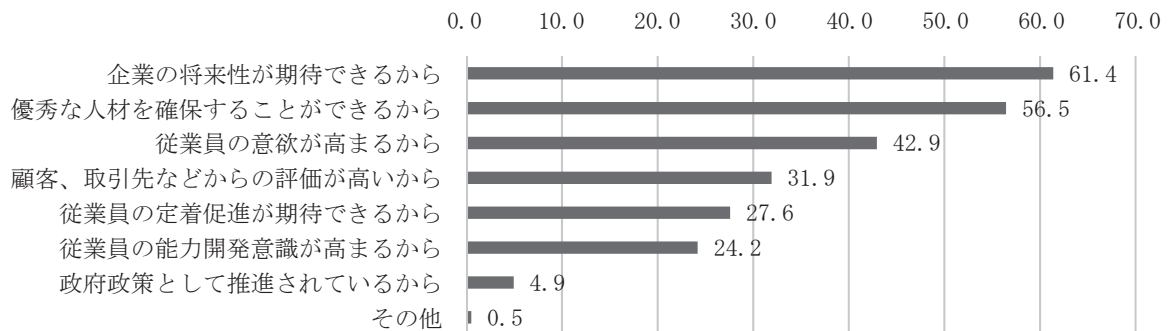


次に、こうした点を考慮する理由を尋ねた結果が、図表 3-33 に示されている。

トップは「企業の将来性を期待できるから」、第二位が「優秀な人材を確保することができるから」であり、約 6 割前後の指摘となっている。そして、「従業員の意欲が高まるから」(42.9%)、「顧客、取引先などからの評価が高いから」(31.9%)が続く。

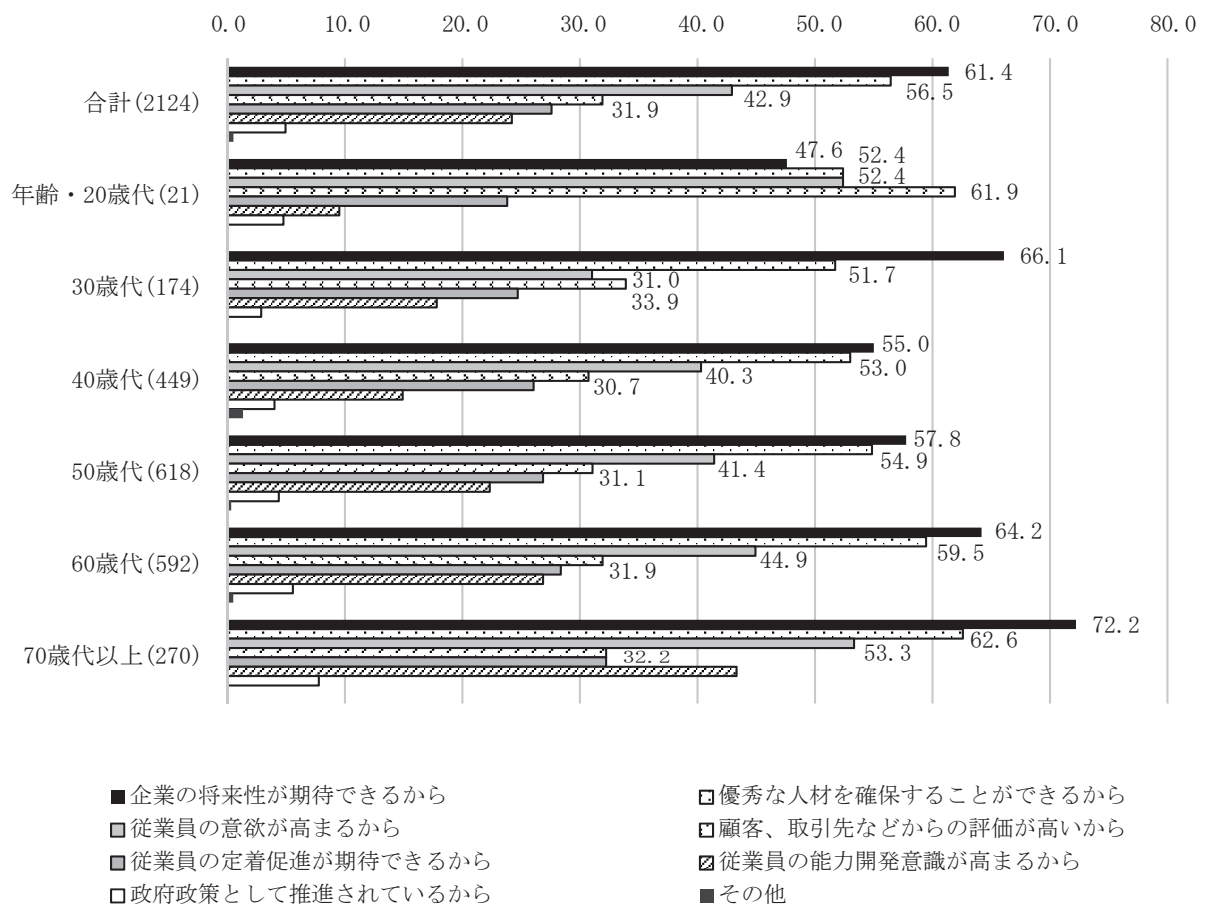
こうした回答の傾向をみると、人材育成への取り組みが優秀な人材を確保し、さらに、将来性を期待できる企業に結びつくのではないかという期待をみることができよう。

図表 3-33 人材育成への取り組みを考慮する理由（%、N=2124）



それらを年代別にみると、「企業の将来性」、「優秀人材の確保」には、おしなべて年齢が高まるにしたがって、その関心の度合いが高くなるように思われる。「従業員の意欲」については、20歳代と70歳代以上で高く、その間の世代では相対的に低い傾向が見られる（図表 3-34 参照）。

図表 3-34 年齢別「人材育成情報」に着目する理由（%）



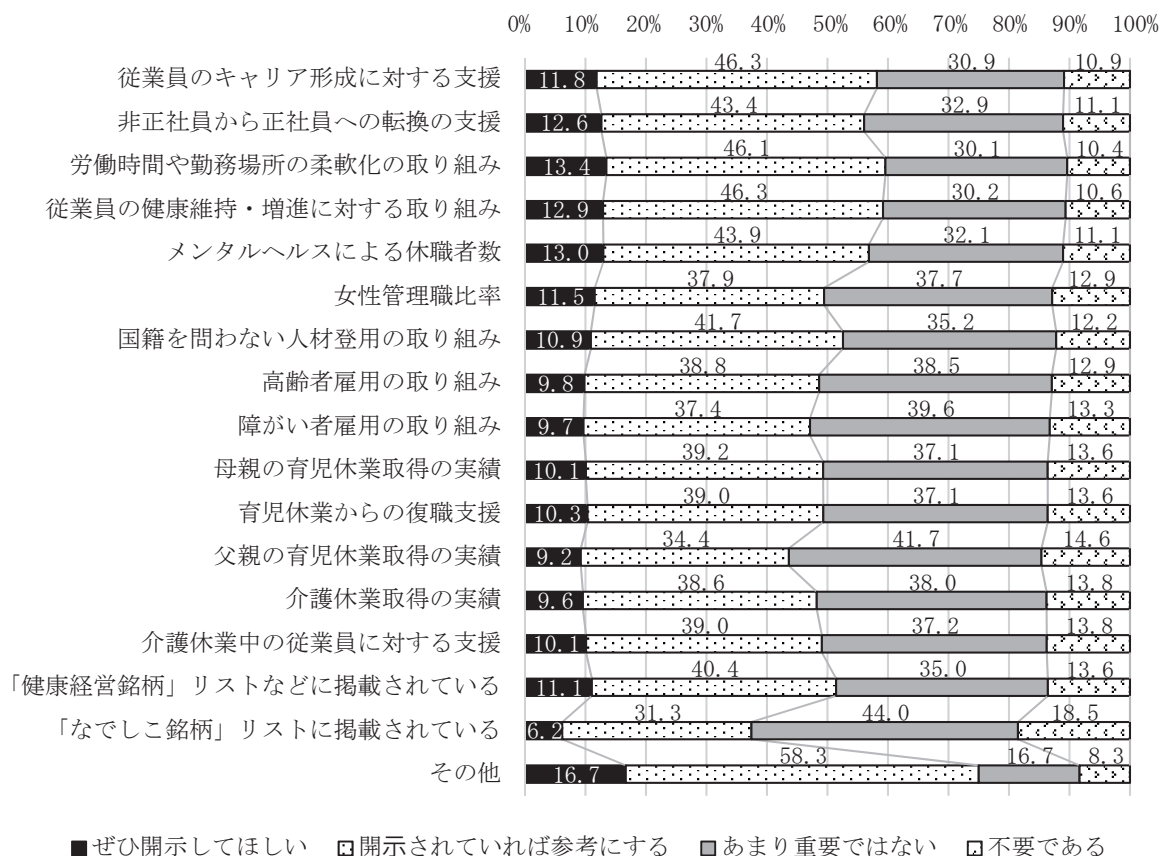
## 7. 開示してほしい情報

では、次に、投資を行う際に参考にするため、開示してほしい情報について検討する。その結果は、図表 3-35 に現れている。

「ぜひ開示」+「開示されていれば参考」をみると、相対的に関心が高いのは、「労働時間、勤務場所の柔軟化」(59.5%)、「従業員の健康維持・増進」(59.2%)、「従業員のキャリア形成」(58.1%)、「メンタルヘルスによる休職者数」(56.9%)、「非正社員から正社員への転換」(56.0%)、「国籍を問わない人材登用の取り組み」(52.6%)、「健康経営銘柄、健康経営有優良法人リスト」(51.2%) が、5割の水準を超えている。

総じて、「働きやすさ、キャリア支援」、「安全、健康」に関する情報の開示を望む声が多い。その次が「ダイバーシティ」への取り組みである。こうした項目の中では、「WLB 関連」について開示を望む声はあまり高くはない。

図表 3-35 開示してほしい情報 (%)

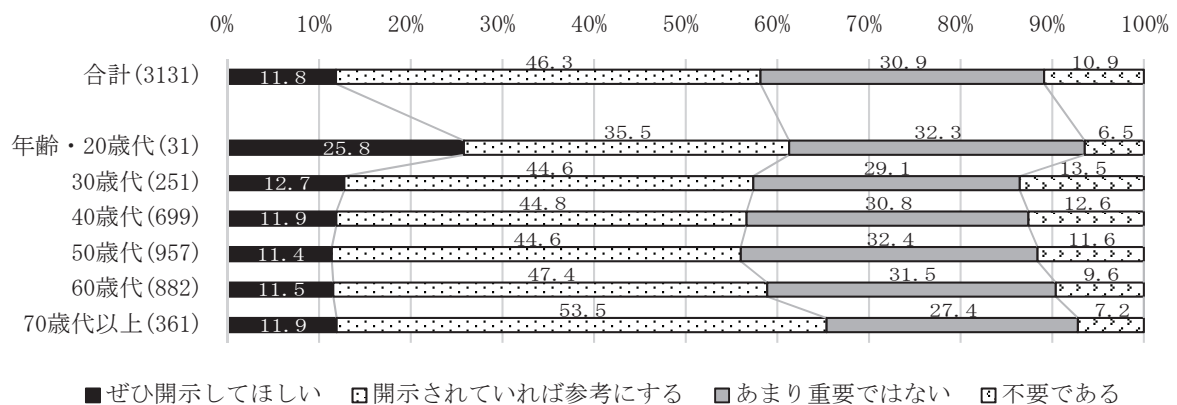


次に、各項目を属性別にクロスした結果を検討していく。

①従業員のキャリア支援に対する支援

この点については、20歳代で、より強い要望が表明されていることと、30歳代以上層をみると、おしなべて年齢が高くなるほど、積極的な意見が多くなっていることが注目される。その二つのグループの間の年齢層では、相対的に要望する度合いが低くなっている（図表3-36参照）。

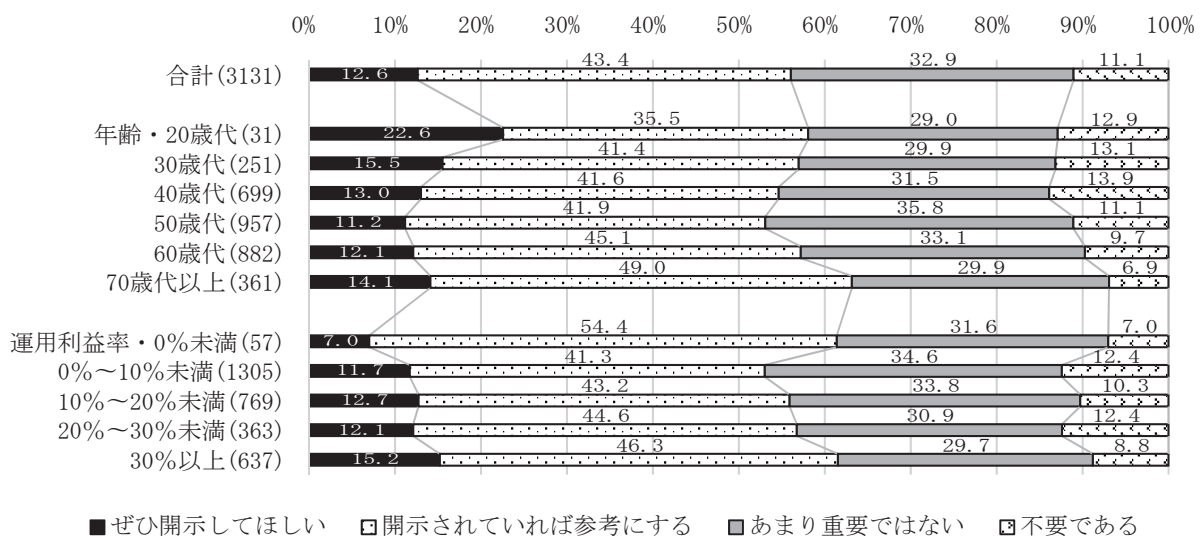
図表 3-36 従業員のキャリア支援に対する支援（%）



②非正社員から正社員への転換の支援

この点でも、年齢別の傾向は、若い層と高齢層で要望が強く、間の層では低いという傾向が見られる。また、運用利益率との関連では、より積極的な要望を表明する比率が高いほど、利益率が高いという傾向がみられる（図表3-37参照）。

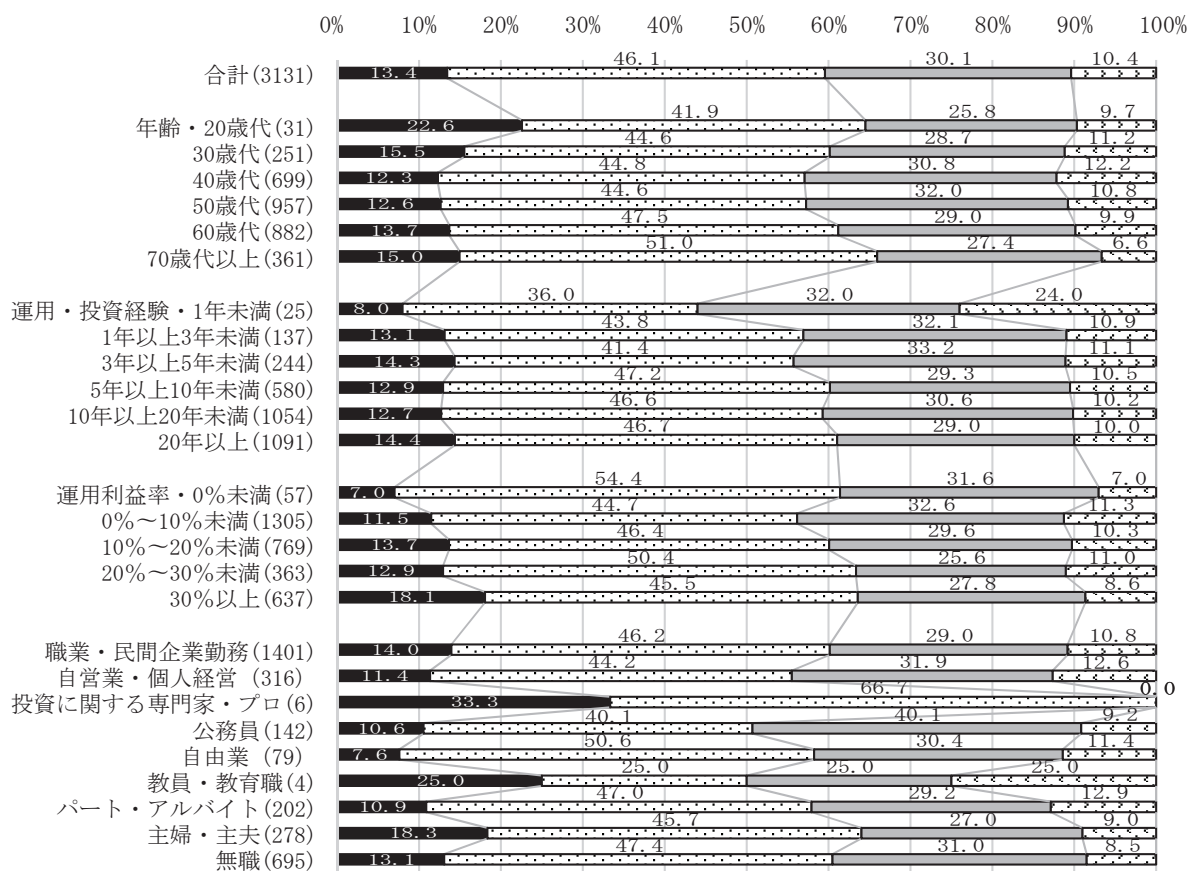
図表 3-37 非正社員から正社員への転換の支援（%）



### ③労働時間や勤務場所の柔軟化の取り組み

この点に関しては、図表 3-38 にみるように、年齢層と運用利益率との関連では、上記②とほぼ同じである。それに加えて、運用や投資の経験年数が長いほど、この点に対する注目度が高くなっている。さらには、実数としては少ないものの、職業別にみた場合、投資の専門家は、この点への注目度が高い

図表 3-38 労働時間や勤務場所の柔軟化の取り組み (%)



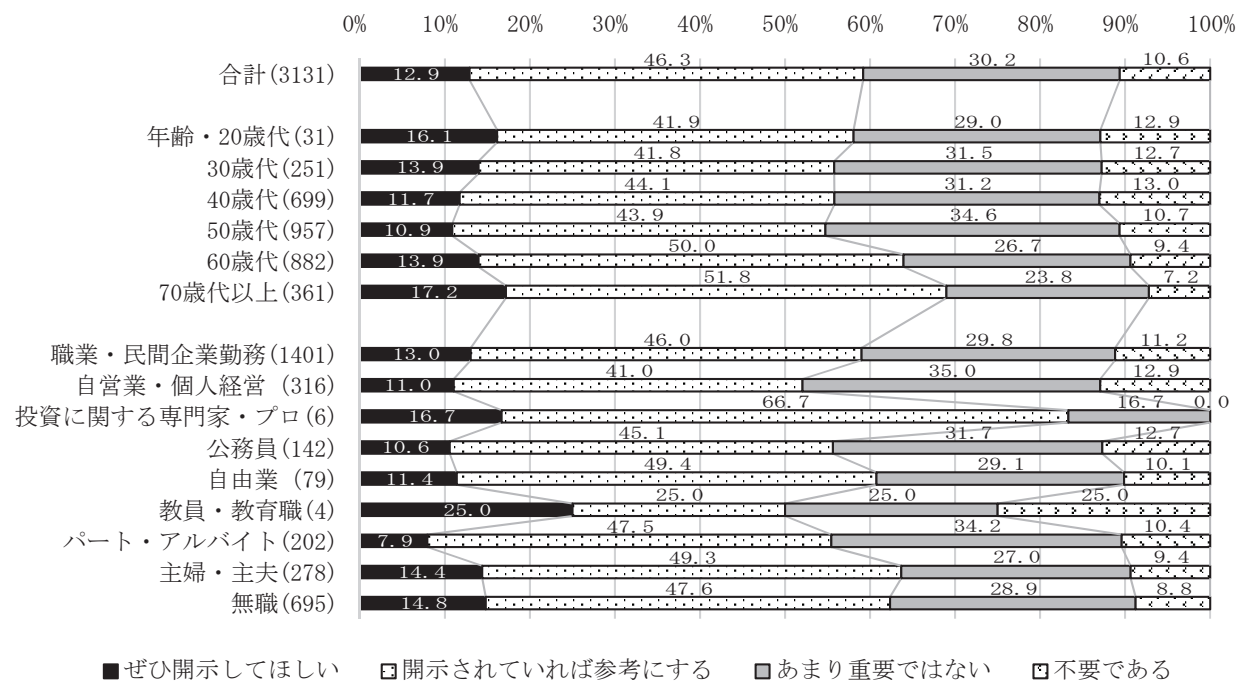
■ぜひ開示してほしい □開示されていれば参考にする ■あまり重要ではない □不要である

④従業員の健康維持・増進に対する取り組み

安全や健康に関する取り組みをみると、年齢層別には、若い層と高齢層での注目度が高く、間の世代では相対的に低いという傾向が見られる。

また、職業別にみた場合には、上記の③と同様、実数としては少ないものの、投資の専門家は、この点に注目をしている（図表 3-39 参照）。

図表 3-39 従業員の健康維持・増進に対する取り組み（％）

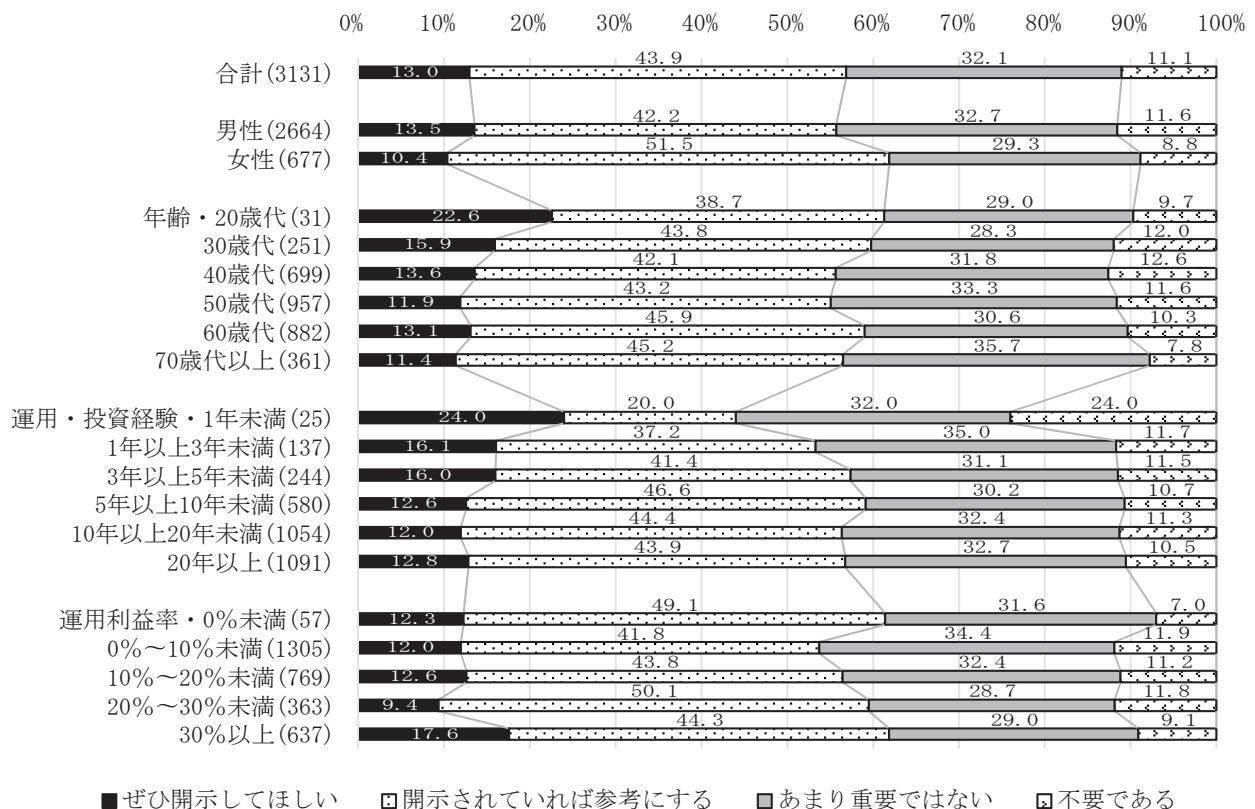


## ⑤メンタルヘルスによる休職者数

次に、メンタルヘルスによる休職者数をみると、男性がより強い要望を表明するものの、積極的な要望全体では、女性のほうが比率は高くなっている（図表 3-40 参照）。

加えて、年齢層、運用経験をみると、年齢層がより高く、経験年数がより長くなるほど、「ぜひに」という要望は低くなっている。ただ、後者では、積極的な要望全体をみると、経験年数が長いほど、その比率が高まっている傾向をみられる。

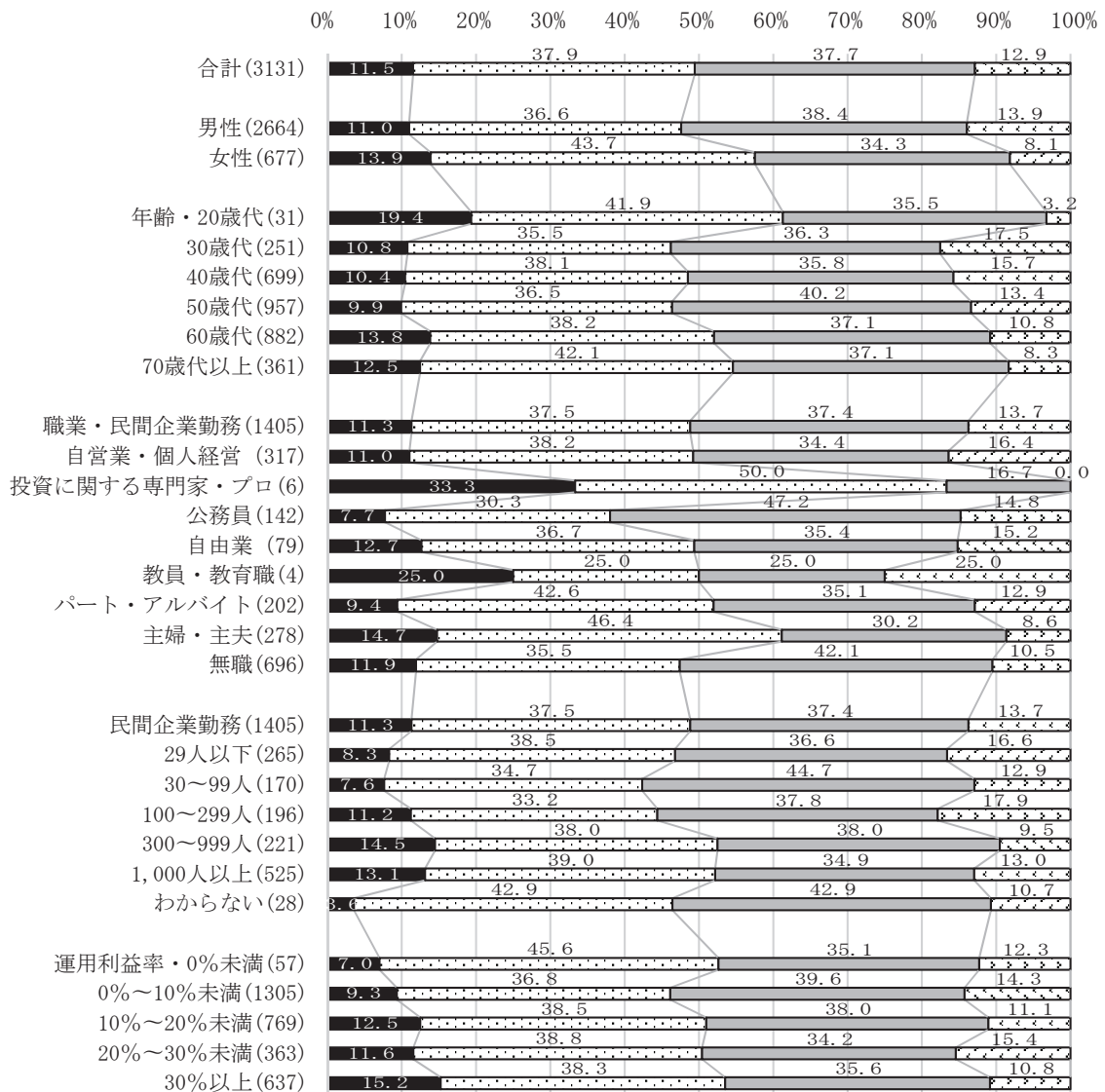
図表 3-40 メンタルヘルスによる休職者数（％）



⑥女性管理職比率

性別の傾向をみると、図表 3-41 にみるように、男性より女性の注目度が高い。また、より強い要望を表明しているのは、年齢は 20 歳代、投資のプロ、より規模の大きい企業に勤める従業員、そして、運用利益率が高い人々である。

図表 3-41 女性管理職比率 (%)



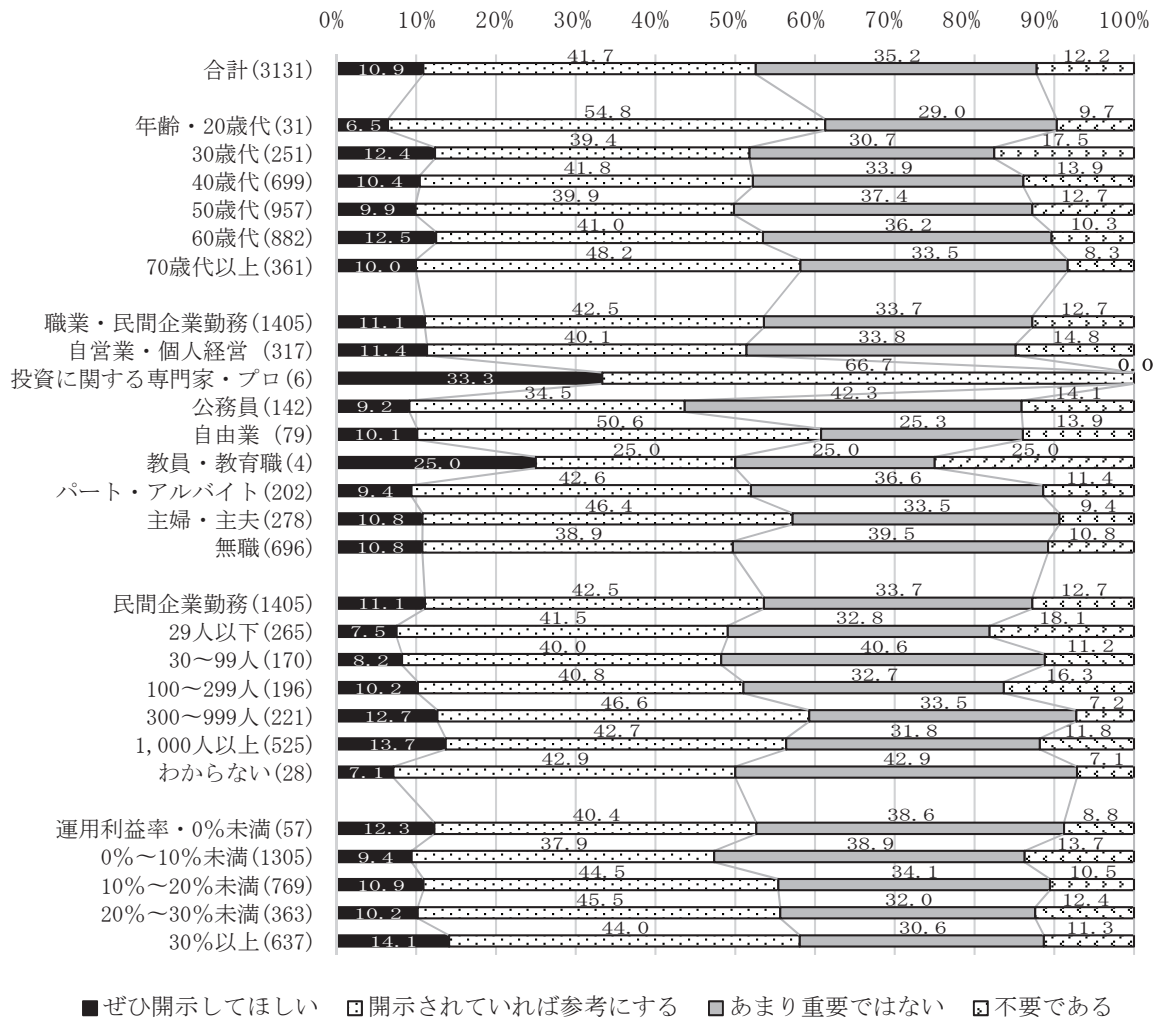
■ ぜひ開示してほしい □ 開示されていれば参考にする ■ あまり重要ではない □ 不要である



⑦国籍を問わない人材登用の取り組み

この点は、上記の⑥とほぼ同じ傾向をみることができる。より強い要望、全体としての積極的な要望を表明しているのは、年齢は20歳代、投資のプロ、より規模の大きい企業に勤める従業員、そして、運用利益率が高い人々である（図表3-42参照）。

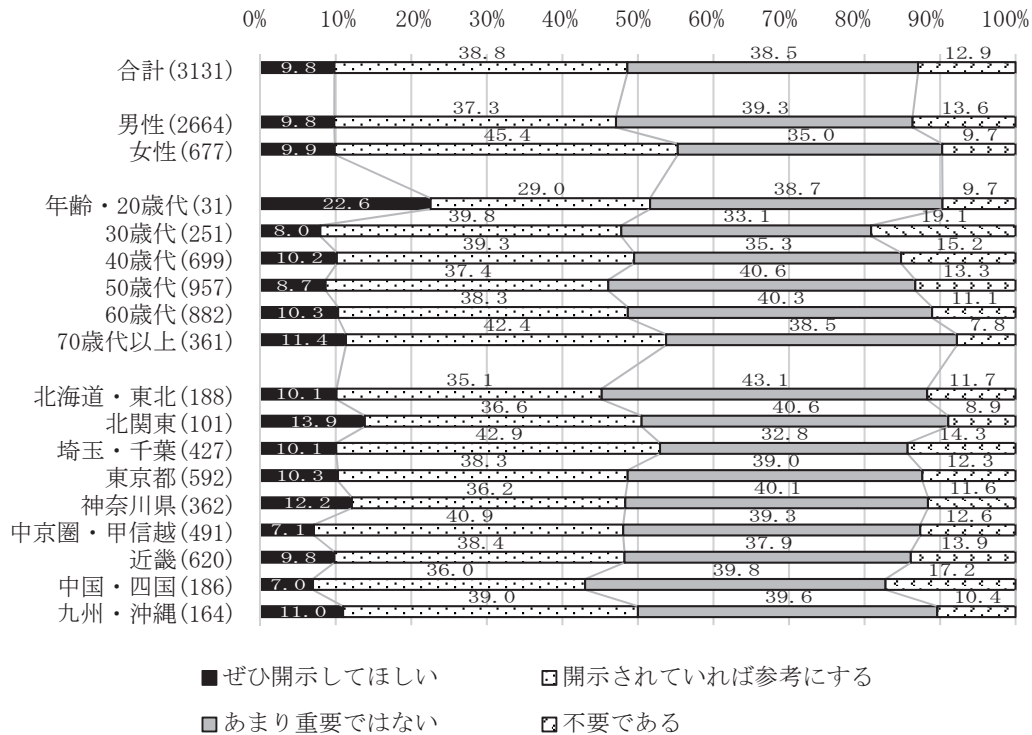
図表3-42 国籍を問わない人材登用の取り組み（%）



⑧高齢者雇用の取り組み

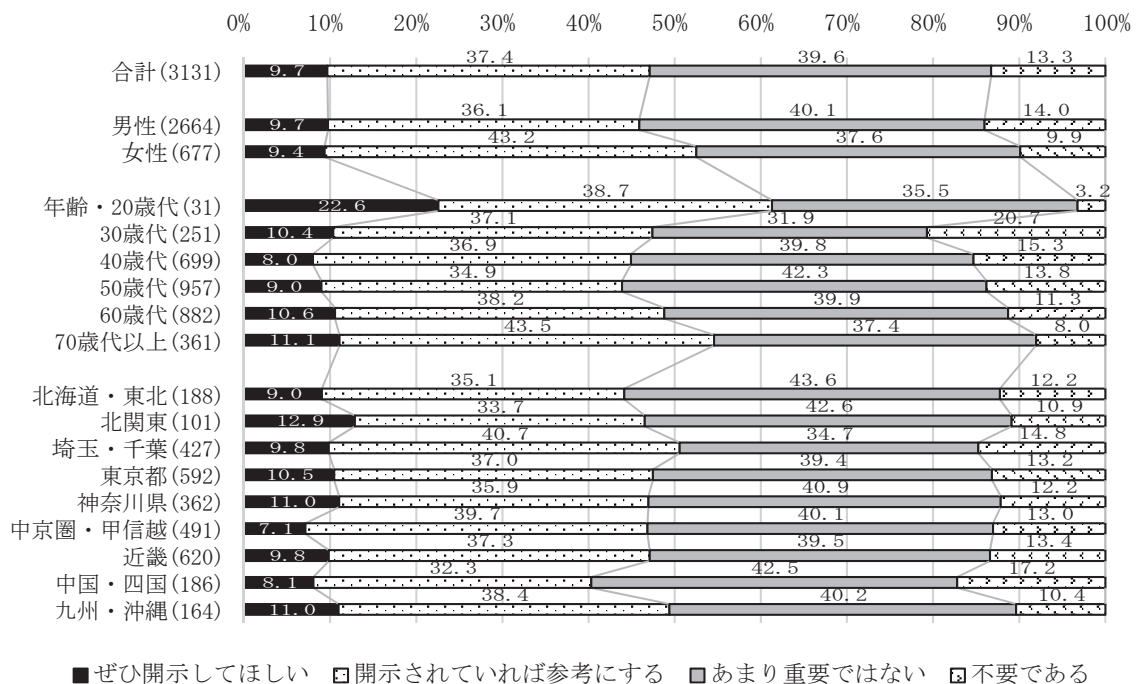
より強い要望、全体としての積極的な要望を表明しているのは、男性よりは女性、年齢は20歳代と高齢層、エリア別には、埼玉・千葉と北関東を筆頭に首都圏在住者であり、反対に、中国・四国地方では相対的に低くなっている（図表3-43参照）。

図表 3-43 高齢者雇用の取り組み (%)



## ⑨障害者雇用の取り組み

図表 3-44 障害者雇用の取り組み (%)

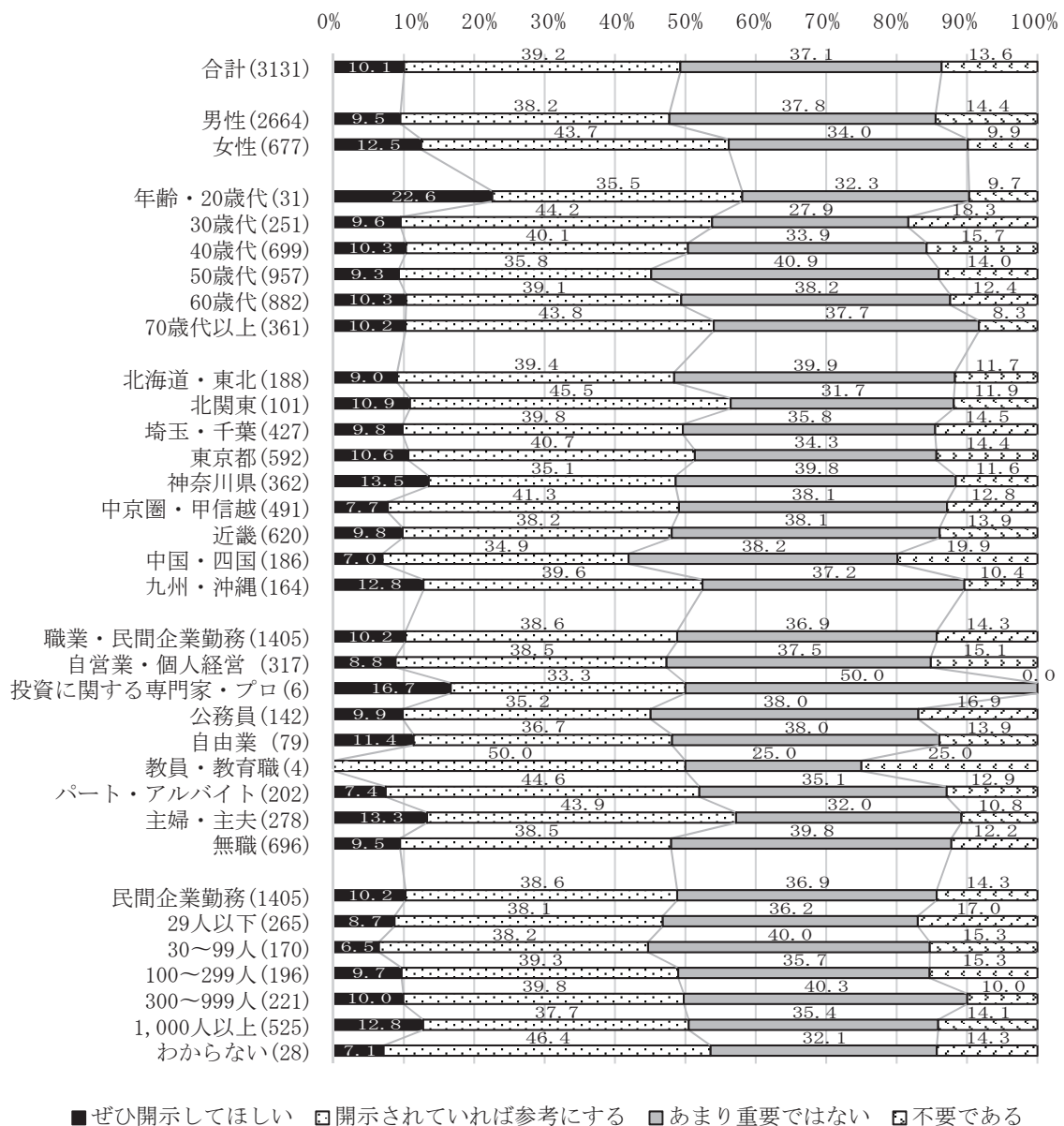


図表 3-44 にみるように、障害者雇用の取り組みに関しては、前項の高齢者雇用への取り組みとほぼ同じ傾向をみることができる。女性、20歳代と高齢層、埼玉・千葉を筆頭とする関東地方で、より積極的な要望を表明している。

⑩母親の育児休業取得の実績

母親の育児休業取得の実績に関して、より積極的な要望を表明しているのは、女性、20歳代と高齢層、北関東を筆頭とする関東地方、より大きな規模の企業である。その一方で、投資のプロは、他項目への要望と比べると、やや消極的である（図表 3-45 参照）。

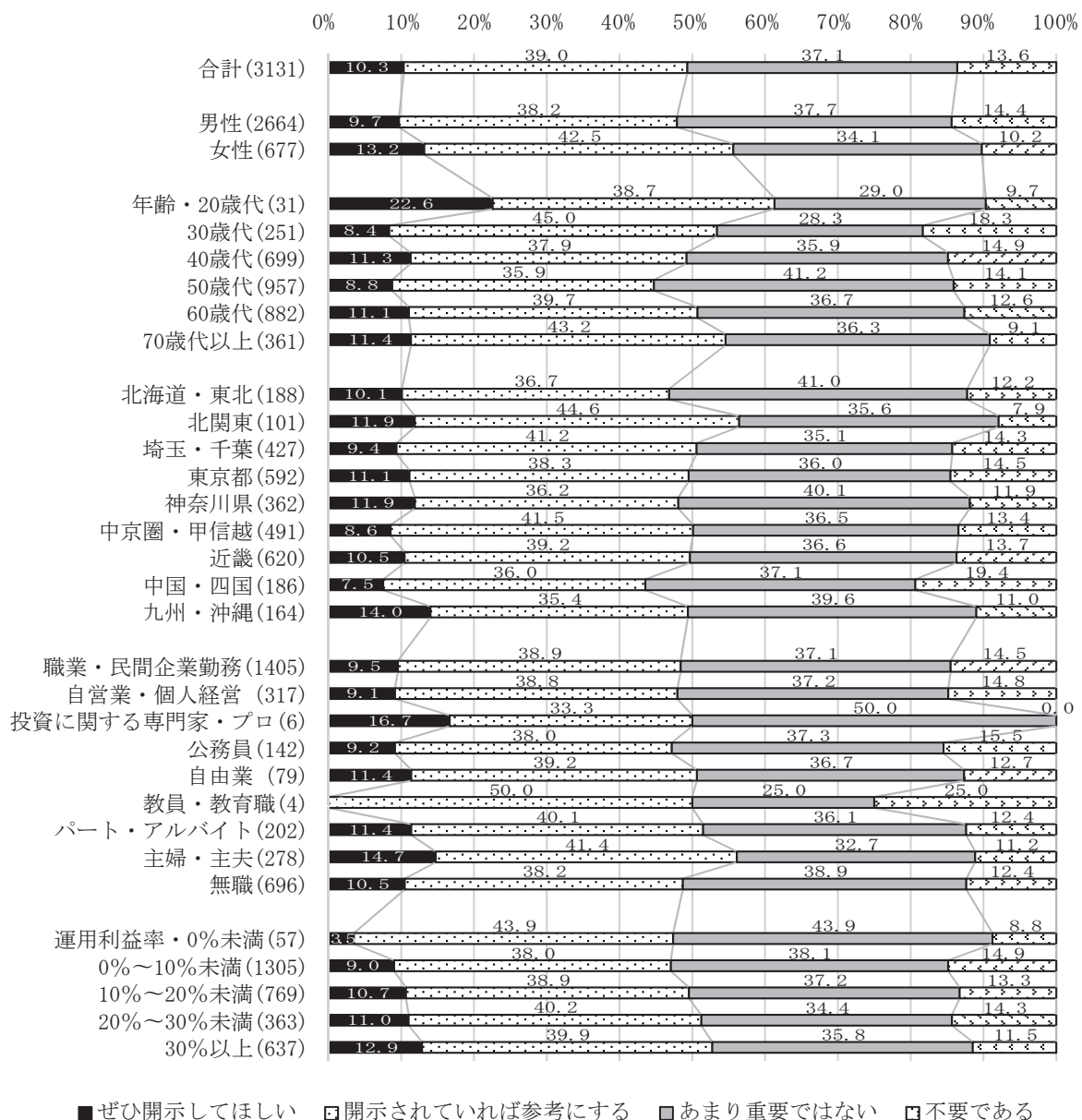
図表 3-45 母親の育児休業取得の実績 (%)



⑪育児休業からの復職支援

この点に関しても、前項とほぼ同様の傾向をみることができる。図表 3-46 にみるように、より積極的な要望を表明しているのは、女性、20 歳代、北関東を筆頭とする関東地方、それに加えて、運用利益率の高い人々である。他方、投資のプロは、他項目への要望と比べると、やや消極的である。

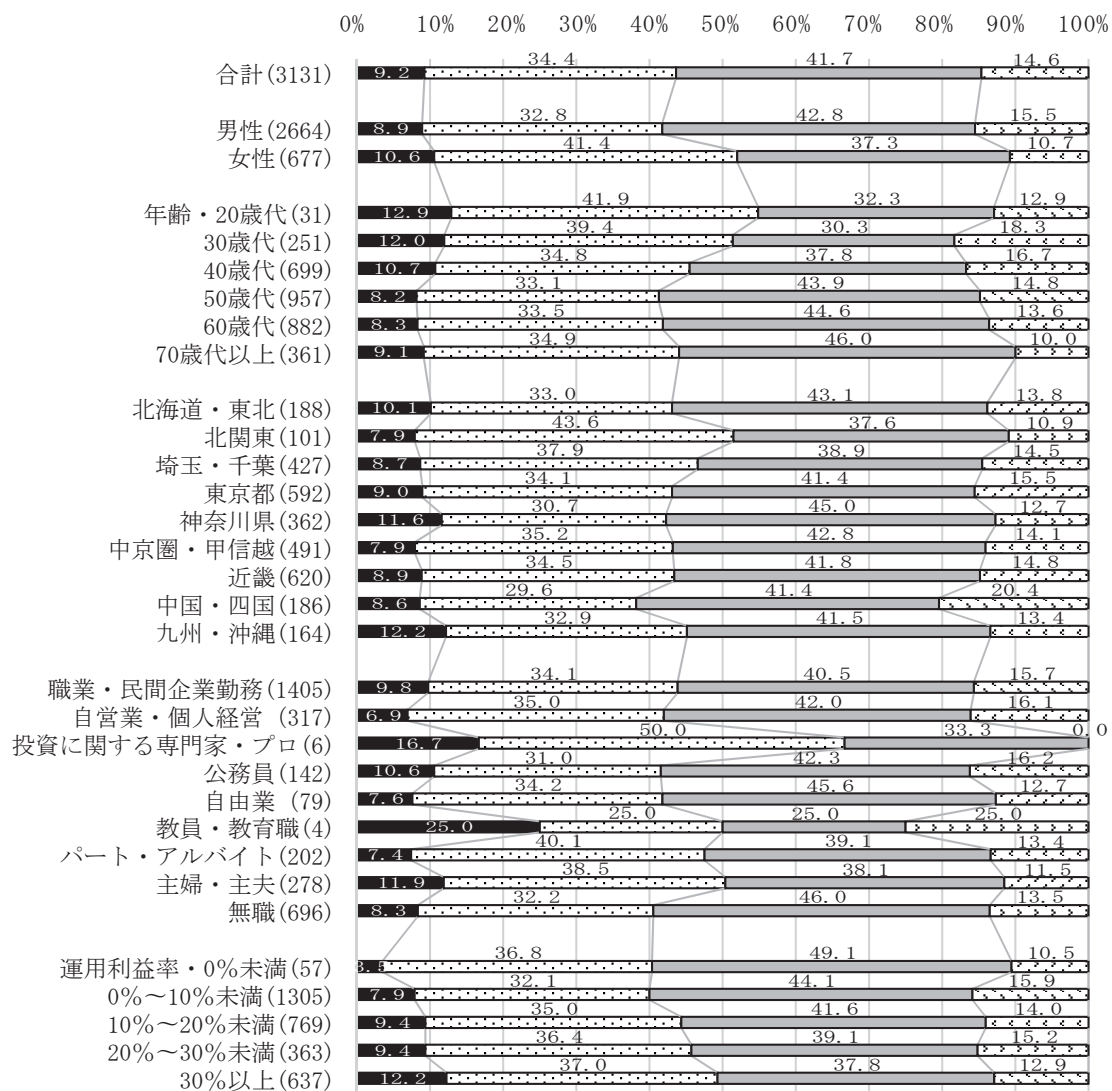
図表 3-46 育児休業からの復職支援 (%)



⑫父親の育児休業取得の実績

この点に関しても、前項とほぼ同様の傾向をみることができる。より積極的な要望を表明しているのは、女性、20歳代を筆頭に若い世代、北関東を筆頭とする関東地方、そして、運用利益率の高い人々である。投資のプロも、相対的には積極的な要望を表明している。(図表 3-47 参照)

図表 3-47 父親の育児休業取得の実績 (%)

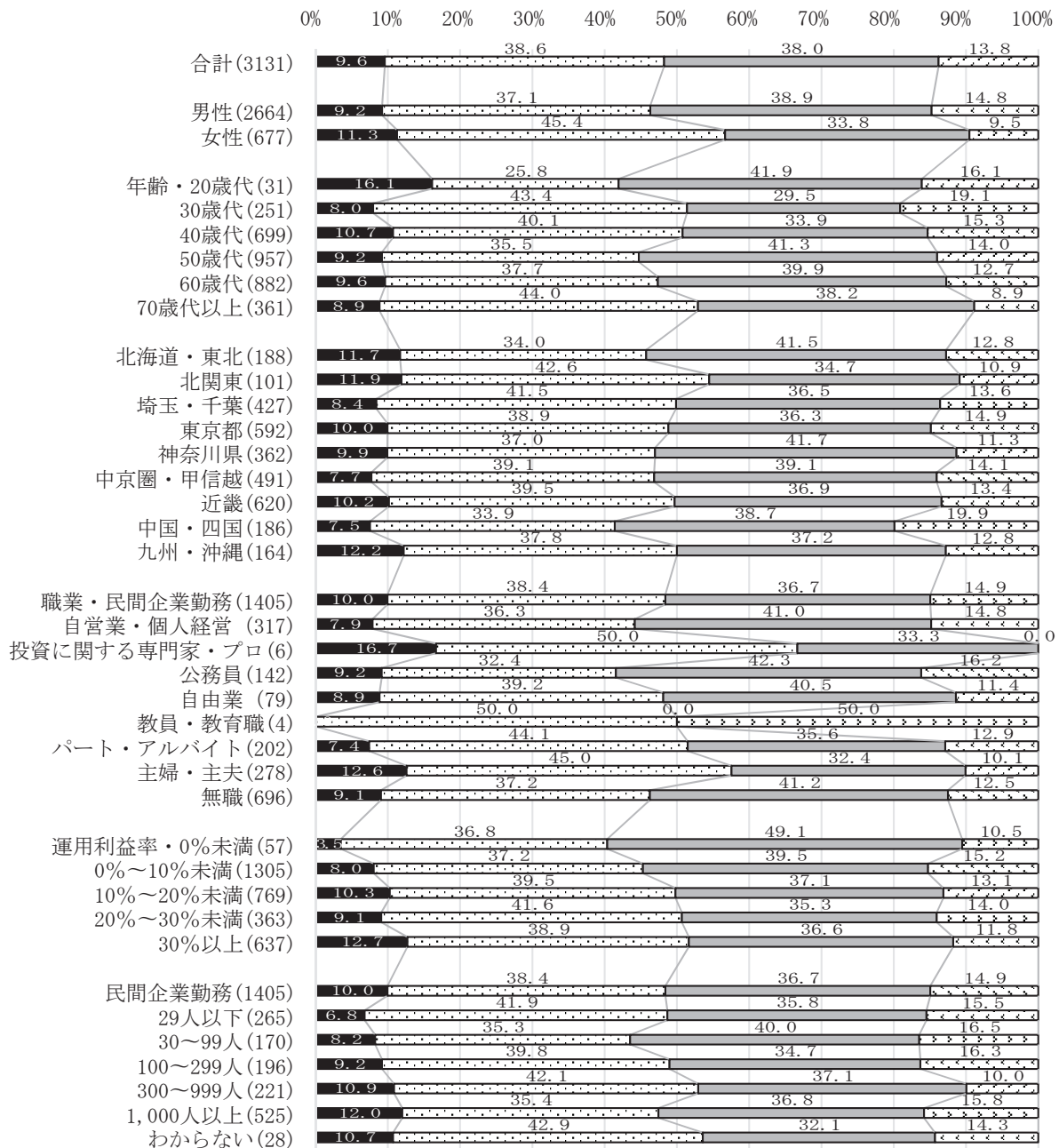


■ ぜひ開示してほしい □ 開示されていれば参考にする ■ あまり重要ではない □ 不要である

⑬介護休業取得の実績

この点に関しては、図表 3-48 にみるように、より積極的な要望を表明しているのは、女性、30～40歳代と70歳代以上、北関東を筆頭とする関東地方、運用利益率の高い人々、投資のプロ、そして、より大きな規模の企業勤務者である。

図表 3-48 介護休業取得の実績 (%)

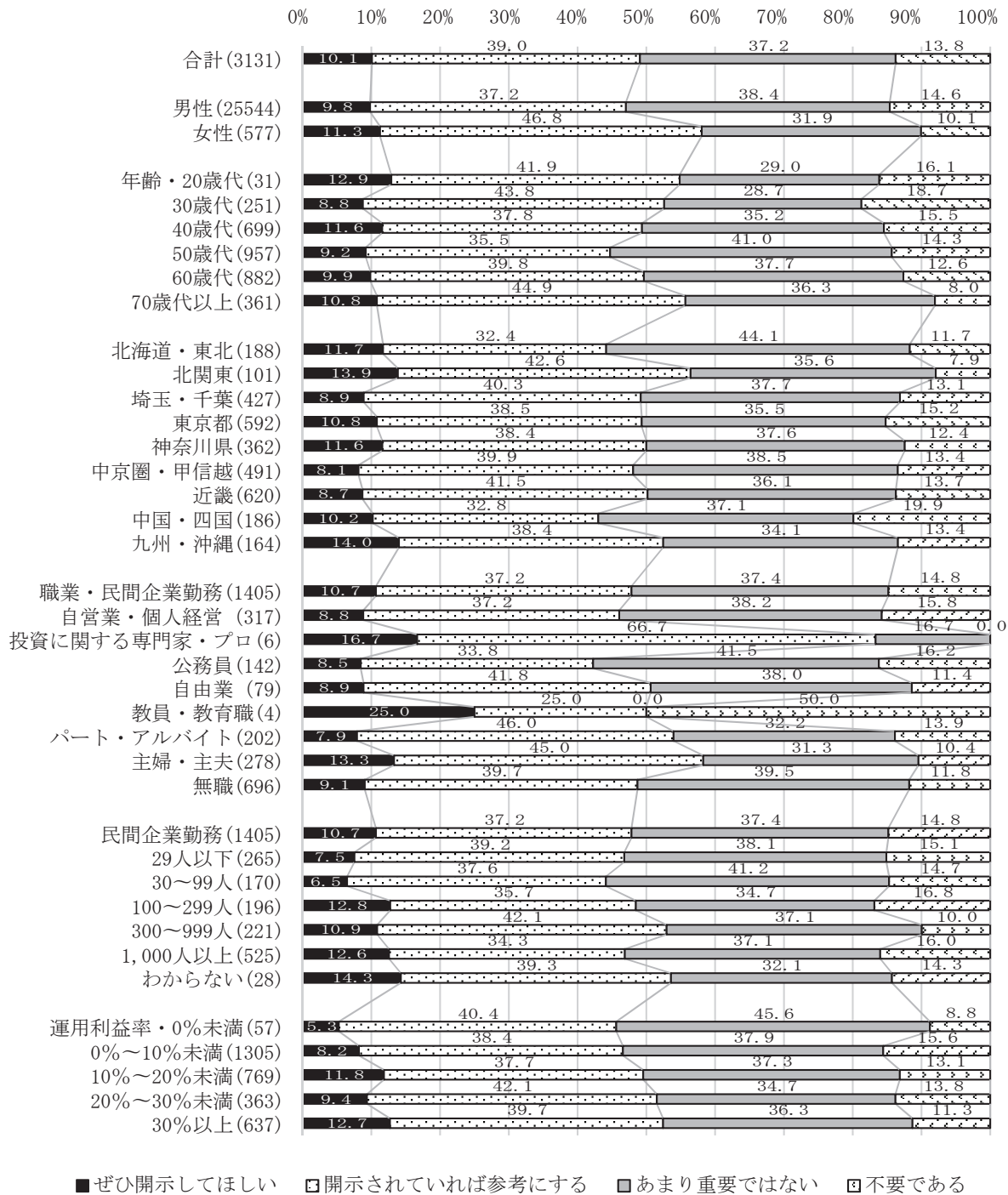


■ ぜひ開示してほしい □ 開示されていれば参考にする ■ あまり重要ではない □ 不要である

⑭介護休業中の従業員に対する支援

この点に関しては、より積極的な要望を表明しているのは、女性、20歳代と高齢層、北関東を筆頭とする関東地方、運用利益率の高い人々、投資のプロ、そして、より大きな規模の企業勤務者である（図表 3-49 参照）。

図表 3-49 介護休業中の従業員に対する支援（％）





⑮「健康経営銘柄、健康経営優良法人ホワイト500」リストに掲載されている、「なでしこ銘柄」リストに掲載されている

この2つの点に関しては、属性別にみて、なんらかの傾向性は見いだしにくかった。

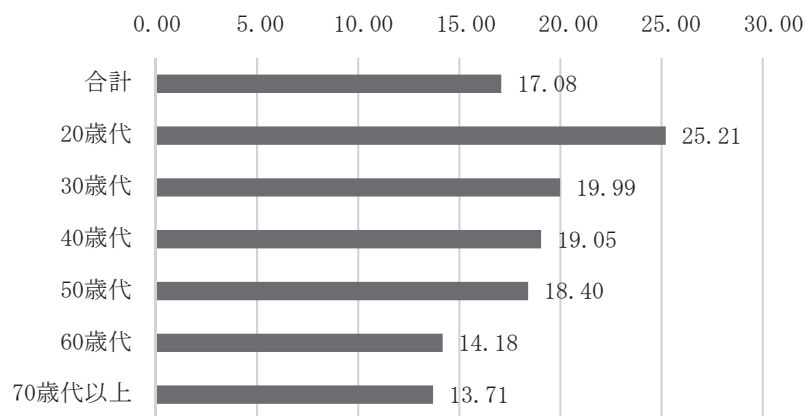
## 8. 日本国内株の2016年における運用利益率

### ①全体の平均値

全体の平均値は、17.08%であった。最小は-80.0、最大は99.9である。

属性別にみたところ、特記すべき傾向は明確ではないが、年齢別に見た際、より若い世代で高い率となっていることが注目される（図表3-50参照）

図表3-50 国内株の運用利益率（%）



### ②投資の成果

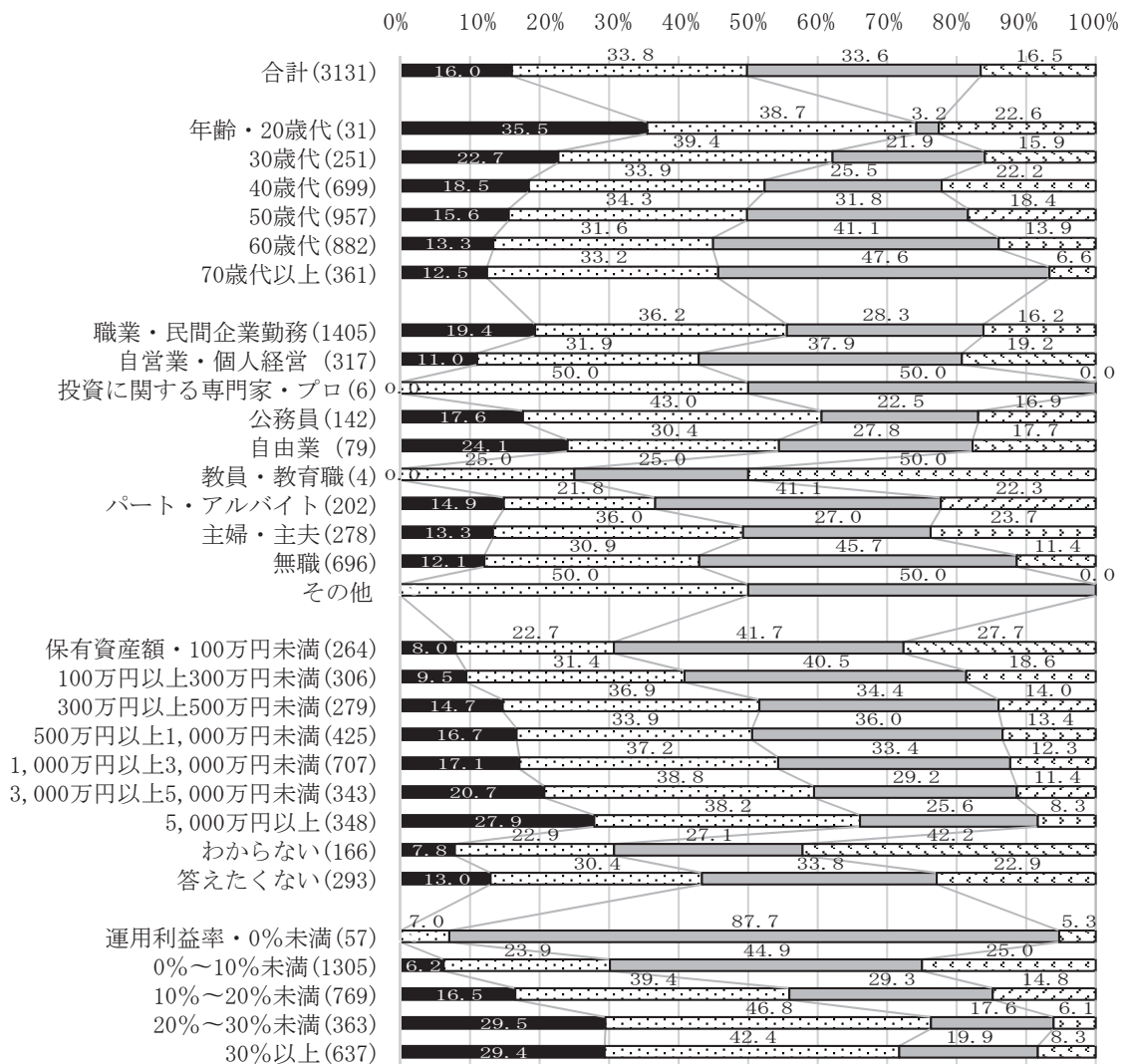
実際に投資した成果については、全体では、「期待を上回る+期待どおり」がほぼ半数となる一方で、「期待を下回る」は1/3程度の水準にあった（図表3-51参照）。

それらを属性別にみると、より若い世代で肯定的な回答が多いことが注目される。そして、資産総額と運用利益率に関しては、より多い・高い人々に、こうした肯定的な回答が多いことは、ある意味当然であろう。

その一方で、職業別には、企業勤務者、公務員で相対的に公的的な回答が高い一方で、投資のプロは、肯定的な割合はやや下がっている



図表 3-51 投資の成果 (%)



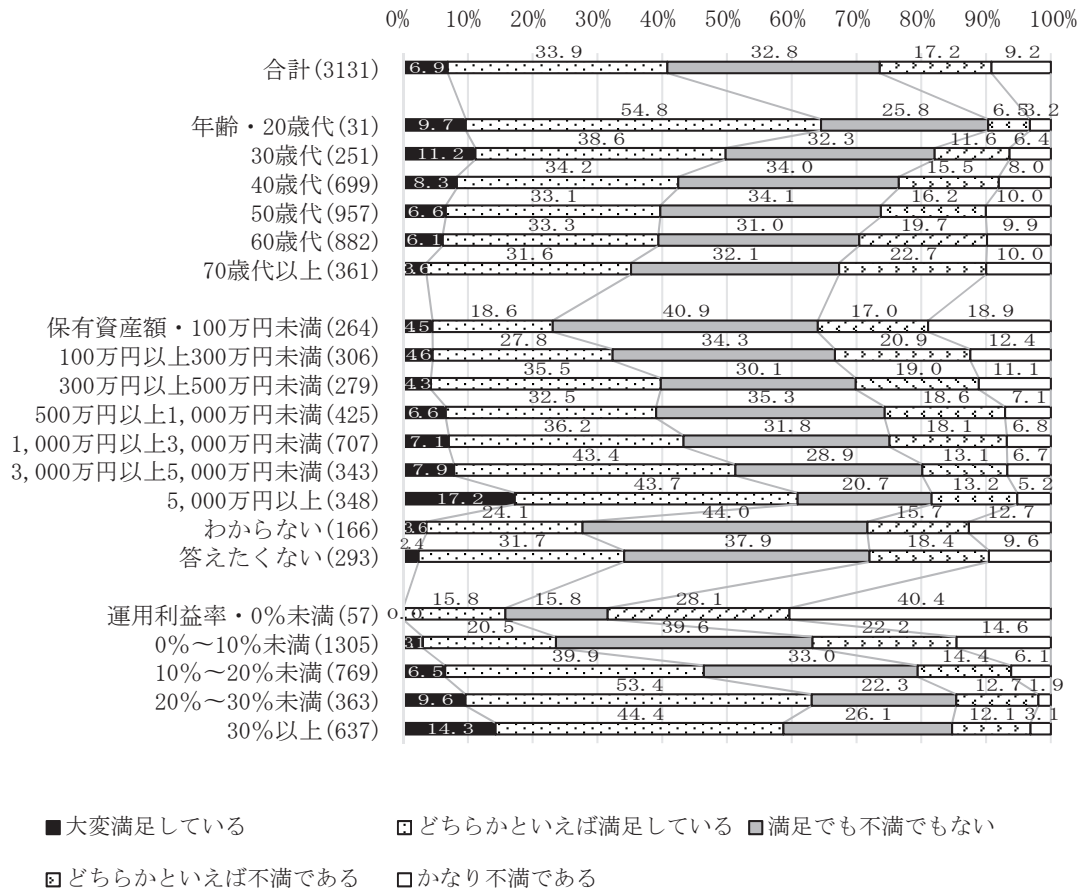
■ 期待を上回る成果があった □ 期待通りの成果があった ▨ 成果は期待を下回った ▩ わからない

③満足度

最後に、満足度をみる。全体では、満足層（「大変満足している」+「どちらかといえば満足」）が約4割、不満層（「どちらかといえば不満である」+「かなり不満である」）が約1/4強、「どちらでもない」が約1/3という結果であった（図表 3-52 参照）。

属性別には、前項と同様、若い層、資産総額と運用利益率が多い・高い層で、満足度が高くなっている。

図表 3-52 満足度 (%)



### 第3節 小括

本章で明らかになったのは、以下のような点である。

①属性に関しては、相対的に高い年齢層が多く、東京圏を中心とした大都市圏居住者が多い。企業従業員が半数弱である。投資経験年数は相対的に長く、保有資産も1,000万以上が半数弱となっている。資産は、相対的に長期保有傾向が強い。

②投資に関する情報は、比較的一般的な媒体から入手している。年齢層が高くなるほど、その傾向が強い一方で、より若い世代では、ネット関連の入手が多い。実際に役立つ媒体でも、高齢層が既存のルートをあげる一方で、若い層ではより専門的な媒体も用いている。

③投資の際に考慮する経営成果指標では、基本的に、収益性や成長性である。その一方で、「非財務情報」は、考慮する度合いが相対的に低くなっている。投資経験を積むほどに考慮する比率が高まるという点では、他の指標と同じである。ただ、結果的にそうなったのであろう

とは思われるが、保有資産額と運用利益率が高いほど、こうした点に関心が高くなっている。また、「投資に関する専門家、プロ」はこの点を考慮している傾向が強い。

④企業のIR情報に関しては、「参考にした、役立った」項目としては、株価や債券価格、業績、財務情報に関する指摘が多い。ESG関連項目をみると、おしなべて「参考にしておらず、実際に役立ってない」と認識されている。ただ、年齢別にみると、比較的若い年齢層と高年齢層では、関心が高い。

⑤CSR活動に関する情報、働き方や人材活用に関する情報については、注目されているのは、「事件や事故、不祥事」といったネガティブ情報である。ただ、具体的な内容の開示や内容の改善など、ポジティブ情報に対して、非常に積極的ではないものの、一定程度の関心はある。

⑥人材育成・教育訓練、人材活用に関する情報に関しては、全体的に非常に関心が高い訳ではないものの、その中では、職場環境や法令違反の有無などへの指摘が多い。先にみたESG関連項目と同様、比較的若い年齢層と高年齢層で相対的に関心が高い。その理由は、企業の将来性や優秀人材の確保を期待するからである。

⑦今後、投資の参考にするために「開示してほしい情報」を尋ねると、「労働時間の柔軟化」、「従業員の健康維持」など、働きやすさや安全、健康などに関する指摘が多い。その次に、女性管理職など、ダイバーシティ項目が続く。

各項目をいくつかの属性との関連で見ると、むしろいくつかの差異はあるものの、おしなべて若い世代では関心が高いことは指摘できよう。また、運用利益率が高いほど指摘率が高い項目も少なくない。

ダイバーシティやワークライフバランス関連項目では、そうした傾向に加えて、首都圏、関東地方での関心が相対的に高い。

⑧運用利益率の全体平均は約17%であった。サンプル数を考慮する必要があるが、より若い世代で高い率となっていることが注目される。投資の成果、満足度に関しては、より若い層、資産額、運用利益率が高いほど、肯定的な回答をしている。

## 第4章 情報開示の有無を考慮した女性活躍推進と企業業績の関係

### 第1節 はじめに

少子高齢化による労働力人口の減少が進行するなか、近年の日本では、女性活躍推進の必要性が高まっている。2015年8月には、「女性の職業生活における活躍の推進に関する法律」（女性活躍推進法）が衆議院本会議で可決されるなど、政府は企業における女性労働力の活用を推し進める動きを強めているが、こうした女性活躍推進は企業業績を高めるのだろうか。女性活躍推進が企業業績を高めるのであれば、政策としては、その事実やメカニズムを企業に提示したり、女性活躍推進の契機になりうる政策的な介入やインセンティブ付けを行ったりすることで、企業による自発的な女性活躍推進が広がるはずである。

この問いに対する有力な仮説として、経済学の文脈では、Becker[1971]に代表される使用者差別仮説が挙げられることが多い。使用者差別仮説とは、女性労働者に対する経営者の差別的嗜好が存在する場合、女性の雇用が過少となり、その結果として、女性労働者の賃金が限界生産力以下に抑えられるという仮説である。このとき企業は、積極的に女性を登用することで、賃金を上回る生産性、すなわちレント（超過利潤）を享受できるため、女性活躍推進は企業業績を高めることになる。

一方、使用者差別仮説が成立していない場合でも、生産性の高い女性労働者を活用することで、長期的に企業業績が向上する可能性もある。例えば、女性が主要な顧客である商品の企画・販売においては、男性よりも女性のほうが高い生産性を発揮し得ることは想像に難くない。このように、企業が女性を含む多様な人材を適材適所で活用すれば、女性を十分に活用できていない企業よりも高い業績を上げられるだろう。また、優秀な女性が適切に登用されている企業では、女性従業員のモチベーションが高まることで、生産性の向上に繋がる可能性もある。

これまで日本では、企業における女性雇用と企業業績との関係がいくつかの研究で検証されてきた。例えば、佐野[2005]は、『就職四季報・女子版』（東洋経済新報社）と『日経NEEDS』（日本経済新聞社）の企業財務データをマッチングしたパネルデータを用いて、中央値回帰や固定効果推定では、女性比率が売上高営業利益率を有意に高めることを明らかにした。ただし、佐野[2005]では、女性比率と売上高成長率の間には有意な相関が観察されず、長期的な成長には繋がらないことも示している。これに対して、児玉・小滝・高橋[2005]は、『企業活動基本統計調査』（経済産業省）のプーリングデータを用いた回帰分析では、女性雇用と総資産経常利益率の間に正の相関が観察されるものの、パネルデータを用いた固定効果推定では、両者の間に有意な相関が観察されず、企業固有の要因が交絡因子となっている可能性を指摘している。また、Kawaguchi[2007]は、『企業活動基本統計調査』のパネルデータを用いて、女性比率の上昇が売上高営業利益率を有意に高めるものの、売上高成長率には正の影響を与えないという結果を示している。

2000年代のデータを利用した分析としては、Siegel・児玉[2011]や山本[2014]が挙げられる。このうちSiegel・児玉[2011]は、『事業所・企業統計調査』（総務省）、『企業活動基本統計調査』、『賃金構造基本統計調査』（厚生労働省）をマッチングしたパネルデータを用いて、製造業企業においては、女性役員や女性管理職を雇用することで、利益を得ており、その大部分が使用者差別による人件費節約の効果であることを示した。また、山本[2014]は、『CSR（企業の社会的責任）企業調査』（東洋経済新報社）と『日経 NEEDS』の企業財務データをマッチングしたパネルデータを用いて、正社員女性比率の上昇が企業の総資産経常利益率を高める一方で、管理職女性比率については、企業利益との系統的な関係性は見出せないことを報告している。

これらの先行研究では、女性の雇用が企業業績を高めるといった結果が多く報告されているが、分析には1990年代または2000年代のデータが利用されており、女性活躍推進の動きが活発化してきた2010年代のデータは利用されていない。仮に使用者差別による人件費節約効果によって企業が利益を上げているとすれば、女性労働者の雇用量が増加した2010年代のデータでは両者の間の正の相関は観察されない可能性がある。また、佐野[2005]やKawaguchi[2007]では、女性比率の上昇が長期的な成長には寄与しないという結果が報告されているが、女性活躍推進が進展するなかで、そうした状況にも変化が生じている可能性がある。さらに、上述の先行研究では、女性比率等の情報が開示されている企業のみが分析対象となっているため、情報を開示している企業とそうでない企業の間には何らかの差異が存在する場合、推定結果はバイアスを含んでいる可能性がある。

そこで本稿では、2010年から2015年の最新の企業単位のパネルデータを用いて、女性活躍推進と企業業績との関係を、情報開示の有無によるサンプル・セレクション・バイアスを考慮して分析する。

分析の結果をあらかじめ要約すると以下の通りである。第一に、従業員女性比率と当期の企業業績の間には統計的に有意な相関は観察されないものの、2年のラグを伴って生産性が上昇する可能性が示された。また、結婚や出産を機に離職するケースの多い30歳代の女性労働力を活用することができれば、長期的に企業の生産性が高まることも明らかになった。第二に、通常の固定効果モデルや変量効果モデルを利用した分析では、管理職女性比率と企業業績の間に統計的に有意な相関は観察されないものの、管理職女性比率の回答有無によるサンプル・セレクション・バイアスを修正すると、管理職女性比率の上昇が有意に生産性を高めることが明らかになった。第三に、女性管理職登用率の上昇は利益率や生産性を有意に高めることが頑健に示された。特に、管理職女性比率と女性管理職登用率については15%という水準を上回ることで企業の生産性が向上することが明らかになった。この結果は、管理職における性別ダイバーシティを高めるだけでなく、女性従業員の中から正当に優秀な人材を管理職に登用することが企業の生産性向上に結び付くことを示唆するものである。

本稿の構成は以下の通りである。まず、次節で本稿の分析に利用するデータを紹介し、そ



の特徴を概観する。次に、第3節で分析手法を説明し、第4節で推定結果を説明する。最後に、第6節で本稿のまとめと限界について述べる。

## 第2節 利用データ

本稿の分析には、『CSR企業総覧』（東洋経済新報社）と『日経NEEDS』の財務データをマッチングした企業単位のパネルデータを利用する。『CSR企業総覧』は、全上場企業と主要未上場企業を対象に、毎年6月に調査票を送付し、1000社以上の企業から回答を得ている。この調査では、基本的なCSRに関する情報に加えて、男女別の従業員数や管理職数など女性活躍状況を示す情報が質問項目となっている。また、『日経NEEDS』は、有価証券報告書を提出する上場企業および未上場企業の財務情報を扱うデータベースである。両データにおいて、上場企業には共通の証券コードが割り当てられているため、本稿では、証券コードをもとに両データをマッチングして構築した、2010年から2015年の日本の上場企業のパネルデータを利用する。

以上のデータより、本稿の分析では、企業業績を表す指標として総資産経常利益率（以下、ROA）と全要素生産性（以下、TFP）を利用する<sup>1</sup>。前節で説明した通り、女性活躍推進が企業業績を高めるメカニズムとしては、使用者差別によるものと生産性向上によるものが考えられるが、前者の場合には、人件費節約効果によって短期的にもROAが上昇することが予想される。一方、生産性向上を通じて企業業績を高める場合には、ROAは変化せず、TFPのみが上昇する可能性もある。したがって本稿では、女性活躍推進によってROAのみが上昇する場合には、使用者差別による影響が大きく、TFPのみが上昇する場合には、生産性向上による影響が大きいものと判断する<sup>2</sup>。

女性活躍の程度を表す指標としては、男女計の従業員数に占める女性従業員数（以下、従業員女性比率）、男女計の管理職数に占める女性管理職数（以下、管理職女性比率）、女性従業員数に占める女性管理職数（以下、女性管理職登用率）に注目する<sup>3</sup>。日本の労働市場に使用者差別が存在し、女性労働者の賃金が割安に抑えられている場合、従業員女性比率が上昇するだけで、企業業績が向上することが予想される。一方、女性活躍推進が進展するなかで、女性労働者の雇用が十分に増加している場合、市場賃金は上昇し、人件費節約効果は消滅する。このとき、単に従業員女性比率を高めるだけでは、企業業績は向上せず、生産性の高い女性労働者を適切に管理職などに登用することで、初めて企業業績が向上すると考えられる。管理職女性比率と女性管理職登用率の違いとしては、女性労働者の雇用の絶対量が少ないとき、管理職女性比率は小さな値をとるが、女性管理職登用率は分母が女性従業員数であるため、その影響を受けないという点が挙げられる。なお、いずれの変数も平均±3×標準偏差

<sup>1</sup> TFPの算出方法と利用データについては補論を参照されたい。

<sup>2</sup> ROAとTFP（自然対数値）の相関係数は0.2895であり、両変数の間には強くはないものの正の相関が存在する。

<sup>3</sup> 従業員数は役員・臨時雇用者を除く有価証券報告書ベースの数値である。臨時雇用者は派遣社員・パートタイマー・期間従業員などを合計した年間の平均人数と定義されているため、従業員数は正社員数であるとも考えられる。

から外れる値は異常値として欠損値処理し、分析からは除外している。

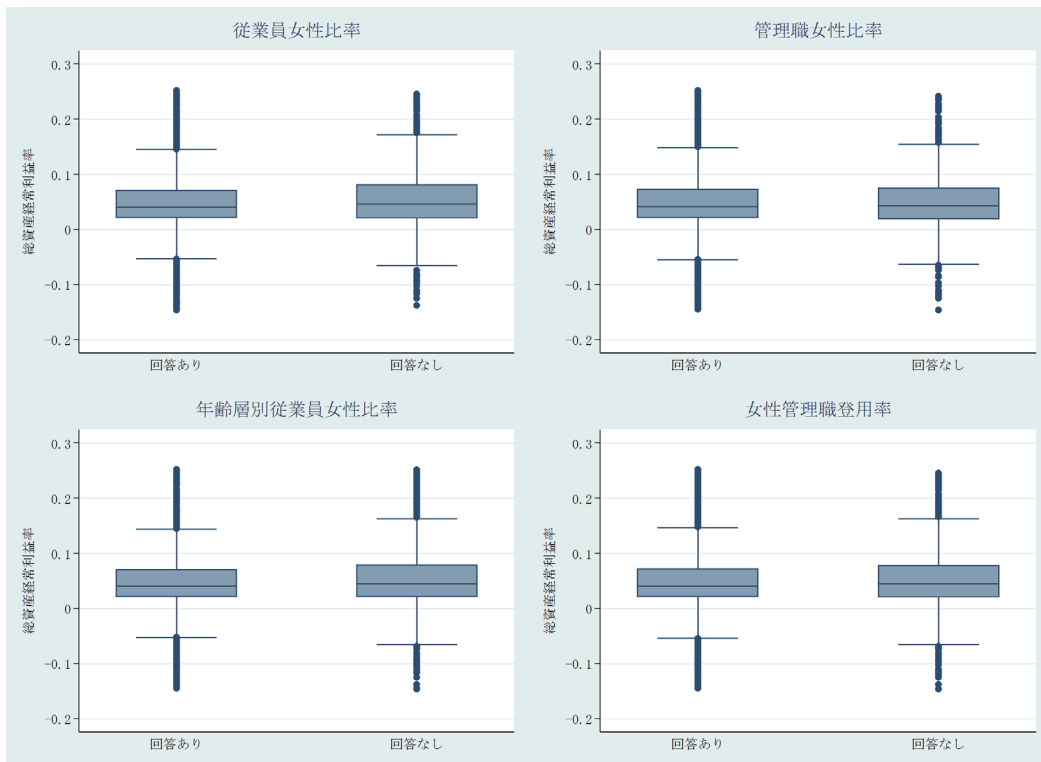
分析に利用した変数の記述統計量は図表 4-1 で示した通りである。従業員女性比率と管理職女性比率の平均値はそれぞれ約 0.193、約 0.038 となっている。また、女性管理職登用率の平均値は約 0.044 と管理職女性比率の平均値と比較してやや高い値になっているが、これは上述の通り、女性労働者雇用の絶対量が少ないことによる影響を受けないためであると考えられる。また、年齢層別の従業員女性比率の平均値に注目すると、30 歳未満が約 0.267 と最も高く、それ以降徐々に従業員女性比率が低下している。これは、結婚や出産を機に離職した女性が復職するケースが、現時点ではそれほど多くないことを反映した結果であると考えられる。

さて、本稿の目的の一つは、女性活躍推進の状況を公表している企業のみを分析対象とすることによるサンプル・セレクション・バイアスを考慮することである。そこで、女性活躍推進の状況に関する質問に回答している企業とそうでない企業の間で ROA や TFP が異なるか、図を用いて確認する。図表 4-2 は女性活用状況の回答有無と ROA の関係、図表 4-3 は女性活用状況の回答有無と TFP の関係を示す箱ひげ図である。図表 4-2 をみると、女性活躍状況を示すいずれの指標についても回答の有無によって ROA が大きく異なることが読み取れる。しかし、図表 4-3 をみると、回答ありの企業グループのほうが、回答なしの企業グループより TFP が平均的に高くなっている。これは、女性活躍状況を公表している企業のみを分析対象とした場合に、推定結果がサンプル・セレクション・バイアスを含む可能性を示しているといえる。

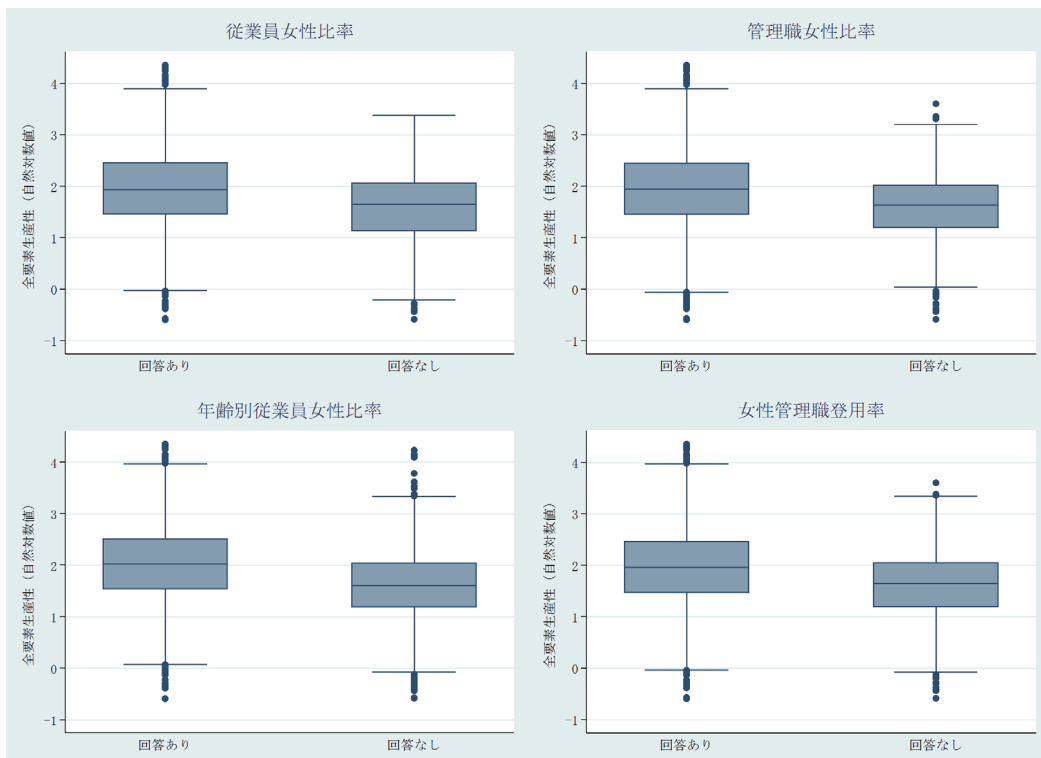
図表 4-1 記述統計量

| 変数名                | 観測数   | 平均     | 標準偏差  | 最小値    | 最大値    |
|--------------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 業績指標               |       |        |       |        |        |
| 総資産経常利益率           | 5,579 | 0.049  | 0.047 | -0.147 | 0.252  |
| 全要素生産性（自然対数値）      | 4,160 | 1.891  | 0.773 | -0.594 | 4.353  |
| 女性活躍指標             |       |        |       |        |        |
| 従業員女性比率            | 4,464 | 0.193  | 0.112 | 0      | 0.610  |
| 30歳未満従業員女性比率       | 3,598 | 0.267  | 0.167 | 0      | 0.833  |
| 30歳代従業員女性比率        | 3,612 | 0.219  | 0.126 | 0      | 0.675  |
| 40歳代従業員女性比率        | 3,598 | 0.156  | 0.096 | 0      | 0.536  |
| 50歳代従業員女性比率        | 3,557 | 0.101  | 0.094 | 0      | 0.5    |
| 管理職女性比率            | 4,624 | 0.038  | 0.050 | 0      | 0.292  |
| 女性管理職登用率           | 4,211 | 0.044  | 0.053 | 0      | 0.295  |
| 生産関数の推定            |       |        |       |        |        |
| 付加価値（自然対数値）        | 5,540 | 9.038  | 1.607 | 4.215  | 13.935 |
| 労働投入量（自然対数値）       | 4,723 | 11.891 | 1.566 | 7.058  | 16.467 |
| 資本ストック（自然対数値）      | 5,105 | 8.895  | 2.043 | 2.780  | 15.081 |
| 中間投入量（自然対数値）       | 5,485 | 10.552 | 1.916 | 4.985  | 16.130 |
| サンプル・セレクション・モデルの推定 |       |        |       |        |        |
| 資本金（自然対数値）         | 5,670 | 8.674  | 1.753 | 3.970  | 13.764 |
| 従業員数（自然対数値）        | 5,644 | 6.591  | 1.517 | 1.946  | 11.193 |
| 売上高・営業収益（自然対数値）    | 5,648 | 10.768 | 1.854 | 5.030  | 16.265 |

図表 4-2 女性活用状況の回答有無と総資産経常利益率の関係



図表 4-3 女性活用状況の回答有無と全要素生産性（自然対数値）の関係





### 第3節 分析手法

本稿では、従業員女性比率、管理職女性比率、および女性管理職登用率を企業における女性活躍推進の状況を表す指標（以下、女性活躍指標）として、企業業績との関係を分析する。具体的には、以下の(1)式を変量効果モデルおよび固定効果モデルとして推定する。

$$Y_{it} = FR_{it}\beta + \mu_i + \tau_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

ここで、 $Y_{it}$ は企業*i*の*t*年におけるROAまたはTFPの自然対数値、 $FR_{it}$ は女性活躍指標、 $\mu_i$ は企業固有の時間を通じて一定の要因、 $\tau_t$ は年固有の要因、 $\varepsilon_{it}$ は誤差項を表す<sup>4</sup>。このとき、女性活躍指標  $FR_{it}$  の係数  $\beta$  が有意に正の値をとるかに注目する<sup>5</sup>。

ただし、上記の分析では、女性活躍指標が開示されている企業のデータしか扱うことができず、情報を公開している企業とそうでない企業の間には何らかの差異が存在する場合、推定結果はバイアスを含むことになる。そこで本稿では、上記2つのモデルに加えて、Wooldridge[2010]のサンプル・セレクション・モデルを利用することで、情報開示の有無を考慮した分析を行う。具体的には、第1段階として、以下の(2)式を*t*年ごとにプロビットモデルとして回帰し、逆ミルズ比  $\hat{\lambda}_{it} \equiv \phi(x_i\delta)/\Phi(x_i\delta)$  を算出する<sup>6</sup>。次に、第2段階として、以下の(3)式をPooled OLSとして推定することで、一致推定量を得る。

#### 第1段階

$$\Pr\{s_{it} = 1\} = \Phi(x_i\delta) \quad (2)$$

#### 第2段階

$$Y_{it} = FR_{it}\beta + \overline{FR}_i\gamma + \hat{\lambda}_{it}\rho + \hat{\lambda}_{it} \sum_{t=2}^T \tau_t \omega + z_i\theta + \tau_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

ここで、 $s_{it}$ は女性活躍指標が開示されていれば1をとるダミー変数、 $x_i$ は売上高・営業収益の自然対数値、従業員数（有価証券報告書ベース）の自然対数値、資本金の自然対数値、産業ダミーを含む変数ベクトル、 $\overline{FR}_i$ は女性活躍指標の期間平均、 $z_i$ は産業ダミーを含む変数ベクトルを表す。なお、第2段階において、逆ミルズ比を説明変数に含めた固定効果推定では一致推定量が得られないが、Chamberlain[1982, 1984]やMundlak[1978]の手法を用いて、説明変数の期間平均をコントロールすることで企業固有の要因を統制することができる。また、サンプル・セレクション・モデルと固定効果モデルの推定結果の違いが、サンプル・セレクションを考慮したことによるものか、Chamberlain-Mundlakの手法を利用した

<sup>4</sup> 固定効果モデル以外の場合は、観測可能な企業固有の要因  $\mu_i$  として産業ダミーをコントロールする。

<sup>5</sup> 利益率の指標として、ROAだけでなく売上高営業利益率を用いた推定も行ったが、結果は大きく異ならなかったため、紙幅の都合で掲載は省略する。

<sup>6</sup>  $\phi(\cdot)$ は標準正規分布の確率密度関数、 $\Phi(\cdot)$ は標準正規分布の累積分布関数を表す。

ことによるものかを区別するため、説明変数の期間平均をコントロールした変量効果モデル (Correlated Random Effects model ; 以下、CRE モデル) の推定も併せて行う。

## 第4節 推定結果

### 1. 従業員女性比率と企業業績の関係

従業員女性比率と企業業績の関係の推定結果は図表 4-4 に示した通りである。まず、従業員女性比率の係数に注目すると、変量効果モデルを利用した (5) 列のみ 1% 水準で有意に負となっているが、固定効果モデルを利用した (6) 列では、統計的に有意な係数は観察されない。これは、企業固有の要因が交絡因子となって、TFP と従業員女性比率の間に負の相関が生じているためであると解釈できる。したがって、従業員女性比率と企業業績との間には有意な関係性はないと考えるのが妥当といえる。

次に、サンプル・セレクション・モデルにおける逆ミルズ比の係数に注目すると、ROA を被説明変数とした (4) 列では、統計的に有意ではなく、TFP を被説明変数とした (8) 列では、有意に負となっている。逆ミルズ比が負ということは、従業員女性比率が観察されない確率、すなわち、女性活躍推進に関する「見える化」が進んでいない企業ほど、TFP が低くなっていることを意味する。この結果は、図表 4-2 や図表 4-3 と整合的な結果といえる。つまり、TFP を被説明変数とした変量効果モデルや固定効果モデルによる分析では、従業員女性比率を開示している企業のほうが、そうでない企業と比較して TFP が高いというサンプル・セレクション・バイアスが生じていることを示唆している。

一方、(8) 列をみると、引き続き、従業員女性比率の係数は統計的に有意ではなく、サンプル・セレクション・バイアスを考慮しても、従業員女性比率の上昇が企業業績を高めるとはいえないことが示されている。佐野 [2005] や Kawaguchi[2007]、山本 [2014] では、正社員女性比率や従業員女性比率の上昇が利益率を高めることが報告されており、この結果はそれらの先行研究とは異なる。この理由としては、1990 年代や 2000 年代と比較して、2010 年代では女性労働者の雇用量が増加したために、市場賃金が上昇し、使用者差別による人件費節約効果が得られなくなったことが考えられる。このほかの理由としては、『CSR 企業総覧』の回答企業によっては、従業員数に非正規社員が含まれている可能性があることも挙げられる。非正規社員は賃金が低いものの、それに応じて生産性自体も低くなっている可能性があるため、従業員女性比率に非正規社員が含まれると、使用者差別仮説が成立しにくくなると考えられる。

次に、従業員女性比率と企業業績の関係が非線形である可能性を考慮するため、従業員女性比率の水準に応じたダミー変数を説明変数として推定する。推定結果は図表 4-5 に示した通りである。まず、ROA を被説明変数とした (1) 列から (4) 列では、固定効果モデルを利用した (2) 列でのみ、従業員女性比率 40% 以上ダミーの係数が有意に負となっている。しかし、CRE モデルを利用した (3) 列やサンプル・セレクション・モデルを利用した (4) 列では両者

の間に統計的に有意な相関は観察されない。また、TFP を被説明変数とした (5) 列から (8) 列においても、サンプル・セレクション・バイアスを修正した (8) 列では、従業員女性比率と TFP の間に有意な相関は観察されない。以上の結果を踏まえると、非線形関係を考慮しても従業員女性比率の上昇が企業業績を高めるといった関係性は存在しないと考えるのが妥当だろう。ただし、従業員女性比率の上昇が時間差で企業業績に影響を与える可能性も考えられる。そこで、図表 4-6 には従業員女性比率のラグ変数を説明変数に加えた推定結果を示した。当期や 1 期ラグの従業員女性比率の係数に注目すると統計的に有意でないか、または負の値が観察されているが、2 期ラグの従業員女性比率の係数は (1) 列と (5) 列から (8) 列で有意に正となっている。固定効果モデルや CRE モデルを利用した (2) 列や (3) 列では統計的に有意ではないため、ROA と従業員女性比率の相関については、企業固有の要因が交絡因子となっていると解釈するのが妥当であると考えられるが、従業員女性比率の上昇は 2 年程度の時間差で TFP を高める可能性が示された。

続いて、従業員女性比率を年齢層別に分けて分析する。年齢層別の従業員女性比率と企業業績の関係の推定結果は図表 4-7 に示した通りである。ROA を被説明変数とした推定結果に注目すると、(1) 列から (3) 列で 30 歳代従業員女性比率の係数が有意に負となっているのに対して、TFP を被説明変数とした (5) 列から (8) 列では、全てのモデルで 30 歳代従業員女性比率の係数は有意に正となっている。この結果の解釈としては、結婚や出産を機に離職するケースの多い 30 歳代の女性労働者が離職しにくい環境を整備するにはコストがかかるため、短期的には利益率が低下するが、女性労働者の離職が少ない企業では、人的資本投資のリターンが回収できるために、長期的には生産性が向上するというものが考えられる。一方、30 歳未満従業員女性比率の係数に注目すると TFP を被説明変数とした全てのモデルで有意に負となっているが、これは 30 歳未満の従業員は人的資本投資の途中であるために生産性が低いことを反映した結果であると考えられる。ここで (8) 列の逆ミルズ比は、サンプル・セレクション・バイアスの存在を示唆しており、30 歳未満従業員女性比率と 30 歳代従業員女性比率の係数の絶対値は (5) 列から (7) 列と比べて大きくなっている。(8) 列の結果に基づいて解釈すれば、サンプル・セレクション・バイアスを考慮すると、30 歳未満従業員女性比率が 0.1 上昇すると TFP は約 8.4% 低下するが、30 歳代従業員女性比率が 0.1 上昇すると TFP が約 9.4% 上昇することが示された。この結果は、単に女性雇用を増やすだけでなく、30 歳代の女性従業員が離職しにくい環境の整備を進めることで、長期的に企業の実生産性が高まることを示唆する結果であると考えられる。

図表 4-4 従業員女性比率と企業業績の関係

|                    | 総資産経常利益率            |                     |                     |                       | 全要素生産性 (自然対数値)       |                   |                   |                      |
|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|----------------------|-------------------|-------------------|----------------------|
|                    | (1)<br>RE           | (2)<br>FE           | (3)<br>CRE          | (4)<br>Wooldridge     | (5)<br>RE            | (6)<br>FE         | (7)<br>CRE        | (8)<br>Wooldridge    |
| 従業員女性比率            | 0.00765<br>(0.0146) | -0.0190<br>(0.0336) | -0.0182<br>(0.0338) | -0.0216<br>(0.0545)   | -0.730***<br>(0.243) | -0.973<br>(0.649) | -0.975<br>(0.647) | -1.622<br>(1.018)    |
| 従業員女性比率期間平均        |                     |                     | 0.0322<br>(0.0376)  | 0.0424<br>(0.0548)    |                      |                   | 0.315<br>(0.708)  | 1.422<br>(1.039)     |
| 逆ミルズ比              |                     |                     |                     | 0.0219<br>(0.0182)    |                      |                   |                   | -2.639***<br>(0.391) |
| 逆ミルズ比×2011年ダミー     |                     |                     |                     | 0.0214<br>(0.0140)    |                      |                   |                   | -3.376***<br>(0.223) |
| 逆ミルズ比×2012年ダミー     |                     |                     |                     | -0.000279<br>(0.0109) |                      |                   |                   | -2.810***<br>(0.148) |
| 逆ミルズ比×2013年ダミー     |                     |                     |                     | -0.00691<br>(0.00961) |                      |                   |                   | -2.132***<br>(0.140) |
| 逆ミルズ比×2014年ダミー     |                     |                     |                     | -0.0117<br>(0.00849)  |                      |                   |                   | -1.884***<br>(0.128) |
| 逆ミルズ比×2015年ダミー     |                     |                     |                     | -0.00590<br>(0.00848) |                      |                   |                   | -1.697***<br>(0.126) |
| 産業ダミー              | Yes                 | No                  | Yes                 | Yes                   | Yes                  | No                | Yes               | Yes                  |
| 年ダミー               | Yes                 | Yes                 | Yes                 | Yes                   | Yes                  | Yes               | Yes               | Yes                  |
| 決定係数               |                     |                     |                     |                       |                      |                   |                   |                      |
| Within R-squared   | 0.0448              | 0.0452              | 0.0451              |                       | 0.155                | 0.155             | 0.155             |                      |
| Between R-squared  | 0.145               | 0.00540             | 0.145               |                       | 0.200                | 0.00633           | 0.200             |                      |
| Overall R-squared  | 0.125               | 0.0109              | 0.126               |                       | 0.195                | 0.0295            | 0.194             |                      |
| Adjusted R-squared |                     |                     |                     | 0.125                 |                      |                   |                   | 0.366                |
| サンプルサイズ            | 4,403               | 4,403               | 4,403               | 4,204                 | 3,462                | 3,462             | 3,462             | 3,319                |

注：1) 数値は係数、括弧内の数値は標準誤差を表す。

注：2) \*\*\*, \*\*, \* はそれぞれ 1%、5%、10% 水準で統計的に有意であることを表す。

注：3) RE は変量効果モデル、FE は固定効果モデル、CRE は Chamberlain-Mundlak タイプの変量効果モデル、Wooldridge は Wooldridge[2010] のサンプル・セレクション・モデルを表す。

注：4) RE、FE、CRE の標準誤差は系列相関と不均一分散に対して頑健な標準誤差、Wooldridge の標準誤差は Bootstrap 法によって算出した標準誤差である。

図表 4-5 従業員女性比率と企業業績の非線形関係

|                           | 総資産経常利益率              |                       |                        |                       | 全要素生産性 (自然対数値)       |                      |                      |                      |
|---------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|                           | (1)<br>RE             | (2)<br>FE             | (3)<br>CRE             | (4)<br>Wooldridge     | (5)<br>RE            | (6)<br>FE            | (7)<br>CRE           | (8)<br>Wooldridge    |
| 従業員女性比率ダミー<br>(ベース=10%未満) |                       |                       |                        |                       |                      |                      |                      |                      |
| 10%~20%未満                 | 0.00195<br>(0.00229)  | 5.36e-05<br>(0.00318) | -0.000247<br>(0.00320) | -0.00332<br>(0.00484) | -0.0681<br>(0.0416)  | -0.0926*<br>(0.0497) | -0.0917*<br>(0.0498) | -0.0904<br>(0.0775)  |
| 20%~30%未満                 | 0.00316<br>(0.00338)  | -0.00440<br>(0.00523) | -0.00447<br>(0.00522)  | -0.00826<br>(0.00775) | -0.0821<br>(0.0571)  | -0.119<br>(0.0765)   | -0.116<br>(0.0768)   | -0.135<br>(0.124)    |
| 30%~40%未満                 | 0.00279<br>(0.00442)  | -0.00789<br>(0.00669) | -0.00784<br>(0.00672)  | -0.00873<br>(0.0101)  | -0.107<br>(0.0680)   | -0.116<br>(0.0913)   | -0.119<br>(0.0915)   | -0.238<br>(0.156)    |
| 40%以上                     | -0.00544<br>(0.00602) | -0.0158*<br>(0.00881) | -0.0145<br>(0.00902)   | -0.0199<br>(0.0161)   | -0.350***<br>(0.108) | -0.240<br>(0.186)    | -0.234<br>(0.186)    | -0.174<br>(0.349)    |
| 従業員女性比率ダミー<br>期間平均        |                       |                       |                        |                       |                      |                      |                      |                      |
| 10%~20%未満                 |                       |                       | 0.00426<br>(0.00465)   | 0.00590<br>(0.00523)  |                      |                      | 0.0747<br>(0.0861)   | 0.0480<br>(0.0835)   |
| 20%~30%未満                 |                       |                       | 0.0156**<br>(0.00686)  | 0.0167**<br>(0.00822) |                      |                      | 0.103<br>(0.111)     | 0.128<br>(0.130)     |
| 30%~40%未満                 |                       |                       | 0.0204**<br>(0.00882)  | 0.0203*<br>(0.0107)   |                      |                      | 0.0821<br>(0.139)    | 0.268<br>(0.164)     |
| 40%以上                     |                       |                       | 0.0131<br>(0.0124)     | 0.0233<br>(0.0168)    |                      |                      | -0.156<br>(0.220)    | -0.0143<br>(0.352)   |
| 逆ミルズ比                     |                       |                       |                        | 0.0209<br>(0.0183)    |                      |                      |                      | -2.660***<br>(0.393) |
| 逆ミルズ比×2011年ダミー            |                       |                       |                        | 0.0218<br>(0.0141)    |                      |                      |                      | -3.375***<br>(0.219) |
| 逆ミルズ比×2012年ダミー            |                       |                       |                        | -0.000393<br>(0.0108) |                      |                      |                      | -2.803***<br>(0.146) |
| 逆ミルズ比×2013年ダミー            |                       |                       |                        | -0.00686<br>(0.00955) |                      |                      |                      | -2.129***<br>(0.141) |
| 逆ミルズ比×2014年ダミー            |                       |                       |                        | -0.0121<br>(0.00843)  |                      |                      |                      | -1.876***<br>(0.129) |
| 逆ミルズ比×2015年ダミー            |                       |                       |                        | -0.00609<br>(0.00851) |                      |                      |                      | -1.698***<br>(0.130) |
| 産業ダミー                     | Yes                   | No                    | Yes                    | Yes                   | Yes                  | No                   | Yes                  | Yes                  |
| 年ダミー                      | Yes                   | Yes                   | Yes                    | Yes                   | Yes                  | Yes                  | Yes                  | Yes                  |
| 決定係数                      |                       |                       |                        |                       |                      |                      |                      |                      |
| Within R-squared          | 0.0450                | 0.0465                | 0.0464                 |                       | 0.155                | 0.156                | 0.155                |                      |
| Between R-squared         | 0.149                 | 0.00203               | 0.153                  |                       | 0.204                | 0.00691              | 0.206                |                      |
| Overall R-squared         | 0.126                 | 0.00771               | 0.129                  |                       | 0.197                | 0.0332               | 0.197                |                      |
| Adjusted R-squared        |                       |                       |                        | 0.127                 |                      |                      |                      | 0.367                |
| サンプルサイズ                   | 4,403                 | 4,403                 | 4,403                  | 4,204                 | 3,462                | 3,462                | 3,462                | 3,319                |

注：1) 数値は係数、括弧内の数値は標準誤差を表す。

注：2) \*\*\*, \*\*, \* はそれぞれ 1%、5%、10% 水準で統計的に有意であることを表す。

注：3) RE は変量効果モデル、FE は固定効果モデル、CRE は Chamberlain-Mundlak タイプの変量効果モデル、Wooldridge は Wooldridge[2010] のサンプル・セレクション・モデルを表す。

注：4) RE、FE、CRE の標準誤差は系列相関と不均一分散に対して頑健な標準誤差、Wooldridge の標準誤差は Bootstrap 法によって算出した標準誤差である。

図表 4-6 時間差を考慮した従業員女性比率と企業業績の関係

|                    | 総資産経常利益率            |                     |                     |                     | 全要素生産性（自然対数値）      |                    |                    |                      |
|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------|
|                    | (1)<br>RE           | (2)<br>FE           | (3)<br>CRE          | (4)<br>Wooldridge   | (5)<br>RE          | (6)<br>FE          | (7)<br>CRE         | (8)<br>Wooldridge    |
| 従業員女性比率 当期         | -0.0492<br>(0.0453) | -0.0849<br>(0.0521) | -0.0619<br>(0.0509) | -0.0125<br>(0.0835) | -0.436<br>(0.717)  | -0.135<br>(0.808)  | 0.0168<br>(0.791)  | 0.985<br>(1.387)     |
| 1期ラグ               | -0.0531<br>(0.0701) | -0.0493<br>(0.0811) | -0.0672<br>(0.0774) | -0.0683<br>(0.0959) | -2.139*<br>(1.127) | -1.879*<br>(1.139) | -1.811<br>(1.105)  | -2.805*<br>(1.504)   |
| 2期ラグ               | 0.0989*<br>(0.0596) | 0.0793<br>(0.0708)  | 0.0846<br>(0.0637)  | 0.136<br>(0.0868)   | 1.811*<br>(0.944)  | 2.326**<br>(1.166) | 2.413**<br>(1.098) | 3.256**<br>(1.400)   |
| 従業員女性比率期間平均        |                     |                     | 0.0441<br>(0.0863)  | -0.0393<br>(0.134)  |                    |                    | -1.478<br>(1.275)  | -1.429<br>(1.943)    |
| 逆ミルズ比              |                     |                     |                     | 0.00463<br>(0.0129) |                    |                    |                    | -3.151***<br>(0.183) |
| 逆ミルズ比×2013年ダミー     |                     |                     |                     | -0.0175<br>(0.0176) |                    |                    |                    | 0.675***<br>(0.249)  |
| 逆ミルズ比×2014年ダミー     |                     |                     |                     | -0.0213<br>(0.0156) |                    |                    |                    | 0.985***<br>(0.233)  |
| 逆ミルズ比×2015年ダミー     |                     |                     |                     | -0.0159<br>(0.0156) |                    |                    |                    | 1.235***<br>(0.229)  |
| 産業ダミー              | Yes                 | No                  | Yes                 | Yes                 | Yes                | No                 | Yes                | Yes                  |
| 年ダミー               | Yes                 | Yes                 | Yes                 | Yes                 | Yes                | Yes                | Yes                | Yes                  |
| 決定係数               |                     |                     |                     |                     |                    |                    |                    |                      |
| Within R-squared   | 0.0844              | 0.0850              | 0.0847              |                     | 0.127              | 0.128              | 0.128              |                      |
| Between R-squared  | 0.147               | 0.000542            | 0.147               |                     | 0.250              | 0.000904           | 0.251              |                      |
| Overall R-squared  | 0.159               | 0.00752             | 0.159               |                     | 0.233              | 0.00984            | 0.233              |                      |
| Adjusted R-squared |                     |                     |                     | 0.145               |                    |                    |                    | 0.430                |
| サンプルサイズ            | 2,297               | 2,297               | 2,297               | 2,237               | 1,842              | 1,842              | 1,842              | 1,801                |

注：1) 数値は係数、括弧内の数値は標準誤差を表す。

注：2) \*\*\*, \*\*, \* はそれぞれ 1%、5%、10% 水準で統計的に有意であることを表す。

注：3) RE は変量効果モデル、FE は固定効果モデル、CRE は Chamberlain-Mundlak タイプの変量効果モデル、Wooldridge は Wooldridge[2010] のサンプル・セレクション・モデルを表す。

注：4) RE、FE、CRE の標準誤差は系列相関と不均一分散に対して頑健な標準誤差、Wooldridge の標準誤差は Bootstrap 法によって算出した標準誤差である。



図表 4-7 年齢層別の従業員女性比率と企業業績の関係

|                    | 総資産経常利益率             |                        |                       |                       | 全要素生産性（自然対数値）        |                     |                      |                       |
|--------------------|----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|-----------------------|
|                    | (1)<br>RE            | (2)<br>FE              | (3)<br>CRE            | (4)<br>Wooldridge     | (5)<br>RE            | (6)<br>FE           | (7)<br>CRE           | (8)<br>Wooldridge     |
| 30歳未満従業員女性比率       | -0.00485<br>(0.0120) | -0.000477<br>(0.0177)  | -0.000209<br>(0.0177) | -0.00305<br>(0.0221)  | -0.603***<br>(0.161) | -0.561**<br>(0.247) | -0.545**<br>(0.242)  | -0.839**<br>(0.369)   |
| 30歳代従業員女性比率        | -0.0259*<br>(0.0147) | -0.0575***<br>(0.0216) | -0.0524**<br>(0.0218) | -0.0295<br>(0.0276)   | 0.466**<br>(0.227)   | 0.645**<br>(0.328)  | 0.684**<br>(0.324)   | 0.942***<br>(0.365)   |
| 40歳代従業員女性比率        | 0.0229<br>(0.0180)   | -0.0258<br>(0.0267)    | -0.0257<br>(0.0263)   | -0.0222<br>(0.0385)   | 0.358<br>(0.338)     | 0.424<br>(0.447)    | 0.227<br>(0.445)     | -0.932<br>(0.621)     |
| 50歳代従業員女性比率        | -0.00153<br>(0.0159) | -0.0233<br>(0.0216)    | -0.0240<br>(0.0213)   | -0.0350<br>(0.0360)   | -0.253<br>(0.273)    | 0.128<br>(0.345)    | 0.130<br>(0.348)     | -0.387<br>(0.530)     |
| 30歳未満従業員女性比率期間平均   |                      |                        | -0.0255<br>(0.0240)   | -0.000113<br>(0.0234) |                      |                     | 0.148<br>(0.386)     | 0.546<br>(0.391)      |
| 30歳代従業員女性比率期間平均    |                      |                        | 0.0466<br>(0.0327)    | 0.0204<br>(0.0316)    |                      |                     | -0.838<br>(0.538)    | -0.775*<br>(0.425)    |
| 40歳代従業員女性比率期間平均    |                      |                        | 0.0700*<br>(0.0373)   | 0.0632<br>(0.0410)    |                      |                     | 1.377**<br>(0.655)   | 2.062***<br>(0.668)   |
| 50歳代従業員女性比率期間平均    |                      |                        | 0.0314<br>(0.0311)    | 0.0291<br>(0.0395)    |                      |                     | -1.518***<br>(0.575) | -0.532<br>(0.575)     |
| 逆ミルズ比              |                      |                        |                       | 0.00894<br>(0.0133)   |                      |                     |                      | -1.668***<br>(0.245)  |
| 逆ミルズ比×2011年ダミー     |                      |                        |                       | 0.0114<br>(0.0125)    |                      |                     |                      | -2.596***<br>(0.163)  |
| 逆ミルズ比×2012年ダミー     |                      |                        |                       | 0.00547<br>(0.00704)  |                      |                     |                      | -1.719***<br>(0.0939) |
| 逆ミルズ比×2013年ダミー     |                      |                        |                       | -0.00396<br>(0.00605) |                      |                     |                      | -1.263***<br>(0.0842) |
| 逆ミルズ比×2014年ダミー     |                      |                        |                       | -0.00960<br>(0.00625) |                      |                     |                      | -1.204***<br>(0.0812) |
| 逆ミルズ比×2015年ダミー     |                      |                        |                       | -0.00554<br>(0.00639) |                      |                     |                      | -1.142***<br>(0.0850) |
| 産業ダミー              | Yes                  | No                     | Yes                   | Yes                   | Yes                  | No                  | Yes                  | Yes                   |
| 年ダミー               | Yes                  | Yes                    | Yes                   | Yes                   | Yes                  | Yes                 | Yes                  | Yes                   |
| 決定係数               |                      |                        |                       |                       |                      |                     |                      |                       |
| Within R-squared   | 0.0646               | 0.0689                 | 0.0688                |                       | 0.183                | 0.184               | 0.184                |                       |
| Between R-squared  | 0.220                | 0.000427               | 0.228                 |                       | 0.200                | 0.000263            | 0.212                |                       |
| Overall R-squared  | 0.175                | 0.00353                | 0.177                 |                       | 0.209                | 0.0195              | 0.219                |                       |
| Adjusted R-squared |                      |                        |                       | 0.170                 |                      |                     |                      | 0.434                 |
| サンプルサイズ            | 3,439                | 3,439                  | 3,439                 | 3,323                 | 2,792                | 2,792               | 2,792                | 2,703                 |

注：1) 数値は係数、括弧内の数値は標準誤差を表す。

注：2) \*\*\*, \*\*, \* はそれぞれ 1%、5%、10% 水準で統計的に有意であることを表す。

注：3) RE は変量効果モデル、FE は固定効果モデル、CRE は Chamberlain-Mundlak タイプの変量効果モデル、Wooldridge は Wooldridge[2010] のサンプル・セレクション・モデルを表す。

注：4) RE、FE、CRE の標準誤差は系列相関と不均一分散に対して頑健な標準誤差、Wooldridge の標準誤差は Bootstrap 法によって算出した標準誤差である。

## 2. 女性管理職の登用と企業業績の関係

続いて女性管理職の登用と企業業績の関係を分析する。図表 4-8 は管理職女性比率と企業業績の関係の推定結果である。まず、ROA を被説明変数とした (1) 列から (4) 列の結果に注目すると、管理職女性比率の係数はいずれも統計的に有意ではない。一方、TFP を被説明変数とした (5) 列から (8) 列をみると、(8) 列のみ管理職女性比率の係数が 10% 水準で有意に正となっている。また、(8) 列の逆ミルズ比の係数が有意に負となっており、従業員女性比率のケースと同様に、女性活躍指標を開示している企業ほど企業業績が高い傾向が確認で

きる。そこで(8)列に基づいて解釈すれば、サンプル・セレクション・バイアスを修正した場合、管理職女性比率が0.1上昇するとTFPは約15.1%高まることがわかる<sup>7</sup>。

次に、管理職女性比率の水準に応じたダミー変数を用いて、管理職女性比率と企業業績の非線形関係を考慮した分析を行う。推定結果は図表4-9に示した通りである。図表4-8と同様に、ROAを被説明変数とした(1)列から(4)列では、管理職女性比率ダミーの係数はいずれも統計的に有意ではない。しかし、TFPを被説明変数とした(5)列から(8)列をみると、(8)列のサンプル・セレクション・モデルでは、管理職女性比率15%～20%未満ダミーと20%以上ダミーの係数が有意に正となっている。この結果は、サンプル・セレクション・バイアスを考慮すると、管理職女性比率が15%を上回ることで初めてTFPが上昇する可能性を示すものである。ただし、本稿の利用データでは、異常値を欠損値として処理した結果、管理職女性比率の最大値は0.292となっており、管理職女性比率を無条件に増やし続けることで企業業績が高まることを意味するわけではない点には注意が必要である。

続いて、女性管理職登用率に注目する。図表4-10は女性管理職登用率と企業業績の関係の推定結果である。まず、ROAを被説明変数とした(1)列と(4)列をみると、女性管理職登用率の係数はサンプル・セレクション・モデルを利用した(4)列を除いて有意に正となっている。ただし、(4)列の逆ミルズ比の係数は統計的に有意ではなく、サンプル・セレクション・バイアスがそれほど深刻ではないことを示唆している。そこで(2)列や(3)列をもとに解釈すれば、企業固有の要因を考慮すると、女性管理職登用率の0.1の上昇がROAを約0.5%高めることが示された。一方、TFPを被説明変数とした(5)列から(8)列では、女性管理職登用率の係数はいずれも5%水準で有意に正となっている。また、(8)列の逆ミルズ比の係数は、1%水準で有意に負となっており、サンプル・セレクション・バイアスを修正した(8)列における女性管理職登用率の係数の絶対値は、(5)列から(7)列よりも大きい。(8)列に基づいて解釈すれば、女性管理職登用率が0.1上昇すると、TFPは約14.8%高まることが明らかになった。

次に、非線形性を考慮して女性管理職登用率と企業業績の関係を分析する。図表4-11は女性管理職登用率の水準に応じたダミー変数を説明変数として用いた推定結果である。ROAを被説明変数とした(1)列から(4)列をみると、(4)列を除いて女性管理職登用率15%～20%ダミーの係数が有意に正となっている。(4)列の逆ミルズ比の係数は統計的に有意となっていないため、(2)列や(3)列をもとに解釈すれば、女性管理職登用率が15%～20%の企業は女性管理職登用率が5%未満の企業と比較してROAが約1%高いことがわかる。一方、TFPを被説明変数とすると、(6)列から(8)列において女性管理職登用率15%～20%未満ダミーと20%以上ダミーの係数が有意に正となっており、管理職女性比率と同様に女性管理職登用率が15%を上回ることで初めてTFPが上昇する可能性が示された。ただ

<sup>7</sup> 管理職女性比率と女性管理職登用率についても、ラグ変数を用いた推定を行ったが、ラグ変数の係数は統計的に有意でなく、図表4-8や図表4-10と大きく異なる結果であったため、紙幅の都合で掲載は省略する。



し、女性管理職登用率についても、異常値を欠損値処理した結果、利用データにおける最大値は0.295であり、無条件に女性管理職登用率を高めることが企業業績の向上に結びつくとはいえない点には留意すべきだろう。

以上の結果を総合すると、近年の傾向としては、従業員女性比率を短期的に高めるだけではROAやTFPの上昇には結びつかないものの、生産性の高い女性労働者の管理職への登用や30歳代の女性労働力の活用を積極的かつ継続的に進めることで、長期的に企業の生産性が向上する可能性が示されたといえる。また、女性活躍指標の中では、女性管理職登用率を高めることが企業業績の向上に繋がりやすく、特に、15%という水準を上回ることで生産性が向上する可能性が示された。この結果は、管理職における性別ダイバーシティを高めるだけでなく、女性従業員の中から正当に優秀な人材を管理職に登用することが、女性従業員のモチベーション向上を通じて企業の生産性向上に結びつくことを示唆する。このため、女性活躍推進の状況を判断する指標として、あるいは、「見える化」を進める指標として、女性管理職登用比率が有用であるといえる。

図表 4-8 管理職女性比率と企業業績の関係

|                    | 総資産経常利益率           |                     |                     |                       | 全要素生産性（自然対数値）      |                  |                     |                      |
|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|--------------------|------------------|---------------------|----------------------|
|                    | (1)<br>RE          | (2)<br>FE           | (3)<br>CRE          | (4)<br>Wooldridge     | (5)<br>RE          | (6)<br>FE        | (7)<br>CRE          | (8)<br>Wooldridge    |
| 管理職女性比率            | 0.0342<br>(0.0307) | -0.0217<br>(0.0457) | -0.0239<br>(0.0456) | -0.0446<br>(0.0665)   | -0.0726<br>(0.444) | 0.648<br>(0.670) | 0.755<br>(0.652)    | 1.505*<br>(0.864)    |
| 管理職女性比率期間平均        |                    |                     | 0.109**<br>(0.0547) | 0.128*<br>(0.0683)    |                    |                  | -1.673**<br>(0.809) | -0.746<br>(0.885)    |
| 逆ミルズ比              |                    |                     |                     | -0.0218<br>(0.0148)   |                    |                  |                     | -3.989***<br>(0.251) |
| 逆ミルズ比×2011年ダミー     |                    |                     |                     | -0.00151<br>(0.0125)  |                    |                  |                     | -2.884***<br>(0.135) |
| 逆ミルズ比×2012年ダミー     |                    |                     |                     | -0.00629<br>(0.0102)  |                    |                  |                     | -2.840***<br>(0.118) |
| 逆ミルズ比×2013年ダミー     |                    |                     |                     | -0.00948<br>(0.00866) |                    |                  |                     | -2.227***<br>(0.122) |
| 逆ミルズ比×2014年ダミー     |                    |                     |                     | -0.0151<br>(0.0122)   |                    |                  |                     | -2.842***<br>(0.193) |
| 逆ミルズ比×2015年ダミー     |                    |                     |                     | -0.0150<br>(0.0103)   |                    |                  |                     | -2.594***<br>(0.151) |
| 産業ダミー              | Yes                | No                  | Yes                 | Yes                   | Yes                | No               | Yes                 | Yes                  |
| 年ダミー               | Yes                | Yes                 | Yes                 | Yes                   | Yes                | Yes              | Yes                 | Yes                  |
| 決定係数               |                    |                     |                     |                       |                    |                  |                     |                      |
| Within R-squared   | 0.0416             | 0.0427              | 0.0427              |                       | 0.156              | 0.157            | 0.157               |                      |
| Between R-squared  | 0.153              | 0.00612             | 0.157               |                       | 0.198              | 0.00774          | 0.202               |                      |
| Overall R-squared  | 0.129              | 0.0116              | 0.130               |                       | 0.196              | 0.0311           | 0.197               |                      |
| Adjusted R-squared |                    |                     |                     | 0.131                 |                    |                  |                     | 0.468                |
| サンプルサイズ            | 4,569              | 4,569               | 4,569               | 4,327                 | 3,573              | 3,573            | 3,573               | 3,395                |

注：1) 数値は係数、括弧内の数値は標準誤差を表す。

注：2) \*\*\*, \*\*, \* はそれぞれ 1%、5%、10% 水準で統計的に有意であることを表す。

注：3) RE は変量効果モデル、FE は固定効果モデル、CRE は Chamberlain-Mundlak タイプの変量効果モデル、Wooldridge は Wooldridge[2010] のサンプル・セレクション・モデルを表す。

注：4) RE、FE、CRE の標準誤差は系列相関と不均一分散に対して頑健な標準誤差、Wooldridge の標準誤差は Bootstrap 法によって算出した標準誤差である。

図表 4-9 管理職女性比率と企業業績の非線形関係

|                          |                    | 総資産経常利益率              |                       |                        |                        | 全要素生産性 (自然対数値)      |                    |                      |                    |
|--------------------------|--------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|---------------------|--------------------|----------------------|--------------------|
|                          |                    | (1)                   | (2)                   | (3)                    | (4)                    | (5)                 | (6)                | (7)                  | (8)                |
|                          |                    | RE                    | FE                    | CRE                    | Wooldridge             | RE                  | FE                 | CRE                  | Wooldridge         |
| 管理職女性比率ダミー<br>(ベース=5%未満) | 5%~10%未満           | 0.00239<br>(0.00242)  | -0.00133<br>(0.00295) | -0.00154<br>(0.00295)  | -0.00314<br>(0.00430)  | 0.0113<br>(0.0364)  | 0.0384<br>(0.0407) | 0.0382<br>(0.0407)   | 0.0336<br>(0.0560) |
|                          | 10%~15%未満          | 0.00860<br>(0.00550)  | 0.00152<br>(0.00712)  | 0.00159<br>(0.00715)   | 0.00128<br>(0.00897)   | -0.0447<br>(0.0565) | 0.0613<br>(0.0685) | 0.0655<br>(0.0680)   | 0.100<br>(0.100)   |
|                          | 15%~20%未満          | 0.00692<br>(0.00717)  | 0.00475<br>(0.00951)  | 0.00456<br>(0.00953)   | 0.00387<br>(0.0151)    | -0.0307<br>(0.0795) | 0.132<br>(0.0940)  | 0.146<br>(0.0927)    | 0.273*<br>(0.163)  |
|                          | 20%以上              | -0.00213<br>(0.00652) | -0.00765<br>(0.00830) | -0.00805<br>(0.00833)  | -0.0110<br>(0.0153)    | -0.0638<br>(0.0953) | 0.118<br>(0.114)   | 0.139<br>(0.113)     | 0.327*<br>(0.184)  |
| 管理職女性比率ダミー<br>期間平均       | 5%~10%未満           |                       |                       | 0.0150***<br>(0.00545) | 0.0157***<br>(0.00507) |                     |                    | -0.0573<br>(0.0826)  | 0.0545<br>(0.0638) |
|                          | 10%~15%未満          |                       |                       | 0.0279**<br>(0.0112)   | 0.0250**<br>(0.0104)   |                     |                    | -0.241<br>(0.157)    | -0.0528<br>(0.129) |
|                          | 15%~20%未満          |                       |                       | -0.0118<br>(0.0141)    | -0.00172<br>(0.0160)   |                     |                    | -0.368*<br>(0.197)   | -0.191<br>(0.186)  |
|                          | 20%以上              |                       |                       | 0.0172<br>(0.0150)     | 0.0172<br>(0.0169)     |                     |                    | -0.470**<br>(0.218)  | -0.168<br>(0.204)  |
| 逆ミルズ比                    |                    |                       |                       | -0.0243<br>(0.0149)    |                        |                     |                    | -3.994***<br>(0.248) |                    |
| 逆ミルズ比×2011年ダミー           |                    |                       |                       | -0.00355<br>(0.0129)   |                        |                     |                    | -2.891***<br>(0.135) |                    |
| 逆ミルズ比×2012年ダミー           |                    |                       |                       | -0.00717<br>(0.0102)   |                        |                     |                    | -2.835***<br>(0.113) |                    |
| 逆ミルズ比×2013年ダミー           |                    |                       |                       | -0.0107<br>(0.00855)   |                        |                     |                    | -2.229***<br>(0.123) |                    |
| 逆ミルズ比×2014年ダミー           |                    |                       |                       | -0.0167<br>(0.0123)    |                        |                     |                    | -2.848***<br>(0.199) |                    |
| 逆ミルズ比×2015年ダミー           |                    |                       |                       | -0.0163<br>(0.0103)    |                        |                     |                    | -2.602***<br>(0.154) |                    |
| 産業ダミー                    | Yes                | No                    | Yes                   | Yes                    | Yes                    | No                  | Yes                | Yes                  |                    |
| 年ダミー                     | Yes                | Yes                   | Yes                   | Yes                    | Yes                    | Yes                 | Yes                | Yes                  |                    |
| 決定係数                     |                    |                       |                       |                        |                        |                     |                    |                      |                    |
|                          | Within R-squared   | 0.0431                | 0.0445                | 0.0445                 |                        | 0.156               | 0.157              | 0.157                |                    |
|                          | Between R-squared  | 0.155                 | 0.0119                | 0.171                  |                        | 0.200               | 0.00618            | 0.205                |                    |
|                          | Overall R-squared  | 0.131                 | 0.0161                | 0.137                  |                        | 0.198               | 0.0288             | 0.203                |                    |
|                          | Adjusted R-squared |                       |                       |                        | 0.138                  |                     |                    |                      | 0.467              |
|                          | サンプルサイズ            | 4,569                 | 4,569                 | 4,569                  | 4,327                  | 3,573               | 3,573              | 3,573                | 3,395              |

注：1) 数値は係数、括弧内の数値は標準誤差を表す。

注：2) \*\*\*, \*\*, \* はそれぞれ 1%、5%、10% 水準で統計的に有意であることを表す。

注：3) RE は変量効果モデル、FE は固定効果モデル、CRE は Chamberlain-Mundlak タイプの変量効果モデル、Wooldridge は Wooldridge[2010] のサンプル・セレクション・モデルを表す。

注：4) RE、FE、CRE の標準誤差は系列相関と不均一分散に対して頑健な標準誤差、Wooldridge の標準誤差は Bootstrap 法によって算出した標準誤差である。

図表 4-10 女性管理職登用率と企業業績の関係

|                    | 総資産経常利益率             |                     |                     |                       | 全要素生産性（自然対数値）      |                    |                    |                      |
|--------------------|----------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------|
|                    | (1)<br>RE            | (2)<br>FE           | (3)<br>CRE          | (4)<br>Wooldridge     | (5)<br>RE          | (6)<br>FE          | (7)<br>CRE         | (8)<br>Wooldridge    |
| 女性管理職登用率           | 0.0439**<br>(0.0205) | 0.0512*<br>(0.0274) | 0.0511*<br>(0.0276) | 0.0329<br>(0.0454)    | 0.962**<br>(0.402) | 1.105**<br>(0.545) | 1.125**<br>(0.544) | 1.483**<br>(0.672)   |
| 女性管理職登用率期間平均       |                      |                     | -0.0177<br>(0.0440) | -0.0166<br>(0.0492)   |                    |                    | -0.491<br>(0.725)  | -0.206<br>(0.718)    |
| 逆ミルズ比              |                      |                     |                     | -0.00506<br>(0.0134)  |                    |                    |                    | -3.213***<br>(0.245) |
| 逆ミルズ比×2011年ダミー     |                      |                     |                     | 0.00801<br>(0.0123)   |                    |                    |                    | -2.789***<br>(0.134) |
| 逆ミルズ比×2012年ダミー     |                      |                     |                     | -0.00168<br>(0.00986) |                    |                    |                    | -2.624***<br>(0.114) |
| 逆ミルズ比×2013年ダミー     |                      |                     |                     | -0.00657<br>(0.00807) |                    |                    |                    | -1.949***<br>(0.124) |
| 逆ミルズ比×2014年ダミー     |                      |                     |                     | -0.0111<br>(0.00830)  |                    |                    |                    | -1.799***<br>(0.115) |
| 逆ミルズ比×2015年ダミー     |                      |                     |                     | -0.00319<br>(0.00762) |                    |                    |                    | -1.666***<br>(0.113) |
| 産業ダミー              | Yes                  | No                  | Yes                 | Yes                   | Yes                | No                 | Yes                | Yes                  |
| 年ダミー               | Yes                  | Yes                 | Yes                 | Yes                   | Yes                | Yes                | Yes                | Yes                  |
| 決定係数               |                      |                     |                     |                       |                    |                    |                    |                      |
| Within R-squared   | 0.0455               | 0.0456              | 0.0456              |                       | 0.170              | 0.170              | 0.170              |                      |
| Between R-squared  | 0.151                | 0.0223              | 0.151               |                       | 0.203              | 0.0169             | 0.204              |                      |
| Overall R-squared  | 0.129                | 0.0192              | 0.130               |                       | 0.205              | 0.0445             | 0.204              |                      |
| Adjusted R-squared |                      |                     |                     | 0.131                 |                    |                    |                    | 0.450                |
| サンプルサイズ            | 4,162                | 4,162               | 4,162               | 4,041                 | 3,324              | 3,324              | 3,324              | 3,230                |

注：1) 数値は係数、括弧内の数値は標準誤差を表す。

注：2) \*\*\*, \*\*, \* はそれぞれ 1%、5%、10% 水準で統計的に有意であることを表す。

注：3) RE は変量効果モデル、FE は固定効果モデル、CRE は Chamberlain-Mundlak タイプの変量効果モデル、Wooldridge は Wooldridge[2010] のサンプル・セレクション・モデルを表す。

注：4) RE、FE、CRE の標準誤差は系列相関と不均一分散に対して頑健な標準誤差、Wooldridge の標準誤差は Bootstrap 法によって算出した標準誤差である。

図表 4-11 女性管理職登用率と企業業績の非線形関係

|                           | 総資産経常利益率               |                        |                       |                        | 全要素生産性 (自然対数値)     |                    |                     |                      |
|---------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|--------------------|--------------------|---------------------|----------------------|
|                           | (1)<br>RE              | (2)<br>FE              | (3)<br>CRE            | (4)<br>Wooldridge      | (5)<br>RE          | (6)<br>FE          | (7)<br>CRE          | (8)<br>Wooldridge    |
| 女性管理職登用率ダミー<br>(ベース=5%未満) |                        |                        |                       |                        |                    |                    |                     |                      |
| 5%~10%未満                  | 0.00271<br>(0.00196)   | 0.00206<br>(0.00215)   | 0.00195<br>(0.00216)  | 0.00134<br>(0.00323)   | 0.0403<br>(0.0292) | 0.0158<br>(0.0324) | 0.0161<br>(0.0325)  | 0.0648<br>(0.0482)   |
| 10%~15%未満                 | -0.000661<br>(0.00340) | -0.000893<br>(0.00391) | -0.00124<br>(0.00393) | -0.00208<br>(0.00566)  | 0.0861<br>(0.0544) | 0.0732<br>(0.0610) | 0.0748<br>(0.0611)  | 0.0643<br>(0.0845)   |
| 15%~20%未満                 | 0.0115**<br>(0.00527)  | 0.0115*<br>(0.00636)   | 0.0111*<br>(0.00638)  | 0.00786<br>(0.00903)   | 0.104<br>(0.0721)  | 0.145*<br>(0.0855) | 0.146*<br>(0.0855)  | 0.234**<br>(0.111)   |
| 20%以上                     | 0.00499<br>(0.00570)   | 0.00493<br>(0.00719)   | 0.00542<br>(0.00729)  | 0.00170<br>(0.0119)    | 0.125<br>(0.105)   | 0.218*<br>(0.130)  | 0.216*<br>(0.129)   | 0.295*<br>(0.173)    |
| 女性管理職登用率ダミー<br>期間平均       |                        |                        | 0.00415<br>(0.00464)  | -0.000410<br>(0.00391) |                    |                    | 0.169**<br>(0.0804) | 0.116**<br>(0.0577)  |
| 10%~15%未満                 |                        |                        | 0.00137<br>(0.00846)  | 0.00238<br>(0.00687)   |                    |                    | 0.142<br>(0.128)    | 0.136<br>(0.0981)    |
| 15%~20%未満                 |                        |                        | 0.00267<br>(0.0149)   | 0.00771<br>(0.0126)    |                    |                    | -0.223<br>(0.233)   | 0.00602<br>(0.149)   |
| 20%以上                     |                        |                        | -0.00197<br>(0.0142)  | -0.00329<br>(0.0143)   |                    |                    | -0.347*<br>(0.189)  | -0.188<br>(0.188)    |
| 逆ミルズ比                     |                        |                        |                       | -0.00503<br>(0.0130)   |                    |                    |                     | -3.189***<br>(0.239) |
| 逆ミルズ比×2011年ダミー            |                        |                        |                       | 0.00768<br>(0.0120)    |                    |                    |                     | -2.763***<br>(0.134) |
| 逆ミルズ比×2012年ダミー            |                        |                        |                       | -0.00196<br>(0.0101)   |                    |                    |                     | -2.601***<br>(0.117) |
| 逆ミルズ比×2013年ダミー            |                        |                        |                       | -0.00674<br>(0.00775)  |                    |                    |                     | -1.933***<br>(0.125) |
| 逆ミルズ比×2014年ダミー            |                        |                        |                       | -0.0116<br>(0.00797)   |                    |                    |                     | -1.789***<br>(0.115) |
| 逆ミルズ比×2015年ダミー            |                        |                        |                       | -0.00376<br>(0.00786)  |                    |                    |                     | -1.657***<br>(0.117) |
| 産業ダミー                     | Yes                    | No                     | Yes                   | Yes                    | Yes                | No                 | Yes                 | Yes                  |
| 年ダミー                      | Yes                    | Yes                    | Yes                   | Yes                    | Yes                | Yes                | Yes                 | Yes                  |
| 決定係数                      |                        |                        |                       |                        |                    |                    |                     |                      |
| Within R-squared          | 0.0471                 | 0.0471                 | 0.0471                |                        | 0.168              | 0.169              | 0.169               |                      |
| Between R-squared         | 0.152                  | 0.0213                 | 0.153                 |                        | 0.203              | 0.00841            | 0.212               |                      |
| Overall R-squared         | 0.131                  | 0.0195                 | 0.131                 |                        | 0.203              | 0.0330             | 0.216               |                      |
| Adjusted R-squared        |                        |                        |                       | 0.131                  |                    |                    |                     | 0.452                |
| サンプルサイズ                   | 4,162                  | 4,162                  | 4,162                 | 4,041                  | 3,324              | 3,324              | 3,324               | 3,230                |

注：1) 数値は係数、括弧内の数値は標準誤差を表す。

注：2) \*\*\*, \*\*, \* はそれぞれ 1%、5%、10% 水準で統計的に有意であることを表す。

注：3) RE は変量効果モデル、FE は固定効果モデル、CRE は Chamberlain-Mundlak タイプの変量効果モデル、Wooldridge は Wooldridge[2010] のサンプル・セレクション・モデルを表す。

注：4) RE、FE、CRE の標準誤差は系列相関と不均一分散に対して頑健な標準誤差、Wooldridge の標準誤差は Bootstrap 法によって算出した標準誤差である。

## 第5節 結びにかえて

本稿では、2010年から2015年の日本の上場企業のパネルデータを用いて、女性活躍推進の状況と企業業績の関係を検証した。

分析の結果、主に以下の点が明らかになった。第一に、従業員女性比率と当期の企業業績の間には統計的に有意な相関は観察されないものの、2年のラグを伴って生産性が上昇する可能性が示された。また、結婚や出産を機に離職するケースの多い30歳代の女性労働力を活用することができれば、長期的に企業の生産性が高まることも明らかになった。第二に、通常の固定効果モデルや変量効果モデルを利用した分析では、管理職女性比率と企業業績の間に統計的に有意な相関は観察されないものの、管理職女性比率の回答有無によるサンプル・

セレクション・バイアスを修正すると、管理職女性比率の上昇が有意に TFP を高めることが明らかになった。第三に、女性管理職登用率の上昇は ROA や TFP を有意に高めることが頑健に示された。特に、管理職女性比率と女性管理職登用率については 15% という水準を上回ることによって企業の生産性が向上することが明らかになった。

以上の結果を総合すると、近年の傾向としては、単に従業員女性比率を高めるだけでは当期の ROA や TFP の上昇には結びつかず、生産性の高い女性労働者の管理職への登用や 30 歳代の女性労働力の活用を積極的かつ継続的に進めることで、長期的に企業の生産性が向上する可能性があるといえる。これは、女性の賃金が不当に低くなっていることを前提とした Becker[1971] による使用者差別仮説とは矛盾する結果であり、日本の労働市場において使用者差別が小さくなっている可能性が示唆される。また、女性活躍推進の状況を捉える指標にはさまざまなものがあるが、管理職女性比率や女性管理職登用率が企業業績との関係では有用であり、「見える化」を進める指標としてもこれらが検討に値すると考えられる。

最後に、本稿の限界について述べておきたい。本稿では、女性活用状況の回答有無によるサンプル・セレクション・バイアスを考慮した推定を行ったが、利用可能なデータが上場企業に限られており、その点においてはサンプル・セレクション・バイアスが生じている可能性がある。また、固定効果モデルや CRE モデル、Wooldridge[2010] のサンプル・セレクション・モデルでは、時間を通じて変化しない企業固有の要因は統制されているが、企業業績が改善したために、女性雇用が活発化したといった時間可変の要因が交絡因子となっている可能性は否定できない。以上の点を考慮した分析は今後の課題といえる。

## 補論 全要素生産性（TFP）の算出方法

本稿では、以下のコブ・ダグラス型の生産関数を仮定し、生産関数の残差として TFP を算出した。

$$Y = AK^{\alpha}L^{1-\alpha} \quad (a)$$

ここで、 $Y$ は付加価値、 $K$ は資本ストック、 $L$ は労働投入量を表し、 $A$ が TFP（技術進歩率）である。付加価値は営業利益に人件費と減価償却費を足し合わせた値に産出デフレーターを乗じて実質化し、資本ストックは有形固定資産額から土地・その他非償却対象有形固定資産を差し引いた値に総資本形成デフレーターを乗じて実質化した値を利用した<sup>8</sup><sup>9</sup>。また、労働投入量は総従業員数（有価証券報告書ベースの従業員数＋臨時雇用者数）に『毎月勤労統計調査』（厚生労働省）の産業別労働時間を乗じることで求めた。

(a) 式の両辺の対数を取り、整理すると TFP（自然対数値）は (b) 式のように表すことができる。したがって、生産関数を推定し、資本ストックと労働投入量の回帰係数を得れば、TFP（自然対数値）を算出することができる。

$$\ln A = \ln Y - \alpha \ln K - (1 - \alpha) \ln L \quad (b)$$

ただし、資本や労働などの生産要素と付加価値は同時性を持つことが古くから指摘されており、OLS では一致性推定量が得られない。こうした問題を解決するためには、分析者には観測不可能であるが経営者には観測可能な生産性に影響を与えるショックを統制する必要がある。Olley and Pakes[1996] は、設備投資額を生産性ショックの代理指標として、この問題に対処する推定手法を開発したが、設備投資を行っていない企業が分析サンプルに多く含まれる場合、この手法は利用できない<sup>10</sup>。そこで、Levinsohn and Petrin[2003] は、設備投資の代わりに光熱費や原材料費、中間投入などを生産性ショックの代理指標として利用する方法を考案した。本稿では、分析に利用するサンプルに設備投資額が欠損値となっている企業が多く存在するため、Levinsohn and Petrin[2003] の方法で、生産関数を推定し、TFP を算出した。なお、生産性ショックの代理指標として用いる中間投入量には、売上原価に販売費及び一般管理費を加えた値から人件費と減価償却費を差し引いた値を利用した。

<sup>8</sup> 具体的には、人件費および減価償却費として、販売費及び一般管理費中の「役員報酬」、「役員退職慰労、役員退職慰労引当金繰入額」、「役員賞与引当金繰入額」、「人件費・福利厚生費」、「減価償却費」、製造原価中の「労務費・福利厚生費」、「減価償却費」を利用した。

<sup>9</sup> 2つのデフレーターはいずれも『国民経済計算』（内閣府）から得た。

<sup>10</sup> Olley and Pakes[1996] の方法は、生産性の高い企業ほど分析サンプルに出現しやすいという問題にも対処している。

## 【参考文献】

- Becker, Gary [1971]. *The Economics of Discrimination* (2nd Edition). Chicago; University of Chicago Press.
- Chamberlain, Gary. [1982]. “Multivariate Regression Models for Panel Data,” *Journal of Econometrics*, 18(1), 5-46.
- Chamberlain, Gary. [1984]. “Panel Data,” Chapter 22 in Zvi Griliches and Michael D. Intriligator, eds., *Handbook of Econometrics*. Amsterdam; North Holland, 1247-1318.
- Kawaguchi, Daiji [2007]. “A Market Test for Sex Discrimination: Evidence from Japanese Firm-Level Data,” *International Journal of Industrial Organization*, 25(3), 441-460.
- Levinsohn, James and Amil Petrin [2003]. “Estimating Production Functions Using Inputs to Control for Unobservables,” *Review of Economic Studies*, 70(2), 317-341.
- Mundlak, Yair [1978]. “On the Pooling of Time Series and Cross Section Data,” *Econometrica*, 46(1), 69-85.
- Olley, G. Steven and Ariel Pakes [1996]. “The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Equipment,” *Econometrica*, 64(6), 1263-1297.
- Wooldridge, Jeffrey M. [2010]. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (2nd Edition), Cambridge, MA; MIT Press.
- 児玉直美・小滝和彦・高橋陽子 [2005] 「女性雇用と企業業績」『日本経済研究』、52号、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、55-67.
- Siegel, Jordan・児玉直美 [2011] 「日本の労働市場における男女格差と企業業績」、RIETI Discussion Paper Series、11-J-073.
- 山本勲 [2014] 「上場企業における女性活用状況と企業業績との関係—企業パネルデータを用いた検証—」、RIETI Discussion Paper Series、14-J-016.



## 第5章 CSR情報の開示・労務管理施策の実施が企業価値に与える影響

### 第1節 はじめに

日本における少子高齢化問題や労働者の働き方、メンタルヘルスに関する問題が取りざたされて久しい。これら問題を解決するうえで、女性の社会進出や、労働者のワーク・ライフ・バランスに対する取り組みの必要性が高まっている。

2012年に発足した第二次安倍内閣はデフレ経済脱却を目指し、「三本の矢」と言われる包括的な経済政策を推進してきた。その一連の経済政策の中で、第二次安倍内閣は、2015年に衆議院法会議で可決された「女性の職業生活における活躍の推進に関する法律」によって、女性の社会進出を促した。さらに2016年に閣議決定された「日本再興戦略 2016」で労働者のワーク・ライフ・バランスの改善を目指すとした。しかし、企業がこれら政策に対して積極的に取り組むためのインセンティブは何であろうか。特に企業が従事する労働者のワーク・ライフ・バランスを開示し、各種の労務管理施策を実施していることを明らかにするインセンティブは何であろうか。これらの問いに答える一つの方法は、企業による労務管理施策の開示・推進が企業の企業価値を上昇させるかを検証することである。

もしこのような企業の労務管理施策に関する情報開示や、労務管理施策の実施、女性労働者の積極的な活用が行われた結果、企業価値が上昇するのならば、企業は労務管理施策に関しての情報開示に積極的になるはずである。また、積極的な労務管理施策の実施や女性労働者の活用が行われるはずである。加えて、情報開示されている企業において、どのような労務管理施策の実施が企業価値を上昇させるのかが明らかになれば、企業は企業価値が上昇する労務管理施策を積極的に行うことになるだろう。

本研究は、企業の社会的責任に関する情報であるCSR (Corporate Social Responsibility) データと企業価値の関係性について、日本で上場している企業の財務データを用いて分析したものである。本研究では二段階による分析を行った。一段階目では、企業が労務管理施策をどの程度開示しているかを表す「情報開示スコア」を作成し、この「情報開示スコア」とトービンのQの関係性を分析した。もし企業が労務管理施策情報を株主に対して開示することで、企業が株主に評価されるのならば、企業価値であるトービンのQは上昇するはずである。二段階目として、労務管理施策情報を開示している企業を対象に、どのような労務管理施策を行うことが企業価値を高め得るのかを分析する。特に近年注目されている女性労働者の活用といった観点から、女性労働者比率をコントロールした上でトービンのQと各種の労務管理施策との関係を分析する。

企業価値とCSR情報の関係を詳細にサーベイした論文では遠藤(2018)がある。彼はFriede et al.(2015)が実施した、2000にも及ぶ論文のサーベイを踏まえ、1960年代から始まる企業の社会的責任に関する実証分析の調査を行った。その中で、営利法人企業において許容されているCSR活動は利潤獲得要因となるものと整合的であることを確認した。従っ

て、企業の CSR 活動が開示されるのならば、株主は企業を評価し、結果として企業価値が上昇するはずである。本稿では近年の日本において同様の関係がみられるのかを「情報開示スコア」を用いて分析する。すなわち、開示される情報が多いほど、企業価値であるトービンの Q が上昇するかの確認を行う。実際に首藤・竹原(2007)では、パブリックリソースセンターが実施している「企業の社会性に関する調査」の結果を用いて、企業の CSR 情報開示と利潤率、企業価値の関係を分析した。その結果、CSR 情報を積極的に開示している企業と開示していない企業では、ROA やトービンの Q が高い傾向にあることを見出している。

「情報開示スコア」の作成は、Bloom and Van Reenen(2007)が経営理念や戦略などを包括的に評価し分析を行ったものを参考にして行う。近年、日本においてスコアを作成し分析したものとしては、例えば Kawakami and Asaba(2015)がある。彼らは、経済産業研究所の「日本における無形資産研究」で行われた「無形資産に関するインタビュー調査」の結果をもとに経営管理スコアを作成した<sup>1</sup>。彼らはこの経営管理スコアが高い企業ほど企業価値が高い関係にあるのかを検証した。その結果、人的資本に関するスコアは企業価値を高めているものの、組織管理に関するスコアと企業価値との関係は明確に見出すことができなかった。彼らの分析ではインタビュー調査に基づいているが、無回答に関する評価は行っていない。本稿では、情報開示の有無を分析対象としているので、無回答項目も考慮して「情報開示スコア」の作成を行った。スコア化する指標は、「CSR 企業総覧」にて掲載されている、「労務管理施策」に関する項目である。

近年「女性活用」や「ワーク・ライフ・バランス」に関する議論が活発に行われていることは先述した通りであるが、「CSR 企業総覧」にはこれら議論に関連する項目がある。たとえば「女性活用」では、役職階級毎の女性労働者比率があり、また「ワーク・ライフ・バランス」では、「有給取得率」や「育児休暇取得率」に関する指標が掲載されている。「労務管理施策」は実施の有無のみの指標であるが、これら「女性活用」と「ワーク・ライフ・バランス」は、実施状況を測る有益な指標となり得る。そのため、本研究ではこれらの指標を用いることで、実施状況の実状と企業価値との関係を確認する。

女性活用と企業のパフォーマンスに関するものとして、伝統的な Becker(1971)の「使用者差別の仮定」がある。これは企業が、もし雇用段階において女性を差別し積極的な採用を行わないならば、女性労働者は供給超過となる。その結果、女性労働者の賃金は低下し、男女間に賃金差が生じることになる。このような状況下では、企業が積極的に女性労働者を雇用すると、男女間の賃金差をそのまま差益として享受することができることになり、企業の利潤が同数の男性を雇用した場合よりも上昇する。従って企業価値が上昇すると考えられる。

日本における女性に対する「使用者差別」を検証した論文は、例えば児玉・小滝・高橋(2005)がある。彼女らは「企業活動基本調査」の個票データを用いて、プーリングモデル分析と固定効果分析を行い、比較した。その結果、女性正社員比率と企業の利潤率との関係

<sup>1</sup> 「無形資産に関するインタビュー調査」に関しては、宮川他編(2016)に詳しい。

には正の相関がみられるものの、時間不変な企業固定の要因を取り除いた固定効果分析では明確な関係を観察することができなかった。このことから、彼女らは日本においては「使用者差別」仮説ではなく、企業固有の要因が女性労働者を決定していることを示した。山本(2014)では、東洋経済新報社の「CSR 企業調査」と日経 NEEDS に収録されている企業財務データを用いて、パネルデータを作成し分析を行っている。その結果、正社員女性労働者比率が高いほど利益率が高い関係にあることが示された。また中途採用が多い企業やワーク・ライフ・バランスに積極的な企業では、女性労働者比率が顕著に企業業績に影響を与えることを示した。

ワーク・ライフ・バランスや労務管理施策と企業業績の関連に関する研究では、たとえば阿部(2007)がある。彼は企業による女性労働者の採用と労務管理施策が生産性にどのような影響を及ぼしているのかの検証を行った。データには労働政策研究・研修機構(JILPT)が2006年6月から7月にかけて実施した「仕事と家庭の両立支援にかかわる調査」の結果を利用しており、クロスセクション分析を行っている。その結果、積極的に女性労働者の活用を行っており、かつワーク・ライフ・バランスを推進している企業において生産性が高い傾向がみられた。一方で女性労働者に対して理解が不足している企業では、同業他社と比較して、生産性が有意に低い傾向がみられた。

本稿の結論を簡単に述べておく。企業の労務管理施策の開示状況を測る「情報開示スコア」を用いたプーリングモデル分析では、「情報開示スコア」が高い企業ほど、企業価値を表すトービンのQが高い傾向が観察された。しかし、時間不変の企業固有の要因を取り除いた固定効果分析では、「情報開示スコア」とトービンのQの関係はほとんど観察されなかった。一方で労務管理施策の実施状況を含めた「開示実施スコア」が中程度のグループでは、「開示実施スコア」が高いほどトービンのQが低下するといった現象が観察された。プーリングモデルを用いた労務管理施策の実施と企業価値の分析では、女性労働者比率が高い企業ではトービンのQが高い傾向がみられた。またいくつかの労務管理施策の実施を行っている企業ではトービンのQが高い傾向がみられた。一方で固定効果分析の結果では、労務施策の実施がトービンのQを上昇させているとは言えなかった。しかし、「サテライトオフィス」の設置や「人事評価情報の本人への開示」を行っている企業ではトービンのQが上昇することが確認された。また「国内への留学」の実施を行っている企業ではトービンのQが低下することが明らかとなった。以上から、労務管理施策に関する情報開示を積極的に行っていることとトービンのQが高いことは、企業固有の要因であると考えられる。さらに、労務人事施策を開示している企業において、「サテライトオフィス」の設置や「人事評価情報の本人への開示」、「国内留学」を除き、女性労働者比率や各労務管理施策と企業価値の間に明確な関係を見出すことはできなかった。

最後に本稿の構成を述べておく。第2節では本稿の分析で用いたデータについての紹介を行う。第3節では第2節で作成したデータセットを用いてファクトファインディングを行う。

第4節では、ファクトファインディングを踏まえてプーリングモデルと固定効果モデルで分析を行う。第5節では本研究を総括し、研究の課題と今後の展望を述べて結びとする。

## 第2節 データ

本研究で扱うデータは、企業の財務データと CRS のデータに基づく。日経バリューサーチ<sup>2</sup>に掲載されている日本で上場している株式会社の財務データを用いる。この財務データの期間は、2009年度から2016年度までの8期間である。また CSR データは東洋経済新報社の CSR 企業総覧<sup>3</sup>を用いており、財務データとマッチングを行った。

本稿の分析では、まず企業価値を表す変数として、株式時価総額に負債総額を加え、総資産で除したトービンの  $Q$ <sup>4</sup> を作成した。トービンの  $Q$  を用いる理由としては、企業が回答した労務管理施策が、企業価値に与える影響を見るためである。もし、労務管理施策の情報開示や実施が株主による企業評価につながるのならば、トービンの  $Q$  は上昇するはずである。なお、トービンの  $Q$  は自然対数値にしたものを用いる。

また、企業の財務指標に関する変数として、負債総額を資本で除した「負債比率 (debt)」の自然対数値を用いた。

CSR 項目として、まず「女性労働者比率」が挙げられる。女性労働者比率は女性従業員数を従業員数で除した値を用いる<sup>5</sup>。また、30歳未満と30歳以上の労働者毎に同様の女性労働者比率を作成した。女性労働者比率と企業価値の関係を分析することで、女性活躍の程度が企業価値に与える効果を考察する。さらに全管理職に占める女性労働者の割合を表す「女性管理職比率」、うち部長以上に占める女性労働者比率を「部長以上女性管理職比率」、全役員に占める女性役員の割合を「女性役員比率」、全執行役員に占める女性役員の割合を「女性執行役員比率」とした。

CSR 企業総覧では、法律で定められた産休<sup>6</sup>以外に、企業が「産前」の休暇、「産後」の休暇の取得を追加的に認めているかの調査がなされている。育児休暇に関しては、女性労働者の育児休暇だけではなく、男性労働者の育児休暇取得も調査されている。「育休産休比率」は産休取得者数に対して育児休暇取得者の比率を計算した<sup>7</sup>ものであり、「育休男性比率」は

<sup>2</sup> 日経バリューサーチは、上場企業と未上場企業の財務データや企業情報を取り扱っているデータベースである。

<sup>3</sup> 「CSR 企業総覧」は全上場企業と一部の主要な未上場企業を対象として、毎年6月に調査票を送付し、10月までに調査を行っている。回答は1200社以上を得ている。

<sup>4</sup> 一般に株式時価総額に負債総額を加えて総資産で除したものを「トービンの平均  $Q$ 」という。トービンの  $Q$  が1よりも大きければ、企業の評価価値（将来収益）は企業の総資産（再取得価格）よりも高いことを表しているため、投資が有利であると考えられる。すなわち、総資産を再取得する費用よりも収益が上回ることを意味している。なお、限界  $q$  については作成が困難であるため本稿では取り扱っていない。

<sup>5</sup> 企業によっては従業員には正社員だけではなく常用の非正規社員も含まれている可能性がある。

<sup>6</sup> 法律で定められた産休は、産前6週間（多胎妊娠では14週間）、産後8週間。また育児休暇は最長で18ヶ月である。産休に関しては、産前、産後に追加で休暇を認める企業が存在するが、法律で定められた産休はすべての企業で行われている。従って追加で認める企業と法定実施の企業での比較にした。

<sup>7</sup> 「育休産休比率」の平均が1を超えるのは、前期に産休を取得し、今期に育児休暇を取得していることや、男性労働者の育児休暇取得によるものである。



育児休暇取得者に占める男性労働者の割合を計算したものである。

「有給取得率」は有給付与日数で有給取得日数を除したものである。この有給取得率が1に近いほど、労働者のワーク・ライフ・バランスが実現されていると考えられる。

また、CSR企業総覧では上記の労務管理施策以外に、「短時間労働」の実施や、「裁量労働制」の実施、「サテライトオフィス」の設置や「ワークシェアリング」の実施などの働き方に関する実施項目や、労働者本人への「人事評価の開示」、職場の「満足度調査」、希望ポストへの配置を志望する「社内公募制」の実施、専門的知識を学ぶための国内外への「留学」などの取り組みも調査がなされている。さらに、労働者の精神面へのケアを行うなどといった「メンタルヘルス」対策に関して専門部署の設置を行っているかといった調査もなされている。これらの調査項目と企業価値を表す指標であるトービンのQの関係や、女性活用を表す指標として「女性労働者比率」を用いた分析をしていく。

なお、データは、トービンのQの自然対数値と女性労働者比率はばらつきが大きいため、それぞれ平均±3標準偏差以内のデータのみを取り扱うことにする。また、労務管理施策の実施を表す指標は、ダミー変数であるが、「実施している」と回答した企業では1を、「実施していない」と回答している企業では0をとる。無回答の場合は欠損値となっている。

作成した企業のトービンのQの自然対数値、負債比率の自然対数値と各女性労働者比率、労務管理施策実施ダミーに関する記述統計量は図表5-1の通りである。

図表 5-1 記述統計量

|                            | 変数名          | 観測数   | 平均        | 分散        |
|----------------------------|--------------|-------|-----------|-----------|
|                            | lnQ          | 3,622 | 0.0168606 | 0.2991259 |
|                            | lnDebt       | 3,619 | 4.677021  | 0.8889636 |
| -----                      |              |       |           |           |
| 女<br>性<br>活<br>用           | 女性労働者比率      | 3,622 | 0.1817738 | 0.1078146 |
|                            | 女性管理職比率      | 3,400 | 0.0341818 | 0.0507427 |
|                            | 部長以上女性管理職比率  | 3,319 | 0.0145656 | 0.0380621 |
|                            | 女性役員比率       | 3,378 | 0.0143005 | 0.0380621 |
|                            | 女性執行役員比率     | 2,561 | 0.0110776 | 0.0496318 |
|                            | 30歳未満女性労働者比率 | 3,004 | 0.2527541 | 0.1641822 |
|                            | 30歳以上女性労働者比率 | 3,010 | 0.1585108 | 0.0942238 |
| -----                      |              |       |           |           |
| ワーク                        | 有給取得率        | 3,278 | 0.5337437 | 0.185871  |
| ライフ                        | 育休産休比率       | 2,934 | 1.384653  | 1.048387  |
| バランス                       | 育休男性比率       | 2,931 | 0.078996  | 0.1538763 |
| -----                      |              |       |           |           |
| 労<br>務<br>管<br>理<br>施<br>策 | 産前           | 3,622 | 0.1474324 | 0.3545854 |
|                            | 産後           | 3,622 | 0.149365  | 0.3564971 |
|                            | 育児等再雇用       | 3,258 | 0.3646409 | 0.4814032 |
|                            | 児童補助         | 3,622 | 0.2879625 | 0.452876  |
|                            | 事業所内育児       | 3,622 | 0.0767532 | 0.2662362 |
|                            | 短時間労働        | 3,257 | 0.8845563 | 0.3196057 |
|                            | 裁量労働制        | 3,171 | 0.2841375 | 0.4510738 |
|                            | サテライト        | 3,232 | 0.0949876 | 0.2932432 |
|                            | ワークシェアリング    | 3,230 | 0.0498452 | 0.2176587 |
|                            | 人事評価開示       | 3,125 | 0.80224   | 0.3983739 |
|                            | 満足度調査        | 3,115 | 0.5274478 | 0.4993262 |
|                            | 社内公募         | 3,236 | 0.5210136 | 0.4996354 |
|                            | 国内留学         | 3,232 | 0.4028465 | 0.4905463 |
|                            | 国外留学         | 3,236 | 0.4746601 | 0.4994346 |
|                            | メンタルヘルス      | 3,622 | 0.2871342 | 0.4524872 |
|                            | 情報開示スコア      | 3,622 | 16.70514  | 5.55893   |
|                            | 開示実施スコア      | 3,622 | 11.8603   | 3.010307  |

### 第3節 ファクトファインディング

本節では、2節で紹介したデータや項目を用いて、どのような企業においてトービンのQや女性労働者比率が高いのかを分析する。特に、労務管理施策の開示や実施との関係を描写することで、労務管理施策ごとの特徴を調べていく。

#### 1 企業による労務管理施策の情報開示スコアとトービンのQ、女性労働者比率の関係

企業が行っている労務管理施策や経営管理施策に関する分析において用いられてきたものに、アンケート回答状況を定量化したスコア化がある。既述の通り、質問に対して回答した内容で点数を与えることでスコアの作成を行う。本稿では、CSR企業総覧において企業が労務管理施策の開示有無と実施有無を用いてスコアを作成する<sup>8</sup>。作成したスコアは、開示の有無を集計した「情報開示スコア」と、開示の有無と実施の有無でスコア化した「開示実施スコア」の二つである。

「情報開示スコア」は、企業がある労務管理施策の実施有無について、情報開示していなければ0点、情報開示していれば施策の実施有無を問わず1点を与え、その合計値を用いる。

もう一つのスコアである、「開示実施スコア」は、各種の労務管理施策情報を企業が開示していない場合は0点、開示しているが実施していない場合は1点、開示していて実施している場合は2点を与え、スコアの算出を行った。なお両スコアの値は、各施策の点数を合計したものをそのまま用いるのではなく、合計値を年ごとに平均0、分散1に基準化したものを用いる<sup>9</sup>。なお基準化する前の両スコアの記述統計量は図表5-1に併記してある。

従って、「情報開示スコア」が高いほど、企業は労務管理施策に関して情報開示を行っており、「開示実施スコア」が高いほど、実際に労務管理施策を公表し、実施していることを表していると考えられる。このため、企業の労務管理施策に関する情報開示が株主によって評価されるのならば、スコアが高いほどトービンのQは高くなると考えられる。

図表5-3は、この「情報開示スコア」とトービンのQの自然対数値との関係を散布図により描写したものである。図表5-2から「-3から-1」までの範囲で低い開示スコアの企業グループと、「-1以上」の範囲にある開示度が高いグループに分かれていることがわかる。このままではトービンのQとの関連が分析しにくいので、「低スコア」グループと「高スコア」グループで区間を半分に分割し、箱ひげ図によってトービンのQとの関係を描写したもの

<sup>8</sup> CSR企業総覧では、企業ごとに人材活用に関する得点や環境投資の得点、企業統治に関する得点、社会性に関する得点、財務指標に関する得点を開示しているが、これら得点が存在するのは回答率が高い上位500社であり、また採点方法が不明であるため、分析では問題がある。そのため本稿の分析では用いらず、独自に採点を行った。また「無回答」が「開示しているが実施していない」よりも劣っているかどうかは不明である。そこで、開示の有無だけをスコア化した「情報開示スコア」で開示していることと無回答であることとの関係の確認を行っている。

<sup>9</sup> スコアには年ごとに値にばらつきがあると考えられるので、基準化には、各年の平均値( $\overline{score_t}$ )と分散( $\sigma_t$ )を算出し、

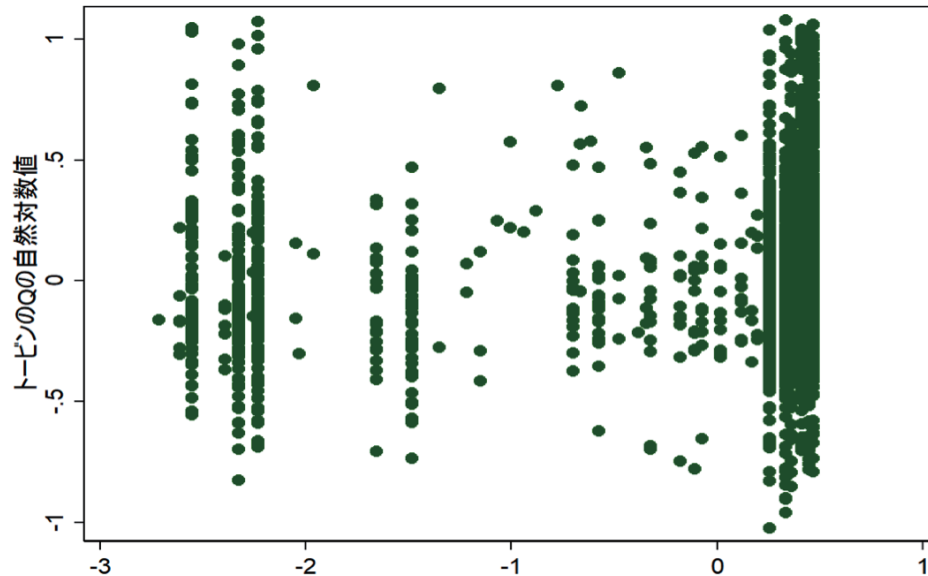
$$score_{it}' = \frac{(score_{it} - \overline{score_t})}{\sigma_t}$$

によって計算した。なお、基準化したスコアは-3以上、3以下の値のみを用いる。



が図表 5-3 である。

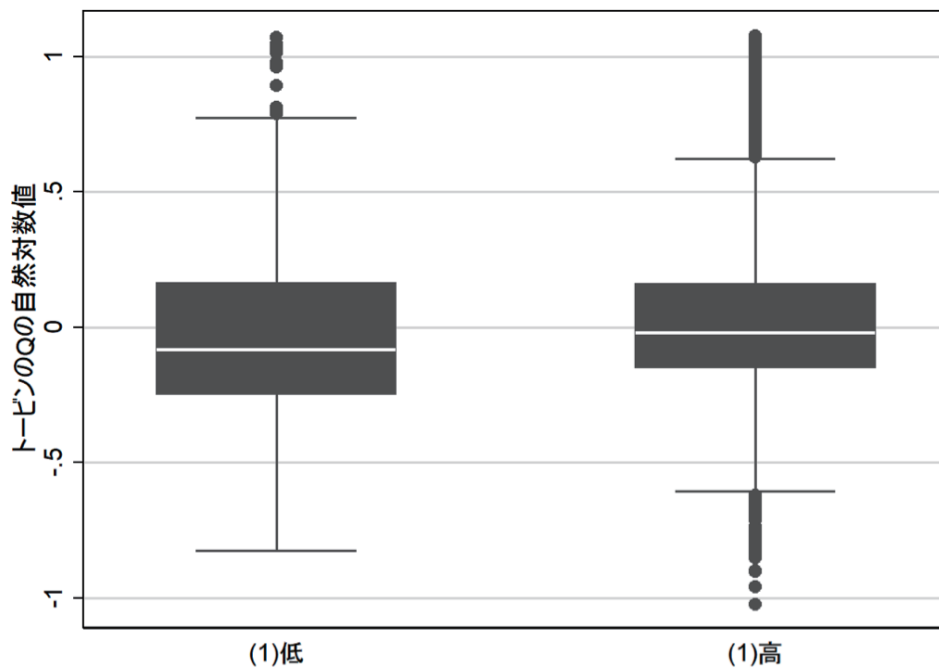
図表 5-2 トービンの Q の自然対数値と「情報開示スコア」の関係



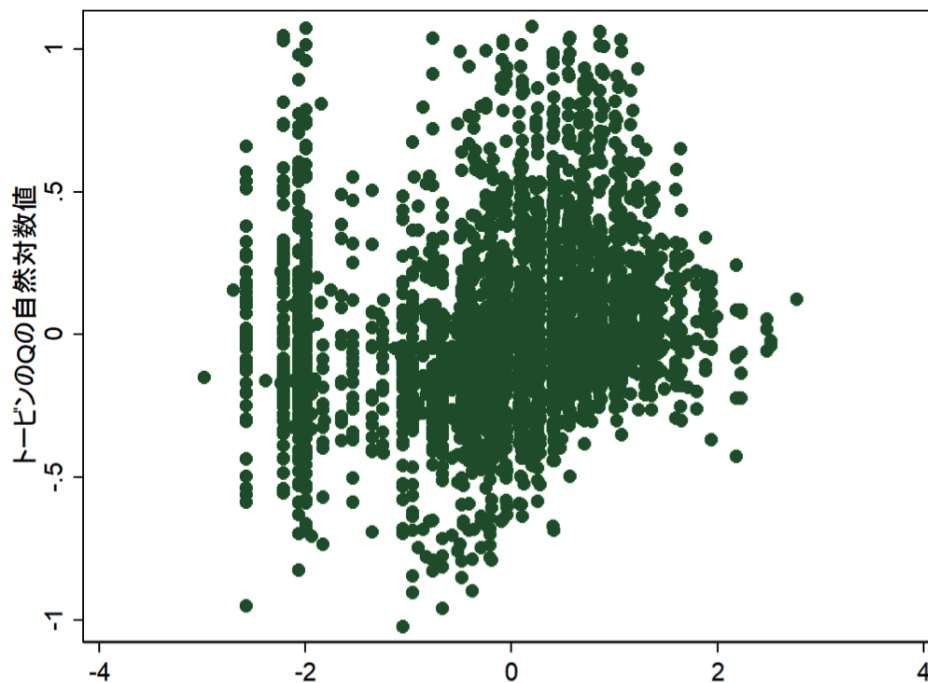
ここから、「低スコア」グループよりも「高スコア」グループのほうが、自然対数値に変換したトービンの Q の中央値が 0 に近い、従ってトービンの Q の中央値は 1 に近いことがわかる。

次に、各種施策の実施有無も考慮した、「開示実施スコア」との関係を見てみることにする。図表 5-4 は、「開示実施スコア」とトービンの Q の自然対数値の関係を散布図により描写したものである。図表から、区間を三分割した、「-3 から -1 (低スコア)」、「-1 から 1 (中スコア)」、「1 から 3 (高スコア)」の範囲ごとに分布の特徴がみられる。「低スコア」グループではトービンの Q の自然対数値と開示実施スコアの間には負の相関がみられる。「中スコア」グループでは、トービンの Q の自然対数値と開示実施スコアの間には正の相関が観測される。「高スコア」グループではトービンの Q の自然対数値と開示実施スコアの間には負の相関が観察される。実際に相関係数を求めてみると、「低スコア」では  $-0.1416$ 、「中スコア」では  $0.2717$ 、「高スコア」では  $-0.1353$  であった。

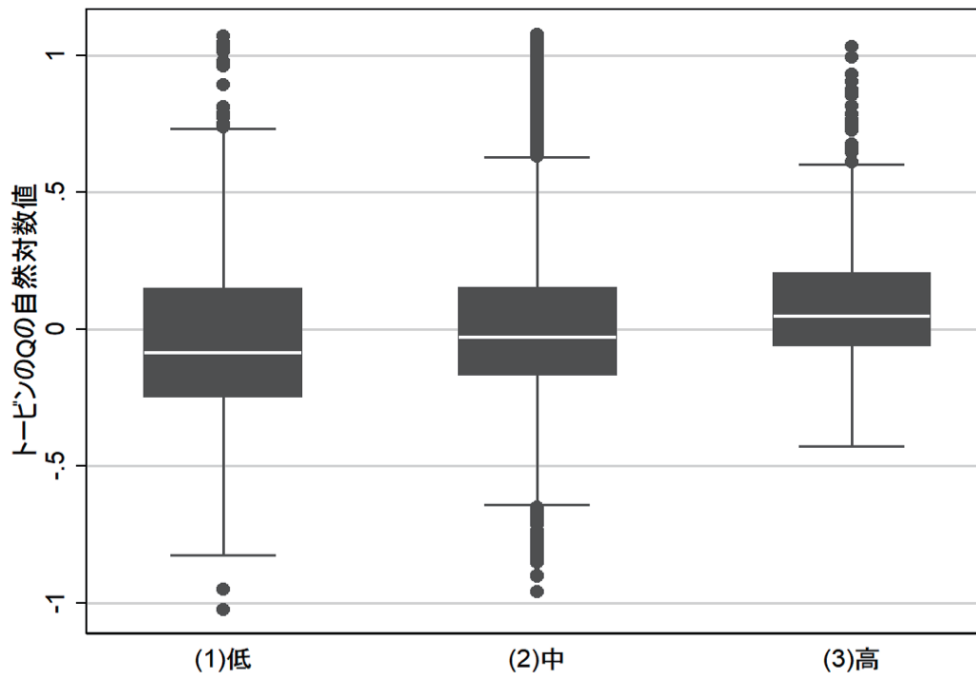
図表 5-3 トービンのQ 自然対数値とグループごとの「情報開示スコア」の関係



図表 5-4 トービンのQ の自然対数値と「開示実施スコア」の関係



図表 5-5 トービンの Q の自然対数値とグループごとの「開示実施スコア」の関係



図表 5-5 は、区間で三分割した「低スコア」「中スコア」「高スコア」ごとにトービンの Q の自然対数値の分布を箱ひげ図で描写したものである。

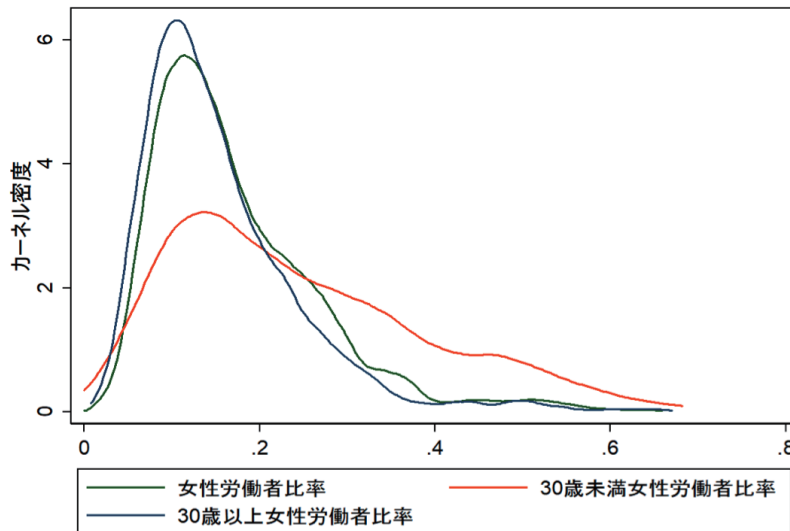
明らかに、「低スコア」グループよりも「中スコア」グループのほうが、「中スコア」グループよりも「高スコア」グループのほうがトービンの Q の自然対数値が上昇していることがわかる。特に「高スコア」グループではトービンの Q の自然対数値の中央値が 0 を超えており、高い水準にあると言える。

## 2 各種施策とトービンの Q・女性労働者比率の関係

3. 1 節では、企業の「情報開示スコア」と「開示実施スコア」を用いることで、トービンの Q の自然対数値と企業の労務管理施策の情報開示との関係を描写してきた。本節では情報開示を行っている企業を対象にして、どのような労務管理施策を行っている企業においてトービンの Q や女性労働者比率が高いのかの分析を行う。

図表 5-6 は女性労働者比率と、30 歳未満女性労働者比率、30 歳以上女性労働者比率のカーネル密度分布を描写したものである。

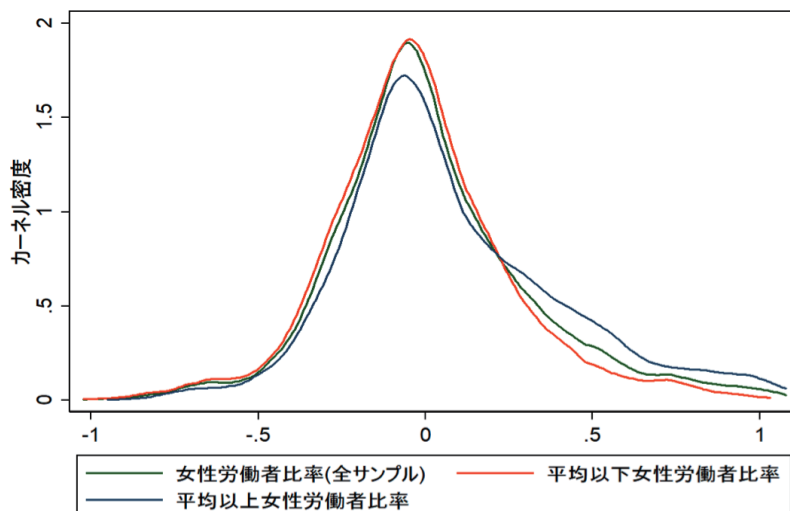
図表 5-6 女性労働者比率のカーネル密度分布



図表 5-6 を見てみると、いずれの女性労働者比率についても 0.1 から 0.2 の間に企業が集中していることが分かる。しかし、女性労働者比率と 30 歳以上女性労働者比率は同じような分布の形状をしているが、30 歳未満女性労働者比率では大きく異なり、裾野が厚い形状となっている。このことから、30 歳未満女性労働者の比率は高い企業が多くあるものの、30 歳以上女性労働者比率では平均女性労働者比率と同じ水準まで低下していると言える。

図表 5-7 は、トービンの  $Q$  の自然対数値と、女性労働者比率が平均以上の企業におけるトービンの  $Q$  の自然対数値と、平均以下の企業におけるトービンの  $Q$  の自然対数値を描写したものである。

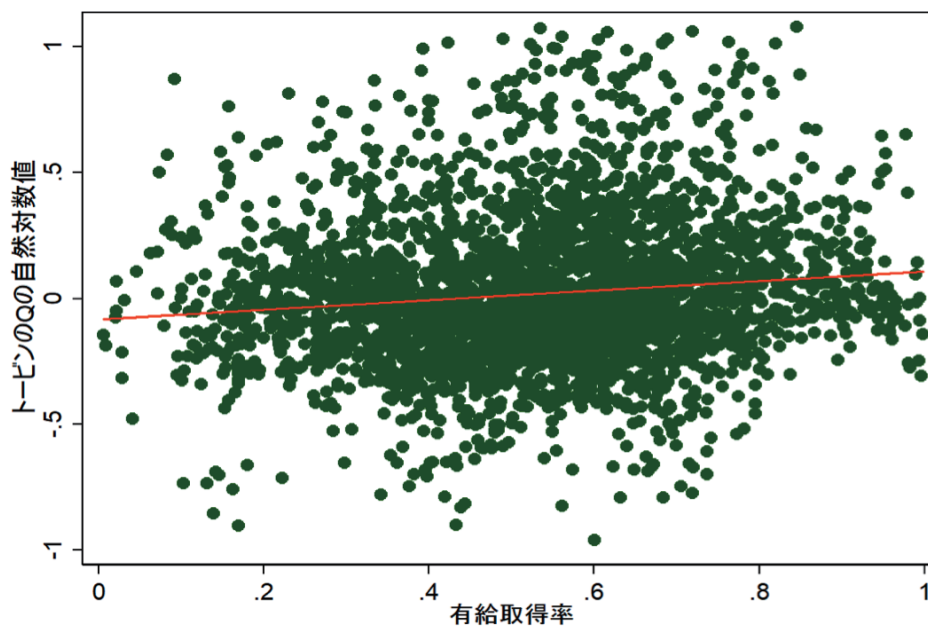
まず、どの分布もゼロ近傍に企業が集中していることがわかる。これは多くの企業でトービンの  $Q$  が均衡状態にあることを示している。

図表 5-7 女性労働者比率ごとのトービンの  $Q$  の自然対数値

次に、平均以上女性労働者比率のグループと平均以下女性労働者比率のグループを見てみると、平均以下女性労働者比率のグループでは左側の裾野がやや厚いことが分かる。これは、女性労働者比率が低い企業ではトービンの  $Q$  の自然対数値が低い傾向にあることを示している。一方で、平均以上女性労働者比率のグループでは、右側の裾野が厚いことが分かる。このことから平均よりも高い女性労働者比率を有する企業ではトービンの  $Q$  の自然対数値が高い傾向にあり、企業パフォーマンスが良好である可能性が指摘できる。

ここでワーク・ライフ・バランスの変数として考えられる有給取得率とトービンの  $Q$  の自然対数値の関係も見ておく。図表 5-8 は、トービンの  $Q$  の自然対数値と有給取得率の関係を散布図によって描写したものである。なお、図表中の直線はトービンの  $Q$  の自然対数値と有給取得率の回帰直線<sup>10</sup>である。図表 5-8 からこれらに変数の間には正の相関があることが分かる。すなわち、有給取得率が高いほどトービンの  $Q$  の自然対数値が高い傾向にあることが見て取ることができる。これは、有給取得率が高いことはワーク・ライフ・バランスが実現され、労働者の生産性が高まり、その結果、企業のパフォーマンスがよく、トービンの  $Q$  の自然対数値が高かった可能性が指摘できる。

図表 5-8 トービンの  $Q$  の自然対数値と有給取得率の関係



これまではトービンの  $Q$  の自然対数値と女性労働者比率、有給取得率の関係を分布から見てきた。ここからは、企業の労務管理施策とトービンの  $Q$  の自然対数値または女性労働者の雇用状況という観点から分析をしていくことにする。

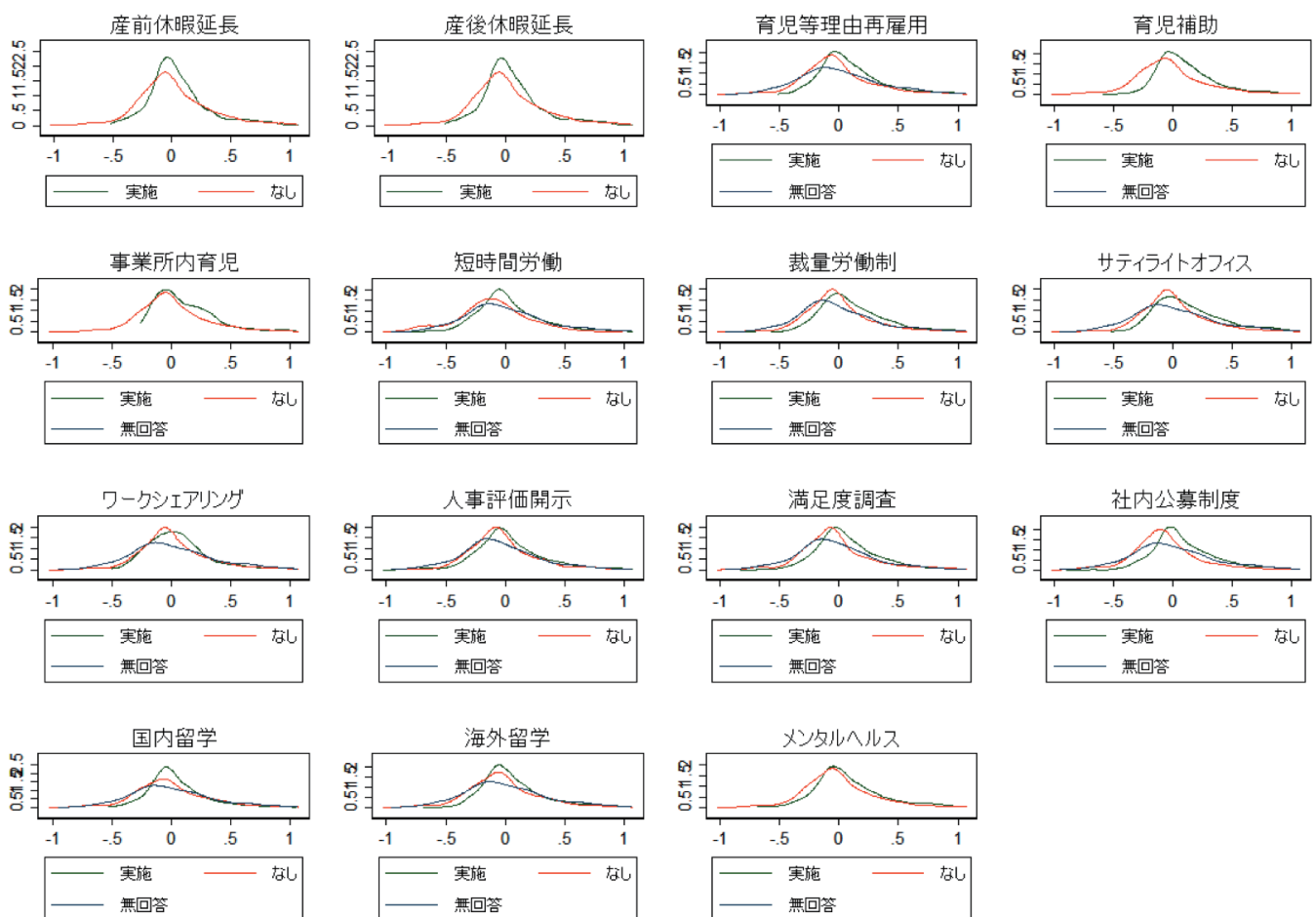
図表 5-9 は、トービンの  $Q$  の自然対数値と企業による各労務管理施策の実施有無、そして無回答企業ごとによる関係をカーネル密度分布で描写したものである。

<sup>10</sup> 有給取得率の係数(標準誤差)は0.203(0.029)であり、決定係数(自由度調整済み)は0.0176(0.0172)であった。

まず、「産前」と「産後」の休暇延長制度をしてみる<sup>11</sup>。実施している企業グループでは、左側の裾野が薄く、右側の裾野が厚い。このことから産休延長を行っている企業ではトービンのQの自然対数値が高い企業が多い傾向にあると考えられる。

「育児理由等再雇用」では、実施している企業の方が左側の裾野が薄く、右側の裾野が厚い分布となっており、かつ分布の中心も0に近い。また無回答企業では分布はつぶれ、左側にシフトしている。従って開示しており、実施している企業の方がトービンのQの自然対数値は高い傾向にあると言える。

図表 5-9 各労務管理施策の実施有無とトービンのQの自然対数値のカーネル密度分布



<sup>11</sup> これらの施策において無回答企業は、法定産休を実施したうえで、追加的な産休を実施していないことを意味しており、実施なしと同じ意味であるため省略した。

「児童補助」を実施している企業の分布が右側にあること、また左側の分布が薄いことからトービンの  $Q$  の自然対数値が高い企業が多いことが分かる。「事業所内育児」では、実施している企業の右側の裾野が厚い。そのため、実施している企業ではトービンの  $Q$  の自然対数値が高いと言える。

「短時間労働」を実施している企業では、分布の中心が実施していない企業と比較してゼロ付近に近いことが分かる。「短時間労働」に関しては、無回答企業では「実施していない」と回答した企業よりも分布が潰れている。また「裁量労働制」でも、同様の傾向が見て取れるが、無回答企業では分布は潰れ、左側にシフトしていると言える。「サテライトオフィス」の設置では右側の裾野が厚く、また無回答企業では分布はつぶれ左側にシフトしている。このことは「ワークシェアリング」でも同様であった。これら労働時間・量に関する労務管理施策では、実施している企業の方がトービンの  $Q$  の自然対数値が高い傾向にあることが読み取れる。また無回答企業においては、分布は潰れ左側にシフトしていることから、開示しておりかつ実施している企業ではトービンの  $Q$  の自然対数値が高い傾向があるが、無回答の企業ではトービンの  $Q$  の自然対数値が低い傾向にあると言える。

「人事評価の開示」では、実施している企業の方がしていない企業と比較して、分布がわずかながら右側にシフトしていることが分かる。また「満足度調査」と「社内公募制度」を実施している企業では、していない企業と比較して大きく右側にシフトしていることが分かる。さらにこれらの労務管理施策で無回答の場合、それぞれ分布は左側にシフトしている。従って、これら労務管理施策においても、開示し実施している企業の方がトービンの  $Q$  の自然対数値は高い傾向にあると言える。

「国内留学」と「海外留学」では実施している企業の方がどちらも左側の裾野が薄く、右側の裾野が厚いことが分かる。また、無回答としている企業ではトービンの  $Q$  の自然対数値が低い傾向にあることが示された。

最後に「メンタルヘルス」対策の専門部署を設置している企業の方が左側の裾野が薄く、右側の裾野が若干ではあるが厚いことが分かる。

以上から、これら労務管理施策を実施していると開示している企業の方が、実施していないと開示している企業と比較して、トービンの  $Q$  の自然対数値が高い傾向にあることが見て取れた。さらに、無回答として開示していない企業では全体的にトービンの  $Q$  が低い傾向にあることが見て取れた。

これまではトービンの  $Q$  の自然対数値と各種労務管理施策の実施有無及び無回答との分布を調べてきた。次に女性労働者比率とこれら労務管理施策の実施有無の間にはどのような関係があるのかを、同様に分布を用いて調べてみることにする。

図表 5-10 は、労務管理施策の実施有無ごとに女性労働者比率のカーネル密度分布を描写したものである。

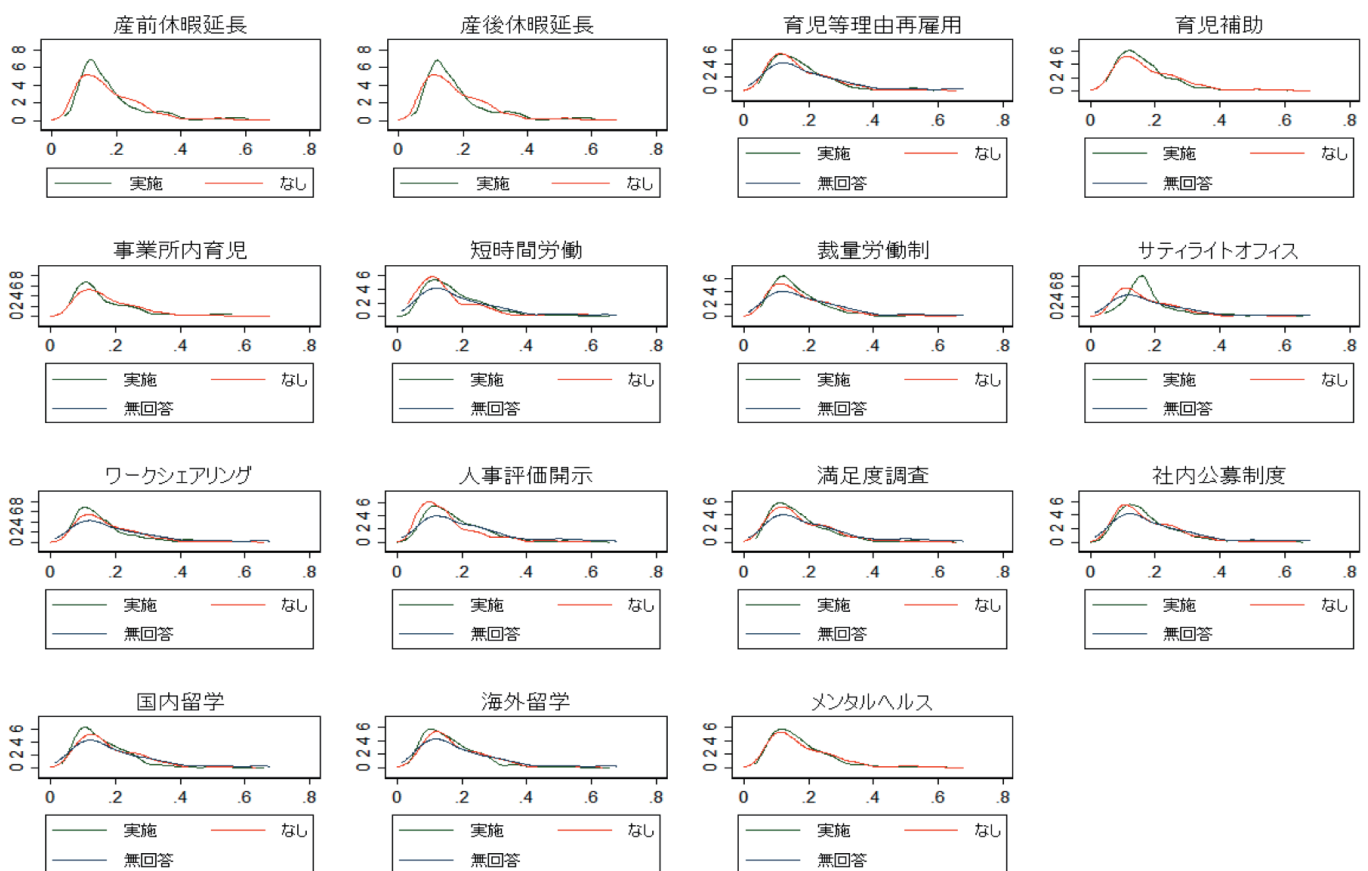
女性労働者比率のカーネル密度分布はトービンの  $Q$  の自然対数値の分布と比較して明確



な違いがあると言えないものが多い。例えば、「産前」、「産後」休暇の延長制度や「育児等理由再雇用」制度、「育児補助」制度である。一般にこれらの労務管理施策は女性労働者が企業で働きやすくなるものとして考えられてきたが、実際には女性労働者比率が高まっているとは言えない。

一方で、「短時間労働」や「サテライトオフィス」では、実施している企業グループの方がしていない企業グループよりも女性労働者比率が高い傾向にあると言える。

図表 5-10 各労務管理施策の実施有無と女性労働者比率のカーネル密度分布



## 第4節 分析モデル

### 1 スコアとトービンのQの関係

まず、トービンのQの自然対数値と「情報開示スコア」、「開示実施スコア」の関係をPooled OLSを用いて分析を行う。「情報開示スコア」では(1)全サンプル、(2)低スコアグループ、(3)高スコアグループごとの分析を行った。「開示実施スコア」では、(1)全サンプル、(2)低スコアグループ、(3)中スコアグループ、(4)高スコアグループごとの分析を行った。推定結果は図表5-11の通りである。「情報開示スコア」では、全スコアでの分析においては、スコアの係数は正で有意である。このことから、スコアが高いとトービンのQの自然対数値が高い傾向にあると言える。しかし、低スコアと高スコアでは、係数は負であり有意ではない。従って、低スコアと高スコアで分割した場合においてはトービンのQの自然対数値とスコアの間には明らかな傾向は観察されなかった。

図表5-11 スコアを用いた分析 (Pooled OLS)

|          | 情報開示スコア              |                     |                      | 開示実施スコア              |                      |                      |                      |
|----------|----------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|          | 全スコア                 | 低スコア                | 高スコア                 | 全スコア                 | 低スコア                 | 中スコア                 | 高スコア                 |
| スコア      | 0.022***<br>(0.006)  | -0.017<br>(0.054)   | -0.019<br>(0.034)    | 0.047***<br>(0.005)  | -0.040<br>(0.053)    | 0.144***<br>(0.014)  | -0.032<br>(0.033)    |
| Indebt   | 0.027***<br>(0.007)  | 0.039*<br>(0.022)   | 0.029***<br>(0.007)  | 0.025***<br>(0.007)  | 0.055***<br>(0.016)  | 0.038***<br>(0.008)  | -0.079***<br>(0.018) |
| Const.   | -0.152***<br>(0.042) | -0.426**<br>(0.166) | -0.138***<br>(0.043) | -0.148***<br>(0.041) | -0.512***<br>(0.133) | -0.206***<br>(0.046) | 0.524***<br>(0.119)  |
| 年次/産業ダミー | Yes/Yes              | Yes/Yes             | Yes/Yes              | Yes/Yes              | Yes/Yes              | Yes/Yes              | Yes/Yes              |
| F-value  | 26.88                | -                   | 25.52                | 30.2                 | -                    | 24.54                | 24.74                |
| R2       | 0.1933               | 0.2982              | 0.1966               | 0.2079               | 0.2781               | 0.2339               | 0.3662               |
| obs      | 3,536                | 388                 | 3,148                | 3,600                | 500                  | 2,582                | 518                  |

(注) \*は10%、\*\*は5%、\*\*\*は1%有意水準をそれぞれ表す。括弧内の数値はHeteroskedasticity-robust標準誤差である。

「開示実施スコア」では、全スコアにおいて係数は有意に正であった。このことから情報を開示し、各施策の実施度合いが高い企業ではトービンのQの自然対数値が高い傾向にあると言える。中スコアでは係数は同様に有意に正であり、スコアが高いとトービンのQの自然対数値が高い傾向にあると言える。しかし、低スコアと高スコアでは負であり有意ではなく、中スコアの場合のような関係は見られなかった。

図表 5-12 スコアを用いた分析（固定効果分析）

|           | 情報開示スコア              |                   |                      | 開示実施スコア              |                      |                      |                   |
|-----------|----------------------|-------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-------------------|
|           | 全スコア                 | 低スコア              | 高スコア                 | 全スコア                 | 低スコア                 | 中スコア                 | 高スコア              |
| スコア       | -0.002<br>(0.005)    | 0.065<br>(0.065)  | -0.029<br>(0.026)    | -0.011<br>(0.007)    | -0.043<br>(0.061)    | -0.041*<br>(0.023)   | -0.009<br>(0.067) |
| Indebt    | 0.046**<br>(0.019)   | 0.124<br>(0.103)  | 0.044**<br>(0.020)   | 0.045**<br>(0.020)   | 0.262***<br>(0.081)  | 0.060***<br>(0.023)  | -0.023<br>(0.049) |
| Const.    | -0.288***<br>(0.091) | -0.459<br>(0.471) | -0.289***<br>(0.095) | -0.293***<br>(0.096) | -1.526***<br>(0.447) | -0.368***<br>(0.110) | 0.149<br>(0.298)  |
| 年次ダミー     | Yes                  | Yes               | Yes                  | Yes                  | Yes                  | Yes                  | Yes               |
| within    | 0.1912               | 0.2108            | 0.1902               | 0.1871               | 0.2852               | 0.1935               | 0.2141            |
| between   | 0.0013               | 0.0052            | 0.0001               | 0.0001               | 0.0523               | 0.004                | 0.0977            |
| overall   | 0.0204               | 0.0075            | 0.0199               | 0.0134               | 0.0448               | 0.0051               | 0.0939            |
| 観測数(グループ) | 3547 (841)           | 388 (265)         | 3,159 (682)          | 3,611 (845)          | 500 (323)            | 2,588 (615)          | 523 (135)         |

(注) \* は 10%、\*\* は 5%、\*\*\* は 1% 有意水準をそれぞれ表す。括弧内の数値は Heteroskedasticity-robust 標準誤差である。

ここでの分析は、企業の観察されない時間不変な固定効果を考慮せず、あくまでもトービンの  $Q$  の自然対数値との関係を観察したものである。Bloom and Van Reenen(2007) や宮川他 (2011) など再三指摘がなされているが、図表 5-11 はプーリングモデルでの分析であり、「情報開示スコア」、「開示実施スコア」とトービンの  $Q$  の自然対数値との因果関係を議論することはできない。そこで、4.2 節では企業の固定効果を考慮した分析を行うことで、トービンの  $Q$  の自然対数値と各種スコアとの関係を再び見てみることにする。固定効果分析を用いた推定結果は図表 5-12 の通りである。

「情報開示スコア」を用いた結果を見てみると、どのスコア区分でも有意な結果を得ることはできなかった。このことは、企業の労務管理施策の開示は企業価値に影響を及ぼさないことを意味している。従って、労務管理施策の情報開示とトービンの  $Q$  の自然対数値の関係は、企業の固定効果による見せかけの関係の可能性が高い。

「開示実施スコア」では、どのスコア区分でも係数は負であり、特に中スコアでは 10% 有意水準で負であった。このことは、企業が労務管理施策の情報を開示し、実際に労務管理を行うほど、中スコアグループでは企業価値が低下することを示している。これは図表 5-11 の結果とは正反対である。従って、図表 5-11 の結果は見せかけの関係であり、特に中位グループでは、スコアが高いほどトービンの  $Q$  の自然対数値が低下している可能性がある。このスコアの上昇が企業価値を低下させる要因に関しては慎重に分析する必要があり、今後

の課題としたい。

## 2 プーリングモデル分析（女性労働者比率や各労務管理施策実施有無を用いた分析）

4.1 節では、企業の労務管理施策の情報開示とトービンの  $Q$  の自然対数値の関係を分析した。その結果、企業による情報開示や各種労務施策の実施はトービンの  $Q$  の自然対数値とほとんど関係がなく、情報開示を積極的に行っていることとトービンの  $Q$  の自然対数値が高いことは企業固有の要因である可能性が高いことが示された。また 4.1 節では、分析の特性上、開示している企業と開示していない企業すべてを対象に分析を行ったが、本節では、開示している企業においてどのような労務管理施策の実施を行うとトービンの  $Q$  の自然対数値が高い傾向にあるのかの確認を行う。

実証分析を行うためのモデルは、Griliches(1981) や枝村他 (2017) で用いられている方法を参考にする。いま、ある企業  $i$  の  $t$  期における企業価値関数  $V$  は以下のように定式化されると考える。

$$V_{it} = \alpha_{it}(\beta_{it}A_{it})^{\sigma} \quad (1)$$

ここで、 $\alpha$  は CSR 情報などの非財務特性を表す指標であり、 $\beta$  は財務特性に関する指標、 $A$  は企業の資産を表している。またここでは収穫一定を仮定し、 $\sigma = 1$  と置くことにする。

(1) 式の両辺に対して自然対数をとると、

$$\ln V_{it} = \ln \alpha_{it} + \ln \beta_{it} + \ln A_{it} \quad (2)$$

と変形できる。また式を変形させると、

$$\ln V_{it} - \ln A_{it} = \ln \frac{V_{it}}{A_{it}} = \ln Q_{it} = \ln \alpha_{it} + \ln \beta_{it} \quad (3)$$

が得られる。ここで、 $Q$  はトービンの平均  $Q$  である。従って、非財務特性  $\alpha$  と財務特性  $\beta$  を特定化することで、推定可能な式が得られる。いま、非財務特性  $\alpha$  を、

$$\ln \alpha_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Frate_{it} + \sum_j \alpha_j X_{it}^j \quad (4)$$

と特定化する。ここで  $Frate$  は女性労働者比率であり、 $X^j$  は労働管理施策  $j$  ある。また、財務特性  $\beta$  を、

$$\ln \beta_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln Debt_{it} \quad (5)$$

と特定化する。ここで  $Debt$  は負債比率である。(4) 式と (5) 式を (3) 式に代入すれば、推定可能な式として以下の式を得る。

$$\ln Q_{it} = Const. + \alpha_1 Frate_{it} + \sum_j \alpha_j X_{it}^j + \beta_1 \ln Debt_{it} \quad (6)$$

まず、非財務特性に関して、女性労働者比率のみを用いて、トービンのQとの関係をPooled OLSにより分析してみることにする。

図表 5-13 女性労働者比率や各種施策を用いた分析 (Pooled OLS)

|                | (1)                   | (2)                  | (3)                  | (4)                  | (5)                  | (6)                | (7)                  |
|----------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|--------------------|----------------------|
| 女性労働者比率        | 0.404***<br>(0.058)   |                      |                      |                      |                      |                    |                      |
| 30歳未満女性労働者比率   |                       | 0.053<br>(0.059)     |                      |                      |                      |                    |                      |
| 30歳以上女性労働者比率   |                       | 0.450***<br>(0.100)  |                      |                      |                      |                    |                      |
| 女性管理職比率        |                       |                      | 0.532**<br>(0.229)   |                      |                      |                    | 1.042***<br>(0.214)  |
| 部長以上女性管理職比率    |                       |                      |                      | 0.981***<br>(0.296)  |                      |                    |                      |
| 女性役員比率         |                       |                      |                      |                      | 0.800**<br>(0.265)   |                    | 0.610**<br>(0.276)   |
| 女性執行役員比率       |                       |                      |                      |                      |                      | 0.518*<br>(0.269)  |                      |
| Indebt         | 0.030***<br>(0.007)   | 0.036***<br>(0.007)  | 0.030***<br>(0.007)  | 0.032***<br>(0.007)  | 0.030***<br>(0.007)  | 0.020**<br>(0.008) | 0.028***<br>(0.007)  |
| Const.         | -0.2224***<br>(0.041) | -0.248***<br>(0.043) | -0.150***<br>(0.042) | -0.161***<br>(0.042) | -0.146***<br>(0.042) | -0.065<br>(0.050)  | -0.144***<br>(0.042) |
| 年次ダミー/産業ダミー    | Yes/Yes               | Yes/Yes              | Yes/Yes              | Yes/Yes              | Yes/Yes              | Yes/Yes            | Yes/Yes              |
| F-value        | 28.59                 | 24.46                | 24.25                | 24.75                | 25.80                | 21.36              | 25.36                |
| R <sup>2</sup> | 0.2016                | 0.2164               | 0.1909               | 0.1952               | 0.1919               | 0.2100             | 0.2009               |
| 観測数            | 3,608                 | 2,887                | 3,232                | 3,229                | 3,278                | 2,486              | 3,198                |

(注) \* は 10%、\*\* は 5%、\*\*\* は 1% 有意水準をそれぞれ表す。推定には各女性労働者比率は、平均値±3 標準偏差以内の値のみで分析を行っている。また、括弧内の数値は Heteroskedasticity-robust 標準誤差である。

図表 5-13 は Pooled OLS で推定を行ったものである。

図表 5-13 の (1) では説明変数として、女性労働者比率を、(2) では 30 歳未満女性労働者比率と 30 歳以上女性労働者比率を、(3) では女性管理職比率を、(4) では部長以上女性管理職比率を、(5) では女性役員比率を、(6) では女性執行役員比率を、(7) では女性管理職比率と女性役員比率を用いている。

女性労働者比率は、ほとんどの場合において正で有意であった。また、30 歳未満女性労働者比率と 30 歳以上女性労働者比率では、30 歳以上女性労働者比率の方が係数の値が大きく、有意であった。さらに、女性労働者比率よりも、管理職などのいわゆるキャリアとして働く女性の比率が高い企業では、トービンの Q の自然対数値も高い傾向にあることが指摘できる。特に、女性管理職比率と女性役員比率を入れた分析である (7) では、女性管理職比率の係数の方が女性役員比率の係数よりも大きく、有意であった。このことから、特に管理職の女性労働者比率が高い企業ではトービンの Q の自然対数値も同様に高い関係にあると言える。

次に、非財務特性に企業のワーク・ライフ・バランス指標である有給取得率や育児変数、さらに政策ダミーを用いて同様に Pooled OLS を用いて分析を行う。図表 5-1 の (1) は企業の労務管理施策と「有給取得率」、「育休産休比率」、「育休男性比率」のみで推定を行ったもの、(2) は女性労働者比率を加えたもの、(3) は女性管理職比率を女性労働者比率の代わりに用いたもの、(4) は女性役員比率を女性労働者比率の代わりに用いたものの結果を表している。

女性労働者比率はどの変数を用いても係数は正で有意であった。これは図表 5-9 での結果と整合的である。また、「有給取得率」の係数も正で有意であった。

産休に関する変数は「産前」と「産後」に休暇延長を実施しているかであったが、この二変数はほぼ同じ企業で実施されており、両変数を用いると多重共線性の可能性がある<sup>12</sup>。そこで「産後」に休暇延長実施ダミーのみを用いている。その結果、係数は負であり有意ではなかった<sup>13</sup>。「事業所内育児」の係数は正であるものの有意ではが、一方で「児童補助」の係数は正で有意であった。これら二つは、育児に対する企業の補助であるが、同じ補助であっても、事業所内に育児施設を保有する企業と児童保育サービスへの補助を行っている企業では後者の方がトービンの Q の自然対数値が高い傾向にあると言える。また、「育児等理由再雇用」の係数は、(2) 女性労働者比率を用いた分析以外、正で有意であった。「育児休暇比率」では、係数は負であるものの有意ではなかった。「育児男性比率」もまた、係数は負であるものの有意ではなかった。

<sup>12</sup> 多重共線性が存在していないことは、Variance Inflation Factor 統計量が 10 未満であることを用いて確認している。実際に、「産前」実施は 541 サンプル、「産後」実施は 534 サンプルで、両方を実施しているのは 534 サンプルであった。約 99% のサンプルで両労務管理施策が実施されている。従って多重共線性があると考えられる。

<sup>13</sup> 「産前」休暇延長ダミーを用いた場合でも、「産前」の係数は負で有意ではなく、その他の変数の結果の有意性もほとんど変化しなかった。

「短時間労働」の係数は有意ではなく負であり、トービンの  $Q$  の自然対数値との明確な傾向は見いだせなかった。「裁量労働制」の係数は正であるものの有意ではなかった。「サテライトオフィス」の設置の係数は符号が一貫せず、トービンの  $Q$  の自然対数値との明確な傾向を見ることができなかった。「ワークシェアリング」は負であるものの有意ではない。これら労務管理施策ではトービンの  $Q$  の自然対数値との明確な傾向がみられなかった。

「人事評価開示」の係数は負であるものの有意でなく、また「満足度調査」の係数は、有意ではないものの正であった。



図表 5-14 女性労働者比率や各種施策を用いた分析 (Pooled OLS)

|                | (1)       |         | (2)       |         | (3)       |         | (4)       |         |
|----------------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| 女性労働者比率        |           |         | 0.355***  | (0.060) | 1.171***  | (0.232) | 0.387     | (0.278) |
| 有給取得率          | 0.104***  | (0.036) | 0.116***  | (0.036) | 0.110***  | (0.036) | 0.118**   | (0.037) |
| 育休産休比率         | -0.003    | (0.004) | -0.002    | (0.004) | -0.005    | (0.004) | -0.006    | (0.004) |
| 育休男性比率         | -0.047    | (0.035) | -0.043    | (0.035) | -0.040    | (0.036) | -0.044    | (0.036) |
| 産後             | -0.022    | (0.014) | -0.022*   | (0.014) | -0.021    | (0.014) | -0.022    | (0.014) |
| 育児等理由再雇用       | 0.023**   | (0.011) | 0.018     | (0.011) | 0.023**   | (0.011) | 0.027**   | (0.012) |
| 児童補助           | 0.069***  | (0.014) | 0.069***  | (0.014) | 0.069***  | (0.014) | 0.069***  | (0.014) |
| 事業所内育児         | 0.025     | (0.018) | 0.019     | (0.018) | 0.010     | (0.019) | 0.020     | (0.019) |
| 短時間労働          | -0.001    | (0.020) | -0.002    | (0.020) | -0.001    | (0.021) | -0.006    | (0.021) |
| 裁量労働制          | 0.017     | (0.013) | 0.018     | (0.012) | 0.014     | (0.013) | 0.013     | (0.013) |
| サティライト         | 0.002     | (0.017) | -0.004    | (0.017) | -0.004    | (0.017) | -0.007    | (0.018) |
| ワークシェアリング      | -0.015    | (0.019) | -0.015    | (0.019) | -0.022    | (0.019) | -0.009    | (0.021) |
| 人事評価開示         | -0.005    | (0.013) | -0.007    | (0.013) | -0.015    | (0.013) | -0.006    | (0.013) |
| 満足度調査          | 0.001     | (0.012) | 0.010     | (0.012) | 0.005     | (0.012) | 0.004     | (0.012) |
| 社内公募           | 0.106***  | (0.012) | 0.105***  | (0.012) | 0.101***  | (0.012) | 0.099***  | (0.012) |
| 国内留学           | -0.048*** | (0.013) | -0.048*** | (0.013) | -0.047*** | (0.013) | -0.047*** | (0.013) |
| 国外留学           | 0.032**   | (0.013) | 0.034***  | (0.012) | 0.036***  | (0.013) | 0.028**   | (0.013) |
| メンタルヘルス        | -0.001    | (0.017) | -0.004    | (0.017) | -0.004    | (0.017) | -0.006    | (0.017) |
| Indebt         | 0.016**   | (0.008) | 0.017**   | (0.008) | 0.016**   | (0.008) | 0.014*    | (0.008) |
| Const.         | -0.203*** | (0.056) | -0.261*** | (0.056) | -0.204*** | (0.057) | -0.180*** | (0.058) |
| 年次/産業 ダミー      | Yes/Yes   |         | Yes/Yes   |         | Yes/Yes   |         | Yes/Yes   |         |
| F-value        | 20.91     |         | 21.29     |         | 20.43     |         | 18.86     |         |
| R <sup>2</sup> | 0.2714    |         | 0.2815    |         | 0.2833    |         | 0.2687    |         |
| 観測数            | 2,592     |         | 2,592     |         | 2,507     |         | 2,465     |         |

(注) \* は 10%、\*\* は 5%、\*\*\* は 1% 有意水準をそれぞれ表す。推定には各女性労働者比率は、平均値±3 標準偏差以内の値のみで分析を行っている。また、括弧内の数値は Heteroskedasticity-robust 標準誤差である。

「社内公募制度」の係数はすべて正で有意であった。「社内公募制度」は自身が望む部署への異動を行っているかであり、この施策を行っている企業ではトービンの $Q$ の自然対数値が高い傾向にあると言える。

留学制度に関しては、「国内での留学（国内留学）」の係数は負で有意であったのに対して、「海外への留学（海外留学）」の係数は正で有意であった。すなわち、「国内留学」を行っている企業ではトービンの $Q$ の自然対数値は低く、「海外留学」を行っている企業はトービンの $Q$ の自然対数値が高い傾向があると言える。

最後に「メンタルヘルス」対策の専門部署の設置は、係数が正であるものの有意ではなく、トービンの $Q$ の自然対数値との明確な傾向は観察されなかった。

### 3 固定効果分析

4.2節でも述べたが、これまでの分析では、プーリングモデルによる分析であって、企業ごとの固定効果を考慮していない。そのため企業ごとの個別の観察されない時間不変の要因が誤差項で処理されてしまっている可能性がある。そこで、企業特有の要因を考慮して、パネルデータの分析を行う。

図表 5-15 は、図表 5-14 で行った分析を固定効果モデルで分析を行ったものである。

図表 5-15 の女性労働者比率を見てみると、(1) 女性労働者比率、(2) 女性管理職比率、(3) 女性役員比率、のどれもが負で有意ではない。このことは、女性労働者比率が企業価値に有意に影響を与えないことを意味しており、Becker(1971)の「使用者差別の仮説」が日本では観測されなかったと児玉他(2005)の結果と整合的である。

また各労務管理施策との関係を見てみると、ほとんどの変数において有意な結果は得られなかった。しかしその中で、「サテライトオフィス」の設置施策ダミーの係数は正で、「人事開示施策」ダミーの係数は正で、「国内留学」の実施ダミーの係数は弱いながらも負で有意であった。特に「サテライトオフィス」の設置は、テレワークが労働者の生産性を高めている可能性がある。また図表 5-1 にある通り全体の1割しか行っておらず、今後企業が設置することで企業価値が高まる可能性がある。

このように、女性労働者比率といくつかの施策ダミーの係数が有意ではなくなったのは、観察されない企業固有の要因を固定効果で捉えたために生じたと考えられる。すなわち、トービンの $Q$ が高いことは、時間不変の企業固有の要因であり、女性労働者比率や各種労務管理施策の影響ではない可能性が高い。このことは児玉他(2005)でも指摘されている<sup>14</sup>。

<sup>14</sup> 児玉他(2005)では女性労働者比率の上昇が実際に企業業績に貢献するまでには訓練期間が必要だとして、ラグを用いた分析を行っている。彼女たち同様に女性労働者比率の1期ラグ、2期ラグを用いて再分析した結果(結果は省略)、女性労働者比率はどれも有意な結果とならなかった。このことから、「女性労働者比率が高いためにトービンの $Q$ が高い」といったような因果関係の主張はできない。

図表 5-15 女性労働者比率や各種施策を用いた分析（固定効果分析）

|           | (1)     |         | (2)     |         | (3)     |         | (4)     |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 女性労働者比率   |         |         | -0.297  | (0.261) | -0.173  | (0.460) | -0.355  | (0.278) |
| 有給取得率     | -0.092  | (0.063) | -0.092  | (0.063) | -0.081  | (0.065) | -0.107* | (0.065) |
| 育休産休比率    | -0.001  | (0.003) | -0.001  | (0.003) | -0.001  | (0.003) | -0.002  | (0.003) |
| 育休男性比率    | -0.027  | (0.031) | -0.028  | (0.031) | -0.028  | (0.032) | -0.027  | (0.032) |
| 産後        | 0.083   | (0.071) | 0.086   | (0.071) | 0.084   | (0.071) | 0.084   | (0.072) |
| 育児等理由再雇用  | -0.005  | (0.015) | -0.004  | (0.015) | -0.006  | (0.015) | -0.005  | (0.015) |
| 児童補助      | -0.027  | (0.024) | -0.026  | (0.024) | -0.024  | (0.025) | -0.024  | (0.024) |
| 事業所内育児    | 0.016   | (0.033) | 0.017   | (0.033) | 0.014   | (0.033) | 0.012   | (0.034) |
| 短時間労働     | -0.015  | (0.029) | -0.017  | (0.029) | -0.015  | (0.030) | -0.014  | (0.034) |
| 裁量労働制     | -0.002  | (0.022) | 0.002   | (0.022) | 0.012   | (0.023) | 0.008   | (0.022) |
| サティライト    | 0.050*  | (0.028) | 0.050*  | (0.028) | 0.060** | (0.030) | 0.062*  | (0.031) |
| ワークシェアリング | -0.021  | (0.039) | -0.022  | (0.040) | -0.020  | (0.041) | -0.021  | (0.042) |
| 人事評価開示    | 0.055*  | (0.030) | 0.053*  | (0.030) | 0.049   | (0.031) | 0.051   | (0.031) |
| 満足度調査     | -0.009  | (0.017) | -0.008  | (0.017) | -0.013  | (0.017) | -0.010  | (0.017) |
| 社内公募      | -0.004  | (0.025) | -0.004  | (0.024) | -0.011  | (0.024) | -0.009  | (0.024) |
| 国内留学      | -0.061* | (0.032) | -0.060* | (0.032) | -0.056* | (0.033) | -0.053  | (0.033) |
| 国外留学      | 0.021   | (0.031) | 0.020   | (0.031) | 0.023   | (0.032) | 0.025   | (0.032) |
| メンタルヘルス   | -0.015  | (0.015) | -0.015  | (0.015) | -0.012  | (0.015) | -0.010  | (0.015) |
| Indebt    | 0.043*  | (0.023) | 0.043*  | (0.023) | 0.039*  | (0.023) | 0.043*  | (0.023) |
| Const.    | -0.220* | (0.128) | -0.169  | (0.136) | -0.200  | (0.130) | -0.213  | (0.133) |
| 年次ダミー     | Yes     |         | Yes     |         | Yes     |         | Yes     |         |
| within    | 0.2096  |         | 0.2106  |         | 0.2062  |         | 0.1998  |         |
| between   | 0.0012  |         | 0.0111  |         | 0.0015  |         | 0.0005  |         |
| overall   | 0.0067  |         | 0.0010  |         | 0.0059  |         | 0.0039  |         |
| 観測数（グループ） | 2,603   | (598)   | 2,603   | (598)   | 2,518   | (583)   | 2,476   | (578)   |

(注) \* は 10%、\*\* は 5%、\*\*\* は 1% 有意水準をそれぞれ表す。括弧内の数値は Heteroskedasticity-robust 標準誤差である。また観測数の右横にある括弧はグループ数である。推定には各女性労働者比率は、平均値±3 標準偏差以内の値のみで分析を行っている。

分析において、時間の経過とともに変化する企業の要因による女性労働者比率に内生性の問題が疑われる。そのため本来であれば操作変数法を用いて分析することが望ましいが、本稿での分析においては適切な操作変数を見つけることができなかった。

操作変数は以下のように見つけるのが望ましい。いま、女性労働者比率に内生性の問題が存在すると仮定する。この時、女性労働者比率とは相関が高いが、トービンの  $Q$  の自然対数値との誤差項とは相関がないような操作変数を用いる必要がある。企業の財務特性は一般にトービンの  $Q$  自然対数値とは理論的に相関しやすく適切ではないと考えられる<sup>15</sup>。従って非財務情報を用いる必要があるが、本稿の研究目的にもあるように非財務情報は企業価値を高める可能性がある。すなわち女性労働者比率と相関するような非財務情報は、誤差項とも相関する可能性が高い。従って内生性を考慮した分析は今後の課題である。

## 第5節 おわりに

本稿では、企業の CSR 活動、特に企業の労務管理施策の開示や実施がトービンの  $Q$  の自然対数値を上昇させるかを上場企業の財務データと CSR データを接続して分析した。本稿ではまずファクトファインディングを行った。その中で、企業の労務管理施策が開示されている度合いを測る「情報開示スコア」と、実際に労務管理施策がどれだけ実施されているかまで捉える「開示実施スコア」を用いた。その結果、これらスコアとトービンの  $Q$  の自然対数値との間には、スコアが高いほど、トービンの  $Q$  の自然対数値が高い傾向が観察された。また、女性労働者比率の分布やトービンの  $Q$  の自然対数値の分布を確認し、企業の労務管理施策の実施有無による分布の差異を確認した。その結果、労務管理施策を行っている企業では、トービンの  $Q$  の自然対数値が高い傾向にあることが示された。しかし一方で、労務管理施策の実施が女性労働者比率を高めているかどうかは明確な傾向として観察することができなかった。

そこで本稿では作成したデータを用いてトービンの  $Q$  の自然対数値を被説明変数、女性労働者比率と各種の労務管理施策の実施ダミーを説明変数とする回帰分析を行うことで、トービンの  $Q$  の自然対数値を高めている変数や労務管理施策を分析した。その結果としていくつかの示唆が得られた。一つ目はプーリングモデルにおいては、「情報開示スコア」や「開示実施スコア」が高い企業では、トービンの  $Q$  の自然対数値も高い傾向がみられた。また、女性労働者比率が高いほど、いくつかの労務管理施策の実施されているほどトービンの  $Q$  の自然対数値が高い傾向にあることが見てとれた。

<sup>15</sup> 枝村他(2017)では環境投資比率とトービンの  $Q$  の内生性を操作変数法で考慮しており、操作変数にキャッシュフロー比率を用いているが、彼らと同様の方法では女性労働者比率とキャッシュフロー比率との間に関連性を十分述べることはできなく、操作変数としてここでは適切ではないと考えられる。また宮川他(2013)では、無形資産投資とトービンの  $Q$  の内生性を考慮するためにスキルワーカー比率を用いているが、本研究で対応する操作変数は無かった。

二つ目に、企業固有の観察されない要因を考慮し、固定効果モデルによって分析した。その結果、「開示実施スコア」が中位のグループでは、スコアが高いほどトービンのQが低下する可能性が指摘された。このことは、ある程度の労務管理施策に関する情報開示、施策を実施している企業において、どのような要因がトービンのQが低下させるのかを慎重に調査する必要があり、今後の課題としたい。

また、トービンのQの自然対数値と女性労働者比率、労務管理施策の実施有無の間では明確な因果関係が観察されなかった。このことは観察されない企業固有の要因によってトービンのQが高く、女性労働者比率が高いこと、さらに、各種労働施策が実施されている可能性が指摘される。しかし、「サテライトオフィス」の設置や「人事評価の開示」は企業固有の要因を考慮してもトービンのQの自然対数値を上昇させることが確認された。一方で「国内への留学制度」を実施している企業ではトービンのQを低下させることが示された。従って、企業は「サテライトオフィス」の設置や「人事評価の開示」の施策を実施することで、企業の株主価値を高められる可能性がある。ただし、「国内への留学制度」を実施すると企業価値を低下させる結果に関しては、「実施開示スコア」同様、企業価値の低下要因を慎重に検討する必要があり、今後の課題としたい。

今回の分析において、いくつか留意する点が存在する。一つは、CSR企業総覧に掲載されている企業のみを取り扱っていることである。そのためCSR企業総覧に掲載されていない企業はデータとして扱っておらず、サンプル・セレクション・バイアスが生じていることは十分考えられる。今後CSR情報の必要性がより認識され、多くの企業が回答を行っていくことで、より詳細な分析が行えるようになるだろう。

二つ目に、本稿の分析では、時間不変の企業固有の要因はコントロールしたが、時間の経過とともに変化する企業の要因が説明変数に与える影響によって生じる内生性の問題には対応していない。これは非財務情報に関する適切な操作変数を用意することができなかったためであり、適切な操作変数を見つけることは今後の課題である。

最後に本稿の展望を述べる。本稿で取り扱った企業の労務管理施策は企業で実施されている施策の一部に過ぎず、今後より包括的な分析をすることが必要不可欠であると考えられる。また、企業の労務管理施策の実施の有無に関してのみの分析となっており、「どのような部署でどのような労務管理施策がなされているか」や「どのような方針で労務管理施策が行われているのか」といった質的な分析はできていない。このような質的なスコアを測る手法と理論的枠組みの構築による分析も必要であると考えられる。

## 【参考文献】

- [01] Becker, G. S. (1971) “The Economics of Discrimination.” 2nd Edition. *The University of Chicago Press*.
- [02] Bloom, N. and Van Reenen, J. (2007) “Measuring and Explaining Management Practices Across Firms and Countries.” *Quarterly journal of Economics*, Vol. 122(4), 1351-1408.
- [03] Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015) “ESG and Financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies.” *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4), 210-233.
- [04] Griliches, Z. (1981) “Market Value, R&D, and Patents,” *Economics letters*.
- [05] Kawakami, Atsushi. and Asaba, Shigeru (2015) “How Does the Market Value Management Practices of Japanese Firms? Using Management Practice Survey Data.” *Bounfour and Miyagawa Edit: “Intangibles, Market Failure and Innovation Performance.”* Ch.8 193-216.
- [06] 阿部正浩 (2007) 「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.
- [07] 枝村一磨, 宮川努, 内山勝久 (2017) 「環境分野における経営資源の蓄積と企業価値: 環境投資活動から見た実証分析」, *RIETI Discussion Paper Series* 17-J-027.
- [08] 遠藤業鏡 (2018) 「CSR 活動の類型整理と実証分析のサーベイ」, *RIETI Discussion Paper Series* 18-P-003.
- [09] 加賀田和弘 (2009) 「CSR と経営戦略—CSR と企業業績に関する実証分析から—」, 総合政策研究.
- [10] 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 第 52 巻.
- [11] 首藤恵, 竹原均 (2007) 「企業の社会的責任とコーポレート・ガバナンス —非財務情報開示とステークホルダー・コミュニケーション—」, *Waseda university Institute of Finance Working Paper Series* WIF-07-006.
- [12] 宮川努, 浅羽茂, 細野薫 編 (2016) 「インタンジブルズ・エコノミー —無形資産投資と日本の生産性向上—」, 東京大学出版会.
- [13] 宮川努, 滝澤美帆, 枝村一磨 (2013) 「企業別無差別資産の計測と無形資産が企業価値に与える影響の分析」, *NISTED Discussion Paper* 088.
- [14] 宮川努, 西岡由美, 川上淳之, 枝村一磨 (2011) 「日本企業の人的資源管理と生産性—インタビュー及びアンケート調査を元にした実証分析—」, *RIETI Discussion Paper Series* 11-J-035.
- [15] 山本勲 (2014) 「上場企業における女性活用状況と企業の実績との関係 —企業パネルデータを用いた検証—」, *RIETI Discussion Paper Series* 14-J-016.