

女性役員の登用と経営者予想

— 女性役員比率を用いたパイロット調査 —

朴 恩 芝
松 岡 久 美

I はじめに

2023年6月、日本政府は、「女性活躍・男女共同参画の重点方針（女性版骨太の方針）」を公表した（男女共同参画局，2023 a，1-2頁）。そこでは、女性起業家の育成、東京証券取引所（東証）プライム市場上場企業を対象にした女性登用のような男女共同参画の施策が、目標年度と数値とともに明確に示されている（図表1）。こうした政策は、多方面での人的資本の活用ができる環境をつくるために、社会全般の意識転換を狙う日本政府の働きかけと解釈できる。

図表1 「女性版骨太の方針」のポイント

女性起業家の 育成目標	「スタートアップ」に占める 女性起業家を10年で20%に	8.8% (23年5月 時点)
	女性起業家向け海外派遣事業を創設	
東証プライム 上場企業向け 施策	2025年までに最低1人女性 役員を選任	81.3% (22年7月 末時点)
	30年までに女性役員30% 以上をめざす	2.2% (22年7月 末時点)
	東証の上場規則に目標を規定	
働き方改革・ 所得向上策	こどもが2歳未満で時短勤務した場合の 給付を創設	
	男女賃金差の公表義務付け企業の対象 拡大を検討	

出所 日本経済新聞（電子版），2023年6月5日付。

なかでも、プライム市場の上場企業を対象とした女性役員⁽¹⁾の登用については、2025年を目途に最低1人を選任することを目標とし、2030年までに女性役員⁽¹⁾の比率を30%以上にすることを明示している。経済協力開発機構(Organization for Economic Co-operation and Development: OECD)の統計によると、ヨーロッパにおける女性の社会的進出の割合は、2022年時点で、主要国を中心に40%を超えているところが多い。それに比べ日本は15.5%と大きくかけ離れており、その差を縮めることが日本社会の重要課題となっている。

こうした政策や社会の変化のなかで、人的資本活用の順機能として、女性の社会的活躍が企業の業績と関連することが注目されている。多様な観点による経営参加と戦略の構築が業績の向上につながるとする解釈で、実際、企業業績との関連性を分析する研究も行われている。

グローバル時代に浮き彫りになった社会問題は、環境問題と貧困、人権など多様であるが、近年は女性人材の活用が社会的課題として注目され、企業にも社会的責任(Corporate Social Responsibility: CSR)の主体としてその解決に向けての対応が求められてきた。現在、環境、社会、ガバナンス(Environmental, Social and Government: ESG)経営を意識する企業のサステナビリティ活動と関連情報の開示は、国連やGlobal Reporting Initiative(GRI)などの国際機関からのさまざまなフレームワークを受けて本格化しており、社会的要請への対応として認識されつつある。近年、社会からの要請はますます強くなり、対応する企業の取り組みの質と量を大きく変化させている。

環境や社会に対する企業の自主的な取り組みは、従来は本業とは別の、また

(1) 女性「役員」の定義は、OECDによると取締役と監査役、執行役であるが、日本政府の方針では、そのほか執行役員またはそれに準じる役職者も含まれる(NHK、2023年6月5日付)。日本の会社法においては、取締役、監査役(および会計参与)を「役員」とする(第329条1項)。一方、執行役は指名委員会等設置会社において取締役会の決議によって選任(第402条3項)、取締役の兼任も可能なもので(第402条6項)、「役員等」に含まれる(第423条1項)。他方、執行役員は会社法に定めのない、特定の権限をもたない任意の地位とみられる。ここから、OECDの定義では「権限を持つ」地位に女性が登用されているかに焦点が当てられているが、日本政府の方針では「表面上の高い地位」にまで対象を広げ、ひとまず数値目標を達成することへの強い意思が見てとれる。

は本業の周縁的なものとして考えられていたが、長年の努力に対する社会的評価は近年市場の評価にまでつながっている。もちろんサステナビリティ活動の情報が、とりわけ投資家の意思決定を左右する有用性の中核をなすものなのかどうかに対する明確な答えは、未だ出されていない。それでも多方面での取り組みが続き、社会的課題の最優先項目の選定に対する国際的な合意が形成された2015年を重要な起点に、サステナビリティ活動に対する社会の意識には変化が見られた。つまりサステナビリティ活動を、企業には自主的なものとして低評価に留め、また投資家には本業とは関係のない、投資の際考慮の対象にしなかった従来の方が大きく変わったといえる。

本稿では、日本企業におけるサステナビリティ活動に関する情報の開示、なかでも人的資本とそれを取り巻く環境に注目し、それが企業経営に与える影響について検討する。そのため、企業価値における人的資本の位置づけを考慮したうえで、女性という人的資本、とりわけ女性役員を主な対象として、その比率と企業の利益関連情報との関連性について分析する。

分析に際しては、女性役員と業績との関連を直接分析する従来の方法ではなく、経営者のESG経営をも意識して確かめることを試みる。すなわち、経営者がサステナブルな社会を実現するための強い意思をもって、ESG経営に取り組んでいるかの分析である。一方で、こうしたESG経営への強い意思には、本来のCSRの出発点にある経営者の倫理的側面も看過できない。サステナビリティ活動やESGを意識した経営を含むCSR行動は、初期の段階では経営者の倫理的な側面を持ち合わせた意思に大きく左右されるところがあったといえる。そのため、結果が出れば、企業が取り組むESG経営が見せかけのものではないことを一定水準で証明できるものと考えられる。

II 女性の活躍に関する国際的動向

日本における女性の社会進出は1990年代以降高い割合で推移しているが、これを人的資本としての人材活用とみなすことには注意を要する。女性の正規雇用が増えているものの、依然としてパートタイムなどの非正規雇用の割合が

図表 2 年代別男女の働き方の変化

		女性			男性		
		平成14 (2002)年	平成24 (2012)年	令和4 (2022)年	平成14 (2002)年	平成24 (2012)年	令和4 (2022)年
25~34歳	就業率 (%)	61.2	69.1	81.4	90.1	89.4	91.3
	非正規雇用割合 (%)	36.7	40.9	31.4	9.4	15.3	14.3
35~44歳	就業率 (%)	63.0	66.7	78.4	93.6	92.6	93.8
	非正規雇用割合 (%)	52.6	53.8	48.4	5.6	8.2	9.3
45~54歳	就業率 (%)	67.3	72.2	79.8	92.5	92.3	93.2
	非正規雇用割合 (%)	54.7	58.4	54.9	7.4	8.6	8.6

(備考) 1. 就業率は総務省「労働力調査(基本集計)」、非正規雇用割合は「労働力調査(詳細集計)」より作成。

2. 非正規雇用割合は、「正規の職員・従業員」と「非正規の職員・従業員」の合計に占める割合。

出所 男女共同参画局(2023b),『令和5年版男女共同参画白書』,9頁。

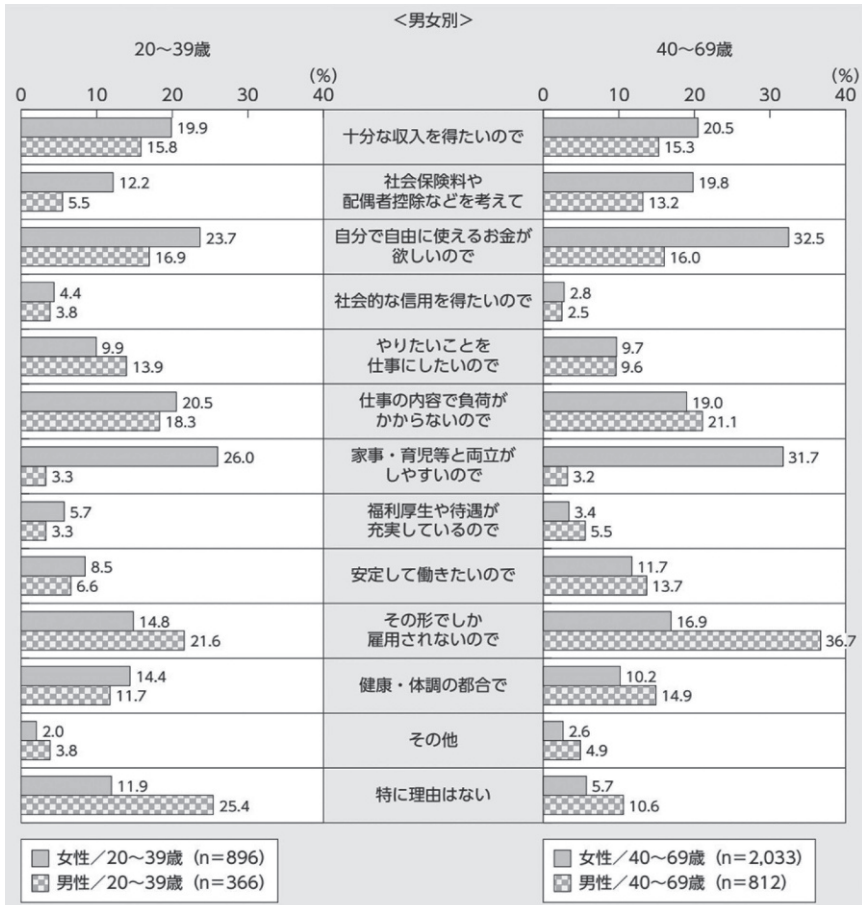
高いからである(図表2)。非正規雇用という形態で働く理由は複雑でさまざまだが、年齢を問わず、女性自らはその多くが家事・育児との両立を意識していることがわかる(図表3)。すなわち労働分野や形態を選ぶときも、家事・育児との両立が重要な判断基準となっており、このときの女性の労働は家庭収入をサポートする可能性が高い。

さらに、図表4でみてのとおり、この20年間夫の家事や育児の負担は徐々に増えるものの、女性の負担はほとんど減っていない。これらの調査からも、女性の正規雇用の増加の難しさや、長期的に活躍できる環境の不安定さが推測できる。2020年からのコロナ禍を経て、日本社会全般で働き方や意識が大きく変わっており、こうした構図の変化を中心に今後より詳細な分析が待たれる。

このように、日本における女性の正規雇用そのものが男性雇用に比べてかなり少なく、家事や育児の中心的担い手が依然女性であることを勘案すると、さらにより能力が発揮できる職位まで上り詰める割合は男性に比べ少ないことが容易に推測できる。日本社会そのものの、女性に対する保守的認識も女性の活躍を妨げる要因となりうる。

世界経済フォーラム(World Economic Forum: WEF)が公表した2023年ジェンダー・ギャップ指数をみると、日本の総合順位が164か国中125位と低く、

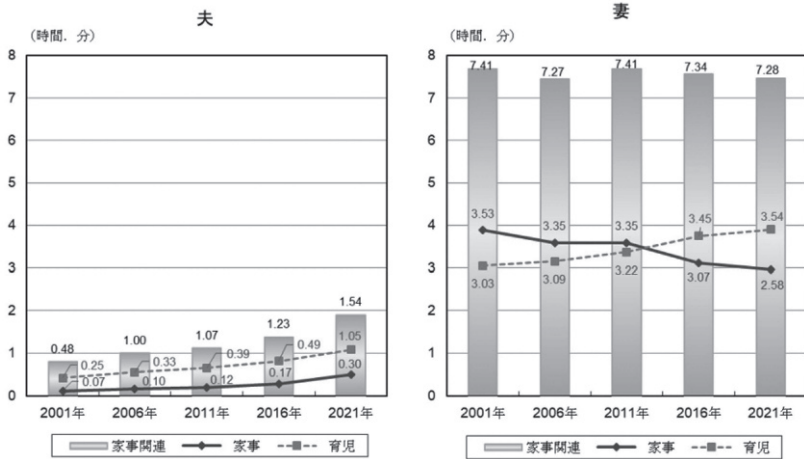
図表 3 非正規雇用での労働の理由



出所 男女共同参画局 (2023 b), 『令和 5 年版男女共同参画白書』, 65 頁。

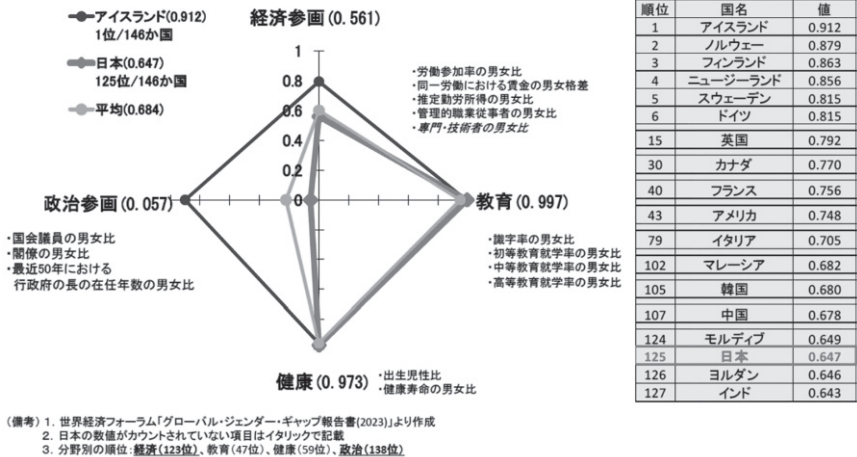
とりわけ政治 (138 位) と経済 (123 位) 分野においては著しく低い。4 つの領域についてみてみると, 教育と健康・生存のグローバル平均は各々 0.952 と 0.960 で, 日本は 0.997, 0.973 と平均をやや上回っているものの, 政治と経済の領域ではグローバル平均 0.221, 0.601 に大きく満たない 0.057, 0.561 となっているなど, 分野別ジェンダー・ギャップが激しい。このことから, 日

図表4 夫・妻の家事関連時間の推移



注 週全体平均、6歳未満の子供を持つ夫婦と子供の世帯
出所 奥野 (2022), 「我が国における家事関連時間の男女の差」, 2頁。

図表5 ジェンダー・ギャップ (GGI) 指数 (2023年)

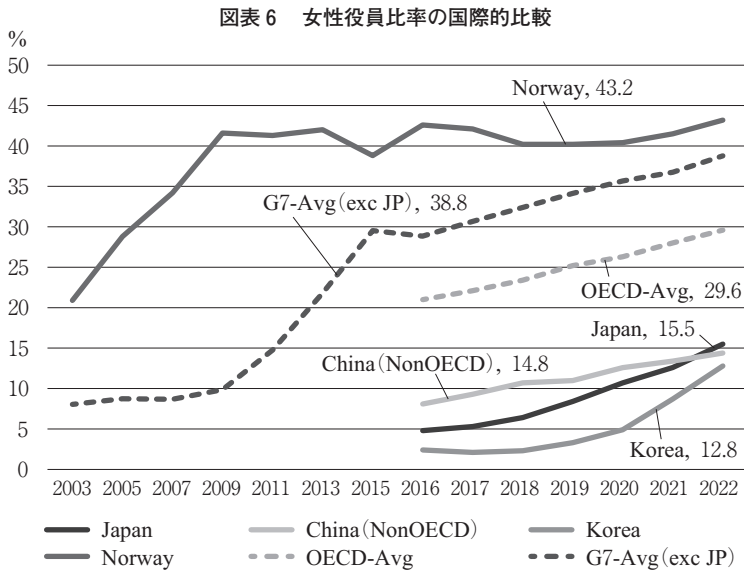


出所 男女共同参画局 (2023c) 「男女共同参画に関する国際的な指数」。

本社会における女性活躍の限界がよみとれる（WEF, 2023, p. 15）。

ヨーロッパでは、社会的活躍に関して女性の置かれた同様の状況を改善するため、とりわけ組織の意思決定に重大な影響を与える地位と権限をもつ女性役員の割合について、割当制度（Quota 制）を用いて目標数値を設定し、一定以上の女性役員比率を意図的に増やすことに成功している。OECD のデータによると、2022 年時点で OECD 平均は 29.6%，G7 に限ると日本を除く平均は 38.8% に達し、その多くは 40% を超えるなど、日本の 15.5% を大きく引き離れた高い比率で推移している（図表 6）。

日本や韓国、中国のようなアジアの主要国は、ヨーロッパに大きく後れを取って 2016 年からデータの収集がはじまっている。その割合は低いものの徐々に増える傾向にあることから、女性役員の登用に関する政府レベルでの意識変化が窺える。このように、女性活躍の度合いには世界的に改善がみられる。



注 2003 年から 2015 年までは隔年データ。

出所 OECD. Stat : OECD Social and Welfare Statistics 2022 (Female share of seats on boards of the largest publicly) のデータより作成。

このような女性の社会的活躍を後押しするものとして、近年広がっている非財務情報開示の要求が注目される。2023年1月に金融庁は「企業内容等の開示に関する内閣府令」などの改正をとおして、有価証券報告書等に「サステナビリティに関する考え方及び取組」の記載欄を新設すると公表した。これは、投資家が意思決定を行う際に重要な判断基準となる有価証券報告書において、その有用性の対象を、従来の財務情報中心から多様な非財務情報にまで拡大していることを意味する、重要な変化である。

サステナビリティ情報は、現在 ESG 経営関連のものを中心とし、なかでも社会の領域はその対象がかなり広く、それに対応する企業の取り組みも広範囲に渡るものである。そのうち人的資本に関する情報の開示は、近年（事実上）義務化の動きにより企業の対応が注目されるテーマとなっており、関連して本格的かつ多様な情報開示のフレームワークが影響力のある国際機関を中心⁽⁴⁾に次々と提供されている（図表7）。

代表的なフレームワークとして、図表7で紹介している国際統合報告評議会（International Integrated Reporting Council：IIRC）の「国際統合報告フレームワーク」、米国サステナビリティ会計基準審議会（Sustainability Accounting Standards Board：SASB）の「SASB スタンダード」、Global Reporting Initiative（GRI）の「GRI スタンダード」、さらに WEF の「ステークホルダー資本主義

(2) ここで財務情報とは、有価証券報告書のなかでも財務諸表と注記、注記に関連する記述情報といった財務諸表監査の対象となる情報を指す。

(3) 2020年公表の「人材版伊藤レポート」において、人的資本の定義がなされている。同報告書によると、人材とは従来、消費、管理の対象である「人的資源（Human Resource）」と捉えられ、人材に投じる資金は「費用（コスト）」とみなされた。しかし近年は、人材の成長を通じた価値創造へとマネジメントの方向性を変え、人材に投じる資金を「投資」と認識する「人的資本（Human Capital）」の概念が用いられた（経済産業省、2020、9頁）。

(4) なお、このうち IIRC と SASB は統合し、2021年に価値報告財団（Value Reporting Foundation：VRF）を設立、同年、国際サステナビリティ基準審議会（International Sustainability Standards Board：ISSB）に統合され、GRIとは連携関係を築いている。このような国際的な設定主体の連携や統合は、サステナビリティ情報開示に関するフレームワーク・基準の乱立や各フレームワークと基準との間の不整合を解消し有効なフレームワークや基準の設定を推進するためとみられる。

図表 7 人的資本関連非財務情報開示の国際的枠組み・基準

	組織名称	概要
任意	IIRC	IIRCフレームワーク <ul style="list-style-type: none"> 人的資本を6つの資本(財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本)のうちの一つと位置づけ、企業の価値創造の源泉及びそのアウトカムの一つであることをフレームワークとして図示。具体的な開示項目の指定はない。
	SASB	SASBスタンダード(※2019年から人的資本に関するプロジェクトを実施) <ul style="list-style-type: none"> 77の業種毎に具体的な開示項目・指標を設定。 業種ごとに「労働慣行」「従業員の安全衛生」「従業員参画・ダイバーシティと包摂性」の3観点から、各業種の重要事項について具体的な質問・評価基準を提示。
	GRI	GRIスタンダード <ul style="list-style-type: none"> 人的資源に関しては、雇用、労使関係など、15の領域に関する開示事項を提示。 全ての項目・指標の開示を求めるものではなく、各報告組織が重要と判断したものについて開示を求める。
	WEF	ステークホルダー資本主義測定指標 <ul style="list-style-type: none"> 人的資本に関しては企業の公平性と従業員の待遇を反映するため多様性、賃金格差、安全衛生などの指標開示が推奨される。 その他、自社の事業やステークホルダーにとって重要であると判断されるものについては柔軟に開示することを推奨。
	ISO	ISO30414 <ul style="list-style-type: none"> コンプライアンス・ダイバーシティ・スキルと能力等、人材に関して11項目の開示すべき項目を設定。

注 各団体 HP など を 基 に 作 成。

出所 内閣官房新しい資本主義実現本部事務局・経済産業省経済産業政策局，2022，13頁。

測定指標（SCM）」や国際標準化機構（International Organization for Standardization：ISO）の「ISO 30414（人的資本に関する情報開示のガイドライン）」などは、長期的にはサステナビリティ情報の開示を推奨するためのもので、初期のものに比べより問題意識がはっきりしているといえる。⁽⁵⁾

社会問題への取り組みは、そもそも取り組みと評価の対象が広すぎて、なかでも人的資本に関しては、社会的合意の形成と変化に相当な時間が必要となるため、対応は困難を極める。日本という強い保守性を持つ社会における女性の多方面での活躍は、社会的慣行に大きく影響することが予想され、短期的な対応が困難なうえ、積極的に改善するための取り組みの誘因も弱い。

先述のとおり、日本における女性の社会的地位と役割に関する意識は、ヨーロッパのそれに比べかなり低い。企業における経営戦略や方針上の女性の活用、ひいては役員としての登用が、企業にとって経営上の重要かつ緊急性の高い優先順位に位置付けられるものなのかの判断は容易ではない。保守的社会風土と認識を変えるためにも、女性役員の登用を、持続可能な発展のための社会貢献の一環とする当為論がある一方で、そうした当為論で終わらせない経営戦略と

(5) なお、2023年8月、世界的なアセットマネジメント関係機関24社は、ISSBに対しレターを送り、人権と人的資本に関する情報開示基準を研究の優先事項とするよう求めている（ShareAction, 2023）。

企業業績上の役割が前提となる。

そのため、企業への自主的要請というものが、国際的な動きを中心にさまざまななかたちで強制力を強め、(事実上)義務化にもつながる環境の変化がみられる。女性の人材活用においては、2003年のノルウェーを皮切りに、ヨーロッパの多くの国が女性役員の比率を画期的に増やすための目標と達成年度を設定し、結果として飛躍的な増加率を達成した(図表6)。目標達成を可能にしたのが、主に割当制度(Quota制)などの制度整備とみられる(図表8)。

女性役員の割当制度は実施する国によってさまざまで、法律や開示規則を変えることで取り組みを強化している。図表8からもわかるように、一度の制定で一気に目標値を達成する国もあれば、イギリスのように数回に分けて段階的な目標達成を進める国もある。それぞれの国の事情に合わせた進め方とスピードであるが、ヨーロッパでは大規模企業を中心に真剣に取り組むことがほぼ既定の事実となっていることが窺える。詳細は割愛するが、OECDのデータによ

図表8 女性役員の割当制度(Quota制)に関する国際的取り組み

国名	制定年度	目標年度	目標値	制度名	対象企業	対象役員	近年
ノルウェー	2003	2007	40%	会社法	上場	取締役会	
フランス	2011	2016	40%	取締役クォーター法	上場・大規模非上場	取締役・監査役会	義務拡大
イギリス	2011	2015	25%	デービス・レビュー	上場の一部	取締役会	
	2016	2020	33%	ハンプトン・レビュー	上場の一部	取締役会	
	2022	-	40%	ダイバーシティ開示規則	上場	取締役会	義務化
ドイツ	2015	2016	30%	女性の指導的地位法(略称)	上場の一部	監査役会	義務拡大
アメリカ	2022	-	1人以上	NASDAQ上場規則改正	上場	取締役会	州による関連法令

出所 大野(2020), 5-8頁, 男女共同参画局(2022), 3-8頁, 鈴木(2022), 2頁を参考に作成。

ると、測定対象のほとんどのヨーロッパの国が、日本よりかなり高い数値で推移している（OECD 平均，29.6%）（図表 6）。

日本でもこうした国際情勢に影響を受け、2021 年に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいて、人的資本に関する記載が盛り込まれた。さらに、金融庁により、有価証券報告書におけるサステナビリティ情報開示の義務化（2023 年 3 月期以降適用）が公表され、人的資本は、全ての企業が開示すべき必須項目となっている（金融庁，2023）。企業に、従業員への育成システムや職場環境の整備に投資し企業価値を高めているのかどうかについて、自ら管理し報告する仕組みを求めているのである。この活動をどのように管理し情報開示すればよいのかの指南役は、例えば「人材版伊藤レポート 2.0」のようなものが担うこともできる。

経済産業省は 2020 年に「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会報告書（人材版伊藤レポート）」、続いて 2022 年に「人的資本経営の実現に向けた検討会報告書（人材版伊藤レポート 2.0）」を公表した。経営戦略における人材戦略の重要性と人的資本の情報開示に関する国際的動向を参考⁽⁶⁾に、企業における人的資本とその状況を課題として検討することの重要性が高まっていることを背景としている（経済産業省，2022 a）。

そこでは、人的資本の重要性を認識するとともに、経営戦略と連動した人材戦略の実践と、情報の可視化および投資家への伝達という側面での取り組みを重視する（経済産業省，2022 b，7 頁，10 頁）。こうした人的資本を取り巻く環境変化に支持され、女性役員登用の可能性は今後飛躍的に拡大することが予想される。

(6) 例えば、ものや組織の標準化に関する国際的な規格制定を担う ISO により 2018 年に ISO 30414「人的資本に関する情報開示のガイドライン」が公表された。これは、内部および外部のステークホルダーに対する人的資本に関する報告のためのもので、労働力のサステナビリティをサポートするため、組織に対する人的資本の貢献を考察し、透明性を高めることを目的としている（NRI，2023）。

Ⅲ 先行研究

図表6のOECDによる女性役員比率のデータは、2003年からヨーロッパを中心に集計されており、日本を含む後発国の集計は2016年以降加わっている。ヨーロッパを中心とした国際的な動向に影響を受け、日本では2010年以降、女性役員の登用と企業業績や株価との関連性に関する研究が徐々にみられるようになった。しかしながら、結果には正の影響と負の影響が混在しており、その方向性は必ずしも定まっていない。ここでは、日本で行われた女性役員関連の研究を中心に、日本企業の業績との関連を検討してみる。

Sigel・児玉(2011)は、日本企業のパネルデータを用い、女性役員比率の上昇、女性役員の存在、女性管理職の存在が、製造業においては企業の収益性を高めると分析した。女性役員の登用の場合、とりわけ北米に本社があるグローバル企業の日本法人において企業業績の向上につながる事が確かめられた。

伊藤・物江(2016)は、上場企業における女性登用を、特定年度での変化を用いて分析している。女性管理職比率および人数別グループを用いた比率変化とROAおよびROEを用いての企業業績との分析では、女性管理職が存在している企業のROAとROEの水準が、上場企業全体より高いことが確かめられた。女性役員について、女性役員の有無による差はみられなかったものの、女性役員比率の変化と業績との関係では有意性を確認した。さらに、株式リターンに影響を与える可能性の分析も行い、女性管理職比率と女性役員比率ともに、リターンとの関係可能性を示唆する結果が得られている。

大野(2020)は、女性役員登用の状況に関する国際比較とともに、日本企業における女性役員の登用と業績および株価について分析している。そこでは、国際的動向から、欧州を中心に女性役員の増加に大きな役割を果たしている要因を女性役員の義務化によるものと判断し、その仕組みについて検討している。日本の女性活躍推進データベースを用いて女性役員比率が30%以上である東証1部上場の大規模企業の株価とROEを分析した結果、業績がその他の企業

を大きく上回ることが確認されている。ただし、対象企業のサンプルが10社と少ないため、一般化には慎重を要する。

このように、主な分析対象に対して正の影響や関連性が確かめられた一方で、一部正の影響がみられるものの、とりわけ女性役員または管理職のような一定の地位に対する分析では関連性がみられない研究も多い。

山本（2014）は、日本の上場企業のデータを用い、女性活用の側面で企業業績の向上や要因を検証した。分析の結果、正社員女性比率が高いほど企業の利益率が高まる傾向があることは確かめられたが、管理職女性比率については特性を持つ一部企業以外に、関連性が見られなかった。

新倉・瀬古（2017）は、日本政府が推進する女性の指導的地位の増加に注目し、取締役会における女性役員の登用が企業の業績向上に貢献するかについて分析している。結果として、女性役員が存在する企業の方が比較的に業績は優れているものの、女性役員が業績に与える直接・間接的な効果には有意性が確認されなかった。

宮崎（2017）は、日本企業における女性の活躍度を用いて業績との因果関係を分析している。女性活躍の多い業種を中心に行われた分析の結果、男女の勤続年数の格差の縮小と業績には正の影響がみられたものの、短期的には女性従業員比率と女性管理職比率の上昇と業績に負の影響がみられ、さらに女性役員（取締役）比率と業績の間には有意性が認められなかった。

このように、現在日本における女性役員登用の研究において、特定の方向性を示すほどの結果は得られていないのが現状である。

IV 仮説と式の展開

先行研究の結果を踏まえ、ここでは女性役員の比率が企業の利益関連情報に影響を与える可能性について分析を試みる。その際、利益関連情報としては従来の一般的な業績指標とは異なる、経営者による利益予想の正確性を用いる。

経営者予想は有価証券報告書には記載されず、一般的には決算短信⁽⁷⁾とおして開示される情報である。日本では経営者予想情報の開示が事実上強制されて

いる。経営者予想に関しては、予想の正確性が低い企業に対し、投資家がより多くの報酬を要求し、結果として資本コストを上げる（村宮，2005）ことや、企業にとっては負担要素となる経営者予想について、企業側は中止を望むものの、市場の反応はそれに反していることも確認されている（太田・姜，2011）。このように、投資家が投資意思決定を行う際に注目する経営者予想は、一定水準で有用性をもつと考えられる。

こうした経営者予想の重要性を考慮したうえで、本分析では予想の正確性を測る尺度として女性役員比率を用いる。単なる利益追求ではなく、サステナブルな社会を目指す ESG 経営，なかでも人的資本を活用するとともに、女性役員を登用することで社会に貢献するという，経営者の意思を確認することにつながるかと考えるからである。ここでは，このような初期段階の CSR からサステナビリティ，ESG 活動という流れの底流にある倫理的側面と，経営者の出す情報の信頼度との関連を重視し，次の仮説を設ける。

仮説 1 女性役員比率の高い企業ほど，経営者の利益予想は正確である。

女性と役員というテーマは，ESG 経営の「S」における男女共同参画の側面と，「G」における役員としての経営上のガバナンスシステムへの参加の側面を持ち合わせており，長期的な ESG 経営への積極的な取り組みとして評価できる。すなわち，短期的視点だけでなく，中・長期の ESG 経営を念頭にいった経営者の経営態度がみられる。そこで，次の仮説を設ける。

(7) 上場会社の決算に関する情報は，投資者の投資判断の基礎となる最も重要な会社情報であるという認識から，決算短信には，事業報告等や有価証券報告書などの法定開示に先立って決算の内容を迅速に開示する速報としての役割が最優先に求められる。決算の内容の開示について，東証の上場規程では，「決算の内容が定まった場合」に直ちにその内容を開示することを求めている。決算短信等における決算の内容の客観性は，監査等により確定した決算の内容が法定開示として後から開示されることで，担保される（東証，2022，4 頁）。

仮説2 女性役員比率を長期間にわたって増加させる企業ほど、経営者の利益予想は正確である。

サンプルは、東洋経済新報社発行の『CSR企業白書2023』が公表した「10年間で女性役員比率が増加した会社」⁽⁸⁾ ランキング100から上位35社を選定した(金融・保険、さらに、決算短信をとおして対象年度に関する経営者予想が行われていない企業を除外)。今回の研究は、女性役員の登用を意識している企業中心のパイロット分析にとどめており、影響の方向性が確認できれば、別の研究で本格的なクロスセクション分析を行う予定である。ここでは、つぎのような式を展開する。

$$\begin{aligned} \text{経営者予想の正確性} = & \alpha + \beta_1 \text{ 女性役員登用変数} + \beta_2 \text{ 女性役員登用の増加変数} \\ & + \beta_3 \text{ コントロール変数} + \varepsilon \end{aligned}$$

定義

経営者予想の正確性の変数(予想の誤差)

: $EPS / \text{株価} \quad | \text{t期実績値} - \text{t-1期予想値} | / \text{株価}$

女性役員登用変数(女性役員比率): $FeYakuin$ 2021年度分

女性役員登用の増加変数(女性役員比率の変化)

: FeY_INCR 2012年-2022年の比率の増加分

コントロール変数

: $ROE20$ 2020年度ROE, $ROE21$ 2021年度ROE

$ROE21DUM$ $ROE21$ のうち、中央値を超えると1、満たない場合は0

LEV 自己資本比率の逆数

(8) 「10年間で女性役員比率が増加した会社」のデータは、東洋経済新報社の『CSR企業総覧』2013年版(基本的に2012年情報)から『CSR企業総覧(雇用・人材活用編)』2023年版(基本的に2022年情報)の女性役員比率の増加ポイントである。

まず、「経営者予想の正確性」については、利益の予想誤差の絶対値を株価で除したもので計算する。対象年度 t 期利益の一株当たりの実績値と $t-1$ 期の一株当たり予測値の誤差の絶対値は、いずれも決算短信から収集しており、株価は $t-1$ 期の期末の終値を用いる。値が小さいほど、予想は正確と判断する。

次に、「女性役員登用変数」として、女性役員比率を用いる。女性の社会的活動のなかでも人材としての女性活用の程度を確かめる際、考慮されるものとして女性がどれほど企業の重要ポストについているかがある。OECD などの国際的な調査においても項目として取り扱われる理由でもある。ここでは、『CSR 企業白書 2023』において「女性役員比率」を公表する企業のなかから選んでいる。女性役員を積極的に登用している企業の経営者予想は正確であるという仮説によるもので、予想符号は負である。

もうひとつ、「女性役員登用の増加変数」としては、長期間における比率の増加を確認する。そのため、『CSR 企業白書 2023』で公表する「10 年間で女性役員比率が増加した会社」ランキングのデータを用いる。そのデータは当該白書が長期間累積してきたデータに基づき、2012 年当時のデータと 2022 年のデータを比較し、増加程度をまとめたものである。この仮説については、長期間にわたって女性役員比率を増加させる企業ほど、経営者の利益予想は正確であると判断し、予想符号は負である。

経営者予想の正確性に影響するものとして、上記以外の他の要因も考慮し、コントロール変数を追加する。財政状態が悪化している企業や赤字企業の経営者は過度に楽観的な予想利益を公表することが知られていることから (Ota, 2006, p. 285 : 太田・近藤, 2011, 37 頁), 1 期前の ROE を表す ROE_{20} は負の符号、レバレッジ (LEV) は正の符号を予想する。さらに、事後的な実現利益の利益水準が低い企業 (赤字) は楽観的な利益予想を行っていることから (太田・近藤, 2011, 37 頁), ここでは実現利益 ROE_{21} の符号を負と予想する。最後に、回帰式中の ε は誤差項をあらわす。

V 実証分析

図表9はサンプルの基本統計量である。女性役員の比率をみると、平均20%弱であり、10年間の増加幅は17%を超えていることがわかる。さらに、実現利益の利益水準が予想に与える可能性を示す *ROE21* は、実現利益の利益水準が全サンプル企業の利益水準の中央値を上回るほど予想が悲観的になることから、中央値8.4を基準に *ROE21* のダミー変数を入れている。なお、各変数間の相関を分析した結果（図表10）、一部高い相関がみられたため、多重共線性の可能性を確認したが、認められなかった。

図表9 基本統計量

	平均値	中央値	標準偏差	最 小	最 大	サンプル
<i>EPS</i> / 株価	0.024	0.016	0.025	0.001	0.091	35
<i>FeYakuin</i>	19.726	18.2	5.935	14.6	41.7	35
<i>FeY_INCR</i>	17.834	17.1	3.356	14.5	30.2	35
<i>ROE20</i>	6.169	6.5	6.344	-9	17.8	35
<i>ROE21</i>	9.437	8.4	5.074	0.7	22	35
<i>ROE21DUM</i>	0.514	1	0.507	0	1	35
<i>LEV</i>	2.208	1.795	0.974	1.200	4.926	35

図表10 相関係数

	<i>EPS</i> / 株価	<i>FeYakuin</i>	<i>FeY_INCR</i>	<i>ROE20</i>	<i>ROE21</i>	<i>ROE21DUM</i>
<i>EPS</i> / 株価						
<i>FeYakuin</i>	-0.266					
<i>FeY_INCR</i>	-0.277	0.589***				
<i>ROE20</i>	-0.123	-0.013	0.138			
<i>ROE21</i>	0.291*	0.075	0.058	0.663***		
<i>ROE21DUM</i>	0.017	0.066	0.096	0.611***	0.779***	
<i>LEV</i>	0.318*	-0.085	-0.146	-0.25	-0.094	-0.135

注 ***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% 水準で有意であることを示す。

図表 11 女性役員比率に関する回帰分析

	予想符号	係数	t
定数項		0.014	0.878
<i>FeYakuin</i>	-	-0.001	-2.187**
<i>ROE20</i>	-	-0.002	-2.411**
<i>ROE21</i>	-	0.005	3.984***
<i>ROE21DUM</i>	-	-0.019	-1.728*
<i>LEV</i>	+	0.005	1.514
adj. R ²		0.379	
観測値数		35	

注 ***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

図表 11 は、女性役員登用変数を中心に経営者の利益予想の正確性との推定結果を示している。女性役員比率の係数は 5%水準で有意であり、符号も予想どおり負を示している。仮説 1 のとおり、女性役員を登用する企業の利益予想は正確であることが確かめられた。ESG 経営を意識した経営者の姿勢がよみとれる。

コントロール変数の結果をみてみると、同じく *ROE20* の係数も有意な負の値をとっている。前年度の利益が低かった企業は利益予想を過大に計上する可能性が確かめられた。

その一方で、実現利益の利益水準である *ROE21* の場合は、予想とは異なり 1%水準で正の有意性がみられた。これについては、まずサンプルの問題を指摘しなければならない。パイロット分析のため、35社という少ないサンプルで分析を行う限界を内包していることに加え、今回のサンプル収集にあたり、決算短信において利益予想の情報を提供する企業が少なくなっていたことにも注意を要する。後述するが、分析の対象期間がちょうどコロナの真ただ中であり、そのため利益予想が通常より困難だったことが影響を及ぼした可能性は否めない。この問題を補うために *ROE21* のダミー変数 *ROE21DUM* を入れて

分析を行った結果、10%で有意な値を示しており、実現利益の低い企業は楽観的な利益予想をしていたことが確認できた。*LEV* に関しては、符号は予想どおりだが、有意な水準には達していない。

次の図表 12 は、仮説 2 の、長期間の女性役員登用の増加変数を中心に経営者の利益予想の正確性との推定結果を示したものである。結果として、女性役員増加率の符号は予想通りであるが、有意な水準には達していない。しかし、長期的に女性役員比率を上げている企業は、その分サステナブルな社会、すなわち ESG を意識した経営者の働きがあり、本来の利益に近い予想を出す方向性をもつと解釈できる。

その他、*ROE20* は 10%水準で有意な値を、*ROE21* は先の分析同様に正の符号で有意な値になっており、*ROE21DUM* の方で、有意な値ではないが本来の意図が補われる格好となっている。先述同様、サンプルとする企業数や分析年度などデータ本来の持つ限界が大きく作用した可能性がある。

以上のように、日本企業のなかで女性役員登用を意識している企業を中心に分析を行った結果、女性役員比率と経営者予想の正確性には関連性が確かめられ、さらに長期的な女性役員比率の増加は限定的ではあるが、方向性が示されたと考えられる。

図表 12 女性役員比率の増加に関する回帰分析

	予想符号	係数	t
定数項		0.017	0.740
<i>FeY_INCR</i>	-	-0.002	-1.430
<i>ROE20</i>	-	-0.002	-1.954*
<i>ROE21</i>	-	0.004	3.575***
<i>ROE21DUM</i>	-	-0.019	-1.634
<i>LEV</i>	+	0.006	1.507
adj. R ²		0.324	
観測値数		35	

注 ***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

VI おわりに

本稿では、企業のサステナビリティ情報開示のうち、人的資本情報、なかでも女性役員の登用に関する情報に焦点を当て、日本国内外の現状と、経営者予想の正確性との関係について分析を試みた。

まず、分析においては、一定水準での方向性や一部の項目で有意性は認められたものの、全体としてやや不安定な結果が出た。さらに詳細な分析の必要があるが、ひとまず次のような理由が考えられる。

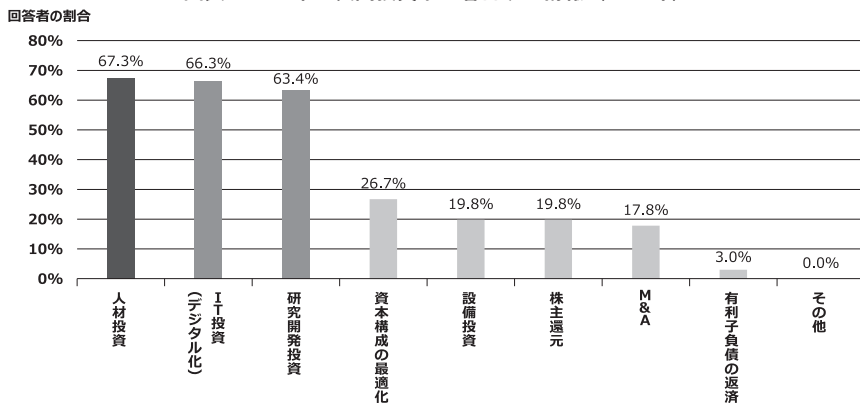
1つはサンプルの少なさである。本研究はあくまで方向性を探る目的で、単年度のデータでかつ女性役員登用に強い関心と取り組みを行う一部企業に限定して行われたものである。そのため、バイアスは防げなかった。もう1つは年度の問題である。女性役員登用の問題が近年注目されたこともあり、分析対象を2021年度に限定したが、当該年度はコロナ禍により企業業績にも大きな影響があった時期である。端的に、対象とした企業の多くが経営者予想の数値が出せず、空前の外部要因が働いたという年度そのものもつバイアスが大きかった可能性を否認しない。

それでも、あくまで可能性を探るための試みであった今回の分析は半ば目的が達成できたといえる。一定の方向性や傾向が確認できており、今後より長期的かつ広範な企業データを用いた本格的な研究を行う必要がある。

現在、日本の機関投資家をもっとも着目する情報として、人材投資が選ばれており、従来の設備投資や株主還元などへの関心を大きく引き離す注目度を示している（図表13）。

それには、近年の人手不足という日本の社会・経済特有の事情もあるが、女性人材に対する社会的意識の変化の必要性を、とりわけ機関投資家がいち早く気づき、求めているとも捉えられる。個別企業の多くが意識する市場システムにおいて、機関投資家の人材投資への関心は、人的資本、女性の活躍につながり、個別企業の積極的な対応を十分予想させるものとなる。CSRからサステナビリティ、さらにESGに至るまでの社会を意識した一連の流れを実現させ

図表 13 日本の機関投資家が着目する情報 (2021年)



(注) 「日本企業の中長期的な投資・財務戦略において、重視すべきだと考えるものをお答え下さい。(3つまで選択可)」という設問の回答を集計。回答数は101。

(出所) 一般社団法人生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた『株式市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組について」(2021年4月公表)を基に作成。

出所 内閣官房新しい資本主義実現本部事務局・経済産業省経済産業政策局, 2022, 6頁。

る方策として、ダイバーシティ活動に関する情報が求められるとする共通認識が投資家にも浸透し、意思決定において有用な情報となりうることを予見させるものでもある。

他方、企業においても、役員や管理職など権限を持って能力を発揮できる地位における女性の登用は、単に不足する労働力を補うだけの意味ではない、優秀な人材を確保し、ダイバーシティの観点でも経営戦略や業績にも影響を与え企業価値を向上させることのできる機会として注目される。

参 考 文 献

Organization for Economic Co-operation and Development, *OECD Stat : OECD Social and Welfare Statistics 2022*.

Ota, Koji (2006), “Determinants of Bias in management Earnings Forecasts : Empirical Evidence from Japan,” in *International Accounting : Standards, Regulations, and Financial Reporting*, edited by Greg, N. and Mohamed, G., pp.267-294, Elsevier, Burlington, MA.

Share Action (2023), “Investor group calls on the ISSB to embark on human rights and human capital concurrently and as a priority”. <https://cdn2.assets-servd.host/shareaction-api/>

production/resources/reports/2023_WDI_Investor-RFI-open-letter.pdf

World Economic Forum (2023), “Global Gender Gap Report 2023”.

https://www3.weforum.org/docs/WEF_GGGR_2023.pdf

伊藤正晴・物江陽子 (2016) 「日本企業における女性登用の動向と企業パフォーマンス」『大和総研調査季報』新春号 Vol. 21, 64-91 頁。

NRI 「ISO 30414 (人的資本に関する情報開示のガイドライン)」。

<https://www.nri.com/jp/knowledge/glossary/1st/alphabet/iso30414>

NHK (2023) 「政府 “2030 年までに女性役員 30%以上” 男女共同参画で方針案」。

<https://www3.nhk.or.jp/news/html/20230605/k10014090551000.html>

太田浩司・姜 理恵 (2011) 「米国における経営者予想開示の推移とわが国へのインプリケーション」『証券アナリストジャーナル』6月号, 30-40 頁。

太田浩司・近藤江美 (2011) 「経営者予想とアナリスト予想の制度とバイアス」『MTEC ジャーナル』23号, 33-58 頁。

大野 威 (2020) 「女性役員登用の国際比較および女性役員と企業業績・株価の関係」『立命館産業社会論集』第 55 巻第 4 号, 1-20 頁。

奥野重徳 (2022) 「我が国における家事関連時間の男女の差～生活時間からみたジェンダーギャップ～」総務省統計局統計 Today No. 190。

<https://www.stat.go.jp/info/today/pdf/190.pdf>

金融庁 (2023) 「サステナビリティ情報の開示に関する特集ページ」。

<https://www.fsa.go.jp/policy/kaiji/sustainability-kaiji.html>

経済産業省 (2020) 「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会報告書～人材版伊藤レポート～」。

https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kigyo_kachi_kojo/pdf/20200930_1.pdf

経済産業省 (2022 a) 「「人材版伊藤レポート 2.0」を取りまとめました」5月13日付。

<https://www.meti.go.jp/press/2022/05/20220513001/20220513001.html>

経済産業省 (2022 b) 「人的資本経営の実現に向けた検討会報告書～人材版伊藤レポート 2.0～」。https://www.meti.go.jp/policy/economy/jinteki_shihon/pdf/report2.0.pdf

Sigel, J・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 Sries 11-J-073』独立行政法人経済産業研究所, 1-31 頁。

鈴木裕 (2022) 「取締役会構成のダイバーシティ開示規則」大和総研, 1-4 頁。

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20220428_023002.pdf

男女共同参画局 (2022) 「諸外国における企業役員の女性登用について」内閣府。

https://www.gender.go.jp/kaigi/senmon/kcikaku_kanshi/siryoo/pdf/ka15-2.pdf

男女共同参画局 (2023 a) 「女性版骨太の方針 2023 (女性活躍・男女共同参画の重点方針) 概要」内閣府。

https://www.gender.go.jp/policy/sokushin/pdf/sokushin/jyuten2023_setsume.pdf

男女共同参画局 (2023 b) 『令和 5 年版男女共同参画白書』内閣府。

男女共同参画局（2023 c）「男女共同参画に関する国際的な指数」内閣府。

https://www.gender.go.jp/international/int_syogaikoku/int_shihyo/index.html

東京証券取引所（2022）「決算短信・四半期決算短信作成要領等」。

東洋経済新報社（2023）『CSR 企業白書 2023』東洋経済新報社。

内閣官房新しい資本主義実現本部事務局・経済産業省経済産業政策局（2022）「基礎資料・資料 3」。

https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/wgkaisai/hizaimu_dail/siryou3.pdf

新倉博明・瀬古美喜（2017）「取締役会における女性役員と企業パフォーマンスの関係」『三田学会雑誌』110 巻 1 号, 1 -20 頁。

日本経済新聞（電子版）「支援手探りのまま、女性版骨太『役員 30 年 30%』明記」2023 年 6 月 5 日付。

宮崎正浩（2017）「企業における女性の活躍度と業績との関係」『跡見学園女子大学マネジメント学部紀要』第 24 号, 25-42 頁。

村宮克彦（2005）「経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト」『証券アナリストジャーナル』9 月号, 83-97 頁。

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」『RIETI Discussion Paper Series 14-J-016』独立行政法人経済産業研究所, 1 -26 頁。

（注 各 Website への最終アクセス日 2023 年 11 月 30 日）

【謝辞】

本稿の作成にあたり、2 人のレフェリーの先生方から貴重なご指摘・ご助言を頂いた。ここに記して、深く感謝を申し上げます。なお、本稿は科学研究費（課題番号：21K01814）の助成を受けて行われた研究成果の一部である。