

ダイバーシティと企業価値の関係性： 「柳モデル」と女性登用の実効性



エーザイ専務執行役CFO 兼 早稲田大学客員教授 柳 良平
SMBC日興証券株式調査部 チーフクオンツアナリスト 伊藤 桂一

1. はじめに

ロナルド・コーエン卿は著書（コーエン 2021）の中で、「測定できないものを管理することはできない、というのは経営の基本原則だ。正確なデータ、信頼できる測定が真の改革には不可欠だ。」として、「だからこそ、ハーバード・ビジネス・スクール（HBS）が生み出したインパクト加重会計イニシアチブ（IWAI）は極めて重要なのだ。インパクトの貨幣換算によって、ポートフォリオ理論は次のステージに持ち上げられる。リスク・リターンの最適化と同様に、リスク・リターン・インパクトの最適化ができるようになるだろう。」と主張している。

株主資本主義からステークホルダー資本主義（あるいはインパクト資本主義）へと変遷

〈目次〉

1. はじめに
2. 「柳モデル」の回帰分析とエーザイの従業員インパクト会計
3. 女性役員登用とバリュエーションに係る実証研究
4. おわりに

する中で、ESGやインパクトの定量化と開示の重要性が高まっている。日本でも2021年に誕生した岸田内閣は「新しい資本主義実現会議」を発足させたが、その中で渋澤健委員により次節で述べる「柳モデルとエーザイの従業員インパクト会計」が参考事例として紹介された（内閣官房 2021）。一方、グローバルに俯瞰

すると、2021年7月、英国政府はG7議長国として「インパクトタスクフォース」を立ち上げた。筆者（柳）は、インパクトの定量化、報告、会計に関する議論（Workstream A）に唯一の日本人として参加し、2021年12月の英国政府への最終報告書では、Impact Monetizationの先行事例として「エーザイの従業員インパクト会計」が採択されている（G7 Impact Taskforce 2021）。

本稿では、こうしたESGあるいはインパクトの定量化をめざす試みとして、「柳モデル（Yanagi and Michels-Kim 2021）」の回帰分析、エーザイの従業員インパクト会計から議論を展開して、ダイバーシティ、特に女性登用による企業価値への貢献の実効性について、筆者（伊藤）の新規の実証研究を紹介して考察したい。

■ 2. 「柳モデル」の回帰分析とエーザイの従業員インパクト会計

「柳モデル」では、ESGの価値（IHIIRC^{（注1）}）の定義する5つの非財務資本^{（注2）}はPBR（株価純資産倍率）に織り込まれるという「PBR仮説」の立場をとる。PBR仮説の定性的な裏付けとして、柳（2021c）の世界の投資家サーベイでは、約3／4の投資家が「本来ESGの価値の100%あるいは太宗をPBRに織り込むべき」と回答している^{（注3）}。一方、「柳モデル」の実証研究としては、エーザイCFOのESGの定量化の試みとして、自社のESGのPBRへの遅延浸透効果を重回帰モデルで証明（柳2021a）して詳細を開示（エーザイ2021）している^{（注4）}。

【「柳モデル」の回帰式：ROEをコントロールした2ファクターモデル】

・重回帰分析（対数変換）： $\ln(\text{PBR}_i) = \alpha + \beta_1 \cdot \ln(\text{ROE}_i) + \beta_2 \cdot \ln(\text{ESG KPI}_{i-t}) + \gamma_{i-t}$

柳（2021a）では「観測数10以上で、p値5％未満、t値2以上、R² 0.5以上」を統計的に有意として、正の相関関係を示した結果にフォーカスして図表1のように開示している。

エーザイのESGファクターでは、特に、障がい者雇用率（％）、連結人件費、社員の健康診断の受診率（％）、女性管理職比率（％）、社員数管理職比率（％）、育児短時間勤務制度利用者数（人）、欧米従業員数（人）といった人的資本やダイバーシティの指標がp値5％未満で有意にPBRと正の関係がある。さらに、図表1の感応度分析を概算（相関係数、遅延浸透効果とPBRや時価総額のレベルから換算）で解釈すると、95％以上の信頼確率で以下の事例のような相関関係を「柳モデル」のエーザイの重回帰分析は示唆している。

・エーザイでは人財に10％追加投資すると5年後に約3,000億円の価値を事後的・遅延的に創造できる

(図表1) エーザイのESGのPBRへの遅延浸透効果の実証の開示

エーザイのESG *1のKPI *2とPBR *3の正の関係

$$\text{重回帰分析 (対数変換)}^{*4}: \ln(\text{PBR}_i) = \alpha + \beta_1 \cdot \ln(\text{ROE}_i) + \beta_2 \cdot \ln(\text{ESG KPI}_{i-t}) + \gamma_{i-t}$$

エーザイのESGのKPI 88個を平均12年遡りして (1,088件の重回帰分析数) 28年分のPBRと可能な限り照合

	ESG KPI	遅延浸透効果 (何年後に 相関するか)	回帰 係数*5	t値*6	p値	自由度 修正済み 決定係数*7	データ 観測数	
社会・関係資本	調剤薬局 お取引先軒数 (単体)	0	3.30	4.55	0.001	0.70	12	p<0.01
人的資本	障がい者雇用率 (単体)	10+	3.35	4.25	0.003	0.72	11	
人的資本	人件費 (連結)	5	1.38	4.40	0.003	0.75	10	
人的資本	健康診断受診率 (単体)	10	38.57	3.26	0.012	0.61	11	
知的資本	医療用医薬品承認取得品目数 (国内)	4	0.25	3.13	0.017	0.61	10	p<0.05
人的資本	女性管理職比率 (単体)	7	0.24	2.96	0.018	0.56	11	
人的資本	管理職社員数 (単体)	10+	3.14	2.94	0.019	0.56	11	
社会・関係資本	薬局等*8お取引先軒数 (単体)	4	0.48	2.93	0.019	0.56	11	
知的資本	研究開発費 (連結)	10+	0.82	2.90	0.020	0.55	11	
社会・関係資本	hhc ホットライン*9問合せ数 (単体)	5	1.08	2.88	0.021	0.55	11	
人的資本	育児短時間勤務制度利用者数(単体)*10	9	0.33	2.89	0.023	0.57	10	
知的資本	研究開発費 (単体)	10+	0.88	2.78	0.024	0.53	11	
人的資本	EMEA*11従業員数	9	0.33	2.75	0.025	0.53	11	
人的資本	アメリカス*12従業員数	10	0.29	2.70	0.027	0.52	11	

*1088のサンプルに対して、ESG KPIを用いた重回帰分析結果 (対数ベース) から、PBR (連結) と有意な正の関係を持つKPIを絞って表示 (逆相関を除く)

データ観測数が10以上、自由度調整済み決定係数が0.5以上、t値が2以上、p値が0.05以下のESG KPIを対象 (アビームコンサルティング社の協力を得て作成)

*1 Environment: 環境、Social: 社会、Governance: 企業統治 *2 Key Performance Indicator 重要業績評価指標 *3 Price Book-value Ratio 株価純資産倍率 *4 α : ROEでもESGでも説明できない、PBR上昇の影響要素、 β_1 : ROEとPBRの関係性の強さを示す値、 β_2 : ESG KPIとPBRの関係性の強さを示す値、 γ_{i-t} : 回帰式で推定されるPBRと実際のPBRとの差分、i: 分析対象となる年度 *5 説明変数 (ROEやESG KPI) と非説明変数 (PBR) の関係性の強さを表す指標 *6 統計的にROEもしくはESG KPIがPBRと相関性があると言えるか否かを表す数値 *7 回帰式 (上記数式) 全体の当てはまりの良さを確認する数値 *8 食品等のお取引先を含む *9 エーザイ製品に関するお問い合わせ・ご意見を承る窓口 *10 複数の有意な結果が得られた項目はより有意な結果のみを記載 *11 欧州、中東、アフリカ、ロシア、オセアニア *12 北米 (出所) 柳 (2021a)、エーザイ (2021)

- ・エーザイでは10%女性管理職を増やすと7年後に約500億円の企業価値向上に繋がる
- ・エーザイでは育児短時間制度利用者が1割増えると9年後に約900億円の企業価値を創造できる

さらにここから、「人的資本 (人財投資) やダイバーシティ (女性管理職比率) の重要性」に鑑み、人財の価値にフォーカスして、IWAIのフォーマット (Freiberg他 2020) を日本流にアレンジして、HBSと共同研究を行って「エーザイの従業員インパクト会計」を開示した (柳 2021a)。その算出結果のサマリーを図表2に掲示する (注5)。

柳 (2021b) のESG会計の価値提案による「ESG EBIT」のように人件費は費用ではなく、投資として営業利益に足し戻すべきものという考えもあるが、IWAIでは一定の基準で人

(図表 2) エーザイ (単体) の「従業員インパクト会計」の試算 (IWAI)

従業員インパクト会計 エーザイは2019年に269億円の正の価値を創出				
エーザイ従業員インパクト会計 (単体)		(単位: 億円)		
年度	2,019	joint-research w/HBS for IWAI		
従業員数	3,207			
売上収益※ 1	2,469			
EBITDA※ 1	611			
給与合計	358			
従業員へのインパクト	インパクト	EBITDA (%)	売上収益 (%)	給与 (%)
賃金の質※ 2	343	55.99%	13.87%	95.83%
従業員の機会※ 3	(7)	-1.17%	-0.29%	-2.00%
小計	335	54.82%	13.59%	93.83%
労働者のコミュニティへのインパクト				
ダイバーシティ※ 4	(78)	-12.70%	-3.15%	-21.73%
地域社会への貢献※ 5	11	1.81%	0.45%	3.09%
小計	(67)	-10.89%	-2.70%	-18.64%
Total Impact	269	43.93%	10.89%	75.19%

※ 1 売上収益・EBITDAはセグメント情報から一定の前提で按分

※ 2 限界効用・男女賃金差調整後

※ 3 昇格昇給の男女差調整後

※ 4 人口比の男女人員差調整後

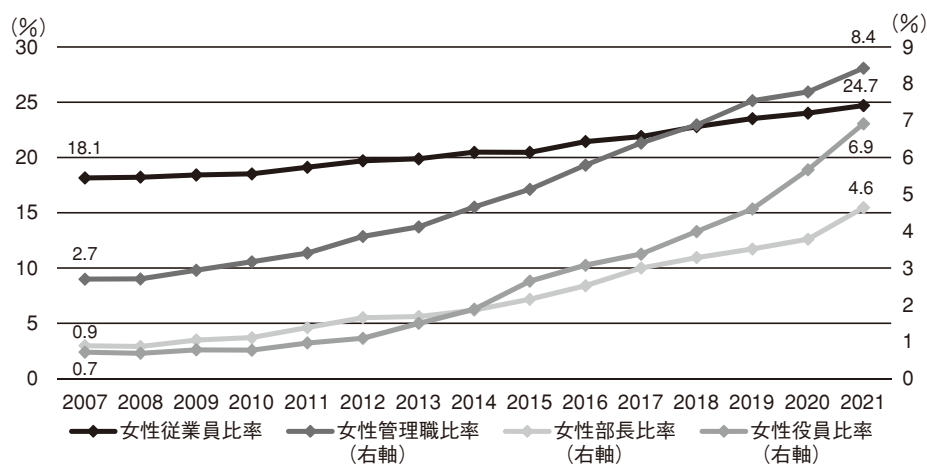
※ 5 地域失業率×従業員数×(年収-最低保障)

(出所) 柳 (2021a)、エーザイ (2021)

件費を加重する。具体的には、給与総額に限界効用を勘案した上で価値創造として、そこから「男女賃金差、昇進昇給の男女差、雇用人数の男女比(多様性)を同等になるように調整」して、地域社会への貢献を加算した結果、エーザイ単体の給与総額358億円のうち、269億円が「社会的インパクト創出」として認識された(注6)。ESG会計ではエーザイの従業員インパクトを加味したEBITDAは会計数値の144%の価値がある。また人財投資効率は75%と米国企業のトップレベルに匹敵する(柳 2021a)。ただし、日本企業に共通する社会的インパクトの課題として「男女格差」が浮き彫りになった。男女の賃金差、昇進昇給の差、雇用人数の男女比などは、各企業が今後改善すべき共通のダイバーシティの問題であろう。

特に、主要企業の約半数で女性役員がいない(注7)日本においては、女性活躍の代表的な課題として「女性役員の登用」がある。日本企業全体をユニバースにして、実際に女性役員登用が企業価値向上に資するのか、その実効性を高めるための条件は何かについて、筆者(伊藤)が新規の実証研究を行っているので、次節で詳説する。

(図表3) 日本企業の各職層における平均女性比率の推移 (注8)



(出所) 東京証券取引所、東洋経済、SMBC日興証券

3. 女性役員登用とバリュエーションに係る実証研究

コーポレート・ガバナンス強化の流れの中で、日本企業でも役員の独立性が高まるとともに、女性役員数も増加している。ただし、図表3にあるように、職層別の女性比率を見ると、女性役員比率はここ10年程度で大きく上昇している一方、女性部長比率や女性管理職比率の伸びは鈍い。社外取締役として女性を招聘しつつ、企業内では女性登用が進んでいないケースも多いのかもしれない。ダイバーシティと企業価値について検討を行う際には、単に「女性役員の登用」のみならず、様々な観点から検討を加える必要があると考えられる。

女性役員の有無が企業価値（バリュエーション）に影響を与えるかを確認するためには、女性役員の有無以外の要因を揃えた上で、女性役員の有無によるバリュエーションの格差を比較する必要がある。PBRは、「柳モデル」を前提とすると、各企業の収益性の格差や、ガバナンスの質などにも影響を受ける。また女性「役員」の有無だけでは、必ずしも女性登用の度合いを測る上では適当な指標ではないかもしれない。そこで、女性登用を示す指標として、女性役員の有無に加え、女性管理職比率および女性従業員比率を追加し、女性登用と企業価値との関係を分析した結果を図表4に示す。図表4の1, 2, 3の各モデルでは、コントロール変数としてROEと日興ガバナンススコア（持ち合い比率など9種のガ

(図表 4) 対数PBRとジェンダー・ダイバーシティの関係 (モデル 1, 2, 3) (注 9)

被説明変数: 対数PBR		モデル	1	2	3
定数項	回帰係数		-0.62	-0.65	-0.84
	t値		-27.64	-25.76	-28.65
			***	***	***
女性役員	回帰係数		-0.02	-0.01	-0.00
	t値		-1.35	-0.42	-0.04
女性管理職	回帰係数		0.00		0.00
	t値		3.24		2.57
			**		*
女性役員× 女性管理職	回帰係数		0.01		0.00
	t値		3.84		2.59
			***		**
女性従業員	回帰係数			0.12	
	t値			1.69	
女性役員× 女性従業員	回帰係数			0.13	
	t値			1.31	
ROE	回帰係数		6.29	6.31	6.16
	t値		57.06	57.16	58.70
			***	***	***
ガバナンス スコア	回帰係数		0.32	0.36	0.47
	t値		12.31	13.99	16.26
			***	***	***
年固定効果			N	N	Y
サンプル数			4643	4643	4632

(出所) 東洋経済、QUICK、日興リサーチセンター、SMBC日興証券

バランス関連指標から作成したスコア)を使用した上で、女性役員の有無と対数PBRの関係を解析している。

図表 4 のモデル 1 では、女性役員の有無と女性管理職比率を説明変数としている。女性役員の有無に対する回帰係数は有意ではなく、女性役員がいる企業ではPBRが高いという仮説は棄却される。一方で女性管理職比率に対する回帰係数は正で有意である。すなわち、前節のエーザイにおける「柳モデル」の重回帰分析結果とも合致するが、女性管理職比率が高い企業ほどPBRが高い。興味深いのは、その交差項の回帰係数も正で有意であることである。交差項は、女性役員がいる企業における、PBRに対する女性管理職比率の効果の上乗せ分と理解できる。交差項が正であるということは、同じ女性管理職比率であっても、女性役員がいる企業のほうがPBRは高いことを示している。

モデル 2 では、同じ分析を女性管理職比率の代わりに女性従業員比率で行った。いずれの変数も回帰係数が有意とはならなかった。企業価値を考える上では、どれだけ女性を採用しているかではなく、どれだけ女性を登用しているかが重要であると言えよう。

(図表5) 女性役員の有無がバリュエーションに与える影響(モデル1, 2, 3, 4, 5) (注10)

被説明変数： 対数PBR		モデル				
		1	2	3	4	5
			PSM	IPW	IPW	IPW
女性役員	回帰係数	0.22	0.10	0.05	0.02	-0.00
	t値	12.85	3.69	3.14	1.29	-0.19
		***	***	**		
企業固定効果		N	N	N	Y	Y
年固定効果		N	N	N	N	Y
サンプル数		4,647	2,572	4,647	4,649	4,649

(出所) 東洋経済、QUICK、日興リサーチセンター、SMBC日興証券

また、モデル3はモデル1に時系列の調整を施したものである。結果はモデル1とほぼ整合的であった。すなわち、企業価値は女性役員の有無そのものには影響を受けないが、女性管理職比率には影響を受け、またその影響度合いは女性役員がいる企業のほうが強い、という結果が得られた。女性役員がいるだけでも、管理職の比率を高めるだけでも不十分で、両輪を同時に回すことによって一段と企業価値が上昇すると考えられる。

本節では、企業価値と女性役員の有無についてさらに検証を深めている。具体的には、図表5にあるように、女性役員の有無と関係がありそうな要因を調整するスコア(傾向スコア)を作成し、傾向スコアマッチング(PSM)および逆確率重み付け(IPW)を用いて、様々な調整を施した上で、女性役員の有無と対数PBRとの関係をさらに厳格に確認した。

図表5のモデル1は何の調整も行わない状態で、対数PBRを女性役員の有無で回帰したものである。回帰係数が正の値で有意であることから、女性役員がいる企業のほうがPBRは高いように見える。しかし、モデル2で、ヒストリカル β 、外国人持株比率、対数総資産、日興ガバナンススコア、役員平均年齢、社外取締役比率、女性従業員比率、女性管理職比率、有休取得率、フレックス制導入フラグ、保育設備・手当制度導入フラグ、年ダミーを使用した傾向スコアで調整(PSM)を、モデル3でデータの偏りの調整(IPW)を行うと女性役員とPBRの正の相関は減弱し、企業間のバリュエーション水準格差を勘案したモデル4や、さらに時系列の水準変化も勘案したモデル5においては、女性役員の存在がバリュエーションを高めるという結果は得られない。特にモデル5においては、統計的には有意ではないものの、女性役員がいるとPBRが低下するという結果まで得られている。

この背景を収益性から考えるために、図表6にあるように、女性役員の有無を説明変数とし、被説明変数を前期から来々期のROEとした分析を行ったところ、女性役員がいる企業では前期のROEが低く、今期や来期についてははっきりした格差は得られず、来々期ではわずかながら低下するという結果が得られた。多様な意見を反映させることが女性

(図表 6) 女性役員が将来のROEに与える影響 (注11)

ROE:		実績 前期	今期	完全予想	
				来期	来々期
女性役員	回帰係数	-0.04	0.02	0.00	-0.06
	t値	-7.40	4.35	0.01	-9.00
		***	***		***
企業固定効果		Y	Y	Y	Y
年固定効果		Y	Y	Y	Y
サンプル数		3,469	3,469	3,469	3,469

(出所) 東洋経済、QUICK、日興リサーチセンター、SMBC日興証券

役員登用の目的と言われることが多いが、これまでの日本企業では、少なくとも女性役員を登用することで収益性を高めるには至っていないと言える。むしろ、業績が悪化した企業が女性役員を登用したという可能性も否定できない。

もっとも、図表5のモデル5や図表6の結果から「女性登用は意味がない」と結論づけるのは間違っていると言えよう。少なくとも株式市場は、女性役員の有無のみならず、エーザイにおける「柳モデル」が示したように女性管理職を積極的に登用しているかも確認した上で適切な株価を付与している。企業全体として女性を活用している企業に対しては高い企業価値を与える一方、お飾りのように女性役員を配しているだけの企業には厳しい評価を行っている面もあろう。今のところ女性役員登用を行った企業で収益性が高まるという結果は得られていないが、日本企業ではまだまだ女性役員の数がクリティカル・マスに達していないため、企業の変革が進んでいないのかもしれない。

4. おわりに

本稿では、ステークホルダー資本主義の新時代におけるアカウンタビリティとして、「柳モデル」によるESGとPBRの重回帰分析、エーザイの従業員インパクト会計（IWAI）の事例を紹介して、ESGあるいはインパクトの定量化と開示の重要性を主張した。一方、その結果から、日本企業の課題としてESGのSでもあるダイバーシティあるいは「女性登用」の論点が浮かび上がった。本稿では、その延長線上にある「女性役員登用と企業価値の関係性」を検証した。

「女性役員を登用すると企業価値が向上する」というESG的な仮説は他の条件を何もコントロールしない場合には支持された。しかしながら、より厳格に、PBRに影響を及ぼすと想定される、外国人持株比率、社外取締役比率、女性従業員比率、女性管理職比率、有休取得率等を調整し、企業間格差や時系列分析を勘案すると、女性役員の有無とPBRの関

係に有意な結果が得られなかった。

一方で、エーザイの「柳モデル」の重回帰分析結果と整合的に、日本企業全体でも女性管理職比率とPBRに正の関係が示唆された。ここから「オーガニックな真の女性活躍指標」として、企業価値を高める鍵の1つに女性管理職比率の向上があると思料される。さらに、本稿の重要な発見事項として「PBRは女性役員の有無には影響を受けないが、女性管理職比率には正の相関があり、またその影響度合いは女性役員がいる企業のほうが強い」という知見が得られた。すなわち、企業価値向上の実効性を高めるためには「女性役員登用」と「女性管理職比率向上」はシナジーのある車の両輪であると考えられる。

もちろん、本稿の実証はあくまで相関関係の議論であり、因果関係の証明ではない。日本企業が女性役員登用と女性管理職比率向上の両面からダイバーシティの実効性を高め、個々の具体的なストーリーや実績を示すことで、相関が因果に繋がって資本市場への説得力が増すだろう。こうしたESGやインパクトの定量化と実効性の追究が日本企業のバリュエーション向上に資することを願ってやまない。

〔参考文献〕

- ・伊藤桂一、太田佳代子（2021）「役員だけ多様化しても評価は高まらない」SMBC日興証券株式調査レポート、2021年4月19日。
- ・伊藤桂一、太田佳代子（2017）「日興ガバナンススコアの開発」SMBC日興証券株式調査レポート、2017年8月17日。
- ・柳良平（2021a）『CFOポリシー第2版』中央経済社。
- ・柳良平（2021b）「ESG会計の価値提案と開示」『月刊資本市場』2021（4）：36-45。
- ・柳良平（2021c）「日本企業の価値創造に係る資本市場の視座2021—2021年グローバル投資家サーベイ結果—」『月刊資本市場』2021（7）：4-14。
- ・ロナルド・コーエン（2021）『インパクト投資 社会を良くする資本主義を目指して』（斎藤聖美訳）日本経済新聞出版。
- ・Freiberg, Panella, Serafeim and Zochowski（2020）“Accounting for Organizational Employment Impact”, Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper No. 21-050.
- ・IIRC（2013）“The International IR Framework”. International Integrated Reporting Council.
- ・Yanagi, R. and Michels-Kim, N.（2021）“Eisai’s ESG Investments”. Strategic Finance（IMA）：2021（5）。

〔参考URL〕

- ・エーザイ（2021）：エーザイ価値創造レポート2021
<https://www.eisai.co.jp/ir/library/annual/pdf/pdf2021vcr.pdf>
- ・内閣官房（2021）：2021年11月26日 新しい資本主義実現会議（第3回）渋澤健委員資料

https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai3/shiryou3.pdf

- ・ G7 Impact Taskforce (2021) : Financing a better world requires impact transparency, integrity and harmonization (Workstream A)

<https://www.impact-taskforce.com/media/io5ntb41/workstream-a-report.pdf>

- (注1) 2021年に国際統合報告評議会 (IIRC) とサステナビリティ会計基準審議会 (SASB) が合併して Value Reporting Foundation (VRF) を設立した。さらに2022年にはVRFは国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB) に発展していく予定。
- (注2) IIRC (VRF) は「知的資本」「人的資本」「製造資本」「社会・関係資本」「自然資本」の5つの非財務資本と「財務資本」の6つの資本を定義している (IIRC2013)。
- (注3) 月刊資本市場2021年7月号で筆者(柳)が報告した2021年投資家サーベイ (調査期間: 2021年1月 - 3月、回答者: 日系投資家70名、外資系投資家70名、合計140名)。
- (注4) 2019年7月末時点のESGのKPI (88種類) につき、可能な限り過年度まで遡り (平均12年)、時系列データを抽出 (1,088個) して、PBRとの相関を検証する対数変換での重回帰分析 (28年分のPBRを用意して期差分析による遅延浸透効果を測定)。データ処理はアビームコンサルティングの協力を得た。
- (注5) エーザイ単体 (日本) 対象 (基準日2019年末)。年間給与支払総額 (12月基準で年換算) 358億円、平均年収11,148千円。単体の売上収益、EBITDAは、セグメント情報から一定の比率で按分。
- (注6) 「賃金の質」は最低生活賃金を勘案するが、エーザイの年収は高く全て付加価値とした。その給与総額358億円から、限界効用逓減分と男女賃金格差補正分を調整。エーザイは日本企業の平均より相対的な男女賃金差は小さい (日本企業平均では中間管理職の女性賃金は男性の89%であるが、エーザイの女性の賃金は男性の96%) が、差異はあるため、社会的インパクトを創出する「賃金の質」は343億円と減算。「従業員の機会」は、職階別に男女比率を算出し、管理職比率がエーザイの女性従業員数の比率である23%になるように昇進昇格を平等化して減算。「ダイバーシティ」の項目では、エーザイの女性従業員比率を日本の女性人口比率51%まで高めるために、不足分の909名を新規雇用したと仮定して78億円をインパクトから減算して、男女雇用者数を平等化。「地域社会への貢献」では各都道府県の失業率と最低生活賃金を加味して地域社会に作り出す付加価値を加算。
- (注7) 2021年12月15日付日本経済新聞「この数字2021年市場: 51%」によれば、日本の主要上場企業のうち女性取締役が一人もいない企業は2021年度で51%に上る。大手議決権行使助言会社のグラスルイス (22年2月以降) とISS (23年2月以降) は全上場会社に女性取締役を求める。特にグラスルイスは23年2月からプライム市場では女性取締役比率10%基準とする。
- (注8) 各年末のTOPIX1000構成銘柄のうち「東洋経済CSR総覧」の回答企業を対象に集計。
- (注9) ユニバースは2007-2021各年末のTOPIX1000構成銘柄のうち「東洋経済CSR総覧」の回答企業かつ関連データ取得可能な企業数の累計。対数P/Bを被説明変数としたパネル回帰分析の結果。t値の下での***は1%、**は5%、*は10%未満の各有意水準。各モデルとも、コントロール変数として来期予想ROE、日興ガバナンススコアを使用。モデル1および3では、女性役員フラグ (女性役員がいる場合に1、いない場合に0) および女性管理職比率、それらの交差項を説明変数として採用した。モデル2では、女性管理職比率の代わりに女性従業員比率を採用した。モデル1と3では説明変数は同じであるが、モデル3では年固定効果を考慮し、各データの時系列変化に伴う影響を取り除いた分析となっている。

(注10) ユニバースは2007-2021各年末のTOPIX1000構成銘柄のうち「東洋経済CSR総覧」の回答企業かつ関連データ取得可能な企業数の累計。対数P/Bを被説明変数、女性役員フラグ（女性役員がいる場合に1、いない場合に0）を説明変数としたパネル回帰分析を行った結果を示す。PSMは傾向スコアマッチング、IPWは逆確率重み付け推定によって、データの偏りを調整したモデルである。傾向スコアの推定には、ヒストリカル β 、外国人持株比率、対数総資産、日興ガバナンススコア、役員平均年齢、社外取締役比率、女性従業員比率、女性管理職比率、有休取得率、フレックス制導入フラグ、保育設備・手当制度導入フラグ、年ダミーを使用した。t値の下のは***は1%、**は5%、*は10%未満の各有意水準。モデル4では企業固定効果を考慮し、モデル5ではさらに年固定効果を考慮した分析を行っている。

(注11) ユニバースは2007-2021各年末のTOPIX1000構成銘柄のうち「東洋経済CSR総覧」の回答企業かつ関連データ取得可能な企業数の累計。前期実績および将来3期の完全予想ROEを被説明変数、女性役員フラグ（女性役員がいる場合に1、いない場合に0）を説明変数としたパネル回帰分析を行った結果を示す。図表5で使用した傾向スコアを用いた逆確率重み付け推定によってデータの偏りを調整している。t値の下のは***は1%、**は5%、*は10%未満の各有意水準。いずれの分析においても、企業固定効果および年固定効果を考慮した分析を行った。

