

均等推進・ファミリー・フレンドリー施策と企業業績*
—施策が円滑に機能する条件—

長江 亮†
早稲田大学高等研究所

2008/08

* 本稿の作成にあたり、脇坂明先生、水谷徳子先生、2008 年度関西労働研究会夏合宿参加者各氏より有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝したい。言うまでもなく、本稿における誤りはすべて筆者の責任である。

† E-mail : nagae@aoni.waseda.jp

要旨

本稿では均等推進、ファミリー・フレンドリー施策が円滑に機能し、企業業績に結び付くために必要とされることを、経営者の規律付け（コーポレート・ガバナンス）に着目して、両者の関係を検証した。具体的には、均等推進、ファミリー・フレンドリー施策が優れているとして表彰を受けた企業のサンプルを使用して、(1)それらの企業の受賞前10年間の長期株価リターンが同業他社と比較してどのような推移をたどってきたか、(2)同時期にそれらにはどのような、株式所有構造が影響を与えていたのか、(3)受賞後には、表彰企業の利潤にどのような株式所有構造が影響を与えていたのかを検証した。その結果、ファミリー・フレンドリー表彰企業は受賞前10年間の株価リターンは、同業他社と比較して有意によく、同時期のROAには外国法人持ち株比率が有意な影響を与えていた。また、受賞後に均等推進表彰企業では、コーポレート・ガバナンスの変化がおこり、業績も良好になっていった。反対に、ファミリー・フレンドリー表彰企業では、外国法人の影響力が弱体化していたため、2006年には企業利潤が有意にマイナスとなっていた。これらは、均等推進、ファミリー・フレンドリー施策が円滑に機能して企業業績に結び付くためには、経営効率を高くする必要があり、そのためには経営者の規律付け効果が必要なことを示している。

JEL Classification Numbers : G34,J53

Keywords : Human resource management, Corporate Governance

1. はじめに

本論文の目的は、企業の財務データを使用して、ポジティブ・アクション、ファミリー・フレンドリー施策が円滑に機能する条件を、財務データを用いて発見される事実から議論することである。

2007年5月に、厚生労働省は次世代法認定企業128社を公表した³。少子・高齢化を迎えている時、女性の労働力参加を促進するための施策、両立支援施策が企業業績に与える影響を明らかにすることの重要性は議論するまでもない。次世代法とは次世代育成支援対策推進法という法律であり、2005年から施行されているものである。この法律の目的は、「我が国における急速な少子化の進行並びに家庭及び地域を取り巻く環境の変化にかんがみ、次世代育成支援対策に関し、基本理念を定め、並びに国、地方公共団体、事業主及び国民の責務を明らかにするとともに、行動計画策定指針並びに地方公共団体及び事業主の行動計画の策定その他の次世代育成支援対策を推進するために必要な事項を定めることにより、次世代育成支援対策を迅速かつ重点的に推進し、もって次代の社会を担う子どもが健やかに生まれ、かつ、育成される社会の形成に資することを目的とする。」とされる⁴。一般事業主の行動計画に関しては、上記総則の目的に照らし合わせて事業主が作成して厚生労働省に提出し、それが妥当なものとして判断され、その計画を遂行できている企業が認定されるということになっている。当然ながら、この施策には女性の労働力参加の促進、仕事と家庭の両立支援施策の双方が必要とされる。次世代法認定企業は2008年6月末には545社となり、順調に伸びている様子がうかがえる⁵。

だが、この数字で女性の労働力参加が順調に高まっており、両立支援施策が円滑に機能していると判断するのは尚早である。次世代法が円滑に機能するためには、企業による女性の活用及び仕事と家庭の両立支援施策の定着が必要不可欠だが、現実には両施策の導入の程度は低く、施策の成果は芳しくない。これは、企業にとって施策導入・実施に伴う弊害が大きいことを示唆する。企業の目的は利潤の最大化にある。施策の導入・実施が企業業績を高めるものでなければ、これらの施策の普及は望めない。しばしば指摘されるように、女性の活用及び仕事と家庭の両立支援施策の定着は、企業業績に直接結び付くわけではなく、多様な要因を考慮する必要がある。よって、施策がそれを導入した企業の業績を上昇させるのであれば、どのような経路で、どのような属性を持った企業が施策を導入すれば円滑に機能するのかを明らかにする必要がある。

従来日本で財務データを使用して女性の活用と企業業績との関係を検証した研究では、女性の活用が企業業績を高めることが明らかにされている（児玉(2006)、佐野(2005)、

³ <http://www.mhlw.go.jp/houdou/2007/05/h0516-1.html>（公表：2007.05.16,最終確認：2008.09.01）

⁴ 次世代育成支援対策推進法、総則第一章より抜粋。

⁵ <http://www.mhlw.go.jp/houdou/2008/07/h0730-1.html>（公表：2008.07.30,最終確認：2008.09.09）

kawaguchi(2007))⁶。これらの研究では、女性の活用は企業業績を高めるが、女性の活用が企業業績を高めるのか、企業業績が高い企業が女性を活用しているかの因果関係が未解決の問題となっていた。これに対して阿部・黒澤(2005)は、ニッセイ基礎研究所の「仕事と生活の両立支援策と企業業績に関する調査」のデータを使用して、短時間勤務制度の導入が企業業績に正の効果をもたらすことを示している。しかし、施策の導入が企業業績に結びつくまでの経路に関しては明らかにされていない。阿部・黒澤(2005)も、施策と企業業績の関係を明らかにするためには、企業の人材育成や人材活用のありかたと密接にかかわっていることを指摘し、業績の良い企業が制度を導入していたのであれば、検証された効果は過大推計の可能性があることを指摘している⁷。従って、施策の導入と企業業績の因果関係の明確化、施策が業績に結びつくまでの経路を明らかにするという課題は残されている。

女性の活用が企業業績に結びつくまでの経路として、施策が従業員の生産性を高めるという経路が考えられる。阿部(2005)は、均等推進、両立支援施策が生産性に与える影響を分析した。そして、両施策の組合せが企業の生産性、個人の生産性をともに高めることを明らかにしている。また、両立支援施策のみを行っている企業では生産性の上昇は検出されず、女性労働者に対して偏見のある企業では、生産性が低下する傾向があることも示している。これは、施策を導入しても企業内部の労働市場が効率的でなければ、施策の導入が企業業績にまで結び付かないことを示している。

効率性と企業業績との関係を考えるのにカギになることは、コーポレート・ガバナンスである。コーポレート・ガバナンスとは、さまざまな利害関係者の利害を経営者の意思決定に反映するための仕組みとされる(久保(2008))。経営者を規律付ける圧力が高まれば、企業内部労働市場も効率的になり、企業業績に結び付くことが期待される。女性の活用や仕事と家庭の両立支援施策の研究においてもコーポレート・ガバナンスとの関係が着目されるようになってきた。例えば均等推進施策との関係では、川口(2008)が、株主のガバナンスが強く、多様な経営改革に取り組んでいる企業ほど女性がより活躍する可能性があることを示している。また、両立支援施策との関係では、武石(2006)が、両立支援施策が企業業績に至るまでに、両立支援施策の導入が業務運営上の無駄をなくし、効率的になるとの業務運営効率化仮説を提示している。これらは、女性の活用や、仕事と家庭の両立支援施策が企業業績に結び付くためには、両施策とコーポレート・ガバナンスとの補完関係が必要なことを示唆していると考えられる。

本研究では、均等推進、ファミリーフレンドリー施策が優れているとして表彰を受けた受賞企業のサンプルを使用して、それらの企業の長期の株価リターンを計測し、同時期に

⁶ 諸外国特にイギリスを中心とした研究の包括的な展望論文として松原・脇坂(2005a)(2005b)(2006)がある。

⁷ 脇坂(2006)も、2005年のニッセイ基礎研究所による「両立支援と企業業績に関する研究会」によるアンケート調査のデータと財務データを使用して、施策と企業業績との関係を分析している。しかし脇坂(2006)も指摘するように、この調査は非回答企業が含まれておらず、サンプルセレクションバイアスがかかっている。

投資家の指標となる企業業績に、どのような株式所有構造が影響していたのかを確認する。その後で、受賞後に施策が拡充している企業の企業利潤と株式所有構造との関係を検証して、女性の活用及び仕事と家庭の両立支援施策が企業業績に結び付くためには、両施策とコーポレート・ガバナンスとの補完関係を考慮する必要があることを明らかにする。

第一に、受賞企業が受賞する前 10 年間の、受賞企業で構成されるポートフォリオの株価リターンが、非受賞企業で構成されるポートフォリオの株価リターンと比較して有意な差があるか否かを検証する。これは、女性の活用と企業業績との因果関係を示唆することにもなる。仮に表彰企業が受賞するまでに、有意に良好な株価パフォーマンスを示しているのであれば、施策を導入したから企業業績が良いのではなく、業績が良く、施策が円滑に機能する条件を備えた企業だから施策を導入し、円滑に機能している可能性が高いことになるからである。また長期的な株価の推移は、企業のファンダメンタルズを反映したものである。現実には女性の活用施策の成果が芳しくない以上、これらの企業は、そもそも経営者に女性を活用させるような人事施策を取らせることが、経営効率のより大きな上昇を見込めるために施策を充足してきたと考えられる。従って、コーポレート・ガバナンスを表す主要な変数である株式持ち株比率に着目して、同時期にどのような株主が、投資家の着目する代表的な企業の業績指標である ROA (Return on Asset: 総資産利益率) に影響してきたのかを確認する⁸。

第二に、受賞後に受賞企業の株式所有構造と企業利潤との関係を明らかにする。1990 年代に、日本のコーポレート・ガバナンス構造は大きく変容してきたといわれる。先に述べたように、ポジティブ・アクションや仕事と家庭の両立支援施策とコーポレート・ガバナンスとの間に補完関係があるとすれば、受賞企業のコーポレート・ガバナンス及び企業業績との関係にも影響が生じている可能性が高いことになる。

得られた結果を要約しておきたい。東京証券取引所一部に上場するファミリー・フレンドリー表彰企業は同業他社すなわち同じ業種のその他の非受賞企業と比較して、受賞までの 10 年間、株価パフォーマンスが有意によいが、均等推進表彰企業では有意な差はない。また、この時期にファミリー・フレンドリー表彰企業の ROA には外国法人持ち株比率が影響しており、均等推進表彰企業では金融機関持ち株比率と外国法人持ち株比率が影響していた。このことから、外国法人による規律付けが、企業経営を透明化させ、効率的にしていた反面、金融機関（銀行）による規律付けは企業経営によい影響を及ぼしていなかったことが推察できる。

また、均等推進表彰企業は表彰後に、企業業績が良好となることが観察された。これら企業の十大持ち株比率や直接金融比率は同業他社と比較すると変化が大きく、その他法人持ち株比率の減少、外国法人持ち株比率の上昇が企業利益に統計的に有意な正の影響も与えている。このことは、株式持合いといった従来型の日本的ガバナンスの規律付けメカニ

⁸ 本稿では ROA=経常利益÷総資産として算出した。通常これは収益性の指標として使用される。

ズムの解消が大きかった企業が、外国法人により企業経営をより効率化させたことを示唆している。これは、均等推進表彰企業では受賞前後から株主よりの経営改革を進め、経営効率が高まった結果、企業業績に良好な影響が見られると解釈できるため、株主重視の経営改革がポジティブ・アクションを介して女性の人材育成を促進させるという川口(2008)の結果と整合的な結果を得た。他方で、ファミリー・フレンドリー表彰企業では、表彰後の企業業績は非受賞企業と差はないが、2006年には有意に下落しており、いずれの株式所有構造も企業業績に影響していないことがわかった。これは、同企業では外国法人による規律付けがうまく機能しなくなり、経営効率が悪化していることを示唆する。先行研究で示されているように、両立支援施策のみを行っている企業では生産性は上昇しないため、同施策を導入している企業が企業業績を上昇させるには経営効率の促進が必要不可欠となることを示唆している。

以上の結果は、女性の活用施策や仕事と家庭の両立支援施策が円滑に機能して企業業績に結び付くためには、経営効率が高い必要があることを示している。よって、女性の活用施策、仕事と家庭の両立支援施策の導入・定着が、企業にメリットをもたらすものにするためには、経営者の規律付けが有効に機能するという条件が必要とされることがわかった。

以下、2節では、均等推進、ファミリーフレンドリー推進企業表彰について解説し、どのような属性を持つ企業が受賞しているかを明らかにする。3節では、受賞前の10年間に受賞企業の長期的な株価リターンが、非受賞企業と比較して有意な差があるか否かを明らかにする方法を解説し、その検証結果を記述する。また、同時期にどのような株式所有構造が投資家の着目する企業業績に影響を与えたのかを検証する。4節では、受賞後に受賞企業の株式所有構造が、企業利潤に与えた影響を検証する。最後に5節でまとめる。

2. 均等推進企業・ファミリーフレンドリー企業表彰制度

男女雇用機会均等法は1983年に制定され、1997年に改正されている。この法律は男女間の雇用機会の均等を目的とした施策であるが、労働力率、勤続年数、時間当たり賃金などの数値を見ても、20年間で若干の改善は見られるものの、大きく改善したわけではない。国連の女性差別撤廃委員会(CEDAW: Convention on the Elimination of All Forms of Discrimination against Women)では、この問題点として、女性が仕事と家庭の両立に困難していることを上げている。この点は、育児介護休業法とも強く関係する。この法律は、女性の育児と仕事の両立を可能にするために1991年から施行されている。しかしながら、同制度を導入している企業は2002年でも61.4%にとどまっている。また、同制度を導入している企業であっても、実際に利用されているかどうかということになると「職場の雰囲気」によって利用しづらいという意見も根強く、出産・育児に伴う女性の離職率は大きく減少してきてはいない。このような制度の欠陥を補うためにはじめられたのが、1999年から始まった「均等推進企業表彰制度」と「ファミリー・フレンドリー推進企業表彰制度」である。これらは男女の雇用機会均等化や、仕事と家庭の両立支援の取り組みに熱心な企業

を表彰して、その規範的な取り組みを周知させることにより、均等化や仕事と家庭の両立を促進しようという狙いがある(川口・長江(2003))。

「均等推進企業表彰制度」と「ファミリー・フレンドリー推進企業表彰制度」は、1999年から始まったが、2007年度には両者が統合され、「均等・両立推進企業表彰制度」となっている。本節では1999年から2006年までに受賞した企業で、東京証券取引所一部に上場企業している企業のうち、金融・保険業を取り除いた企業の特徴を解説する⁹。

表1には、受賞企業の産業分布が、受賞企業全体、均等推進表彰企業、ファミリーフレンドリー表彰企業の順序で、それぞれその他の東証一部上場企業の非受賞企業と共に掲載されている¹⁰。受賞企業に含まれない産業は除外している点に注意されたい。

除外されている業種は、全体では農林・水産業、鉱業、建設業、空運業、倉庫・運輸関連業、不動産、サービス業である。加えて、均等推進では非鉄金属、金属製品、陸運行、海運業、情報通信業で表彰企業がなく、ファミリー・フレンドリーでは、石油・石炭業、精密機器、卸売業で表彰企業がない。職種を考慮する必要性はあるものの、このような産業分布から均等推進表彰企業が、そもそも女性が就労するのに不向きな業種で存在していない一方で、ファミリー・フレンドリー表彰企業は、いわゆる中間投入財を扱う業種で存在しないことがわかる。企業の経営効率を改善させるための人的資本管理施策の変更は、労働者の潜在的な需要によってなされていくはずである。それぞれの業種で就業する女性の存在が、各企業の人的資本管理施策を改革する内生的な駆動力となった可能性が指摘できる。

(表1)

表2には、サンプルとして取り上げた企業の株式市場の属性を、それぞれの比較対象グループと共に掲載したものである。時価総額は株式市場における企業規模を現している。これを見ると、均等推進、ファミリー・フレンドリー表彰企業のどちらもが、かなりの大企業であることがわかる。またPERや簿価/時価比率を見ると、受賞企業は75パーセント、25パーセントとの幅が非受賞企業よりも小さいことから、受賞企業は比較的安定的な投資先となっていたことが推測できる¹¹。

(表2)

⁹ 金融・保険業を取り除いた理由は一つ目に、本稿では財務データを使用した分析も行うこと、二つ目に本稿で対照とする時期は、金融業特に銀行の株価は正常でなかった可能性が高いためである。

¹⁰ 本稿では、産業は証券コード協議会の33業種区分に従っている。

¹¹ PERは株価を一株辺り利益で除したもので、株価が一株当たり利益の何倍まで買われているのかを示す。PERが高いほど、利益に比べて株価が割高であることを示し、逆に低いほど、株価が相対的に低いことを示す。また、簿価/時価比率(Book-to-Market ratio)は、企業の総資産価額(book value)と株式の時価総額(market value)の比率を表す。これが大きいと、市場はその企業を過小評価しており、株価が割安なことを示す。

3. 均等推進、ファミリー・フレンドリー受賞企業の株価パフォーマンス

3.1. 推計モデル

次に、受賞企業の長期株価パフォーマンスを計測する。長期の株価パフォーマンスを検証するには、株式市場に存在するリスクを考慮する必要がある。ファイナンスの分野におけるこれまでの研究から、株式市場収益率の推計には市場全体の要因（ベータ）、企業規模（時価総額(market capitalization)）、簿価/時価比率(Book-to-market ratio)、直近の株式市場収益率であるモメンタムなどが、株式市場収益率の推計には重要な変数とされている(Fama and French(1992), Carhart(1997))。本章でも以上のファクターを考慮に入れた 4 ファクターモデルを使用する¹²。

$$ER_t = \alpha + \beta_1 \times RMRF_t + \beta_2 \times SMB_t + \beta_3 \times HML_t + \beta_4 \times UMD_t + \varepsilon_t \quad \dots \textcircled{1}$$

ここで ER_t は、受賞企業と非受賞企業の 0 investment portfolio、 $RMRF_t$ はマーケットリスクを表す。また、 SMB_t 、 HML_t は Fama-French factors、 UMD_t はモメンタムファクターを表している¹³。ここで、0 investment portfolio は、非受賞企業で構成されるポートフォリオを空売りして、1999 年から 2006 年までの受賞企業で構成されるポートフォリオを買った状態を示している。すなわちこの指標が、受賞企業の相対的な株価パフォーマンスを示すことになる¹⁴。

¹² それぞれの変数の作成方法については補論 1 に記述した。また、SMB 変数、HML 変数の作成に当たり日経スタイルインデックスのデータを使用しているが、ロバストネスチェックのために大和 DSI、ラッセル野村が提供しているインデックスも使用して、両変数を作成した。日経スタイルインデックスを採択した理由は、本稿で使用した株価の変数の出所が『NIKKEY NEEDS FINANCIAL QUEST』であったこと、4 ファクターモデルにおいて最も決定係数が高かったこと、という二つの理由で日経スタイルインデックスのものを選択した。

¹³ con をコントロールグループ、 tre をトリートメントグループとすると、 $ER_t \equiv \bar{R}_{tre} - \bar{R}_{con}$ を表す。また、 R_t^m はマーケットポートフォリオの市場収益率、 R_t^f はリスクフリーレート
の市場収益率を表し、 $RMRF_t \equiv R_t^m - R_t^f$ である。尚、マーケットポートフォリオの代理変数としては $topix$ 、リスクフリーレートとしてはコールレートを使用している。

¹⁴ 両施策が企業業績に与える影響を推計したい場合、施策導入のタイミングを見極めることが必要とされる。だが、均等推進、両立支援施策の導入・定着には時間がかかる上に、施策の種類もまちまちであり、これらを厳密に検証するためには財務データだけでは不十分である。ここで検証したいことは、表彰されるような企業がどのようなファンダメンタルズを持つかということである。従って、受賞企業について 1999 年から 2006 年までに表彰された企業をひとまとめにしてトリートメントグループとしていることに注意されたい。従って、施策の導入と企業業績の因果関係の明確化は本稿で得られた結果からはあくまでも可能性に過ぎないことに注意されたい。この問題については、また改めて議論したい。

表 3 は推計に使用した変数の記述統計を示している。対象とする企業は 1988 年 5 月から 2006 年 9 月まで東証一部に上場している企業全社で、受賞企業の含まれない産業は取り除いたものである¹⁵。

(表 3)

3.2. 推計結果

まず、推計期間を 1989 年 5 月から 2006 年 9 月までとした結果を記述する。表 4 の上側が各株式に等しいウェイトをおいたポートフォリオの推計結果、下側が、各株式に 2 ヶ月前の時価総額をウェイトとしておいた推計結果を示している。(1)(4)(7)列は超過リターンの平均値の差、(2)(5)(8)列はCAPMモデル、(3)(6)(9)列は 4 ファクターモデルの推計結果を表している¹⁶。また、(1)(2)(3)列は均等推進受賞企業、(4)(5)(6)列はファミリー・フレンドリー受賞企業、(7)(8)(9)列は受賞全企業をそれぞれトリートメントグループとした推計結果を表している。このモデルでは、被説明変数が受賞企業の株式で構成されるポートフォリオの月次収益率から、非受賞企業の株式で構成されるポートフォリオの月次収益率を引いたものであるため、興味のある変数は α である。これは推計期間における受賞企業の、市場リスクを調整した長期的な株価パフォーマンスの差分を示している。

表を見てみると、全体、均等推進企業では影響が見られないが、ファミリー・フレンドリー企業では有意にプラスの影響が検出された。先に見た、株式市場での企業属性、分析に使用している期間では、日本経済が安定しない時期であったことをあわせて考えると、そもそも施策の導入が困難な企業が施策を導入・拡充してきたとは考えにくい。また、ここで検証しているのは受賞企業の長期的な株価パフォーマンスである。長期的な株価パフォーマンスは企業のファンダメンタルズと一致する。従って、この結果から示唆されることは、両立支援施策を導入して円滑に遂行している企業は、施策が円滑に機能するような属性を持っていたことである。先に検討したように、表彰企業の業種から見ても、仕事と家庭の両立支援施策に対する内生的な潜在的需要が強かったような企業が、両立支援施策

¹⁵ 各年によって新規上場、廃止があるが、本稿では基本的には次に述べるルールに従って、サンプルを選択している。①1999~2006年に東京証券取引所一部に上場していた企業で受賞月(均等推進は5月、ファミリーフレンドリーは9,10月)より11年(モメンタムファクター導出のため1年多く取る)さかのぼってずっと東京証券取引所一部に上場し続けている企業、②1988年5月より2006年9月までずっと東京証券取引所一部に上場し続けている企業、の二つのルールに従って選択した。年次効果の推計はルール①からサンプルを選択し、全体での効果の推計はルール②からサンプルを選択している。

¹⁶ ①式からモメンタム効果を取り除いたモデルは Fama-French model と呼ばれる。(補論を参照)。日本で 4 ファクターモデルを使用した研究は筆者の知る限り余り見かけない。この事実は、日本の株式市場ではモメンタムの要素は重要でないことをあらわしている可能性があるため、Fama-French model の検証も行っているが、結果に変わりはない。

を導入し、成功しているというロジックが正しそうである。

(表 4)

表彰企業の株価リターンを年次別に推計したのが表 5 である。これは、1999 年から 2006 年まで、それぞれの年からさかのぼって 10 年間東証一部に上場し続けていた企業を対象として、各年別での効果を検証した結果を表している¹⁷。表には、各年それぞれ α の係数、標準誤差、決定係数の順序で掲載してある¹⁸。ファミリー・フレンドリー受賞企業で構成されるポートフォリオの株価パフォーマンスは、1999 年と 2006 年を除いて残りは全て有意に正の値をとっている。全体的に見て、ファミリー・フレンドリー企業は投資家から好意的に評価されていると考えてよいだろう。

(表 5)

3.3. 表彰企業とコーポレートガバナンス

次に、表彰までの期間にどのような株主属性が関係していたのかを確認しよう。先行研究で示されているように、施策の導入によって従業員の生産性が高まったとしても、経営効率が悪ければ企業業績には結び付かない。均等推進、ファミリー・フレンドリー施策と企業業績との関係を明らかにするためには、経営効率を考慮する必要がある。経営効率を上昇させる主要な要因として挙げられることは経営者の規律付け、すなわちコーポレート・ガバナンスである。

コーポレート・ガバナンスは企業の雇用削減行動及び雇用調整に関係があることが示されている(阿部(1998)、野田(2006))。均等推進施策との関係では、川口(2008)が、直接金融比率の増大、外国法人持ち株比率の上昇と言った、資産市場からの経営モニタリング圧力上昇は、経営者のモラルハザードを軽減させることにより、経営者と株主の情報の非対称性を緩和し、よりよい経営環境に移行していく可能性のあること、それがポジティブ・アクションを介して女性の人材育成を高めることを指摘している。また、両立支援施策との関係では、武石(2006)が、両立支援施策が企業業績に至るまでに、両立支援施策の導入が業務運営上の無駄をなくし、効率的になるとの業務運営効率化仮説を提示している。これらは、女性の活用や、仕事と家庭の両立支援施策とコーポレート・ガバナンスとの補完関係を示唆していると考えられよう。本節では、コーポレート・ガバナンスを代表する株式持ち株比率が、投資家が投資先企業を判断する時に主要な指標となっている ROA にどのよう

¹⁷ この分析では 1999 年から 2006 年までに受賞した企業をプールして、一まとめにトリートメントグループとして扱っている。従って、以下の分析ではトリートメントグループの企業数に大差はないものの、コントロールグループの数は隔年によって若干変動する。

¹⁸ ここに掲載してあるのはいずれも 4 ファクターモデルの α のみである。

な影響を与えているのかを検証する。

推計モデルは被説明変数にROAを、説明変数にはコントロール変数として総資産（対数値）、負債比率（総負債/総資産）、従業員数（対数値）、従業員数の二乗（対数値）、操業年数（対数値）、操業年数の二乗（対数値）を取る¹⁹。株式持ち株比率には、上位十大持ち株比率、金融機関持ち株比率、投資信託持ち株比率、証券会社持ち株比率、その他法人持ち株比率、外国法人持ち株比率を日経メディアマーケティング会社『NEEDS-FAME』よりとった。表6は記述統計である²⁰。

(表6) (表7)

推計法は固定効果推計で推計結果は表7にある。表の(1)(2)(3)列は全体の結果、(4)(5)(6)列は均等推進表彰企業、(7)(8)(9)列はファミリー・フレンドリー表彰企業の結果を示している。表を見ると、均等推進表彰企業については金融機関持ち株比率、外国法人持ち株比率が有意な影響を与えている。また、ファミリー・フレンドリー表彰企業については、外国法人持ち株比率が有意な影響を与えている。

メインバンクの規律付け効果に関する議論では、銀行が長期的な結びつきを通して企業経営を監視、規律付けるといういわゆる日本型ガバナンスの有効性が主張されてきたが、長期不況によってその機能に疑問が投げかけられている。また、外国法人の規律付けは、企業のリストラを促進する影響力を持っているが、国内金融機関との関係が強いのか、あるいは企業グループに属しているなどの企業では、それらの企業に対する影響力が強くて外国人株主の影響力拡大に抵抗するために、彼らの影響力は小さくなるということが明らかにされている(野田(2008)、Ahmadjan and Robbins (2005))。よって、外国法人による規律付けは経営効率を上昇させているが、均等推進企業ではメインバンクによる規律付けが外国法人による規律付けを小さくしているため、企業業績が同業他社と比較して有意な差がないと解釈できる。

4. 均等推進、ファミリー・フレンドリー受賞企業と企業業績

4.1. 均等推進、ファミリー・フレンドリー受賞企業の特徴

上の章で、少なくともファミリーフレンドリー施策を推進する企業は、業績が良い大企業であったことがわかった。また、均等施策を推進する企業も、同業他社と比較して業績が悪かったわけではない。しかし、両施策の導入が円滑に機能する条件は、経営効率を規律付けるメカニズム、すなわちコーポレート・ガバナンスにある可能性が高い。

¹⁹ これらの変数は、宮島他(2004)を参照している。

²⁰ 株式保有比率(各株主の持ち株数÷総発行済株式数)、及び財務データには欠損値が多く含まれる。従って、ここで使用するサンプル及び次節で使用するサンプルは、推計に必要とされる変数に欠損値のあるサンプルをすべて取り除いたものである。

本節では 1989 年から 2006 年に東証一部に上場する受賞企業と非受賞企業の 1998 年から 2006 年のパネルデータを使用して、受賞企業の株式所有構造が企業利潤にどのような影響を与えているのかを検証する。仮に均等推進表彰企業やファミリー・フレンドリー表彰企業でコーポレート・ガバナンスが機能していれば、その企業の企業業績は有意に上昇しているはずである。

まず、受賞企業の属性を確認する。図 1 は均等推進、ファミリーフレンドリー表彰企業と、そのコントロールグループとして、それぞれの受賞企業と同一の業種で東証一部に上場している企業の上位十大持ち株比率の推移をグラフにしたものである。どちらも全体と比較して低いが、均等推進表彰企業では全体のトレンドとの乖離が激しく、株式所有構造から見た企業属性が大きく変化していることがわかる。他方で、ファミリーフレンドリー表彰企業は、全体のトレンドとさほど変わらず安定的である。

それでは株式保有構成比率はどのように推移しているだろうか。図 3~6 は、表彰企業とそのコントロールグループの株式所有構造を、特に銀行・証券と外国法人・その他法人に焦点を当てて図示したものである²¹。均等推進企業では、銀行持ち株比率が高いのが特徴である。他方で、ファミリーフレンドリー表彰企業はどうだろうか。図 5,6 は、ファミリーフレンドリー受賞企業を対象とした場合の各株主の株式保有比率の年次推移を示している。こちらでは銀行持ち株比率の下落トレンドは、コントロールグループとさほど変わらない。

(図 1-図 6)

次に直接金融比率を見る。図 7 は均等推進、図 8 はファミリーフレンドリー表彰企業をトリートメントグループとした直接金融比率の推移である。これらを見てみると、両者が大きく異なることが分かる。均等推進企業では、直接金融比率がコントロールグループと比較して大きく変動しており、下回っている。しかしながらファミリーフレンドリー表彰企業では上回っている。そもそも直接金融比率が高い企業は、株式市場から強くモニターされる。これには、外国法人が経営者を規律付けていたことが強く影響していると考えられる。この場合、経営者と株主の間の情報の非対称性は緩和され、経営効率は改善する。2006 年にはコントロールグループよりも低くなっていることには注意する必要があるが、ファミリーフレンドリー表彰企業は、外国人持ち株比率が多く、直接金融比率の高いような特性を持った企業であるため、株価パフォーマンスが良好であった可能性が高かったことが確認できる。

4.2. 均等推進、ファミリー・フレンドリー受賞企業の企業業績とガバナンス構造

この節では、均等推進、ファミリーフレンドリー企業の企業業績が表彰後どのような推

²¹ ここでコントロールグループとは、東京証券取引所一部に上場する企業で受賞企業と同じ業種の企業群を表す。

移をたどっているのか、またそれは株式保有構造とどのような関係があるのかを検証する。検証に使用するモデルは、以下のモデルである。

$$y_{it} = \alpha + \beta \cdot award_t \times year_t + \mathbf{x}_{jit} \boldsymbol{\gamma}_j + \mathbf{z}_{kit} \boldsymbol{\theta}_k + u_{it} \quad \dots \textcircled{2}$$

ここで y_{it} は、 t 期、 i 企業の営業利益率を表す²²。 $award_t$ は t 年における受賞ダミー変数を表し、受賞していれば 1、受賞していなければ 0 を取る。また $year_t$ は年次ダミー変数を表す。基準とする年次は 1998 年である。 \mathbf{x} はコントロール変数を表し、ここでは資本売上比率（資本÷売上）、売上負債比率（負債÷売上）、従業員数（対数値）、従業員数の二乗（対数値）、従業員平均年齢（対数値）、従業員平均年齢の二乗（対数値）、創業年数（対数値）、創業年数の二乗（対数値）、年次ダミー変数を使用している²³。 \mathbf{z} はガバナンス変数を表し、 $t-1$ 期から t 期の①直接金融比率、②十大持ち株比率、③金融機関持ち株比率、証券会社持ち株比率、外国法人等持ち株比率、個人その他持ち株比率のそれぞれの差分を順次使用した。これらのデータは東洋経済新報社『会社財務カルテ 2008 年度版』と日経メディアマーケティング会社『NEEDS-FAME』より得て作成した。

4.3. 企業表彰と企業業績

サンプルは、受賞企業の存在しない産業を除いた 1998 年から 2006 年の間に東京証券取引所一部に上場していた企業全社である。表 8 に記述統計を記載した。

(表 8) (表 9)

推計手法は、固定効果推計である。推計結果は表 9 にある。(1)(2)(3)列は受賞企業全体の結果、(4)(5)(6)列は均等推進受賞企業の結果、(7)(8)(9)列はファミリー・フレンドリー受賞企業の結果である。

表を見ると、均等推進企業では 10 大持ち株比率および直接金融比率を説明変数に加えた場合、2005 年以降、個別の持ち株比率を説明変数に加えた場合は 2006 年に正の効果が検出された。反対に、ファミリー・フレンドリー受賞企業には、いずれのケースでも 2006 年に有意なマイナスの影響が検出された。ガバナンス変数を見てみると、均等推進企業では十大持ち株比率、その他法人持ち株比率、外国法人持ち株比率が正の影響を与えている。ファミリー・フレンドリー企業で有意な影響を持つ変数はない。

²² 営業利益率には(売上高－(売上原価+販売・一般管理費))/売上高を使用した。

²³ この変数選択は、マーケットモデルの検証で使われる変数を選択している。マーケットモデルとは、Becker(1972)の使用者差別仮説を検証する目的で Hellerstein et al.(2002)で開発されたものである。日本では上述した佐野(2005)、kawaguchi(2006)が使用している。

均等推進企業で、十大持ち株比率、その他法人持ち株比率、外国法人持ち株比率で正の影響が検出されたことは、4.1 節で、その他法人持ち株比率では減少傾向にあったことから、これらの規律付けは減少し、反対に十大持ち株比率、外国法人持ち株比率では増加傾向にあったため、これらの規律付けは上昇していることが伺われる²⁴。これに加えて、受賞期後半において受賞企業の利潤が同業他社と比較して有意に上昇することが検証されたことは、利潤にプラスの影響を与える株主の規律付けの圧力増大が、企業利潤の上昇をもたらしたと解釈できる。均等推進企業に、このような効果が観察され、2005、2006 年には業績も有意に正の効果が検出されたことは、川口(2008)の仮説、すなわち「株主重視の経営改革は、ポジティブ・アクションを介して女性の人材育成を促進している」という主張と整合的である。また、ファミリー・フレンドリー企業でガバナンス変数に有意な影響はなく、2005 年から 2006 年にかけて直接金融比率が急落する現象が観察された。株価の検証でも 2006 年ではマイナスで有意となっているため、以前は有効に機能していた外国法人の規律付けメカニズムが悪化している可能性が示唆される。

5. 分析のまとめ

本稿では、ファミリーフレンドリー、均等推進施策が円滑に機能するために、どのような要因が必要とされるのかを議論した。具体的には、ファミリーフレンドリー、均等推進企業表彰制度で表彰を受けた企業のサンプルを使用して、それらで構成されるポートフォリオが受賞するまでの過去 10 年間の長期的な株価リターンを推計し、東京証券取引所一部に上場している非受賞企業で構成されるポートフォリオの株価リターンと比較した。また、施策の導入が円滑に機能するための条件として、経営効率に着目し、それを規定するコーポレートガバナンスとの関係を検証した。その後で、受賞企業の企業業績が受賞後にどのようなガバナンス構造の変遷を経て企業業績が上昇しているか否かを検証した。

得られた結果をまとめてみよう。均等推進企業の受賞前 10 年間の株価リターンは非受賞企業と比較して有意な差は検出されない。外国法人による規律付けは、メインバンクによる規律付けが強い場合は、その効果が減少することが知られている。これら企業の ROA には、外国法人、金融機関持ち株比率の双方が影響していたため、同業他社と比較して企業業績に有意な差はないと考えられる。また、ファミリー・フレンドリー受賞企業の受賞前 10 年間の株価リターンは、非受賞企業と比較して高いパフォーマンスを示していた。これらの企業の ROA には、外国法人持ち株比率が有意な影響を及ぼしていた。従って、仕事と家庭の両立支援施策が円滑に機能している企業は、女性の活用が企業の生産性を高めるような企業属性を持ち、経営効率を改善させる規律付けメカニズムが機能していることが企業業績に結び付くことが分かった。

次に、受賞企業の受賞後の企業業績はどのように変化しているか、コーポレート・ガバ

²⁴ 10 大持ち株比率については 2005、2006 年については減少しているため、注意を必要とするが、全体的に見て上昇していることから、本文の解釈は間違っていない。

ナンスを表す株式持ち株比率の $t-1$ 期から t 期の差分がどのように影響しているのかを分析した。その結果、ファミリー・フレンドリー表彰企業はいずれの規律付け効果も検出されず、2006年の利潤は有意にマイナスの値をとっていた。これは、ファミリー・フレンドリー表彰企業で1998年以前までは機能していた外国法人の規律付け効果が弱体化しており、経営効率が悪化している可能性を示している。反対に、均等推進企業では、コーポレート・ガバナンスの変化が起こり、株主重視の経営改革が行われた可能性が高く、受賞企業は受賞数年後には同業他社と比較して統計的に有意に高い業績を上げていることから、株主よりの経営改革がポジティブ・アクション施策を介して女性の人材育成を促進し、企業業績の上昇に結びついた可能性があると言う、川口（2008）で主張された仮説が成立している可能性が高いことを検証できた。以上の分析結果は、女性の活用や仕事と家庭の両立支援施策が、企業業績に与える影響を分析する際、コーポレート・ガバナンスすなわち、経営者の規律付けという要因を考慮に入れる必要があることを示唆している。

本稿に残された課題としては、別のコーポレート・ガバナンスを表す変数を収集・作成して分析を行うことが上げられよう。また、施策の導入が企業業績を高めるのか、企業業績が良いから施策を導入するかの因果関係を厳密に識別することもあげられる。

補論²⁵

Fama and French(1992)は資産価格評価モデル(CAPM)がクロスセクションの株式収益率のパターンを説明できないことを強調し、代替的なモデルとして、通常マーケット・モデルにHMLファクターとSMBファクターという2つのファクターを追加したモデルを提案した。彼らの手順をまとめると、まず各年6月の企業の規模によって個別銘柄をソートし、ちょうど中位点で小型株ポートフォリオ(Small)と大型ポートフォリオ(Big)に分類する。同じように、各銘柄の簿価/株価比率(Book to Market)によってもデータをソートし、簿価/株価比率の下位30%をlow、真ん中の40%をmedium、上位30%をhighと分類する。このような2つのソート方法によって、 $2 \times 3 =$ 合計6個のポートフォリオ(S/L,S/M,S/H,B/L,B/M,B/H)が作成される。

SMB(Small-minus-Big)ファクターは、企業規模の小さい3つのポートフォリオ(S/L,S/M,S/H)のリターン単純平均から、大きい3つのポートフォリオ(B/L,B/M,B/H)のリターンの単純平均を引いたものである。同じようにHML(High-minus-Low)ファクターは、簿価/株価比率の高い銘柄のポートフォリオ(S/H,B/H)のリターンから、低い銘柄のポートフォリオ(S/L,B/L)を引いたものである。

通常マーケット指数に加え、HMLファクターとSMBファクターをリスクファクター

²⁵ この解説は祝迫(2003)をベースにして作成した解説である。

として用いた3つのファクター・モデルを俗に Fama-French モデルと呼び、Fama and French(1992)以降、資産価格パフォーマンスを検討するにあたって重要なベンチマークとして認識されている。ただし、Fama-French に対する幾つかの重要な批判が提出されており、それらはいずれも HML ファクターと SMB ファクターを導入することに理論的根拠がなく、ファクターの選択が恣意的であることを指摘する。しかしこれらリスクは存在するというコンセンサスが得られているため、本稿でも使用している。

本稿のデータは『Nikkei Needs Financial Quest』より得ている。

SMB：小型株ポートフォリオと大型株ポートフォリオの投資収益率の差

$$\equiv (1/2) \times (\text{Small Value} + \text{Small Growth}) - (1/2) \times (\text{Big Value} + \text{Big Growth})$$

HML：高 B/M ポートフォリオと低 B/M ポートフォリオの投資収益率の差

$$\equiv (1/2) \times (\text{Small Value} + \text{Big Value}) - (1/2) \times (\text{Small Growth} + \text{Big Growth})$$

Value、Growthインデックスは日経スタイルインデックスを使用した²⁶。

UMD：Carhart(1997)に従う；受賞各時点(1999年5月から2006年9月)に東証一部に上場していた企業で受賞時点からさかのぼって過去11年間上場している企業の月次株価収益率を導出し、t-12期からt-2期までの収益率をそれぞれ求める。これを各時点毎に収益率の高い株式上位30%の平均値から低い株式下位30%の平均値を引いて算出。

参考文献

Ahmadjan and Robbins (2005), "Safety in Numbers: Downsizing and the Deinstitutionalization of Permanent Employment in Japan," *Administrative Science Quarterly*, 46, pp622-654.

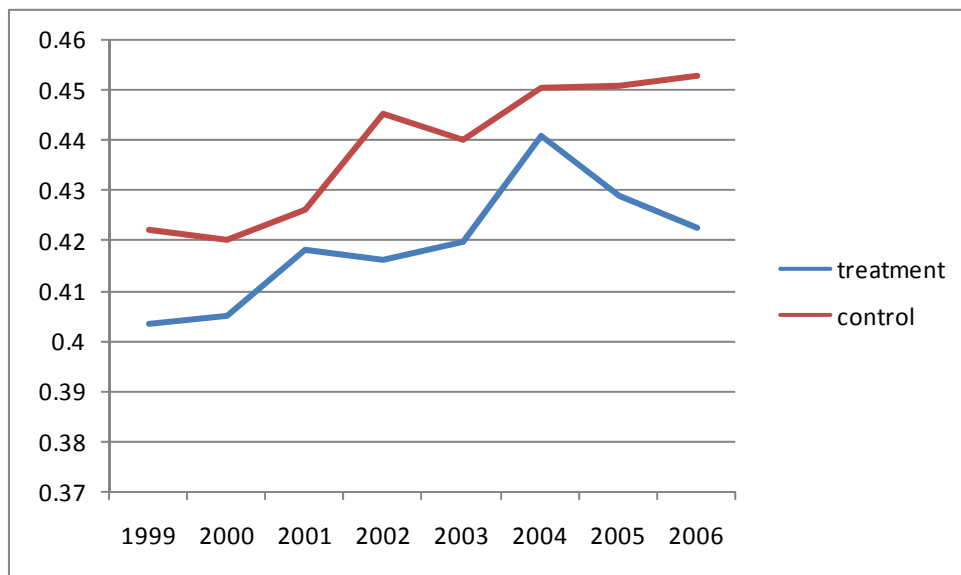
Becker, G.S.(1972) *The Economics of Discrimination*. University of Chicago Press, 2nd edition.

Fama, Eugene F., and Kenneth R. French (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, 47(2), pp427-65.

²⁶ Value株とは割安な株を表し、日経スタイルインデックスでは「連結PBRで昇順で並べ、上位三分の一を大型バリュー銘柄群とし、…」としている。また Growth株とは成長株を表し、日経スタイルインデックスでは「連結ROE3年平均で降順に並べ、上位二分の一を大型グロース銘柄群とし、…」としている。本稿で使用している変数は『Nikkei Needs Financial Quest』で提供されているデータであるため簿価/株価比率は二区分である。Fama-French(1992)の作成法とは異なることに注意されたい。尚、本来なら上記手続きを踏むのが標準的であるが、本稿の指標を使用しても、区分が若干異なるのみで、結果として大きな差が出てくるとは考えにくいこと。ロバストネスチェックとして大和、ラッセル野村が作成している類似の代理変数も作製・使用して推計を行っているが、結果に大差はなく、最も決定係数が高いのは、日経のデータであったため、この変数を使用した。

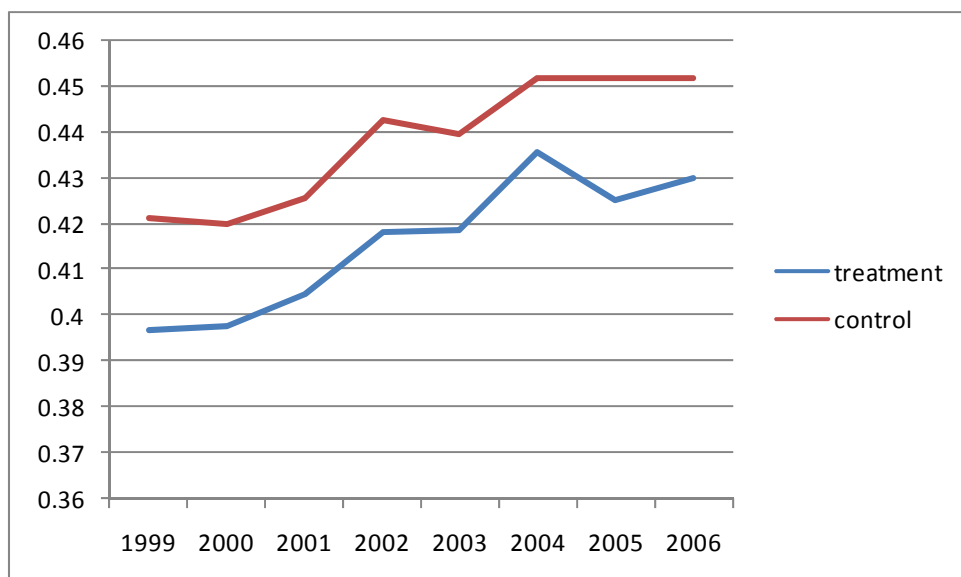
- (1993), “Common Risk Factors in the Returns on Bonds and Stock,” *Journal of Financial Economics*, 33, pp3-53.
- Carhart, Mark M. (1997), “On persistence in mutual fund performance,” *Journal of Finance*, 52, pp57-82.
- Hellerstein, J.K., Neumark, D., Troske, K.R.(2002). “Market forces and sex discrimination.” *Journal of Human Resources* 37(2), 353-380.
- Kawaguchi, Daiji. (2007) , “A Market Test for Sex Discrimination: Evidence from Japanese Firm-Level Panel Data,” *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 25, No. 3, pp. 441-460.
- 阿部正浩(1999)「企業ガバナンス構造と雇用削減意思決定—企業財務データを利用した実証分析」中村二郎・中村恵編著『日本の構造調整と労働市場』日本評論社,pp.75-102.
- (2005)「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』 Vol.43,No3.pp.184-196.
- 阿部正浩・黒澤昌子(2005)「両立支援と企業業績」『両立支援と企業業績に関する研究会報告. 書』所収, 株式会社ニッセイ基礎研究所
- 祝迫得夫(2003)「リスク変数としての消費：消費/金融資産を用いた条件付き CAPM のテスト」『経済研究』第 54 巻 2 号、126-136 頁.
- 川口章(2008)「ジェンダー経済格差」勁草書房.
- 川口章・長江亮(2005)「企業表彰が株価・人気ランキングに与える影響—均等推進とファミリー・フレンドリーの市場評価」『日本労働研究雑誌』 538 号,pp.43-58.
- 久保克行(2008)「日本企業のコーポレートガバナンスと企業の行動・業績：先行研究の展望」『現代経済学の潮流 2008』東洋経済新報社.
- 児玉直美 (2004)「女性活用は企業業績を高めるか」『日本労働研究雑誌』 525 号,pp.38-41.
- 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』52 号,pp.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,pp.55-67.
- 武石恵美子 (2006)「企業からみた両立支援策の意義」『日本労働研究雑誌』553 号,pp.19-33.
- 野田知彦(2006)「経営者、統治構造、雇用調整」『日本経済研究』 No.54(3),pp.91-108.
- 野田知彦・平野大昌(2008)「外国人株主とリストラクチャリング—外国人株主による規律付けメカニズムは機能しているのか?—」関西労働研究会夏合宿報告論文
- 松原光代・脇坂明 (2005a) (2005b) (2006)「米英における両立支援策と企業のパフォーマンス (I) (II) (III)」『学習院大学経済論集』 41 巻 4 号, 42 巻 2 号.
- 宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身祐介(2004)「企業統治と経営効率：企業統治の効果と経路、及び企業特性の影響」『ニッセイ基礎研究所報』
- 脇坂明 (2006)「ファミリー・フレンドリーな企業・職場とは—均等や企業業績との関係」『季刊家計経済研究』 71 号,pp.17-28.

図 1. 均等推進表彰企業の十大持ち株比率の推移



注：treatment は均等推進表彰企業、control は東京証券取引所一部上場企業の均等推進表彰企業と同一産業で非受賞企業の平均値である。

図 2. ファミリーフレンドリー表彰企業の十大持ち株比率の推移



注：treatment はファミリーフレンドリー表彰企業、control は東京証券取引所一部上場企業の均等推進表彰企業と同一産業で非受賞企業の平均値である。

図 3-6. 持ち株比率の推移

図 3. 均等推進表彰企業

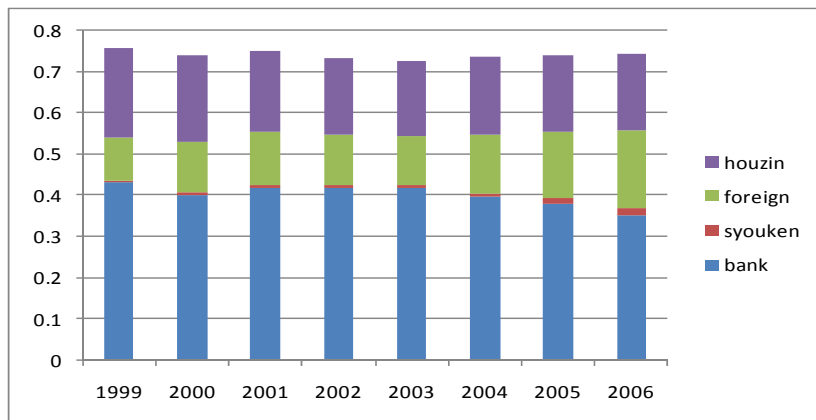
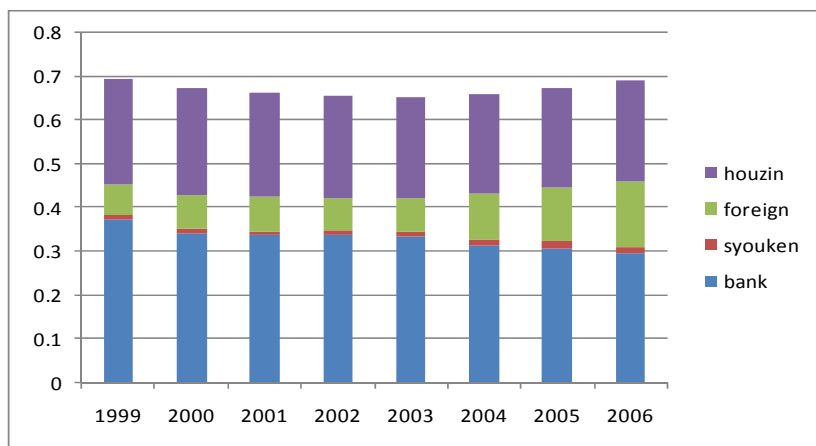


図 4. 均等推進表彰企業のコントロールグループ



housin はその他法人持ち株比率、foreign は外国法人持ち株比率を表し、

図 5. ファミリーフレンドリー表彰企業

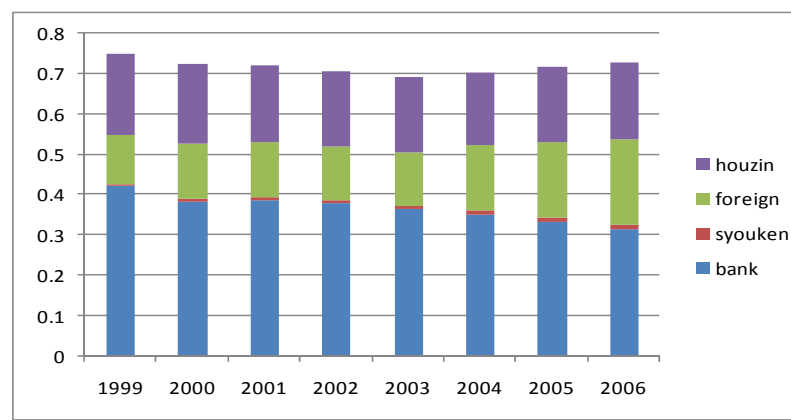
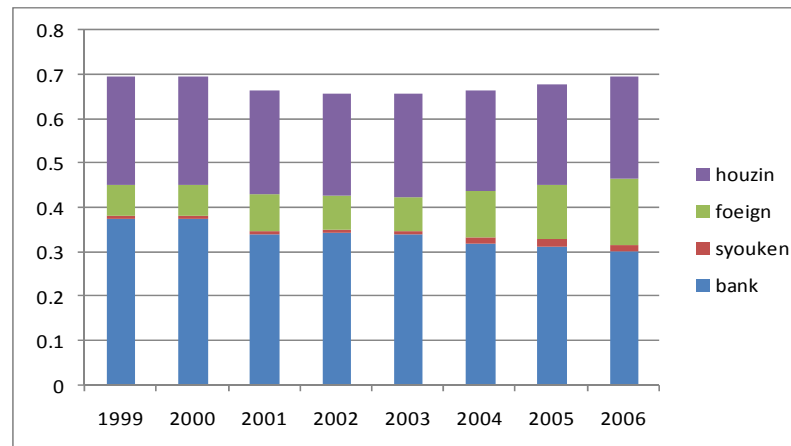
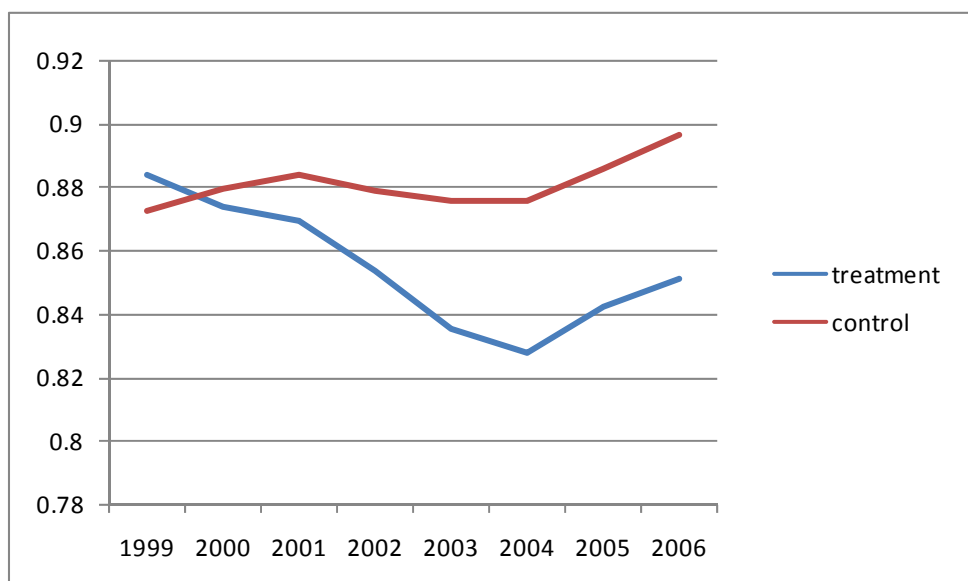


図 5. ファミリーフレンドリー表彰企業のコントロールグループ



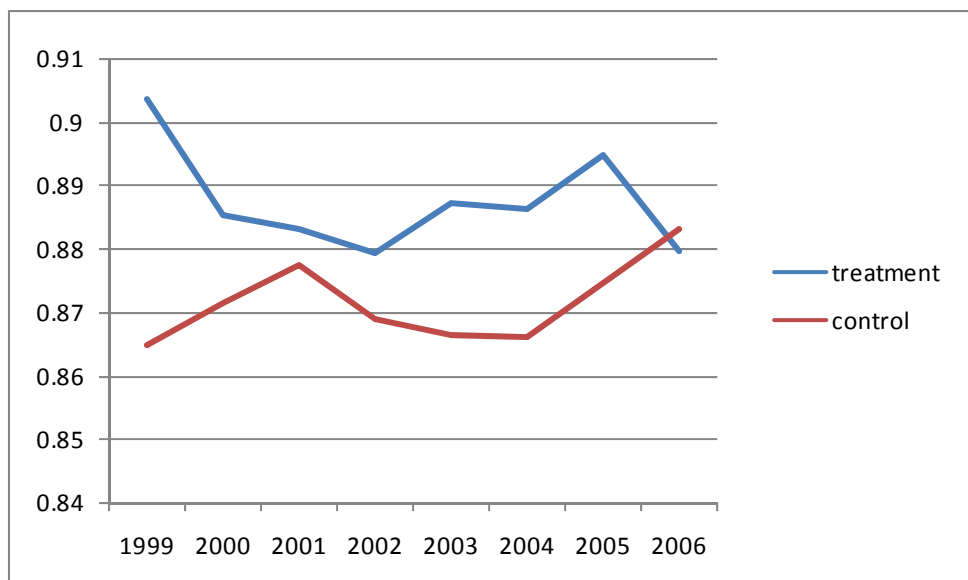
syouken は証券会社持ち株比率、bank は金融機関持ち株比率を表す。

図 7. 均等推進表彰企業とそのコントロールグループの直接金融比率の推移



注：treatment は均等推進表彰企業、control は東京証券取引所一部上場企業の均等推進表彰企業と同一産業で非受賞企業の平均値である。

図 8. ファミリーフレンドリー表彰企業とそのコントロールグループの直接金融比率の推移



注：treatment はファミリーフレンドリー表彰企業、control は東京証券取引所一部上場企業の均等推進表彰企業と同一産業で非受賞企業の平均値である。

表 1. 均等推進・ファミリーフレンドリー表彰企業の産業分布

産業	均等推進		ファミリーフレンドリー		総計	
	受賞	非受賞	受賞	非受賞	受賞	非受賞
食料品	7	54	2	54	9	54
繊維製品	2	41	3	41	5	41
化学	4	96	1	96	5	96
医薬品	3	25	1	25	4	25
石油・石炭製品	1	6	0	0	1	6
ガラス・土石製品	2	23	1	24	3	23
鉄鋼	1	31	1	31	2	31
非鉄金属	0	0	1	19	1	19
金属製品	0	0	1	27	1	27
機械	2	90	3	90	5	90
電機機器	9	119	9	119	18	119
輸送用機器	5	48	7	48	12	48
精密機器	1	19	0	0	1	19
その他製品	1	27	3	27	4	27
電気・ガス業	2	12	3	12	5	12
陸運業	0	0	2	25	2	25
海運業	0	0	1	9	1	9
情報・通信業	0	0	1	18	1	18
卸売業	3	66	0	0	3	66
小売業	10	53	4	53	14	53
総計	53	710	44	718	97	808

表 2. 均等推進・ファミリーフレンドリー表彰企業の株式市場の特徴

	均等推進		ファミリーフレンドリー		全体	
	受賞	非受賞	受賞	非受賞	受賞	非受賞
時価総額 (億円)						
25 percentile	661	253	765	247	710	228
50 percentile	1900	633	1960	637	1930	559
75 percentile	6050	1730	7190	1850	6540	1570
PER (Price Earning Ratio)						
25 percentile	26.285	23.846	25.408	24.517	25.911	23.861
50 percentile	38.817	37.350	38.302	38.795	38.574	38.190
75 percentile	57.990	61.897	61.669	64.920	59.452	64.739
簿価/株価比率 (Book to Market)						
25 percentile	0.4029	0.4081	0.4135	0.3845	0.4080	0.3842
50 percentile	0.5860	0.6337	0.5942	0.6057	0.5887	0.6141
75 percentile	0.8198	0.9896	0.8681	0.9527	0.8423	0.9794

表 3. 株価パフォーマンスの分析の基本統計量

全体						
	Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
treatment	mrt	30932	0.0026	0.0954	-0.9213	1.4026
	mktrf	30932	-1.8510	2.6332	-8.5572	0.1069
	smbnk	30932	0.0006	0.0502	-0.1519	0.2204
	hmlnk	30932	0.0042	0.0268	-0.0943	0.1003
	mom	30932	0.6061	0.2392	0.2738	1.4812
control	mrt	173470	0.0040	0.1296	-0.9086	17.9655
	mktrf	173470	-1.8510	2.6332	-8.5572	0.1069
	smbnk	173470	0.0006	0.0502	-0.1519	0.2204
	hmlnk	173470	0.0042	0.0268	-0.0943	0.1003
	mom	173470	0.6061	0.2392	0.2738	1.4812
均等推進						
treatment	mrt	11077	0.0031	0.0957	-0.5225	0.8727
	mktrf	11077	-1.8510	2.6333	-8.5572	0.1069
	smbnk	11077	0.0006	0.0502	-0.1519	0.2204
	hmlnk	11077	0.0042	0.0268	-0.0943	0.1003
	mom	11077	0.6061	0.2392	0.2738	1.4812
control	mrt	160930	0.0041	0.1297	-0.9086	17.9655
	mktrf	160930	-1.8510	2.6332	-8.5572	0.1069
	smbnk	160930	0.0006	0.0502	-0.1519	0.2204
	hmlnk	160930	0.0042	0.0268	-0.0943	0.1003
	mom	160930	0.6061	0.2392	0.2738	1.4812
ファミリー・フレンドリー						
treatment	mrt	9196	0.0032	0.0961	-0.5538	0.8899
	mktrf	9196	-1.8510	2.6333	-8.5572	0.1069
	smbnk	9196	0.0006	0.0502	-0.1519	0.2204
	hmlnk	9196	0.0042	0.0268	-0.0943	0.1003
	mom	9196	0.6061	0.2392	0.2738	1.4812
control	mrt	158631	0.0039	0.1294	-0.9086	17.9655
	mktrf	158631	-1.8510	2.6332	-8.5572	0.1069
	smbnk	158631	0.0006	0.0502	-0.1519	0.2204
	hmlnk	158631	0.0042	0.0268	-0.0943	0.1003
	mom	158631	0.6061	0.2392	0.2738	1.4812

注：mrt は各株式の株式市場収益率、mktrf は $RMRF=R_m-R_f$ を表している。

表 4. 1989 年 5 月から 2006 年 9 月における受賞企業と非受賞企業の長期株価パフォーマンスの差の検定

	均等推進			ファミリーフレンドリー			全体		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Equal-weighted portfolio									
RMRF		0.0003 (0.0006)	6.31e-06 (0.0005)		-0.0001 (0.0007)	0.0001 (0.0005)		0.0002 (0.0006)	0.0001 (0.0004)
SMB			-0.3340*** (0.0265)			-0.3707*** (0.0249)			-0.3719*** (0.0242)
HML			-0.0015 (0.0496)			-0.0002 (0.0467)			-0.0005 (0.0453)
MOM			-0.0011 (0.0054)			-0.0124** (0.0051)			-0.0070 (0.0049)
α	-0.0011 (0.0017)	-0.0006 (0.0021)	-0.0002 (0.0038)	-0.0008 (0.0017)	-0.0006 (0.0021)	0.0071* (0.0036)	-0.0009 (0.0017)	-0.0005 (0.0021)	0.0037 (0.0035)
Value-weighted portfolio									
RMRF		0.0002 (0.0006)	-0.00001 (0.0005)		0.00003 (0.0006)	0.00002 (0.0004)		0.0002 (0.0006)	0.00001 (0.0004)
SMB			-0.3283*** (0.0260)			-0.3664*** (0.0243)			-0.3677*** (0.0237)
HML			0.0083 (0.0487)			0.0069 (0.0454)			0.0086 (0.0443)
MOM			-0.0010 (0.0053)			-0.0123** (0.0049)			-0.0069 (0.0048)
α	-0.0009 (0.0016)	-0.0005 (0.0020)	0.0002 (0.0038)	-0.0006 (0.0017)	-0.0006 (0.0021)	0.0071** (0.0035)	-0.0007 (0.0017)	-0.0004 (0.0020)	0.0037 (0.0034)
R2(E)	0.0000	0.0009	0.4775	0.0000	0.0001	0.5604	0.0000	0.0005	0.5751
R2(V)	0.0000	0.0001	0.4745	0.0000	0.0000	0.5662	0.0000	0.0003	0.5779
n	209	209	209	209	209	209	209	209	209

注 1: ()内は標準誤差を表している。*は 10%で有意、**は 5%で有意、***は 1%で有意を表す。

注 2: R2(E)は Equal-weighted portfolio の決定係数、R2(V)は Value-weighted portfolio の決定係数を表す。

表 5. 年次株価パフォーマンスの推計結果

α	均等推進		ファミリーフレンドリー		全体	
	Equal	Value	Equal	Value	Equal	Value
1999	0.0049	0.0047	0.0056	0.0057	0.0093**	0.0092**
	(0.0042)	(0.0041)	(0.0045)	(0.0045)	(0.0039)	(0.0038)
	0.6977	0.6945	0.7621	0.7629	0.7759	0.7753
2000	-0.0011	-0.0008	0.0100***	0.0101**	0.0042	0.0044
	(0.0044)	(0.0044)	(0.0044)	(0.0043)	(0.0042)	(0.0041)
	0.5386	0.5421	0.6556	0.6573	0.6488	0.6552
2001	-0.0017	-0.0012	0.0089*	0.0092*	0.0030	0.0036
	(0.0048)	(0.0048)	(0.0050)	(0.0049)	(0.0047)	(0.0046)
	0.4682	0.4679	0.5870	0.5913	0.5758	0.5813
2002	-0.0008	-0.0005	0.0125**	0.0126**	0.0060	0.0063
	(0.0051)	(0.0050)	(0.0051)	(0.0050)	(0.0048)	(0.0048)
	0.4293	0.4286	0.5403	0.5492	0.5314	0.5363
2003	-0.0015	-0.0011	0.0129***	0.0130***	0.0061	0.0064
	(0.0054)	(0.0053)	(0.0049)	(0.0048)	(0.0049)	(0.0048)
	0.3972	0.3932	0.5607	0.5703	0.5259	0.5298
2004	-0.0021	-0.0018	0.0121**	0.0122***	0.0054	0.0057
	(0.0053)	(0.0052)	(0.0046)	(0.0045)	(0.0047)	(0.0046)
	0.3585	0.3535	0.5495	0.5611	0.5018	0.5057
2005	-0.0079	-0.0074	0.0108*	0.0109**	0.0014	0.0018
	(0.0061)	(0.0060)	(0.0056)	(0.0054)	(0.0055)	(0.0059)
	0.3424	0.3377	0.5115	0.5193	0.4660	0.4673
2006	-0.0097	-0.0092	0.0096	0.0097	-0.0003	0.00003
	(0.0061)	(0.0060)	(0.0061)	(0.0059)	(0.0057)	(0.0056)
	0.3642	0.3606	0.4751	0.4789	0.4543	0.4545
n	125	125	125	125	125	125

注 1: ()内は標準誤差を表している。*は 10%で有意、**は 5%で有意、***は 1%で有意を表す。

注 2: 各年の第三列目は決定係数を表している。

表 6. 1989 年から 1998 年までの企業業績とガバナンスとの関係の分析における記述統計

変数	全体			均等推進			ファミリー・フレンドリー		
	平均	標準偏差	観測値	平均	標準偏差	観測値	平均	標準偏差	観測値
総資産利益率	0.0386	0.0381	8488	0.0390	0.0388	7458	0.0396	0.0389	7528
従業員数(対数値)	7.4486	1.1540	8488	7.4481	1.1291	7458	7.5207	1.1609	7528
従業員数の2乗(対数値)	56.8135	17.8640	8488	56.7496	17.6602	7458	57.9079	18.1029	7528
操業年数(対数値)	3.9424	0.3384	8488	3.9419	0.3357	7458	3.9496	0.3411	7528
操業年数の2乗(対数値)	15.6566	2.6517	8488	15.6516	2.6336	7458	15.7156	2.6761	7528
企業規模(対数値)	11.5679	1.2675	8488	11.5682	1.2728	7458	11.5645	1.2506	7528
負債比率	0.0000	0.0000	8488	0.0000	0.0000	7458	0.5666	0.1752	7528
直接金融比率	0.8889	0.1589	8488	0.9008	0.1436	7458	0.8918	0.1537	7528
上位10大持ち株比率	0.4415	0.1337	8488	0.4399	0.1177	7458	0.4410	0.1361	7528
金融機関持ち株比率	0.3945	0.1414	8488	0.3962	0.1367	7458	0.3947	0.1420	7528
投資信託持ち株比率	0.0297	0.0380	8488	0.0298	0.0371	7458	0.0304	0.0386	7528
証券会社持ち株比率	0.0171	0.0205	8488	0.0173	0.0209	7458	0.0169	0.0204	7528
その他法人持ち株比率	0.2567	0.1542	8488	0.2542	0.1514	7458	0.2578	0.1543	7528
外国法人持ち株比率	0.0586	0.0709	8488	0.0580	0.0703	7458	0.0592	0.0685	7528
直接金融比率×受賞ダミー	0.1025	0.2920	8488	0.0639	0.2358	7458	0.0522	0.2147	7528
上位10大持ち株比率×受賞ダミー	0.0463	0.1367	8488	0.0294	0.1117	7458	0.0231	0.0986	7528
金融機関持ち株比率×受賞ダミー	0.0491	0.1446	8488	0.0309	0.1174	7458	0.0248	0.1053	7528
投資信託持ち株比率×受賞ダミー	0.0034	0.0146	8488	0.0023	0.0127	7458	0.0016	0.0093	7528
証券会社持ち株比率×受賞ダミー	0.0011	0.0051	8488	0.0007	0.0039	7458	0.0006	0.0038	7528
その他法人持ち株比率×受賞ダミー	0.0250	0.0859	8488	0.0160	0.0697	7458	0.0123	0.0618	7528
外国法人持ち株比率×受賞ダミー	0.0087	0.0351	8488	0.0050	0.0249	7458	0.0048	0.0285	7528

注 1. 各変数に欠損値があるサンプルは除外している。企業数は全体では 849 社、均等推進では 746 社、ファミリー・フレンドリーでは 753 社となっている。

表 7. ガバナンス構造と企業業績の関係(1989-1998)

被説明変数	全体			均等推進			ファミリーフレンドリー		
roa	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
上位10大持ち株比率	0.0419			0.0019			0.0481		
×受賞ダミー	(0.0409)			(0.0638)			(0.0553)		
直接金融比率		0.0307			0.0308			0.0233	
×受賞ダミー		(0.0195)			(0.0256)			(0.0313)	
金融機関持ち株比率			0.1300***			0.1230**			0.0748
×受賞ダミー			(0.0372)			(0.0511)			(0.0583)
投資信託持ち株比率			0.0210			0.0514			-0.0403
×受賞ダミー			(0.0446)			(0.0563)			(0.0746)
証券会社持ち株比率			0.1241			0.1069			0.0902
×受賞ダミー			(0.0845)			(0.1195)			(0.1235)
その他法人持ち株比率			0.0442			0.0127			0.0318
×受賞ダミー			(0.0393)			(0.0507)			(0.0677)
外国法人持ち株比率			0.1298***			0.0966***			0.1188**
×受賞ダミー			(0.0290)			(0.0377)			(0.0486)
上位10大持ち株比率	0.0152***			0.0525***			0.0150***		
	(0.0040)			(0.0101)			(0.0041)		
直接金融比率		0.0316***			0.0337***			0.0304***	
		(0.0039)			(0.0043)			(0.0042)	
金融機関持ち株比率			0.0355***			0.0853***			0.0383***
			(0.0067)			(0.0102)			(0.0072)
投資信託持ち株比率			0.0588***			0.0661***			0.0587***
			(0.0136)			(0.0145)			(0.0143)
証券会社持ち株比率			-0.0436**			-0.0032			-0.0487**
			(0.0184)			(0.0199)			(0.0201)
その他法人持ち株比率			-0.0190***			0.0235**			-0.0230***
			(0.0070)			(0.0102)			(0.0074)
外国法人持ち株比率			0.0259***			0.0621***			0.0244**
			(0.0092)			(0.0103)			(0.0096)
負債比率	-0.0806***	-0.0692***	-0.0730***	-0.0815***	-0.0688***	-0.0694***	-0.0842***	-0.0733***	-0.0772***
	(0.0048)	(0.0049)	(0.0049)	(0.0051)	(0.0053)	(0.0053)	(0.0051)	(0.0052)	(0.0052)
企業規模	0.0249***	0.0245***	0.0206***	0.0259***	0.0249***	0.0176***	0.0317***	0.0309***	0.0279***
(総資産(対数値))	(0.0022)	(0.0022)	(0.0022)	(0.0023)	(0.0023)	(0.0024)	(0.0025)	(0.0024)	(0.0025)
従業員数(対数値)	-0.0341***	-0.0328***	-0.0346***	-0.0229*	-0.0162	-0.0299**	-0.0328**	-0.0336**	-0.0349***
	(0.0112)	(0.0111)	(0.0111)	(0.0130)	(0.0129)	(0.0129)	(0.0133)	(0.0133)	(0.0132)
従業員数の二乗	0.0011	0.0010	0.0011	0.0003	-0.0001	0.0007	0.0007	0.0008	0.0009
(対数値)	(0.0008)	(0.0008)	(0.0008)	(0.0009)	(0.0009)	(0.0009)	(0.0009)	(0.0009)	(0.0009)
操業年数(対数値)	-0.2156**	-0.2514***	-0.2811***	-0.2121**	-0.2805***	-0.2907***	-0.1962**	-0.2355**	-0.2495**
	(0.0938)	(0.0934)	(0.0936)	(0.1000)	(0.0992)	(0.0993)	(0.0987)	(0.0983)	(0.0986)
操業年数の二乗	0.0382**	0.0436**	0.0489***	0.0408**	0.0510***	0.0506***	0.0335*	0.0400**	0.0414**
(対数値)	(0.0175)	(0.0174)	(0.0175)	(0.0186)	(0.0185)	(0.0186)	(0.0184)	(0.0183)	(0.0184)
定数項	0.2674**	0.2950***	0.3977***	0.1481	0.2286**	0.3974***	0.1984*	0.2387**	0.3280***
	(0.1091)	(0.1084)	(0.1094)	(0.1180)	(0.1165)	(0.1172)	(0.1154)	(0.1149)	(0.1162)
(疑似)決定係数	0.2423	0.2482	0.2550	0.2402	0.2448	0.2559	0.2560	0.2604	0.2669
年次ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
観測値			8488			7458			7528
企業数			849			746			753

注1: ()内は標準誤差を表している。*は10%で有意、**は5%で有意、***は1%で有意を表す。

表 8. 均等推進、ファミリーフレンドリー施策と企業業績の関係の分析の記述統計

変数	全体			均等推進			ファミリー・フレンドリー		
	平均	標準偏差	観測値	平均	標準偏差	観測値	平均	標準偏差	観測値
営業利潤率	0.0446	0.0774	7728	0.0423	0.0760	6701	0.0466	0.0801	6865
従業員数(対数値)	7.1925	1.2391	7728	7.2096	1.2050	6701	7.2588	1.2503	6865
従業員数の二乗(対数値)	53.2671	18.1339	7728	53.4295	17.8028	6701	54.2536	18.4021	6865
操業年数(対数値)	4.0368	0.3524	7728	4.0359	0.3573	6701	4.0309	0.3541	6865
操業年数の二乗(対数値)	16.4197	2.7842	7728	16.4164	2.8238	6701	16.3733	2.7857	6865
従業員平均年齢(対数値)	3.6719	0.0799	7728	3.6701	0.0796	6701	3.6735	0.0797	6865
従業員平均年齢の二乗(対数値)	13.4892	0.5820	7728	13.4760	0.5795	6701	13.5008	0.5811	6865
資本/売上比率	0.2472	2.0774	7728	0.2429	2.1938	6701	0.2649	2.2026	6865
負債/売上比率	0.8140	3.1783	7728	0.7251	1.6909	6701	0.8357	3.3127	6865
上位10大持ち株比率(t-(t-1))	-0.0042	0.0786	7728	-0.0039	0.0789	6701	-0.0024	0.0775	6865
直接金融比率(t-(t-1))	-0.0022	0.0821	7728	-0.0020	0.0847	6701	-0.0023	0.0721	6865
金融機関持ち株比率(t-(t-1))	0.0348	0.1335	7728	0.0346	0.1337	6701	0.0348	0.1338	6865
証券会社持ち株比率(t-(t-1))	-0.0366	0.1416	7728	-0.0355	0.1419	6701	-0.0374	0.1416	6865
その他法人持ち株比率(t-(t-1))	0.0232	0.0943	7728	0.0229	0.0942	6701	0.0230	0.0945	6865
投資信託持ち株比率(t-(t-1))	-0.0005	0.0355	7728	-0.0008	0.0349	6701	-0.0006	0.0365	6865
外国法人持ち株比率(t-(t-1))	-0.0133	0.1197	7728	-0.0130	0.1205	6701	-0.0110	0.1186	6865
1999年次ダミー	0.1112	0.3143	7728	0.1112	0.3144	6701	0.1111	0.3143	6865
2000年次ダミー	0.1112	0.3143	7728	0.1112	0.3144	6701	0.1111	0.3143	6865
2001年次ダミー	0.1112	0.3143	7728	0.1112	0.3144	6701	0.1111	0.3143	6865
2002年次ダミー	0.1112	0.3143	7728	0.1112	0.3144	6701	0.1111	0.3143	6865
2003年次ダミー	0.1110	0.3142	7728	0.1110	0.3142	6701	0.1110	0.3142	6865
2004年次ダミー	0.1110	0.3142	7728	0.1110	0.3142	6701	0.1110	0.3142	6865
2005年次ダミー	0.1112	0.3143	7728	0.1112	0.3144	6701	0.1111	0.3143	6865
2006年次ダミー	0.1112	0.3143	7728	0.1112	0.3144	6701	0.1111	0.3143	6865

注 1. 各変数に欠損値があるサンプルは取り除いている。企業数は全体では 860 社、均等推進では 745 社、ファミリー・フレンドリーでは 764 社となっている。

表9. 均等推進、ファミリーフレンドリー施策表彰企業の業績との関係（その1）

被説明変数 営業利益率	全体			均等推進			ファミリーフレンドリー		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
表彰ダミー×1999年	0.000002 (0.0070)	0.0034 (0.0068)	0.0078 (0.0139)	0.0037 (0.0085)	0.0072 (0.0084)	0.0006 (0.0185)	-0.0014 (0.0103)	0.0004 (0.0101)	0.0086 (0.0184)
表彰ダミー×2000年	-0.0031 (0.0070)	0.0014 (0.0068)	-0.0053 (0.0073)	0.0016 (0.0086)	0.0065 (0.0084)	0.0005 (0.0089)	-0.0069 (0.0104)	-0.0036 (0.0101)	-0.0064 (0.0108)
表彰ダミー×2001年	-0.0058 (0.0070)	-0.0013 (0.0068)	-0.0058 (0.0071)	-0.0004 (0.0086)	0.0046 (0.0084)	0.0007 (0.0088)	-0.0095 (0.0104)	-0.0065 (0.0101)	-0.0087 (0.0105)
表彰ダミー×2002年	0.0011 (0.0071)	0.0055 (0.0068)	0.0019 (0.0071)	0.0087 (0.0086)	0.0135 (0.0084)	0.0105 (0.0087)	-0.0044 (0.0105)	-0.0018 (0.0101)	-0.0032 (0.0105)
表彰ダミー×2003年	0.0021 (0.0070)	0.0061 (0.0068)	0.0018 (0.0071)	0.0102 (0.0086)	0.0149* (0.0084)	0.0110 (0.0087)	-0.0045 (0.0103)	-0.0027 (0.0101)	-0.0041 (0.0106)
表彰ダミー×2004年	-0.0005 (0.0072)	0.0047 (0.0068)	-0.0016 (0.0073)	0.0064 (0.0087)	0.0123 (0.0084)	0.0058 (0.0089)	-0.0054 (0.0105)	-0.0018 (0.0101)	-0.0044 (0.0107)
表彰ダミー×2005年	0.0014 (0.0070)	0.0048 (0.0068)	-0.0005 (0.0073)	0.0158* (0.0085)	0.0198** (0.0085)	0.0143 (0.0088)	-0.0144 (0.0104)	-0.0119 (0.0102)	-0.0139 (0.0109)
表彰ダミー×2006年	-0.0008 (0.0070)	0.0032 (0.0068)	-0.0028 (0.0073)	0.0213** (0.0087)	0.0255*** (0.0084)	0.0194** (0.0089)	-0.0280*** (0.0104)	-0.0248** (0.0102)	-0.0276** (0.0107)
上位10大持ち株比率の差 ×表彰ダミー	0.0548** (0.0260)			0.0645** (0.0285)			0.0448 (0.0463)		
直接金融比率の差 ×表彰ダミー		0.0041 (0.0382)			-0.0240 (0.0485)			0.0067 (0.0585)	
金融機関持ち株比率の差 ×表彰ダミー			-0.0573* (0.0334)			-0.0378 (0.0420)			-0.0148 (0.0531)
投資信託持ち株比率の差 ×表彰ダミー			0.0077 (0.0571)			0.0014 (0.0622)			0.0342 (0.1150)
証券会社持ち株比率の差 ×表彰ダミー			-0.0178 (0.0293)			-0.0087 (0.0367)			0.0164 (0.0475)
その他法人持ち株比率の差 ×表彰ダミー			0.0494 (0.0409)			0.0981* (0.0517)			0.0138 (0.0619)
外国法人持ち株比率の差 ×表彰ダミー			0.0377 (0.0248)			0.0557* (0.0309)			0.0168 (0.0397)

表9. 均等推進、ファミリーフレンドリー施策表彰企業の業績との関係 (その2)

上位10大持ち株比率の差	0.0067 (0.0071)		0.0007 (0.0070)		0.0109 (0.0076)				
直接金融比率の差		0.0256*** (0.0063)		0.0270*** (0.0061)		0.0393*** (0.0079)			
金融機関持ち株比率の差			0.0529*** (0.0108)		0.0451*** (0.0105)			0.0480*** (0.0113)	
投資信託持ち株比率の差			0.0186** (0.0090)		0.0266* (0.0157)			0.0189 (0.0160)	
証券会社持ち株比率の差			0.0082 (0.0112)		0.0141 (0.00890)			0.0181* (0.0095)	
その他法人持ち株比率の差			0.0212 (0.0153)		-0.0084 (0.0110)			0.0104 (0.0121)	
外国法人持ち株比率の差			0.0107 (0.0068)		0.0035 (0.0067)			0.0160** (0.0075)	
従業員数(対数値)	-0.0598*** (0.0074)	-0.0596*** (0.0074)	-0.0568*** (0.0075)	-0.0629*** (0.0076)	-0.0626*** (0.0076)	-0.0597*** (0.0076)	-0.0544*** (0.0079)	-0.0543*** (0.0079)	-0.0515*** (0.0079)
従業員数の二乗 (対数値)	0.0016*** (0.0006)	0.0016*** (0.0006)	0.0013** (0.0006)	0.0022*** (0.0006)	0.0022*** (0.0006)	0.0019*** (0.0006)	0.0011* (0.0006)	0.0011* (0.0006)	0.0009 (0.0006)
操業年数(対数値)	-0.0223 (0.0195)	-0.0236 (0.0194)	-0.0214 (0.0194)	-0.0325* (0.0188)	-0.0330* (0.0188)	-0.0308 (0.0188)	-0.0352 (0.0218)	-0.0366* (0.0218)	-0.0343 (0.0218)
操業年数の二乗 (対数値)	0.0024 (0.0025)	0.0026 (0.0025)	0.0023 (0.0025)	0.0035 (0.0024)	0.0035 (0.0024)	0.0033 (0.0024)	0.0041 (0.0028)	0.0042 (0.0028)	0.0040 (0.0028)
従業員平均年齢 (対数値)	0.8938 (0.7407)	0.8157 (0.7401)	0.8913 (0.7401)	-0.6213 (0.7612)	-0.6823 (0.7601)	-0.5564 (0.7599)	1.2933 (0.8096)	1.1902 (0.8078)	1.2785 (0.8093)
従業員平均年齢の二乗 (対数値)	-0.1167 (0.1014)	-0.1060 (0.1013)	-0.1164 (0.1013)	0.0828 (0.1042)	0.0912 (0.1041)	0.0739 (0.1040)	-0.1703 (0.1107)	-0.1563 (0.1105)	-0.1682 (0.1107)
資本売上比率	-0.0143*** (0.0003)	-0.0142*** (0.0003)	-0.0143*** (0.0003)	-0.0148*** (0.0003)	-0.0148*** (0.0003)	-0.0148*** (0.0003)	-0.0142*** (0.0003)	-0.0142*** (0.0003)	-0.0142*** (0.0003)
負債売上比率	0.0035*** (0.0002)	0.0035*** (0.0002)	0.0035*** (0.0002)	0.0068*** (0.0004)	0.0068*** (0.0004)	0.0068*** (0.0004)	0.0033*** (0.0002)	0.0033*** (0.0002)	0.0033*** (0.0002)
定数項	-1.2581 (1.3522)	-1.1138 (1.3510)	-1.2641 (1.3510)	1.6213 (1.3880)	1.7316 (1.3861)	1.4912 (1.3858)	-1.9863 (1.4791)	-1.7944 (1.4758)	-1.9701 (1.4785)
(疑似)決定係数	0.3129	0.3140	0.3162	0.3692	0.3707	0.3728	0.3163	0.3187	0.3191
年次ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
観測値			7728			6701			6865
企業数			860			745			764

注1: ()内は標準誤差を表している。*は10%で有意、**は5%で有意、***は1%で有意を表す。