

研究指導 平澤 賢一 教授

## 女性が経営する上場企業の業績比較

浦山朝陽 関根涼太

### 1. はじめに

本研究に至ったきっかけは、女性経営者と企業業績について、北欧最大のノルデア銀行が発表した記事<sup>1</sup>を読んだことにある。それは、「女性が最高経営責任者(CEO)か取締役会のトップを務める上場企業は、株式リターン市場をはるかに上回っている」<sup>2</sup>という調査結果であった。この調査では世界の上場企業約1万1000社を対象としており、女性が経営する企業の株式リターンは2009年以降、年間プラス25%にのぼることが示されている。加えて、「総じて、女性社長の銘柄は業績が良好で、値動きに勢いがある」<sup>3</sup>ことを知り、女性が経営する企業に対する興味がより深まった。

また、女性経営者は「創業者である祖父や父親の後継者となっているケースがほとんど」<sup>4</sup>であることを知り、ファミリービジネスやその任期の観点からも女性経営者を研究する必要があることに気づいた。

以上のことから、経営者が女性である日本企業の業績は他の企業と比較して良好なのかどうかについて疑問を抱いた。

#### 1.1 研究目的

本研究の目的は、先行研究と女性経営者の現状を踏まえ、女性が経営する日本の上場企業の業績を他の上場企業と比較すること、また女性が経営者である企業を(1)ファミリービジネス、(2)在任期間、の視点から比較分析し、考察することである。

#### 1.2 研究意義

本研究の意義は、女性が経営者である上場企業は他の上場企業に比べ業績が良好なのか明らかになることである。またファミリービジネス、在任期間の両視点から女性が経営する上場企業を比較分析することで、その財務面での特徴が明らかになることである。

### 2. 日本における女性経営者の現状

#### 2.1 背景

1985年に男女雇用機会均等法(雇用の機会における男女の均等な機会及び待遇の確保等に関する法律)が制定され、募集・採用、配置(業務の配分及び権限の付与を含む)・昇進・降格・教育訓練、一定範囲の福利厚生、職種・雇用形態の変更、退職の勧奨・定年・解雇・労働契約の更新について、性別を理由とする差別を禁止された。

2003年に男女共同参画推進本部は「社会のあらゆる分野において、2020年までに、指導的地位に女性が占める割合が、少なくとも30%程度になるよう期待する」<sup>5</sup>としている。しかし、帝国データバンクによると、管理職に占める女性比率は平均6.9%<sup>6</sup>であり、目標の30%には程遠い。

2015年には女性活躍推進法(女性の職業生活における活躍の推進に関する法律)が制定され、女性の採用と管理職登用および就労女性の両立支援が原則となった。さらに第4次男女共同参画基本計画において上場企業役員に占める女性の割合を「5%(早期)、更に10%を目指す(平成32年)」<sup>7</sup>としている。しかし、東京商工リサーチによると、上場企業2,430社の平均は3.3%<sup>8</sup>で、女性管理職比率同様目標としている数値にはほど遠い。

以上のように、女性の社会進出において政府の目標として定めている数値はあるものの、達成できていないというのが現状であり、ジェンダーギャップ指数が144か国中114位<sup>9</sup>というデータを見ても、日本における女性雇用は進んでいないことは明らかである。

#### 2.2 女性経営者数の推移

日本企業における女性経営者の数は年々増加している(図1を参照)。全国的女性経営者は41万1,969人で過去最高となり、2010年の21万人からは約2倍増となった<sup>10</sup>。また、企業数と女性社長数を対比した女性社長率においても、全国平均は13.0%となり8年連続で上昇している<sup>11</sup>。東京商工リサーチは女性社

<sup>1</sup> Bloomberg(2017)

<sup>2</sup> 同上

<sup>3</sup> 会社四季報 ONLINE(2016)

<sup>4</sup> 同上

<sup>5</sup> 内閣府男女共同参画局「第1部 基本的な方針」より引用

<sup>6</sup> 帝国データバンク「女性登用に対する企業の意識調査」(2017年)

<sup>7</sup> 内閣府男女共同参画局「第4次男女共同参画基本計画」

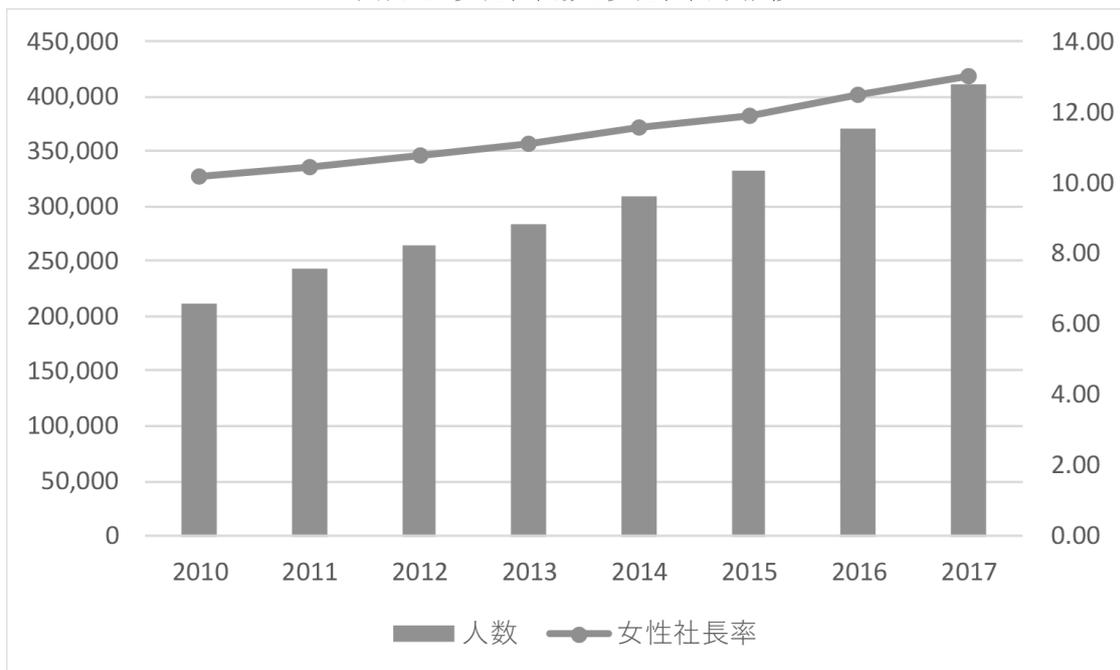
<sup>8</sup> 東京商工リサーチ「2017年3月期決算の上場企業2,430社『女性役員比率』調査」

<sup>9</sup> 内閣府「共同参画 特集/女性リーダー育成事業『女性役員登用の閣議決定目標『2020年10%』達成に向けて』」

<sup>10</sup> 東京商工リサーチ(2009)

<sup>11</sup> 同上

図表 1 女性社長数と女性社長率推移



出典:東京商工リサーチ『女性役員比率』調査より筆者作成

長について「従来の男性には無かった感性によって商品開発や新市場創造を促し、経済活性化が期待できる」<sup>12</sup>とし、男性社長とは違った視点を持っている女性経営者を評価している。なお、本研究では経営者、社長、CEOを同義として扱う。

### 3. 先行研究

#### 3.1 女性比率と業績

山本(2014,pp.9-11)によると、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。特に、正社員女性比率が30~40%の企業で利益率が顕著に高くなっていることや、30歳代の正社員女性比率が高い企業ほど、利益率が高くなることが明らかになっている。管理職女性比率においては全般的には利益率との明確な関係性は見いだせないものの、中堅企業や中途採用の多い企業、あるいは、新卒女性の定着率が高い企業では管理職女性比率が利益率にプラスの影響を与えることが確認されている。

Jordan,児玉(2011,pp.13-14)によると、女性役員が増えること、女性役員がいること、女性課長がいることは、製造業において企業の収益性を高める。また、女性役員を雇うことは、特に、北米に本社を持つ多国籍企業の日本法人において企業業績の向上につながる。という。しかし、女性管理職を雇うことの競争上の便益の一部は人権費用削減によるもので、これはBeckerの差別理論とも整合的な結果となった。

大和総研調査季報(2018)によると、日本における女性取締役の選任状況とROAやROEとの関係を分

析した結果、関係性は見出されなかった。女性取締役比率の水準がそもそも低く、女性取締役の選任を企業価値の創造などの効果に結び付けていくには、さらに比率を高めることが必要だという結果に至っている。

女性の正社員や管理職や役員がいることは企業の業績を向上させる要因であることが先行研究から伺える。しかしながら、女性経営者と業績に関する実証をしている研究はまだ見当たらない。

#### 3.2 ファミリービジネス

本研究ではファミリービジネスの観点からも比較分析を行うため、先行研究についても触れておく。

##### 3.2.1 ファミリービジネスの定義

茶木(2008,p.5)はファミリー企業の定義を「10大株主の中に創業者または創業者一族及びその関連企業または財団が名を連ねており、かつ一族が会長または社長の地位にある」としている。沈(2014,p14)では同族企業を「創業者を含めた創業家一族(血、結婚または養子)が株式を所有しているか、または最高経営責任者として企業をコントロールしている企業」としている。ファミリービジネス白書企画編集委員会(2018,p.9)では「ファミリーが同一時期あるいは異なった時点において役員または株主のうち2名以上を占める企業」としている。

本研究では、ファミリービジネス白書の定義に準拠し、「ファミリーが同一時期あるいは異なった時点において役員または株主のうち2名以上を占める企業」

<sup>12</sup> 東京商工リサーチ「第8回全国女性社長調査」

とする。

### 3.2.2 ファミリービジネスの業績

茶木(2008)では、ファミリー企業の収益性と企業価値に着目して実証分析を行なっている。結果、ファミリー企業の収益性、企業価値共にファミリー企業が一般企業を上回っていることが確認された。また企業間格差についても研究されており、ROAについては一般企業の方が大きく、トービンの $q^{13}$ についてはファミリー企業の方が大きいという結果も出ている。

沈(2010)では、約45年間分のデータを使用して実証分析を行なっている。ROAとトービンの $q$ を用いており、非同族企業に比べて同族企業の優位性が高いという分析結果となっている。また、創業者経営以外の同族企業と非同族企業の比較もしており、これについても同族企業の優位性が高かった。

ファミリービジネス白書では、ファミリービジネスと一般企業を所有と経営の度合いに応じてそれぞれを6区分し、同じ程度同士で比較を行なっている。用いている財務指標はROA、ROE、売上高営業利益率、総資産回転率、売上高伸び率、営業利益率伸び率、サステナブル成長率、流動比率、自己資本比率、固定比率、固定長期適合率、インタレスト・カバレッジ・カシオ、配当性向、1株当たり利益など多岐にわたる。そのうえで売上高営業利益率を除く総資産事業利益率、自己資本利益率、自己資本比率、流動比率、固定比率、固定長期適合率においてファミリービジネスが一般企業に対し優位性を示すことを明らかにしている。

## 4. 実証分析

### 4.1 分析指標

本研究では、企業業績の特に収益性を表す指標として、ROA(総資産純利益率)、ROE(自己資本利益率)、売上高営業利益率を使用する。ROEは株主が投じた資本を元手にどれだけの利益をあげたのかがわかる。ROAは企業が全資産を使ってどれだけの利益をあげたのか知ることができる。売上高営業利益率は売り上げに占める営業利益の割合を指標としたものである。分析期間は直近3年間として分析を行った。

### 4.2 分析結果

#### 4.2.1 比較対象企業

上場企業の中で女性が経営者である企業20社を対象とした。また比較対象企業は、会社四季報の各社ページの「比較会社」欄で挙げられていた1~3社、全52社を取り上げた。「比較会社」とは、会社四季報編集部が独自で分類したもので、「当該企業の同業

あるいは類似業種の上場企業」「時価総額などの規模や、営業地域が近いものを優先」しているという<sup>14</sup>。

「比較会社」と女性が経営する企業を比較した結果は以下の通りであった。

- ①女性が経営する上場企業を他の上場企業と比較し、総じて女性が経営者である企業の業績が良いという結果を得ることはできなかった。
- ②女性が経営者である企業の業績が比較企業よりも全て悪いというわけではなく、業績が上回る企業も存在することも事実である。

①について、2016年から2018年までROAが比較対象企業よりも常に低かった企業が4社あった(夢の街創造委員会、ステラケミファ、大塚家具、サニーサイドアップ)。同じく、ROEに関しては5社(バナーズ、フジシールインターナショナル、ステラケミファ、大塚家具)、売上高営業利益率に関しては5社(ステラケミファ、ウィルコHD、静甲、大塚家具、サニーサイドアップ)あった。ROA、ROE、売上高営業利益率の全てが3年間常に比較会社よりも低かったのは、ステラケミファと大塚家具の2社であった。この結果から、総じて女性が経営者である企業の業績がいいと言うことはできない。

②について、2016年から2018年までROAが比較対象企業よりも常に高かった企業が2社あった。(シーズ・ホールディングス、ユーシン精機)同じく、ROEに関しては2社(シーズ・ホールディングス、ユーシン精機)、売上高営業利益率に関しては3社(ユーシン精機、竹本容器、昴)あった。ユーシン精機のように、3年間を通じてROA、ROE、売上高営業利益率ともに比較会社を上回っている企業も存在する。

### 4.2.2 女性が経営する上場企業 20社の比較

図表2は上場企業約3650社の中から女性が経営者である企業20社をピックアップしたものである。ここでは20社それぞれの概要と2016年から2018年までのROE、ROA、売上高営業利益率、営業利益を示している。

図表3は、図表2で挙げた企業について、有価証券報告書、会社四季報、ファミリービジネス白書、各社Webサイトより以下の内容をまとめたものである。

「ファミリービジネス」「在任期間」以外の企業の特徴については、ファミリービジネスと在任期間での分析を行った後に、他の特徴による傾向を探るため新たに項目を設け、各社の特徴をまとめた。

- ・経営者の在任期間(年)
- ・経営者が大株主であるか(該当:○)
- ・企業がファミリービジネスであるか(該当:○)
- ・「経営者の顔写真」があるか(該当:○、該当し

ある。

<sup>14</sup> 『会社四季報 2019年1集 新春号』より

<sup>13</sup> トービンの $q$ とは、企業の設備投資行動を企業のストック面から説明するために用いられている指標であり、式は「(期末時価総額+期末有利子負債簿価)÷期末総資産簿価」で

図表 2 女性が経営する企業の業績・概要一覧

証券コード	企業名	市場	業種	事業内容	ROE 2016	ROE 2017	ROE 2018	ROA 2016	ROA 2017	ROA 2018	売上高 営業利益率 2016	売上高 営業利益率 2017	売上高 営業利益率 2018	営業利益 2016 (百万)	営業利益 2017 (百万)	営業利益 2018 (百万)
1434	JESCO ホールディングス	東2	建設業	独立系電気設備工事会社、設計・調達・施工管理 (EPC) 一貫受注。広告など総合メディア併営	15.87%	5.44%	39.98%	3.16%	1.38%	11.93%	3.24%	3.5%	1.75%	273	275	182
2137	光ハイツ・ウェアス	札幌ア	サービス業	北海道・札幌で入居一時金2000万円超の高級有料老人ホームを展開。介護専用棟併設も	4.66%	5.96%	6.22%	1.80%	2.57%	2.89%	8.47%	7.76%	9.12%	260	248	297
2180	サニーサイドアップ	東1	サービス業	企業PRや販促支援 (SP) が主力。スポーツビジネスに強み。人気朝食レストランを国内外展開	-16.67%	22.37%	23.47%	-3.90%	5.3%	6.88%	3.34%	2.79%	2.62%	447	387	355
2484	夢の街創造委員会	JQ(S)	情報・通信	出前仲介サイト「出前館」を運営。子会社で飲食店向け酒類通販を展開。配達代行業務にも参入	15.58%	17.23%	18.74%	9.68%	10.16%	10.19%	13.77%	16.18%	15.41%	572	800	887
2655	マックスパリュ東北	東2	小売業	イオン系列。秋田、山形、青森、岩手で食品スーパーを展開。ティスカウント業態 (DS) も運営	25.58%	14.34%	7.55%	3.10%	2.22%	1.37%	1.08%	1.29%	1.16%	1,210	1,372	1,217
3011	パナース	東2	小売業	発祥は製糸業。現在はホンダの新車販売が主力だが、収益源は不動産賃貸。建材販売へ参入	5.62%	6.11%	1.83%	2.25%	2.37%	0.72%	4.38%	4.31%	2.7%	190	182	105
3622	ネットイヤーグループ	マ	情報・通信	ネット活用したマーケティング支援を行う。経営コンサル、Webサイト制作まで総合的に提供	3.72%	-15.76%	16.5%	2.27%	-9.36%	9.79%	2.15%	-3.49%	-0.82%	146	-206	-51
3770	ザッパラス	東1	情報・通信	モバイル端末向け占いコンテンツ配信が核。20~40歳女性が主顧客。占い事業に経営資源集中	-6.67%	1.72%	-11.7%	-5.80%	1.59%	-10.91%	4.30%	6.07%	-15.77%	239	294	-695
4109	ステラケミファ	東1	化学	電子部品用アッテック高純度薬品でシェア国内7割、世界8割。リチウムイオン電池用電解質強化	5.63%	10.66%	4.3%	2.93%	5.7%	2.46%	5.05%	14.65%	7.05%	1,388	4,372	2,369
4248	竹本容器	東1	化学	化粧品・食品向け主力のプラスチック製容器器業。自社開発の歪型多数保有し短期間に強み	14.46%	14.25%	14.8%	7.08%	7.25%	7.74%	9.84%	9.94%	10.17%	1,259	1,412	1,630
4924	シーズ・ホールディングス	東1	化学	海洋性カラーゲン主成分化粧品「ドクターシーラボ」柱。通販、店舗販売、卸も	22.22%	20.56%	17.45%	17.37%	15.83%	12.34%	20.76%	19.96%	17.17%	8,191	8,566	8,747
4926	シーボン	東1	化学	スキンケアなど高級化粧品を自社製造、直営店販売。購入額に応じ無料サロンケアなど実施	1.18%	1.99%	4.25%	0.91%	1.57%	3.34%	1.83%	2.6%	4.55%	235	325	572
6286	静甲	JQ(S)	機械	食品用包装機械、電動工具部品など製造。FA・空調販売も。傘下の静岡スバル自動車が増資頭	2.07%	3.17%	7.2%	1.38%	2.09%	4.5%	0.89%	2.06%	2.37%	243	599	781
6482	ユーション精機	東1	機械	プラスチック射出成形品取り出しロボット世界シェア3割で首位。特注機併営。海外向け過半	7.91%	5.55%	6.31%	6.48%	4.59%	5.13%	14.59%	10.92%	11.29%	3,086	2,112	2,358
6630	ヤーマン	東1	電気機器	美顔器や痩身器具など家庭用美容、健康機器メーカー。化粧品も販売。通販や家電量販店が販路	8.72%	28.9%	32.74%	5.46%	17.92%	22.31%	6.30%	17.54%	23.38%	1,028	3,503	5,385
7831	ウイルクHD	東2	その他製品	通販事業を譲渡し情報・印刷事業に一本化。シール製品・ポップアップ等、独自印刷技術に定評	1.27%	5.61%	-3.98%	0.55%	2.26%	-1.53%	0.84%	-0.31%	-1.24%	109	48	-190
7864	フジシール インターナショナル	東1	その他製品	熱収縮性ラベル開発で先駆。市場シェア5割強で専業トップ。ソフトハウスなど新製品も拡大	5.26%	6.99%	7.25%	3.09%	4%	4.24%	6.35%	6.88%	7.44%	8,792	9,763	11,505
7865	ビーブル	JQ(S)	その他製品	乳幼児向け知育玩具の企画開発。海外に生産外部委託。バンダイイナコム系列。配当性100%	19.12%	17.4%	14.17%	15.18%	13.4%	11.42%	13.09%	11.29%	11.92%	610	533	508
8186	大塚家具	JQ(S)	小売業	総合家具小売り大手。都市部展開。中高級品・輸入品強み。従来の会員価格販売廃止など転換模索	1.04%	-15.1%	-33.24%	0.78%	-10.95%	-21.72%	0.75%	-9.93%	-12.5%	437	-4,597	-5,136
9778	扉	JQ(S)	サービス業	鹿児島が最大地盤の学習塾。中学生向け集団指導塾主体に小学生・高校生向けや個別指導も	4.65%	0.9%	4.98%	2.17%	0.43%	2.43%	8.73%	6.96%	7.74%	307	240	288

出典:各社 Web サイト、会社四季報より筆者作成

図表 3 女性が経営する企業の特徴

証券コード	企業名	在任期間	経営者が大株主	ファミリービジネス	経営者顔写真有無	経営者のメッセージ				経営者の署名が直筆	経営理念	福利厚生
						過去	現在	将来	具体的な将来像			
1434	JESCOホールディングス	2年	○	-	○	○	○	○	○	-	○	○
2137	光ハイツ・ヴェラス	9年	○	-	○	○	○	○	-	-	○	-
2180	サニーサイドアップ	21年	○	○	×	○	○	○	-	○	△	○
2484	夢の街創造委員会	6年	○	-	○	×	○	○	-	-	○	○
2655	マックスバリュ東北	2年	-	○	○	○	○	○	-	-	○	○
3011	バナーズ	2年	-	○	×	○	○	○	○	-	△	-
3622	ネットイヤーグループ	18年	○	-	○	○	○	○	-	○	△	○
3770	ザッパラス	7年	○	-	×	×	×	×	-	-	×	-
4109	ステラケミファ	1年	○	○	○	○	○	○	○	-	○	○
4248	竹本容器	14年	○	○	○	○	○	○	○	-	△	-
4924	シーズ・ホールディングス	3年	○	○	○	○	○	○	○	-	○	-
4926	シーボン	13年	○	○	○	○	○	○	○	-	△	○
6286	静甲	16年	○	○	○	×	○	×	-	-	○	○
6482	ユーシン精機	16年	○	○	○	○	○	○	-	-	○	○
6630	ヤーマン	19年	○	○	○	○	○	×	-	-	○	○
7831	ウイルコHD	6年	○	○	×	×	×	○	-	-	△	-
7864	フジールインターナショナル	10年	○	○	×	○	○	○	○	○	○	○
7865	ビーブル	11年	-	○	×	×	×	×	-	-	○	○
8186	大塚家具	3年	-	○	○	○	×	○	○	-	△	○
9778	昴	9年	○	○	△	○	○	×	-	-	△	○

出典：各社 Web サイト、各社有価証券報告書、ファミリービジネス白書、会社四季報より筆者作成  
 注：4924 シーズ・ホールディングスに関しては、旧社名時代を含め社長在任 16 年

ない：×)

- ・「経営者のメッセージ」で過去、現在、将来のことについて触れているか。また、将来像が具体的に語られているか(該当：○)・「経営者の署名」が直筆であるか(該当：○)
- ・「経営理念」は掲げられているか(該当：○、該当しない：×、FAQに掲載・経営者メッセージの中に示されている、プライバシー・ポリシーの中に記されている、スローガンやビジョンとして示されている場合：△)
- ・「福利厚生」についての記載があるか(該当：○)

まずこれら項目のうち、「経営者の顔写真」を項目として選定した背景は、レオス・キャピタルワークス株式会社の代表取締役社長(最高投資責任者)藤野英人氏の見解に触れたことにある。同氏は、「これまでの経験から、Webサイトに社長や役員の写真が掲載されている会社に投資することが多く、さらにリター

ンも高いなと感じていました。それで実際に調べてみたら、事実その通りだったんです。会社の規模や業種などは全く関係なく、写真の載っている会社の株価のパフォーマンスのほうが高くなる傾向がありました」<sup>15</sup>と述べている。加えて「現代ではWebサイトも大切な会社の玄関<sup>16</sup>」だと述べている。そこで、Webサイトに掲載されている情報から、「経営者の顔写真」をはじめとする比較項目5つを選定した。また他の項目を選定した理由は以下の通りである。

「経営者のメッセージ(過去・現在・将来・具体的な将来像)」を選定した理由は、企業の代表である経営者の持っている考えが重要だと考えたためである。なぜなら企業は経営者の意思決定によって経営方針や戦略を決めるからである。このことから、経営者メッセージにおいて何が語られているのかに着目した。

「経営者の署名が直筆」を選定した理由は、経営者のメッセージを見ていたとき、経営者の署名が直筆である企業とそうでない企業が存在したためである。

<sup>15</sup> VISUAL SHIFT(2016)

<sup>16</sup> 同上

そこから署名が直筆か否かによって何か傾向はあるのかという点に着目した。

「経営理念」を選定した理由は、企業の指針にあたる経営理念はとても重要なものであり、企業の玄関となるWebサイトには記載されて然るべきものであると考えたためである。

「福利厚生」を選定した理由は、福利厚生の充実が働きやすい職場環境づくりに繋がり、その結果として、業績に何らかの影響を与えているのではないかと考えたためである。そのため、福利厚生についての記載があるかという点に着目した。

図表2と図表3において、女性が経営者である上場企業20社を、経営者の在任期間、ファミリービジネスか非ファミリービジネスかといった点に加え、各社Webサイトにおいて見られた特徴をふまえて比較した結果は以下の通りである。

①女性が経営者である上場企業20社を比較し、単に在任期間の長さやファミリービジネスであるかということだけでは業績の大きな違いは見られなかった。

②単に在任期間やファミリービジネスといった1つの項目で分類すると、業績に大きな違いは見られなかったが、いくつかの項目を組み合わせると、傾向があることを確認できた。

①について、まず在任期間が10年以上の企業と10年未満の企業に分けて分析したが、大きな違いは見られなかった。次にファミリービジネスか非ファミリービジネスかに分けて分析したが、大きな違いは見られなかった。最後に、在任期間が10年以上でファミリービジネスの企業、在任期間が10年未満でファミリービジネスの企業、在任期間が10年以上で非ファミリービジネスの企業、在任期間が10年未満で非ファミリービジネスの企業の4つに分けて分析したものの、大きな違いは見られなかった。

②については、5.1考察の部分で述べる。

## 5. おわりに

### 5.1 考察

本研究では女性が経営する上場企業20社に焦点を当て、2016年から2018年の業績比較を試みた。

本稿「1.はじめに」で述べたように、「総じて、女性社長の銘柄は業績が良好」であるという結果は、本研究の分析結果では確認できなかった。しかし女性が経営者である企業が比較企業と比べ、総じて業績が悪いというわけではなく、業績が上回る企業も存在することも確認できた。加えて、対象とした女性が経営者である企業20社のうち15社がファミリービジネスであったため、女性経営者は「創業者である祖父や父親の後継者となっているケースがほとんど」であることも確認できた。そこから、先行研究で述べられていたファミリービジネスは他の企業よりも優位性があ

る、ということを経営者である企業20社で比較分析を行った結果は以下の通りである。

女性が経営者である上場企業20社の比較では、単に経営者の在任期間の長さやファミリービジネスであるかということだけでは業績には大きな違いは見られなかった。しかし図表2と図表3において、いくつかの項目を組み合わせると比較することで次のような傾向を見ることができた。

① 具体的な将来像を名言し、かつ経営者の在任期間が10年を超えている企業は2016年から2018年にかけてROE、ROA、売上高営業利益率が増加する傾向にある。

② 2016年、2017年、2018年の3年間のROEが8%以上、ROAが5%以上の企業は営業利益が概ね増加する傾向にある。

③ 経営者のメッセージ、経営者の顔写真が企業Webサイトに掲載されていない企業のROE、ROA、売上高営業利益率は2016年から2018年にかけて概ね減少傾向にある。

①について、具体的な将来像を名言し、かつ経営者の在任期間が10年を超えている企業は、竹本容器、シーボン、フジインターナショナルの3社である(図表3参照)。これらの企業はいずれも、2016年、2017年に比べ、2018年のROE、ROA、売上高営業利益率が増加している(図表2参照)。

②について、2016年、2017年、2018年の3年間のROEが8%以上、ROAが5%以上の企業は、夢の街創造委員会、竹本容器、シーズ・ホールディングス、ヤーマン、ピープルの5社である(図表3参照)。ピープルを除いた4社は、2016年から2018年まで売上高営業利益率が上昇し続けていることがわかる(図表2参照)。

③について、経営者のメッセージ、経営者の顔写真が企業Webサイトに掲載されていない企業は、ザッパラス、ピープルの2社である(図表3参照)。ザッパラスは、2018年において、ROE、ROA、売上高営業利益率のいずれも減少している(図表2参照)。ピープルは、ROE、ROAが減少している(図表2参照)。

### 5.2 課題

本研究に残された課題は主に以下の3点である。

①調査分析対象企業が少ないことである。そもそも日本では女性が経営する上場企業数は全上場企業の1%台と大変少ないため、業種ごとの分析等ができなかった。また、未上場企業も対象とすれば企業数は大幅に増えるが、財務データが非公開であり、業績比較が出来ないため、分析対象から外さざるを得なかった。

②本研究で使用した財務指標はROE、ROA、売上高営業利益率であるが、収益性分析に偏っているのではないかと批判も想定される。しかし、ROEは「売上高純利益率と総資産回転率の積(=

ROA)」に「財務レバレッジ」を掛けた積であることから、収益性以外の指標も踏まえているとも解釈したい。また、先行研究の中にはROAとROEのみで分析を試みているものもある。但し、本研究の課題としては、以上の財務指標と企業業績との関係につき、統計学的分析を踏まえていない点が挙げられよう。

- ③インタビュー調査等を通じての企業への実態調査を行えなかったことである。財務データやネット検索で得られる範囲でのみの比較となってしまう、女性経営者ならではの特徴や男性経営者との差異を明らかにできなかった。  
以上の点は、今後の研究課題としたい。

### 参考文献・参考 URL

- [1] Bloomberg 「女性トップ上場会社の優位「明白」  
—株式リターンが指標大幅に上回る」Jonas Cho  
Walsgard(2017年8月1日)  
<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2017-08-01/OTZHNP6JTSNI01>
- [2] 中小企業庁「第2部 潜在力の発揮と中小企業の役割」『2.女性起業の現状と課題』  
<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H24/H24/html/k222200.html>
- [3] 大和総研調査季報(2018)『各国上場企業の女性取締役の状況と財務パフォーマンスとの関係』
- [4] ファミリービジネス白書企画編集委員会 編『ファミリービジネス白書 2018年版』白桃書房
- [5] Jordan SIEGEL,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』
- [6] 茶木(2008)「我国ファミリー企業のパフォーマンスについて 収益性と市場価値についての実証分析」日本経営品質学会誌オンライン
- [7] 沈政郁(2014)『『所有と支配』論を超えて』『血縁主義の弊害:日本の同族企業の長期データを用いた実証研究』組織化学 Vol.48 No.1:38-51
- [8] 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』
- [9] 会社四季報 ONLINE「女性社長銘柄は値動きに勢い、目立たないが巧みなIRが強み」古川英一(2016年9月28日)  
<https://shikiho.jp/news/0/135709>
- [10] 『会社四季報 2019年1集 新春号』東洋経済新報社
- [11] 厚生労働省,男女雇用機会均等法のあらまし「02 男女雇用機会均等法のポイント」  
<https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/000087600.html>
- [12] 内閣府男女共同参画局「第1部 基本的な方針」  
[http://www.gender.go.jp/about\\_danjo/basic\\_plans/4th/pdf/kihon\\_houshin.pdf](http://www.gender.go.jp/about_danjo/basic_plans/4th/pdf/kihon_houshin.pdf)
- [13] 内閣府男女共同参画局『第4次男女共同参画基本計画』「第1部 基本的な方針」  
[http://www.gender.go.jp/about\\_danjo/basic\\_plans/4th/pdf/kihon\\_houshin.pdf](http://www.gender.go.jp/about_danjo/basic_plans/4th/pdf/kihon_houshin.pdf)
- [14] 帝国データバンク,女性社長比率調査(2018)  
<https://www.tdb.co.jp/report/watching/press/pdf/p180504.pdf>

- [15] 帝国データバンク「女性登用に対する企業の意識調査(2017年)」(2017年8月25日)
- [16] 東京商工リサーチ,第8回全国女性社長調査,2018.2019年2月6日  
[http://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20181108\\_04.html](http://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20181108_04.html)(参照 2019-2-7)
- [17] VISUAL SHIFT「レオス藤野社長インタビュー、株価に影響する社長の顔写真」川上栄一(2016年12月21日)  
<https://visual-shift.jp/5150/>