

上場企業の機関設計における

女性取締役比率および女性管理職比率と企業価値向上

阿部 紳史¹

The Ratio of Female Directors and Female Managers in the Institutional Design of Listed Companies and the Improvement of Corporate Value

ABE Shinji

Abstract

Japanese listed companies are required further to promote the activities of women in their companies and increase their corporate value, as evidenced by the Law for the in 2018, and mandatory disclosure of the ratio of female managers in their annual securities reports from the fiscal year ending March 2023. In this study, we conduct an empirical analysis on the ratio of female directors and female managers and corporate valuation by the institutional design of listed companies and empirically find that Tobin's Q and ROA are positively significant after the transition to a company with an audit committee (t+1 period).

1. はじめに

(1) 研究の背景

金融庁(2022)は 2022 年 11 月に「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案について、2023 年 3 月 31 日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用する予定と公表した。有価証券報告書は東京証券取引所の全市場に上場する 3799 社(2022 年 12 月 31 日時点)²に適用され、2023 年 3 月期が決算期となる企業は 2297 社(同)となる。今回の改正により人的資本や多様性に関する開示は、女性活躍推進法等に基づき、女性管理職比率や男性の育児休業取得率、男女間賃金格差などを有価証券報告書などに記載することとなり、コーポレートガバナンス・コード(以下、CG コード)の原則 2-4 が求める「女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保」が取締役だけでなく管理職比率まで範囲を広げる開示となり、女性活躍と企業価値向上の関係性について注目を集めることが予想される。

(2) 問題意識と研究の意義

¹ 昭和女子大学現代ビジネス研究所 研究員

² 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」よりデータを取得した

経済産業省は人的資本を活用した経営について、人材を「資本」として捉えることで、その価値を最大限に引き出し、中長期的な企業価値向上につながる経営の在り方と位置づける。取締役会が自社の中長期的な成長に資する人材戦略の策定を主導、実践に移すことや方向性について、投資家との対話、統合報告書などを通じてステークホルダーに説明することは、持続的な企業価値の向上に連動する。経済産業省では、伊藤邦雄一橋大学 CFO 教育研究センター長を中心に「人的資本経営コンソーシアム」を設立して、普及促進を図ってきた。欧米諸国では従業員は、付加価値を生み出すための資本と捉え、財務資本だけでは測定できない企業の本質的な価値³として評価する。日本は岸田文雄首相が「新しい資本主義」において、人への投資を重点課題の一つに掲げており、今回の改正が一層の企業価値向上に結びつくことが期待できる。

議決権行使助言会社の ISS は、取締役会の多様性について 2022 年 2 月に公表した日本向け行使助言基準において、2023 年 2 月より株主総会後の取締役会に女性取締役が 1 人もいない場合は、代表取締役の選任に反対を推奨するとしている。

同様の動きは国内の機関投資家でも広がっており、ニッセイアセットマネジメントはプライム上場企業で TOPIX100 の構成企業を対象に女性取締役が不在の場合は 2023 年 6 月から代表取締役の選任に反対する。大和アセットマネジメントは TOPIX500 の構成企業を対象に対話を経ても十分な取り組みが確認出来ない場合は代表取締役の選任に反対、野村アセットマネジメントは全ての投資先企業を対象に対話を経ても選任努力が認められない場合は取締役選任に反対する可能性などの方針を示した。今後、女性管理職比率についても議決権行使助言会社や機関投資家が基準を設ける可能性がある。

OECD(2021)が 2021 年に 37 ヶ国を対象に実施した調査では、日本は男女間の賃金格差が韓国、イスラエルに続く 3 番目に大きい 22.1 ポイントの差があり、OECD 平均の 12 ポイントを大きく上回る。男女間賃金格差の開示により管理職への登用が進むことで賃金水準の格差是正が図れることが期待できる。

以上のような背景から、2023 年 3 月期より始まる人的資本の開示を前に、東京証券取引所に上場する企業を対象に、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社、監査役会設置会社の機関設計別の現状分析することで、2024 年 3 月期以降の継続性に対して、学術的な貢献と機関設計を実証することで本研究を実施する意義があると考えられる。

2. 先行研究

(1) 女性取締役の導入効果

日本における女性取締役登用について、佐々木(2019)は 2016 年の女性活躍推進法、2018 年のコーポレートガバナンス・コード改訂で、原則 4-11「取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件」において、「ジェンダーや国際性の面を含む多様性」における取り

³ 企業の本質的な価値として非財務資本(人的資本、知的資本、製造資本、社会関係資本、自然資本)を評価、PBR の 1 倍以上を非財務資本の価値と結びつけている

組みを求めた。Srinidhi and Gul and Tsui(2011)は女性取締役の参画による収益の質向上について、女性が取締役会に参加することは、取締役会のモニタリング機能を改善させ、収益の質を高めることを示唆した。

Srinidhi and Sun and Zhang and Chen(2020)は、女性取締役がいる取締役会は、男性のみの取締役会よりも優れたガバナンスの成果を生み出すが、多くの取締役会は女性取締役が少数派であるため、取締役会の決定に効力を発揮できていないと分析する。しかし、女性取締役は取締役会のプロセスとガバナンスの改善において効果的であることを示した。

Kanter(1977) は女性従業員比率と能力評価について、女性従業員の比率が少ないときは当事者の能力よりも「女性」との理由で評価が決まり、同比率が高まるにつれて当事者の「能力」が評価されるようになる。少数では象徴を脱せず、少数派の比率を意図的に向上させないと画一的な組織からの脱却が難しい。少数派から脱却する比率の目安は35%程度である。

Torchia and Calabrò and Huse(2011)は、女性取締役が増加すると、クリティカル・マスが形成され、企業のイノベーションに大きく貢献するののか、317社のノルウェー企業を対象に分析した結果、少なくとも3人以上の女性取締役が選任されるとクリティカル・マスを達成し、イノベーションレベルを向上させることが可能になることを示唆した。

Schwartz-Ziv (2017)も女性の取締役が3人以上在籍すると取締役会の議論が活発になり、企業業績が低下時にCEOが解任されやすくなるとの実証分析をまとめた。

伊藤(2016)によると女性管理職比率が10%以上の企業は、非登用企業より株式リターンが高く、同比率20%以上は更に高い。女性管理職を積極的に登用することが企業価値の向上につながり、市場で評価される可能性があるとの分析をまとめている。久保・内々崎・鈴木・中川・山内・瀬古・霧生(2021)は女性取締役登用について、東証一部企業の平均女性取締役比率は5.4%だが、業務執行役員は2.5%。今後は社内取締役の女性比率、執行役・部門長クラスの女性比率をどのように高めるかが中長期的な日本企業の経営課題となる。以上の情報を補うため、最新の女性取締役と女性管理職の比率を表1にまとめた。

表1 女性取締役比率と女性管理職比率の推移

女性取締役比率	n	2017	2018	2019	2020	2021	2022
指名委員会等設置会社	38	6.36%	6.32%	7.23%	8.62%	9.63%	11.29%
監査等委員会設置会社	133	4.72%	4.64%	7.34%	10.15%	12.39%	14.65%
監査役会設置会社	327	5.69%	5.85%	7.49%	9.61%	11.45%	13.24%
女性管理職比率	n	2017	2018	2019	2020	2021	2022
指名委員会等設置会社	38	4.93%	9.07%	9.58%	9.52%	9.41%	14.11%
監査等委員会設置会社	133	3.16%	3.42%	3.77%	4.25%	4.53%	5.56%
監査役会設置会社	327	4.82%	5.16%	5.77%	6.04%	6.83%	7.90%

出所：Bloomberg Professional Service、東洋経済新報社 CSR 総覧をもとに筆者作成

(2) 女性取締役と企業価値評価

McKinsey & Company(2017)は女性役員比率が高い企業は、女性役員が不在の企業より、ROE で 7 ポイント高い 22%、EBIT マージンは 6 ポイント高い 17%との調査結果をまとめている。山田・好川(2021)は、日本における取締役改革の圧力は政府と外国人株主であり、外国人株主比率と女性取締役数は正の関係があると指摘した。

Adams and Ferreira(2009) は、S&P500、同中型株指数、同小型株指数の構成企業 1939 社を対象に、1996 年から 2003 年までの女性取締役比率とトービンの Q、ROA の関係性を分析した結果、統計的に有意の正の相関関係はなく、やや弱いながら負の相関関係が見られるとした。株主権利が弱い会社はジェンダーとダイバーシティがプラスの影響を及ぼし、取締役のモニタリング機能を追加すると企業価値を向上させるとの分析をまとめている。Bennouri and Chtioui and Nagati and Nekhili(2018)はフランス企業に関する実証研究であるが、女性取締役は ROA を上昇させる一方でトービンの Q は上昇させていないとした。

Carter and D'Souza and Simkins and Simpson(2010)は S&P500 の構成企業を対象に 1998 年から 2002 年について、女性取締役とトービンの Q、ROA の関係を分析し、統計的に有意な関係は認めることが出来ないことを実証した。Marinova and Plantenga and Remery (2016)は、2007 年にオランダの上場企業 186 社とデンマークの 84 社を対象に女性取締役比率とトービンの Q に相関関係があるかを分析した。女性取締役がいる企業のトービンの Q は平均 2.671 倍と女性取締役が不在の企業の平均 2.085 を上回った。

キャシー・松井(2019)は女性管理職比率を開示している上場企業 297 社では、女性管理職比率が最も高い(15%超)企業グループの 5 年平均増収率が 6%以上、3 年平均 ROE(2010 年度から 2012 年度)も最も高い(9%超)だった。松本(2020)は女性取締役と ROA、トービンの Q の相関性について、ROA は女性取締役の導入 3 年後の期間は改善が確認されなかった。

(3) モニタリング・モデル

Eisenberg(1975)は、取締役会が本来果たすべき機能を経営陣、最高経営責任者の監督とすることを提唱、この取締役会の在り方をモニタリング・モデルとした。神田・山中(2016)、神田(2021)は、取締役会は基本戦略の決定に限定し、業績や経営評価は社外取締役が行うことを重視する考え方と定義する。監査等委員会設置会社で取締役会の過半数が社外取締役、または定款で定めた場合は、業務に関する決定権限を取締役会から取締役に移譲(会社法 399 条の 13 第 5、6 項)⁴が可能となり、モニタリング・モデルが実現する。

⁴ 会社法第 399 条の 13 第 5 項は、監査等委員会設置会社の取締役の過半数が社外取締役である場合、決議により重要な業務執行の決定を取締役に委任できる。13 第 6 項では監査等委員会設置会社は、取締役会決議により重要な業務執行の決定の全部又は一部を取締役に委任することを定款で定めると定めている。

Adams and Ferreira(2007)は、取締役会の効率性や企業業績と社外取締役比率の最適化について、社外取締役が少ないと取締役会の独立性が低下し、経営者の監督と評価ができないと指摘する。反対に社外取締役が多過ぎると取締役会の独立性は高まるが、内部情報が不足して効率性が下がると指摘、取締役会の独立性と内部情報量にはトレードオフの関係があるとした。Ferreira and Matos(2008)が 27 カ国で株式保有をする機関投資家を対象にした研究では、海外機関投資家や独立系機関投資家の保有割合が 10%上昇すると、ROA が約 8%上昇する半面、設備投資額は約 2%減少する。機関投資家は世界中の企業のモニタリングに寄与していることが検証されており、外部によるモニタリング機能を果たしているともいえる。

(4) 取締役会と社外取締役

取締役会の人員構成について久保(2010)は、日本では経営者交代と ROA との相関は低いと分析した。齋藤・宮島・小川(2016)は、経営者交代の業績感応度を高めるには、社外取締役を少なくとも 3 人の選任が必要であり、2 人以下では規律付け効果が低下すると指摘した。

米国における社外取締役について Gordon(2007)は、社外取締役の比率と企業の業績、株価成長の関係性を調べた実証研究で明確な相関関係が得られていないと指摘する。齋藤(2011)によると日経 500 の上場会社の取締役構成の決定権を経営者が保有している場合、改善が進まない可能性があり、解決策として社外取締役導入の義務付けが必要だと指摘している。

宮島・小川(2012)は、2005 年から 2010 年の東証 1 部上場企業を対象に、取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果を検証し、社外取締役の導入効果が企業特性によって異なること、情報獲得が容易かつ、資本市場の圧力の低い企業を中心に、社外取締役の選任が企業価値を引き上げる可能性が高いにも関わらず、経営者の私的利益のために選任が遅れる企業が存在することを示した。

(5) 日本における上場企業の機関設計

日本における機関設計は、取締役会制度を導入した 1950 年(昭和 25 年)改正商法で、取締役会は業務執行を決定する機関と位置づけたが、取締役の職務執行の監督は明文化されていない。取締役会の監督権限が明記されたのは 1981 年(昭和 56 年)商法改正 260 条 1 項だった。

モニタリング・モデルの実効性が最も高い指名委員会等設置会社が選択されない理由は、後継者指名を社外取締役が過半数の指名委員会に託すこと、役員報酬も社外取締役が過半数の報酬委員会に委ねることへの抵抗感などが考えられる。

監査役会設置会社は、社外監査役が過半数を占める監査役会が監査業務を担う。機関設計上、社外監査役、社外取締役とも 2 人以上が必要だが、指名と報酬の両委員会の設置は

任意であり、監査役会は取締役会での議決権はないが、取締役の職務執行を監査する機関であることから、取締役に対する事業報告請求や会社業務・財産状況調査などの権限を有する。

監査等委員会設置会社は、社外取締役2名以上が必要で、監査等委員会の過半数は社外取締役(会社法第331条第6項)を求める。監査等委員は監査役会設置会社の監査役とは異なり取締役であるため、取締役会の議決権を有する。業務執行役の人事を含む取締役会の議決権や取締役の人事についての株主総会における意見陳述権(会社法第342条の2第4項)の行使を通じた監督が可能である。監査等委員会設置会社でも取締役会の過半数が社外取締役である場合、または定款で定めた場合には、業務に関する決定権限を取締役会から取締役に移譲することで、業務執行の決定を取締役に委任することで執行と監督の分離が明確となり、取締役会は監督機能に注力することができる制度である。

3. 研究方法

(1) 仮説

先行研究は、取締役会における女性取締役のモニタリング効果について、有意な影響を及ぼしている実証結果を報告している。Adams and Ferreira(2009)は、取締役会における女性取締役比率が高い企業は経営者の選解任と株価収益率の関係性が正に有意と指摘する。Srinidhi and Gul and Tsui(2011)も女性取締役が取締役会に参加することは、取締役会のモニタリング機能を改善することによって投資家がより良い収益の質を求めることが可能であるとの分析をまとめている。

また、山本(2014)は、2000年代以降の上場企業における女性活用状況と企業業績を分析した結果、女性の正社員女性比率が30~40%の企業で利益率が顕著に高く、年齢層別では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した。

今後、コーポレートガバナンス・コードで指摘もある中途採用やワーク・ライフ・バランス施策が整っている企業では、女性の活用が企業業績を高めている可能性が示唆された。女性管理職比率は全般的には利益率との明確な関係性は見出せなかったが、中堅企業や中途採用の多い企業、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しており、2023年3月期からの女性管理職比率の開示義務により、新たな尺度としての女性管理職比率と企業価値の相関性も期待される。

以上のように、女性取締役と企業価値との関係を検証したものは多いが、日本における上場企業の機関設計ごとの実証を対象とした研究はほとんど存在していないことから、今回、新規性の研究として監査等委員会設置会社を中心とした仮説を設定し実証分析を実施する。

仮説1 監査役会設置会社、指名委員会等設置会社はコーポレートガバナンス・コードを導入した2018年、2021年改訂により企業価値向上に正の相関がある

仮説 2 監査等委員会設置会社は同機関設計に移行した翌期($t+1$ 期)によりモニタリングが強化され、企業価値向上に正の相関がある

(2) 分析対象

分析対象は、東京証券取引所が公表する時価総額加重型の株価指数であり、同市場第一部の時価総額約 90%弱を占める TOPIX500 を採用した。TOPIX500 を 3 つの機関設計別に分類すると指名委員会等設置会社の導入企業が 38 社(金融を除く)、監査役会設置会社が 327 社(同)、今回の分析対象である監査等委員会設置会社は 133 社(同)である。

機関設計別の区分は 2022 年 9 月 30 日時点における東京証券取引所上場企業のうち、金融・保険業(以下、金融)に属する企業を除くデータを入手した。アドバイザー型の監査役会設置会社からモニタリング型の指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社への機関設計の変更は年々増加しており、2021 年 3 月 31 日に比べ、指名委員会等設置会社は 6 社(金融を除く)増加、監査等委員会設置会社は 41 社(同)増加した反面、監査役会設置会社は 45 社(同)減少した。

監査役会設置会社から 2015 年に導入された監査等委員会設置会社への移行では機関設計の移行により、経営と執行を分離する取締役会になることから、監査等委員会設置会社での実証分析は、同機関設計に移行した期を t_0 期として前後 1 期ずつでの評価とした。同様の考え方は指名委員会等設置会社にも適用できるが、同機関設計は 2003 年に導入されたこと、移行した会社の大多数が 2000 年代に集中していることから、同様の分析手法は用いらず、年度別による実証分析とした。

(3) 分析方法

本稿では松本(2020)の分析手法を参考にして、女性取締役比率と企業価値の関係性を検証するために、女性取締役比率を被説明変数に、トービンの Q や外国人持株比率などを説明変数に用いた回帰式をまとめた。取締役人数のうち女性取締役人数比率を被説明変数とする。説明変数では、企業価値評価として多くの先行研究の実証分析でも頻繁に用いられている ROA、トービンの Q を使用した。ROA は会計情報を基準とした業績指標であり、トービンの Q は株式市場を基準とした評価指標である。

このほか、モニタリング・モデルが先行する欧米諸国の機関投資家によるシグナリング効果が期待出来る指標として外国人持株比率、取締役会における独立した社外取締役との関係性を図るために独立社外取締役比率も採用した。企業業績における Srinidhi and Gul and Tsui(2011)の研究成果である、女性取締役の参画による収益の質などの代理変数として、研究開発費/売上高比率、負債総資本比率、対数変換した総資産額なども採用した。表 2 にて実証分析で用いる変数と定義をまとめた。

分析データはブルームバーグから取得したが、女性管理職比率の基礎データのみ東洋経済新報社の CSR 総覧より入手したが、女性管理職の公表が現時点では任意であるため、

全対象企業のデータ入手は出来ていない。

$$\begin{aligned}
 & \text{女性取締役比率}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_2 \text{トービンの } Q_{i,t} + \alpha_3 \text{外国人持株比率}_{i,t} \\
 & + \alpha_4 \text{独立社外取締役比率}_{i,t} + \alpha_5 \text{研究開発費/売上高比率}_{i,t} + \alpha_6 \text{負債総資本比率}_{i,t} \\
 & + \alpha_7 \text{Log 取締役人数}_{i,t} + \alpha_8 \text{Log 総資産額}_{i,t} + \alpha_9 \text{女性管理職比率}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\
 & i(\text{企業})=1,2,3,\dots,N, t(\text{年、年度})=1,2,3,\dots,T
 \end{aligned}$$

表2 実証分析で用いる変数と定義

変数名	定義
ROE	当期純利益/株主資本
女性取締役比率	女性取締役人数/取締役人数
ROA	当期純利益/総資産
トービンの Q	(株式時価総額+負債総額)/総資産
外国人持株比率	外国人投資家の株式保有数/株式発行数
独立社外取締役比率	独立社外取締役人数/取締役人数
研究開発費/売上高比率	研究開発費/売上高
負債総資本比率	負債/総資本
Log 総資産額	総資産額の対数変換
Log 取締役数	取締役人数の対数変換
女性管理職比率	女性管理職人数/管理職人数

出所：Bloomberg Professional Service、東洋経済新報社 CSR 総覧をもとに筆者作成

仮説検証は、多重共線性の問題を回避するため、最小二乗法(OLS)によって説明変数、コントロール変数の VIF を計測、全変数が 10 以下を条件とした。回帰分析の結果について、回帰モデル内に含まれていない要因が起因となり、誤差項の分散が生じていないか確認するために、誤差項の不均一分散の検討として Breusch-Pagan 検定、誤差項の分散が説明変数に依存するかを被説明変数の予測値を使って間接的に調べる White 検定、分散が等しいかを調べる F 検定を用いた。また、時系列データでは、ある時点の回帰分析の誤差項と、その隣の誤差項が相関している状態をさす系列相関という問題が発生する。この系列相関の検定として自己相関の Durbin-Watson ratio を用いる。頑健な標準誤差によるパラメータ推定値も用いて、分散不均一性を検証した。

(4) 分析結果

仮説 1 の検証では、2017 年から 2022 年を対象期間とした。このうち 2018 年と 2021 年にコーポレートガバナンス・コードが改訂されているが、原則 4-11「取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件」において、2015 年は「多様性」という表現のみであったが、2018 年改訂では「ジェンダーや国際性の面を含む多様性」となり、2021 年改訂で「ジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性」との表現に変更されている。

このことから、2018 年と 2021 年を取締役会の組織設計が変更される可能性が検討出来ることから、2017 年から 2019 年、2020 年から 2022 年を継続的に分析した。

まず、監査役会設置会社を対象にした分析(表 3)では、コーポレートガバナンス・コード

改訂年の 2018 年で外国人持株比率が頑健性チェックを行ったロバスト標準誤差の Model 4 で 10%水準ながら負の有意さが観察された。2019 年の Model 5 は外国人持株比率で同様に 5%水準の有意差を観察した。またロバスト標準誤差の Model 6 では女性管理職比率で 10%水準に負の有意差があった。

2022 年の Model 12 では負債総資本比率において 1%水準で正の有意さが示されたが、女性取締役比率と企業価値を示す ROA、トービンの Q は全期間において、有意水準を確認することが出来ていない。指名委員会等設置会社を対象とした分析(表 4)では、コーポレートガバナンス・コード改訂の 2021 年、Model 22 のみ女性管理職比率で 10%水準に負の有意差を観測することが出来たが、こちらも女性取締役比率と企業価値を示す ROA、トービンの Q は全期間において、有意水準を確認することが出来なかった。

仮説 2 は、監査等委員会設置会社を対象にした分析(表 5)であり、頑健性チェックを行ったロバスト標準誤差では $t-1$ 期、 t_0 期とも独立社外取締役比率以外で有意さは観察されなかったが、Model 30 の $t+1$ 期では、ROA とトービンの Q がともに 10%水準で正に有意な水準となった。これは女性取締役比率と会計情報と株式市場を基にした企業業績に相関性が示されたことであり、女性取締役増員に対するポジティブ効果といえる。また、対数変換した総資産額では 10%水準に正に有意、研究開発費/売上高比率も 5%水準で正に有意さが観察された。この検証から Bennouri and Chtioui and Nagati and Nekhili(2018) がフランス企業を対象にした実証研究と異なり、女性取締役の割合は ROA とトービンの Q を上昇させる。しかし、女性管理職比率との相関関係は確認できなかった。

4. 考察と今後の課題

以上の主要発見事項の結果として、モニタリング・モデルを志向する監査等委員会設置会社は、監査役会設置会社からの移行に際して、経営と執行の分離が実現させるために、コーポレートガバナンス・コードの実効性を高める組織改革を図った可能性がある。今回の実証分析は移行期を t_0 期としているため、Model 30 の結果からモニタリング・モデルの実効性が一時的ながらも機能している可能性を提示するものである。

また、監査役会設置会社を分析した表 3、指名委員会等設置会社の表 4 では特筆すべき実証分析を提示することはできていないが、女性取締役の増員は図られており、Kanter(1977)、Torchia and Calabrò and Huse(2011)の分析した 3 名以上を超えると企業価値向上との相関を示すことが期待できる。同様に女性管理職比率については 3 つの期間設計とも女性取締役比率との相関関係は観測されなかったが、2023 年以降にキャシー・松井(2019)の追加検証を実施していきたい。

本研究の意義は、女性取締役比率や女性管理職比率と監査等委員会設置会社、監査役会設置会社、指名委員会等設置会社を対象とした実証分析である。こうした先行研究は少なく、世界においても同一の株式市場において 3 つの機関設計を採用する国はない。また日本独自の監査役会設置会社から世界で主流のモニタリング・モデルとなる指名委員会等設

置会社、監査等委員会設置会社に移行するケースが増加しており、機関設計別の女性取締役比率と企業価値向上の関係性を提示したことに意義があるといえる。また、監査等委員会設置会社は、モニタリング・モデルとアドバイザー・モデルが混在していることも確認され、更なる理論的検討と交差項を用いた実証分析による追加的検証の余地があるなど、本研究の限界と将来に向けた課題も明らかになった。

表3 監査役会設置会社を対象にした仮説1の実証分析結果

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10	Model 11	Model 12
対象期間	FY2017	FY2017	FY2018	FY2018	FY2019	FY2019	FY2020	FY2020	FY2021	FY2021	FY2022	FY2022
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
ROA	0.131 (0.162)	0.122 (0.157)	0.122 (0.176)	0.122 (0.206)	-0.045 (0.144)	-0.045 (0.145)	0.214 (0.147)	0.214 (0.191)	0.125 (0.140)	0.125 (0.178)	0.116 (0.120)	0.116 (0.146)
トビンのQ	0.034 (0.610)	0.034 (0.750)	0.060 (0.547)	0.060 (0.722)	0.290 (0.449)	0.290 (0.751)	-0.398 (0.314)	-0.398 (0.395)	-0.377 (0.244)	-0.377 (0.427)	0.119 (0.272)	0.119 (0.268)
外国人持株比率	-0.058 (0.042)	-0.058 (0.051)	-0.091 (0.044)	-0.091 (0.051)	-0.089 (0.046)	-0.089 (0.049)	-0.012 (0.050)	-0.012 (0.052)	-0.028 (0.053)	-0.028 (0.054)	-0.055 (0.055)	-0.055 (0.050)
独立社外取締役比率	0.173 (0.061)	0.173 (0.080)	0.219 (0.061)	0.219 (0.068)	0.328 (0.067)	0.328 (0.077)	0.280 (0.071)	0.280 (0.074)	0.331 (0.075)	0.331 (0.082)	0.383 (0.071)	0.383 (0.076)
研究開発売上高比率	-0.190 (0.107)	-0.190 (0.131)	-0.133 (0.111)	-0.133 (0.134)	-0.097 (0.122)	-0.097 (0.132)	-0.053 (0.128)	-0.053 (0.124)	-0.248 (0.132)	-0.248 (0.154)	-0.229 (0.144)	-0.229 (0.183)
負債総資本比率	0.001 (0.001)	0.001 (0.003)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	0.002 (0.003)	0.002 (0.002)	0.003 (0.003)	0.003 (0.004)	0.001 (0.001)	0.001 (0.005)	0.004 (0.002)	0.004 (0.001)
Log 総資産額	0.131 (1.034)	0.131 (1.075)	0.360 (1.030)	0.360 (1.041)	0.527 (1.140)	0.527 (1.104)	0.844 (1.213)	0.844 (1.214)	-0.378 (1.162)	-0.378 (1.256)	0.871 (1.136)	0.871 (1.163)
Log 取締役人数	2.083 (5.150)	2.083 (5.349)	4.298 (4.950)	4.298 (5.058)	2.299 (5.351)	2.299 (5.980)	-7.668 (6.025)	-7.668 (7.165)	-3.318 (5.936)	-3.318 (7.191)	-0.487 (6.233)	-0.487 (7.823)
女性管理職比率	2.083 (5.150)	2.083 (7.241)	0.806 (7.708)	0.806 (8.324)	-7.231 (5.528)	-7.231 (4.239)	-7.704 (6.984)	-7.704 (7.549)	-8.973 (8.356)	-8.973 (10.432)	-4.370 (8.114)	-4.370 (9.239)
定数項	-0.829 (6.368)	-0.829 (6.932)	-3.759 (6.166)	-3.759 (6.171)	-3.045 (6.847)	-3.045 (7.529)	5.985 (7.257)	5.985 (8.332)	6.210 (7.417)	6.210 (8.274)	-2.040 (7.829)	-2.040 (8.840)
N	193	194	201	201	201	208	208	212	212	202	202	202
調整済み R2	0.049	0.051	0.124	0.124	0.124	0.116	0.116	0.101	0.101	0.129	0.129	0.129
F 値	2.091	2.154	4.156	4.156	4.156	4.019	4.019	3.643	3.643	4.308	4.308	4.308
Durbin-Watson ratio	1.723	1.728	1.736	1.736	1.736	1.636	1.636	1.733	1.733	1.810	1.810	1.810
F 検定	11.318	8.646	12.732	12.732	12.732	3.715	3.715	1.659	1.659	4.359	4.359	4.359
Breusch-Pagan 検定	10.797	8.359	12.086	12.086	12.086	3.684	3.684	1.661	1.661	4.299	4.299	4.299
White 検定	67.277	97.442	70.571	70.571	70.571	61.385	61.385	60.125	60.125	69.493	69.493	69.493

(注1) *p<.1 **p<.05 ***p<.01 (注2)カッコ内は標準誤差 (注3)Model2,4,6,8,10,12 はロバスト標準誤差

表 4 指名委員会等設置会社を対象にした仮説 1 の実証分析結果

	Model 13	Model 14	Model 15	Model 16	Model 17	Model 18	Model 19	Model 20	Model 21	Model 22	Model 23	Model 24
対象期間	FY2017	FY2017	FY2018	FY2018	FY2019	FY2019	FY2020	FY2020	FY2021	FY2021	FY2022	FY2022
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
ROA	0.945 [↔] (0.774) [↔]	0.945 [↔] (1.624) [↔]	0.486 [↔] (0.579) [↔]	0.486 [↔] (1.275) [↔]	-0.485 [↔] (0.864) [↔]	-0.485 [↔] (1.225) [↔]	-0.370 [↔] (0.464) [↔]	-0.370 [↔] (0.727) [↔]	-0.026 [↔] (0.379) [↔]	-0.026 [↔] (0.301) [↔]	-0.710 [↔] (0.928) [↔]	-0.710 [↔] (1.013) [↔]
トービンの Q	-7.526 [↔] (6.793) [↔]	-7.526 [↔] (10.632) [↔]	-2.394 [↔] (2.435) [↔]	-2.394 [↔] (14.993) [↔]	-7.375 [↔] (4.958) [↔]	-7.375 [↔] (5.869) [↔]	-0.780 [↔] (1.600) [↔]	-0.780 [↔] (2.593) [↔]	-1.409 [↔] (2.113) [↔]	-1.409 [↔] (2.864) [↔]	3.919 [↔] (3.534) [↔]	3.919 [↔] (4.233) [↔]
外国人持株比率	-0.026 [↔] (0.121) [↔]	-0.026 [↔] (0.313) [↔]	-0.218 [↔] (0.099) [↔]	-0.218 [↔] (0.246) [↔]	-0.216 [↔] (0.140) [↔]	-0.216 [↔] (0.270) [↔]	-0.019 [↔] (0.087) [↔]	-0.019 [↔] (0.126) [↔]	0.118 [↔] (0.106) [↔]	0.118 [↔] (0.108) [↔]	-0.009 [↔] (0.161) [↔]	-0.009 [↔] (0.219) [↔]
独立社外取締役比率	0.170 [↔] (0.148) [↔]	0.170 [↔] (0.297) [↔]	0.266 ^{**} (0.093) [↔]	0.266 ^{**} (0.211) [↔]	0.003 [↔] (0.144) [↔]	0.003 [↔] (0.145) [↔]	0.029 [↔] (0.094) [↔]	0.029 [↔] (0.164) [↔]	0.075 [↔] (0.123) [↔]	0.075 [↔] (0.128) [↔]	-0.976 [↔] (0.049) [↔]	-0.976 [↔] (0.830) [↔]
研究開発費売上高比率	0.071 [↔] (0.555) [↔]	0.071 [↔] (1.076) [↔]	-0.131 [↔] (0.251) [↔]	-0.131 [↔] (0.974) [↔]	-0.131 [↔] (0.251) [↔]	-0.131 [↔] (0.974) [↔]	-0.347 [↔] (0.387) [↔]	-0.347 [↔] (0.726) [↔]	-0.619 [↔] (0.359) [↔]	-0.619 [↔] (0.348) [↔]	-0.976 ^{**} (0.490) [↔]	-0.976 ^{**} (0.490) [↔]
負債総資本比率	-0.044 [↔] (-0.034) [↔]	-0.044 [↔] (-0.216) [↔]	-0.038 [↔] (0.023) [↔]	-0.038 [↔] (0.045) [↔]	-0.177 ^{**} (0.096) [↔]	-0.177 ^{**} (0.111) [↔]	-0.119 [↔] (0.056) [↔]	-0.119 [↔] (0.126) [↔]	-0.103 [↔] (0.063) [↔]	-0.103 [↔] (0.086) [↔]	-0.039 [↔] (0.092) [↔]	-0.039 [↔] (0.119) [↔]
Log 総資産額	2.634 [↔] (3.635) [↔]	2.634 [↔] (7.260) [↔]	5.832 ^{**} (2.104) [↔]	5.832 ^{**} (5.749) [↔]	6.238 [↔] (3.767) [↔]	6.238 [↔] (5.231) [↔]	5.007 ^{**} (2.389) [↔]	5.007 ^{**} (4.428) [↔]	4.086 [↔] (2.713) [↔]	4.086 [↔] (3.952) [↔]	4.230 [↔] (3.963) [↔]	4.230 [↔] (5.407) [↔]
Log 取締役人数	-25.638 [↔] (26.076) [↔]	-25.638 [↔] (26.076) [↔]	-59.633 ^{**} (22.791) [↔]	-59.633 ^{**} (51.939) [↔]	-21.627 [↔] (21.125) [↔]	-21.627 [↔] (28.246) [↔]	-2.114 [↔] (14.914) [↔]	-2.114 [↔] (19.725) [↔]	24.217 [↔] (27.546) [↔]	24.217 [↔] (25.779) [↔]	27.970 [↔] (24.903) [↔]	27.970 [↔] (54.432) [↔]
女性管理職比率	-113.409 [↔] (85.709) [↔]	-113.409 [↔] (85.651) [↔]	-206.69 ^{**} (58.665) [↔]	-206.69 ^{**} (116.490) [↔]	-66.830 [↔] (42.935) [↔]	-66.830 [↔] (68.383) [↔]	-54.191 ^{**} (19.664) [↔]	-54.191 ^{**} (78.528) [↔]	-59.527 ^{**} (26.583) [↔]	-59.527 ^{**} (29.133) [↔]	-52.509 [↔] (31.451) [↔]	-52.509 [↔] (35.855) [↔]
定数項	34.771 [↔] (25.053) [↔]	34.771 [↔] (44.332) [↔]	53.660 [↔] (18.615) [↔]	53.660 [↔] (44.140) [↔]	38.712 [↔] (19.355) [↔]	38.712 [↔] (26.603) [↔]	9.755 [↔] (15.092) [↔]	9.755 [↔] (16.707) [↔]	-20.026 [↔] (18.785) [↔]	-20.026 [↔] (28.366) [↔]	-16.593 [↔] (23.814) [↔]	-16.593 [↔] (57.677) [↔]
N	17	17	15	15	20	20	21	21	22	22	22	22
調整済み R2	0.132 [↔]	0.132 [↔]	0.701 [↔]	0.701 [↔]	0.363 [↔]	0.363 [↔]	0.241 [↔]	0.241 [↔]	0.278 [↔]	0.278 [↔]	0.093 [↔]	0.093 [↔]
F 値	1.270 [↔]	1.270 [↔]	4.641 [↔]	4.641 [↔]	2.203 [↔]	2.203 [↔]	1.705 [↔]	1.705 [↔]	2.013 [↔]	2.013 [↔]	1.239 [↔]	1.239 [↔]
Durbin-Watson ratio	1.388 [↔]	1.388 [↔]	2.979 [↔]	2.979 [↔]	1.982 [↔]	1.982 [↔]	1.900 [↔]	1.900 [↔]	2.013 [↔]	2.013 [↔]	1.737 [↔]	1.737 [↔]
F 検定	0.227 [↔]	0.227 [↔]	0.882 [↔]	0.882 [↔]	0.105 [↔]	0.105 [↔]	0.399 [↔]	0.399 [↔]	5.436 ^{**}	5.436 ^{**}	0.135 [↔]	0.135 [↔]
Breusch-Pagan 検定	0.254 [↔]	0.254 [↔]	0.954 [↔]	0.954 [↔]	0.115 [↔]	0.115 [↔]	0.432 [↔]	0.432 [↔]	4.702 ^{**}	4.702 ^{**}	0.147 [↔]	0.147 [↔]
White 検定	17.000 [↔]	17.000 [↔]	15.000 [↔]	15.000 [↔]	21.000 [↔]	21.000 [↔]	21.000 [↔]	21.000 [↔]	22.000 [↔]	22.000 [↔]	22.000 [↔]	22.000 [↔]

(注 1) *p<.1 **p<.05 ***p<.01 (注 2)カッコ内は標準誤差 (注 3)Model 14,16,18,20,22,24 はロバスト標準誤差

表5 監査等委員会設置会社を対象にした仮説2の実証分析結果

	Model 25	Model 26	Model 27	Model 28	Model 29	Model 30
対象期間	t-1期	t-1期	t0期	t0期	t+1期	t+1期
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
ROA	0.134 (0.180)	0.134 (0.244)	0.126 (0.106)	0.126 (0.175)	0.297** (0.126)	0.297* (0.153)
トービンのQ	1.647 (1.616)	1.647 (2.769)	-7.230 (1.073)	-7.230 (1.076)	3.400*** (0.879)	3.400* (3.129)
外国人持株比率	-0.810 (0.490)	-0.810 (0.077)	0.066 (0.430)	0.066 (0.630)	-0.053 (0.077)	-0.053 (0.142)
独立社外取締役比率	0.187*** (0.540)	0.187** (0.078)	0.242*** (0.460)	0.242*** (0.570)	0.394*** (0.066)	0.394*** (0.870)
研究開発費/売上高比率	-0.070 (0.980)	-0.070 (0.226)	-0.150 (0.125)	-0.150 (0.159)	-0.580*** (0.298)	-0.580*** (0.269)
負債総資本比率	-0.002 (0.008)	-0.002 (0.020)	0.020 (0.010)	0.020 (0.016)	0.013 (0.011)	0.013 (0.016)
Log 総資産額	-1.900 (1.473)	-1.900 (1.961)	-0.149 (1.355)	-0.149 (1.323)	5.458** (2.138)	5.458* (3.082)
Log 取締役人数	0.361 (4.698)	0.361 (4.260)	4.452 (4.832)	4.452 (4.710)	-1.280 (7.889)	-1.280 (10.087)
女性管理職比率	-19.496** (11.082)	-19.496 (11.535)	-14.867 (11.006)	-14.867 (8.698)	-15.787 (16.310)	-15.787 (12.230)
定数項	2.838 (5.956)	2.838 (7.559)	-6.903 (6.358)	-6.903 (6.506)	-20.575 (8.853)	-20.575 (8.442)
N	42		62		56	
調整済みR2	0.350		0.335		0.578	
F値	3.465		4.417		9.360	
Durbin-Watson ratio	1.767		1.930		2.053	
F検定	15.894***		4.486**		9.997***	
Breusch-Pagan検定	11.943***		4.295**		8.748***	
White検定	42.000***		52.476		55.672	

(注1) *p<.1 **p<.05 ***p<.01 (注2)カッコ内は標準誤差 (注3)Model 26,28,30はロバスト標準誤差

【参考文献】

- 伊藤正晴(2016)「ESG の主要要因とポートフォリオリターン」『月刊資本市場』 No.375,pp.14-22.
- 神田秀樹・山中利晃(2016)「監査等委員会設置会社の現状と課題」『ジュリスト』 No.1495, 有斐閣, pp.27-32.
- 神田秀樹(2021)『会社法〔第23版〕』弘文堂.
- キャシー・松井(2019)「ウーマノミクス 5.0 : 20年目の検証と提言～前進しつつも、改善余地は未だ大きい～」『月刊資本市場』 No.406,pp.4-19.
- 久保克行(2010)『コーポレート・ガバナンス 経営者の交代と報酬はどうあるべきか』日本経済新聞出版.
- 久保克行・内々崎茂・鈴木啓介・中川和哉・山内浩嗣・瀬古進・霧生拓也(2021)「日本企業のトップマネジメントチーム・取締役改革の方向性」『旬刊商事法務』 No.2253,pp.36-46.
- 齋藤卓爾(2011)「日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果」宮島英昭編著『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社.
- 齋藤卓爾・宮島英昭・小川亮(2016)「企業統治制度の変容と経営者の交代」『RIETI Policy Discussion Paper Series』 16-J-39, pp.1-39.
- 佐々木隆文(2019)「ESG 投資：男女不均等と経営リスク」『年金ストラテジー』 Vol.282,pp.1-3.
- 松本守(2020)「日本企業における女性取締役の導入効果に関する実証分析-女性取締役の導入は企業パフォーマンスの改善に寄与するの-」『産業経理』 Vol.80 (2),pp.78-93.
- 宮島英昭・小川亮(2012)「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか? : 取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果」『RIETI Policy Discussion Paper Series』 12-P-13, pp.1-46.
- 山田仁一郎・好川透(2021)「..... 経営者による企業統治の監視中和化のメカニズム:女性取締役選任の先行要因の質化比較分析」『組織科学』 Vol.55(2),pp.31-47.
- 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-16,pp.1-26.
- Adams,R.B.and D.Ferreira(2007)“A theory of friendly boards”,*The journal of finance* 62(1),pp.217-250.
- Adams,R.B.and D.Ferreira(2009)“Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance”,*Journal of Financial Economics* 94, pp.291-309.
- Bennouri,M., T.Chtioui and H.Nagati and M.Nekhili(2018) Female Board Directorship and Firm Performance, *Journal of Banking & Finance* 88, 267-291.
- Carter,D.A., F.D'Souza and B.J.Simkins and W.G Simpson,W.G(2010)“The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance”, *Corporate Governance: An International Review*18(5),pp.396-414.

- Eisenberg, M. (1975) "Legal Models of Management Structure in the Modern Corporation: Officers, Directors, and Accountants", *California Law Review*, Vol. 63(2), pp. 375-439.
- Ferreira, M. and P. Matos (2008) "The Colors of Investors' Money", *Journal of Financial Economics* Vol. 88, pp. 499-533.
- Gordon, J. N. (2007) "The Rise Of Independent Directors in the United States. 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices", *Stanford Law Review*, Vol. 59(6), pp. 1465-1568.
- Kanter, R. (1977) *Men and women of the corporation* New York: Basic Books (高井葉子訳「企業の中の男と女」, 生産性出版)
- Marinova, J., J. Plantenga and C. Remery (2016) "Gender diversity and firm performance: evidence from Dutch and Danish boardrooms", *The International Journal of Human Resource Management* 27(15), pp. 1777-1790.
- Schwartz-Ziv, M. (2017) "..... Gender and Board Activeness: The Role of a Critical Mass", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 52(2), pp. 751-780.
- Srinidhi, B., F. A. Gul and J. Tsui (2011) "..... Female Directors and Earning Quality" (<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1911-3846.2011.01071.x>), *Contemporary Accounting Research* 128(5), pp. 1610-1644.
- Srinidhi, B., Y. Sun and H. Zhang and S. Chen (2020) "How Do Female Directors Improve Board governance? A Mechanism Based on Norm Changes" (<https://drive.google.com/file/d/1X45kWG5NxjWj9fRH1wtQnBKdTvJxCl/view>), *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 16, pp. 100-118.
- Torchia, M., A. Calabrò and M. Huse (2011) "Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass" (<https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/s10551-011-0815-z.pdf>), *Journal of Business Ethics*, 102, pp. 299-317.

【資料】

- 金融庁(2022)「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案について (<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20221107/20221107.html>), 2022.11.7.
- McKinsey & Company (2017) "Women Matter: Ten Years of Insights into Gender Diversity" (<https://www.mckinsey.com/featured-insights/gender-equality/women-matter-ten-years-of-insights-on-gender-diversity>), 2022.12.29
- OECD (2021) "Gender wage gap" (<https://www.oecd.org/tokyo/statistics/gender-wage-gap-japanese-version.htm>), 2022.12.31.