

## 上場企業の機関設計における女性取締役比率と

### 企業価値(Tobin's Q、ROA)の関係性

阿部 紳史<sup>1</sup>

## The Relationship between the Ratio of Female Directors and Corporate Value (Tobin's Q, ROA) in the Institutional Design of Listed Companies

ABE Shinji

### Abstract

In August 2023, the Tokyo Stock Exchange (TSE) set a target of increasing the ratio of female directors (including directors, corporate auditors, executive officers, executive managing officers, or equivalent positions) to 30% or higher by 2030, which requires further promotion of women in corporate activities and enhancement of corporate value. In this study, we conducted an empirical analysis on the ratio of female directors and female managers against corporate value evaluation based on the type of institutional design of listed companies, and found that Tobin's Q is positively significant after the transition to a company with an audit committee system (t+1 period), and the same significance was found in an additional test using a dummy valuable for the 10% ratio of female directors.

### 1. はじめに

#### (1) 研究の背景

内閣府男女共同参画局(2023)は「女性活躍・男女共同参画の重点方針」(女性版骨太の方針)において、東京証券取引所プライム市場へ上場する企業は 2025 年をめぐりに女性役員を最低 1 人選任するよう促し、東京証券取引所(2023)<sup>2</sup>は「有価証券上場規程第 445 条の 7,別添 2」において、女性役員(取締役、監査役、執行役、執行役員又はそれに準じる役職者を含む)比率を 2030 年までに 30%以上とする目標を掲げた。

<sup>1</sup> 昭和女子大学現代ビジネス研究所 研究員

<sup>2</sup> 東証上場規則第 445 条の 7「プライム市場の上場内国会社における女性役員の選任については別添 2『プライム市場の上場内国会社における女性役員比率に係る数値目標の設定等』で定める」。別添 2「1. 2025 年を目途に女性役員を 1 名以上選任するよう努める。2.2030 年までに女性役員の比率を 30%以上とすることを旨とする。3.当取引所は上記の目標を達成するための行動計画の策定を推奨する。※上記の女性役員には、取締役、監査役、執行役、執行役員又はそれに準じる役職者を含むことができる」。

経済産業省(2023)は「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」にて、企業価値の定義を「企業価値とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいい、概念的には、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和である」とした。

この企業価値を高めるため、経済産業省は、人的資本を活用した経営について、人材を資本と捉え、その価値を最大限に引き出して、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付けている。金融庁(2023)は「企業内容等の開示に関する内閣府令等の改正」で、2023年3月期決算の企業から適用すると公表した。

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った。同補充原則2-4①で「女性・外国人・中途採用者の管理職への登用など中核人材の登用など多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示し、開示すべき」と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

2021年に改訂したコーポレートガバナンス・コードでは、取締役会の実効性確保に向けて原則4-11で「ジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性と適正規模を両立される形で構成」と、2018年改訂に比べて具体的な表現が加わり、一層の企業価値向上に結びつくことが期待される。

女性取締役にに関する行使基準について、議決権行使助言会社のグラスルイスは、「多様な性別」の役員(取締役、監査役、指名委員会等設置会社の執行役)が不在の場合、監査役会設置会社と監査等委員会設置会社は会長、指名委員会等設置会社は指名委員会委員長の再任の反対を助言するとしている。

また、東京証券取引所の最上位市場、プライム市場の上場会社では、「少なくとも10%以上」の性別の多様性を求め、基準も従来の固定数値方式から割合方式に変更した。ISSは株主総会後の取締役会に女性取締役が1名もない場合は、経営トップである取締役に対して反対を推奨する基準を導入している。

OECD(2021)が2022年に37カ国を対象に実施した女性取締役比率は各国によって制度は異なるが、日本が15.5%、米国31.3%、英国40.9%、フランス45.2%と大きな乖離がある。同様に女性管理職比率も乖離がある(表1)。

以上のような背景から、2023年度から本格化する人的資本開示を前に、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をすることで、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。

表1 女性取締役比率と女性管理職比率の国際比較(2019年から2023年)

国	女性取締役目標	女性取締役比率				女性管理職比率			
		2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
日本	30%(目標)	8.4%	10.7%	12.6%	15.5%	14.7%	13.1%	13.2%	12.9%
米国	少なくとも1名(義務)	26.1%	28.2%	29.7%	31.3%	40.7%	41.1%	41.4%	41.0%
英国	33%(目標)	32.6%	34.7%	37.8%	40.9%	36.8%	**	**	**
フランス	40%(クオータ制)	45.3%	45.1%	45.3%	45.2%	34.7%	35.5%	37.8%	39.9%
ドイツ	30%(クオータ制)	35.6%	36.3%	36.0%	37.2%	29.4%	28.9%	29.2%	28.9%
韓国	少なくとも1名(義務)	3.3%	4.9%	8.7%	12.8%	15.4%	15.6%	16.3%	14.6%

出所) OECD.Stat(2023年9月18日閲覧) ※日本は2030年までに女性役員(取締役、監査役、執行役、執行役員又はそれに準じる役職者を含むことができるものとする)比率を30%以上(OECD基準では、女性役員は「取締役」「監査役」に限定)。米国はNASDAQでは上場規程において役員に対するクオータ制を制度化、「女性」「人種マイノリティーやLGBTQ+」を少なくとも1名以上選任。

## 2. 先行研究

### (1) 女性取締役の導入効果と法制度

金融庁(2014)「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部改正」は有価証券報告書などにおいて各企業の役員(取締役、会計参与、監査役、執行役、これらに準ずる者)の男女別人数、女性比率の記載を義務付けた。内閣府男女共同参画局(2015)は「男女共同参画基本計画」で2020年までに上場企業役員に占める女性の割合10%、および女性管理職比率30%との目標を設置したが未達成に終わっている。また同年の会社法改正は監査等委員会設置会社を創設した。

同機関設計は3人以上の取締役で構成する監査等委員会を設置し、その過半数を社外取締役とする機関で、職務執行の監査を行い、また、業務執行者を含む取締役の選任や報酬に関して株主総会における意見陳述権を有するほか、社外取締役の要件の厳格化をした。2016年の女性活躍推進法は、開示情報の1つに役員(取締役、会計参与、監査役、その職務の内容及び責任の程度が役員に相当する者)に占める女性の割合を定めた。また2021年の会社法改正では「社外取締役を1名以上」確保しなければならない(第437条の2)とした。

国際比較では、World Economic Forum(2020,2021,2022,2023)のThe Global Gender Gap Reportが示すジェンダーギャップ指数(表2)でも、日本は米国や英国に比べて順位が低い。欧州議会(2022)は「上場企業取締役のジェンダーバランスを改善する2022年11月23日付の欧州議会及び理事会指令」を制定し、上場企業の「非業務執行取締役の40%以上」もしくは「全取締役の33%以上」の女性登用を事実上義務付けた。

表2 日米英のジェンダーギャップ指数比較(2020年-2023年)

	2020		2021		2022		2023		差(2020-23)	
英国	21位	0.767	23位	0.775	22位	0.78	15位	0.792	+6位	0.025
米国	53位	0.724	30位	0.763	27位	0.769	43位	0.748	+10位	0.024
日本	121位	0.652	121位	0.656	122位	0.65	125位	0.647	-4位	-0.01

出所: World Economic Forum (2020,2021,2022,2023) The Global Gender Gap Report.

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。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 3 にまとめた。Srinidhi and Gul and Tsui(2011)は取締役会に女性が参画することでモニタリング機能を改善して収益の質を高めるとした。

Srinidhi and Sun and Zhang and Chen(2020)は、女性取締役を有する取締役会は優れたガバナンスの質を高めるが、多くの取締役会は女性取締役が少数であり、取締役会の決定に効果を発揮していないと分析したが、女性取締役は取締役会の議論とガバナンスを改善することを示した。組織における女性の占める割合を研究した Kanter(1977)は、女性従業員の比率が少ないときは本人の能力よりも「女性」との理由で評価が決まり、比率が高まるにつれて本人の「能力」が評価されるようになる。少数ではトークン(象徴)を脱せず、機能させるには比率を意図的に引き上げる必要があり、その目安(閾値)は 35%程度だと指摘する。

Torchia and Calabrò and Huse(2011)はノルウェーの 317 社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イノベーションレベルを向上させることを示した。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。

表 3 日本の上場企業が選択する機関設計別の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	2023
指名委員会等設置会社	34	6.26%	5.64%	7.38%	9.13%	10.33%	12.15%	10.39%
監査等委員会設置会社	94	4.97%	4.70%	7.59%	10.16%	12.28%	14.97%	15.30%
監査役会設置会社	334	5.03%	5.36%	7.70%	9.85%	12.13%	13.73%	12.41%
女性管理職比率	n	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
指名委員会等設置会社	34	6.04%	7.24%	7.80%	7.37%	7.94%	8.90%	8.47%
監査等委員会設置会社	94	3.86%	4.16%	4.69%	5.70%	5.50%	6.09%	7.34%
監査役会設置会社	334	5.25%	5.74%	6.60%	9.26%	9.94%	10.41%	7.84%

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

Adams and Ferreira(2009) は、米国の S&P500 など 1939 社を対象に、1996 年から 2003 年までの女性取締役比率と Tobin's Q、ROA の相関について実証した結果、統計的に有意な正の相関は観察できず、反対にやや弱い負の相関があるとした。株主権利が弱い会社はジェンダーとダイバーシティの取締役が正の影響を及ぼし、取締役のモニタリング機能を増加させて企業価値を向上するとの分析をまとめた。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 Tobin's 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 Tobin's Q、ROA の関係を分析し、統計的に有意な相関が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 Tobin's 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 Tobin's Q は平均 2.671 倍と女性取締役が不在の企業の平均 2.085 倍を上回った。小池 (2017) は日経 225 銘柄を対象に 2009 年度から 2015 年度で、2 元配置の固定効果推定を実施したところ、女性役員登用は ROA との有意差はなく、Tobin's Q は正に有意さが実証されている。宮崎 (2017) は日本企業 124 社について、2009 年～2015 年の女性取締役と ROA の関係を分析したが、有意な関係はないとした。ただ、対象企業のほとんどが女性取締役の登用が 1 名であり、企業経営に大きな影響を与えることは難しいと結論付けている。

大野 (2020) は東証一部上場かつ従業員 1 千人以上で女性役員比率 30%以上の 3 条件を満たす企業を抽出し、2014 年から 2018 年までの株価、ROE を分析した結果、女性役員比率が 30%以上の企業の株価と ROE は日経平均や東証大型株を大きくアウトパフォームしたことを分析した。松田 (2020) は取締役会におけるダイバーシティと投資の意思決定の影響および株価への影響を実証した結果、女性社外取締役は、ROA には影響を与えないが、株価評価との間には正の有意さがあると結論づけている。キャシー・松井(2019)は女性管理職比率を開示している日本の上場企業 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、Tobin's 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)<sup>3</sup>が可能となり、モニタリング・モデルが実現する。

Nguyen and Nielsen(2010)は、モニタリング・モデルに関わる実証研究は社外取締役の導入により企業価値、業績、経営者交代が増えるなど社外取締役の有効性を示すものが多いと指摘する。日本企業に関する研究でも、宮島・小川(2012)、斎藤(2011)は社外取締役を活用したモニタリング・モデルが企業価値向上に寄与すると報告している。

Adams and Ferreira(2007)は、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

---

<sup>3</sup> 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ことができると定めている。

があるとした。株主と経営者間の情報の非対称性について Hermalin and Weisbach(1998) は、CEO と取締役会の相互作用を分析した結果、CEO は企業業績が悪いと交代する傾向が高く、特に取締役会の独立性が高い場合に解任される傾向を示した。

#### (4) 取締役会と独立社外取締役

Cadbury(1992)は、取締役会で独立社外取締役の能力を発揮するには少なくとも 3 人以上の選任が必要であるとし、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、社外取締役について、経営者交代の業績感応度を高めるには、2 人以下は規律付け効果が低下すると指摘した。Fauver, Hung, and Taboada(2017) は、1990 年から 2012 年の間に行われた 41 カ国における法改正や CG コード導入による取締役会改革の効果を分析し、取締役の独立性を高める改革が平均的に企業価値を向上させていると報告した。

Denis and Denis(1995)は、CEO の交代後に会社の業績が改善することを分析、社長の選解任を通じた取締役会による規律付けが機能していることを示唆する。Borokhovich, Parrino, and Trapani(1996)は取締役会で社外取締役が過半数を占める場合、会社の業績悪化に際して社長を交代させる可能性が高いことを示した。

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。

森川(2019)は、社外取締役の増員が翌期と翌々期の ROA や生産性の変化作用を分析し、コーポレートガバナンス改革により上場企業は、急速に社外取締役の登用および増員を実施したが、積極的な投資やリスクを負った行動を促した証拠はなかったと指摘する。

#### (5) 日本における上場企業の機関設計

取締役会制度を導入した 1950 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。業務執行や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

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、Adams and Ferreira(2009)は、取締役会で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)は女性取締役が取締役会のモニタリング機能を改善すること、山本(2014)は、2000 年代以降の上場企業の女性活用と企業業績について、女性正社員比率が 30~40%の企業で利益率が最も高く、年齢別では 30 歳代の女性正社員比率が高いほど利益率が向上していることを示した。

また、阿部(2023)では監査等委員会設置会社において移行期の  $t_0$  期で女性取締役比率と ROA、Tobin's Q とともに正に有意であることを実証した。今後、CG コード補充原則 2-4①で指摘する多様性の確保などが要されており、2023 年 3 月期より始まった女性管理職比率の開示義務により、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、阿部(2023)の実証研究に 2022 年度分の分析期間を加えた、新規性の研究として仮説を設定し実証分析を実施する。

*仮説 1 取締役会の意思決定機能を重視しつつ監督機能強化を志向する監査役会設置会社はコーポレートガバナンス・コード改訂により企業価値向上に正の相関が生じる*

*仮説 2 取締役会の監督特化を志向する指名委員会等設置会社はコーポレートガバナンス・コードの改訂により企業価値向上に正の相関が生じる*

*仮説 3 取締役会の監督特化を志向する監査等委員会設置会社は同機関設計に移行した翌期にモニタリング機能が強化され企業価値向上に正の相関が生じる*

#### (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

(現・プライム市場)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 41 社(東証 33 業種分類のうち銀行業、証券・商品先物取引業、保険業、その他金融業を除く。以下、金融・保険業)、監査役会設置会社が 227 社(同)、今回の分析対象である監査等委員会設置会社は 139 社(同)である。機関設計別の区分は 2023 年 5 月 31 日時点における東京証券取引所上場企業のうち、金融・保険業を除くデータを入手した。取締役会が経営と執行を決定する監査役会設置会社から、経営と執行を分離する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いる。

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)を参考に実証した阿部(2023)の分析手法を用いて、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、Tobin's Q や外国人持株比率(FRGN)、女性管理職比率(FEMA)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(FEDIR)を被説明変数とする。

説明変数では、企業価値評価として会計情報を基準とした業績指標の ROA、株式市場を基準とした評価指標の Tobin's Q を採用している。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(INDDIR)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、女性取締役参画による収益の質などの代理変数として、R&D 比率(R&D)、負債総資本比率(DEBT)、対数変換した総資産額(LnTOAS)、同取締役数(LnDIR)なども採用した。表 4 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。

仮説 1 から仮説 3 の回帰式

$$\begin{aligned} \text{FEDIR}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_2 \text{Tobin's Q}_{i,t} + \alpha_3 \text{FRGN}_{i,t} + \alpha_4 \text{INDDIR}_{i,t} \\ & + \alpha_5 \text{R\&D}_{i,t} + \alpha_6 \text{DEBT}_{i,t} + \alpha_7 \text{LnTOAS}_{i,t} + \alpha_8 \text{LnDIR}_{i,t} + \alpha_9 \text{FEMA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

$i(\text{企業})=1,2,3,\dots,N, t(\text{年度、期})=1,2,3,\dots,T$



表 4 実証分析で用いる変数と定義

変数		定義
女性取締役比率	FEDIR	女性取締役人数／取締役人数
ROA	ROA	当期純利益／総資産
Tobin's Q	Tobin's Q	(株式時価総額+負債総額)／総資産
外国人持株比率	FRGN	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	INDDIR	独立社外取締役人数／取締役人数
R&D 比率	R&D	研究開発費／売上高
負債総資本比率	DEBT	負債／総資本
Ln 総資産額	LnTOAS	総資産額の対数変換
Ln 取締役数	LnDIR	取締役人数の対数変換
女性管理職比率	FEMA	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、VIF は 10 以下を条件とした。回帰分析の結果について、内生性により誤差項の分散が生じないか確認するために、Breusch-Pagan 検定、White 検定、F 検定、系列相関の検定として自己相関の Durbin-Watson ratio を実施した。また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

紙面の都合で監査役会設置会社（仮説 1）と指名委員会等設置会社（仮説 2）の実証結果表は割愛するが、仮説 1 の監査役会設置会社を対象にした実証は、会計情報に基づく企業収益性の評価となる ROA は相関なし、市場による企業価値評価の Tobin's Q も相関なしであり、以上の結果から、仮説は棄却された。コーポレートガバナンス・コード改定の FY2018 で外国人持株比率は負に 10% 有意であった。仮説 2 の指名委員会等設置会社を対象にした実証でも ROA、Tobin's Q も相関なしとなり本仮説も棄却された。コーポレートガバナンス・コード改定の FY2021 では負債比率が負に 10% 有意だった。

仮説 3 の監査等委員会設置会社を対象にした実証(表 5)では、ROA は相関が観察されなかったが、Tobin's Q は移行期の t0 期(Model 2)で正に 1% 有意、t+1 期(Model 3)と t+2 期(Model 4)で正に 5% 有意となり、Tobin's Q で企業価値向上に正の相関が生じる検証結果が得られ、仮説は一部ながら支持された。

しかし、議決権行使助言会社のグラスルイスが求める「プライム市場の上場会社：『少なくとも 10% 以上』」、機関投資家の野村アセットマネジメントが求める「10% 以上」を基準としていることから、有意さが観察された仮説 3 の監査等委員会設置会社について、被説明変数を「女性取締役比率 10% 以上とするダミー変数」として生成し、Tobit モデルを用いた追加検証(表 6)した。仮説 3 の追加検証の結果、会計情報に基づく企業収益性の評価の

ROA は相関がなかったが、市場による企業価値評価の Tobin's Q は t0 期(Model 7)が正に 10%有意、引き続き t+1 期(Model 8)と t+2 期(Model 9)は正に 10%有意となり、有意さが観察された。このほか、対数変換した取締役数(規模)は、移行後の t+1 期(Model 8)で正に 10%有意、t+2 期(Model 9)では正に 5%有意となり、監査等委員会設置会社の移行により、取締役会の規模と女性取締役との割合に変化が生まれ有意さが観察できた。

対数変換した総資産は t+1 期(Model 8)が正に 5%有意、t+3 期(Model 10)が正に 10%有意、外国人持ち株比率も t+3 期(同)で正に 10%有意さとなるなど、監査等委員会設置会社への移行が市場による企業価値評価以外にも取締役規模や外国人の機関投資家との有意さが観察できた。これにより、監査等委員会設置会社への移行は女性取締役比率と企業価値(Tobin's Q)との関係性に有意さをもたらした。

しかし、女性取締役比率と女性管理職比率との間に、相関性を観察することは出来なかった。企業における女性管理職比率は上昇しているが、取締役会の構成は内部昇格者ではなく社外取締役であることが考えられる。東京証券取引所(2023)で女性役員(取締役、監査役、執行役、執行役員又はそれに準じる役職者を含む)比率を 2030 年までに 30%以上とする目標を掲げており、企業は 2030 年を目標に執行役員を含む役員を増やし、企業における女性の活躍と企業価値の向上が期待される。

#### 4.考察と今後の課題

以上の主要発見事項の結果として、モニタリング機能を志向する監査等委員会設置会社は、経営と執行の分離がさせて企業価値を高めていることが分かった。女性取締役比率は Kanter(1977)の示した割合に達していないが、一定の作用をしていることを示した。

今回、更なる追加検証として、被説明変数を ROA、Tobin's Q とした実証も実施したが、Tobin's Q のみ女性取締役比率と t0 期(Model 7)で正に 10%有意、t+1 期(Model 8)で正に 5%有意が観察されている。太田・向(2021)は女性役員を対象にした実証結果で「未だトークン(象徴)の域を出ていない」と指摘する。本研究でも同様に会計情報の ROA の有意さが観察出来なかったことは、女性取締役が CG コードの要請に基づき取締役会メンバーに参画しているため、Tobin's Q では有意さがある、すなわちトークンの域を出ていない可能性を示唆している。女性管理職比率との関係性は観察されていないが、1985 年の男女雇用機会均等法から 38 年、2015 年の女性活躍加速のための重点方針から 18 年が経過しており、企業において女性管理職比率は 13%程度になっており、今後更なる比率上昇が期待される。

本研究は、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の先行研究は少なく、また監査役会設置会社からモニタリング機能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企業が増加しており、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は意義がある研究と考察する。監査等委員会設置会社は、モニタリング機能とアドバイザー機能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 5 監査等委員会設置会社を対象にした仮説 3 の実証分析結果

Model	1	2	3	4	5
被説明変数	女性取締役比率				
対象期	t-1 期	t 0 期	t+1 期	t+2 期	t+3 期
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
Intercept	-0.642 (36.505)	-2.050** (15.390)	-1.602 (15.414)	-0.718 (20.883)	-1.196 (20.564)
ROA	-0.695 (0.783)	-0.723 (0.261)	-0.913 (0.391)	-0.889 (0.377)	-0.364 (1.006)
Tobin's Q	0.861 (3.168)	3.247*** (0.586)	2.489** (0.921)	2.091** (0.778)	1.074 (1.892)
FRGN	0.191 (0.127)	0.787 (0.080)	-0.083 (0.084)	-1.533 (0.063)	-1.982* (0.085)
INDDIR	2.822*** (0.128)	3.707*** (0.091)	1.611*** (0.081)	1.415 (0.084)	1.540 (0.081)
R&D	0.209 (1.106)	-0.269 (0.378)	-0.328 (0.606)	0.174 (0.281)	-0.545 (0.487)
DEBT	-0.169 (0.102)	0.693 (0.052)	0.222 (0.056)	-0.237 (0.074)	-0.555 (0.124)
LnTOAS	0.656 (2.125)	0.781 (1.070)	1.731* (1.085)	1.425 (1.870)	1.834* (1.857)
LnDIR	0.078 (6.008)	1.635 (3.815)	-0.056 (3.560)	-1.015 (5.307)	-0.595 (5.834)
FEMA	-0.577 (48.787)	-0.573 (20.222)	0.426 (32.644)	-0.400 (43.808)	-1.245 (32.084)
N	51	68	70	55	47
調整済み R <sup>2</sup>	0.227	0.349	0.126	0.063	0.074
F 値	2.634**	4.999***	2.106**	1.406	1.407
Durbin-Watson ratio	2.128	1.754	1.855	1.961	2.279
F 検定	7.882***	3.342*	5.742**	4.455**	8.752***
Breusch-Pagan 検定	7.067***	3.277*	5.451***	4.264**	7.653***
White 検定	51.000	54.366	54.687	55.000	47.000

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

表 6 監査等委員会設置会社を対象にした仮説 3 の追加検証(女性取締役比率 10%ダミーを被説明変数) 実証分析結果

Model	6	7	8	9	10
被説明変数	女性取締役比率ダミー(比率 10%以上を 1、同以下を 0)				
対象期	t-1 期	t 0 期	t+1 期	t+2 期	t+3 期
推定方法	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit
Intercept	0.043 (7.685)	5.587 (5.122)	3.335 (4.712)	0.217 (5.536)	1.231 (6.873)
ROA	3.315* (0.130)	0.197 (0.077)	0.073 (0.012)	1.184 (234.000)	0.445 (0.134)
Tobin's Q	1.176 (0.396)	2.765* (0.019)	1.403* (0.278)	1.903* (0.234)	0.657 (0.313)
FRGN	0.458 (0.037)	1.018 (0.027)	0.504 (0.025)	1.903 (0.034)	3.446* (0.044)
INDDIR	10.805*** (0.057)	7.596*** (0.003)	4.508** (0.022)	2.145 (0.028)	3.637* (0.033)
R&D	1.14 (0.137)	0.337 (0.097)	0.377 (0.083)	0.003 (0.085)	0.700 (0.116)
DEBT	0.068 (0.020)	0.809 (0.016)	0.270 (0.210)	0.096 (0.026)	0.025 (0.026)
LnTOAS	0.245 (0.473)	2.168 (0.331)	5.063** (0.373)	1.496 (0.448)	3.427* (0.534)
LnDIR	0.28 (1.607)	0.455 (1.285)	3.491* (1.195)	5.822** (1.718)	1.960 (1.959)
FEMA	0.140 (10.112)	0.082 (6.899)	0.056 (5.961)	0.744 (14.661)	1.023 (10.206)
N	51	68	70	55	47
マクファーデンの疑似 R <sup>2</sup>	0.182	0.153	0.248	0.208	0.443
対数尤度	73.983*	79.083	52.274**	42.294	38.042***

(注 1) \*p<.1 \*\*p<.05 \*\*\*p<.01 (注 2)カッコ内は標準誤差

## 【参考文献】

- 阿部紳史(2023)「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」『昭和女子大学 現代ビジネス研究所紀要(2022年度)』1-15頁。
- 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』第375号14-22頁。
- 大野威(2020)「女性役員登用の国際比較および女性役員と企業業績・株価の関係」『立命館産業社会論集』第55巻第4号1-20頁。
- 太田浩司・向真央(2021)「女性役員が負債コストに与える影響の実証研究」『証券経済学会年報』第56号3-30頁。
- 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』第406号4-19頁。
- 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』日本経済新聞出版社。
- 小池裕子(2017)「女性役員の登用と企業業績の関係」『異文化経営研究』第14号45-55頁。
- Siegel, J., and 児玉直美(2011)「日本の労働市場における男女格差と企業業績」『RIETI Discussion Paper Series』11-J-073,1-32頁。
- 松本守(2020)「日本企業の取締役会における女性取締役の登用は本当に企業パフォーマンスを引き上げるのか?」『商経論集』第54巻第1・2・3・4号69-82頁。
- 松田千恵子(2020)「ボード・ダイバーシティは投資意思決定に影響を与えるのか?」『異文化経営研究』第17号63-78頁。
- 宮崎正浩(2017)「企業における女性の活躍度と業績の関係」『跡見学園女子大学マネジメント学部紀要』第24号25-42頁。
- 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」『RIEIT Discussion Paper Series』14-J-16,1-26頁。
- Adams,R.B.and D.Ferreira(2007),”A theory of friendly boards”, *Journal of finance*,Vol.62,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*, Vol.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*, Vol88, pp.267-291.
- Carter,D.A., F.D’Souza and B.J.Simkins and W.G.Simpson(2010),”The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance”, *Corporate Governance: An International Review*,Vol.18,pp.396-414.
- Kanter,R.(1977),”Men and women of the corporation”,高井葉子,訳『企業の中の男と女』,生産性出版。
- Marinova,J.,and J.Plantenga and C.Remery(2016),”Gender diversity and firm

- performance evidence from Dutch and Danish boardrooms”, *The International Journal of Human Resource*, Vol.27, No.15, pp.1777-1790.
- Schwartz-Ziv, M.(2017),”Gender and Board Activeness: The Role of a Critical Mass”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.52, No.2, pp.751-780.
- Srinidhi, B., F.A.Gul and J.Tsui(2011), “Female Directors and Earning Quality”, *Contemporary Accounting Research*, Vol.128, No.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”, *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”, *Journal of Business Ethics*, Vol.102, pp.299-317.

【資料】

- 欧州議会(2022)「上場企業取締役のジェンダーバランスを改善する 2022 年 11 月 23 日付の欧州議会及び理事会指令」 (<https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20221118IPR55706/parliament-approves-landmark-rules-to-boost-gender-equality-on-corporate-boards>), 2023.10.22.
- 金融庁(2014)「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」, (<https://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20141023-1.html>), 2023.10.15.
- 金融庁(2023)「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正について, (<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230131/20230131.html>), 2023.10.31.
- 経済産業省(2023)「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」 (<https://www.meti.go.jp/press/2023/08/20230831003/20230831003-a.pdf>), 2023.8.31.
- 東京証券取引所(2023)「女性活躍・男女共同参画の重点方針に係る上場制度の整備等に係る有価証券上場規程等の一部改正について」, ([https://www.jpx.co.jp/rules-participants/rules/revise/jr4eth0000003kyy-att/gaiyo\\_TSE.pdf](https://www.jpx.co.jp/rules-participants/rules/revise/jr4eth0000003kyy-att/gaiyo_TSE.pdf)), 2023.10.31.
- 内閣府男女共同参画局(2023)「女性活躍・男女共同参画の重点方針(女性版骨太の方針)」 ([https://www.gender.go.jp/policy/sokushin/pdf/sokushin/jyuten2023\\_honbun.pdf](https://www.gender.go.jp/policy/sokushin/pdf/sokushin/jyuten2023_honbun.pdf)), 2023.6.13.
- OECD(2021)“Gender wage gap”(<https://www.oecd.org/tokyo/statistics/gender-wage-gap-japanese-version.html>), 2023.11.11.
- OECD.Stat(2023)「女性取締役比率と女性管理職比率」 (<https://data.oecd.org/earnwage/gender-wage-gap.htm>), 2023.9.18.
- World Economic Forum (2020,2021,2022,2023) ”The Global Gender Gap Report” ([https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GGGR\\_2020.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_GGGR_2020.pdf), [https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GGGR\\_2021.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_GGGR_2021.pdf), [https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GGGR\\_2022.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_GGGR_2022.pdf), <https://www.weforum.org/reports/global-gender-gap-report-2023/>), 2023.11.03.