

Title	取締役会における女性役員と企業パフォーマンスの関係
Sub Title	Does female representation in the board influence firm performance? : evidence from Japan
Author	新倉, 博明(Niikura, Hiroaki) 瀬古, 美喜(Seko, Miki)
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	2017
Jtitle	三田学会雑誌 (Mita journal of economics). Vol.110, No.1 (2017. 4) ,p.1- 20
JaLC DOI	10.14991/001.20170401-0001
Abstract	<p>本研究は、日本における女性役員の登用が、企業業績に与える効果を分析する。分析は二つに分かれている。一つ目はパネルデータによって、国内企業を対象に役員の性別多様性と業績の関係を、内生性を考慮して分析するものである。二つ目はクロスセクション・データによって、役員の専門性の多様化を指標化し、業績に与える効果を性別による多様性と比較するものである。分析の結果、女性役員がいる企業は、女性役員数の増加が業績を向上させる効果があることが一部認められた。さらに、社外役員の専門性の多様化を示す指標は、一定の値以降業績を向上させる効果があることが示唆された。</p> <p>This study investigates the link between female representation in the board and firm performance in Japan. First, we examine the relation between firm performance, measured by Tobin's q, and female representation in the board through a panel data analysis. In some cases, we find positive relations between the fraction of women on the board and firm performance after controlling for numerous characteristics of the firm and direction of causality. Next, we compare the impact of bio-demographic gender diversity and taskrelated occupational diversity of the external directors of the board on firm performance in a cross-sectional data analysis. Based on Blau's index, we find a positive effect of occupational diversity on firm performance above a particular range.</p>
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20170401-0001

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

取締役会における女性役員と企業パフォーマンスの関係

新倉博明* 瀬古美喜**

Does Female Representation in the Board Influence Firm Performance?:

Evidence from Japan

Hiroaki Niikura* Miki Seko**

Abstract: This study investigates the link between female representation in the board and firm performance in Japan. First, we examine the relation between firm performance, measured by Tobin's q, and female representation in the board through a panel data analysis. In some cases, we find positive relations between the fraction of women on the board and firm performance after controlling for numerous characteristics of the firm and direction of causality. Next, we compare the impact of bio-demographic gender diversity and task-related occupational diversity of the external directors of the board on firm performance in a cross-sectional data analysis. Based on Blau's index, we find a positive effect of occupational diversity on firm performance above a particular range.

Key words: female board representation, firm performance, Japan, diversity, corporate governance

JEL Classifications: G34, J16, M14

本研究は、京都大学の特別推進研究「経済危機と社会インフラの複雑系分析」の協力を得た。厚く御礼申し上げたい。本研究の見解は筆者達のものであり、所属する団体としての見解を示すものではない。本研究は 2016 年 6 月の名古屋大学における日本経済学会春季大会（産業組織 4 セッション）にて発表し、齋藤卓爾先生（慶應義塾大学）から有益なコメントを頂いた論文を、若干修正したものである。また、本研究と関連した以前の版（新倉・瀬古（2015））を慶應義塾大学経済研究所応用経済学ワークショップで発表した際には、参加者の方々から有益なコメントを頂いた。特に、大垣昌夫先生、赤林英夫先生、直井道生先生（いずれも慶應義塾大学）から有益なコメントを頂いた。記して謝意を表したい。

* 慶應義塾大学経済学部

Faculty of Economics, Keio University

niikuraecon@hotmail.co.jp

** 慶應義塾大学名誉教授 武蔵野大学経済学部

Professor Emeritus, Keio University Faculty of Economics, Musashino University

seko@econ.keio.ac.jp

1. はじめに

2014年6月安倍内閣は『「日本再興戦略」改定2014』において、「2020年に指導的地位に占める女性の割合30%」を目標とした検討を開始すると発表した。これは、もともと2003年男女共同参画推進本部「女性のチャレンジ支援策の推進について」で提示された目標⁽¹⁾である。そして近年では、2012年12月に内閣府男女共同参画局による『女性の活躍状況の資本市場における「見える化」に関する検討会報告』や『平成25年度資本市場における女性の活躍状況の「見える化」促進に関する調査報告書』から検討されていた目標を明記したものである。

このような政府の方針に先駆けて、東京証券取引所は2013年4月『コーポレート・ガバナンスに関する報告書』改定では、企業の男女構成の開示が例示され、役員の女性登用に関する現状について報告するよう指導している。

こうした流れは企業のダイバーシティを促す一貫であると考えられ、今後一層企業における女性活用を促進する体制作りが促進されるであろう。

しかしながら、図1のとおり女性の就業率は上昇しているものの、図2のとおり2016年度時点で、管理職・役員割合30%以上を実現している企業は11.3%に過ぎず政府が掲げる30%目標にはほど遠い。

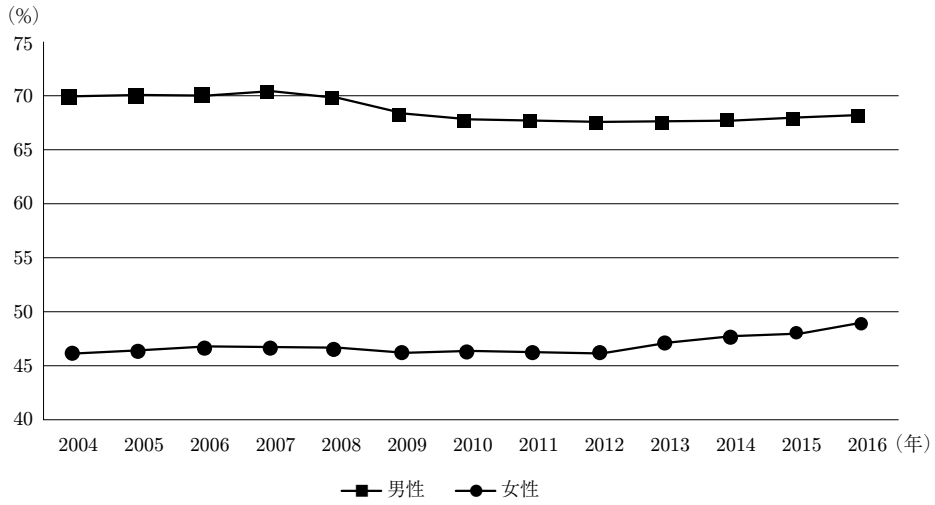
女性の雇用割合の増加が、直ちに企業の利潤を増加させるわけではないが、労働者の能力は男女関係なく評価され、それに基づいて雇用されるべきである。そうした体制が整っている企業は、ガバナンス体制も比較的整っていると考えられるので、業績の面から見ても有利であろう。なぜならば、ガバナンスが整っていない企業は投資家の信用が得られないだけでなく、労働者の労働生産性も十分に発揮することが難しいためである。企業のステークホルダーの様々な行動が企業の業績向上に有利に働くためには、ステークホルダーが満足するガバナンス体制を整えていなければならない。

企業のガバナンス体制は、様々な要件から測定が可能であろう。例えば、取締役会において社外取締役を増加させたり、役員の性別だけでなく外国人を登用することで多様性を確保することは、ガバナンス体制を強固にする試みと考えられる。他にも、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のどれを選択するかということからもガバナンスに対する企業の姿勢を測ることができると考えられる。

取締役会における女性役員の活用が業績に与える影響を分析した実証研究は主に国外で行われており、その結果は様々である。先行研究によると、結果は国、企業規模といった企業特性の相違に

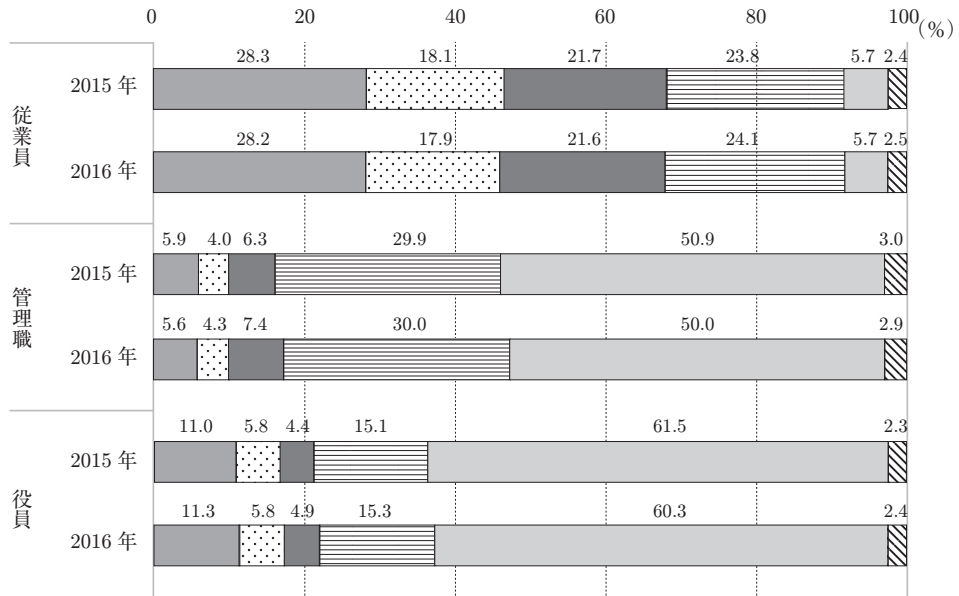
-
- (1) 女性の指導的地位を30%にする目標は、国連経済社会理事会(1990)「国連ナイロビ将来戦略勧告：婦人の地位向上のためのナイロビ将来戦略の実施に関する第1回見直しと評価に伴う勧告及び結論」で示された国際的目標を踏まえた数値である。

図1 労働力人口に占める男女別就業率の推移



出典：総務省統計局（2017）「労働力調査（基本集計）平成29年月分」

図2 国内企業の女性管理職・役員の割合（2016年度）



■30%以上 □20%以上30%未満 ▨10%以上20%未満 ▤10%未満 □0% ▩わからない

注：有効回答企業は1万285社，調査期間は2016年7月15日から7月31日である。

出典：帝国データバンク（2016）「女性登用に対する企業の意識調査」

よって異なっている。本研究は日本の一部上場企業を分析対象としているので、海外の実証研究とは異なる視点に基づいて分析を行う必要があり、ガバナンスにおける日本の独自性として、メインバンクへの依存度を考慮している。

本研究の主な目的は、安倍内閣が推進する女性の指導的地位の増加について、国内企業の役員のうち、取締役会における女性役員の増加が企業の業績を向上させるのかを分析することである。指導的役割にある女性ボードメンバーの増加が業績を向上させるのかを明らかにすることは、政府の政策目標が経済的に効果のあるものを占うことに繋がり、意義のあることと考える。さらに、指名委員会等設置会社であることによる業績への影響や、日本に特徴的な株主のうちメインバンクの存在の大きさが業績に与える影響も分析する。

2. 先行研究

女性ボードメンバーが企業業績に与える影響に着目した研究には、次のようなものがある。

海外の企業を分析対象とした先行研究には、Carter, et al. (2003) があり、取締役会における女性役員と様々な人種の存在が企業業績に与える影響を分析している。その結果、両者には正の関係があることを示唆している。企業業績はトービンの q と ROA によって測られている。Adams and Ferreira (2009) は、S&P1500 に採用されている企業を対象に分析しており、内生性を考慮した分析を行っているものの、女性取締役数と業績の関係はミックスであると結論付けている。その結論については、二つの仮説が示されている。一つ目は、取締役会の多様性の増加はガバナンス体制の強化に繋がり、経営者と株主間に生じるエージェンシー問題を改善させて業績を向上させる効果があるという仮説である。二つ目は取締役会による監視が強くなり過ぎることは、株主価値を減少させる効果があるという仮説である。

取締役会の多様性と業績の関係は先行研究において正負両方の効果が認められている場合と、効果が見られない場合がある。Erhardt, et al. (2003) は 1993 年から 1998 年の *Fortune* に記載されている 112 社の企業について実証分析を行い、取締役会の構成の多様化が ROA, ROI といった指標で測った業績を高める効果を認めている。Catalyst (2011) は 2004 年から 2008 年の *Fortune* に掲載されている 500 社において調査し、取締役会に女性が 3 人以上いる企業は少ない企業に比べて ROE が 46 % 高いことを示している。しかしながら、Rose (2007) は 1998 年から 2001 年のデンマークの企業について同様の分析を行い、取締役会の構成と業績の間に統計的な関係を見出していない。

日本の企業を分析対象とした関連した先行研究には、Siegel and 兎玉 (2011) があり、従業員 50 人以上かつ資本金 3,000 万円以上の日本企業を対象に女性管理職・役員の雇用が業績に与える影響を分析している。その結果、女性ボードメンバーに限定した形ではないが、女性役員について、製

造業は女性役員比率が高いと利益率が高いが、サービス業はその関係が見られないことを指摘している。

森川（2014）は従業員 50 人以上かつ資本金または出資金 3,000 万円以上の日本企業を対象に女性取締役が存在している企業の特性を分析している。その結果、上場企業は女性取締役がいる確率が低く、企業年齢の若い企業は女性取締役がいる確率が高いことを示している。さらに、取締役数の多い企業ほど女性取締役がいる確率が高いことを示している。

3. 分析の枠組み

本研究の目的は、取締役会における企業の女性役員の登用が業績向上に貢献するかを分析することである。女性役員の登用は、近年の女性従業員比率の増加に伴い増加していると考えられる。しかしながら、女性従業員比率の増加がすなわち女性役員比率を増加させているとは限らない。実際に図 1、2 で示されるように、女性役員比率が急増しているとは言えない。

取締役会における女性役員の登用の程度は、企業の規模やガバナンス体制によって異なるだろう。企業の規模が大きければ女性従業員数も多くなる可能性が高まるので、女性役員も生まれやすくなるかもしれない。ガバナンス体制に熱心な企業は、役員の多様性を向上させるために女性役員を多くしているかもしれない。

本研究は女性管理職ではなく、女性役員に着目している。それは、管理職と役員はそれぞれ業務執行と監督という異なる責務を担っているため、同様に考えることは妥当ではないからである。役員の中でも執行役員は、一般社員の籍を持つ役員ではあるが、そのような執行役員は日常的に業務を行っているため、コーポレート・ガバナンスの視点から見ると業務執行の責務を担っている。一方、役員は社員ではなく株主総会によって選ばれ、仮に一般社員から就任する場合は、一旦会社を退社してから委任契約を締結することで就任する。本研究では執行役員制度を用いているか否かにも着目した分析を行っている。

取締役会における女性役員と業績の関係に関わる考え方として、Carter, et al. (2003) は、取締役会の構成の多様化は、企業への監視体制が高まるため、エージェンシー理論の観点から有効であると指摘している。これは Adams and Ferreira (2009) が指摘している仮説と同様である。さらに、女性役員の登用は、当該企業がダイバーシティに積極的であることを市場に示すことができるので、その象徴的な存在となることもあるだろう。

Krefting (2002) はメディアに女性役員の写真が出ると、その役員が何を着てどのようなヘアスタイルか、なども注目されることがしばしばあることを指摘しており、その傾向は男性役員よりも女性役員の方が強いので、企業の広報活動として有効であることを示している。

女性役員は取締役会の効率的な意思決定に貢献することも考えられる。Zelechowski and Bilimoria

(2004) は、女性は男性とは異なる公共サービスを受けたり、異なるコミュニティに属する経験から、男性とは異なる視点で意見を述べるができることを指摘している。これは、コーポレート・ガバナンスに有効であると考えられる。しかしながら、その反面、女性役員による意見が他の意見と異なることで意思決定に時間を要する場合、女性役員の意見が効率的な意思決定に貢献するものかどうかは一概には断定できない。⁽²⁾

取締役会における女性役員の登用と業績の関係を分析する際に考慮しなければならないことは、内生性の問題である。それは、両者の関係には、両方向の因果関係が考えられるからである。女性役員の割合が多いことが業績を高める効果があるのか、業績の高い企業が女性役員の割合を高める効果があるのか、である。よって、本研究は固定効果モデル、変量効果モデル、操作変数法によって推定する。

基本的なモデルは以下である。

$$\begin{aligned} \text{業績} = & \alpha + \beta_1(\text{女性役員割合}) + \beta_2(\text{取締役会規模}) + \beta_3(\text{企業規模}) \\ & + \beta_4(\text{メインバンク株式保有割合}) + \beta_5(\text{指名委員会等設置}) + \varepsilon \end{aligned} \quad (\varepsilon: \text{誤差項})$$

業績は企業の業績を示す変数であり、本研究ではトービンの q を用いている。操作変数法を用いて分析する際は、操作変数として当該企業が東証第一部に上場してからの年数を用いた。上場してからの年数は企業年齢の代替変数となりえる。ただし、企業が創立してから上場するまでの期間が考慮されない。しかしながら、企業がガバナンス体制を本格的に構築する動機となるのは、東証第一部に上場した時であることが考えられる。上場した企業が投資家から信頼を得るためには、従前のガバナンスよりも高いガバナンスが求められるはずだからである。森川 (2014) において、国内の企業では企業年齢が短い企業の方が、女性取締役比率が高いことがわかっている。

推定に用いる変数は、Carter, et al. (2010) 等の先行研究を参考とするが、日本のガバナンス体制は欧米とは異なるため、それに加えてガバナンスにおける日本の独自性を考慮した変数を用いる。日本のガバナンスに影響を与える要因として考えられるのが、メインバンクへの依存度である。

メインバンク制度は企業が主に取引する金融機関を一行に決める日本に特有の制度である。メインバンクは対象企業の経営を監視するだけでなく、多くの取引を長期継続し、人材派遣を行う場合もある。そのため、メインバンクは企業の内部情報に比較的アクセスが容易になり、このことは企業の業績を向上させる効果があると考えられるが、取引関係が長期化することによってある種の馴

(2) 経営学の研究である Horwitz and Horwitz (2007), Joshi and Hyuntak (2009) は、人々はカテゴリーごとに固まる傾向があり、性別ごとに情報の授受や意見のやり取りで固まる傾向もあることも指摘する。よって、女性役員は男性よりも情報取得機会が減少し、意見の同意も得難い傾向があるとする。

れ合いが生じることもある。その時は業績に与える効果が逆転し、マイナスの効果を与えることもありえるだろう。

企業のガバナンス体制を表す指標として、指名委員会等設置会社を選択しているかどうか、という点も挙げられる。指名委員会等設置会社は2003年4月の商法改正⁽³⁾によって導入された株式会社の分類である。指名委員会等設置会社は、取締役が指名委員会、監査委員会、報酬委員会という三つの委員会を通じて経営監督を行い、執行役が業務執行を行う。指名委員会等設置会社における監査は監査委員会が担い、その構成は取締役3名以上のうち、社外取締役が過半数となっている。一方、監査役会設置会社は監査役3名以上のうち、社外監査役が半数以上となっている。

指名委員会等設置会社を選択するかどうかは企業のコーポレート・ガバナンスに対する姿勢を示す一つの指標であろう。企業によってコーポレート・ガバナンスの何を重要視しているかは異なるが、委員会の増設はガバナンスを強化すると共に、企業経営の意思決定に必要な時間を増やすこととなる。よって、意思決定の即時性を最重要視する企業は、監査等委員会を選択するというような対応が考えられる。しかしながら、指名委員会等設置会社の選択は、コーポレート・ガバナンスを強める一つの手法であることに変わりはない⁽⁴⁾。

取締役会における女性取締役が業績に与える効果を直接的に検証した研究として、Carter, et al. (2010)があり、女性取締役が業績に与える効果として四つの理論を挙げている。資源依存理論、人的資本理論、エージェンシー理論、社会心理理論である。

資源依存理論は、取締役が有する企業外部との接点の多様化によって、情報や実務の面で資源を提供する機会が増加するので、その取締役は多様化している方が業績に良い影響があるという理論である。これはPfeffer and Salancik (1978)によって提案されているが、その後Hillman, et al. (2000), Hillman, et al. (2002)によって、多様化とは性別だけに留まらず、人種の多様化も重要であることが示されている。つまり、性別や人種の多様性を役員構成に反映させる場合、この理論は国によって異なることとなる。様々な人種が並存する国の企業は、そうでない国の企業に比べて、より多様性を確保し易い環境にあると考えられるので、この理論がより当てはまるであろう。本研究は日本の企業を対象としているので、多くの企業において人種の多様性は確保し難い環境にある。よって、本研究でCarter, et al. (2010)が指摘する資源依存理論を検証する場合は、人種の多様性ではなく性別の多様性のみを検証することになる。

(3) 2003年4月の商法改正では委員会等設置会社と呼ばれていたが、2006年5月の新会社法によって委員会設置会社に名称が変更され、その後2015年5月の改正会社法によって指名委員会等設置会社に名称が変更されている。

(4) 2014年6月の改正会社法では、監査役会設置会社、指名委員会等設置会社に加えて、監査等委員会設置会社が選択可能となった。しかしながら、本研究が用いるデータは監査等委員会設置会社を選択したかどうかというデータが含まれていないため、分析していない。東証第一部上場企業のうち監査等委員会設置会社に移行した企業数は、2015年12月時点で141社である。

人的資本理論は、Becker（1957）を元にして Terjesen, et al.（2009）が提案している。企業の利潤は教育、経験、能力といった人的資本の蓄積が重要であり、その蓄積は性別の相違によってユニークになるというものである。これは上述の資源依存理論を補強するものである。しかしながら、Terjesen, et al.（2009）は、女性の企業経営の専門家としての実務経験は男性に劣る可能性があることも指摘しており、人的資本が与える業績への影響は正にも負にもなりえらとしている。

エージェンシー理論は、Jensen and Meckling（1976）による取締役のモニタリングとコントロールを基礎とするエージェンシー理論を基礎としており、取締役の多様化は取締役会の独立性を高めるというものである。しかしながら、取締役会の独立性の増加が業績を高めるかという効果には言及していない。

社会心理理論は、取締役会における多様性は企業のステークホルダーから好意的に見られるが、取締役会のマイノリティが企業の意思決定に影響を与えることは難しいというものである。

Carter, et al.（2010）で述べられる四つの理論は、それぞれ取締役の多様性は業績に対して正にも負にもなりえることを示している。それは企業が持つ特性や国によってどちらにもなることを示唆している。

その他の研究として、Dezsö and Ross（2012）は、女性役員がそれ自体から業績に影響を与えるのではなく、女性役員の存在によって他の女性社員に影響を与えて業績を向上させるという間接的な効果を指摘している。Bilimoria（2006）は女性役員が業績を向上させる効果がある時、女性役員の数が多い企業は、女性社員の数が多い企業かもしれないし、女性社員が良い役職を得やすい企業かもしれないし、女性社員の給与が高い企業かもしれないことを指摘している。

これらのことを考慮すると、女性役員の存在は直接的にも間接的にも業績に影響を与え、その符号は両者の大小関係によって決定されると考えられる。

取締役の多様化という点を別の視点で見ると、多様化には二つある。一つ目はタスク型多様性、二つ目はデモグラフィック型多様性である。タスク型多様性は人材の職歴、能力、経験など可視化しにくい特性に基づいた多様性であり、デモグラフィック型多様性は人材の性別、国籍といった可視化し易い特性に基づいた多様性である。

東京証券取引所が示すコーポレート・ガバナンス・コードによると、取締役会の責務は、企業戦略の方向性を示すという業務執行に関する役割と経営陣・取締役に対する監督を行うという役割があることを示している。⁽⁵⁾

このように役員は経営のアドバイスをを行う専門家であるとする、役員に求められる能力は経営に関する専門性である。様々な視野を持った役員が多様な観点からアドバイスをを行い、経営を監視することが、コーポレート・ガバナンスを有効なものとする。つまり、企業経営に重要な多様性はタスク型多様性である。しかしながら、タスク型多様性を分析する際に必要な役員の能力や経験などはデータにすることが難しい。例えば学歴や職歴を用いることができるが、分析企業の全役員の

特性をデータ化するのは難しい。

本研究は役員の性別や社外役員の職業を調査し、性別によるデモグラフィック型多様性と職業によるタスク型多様性を区別することで、それぞれが業績に与える効果を比較している。役員の属性としては、職歴や精通する産業、出身大学や学部など多くの属性がある。本研究は社外役員が現在何を本職としているかに着目して、その職業カテゴリーから Blau Index を作成し、多様性の一つの指標とした。ただし、この調査はデータの制約上全年度を調査対象とはしておらず、2014 年度のみを対象としたクロスセクション分析である。分析結果は時系列分析とクロスセクション分析を分けて解説する。

4. データ説明

使用するデータは 2011 年から 2014 年度の東京証券取引所一部上場企業のものである。CSR に関する変数は、東洋経済新報社の『CSR 企業総覧』を用いた。コーポレート・ガバナンスに関する変数は、日本経済新聞社の『NEEDS-Cges』を用いた。業績に関する変数は、日本経済新聞社の『NEEDS』を用いた。記述統計量は表 1 のとおりである。

役員の属性データは、『CSR 企業総覧』において、2014 年度に女性役員が一人以上いる企業を対象とし、東洋経済新報社の『役員四季報』に記載される同年度の対象企業の役員情報を調査した。記述統計量は表 2 のとおりである。

表 1 記述統計量 (全サンプル)

変数名	サンプルサイズ	平均値	標準偏差	最小値	最大値
トービンの q	5,592	1.089	0.707	0.342	21.434
女性役員割合	2,077	0.013	0.038	0.000	0.333
役員平均年齢	5,612	59.751	4.369	32.000	74.000
取締役会人数	5,616	8.657	3.192	3.000	28.000
ln 資産	5,601	11.561	1.431	7.281	16.559
メインバンク株式保有比率	3,645	2.893	1.477	0.110	20.000
指名等委員会設置	5,616	0.017	0.129	0.000	1.000
機関投資家株式保有比率	5,556	22.091	15.141	0.000	78.000
上場してからの経年	5,616	36.746	21.029	0.000	66.000

- (5) 東京証券取引所は 2015 年 6 月 1 日から適用されているコーポレート・ガバナンス・コードの基本原則 4 において、取締役会等の責務を以下のように記載している。「上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、(1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと (2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと (3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役員及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うことをはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。」

表 2 記述統計量（女性社員が一人以上いる企業）

変数名	サンプルサイズ	平均値	標準偏差	最小値	最大値
トービンの q	193	1.238	0.508	0.650	4.178
女性役員割合	242	0.088	0.074	0.000	0.500
ln 資産	192	13.130	2.088	8.603	19.001
社外役員割合	242	0.354	0.137	0.000	0.750
Blau Index(1 - HHI)	241	0.518	0.213	0.000	1.000
国際会計基準ダミー	242	0.050	0.218	0.000	1.000

5. 各変数について

女性役員割合

取締役会に占める女性役員の割合である。役員は会社法 329 条によって取締役、会計参与、監査役と規定されている。役員は経営者であり、社員としての身分は一度退職してから就任する。使用している東洋経済の CSR データでは、具体的には、役員とは、取締役、監査役および執行役員、執行役の計となっている。しかしながら、執行役員は上述の会社法 329 条で規定されている役員とは異なり、一般社員の籍を持つ者が就任している。よって、当変数として執行役員を含む変数と執行役員を除いた変数の両方を用いた分析を行っている。当該変数が正の場合、女性役員割合の増加が業績を向上させている傾向があることを示す。本研究では、欧米の先行研究とは異なり、取締役会における女性役員として、取締役だけではなく、監査役も含めている。これは、日本監査役協会の新しい『監査役監督基準』（2015 年）で示されているように、監査役が、従来の監査機能に留まらず、企業価値向上の観点から経営を監督することまで、監査役の職務とするのが望ましいとしている最近の日本のコーポレート・ガバナンスの状況を反映しているためである。すなわち、監査役は取締役の職務の適正監査のみならず、経営判断の妥当性監査も行うことが望ましいとされているため、取締役会における女性役員が企業パフォーマンスに及ぼす影響を分析する際には、役員として、欧米のような取締役のみに限定せず、監査役も含めて考える。

トービンの q

この変数は、企業の業績を示す指標の被説明変数として用いる。以下の式によって算出される。

$$(\text{株式時価総額} + \text{負債合計}) / \text{総資産 (子会社, 関連会社含み損益加算)}$$

役員平均年齢

この変数は、取締役の平均年齢である。Carter, et al. (2003) は役員平均年齢と業績の関係を調

べているが、その関係に統計的な有意性を示していない。

取締役会人数

この変数は、取締役会の人数である。取締役会の人数が多いと、比較的女性を雇う余裕があるかもしれないが、取締役会の人数が多く多様性が増加すると意思決定に多くの時間を要し、業績に負の影響を与えるかもしれない。

ln 資産

これは、企業規模を示す変数として、企業の総資産の自然対数を用いる。

メインバンク株式保有比率

これは、メインバンクの株式保有比率である。メインバンク制度は日本に特有な制度である。メインバンク株式保有比率が高い企業は、メインバンクによる監視がより強くなる場合と長期取引関係によって監視が弱くなる場合が考えられる。

指名委員会等設置会社

これは、指名委員会等設置会社であると1をとるダミー変数である。

機関投資家持株比率

これは、機関投資家が保有する株式比率であり、以下の式によって算出される。

外国人株式保有比率（除く外国法人判明分）+ 信託勘定株式保有比率 + 生保特別勘定株式保有比率

機関投資家はその他の投資家に比べて、企業に対する監視能力が高いと考えられる。よって、機関投資家持株比率が高い企業は、相対的に業績を高める効果が高いと考えられる。

Blau Index

これは、社外役員の多様性を示す指数であり、以下の式によって算出される。

$$\text{Blau Index} = 1 - \sum_{i=1}^n p_i^2$$

n はサンプルを分けるカテゴリー数である。カテゴリーは社外役員の現職が民間企業、大学、士業、その他で分けている。士業は弁護士、公認会計士、医師である。『役員四季報』に現職の記載がなかった役員は、その他に分類して計算した。 p_i は i 番目のカテゴリーの人数割合である。この指数

表3 社外役員の現職割合

変数名	サンプルサイズ	平均値	標準偏差	最小値	最大値
民間企業	242	0.257	0.261	0.000	1.000
大学	242	0.071	0.131	0.000	0.667
弁護士	242	0.203	0.183	0.000	0.750
会計士	242	0.114	0.159	0.000	0.667
なし	242	0.001	0.011	0.000	0.167
その他	242	0.064	0.153	0.000	1.000
記載なし	242	0.289	0.277	0.000	1.000

はHHI (Herfindahl-Hirschman Index) を1から引いたものであるため、多様性が全くない時はゼロになる。この値が大きければ、当該企業の社外役員は、現職において多様性が高いことになる。Blau IndexについてはHarrison and Klein (2007)を参照されたい。

社外役員の現職割合については表3を参照されたい。

誕生年の標準偏差

役員年齢の多様性を示す変数であり、同一企業における役員の誕生年の標準偏差である。この値が大きければ、当該企業の取締役会は年齢における多様性が高いことになる。

国際会計基準ダミー

IFRS (International Financial Reporting Standards) を導入していれば1をとるダミー変数である。

6. 分析結果

6-1. 時系列分析

多変量解析を行う前に、女性役員が存在する企業と存在しない企業の群間で、各変数に差が見られるのかを検定した。その結果が表4である。

これによれば、全ての変数において、女性役員がゼロの群と一人以上いる群間に差が見られた。この検定は女性役員の数ではなく、一人でも登用しているか、ということに着目している。

女性役員が存在する企業は比較的業績が優れており、役員平均年齢が若い傾向が見られる。取締役会人数については、少ない方が女性役員が存在する傾向がある。メインバンク株式保有比率は10%水準の有意性のため、あまり差があるとは言い難い。機関投資家株式保有比率は低い方が女性役員が存在する傾向が見られるが、機関投資家の存在自体がガバナンスを高める効果を有しており、役員の多様性について言及できるかどうかはここからはわからない。例えば、機関投資家に含まれ

表4 女性役員がゼロまたは一人以上いるかによる各変数のT検定

女性役員がゼロまたは一人以上いるかによる各変数平均値	女性役員がゼロ	女性役員が一人以上	T検定	有意性
トービンのq	1.044	1.108	-3.088	**
役員平均年齢	61.022	59.223	14.299	**
取締役会人数	9.426	8.337	11.782	**
ln 資産	12.208	12.883	-8.032	**
メインバンク株式保有比率	2.827	2.924	-1.834	#
指名等委員会設置	0.030	0.012	4.795	**
機関投資家株式保有比率	26.870	20.083	15.578	**

注：**は1%，*は5%，#は10%水準で有意であることを示す。女性役員がゼロのサンプルサイズは1,649件、女性役員が一人以上のサンプルサイズは363件である。

る外国人株式保有比率が高い場合、外国人が自分の国において女性の活躍が進んでいけば、女性役員を増加させるように促すかもしれない。

多変量解析は大きく二つに分かれている。本研究で使用しているCSR役員データには、執行役員が含まれている。しかしながら、執行役員は業務を担い、非執行役員は監督を担っているため、コーポレート・ガバナンスを考える上で同等に分析することは適当ではない。

執行役員は執行役員制度を導入している企業が採用する役員であるため、それを考慮したサンプルで分析する必要がある。よって、本研究では、まず執行役員と非執行役員を同等に扱った女性役員割合を説明変数として用いた分析を行い、次に、執行役員制度を導入している企業に限ったサンプルで執行役員を除いた女性役員割合を説明変数として用いた分析を行った。執行役員制度を採用している企業は採用していない企業と比べて異なる特性を有していることが考えられるが、執行役員を除いた役員変数を用いる場合、執行役員制度のない企業を、それと同じサンプルとして扱うことは適当ではない。

表5は執行役員と非執行役員を同等に扱ったモデルである。固定効果モデルと変量効果モデルで推計している。ハウスマン検定の結果、固定効果モデルが採択されている。その結果、固定効果モデルにおいて執行役員を含んだ女性役員割合は、業績に影響を与えていないようである。一方、機関投資家株式保有比率が高い企業は、業績が高い傾向が見られる。メインバンク株式保有比率や指名等委員会設置は業績と関係がなさそうである。

多変量解析で用いている女性役員割合の変数は全サンプル1,337件のうち1,145件がゼロである。女性役員を登用するかどうかという判断は、先行研究を鑑みるに企業が属する産業や体制など様々な特性によって決定していると考えられるが、女性役員を一人でも登用している企業と一人も登用していない企業では、大きな差があると考えられる。それは表4のT検定によってもほぼ全ての変数において、女性役員がゼロか一人以上存在する企業の群間で差が見られたことから明らかである。よって、女性役員が一人以上存在する企業のみ絞ったサンプルで推計を行う。

表 5 分析結果（執行役員と非執行役員を区別せず全サンプルで推定）

被説明変数：トービンの q

	固定効果モデル		変量効果モデル	
	Coef	Std. Err	Coef	Std. Err
女性役員割合	0.1188	0.2629	0.8578 **	0.2260
役員平均年齢	0.0006	0.0031	-0.0063 *	0.0026
取締役会人数	-0.0005	0.0032	-0.0017	0.0027
ln 資産	0.0310	0.0388	-0.0445 **	0.0113
メインバンク株式保有比率	0.0139	0.0129	-0.0003	0.0074
指名等委員会設置	—	—	0.1572	0.0997
機関投資家株式保有比率	0.0113 **	0.0012	0.0091 **	0.0008
定数項	0.2543	0.4948	1.7086 **	0.1792
サンプルサイズ	1,337		1,337	
F 値	19.71			
Wald chi2			157.91	
P > F	0.0000			
P > chi2			0.0000	
Hausman test	chi2 = 57.22		Prob > chi2 = 0.0000	

注：**は 1%，*は 5%，#は 10%水準で有意であることを示す。

表 6 分析結果（執行役員と非執行役員を区別せず女性役員が一人以上いるサンプルで推定）

被説明変数：トービンの q

	固定効果モデル		変量効果モデル	
	Coef	Std. Err	Coef	Std. Err
女性役員割合	2.2207 *	1.0050	1.3666 #	0.7190
役員平均年齢	0.0125	0.0144	-0.0134	0.0102
取締役会人数	-0.0155	0.0147	-0.0113	0.0116
ln 資産	-0.4174 **	0.1437	-0.0933 *	0.0414
メインバンク株式保有比率	-0.0095	0.0302	0.0042	0.0234
指名等委員会設置	—	—	0.2816	0.2871
機関投資家株式保有比率	0.0154 **	0.0056	0.0115 **	0.0033
定数項	5.3079 **	1.9945	2.8267 **	0.6841
サンプルサイズ	192		192	
F 値	2.9			
Wald chi2			27.37	
P > F	0.0122			
P > chi2			0.0003	
Hausman test	chi2 = 16.04		Prob > chi2 = 0.0136	

注：**は 1%，*は 5%，#は 10%水準で有意であることを示す。

一般的に、推計においてサンプルを区切るとはあまり好ましくないと考えられるが、産業や国といった特性によってダミー変数ではなくサンプルを区切って推計することは多く見られる。本研究は、女性役員が存在するかないか、という企業の選択は、大きな違いがあると想定して区切って推計する。

女性役員が一人以上存在するサンプルに区切った推計結果は表 6 である。その結果、女性役員が

表7 分析結果（役員は執行役員を除いて、全サンプルで推定）

被説明変数：トービンの q

	固定効果モデル		変量効果モデル	
	Coef	Std. Err	Coef	Std. Err
女性役員割合	-0.0423	0.2072	0.4227 *	0.1824
役員平均年齢	-0.0041	0.0038	-0.0102 **	0.0030
取締役会人数	-0.0110 *	0.0048	-0.0070 ‡	0.0039
ln 資産	-0.0463	0.0495	-0.0210	0.0132
メインバンク株式保有比率	-0.0066	0.0154	-0.0008	0.0082
指名等委員会設置	—	—	—	—
機関投資家株式保有比率	0.0106 **	0.0013	0.0082 **	0.0009
定数項	1.6633 **	0.6425	1.7388 **	0.2107
サンプルサイズ	884		884	
F 値	12.12			
Wald chi2				
P > F	0.0000			
P > chi2				
Hausman test		chi2 = 38.50		Prob > chi2 = 0.0000

注：**は 1%，*は 5%，‡は 10%水準で有意であることを示す。

分析結果（役員は執行役員を除いて、女性役員が一人以上いるサンプルで推定）

被説明変数：トービンの q

	固定効果モデル		変量効果モデル	
	Coef	Std. Err	Coef	Std. Err
女性役員割合	0.7420	0.5738	0.3760	0.5169
役員平均年齢	0.0341	0.0266	-0.0166	0.0164
取締役会人数	-0.0134	0.0222	-0.0120	0.0182
ln 資産	-0.6255 **	0.2317	-0.0944	0.0689
メインバンク株式保有比率	-0.0205	0.0486	-0.0006	0.0384
指名等委員会設置	—	—	—	—
機関投資家株式保有比率	0.0038	0.0103	0.0086	0.0062
定数項	7.1483 *	3.0532	3.2562 **	1.0355
サンプルサイズ	99		99	
F 値	1.66			
Wald chi2				
P > F	0.1523			
P > chi2				
Hausman test		chi2 = 14.51		Prob > chi2 = 0.0245

注：**は 1%，*は 5%，‡は 10%水準で有意であることを示す。

存在する企業においては、女性役員割合が高いほど、トービンの q で見た業績を高めている傾向が見られた。機関投資家株式保有比率は全サンプルの推計結果と同様に業績に正の効果を示した。メインバンク株式保有比率は有意性を示さなかった。

一方、執行役員制度を導入し、執行役員を除いた役員数で分析した結果は表7である。全サンプルで推計したものと女性役員が一人以上存在するサンプルで推計している。

その結果、固定効果モデルにおいて女性役員が一人以上いるかどうかに関わりなく、女性役員割

表 8 分析結果（執行役員と非執行役員を区別せず操作変数法で推定）

被説明変数：トービンの q

	全サンプル 固定効果モデル		女性役員が一人以上いるサンプル 固定効果モデル		
	Coef	Std. Err	Coef	Std. Err	
女性役員割合	1.3616	2.4514	23.9723	27.4467	
役員平均年齢	0.0010	0.0033	0.0357	0.0453	
取締役会人数	-0.0017	0.0040	-0.0275	0.0386	
ln 資産	0.0082	0.0596	-0.5822	0.4041	
メインバンク株式保有比率	0.0096	0.0156	-0.1215	0.1584	
指名等委員会設置	—	—	—	—	
機関投資家株式保有比率	0.0110	**	0.0013	-0.0010	0.0246
定数項	0.5276	0.7338	5.5094	4.8224	
サンプルサイズ	1,337		192		
F 値	19.23		0.48		
P > F	0.0000		0.8185		

注：**は 1%，*は 5%，#は 10%水準で有意であることを示す。

分析結果（役員は執行役員を除いて、操作変数法で推定）

被説明変数：トービンの q

	全サンプル 固定効果モデル		女性役員が一人以上いるサンプル 固定効果モデル			
	Coef	Std. Err	Coef	Std. Err		
女性役員割合	3.7361	3.0098	2.0689	2.4935		
役員平均年齢	-0.0058	0.0051	0.0326	0.0283		
取締役会人数	-0.0084	0.0064	-0.0027	0.0305		
ln 資産	-0.1403	0.0976	-0.7541	*	0.3391	
メインバンク株式保有比率	-0.0086	0.0196	-0.0223		0.0515	
指名等委員会設置	—	—	—	—		
機関投資家株式保有比率	0.0108	**	0.0017	-0.0002	0.0130	
定数項	2.8588	*	1.2526	8.7546	#	4.3589
サンプルサイズ	884		99			
F 値	7.73		1.35			
P > F	0.0000		0.2546			

注：**は 1%，*は 5%，#は 10%水準で有意であることを示す。

合が業績に与える効果は見られなかった。全サンプルで推計した結果においては、機関投資家株式保有比率が業績に対して正の効果を示したが、女性役員が存在するサンプルで推計した結果においては、機関投資家株式保有比率は有意性を示さなかった。

操作変数法を用いた結果は表 8 である。操作変数は当該企業が上場してからの経過年数を用いており、固定効果モデルでのみ推計している。

その結果、全サンプルでの推計結果も女性役員が一人以上いるサンプルでの推計結果も共に、女性役員割合が業績に与える効果は見られなかった。機関投資家株式保有比率については、執行役員を考慮したものとしていないものに関わらず正の効果を示しているが、女性役員が存在するサン

表9 T検定

	Blau Index 低	Blau Index 高	T 検定	有意性
トービンの q	1.187	1.275	-1.188	なし
注：**は 1 %, *は 5 %, †は 10 %水準で有意であることを示す。Blau Index の高低は平均値よりも高いか低いかで分けられている。				
	女性役員割合低	女性役員割合高	T 検定	有意性
トービンの q	1.221	1.273	-0.677	なし
注：**は 1 %, *は 5 %, †は 10 %水準で有意であることを示す。女性役員割合の高低は平均値よりも高いか低いかで分けられている。				

ルについては有意性を示さなかった。

6-2. クロスセクション分析

『CSR 企業総覧』において、2014 年度に女性役員数が一人以上いる企業を対象として役員属性を調査したデータを分析する。対象となった企業は 242 社であったが、トービンの q のデータは日経『NEEDS-Cges』から得ているので、調査対象となったサンプルサイズは 149 社に減少している。

Blau Index は社外役員の現職を民間企業、大学、弁護士、会計士、その他のカテゴリーに分けたものから算出しており、算出方法は 1 から HHI を引いたものである。社外役員の現職の多様性と性別の多様性では、どちらが業績を向上させるのかを分析する。

多変量解析の前に、女性役員割合の高さと Blau Index の高さが業績に与える効果についてそれぞれ T 検定を行ったが、両者とも業績に与える効果に有意性は見られなかった。T 検定の結果は表 9 である。

多変量解析は時系列分析と同様に被説明変数をトービンの q とした最小二乗法である。結果は表 10 である。女性役員割合はトービンの q に影響を与えていないが、誕生年のちらばりは影響を与えている。誕生年の標準偏差とは年齢のちらばりと同様に捉えることができるので、様々な年齢の役員がいるほど業績を高める効果があることが考えられる。

Blau Index は二乗項を入れた推計において、一次項が負、二次項が正の有意性を示している。Blau Index は社外役員の現職の多様性を示しているため、この結果はある一定程度まで社外役員の多様性が高まると業績は減少するが、それ以降は社外役員の多様性が高まると業績も高まる傾向があることを示している。

7. 結論

本研究では取締役会における女性役員が業績に与える影響を分析した。女性役員が存在する企業は、そもそも女性役員を登用するだけの環境を有していることが考えられる。そうした環境が整っ

表 10 分析結果（女性役員が一人以上いるサンプルでクロスセクション分析）

被説明変数：トービンの q

	(1)		(2)	
	Coef	Std. Err	Coef	Std. Err
女性役員割合	-0.2220	0.6197	-0.1438	0.6037
役員平均年齢	-0.0076	0.0201	-0.0034	0.0197
誕生年の標準偏差	0.0658 **	0.0204	0.0618 **	0.0199
社外役員比率	0.7669 *	0.3105	0.9160 **	0.3063
Blau Index	0.2234	0.2087	-1.5394 *	0.6262
Blau Index ²			1.9860 **	0.6674
製造業ダミー	0.1081	0.0785	0.0929	0.0766
国際会計基準	0.0156	0.1832	0.0240	0.1783
定数項	0.4867	0.3521	0.7050 *	0.3505
サンプルサイズ	149		149	
F 値	3.70		4.52	
P > F	0.0011		0.0001	
AdjR ²	0.1131		0.1599	

注：**は 1%，*は 5%，#は 10%水準で有意であることを示す。

ており女性役員が存在している場合、固定効果モデルにおいては女性役員の数の増加は業績を高める効果が認められた。しかし、内生性を考慮した操作変数法ではその効果は見られなかった。

この結果は、先行研究で述べられている取締役会における女性役員が業績に与える直接的、もしくは間接的な効果の総計が有意性を示さなかったと考えられる。本研究は、まず性別によるデモグラフィック型多様性に着目し、次にタスク型多様性を部分的に検証した。ガバナンスで重要なのはデモグラフィック型多様性かタスク型多様性かという問いに対して、本研究では明確な答えは得られなかった。しかし、タスク型多様性と業績の関係は一定数まで負であるものの、それ以降は正の関係になることが示唆された。

今後の課題としては、以下がある。

本研究はタスク型多様性を分析するために、社外役員の現職を用いたが、他にも前職の産業や企業であれば所属してきた部署なども属性として考えるべきであろう。例えば、コンプライアンスに関わる部署にいた者と営業部にいた者では、考慮するガバナンスの捉え方も異なるかもしれない。職歴や専門性をデータ化して分析することが必要であろう。

取締役会の多様性は性別だけでなく、近年は外国人役員を採用することも増加している。しかしながら、外国人役員の採用は、取締役会で議題を決定する際、全て外国語で資料などを用意し、それまでの経緯も全て一から外国語で説明する必要がある。さらに、事前説明の際は電話会議を利用する等して遠隔で説明しなければならず、日本政府の新しい会社法制度の説明なども全て一から説明しなければならない。こうした作業は実務上大きな費用となっていることが考えられるので、女性役員の採用と同様のロジックで外国人役員の採用が業績に与える影響を考えることは現時点では

妥当とは言えない。よって、外国人役員の効果については、女性役員とは異なるロジックで検証する必要がある。

本研究では多様性に注目したので、社外取締役については分析していないが、社外取締役における女性役員についての分析も有用であろう。特に、社外取締役の中でも独立社外取締役は、他の社外取締役に比べて独立性が高い一方で、当該産業に関する知識が少ないかもしれない。さらに、独立社外取締役に最適な人材は少なく、大きな企業からすると取り合いになるかもしれない。そのような独立社外取締役に一定時間取締役会に参加してもらうためには、多くの費用が必要であるので、独立社外取締役を増加させるということは、それ自体が多くの費用を必要とするものとなる。そうした適任者の中で女性の独立社外取締役を雇うことはより難しいだろう。これは取締役会で付議する議題の数を減少させたり、取締役会の開催日や時間の短期化となって表れるかもしれない。つまり、コーポレート・ガバナンスの体制の強化にばかり力点を置くと、コーポレート・ガバナンスの実際の影響力が限定的となることもありうるだろう。

参 考 文 献

- Adams, R. B. and Ferreira, D. (2009). “Women in the Boardroom and their Impact on Governance and Performance”. *Journal of Financial Economics*, Vol.94, pp.291–309.
- Becker, G. S. (1957, 1971, 2nd ed.). *The Economics of Discrimination*. Chicago: University of Chicago Press.
- Bilimoria, D. (2006). “The Relationship between Women Corporate Directors and Women Corporate Officers”. *Journal of Managerial Issues*, Vol.18, No.1, pp.47–61.
- Carter, D. A., Simkins, B. J. and Simpson, W. G. (2003). “Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value”. *Financial Review*, Vol.38, pp.33–53.
- Carter, D. A., D’Souza, F., Simkins, B. J. and Simpson, W. G. (2010). “The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance”. *Corporate Governance: An International Review*, Vol.18, Iss.5, pp.396–414.
- Catalyst (2011). “The Bottom Line: Corporate Performance and Women’s Representation on Boards (2004–2008)”
- Dezsö, C. and Ross, D. (2012). “Does Female Representation in Top Management Improve Firm Performance? A Panel Data Investigation”. *Strategic Management Journal*, Vol.33, pp.1072–1089.
- Erhardt, N., Werbel, J. and Shrader, C. (2003). “Board of Director Diversity and Firm Financial Performance”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.11, Iss.2, pp.102–111.
- Harrison, D. and Klein, K. (2007). “What’s the Difference? Diversity Constructs as Separation, Variety, or Disparity in Organizations”. *Academy of Management Review*, Vol.32, No.4, pp.1199–1228.
- Hillman, A., Cannella, J. and Paetzold, R. (2000). “The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaption of Board Composition in Response to Environmental Change”. *Journal of Management Studies*, Vol.37, pp.235–255.
- Hillman, A. J., Cannella, A. A. and Harris, I. C. (2002). “Women and Racial Minorities in the Boardroom: How do Directors Differ?”. *Journal of Management*, Vol.28, No.6, pp.747–763.

- Horwitz, S. K. and Horwitz, I. B. (2007). “The Effects of Team Diversity on Team Outcomes: A Meta-Analysis Review of Team Demography”, *Journal of Management*, Vol.33, No.6, pp.987–1015.
- Jensen, C. and Meckling, W. (1976). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305–360.
- Joshi, A. and Hyuntak, R. (2009). “The Role of Context in Work Team Diversity Research: A Meta-analytic Review”. *Academy of Management Journal*, Vol.52, No.3, pp.599–627.
- Krefting, L. A. (2002). “Re-presenting Women Executives: Valorization and Devalorization in US Business Press”. *Women in Management Review*, Vol.17, Iss.3/4, pp.104–119.
- Pfeffer, J. and Salancik, G. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row.
- Rose, C. (2007). “Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.15, No.2, pp.404–413.
- Terjesen, S., Sealy, R. and Singh, V. (2009). “Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda”. *Corporate Governance: An International Review*, Vol.17, pp.320–337.
- Zelechowski, D. and Bilimoria, D. (2004). “Characteristics of Women and Men Corporate Inside Directors in the US”. *Corporate Governance: An International Review*, Vol.12, No.3, pp.337–42.
- 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. [Siegel, J. and Naomi Kodama, 2011, “Nihon no Rôdô Sijô ni okeru Danjokan Kakusa to Kigyô Gyôseki”. RIETI Discussion Paper Series 11-L-073. (in Japanese)]
- 新倉博明・瀬古美喜 (2015) 「我が国の女性役員・管理職の活用状況が企業業績に与える効果の実証分析」慶應義塾大学経済研究所応用経済学ワークショップ発表論文 (未公開). [Niikura, Hiroaki and Miki Seko, 2015, “Wagakuni no Joseiyakuin・Kanrisyoku no Katuyô Jôkyô ga Kigyôgyôseki ni Ataeru Kôka no Jissyôbunseki”. Keio Gijuku Daigaku Keizai Kenkyûjo Ôyô Keizaigaku Wâkussyopu Happyô Ronbun. (unpublished) (in Japanese)]
- 森川正之 (2014) 「女性・外国人取締役はどのような企業にいるのか? ——サーベイデータによる分析 ——」RIETI Discussion Paper Series 14-J-025. [Morikawa, Masayuki, 2014, “Josei・Gaikokujin Torisimariyaku wa Donoyôna Kigyô ni Irunoka?: Sâbei Dêta niyoru Bunseki”. RIETI Discussion Paper Series 14-J-025. (in Japanese)]

要旨: 本研究は、日本における女性役員の登用が、企業業績に与える効果を分析する。分析は二つに分かれている。一つ目はパネルデータによって、国内企業を対象に役員の性別多様性と業績の関係を、内生性を考慮して分析するものである。二つ目はクロスセクション・データによって、役員の専門性の多様化を指標化し、業績に与える効果を性別による多様性と比較するものである。

分析の結果、女性役員がいる企業は、女性役員数の増加が業績を向上させる効果があることが一部認められた。さらに、社外役員の専門性の多様化を示す指標は、一定の値以降業績を向上させる効果があることが示唆された。

キーワード: 女性役員, 企業業績, 多様性, コーポレート・ガバナンス