

Title	女性役員比率と企業の経営効果について
Sub Title	
Author	郭, 玉倩(Guo, Yuqian) 太田, 康広(Ôta, Yasuhiro)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2022
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2022年度経営学 第3958号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002022-3958">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002022-3958</a>

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.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（ 2022 年度）

論文題名

女性役員比率と企業の経営効果について

主 査	太田 康広 教授
副 査	余田 拓郎 教授
副 査	大林 厚臣 教授
副 査	

氏 名	郭玉倩
-----	-----

## 論文要旨

所属ゼ ミ	太田 研究会	氏 名	郭玉倩
(論文題名)			
女性役員比率と企業の経営効果について			
(内容の要旨)			
<p>近年、女性役員の登用は、企業活動の活性化や成長に寄与することが期待され、企業経営に多様な視点を取り入れている。その背景には、出生率の低下による若年齢者の減少と平均寿命の向上により、人口に占める高齢者の割合の増加や、少子高齢化の進行がある。少子高齢化による就業人口の減少や共働き世帯の増加などもあり、女性活躍は企業にとって必要不可欠となっていると考えられる。</p> <p>女性の活躍推進を求める背景として、少子高齢化に伴い労働者不足の加速化が予想され、女性雇用の活用が求められてきたことや、グローバル化に伴い多様な人材を活用していこうという動きが高まっていることが挙げられる。このような背景として、日本政府が女性役員の登用を促進する中で、日本企業の女性役員の増加が企業の経営効果に影響を与えられとされる。</p> <p>そこで、本研究は、日本の上場企業を対象として女性役員比率と企業の経営効果について実証的に明らかにすることを目的とする。企業の経営効果については規模、収益性、成長性、リスク 4つの分野に関する指標を用いた分析を行う。女性が企業の指導的役割を果たすことは、多様な視点によってイノベーションを促進し、企業競争力や社会的評価が向上させ、企業価値の向上につながる。結果として、企業の経営効果に反映され、意義のあることと考える。</p> <p>そのために、本研究は、国内外の先行研究を調べ、それらを参考として、日本の上場企業を対象として 2018 年から 2022 年まで企業の 5 年度のパネルデータを用いて、女性役員比率が企業の経営効果について分析を行う。本研究の企業の経営効果を表す指標としては規模（売上高自然対数、従業員数）、収益性（ROA）、成長性（BTM）、リスク（負債比率）である。</p> <p>本研究の結果として、企業規模が女性役員比率に正の影響を与えることがわかった。また、女性役員比率と負債比率と有意にマイナスの効果があることで、女性役員の存在は、企業に対してリスク管理能力や変化の適応能力の向上に役立つ可能性があることがわかった。さらに、企業の成長性を表す指標として、BTM (book to market) が女性役員比率と有意にマイナスの関係を検証したことで、企業が女性役員の登用により、企業価値を増加し、成長性を高めていく傾向があると考えられる。</p>			

## 目次

1、はじめに	4
1-1、研究背景	4
1-2、研究目的	10
2、先行研究	11
3、仮説の構築	12
4、データの分析手法と分析結果	13
5、結論	21
6、今後の課題	22
7、参考文献	23

## 1、はじめに

### 1-1 研究背景

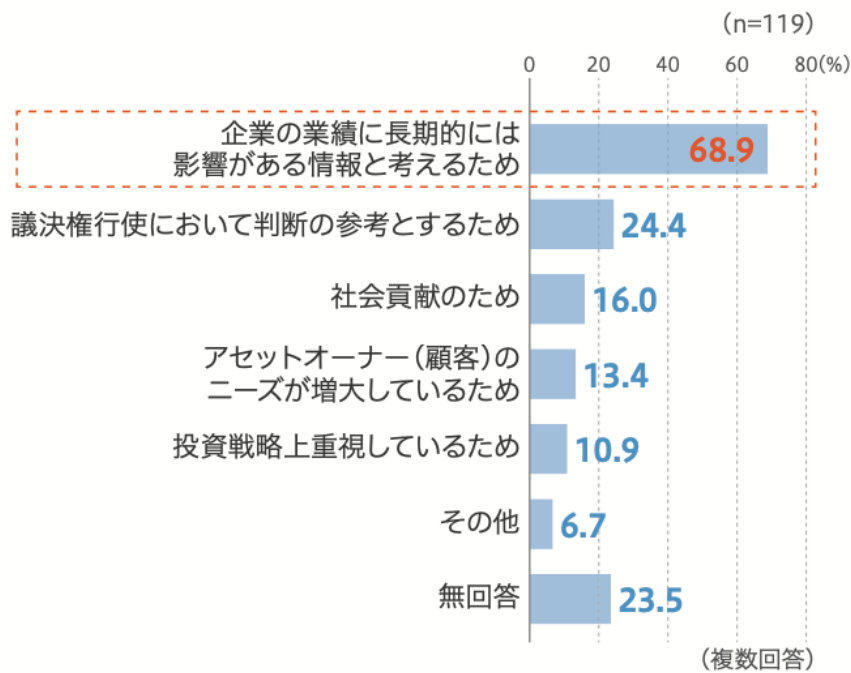
近年、企業は女性役員の登用を通じて、企業活動の活性化や成長に寄与することを期待し、企業経営に多様な視点を取り入れようとしている。その背景には、出生率の低下による若年齢者の減少と、平均寿命の向上により、全人口に占める高齢者の割合が増加するという少子高齢化の進行がある。少子高齢化による就業人口の減少や共働き世帯の増加により、女性活躍は企業にとって必要不可欠となっているといえる。

また、女性の活躍を一層進めるためには、女性従業員を増やすだけでなく、女性役員を増やすことによって女性が働きやすい職場を形成することが重要であるとされている。そして、多様性がますます重要視されている現代社会において、女性役員の登用は、企業経営に多様な視点を取り入れることで、企業の競争力や社会的評価の向上を通じ、企業価値を向上させると考えられており、企業が持続的に成長するために必要なことである。

こうした状況の中、資本市場において、定量的な財務情報に加え非財務情報である ESG(Environment(環境)・Social(社会)・Governance(ガバナンス) 情報を投資判断に組み込む ESG 投資への関心が高まっている。特に、ガバナンスの分野においては、女性を始めとする多様な構成員による取締役会での意思決定や、また社会分野においては、女性の活躍は中長期的な利益の向上や規模の拡大につながり、企業の経営効果や企業価値へのプラスの影響を与えることが期待されており、ESG 投資の観点から、女性活躍情報に注目が集められている。

内閣府男女共同参画局は 2018 年に行ったアンケート調査「ESG 投資における女性活躍情報の活用状況に関する調査研究」を実施し、その結果として約 7 割の機関投資家が、投資判断等において女性活躍情報を活用する理由を挙げるものとして、「企業の業績に長期的には影響がある情報と考えるため」と公表した(図表 1)。

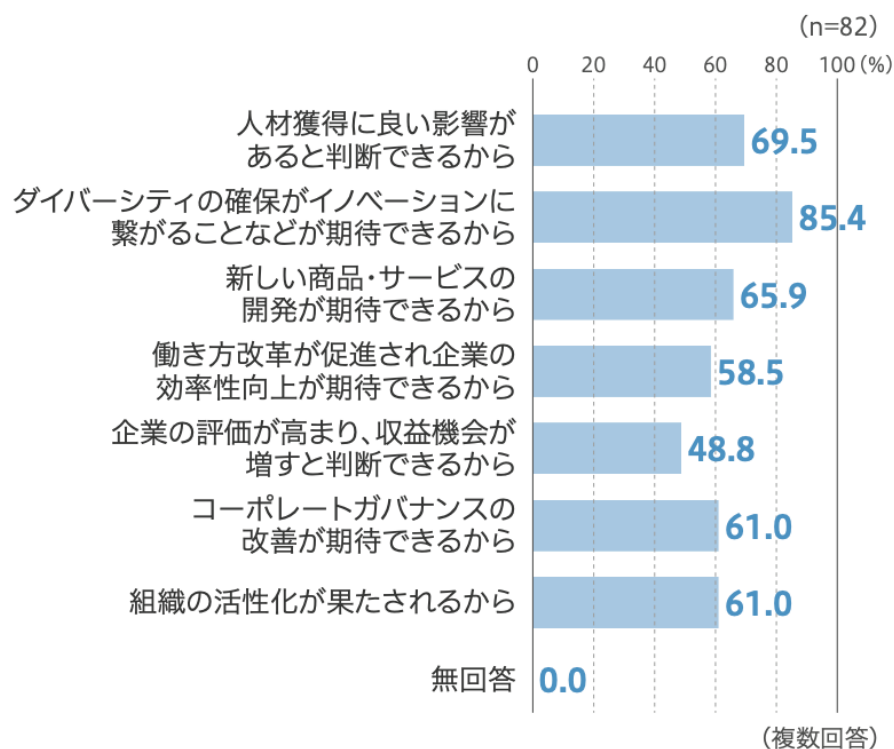
このことから、多くの機関投資家においても、「女性活躍の推進が長期的に企業の成長につながっていくと考えていることがうかがえる。」とまとめている。



出典：内閣府「ESG 投資における女性活躍情報の活用状況に関する調査研究 アンケート調査」より

図表 1

また、アンケート調査結果を通じて、機関投資家が女性活躍情報を企業の業績に影響がある情報と考える理由について、「ダイバーシティの確保がイノベーションに繋がることなどが期待できるから」との回答が 9 割近くに上がった。そして、「新しい商品・サービスの開発が期待できるから」との回答も 6 割以上に上っている（図表 2）。



出典：内閣府「ESG 投資における女性活躍情報の活用状況に関する調査研究 アンケート調査」より

図表 2

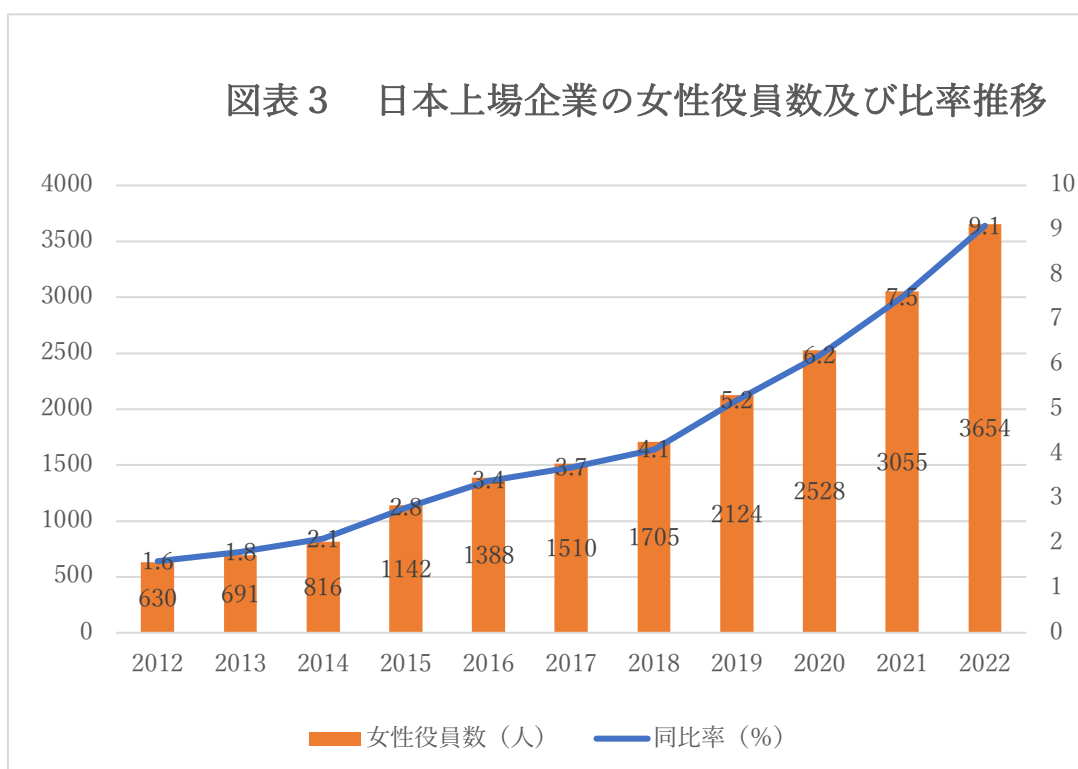
また、この調査研究の目的としては、機関投資家等の視点から、ESG 投資中でも、従業員に関する事柄を含む「S」と取締役会等のガバナンスに関する「G」を考慮した投資についての考えをまとめ、その内容を企業に発信することにより、今後より一層女性活躍の取組が加速され、労働市場や資本市場が活性化されることである。

日本政府が女性活躍推進に大きく力を入れるようになったのは、2003 年に内閣府男女共同参画局が、男女共同参画社会の実現に向けて女性差別撤廃を目的として、「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」という数値目標が決定されたことがある。

また、2013 年には、安倍総理(当時)は、成長戦略の実現に向けた経済界の取り組みと課題についての経済界との意見交換において「指導的地位に女性が占める割合が 2020 年で 30%」とする政府目標の達成に協力を求める中で、「役員に一人は女性を登用していただきたい」との要請を行った(内閣府男女共同参画局)。そして、政府は、第 4 次男女共同参画基本計画(2015 年)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(2020 年)」こととした。さらに、2020 年 12 月に閣議決定された「第 5 次男女共同参画基本計画」において、政策・方針決定過程への女性の参画拡大について、「2020 年代の可能な限り早期に指導的地位における女性の割合が 30%程度となるよう目指して取組を進める」こととした。

また、役員候補者の育成に加えて、2016 年度よりは、各企業の女性役員登用状況を一覧にして、「見える化」をした。そのことを通じ、企業には労働者、投資家及び消費者の目を意識させ、また他企業の状況を意識させることで企業経営層に、女性役員登用を促している。

そして、図表 3 は、『役員四季報』(東洋経済新報社)に基づいて作成した。2012 年から 2022 年までの日本における上場企業の女性役員数(棒グラフ)とその比率(折れ線グラフ) の推移を表しており、いずれも上昇していることが分かる。

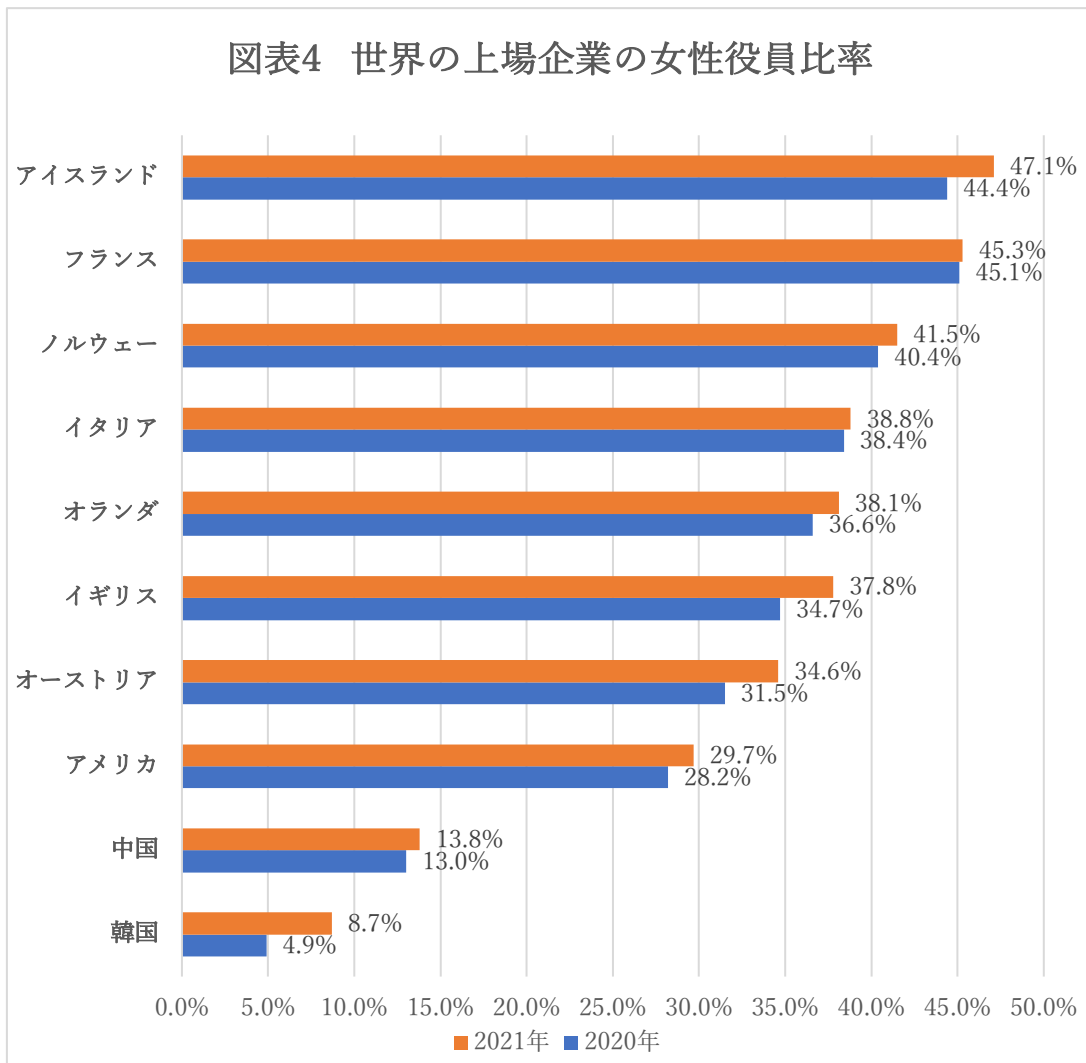


出典：東洋経済新報社「役員四季報」より筆者が作成。

2012 年から 2022 年の 10 年間で、上場企業の女性役員数は 5.8 倍に増え、取組みの成果が数字に表れていることがうかがえる。2022 年 7 月には、女性役員数は前年から 599 人増加して 3654 人となった。女性役員比率は 9%を超えており、政府の取組みは着実に成果を生み出し、今後もさらなる女性役員数の増加が予想される (図表 1)。しかし、その割合は世界の上場企業の女性役員割合と比較してみると、日本の女性役員比率は非常に低い水準に留まっている (図表 4)。



図表4 世界の上場企業の女性役員比率



出典:OECD「Social and Welfare Statistics」2020年と2021年の値より筆者が作成

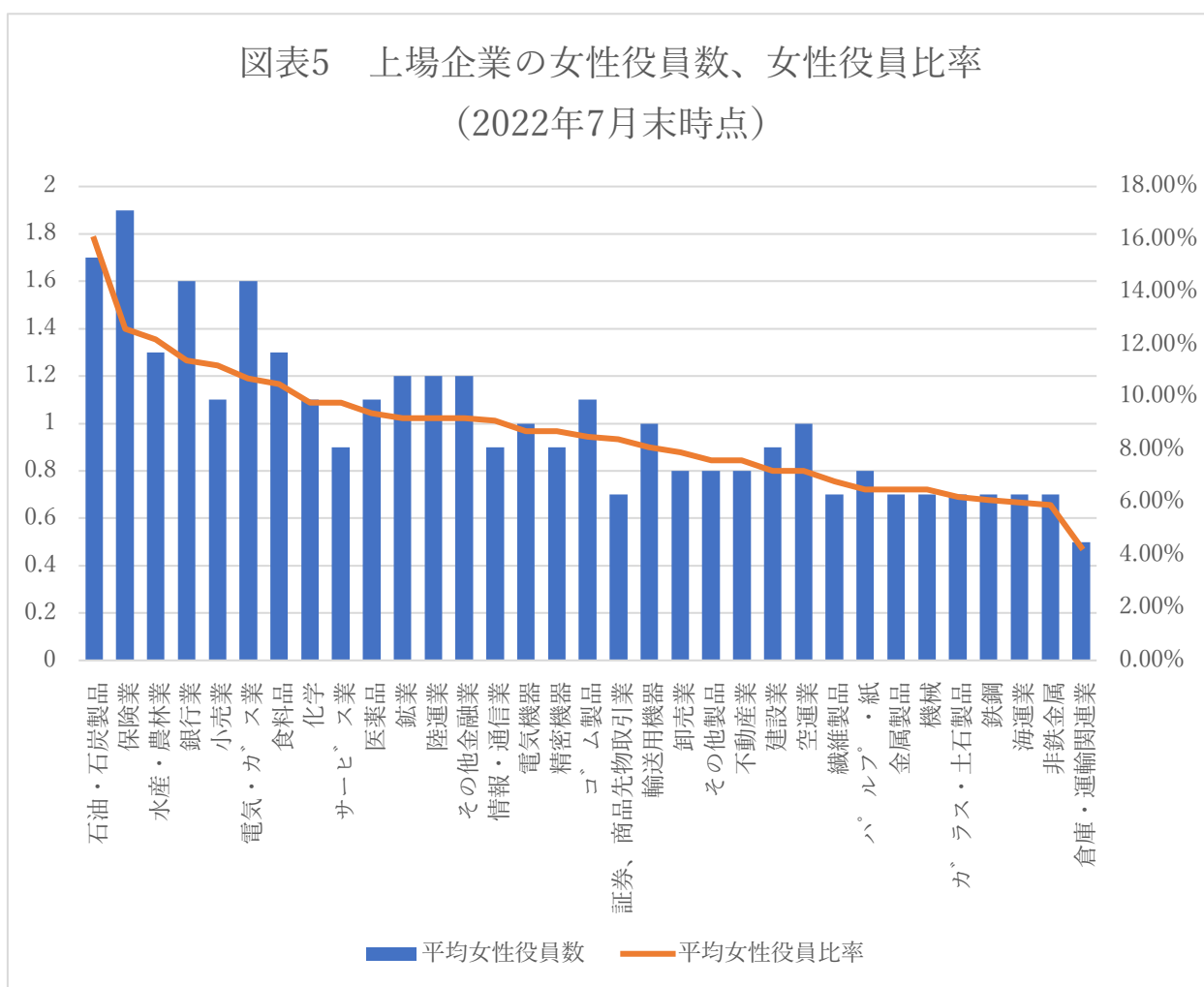
また、内閣府男女共同参画局の「女性役員情報サイト」より、有価証券報告書に記載されている上場企業の女性役員数と女性役員比率を業種別に確認した(図表5)。

図表5に示されたように、女性役員比率が最も高い業種は「石油・石炭製品」(16.0%)である。そして、「石油・石炭製品」に次いで女性役員比率が高い業種は、「保険業」(12.6%)であり、平均的な女性役員数が多い業種は「保険業」1.9である。そして、平均女性役員比率「保険業」の次に「水産・農林業」(12.2%)、「銀行業」(11.4%)、「小売業」(11.2%)、「電気・ガス業」(10.7%)、「食料品」(10.5%)が続き、平均女性役員比率は10%を超えている。

「倉庫・運輸関連業」(4.3%)は女性役員比率が一番低いで、それに続いて「非鉄金属」(5.9%)、「海運業」(6.0%)、「鉄鋼」(6.1%)、「ガラス・土石製品」(6.2%)である。製造

業の中では「食料品」(10.5%)や「医薬品」(9.4%)では女性役員比率が全業種平均を上回っている一方、「パルプ・紙」(6.5%)や「鉄鋼」(6.1%)、「機械」(6.5%)や「金属製品」(6.5%)はかなり低いことがわかった。そうした業界では、そもそも企業において指導的な地位に立つ女性の人材プールが小さく、女性役員比率が低くなっている可能性が考えられる。

図表5 上場企業の女性役員数、女性役員比率  
(2022年7月末時点)



出典：内閣府男女共同参画局「有価証券報告書に基づく上場企業の女性役員の状況(2022年7月末時点)」「女性役員情報サイト」より筆者が作成

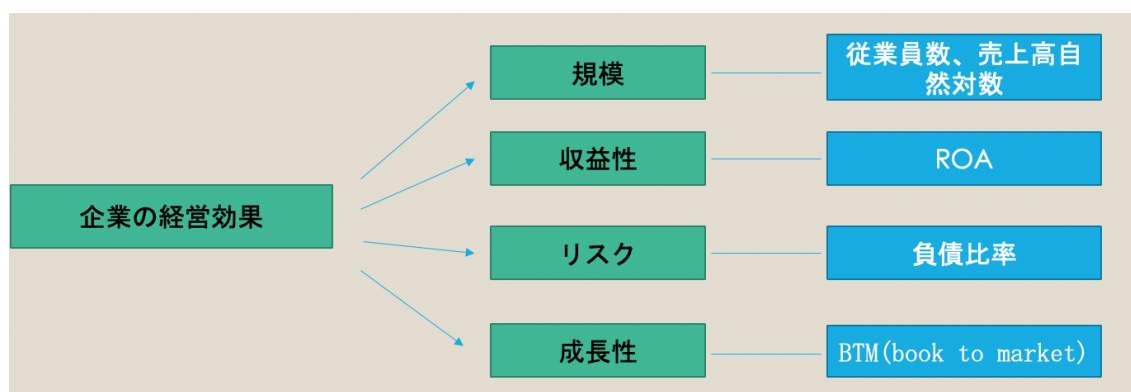
## 1-2 研究目的

女性の活躍推進を求める背景として、少子高齢化に伴い労働者不足の加速化が予想され、女性雇用の活用が求められてきたことや、グローバル化に伴い多様な人材を活用していこうという動きが高まっていることが挙げられる。このような背景として、日本政府は女性役員の登用を促進する中に、日本企業の女性役員の増加が企業の経営効果に影響を与えると考えられる。

そこで、本研究は、日本の上場企業を対象として女性役員比率と企業の経営効果について実証的に明らかにすることを目的とする。企業の経営効果については規模、収益性、成長性、リスク 4つの分野に関する指標を用いた分析を行う。女性が企業の指導的役割を果たすことは、多様な視点によってイノベーションを促進し、企業競争力や社会的評価が向上させ、企業価値の向上につながる可以考虑。結果としては企業の経営効果に反映され、意義のあることと考える。

そのために、本研究は、国内外の先行研究を調べ、それらを参考として、日本の上場企業を対象として 2018 年から 2022 年まで企業の 5 年度のパネルデータを用いて、女性役員比率が企業の経営効果について分析を行う。本研究の企業の経営効果を表す指標としては規模（売上高自然対数、従業員数）、収益性（ROA）、成長性（BTM）、リスク（負債比率）である（図表 6）。

図表 6



出典：筆者作成

本研究の構成は以下の通りである。第 2 節では先行研究のサーベイを行う。第 3 節では仮説の構築について説明する。第 4 節ではデータの分析手法と分析結果を示す。第 5 節で結論を述べる。第 6 節は今後の課題について述べる。

## 2、 先行研究

### 2-1 女性役員比率と企業価値において「有意な関係がある」とする研究

Siegel・児玉(2011) は、女性の経営参画と企業業績との関係について検証を行っており、わが国の製造業においては、女性役員や女性管理職を雇用することにより、収益性を高めており、その要因として一部は差別仮説であり、また別の要因として、女性管理職のリーダーシップによる生産性の向上に拠るものとしている。

大野(2020)は、東証一部上場、従業員 1,000 人以上、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 年までの株価と ROE を分析したところ、これらは日経平均や東証大型株を大きく上回っていることを示している。結果は、該当企業にはさまざまな規模の企業が含まれるにもかかわらず、株価の上昇率は日経平均を年平均 116.% アウトパフォーマンスするというものであった。しかし、この研究では、対象となった企業数は 6 社と少ないこと、分析結果は両者の相関関係を示しているが、因果関係を実証しているものではないことに注意を要する。

新倉・瀬古(2017)は、2011~2014 年の東証一部上場企業を対象に、メインバンク株式保有割合と指名委員会等設置の有無を説明変数として、固定効果モデル、変量効果モデル、操作変数法により女性役員と業績の関係を分析したところ、女性役員数の増加が業績を高める効果が認められたが、モデルを変えて検証したところその効果は見られなかった。なお、ジェンダーというデモグラフィ型多様性ではなく、職歴、能力、経験などのタスク型多様性について業績との関係を分析したところ、タスク型多様性と業績との関係は、一定程度までは負であるが、それ以降は正の関係があることが示唆されるという興味深い結果を出している。

一ノ宮(2011)は、日本の上場企業を対象として女性の活躍度と財務業績との関係を明らかにするため、2005~2007 年の女性管理職比率の変化率と 2006 年度の利益率(売上利益率、資産利益率、自己資本利益率)との回帰分析を行った。その結果、ダイバーシティ経営を志向している企業の業績は必ずしも良好でなかったが、女性取締役のみは資産利益率とは有意な正の相関関係が見られた。

松本(2016)では、海運事業者におけるダイバーシティの効果について、女性取締役の存在が企業のパフォーマンスに有意に正の影響を与えることを実証研究で明らかにしている。Mishra と Jhunjhunwala (2013) は、取締役会の多様性が企業経営にプラスに働く可能性として、複眼的な意思決定、経営人材プールの拡大、様々な市場や企業内の労働者の要請に対応可能、社会的なネットワーク向上による情報リソースの増加、社会的名声が高まる効果などを挙げている。

伊藤(2015)は、女性役員比率と収益性の関係について検証しており、女性役員比率 10 %以上の企業の ROE は分析対象企業全体の ROE を上回り、女性役員比率 10 %

未満の企業の ROE は分析対象企業全体の ROE を下回っていることを示している。伊藤・物江(2016)では、企業における女性登用と ROA および ROE(自己資本利益率)の関係について検証されており、女性管理職や女性役員が存在する企業の ROA や ROE は上場企業全体の ROA や ROE を上回っていることを示した。

## 2-2 女性役員比率と企業価値において「関係がない」とする研究

宮崎 (2017)では消費者に直接製品やサービスを提供する業種として食品、繊維 製品、小売、サービス業を営む日本企業 124 社を対象として、2009-2015 年の女性の活躍度と業績に関するパネルデータを用いて、2009~2012 年と 2012~2015 年の変数間の回帰分析を行った結果、男女勤続年数格差を縮小すると財務業績に正の影響を与えるが、女性取締役比率の変化は財務業績とは有意な相関関係はなかった。それは伊藤・物江(2016)で女性役員数が増加した企業業績は上場企業全体のそれより上回っていることを示した結果とは異なる結果が分かった。

伊藤(2018)は、8ヶ国の上場企業の女性役員の状況と企業業績との関係についての検証を行っており、その中で日本についての検証が行われており、女性役員の有無による企業業績の差は確認できないことを示した。

先行研究を概観して、女性役員比率が企業業績の研究が多いと分かった。女性役員比率が企業の経営効果との研究が少ないと考えている。そのため、本研究は、日本の上場企業を対象として女性役員比率と企業の経営効果について実証的に明らかにすることを目的として、企業の経営効果については規模、収益性、成長性、リスク 4つの方面について研究して行きたいと考えている。

## 3、 仮説の構築

少子高齢化によって労働人口が減っていることに加え、グローバル化が進む中では、さまざま人材による多様性が必要になる。企業のガバナンスにおいて、意思決定するメンバーが多様性に富んでいるほど、働きやすい環境で、やりがいに満ちた仕事出来る。また、公平公正に評価、登用されることは、従業員のモチベーション向上につながる。

また、企業規模の大きい会社は資金の余裕があることや人材活用に前向きであることで、成熟した会社である可能性が高いとみられる。そのため、企業は女性役員を積極的に取り組むことができると考えられる。そこで本研究では、次の仮説を検証する。

仮説 1：企業規模の大きい会社は女性役員比率が高い

内閣府が 2019 年 2 月に実施した「多様化する働き手に関する企業の意識調査」によ

ると、企業は多様な人材の活躍を促進するために、柔軟な働き方、ワーク・ライフ・バランスの促進、評価制度の見直し、マネージメント研修等、様々な取り組みを行っている。また、多様な人材の活躍は、企業の生産性にプラスの効果を与える可能性が示唆された。

そのためには、従業員にとって、男女共に働きやすい職場環境になることが重要である。なぜなら、女性役員を積極的に登用することで、商品やサービスに対する新しい付加価値を生み、労働生産性の向上を実現することで企業の収益性として ROA を高めることが期待されると考えているからである。そこで本研究では、次の仮説を検証する。

仮説 2：女性役員比率は高いほど、企業業績に正の効果をもたらす

企業の経営活動には多額の資金が必要となる場合が多いと考えられる。それで、流動資産が少なく、かつ負債比率が高いと、資金繰りが厳しくなり、リスク管理が崩れ、企業の経営が危ないと状況に陥るイメージがある。

そして、企業は女性役員比率を高めることによって、リスク管理能力や変化に対する適応能力（柔軟性）の向上をしていくことで、安定的な資金調達を通じて、生産性を高め、グローバル規模での持続的な競争力につながる可能性があると考えられる。そこで本研究では、次の仮説を検証する。

仮説 3：女性役員比率が高くなると、負債比率が小さくなる

BTM は成長性を表す指標として、PBR（直近実績決算期末の株式時価総額/自己資本）の逆数であり、割安株と評価されている企業、あるいは成長性が高い企業は BTM が低いといえる。成長性が高い企業ほど十分な経営資源を投下する余裕があって、女性役員を積極的に取り組むことで、企業価値を高めていく傾向があると考えられる。そこで本研究では、次の仮説を検証する。

仮説 4：成長性の高い企業は女性役員比率が高い

## 4、データの分析手法と分析結果

### 4-1 データについて

本研究で使用したデータはすべて日経 NEEDS からダウンロードして、2018 年から 2022 年まで日本の上場企業を対象として、企業の 5 年度のパネルデータである。サンプルサイズは 13,914 となっている。

データを分析した前にハウスマン検定を行った。その結果は固定効果モデルを採択されている。集計したデータが変量効果モデルと固定効果モデル両方を推計した時に、固定効果モデルの P 値が非常に小さいので、帰無仮説は棄却できると考えられる。従って、固定効果モデルが妥当だと結論づけることができる。

### 4-2 各変数について

- 女性役員比率：有価証券報告書に記載している情報から取得する。
- 売上高自然対数：企業規模を示す変数として、企業の売上高の自然対数を用いる。
- 総資産回転率： $\text{売上高} / \text{総資産} \times 100$
- 総資産自然対数：企業の総資産の自然対数を用いる。
- ROA： $\text{経常利益} / \text{総資産（前期）} \times 100$
- 負債比率： $\text{負債合計} / \text{総資産} \times 100$
- 有利子負債比率： $\text{有利子負債} / \text{自己資本} \times 100$
- 有形固定資産比率： $\text{有形固定資産} / (\text{総資産} - \text{現預金} - \text{のれん}) \times 100$
- 従業員数：企業の直近実績決算期の従業員数である。（連結優先）
- BTM(book to market)：PBR の逆数で、簿価時価比率として企業の成長性を表す指標である。
- 資本集約度： $\text{総資産} / \text{従業員数}$
- 労働装備率： $\text{有形固定資産} / \text{従業員数}$

本研究の企業の経営効果を表す指標としては規模（売上高自然対数、従業員数）、収益性（ROA）、成長性（BTM）、リスク（負債比率）である。

基本統計量

	サンプル数	平均値	標準偏差	最大値	最小値
女性役員比率	13,914	5.71	7.49	55.6	0
ROA	13,682	5.42	20.35	87.53	-2071.428
有利子負債比率	13,682	0.58	8.366	146.01	-936
総資産回転率	13,914	1.05	0.66	8.24	0
BTM	13,742	0.94	0.48	5.15	0.01
従業員数	13,905	5056.72	19,073	370,870	0
売上高自然対数	13,905	10.53	1.81	17.22	0
有形固定資産比率	13,914	0.3	0.21	0.97	0
負債比率	13,913	48.68	21.61	144.4	1.1
資本集約度	13,904	168.92	1148.71	55700.58	1
総資産自然対数	13,914	10.76	2.02	19.51	4.71

出典：筆者作成

本研究で用いた変数間の相関係数

	女性の役員	ROA	負債比率	総資産	総資産自然対数	従業員数	資本集約度	BTM	売上高自然対数	総資産回転率	有利子負債比率	有形固定資産比率
女性の役員比率	1											
ROA	0.017544	1										
負債比率	0.059755	-0.093425	1									
総資産	0.060344	-0.016337	0.154862	1								
総資産自然対数	0.115075	0.009196	0.260337	0.303839	1							
従業員数	0.10989	-0.002034	0.083657	0.352381	0.447851	1						
資本集約度	0.038957	-0.048177	0.193986	0.31241	0.2495	0.000254	1					
BTM	-0.169404	-0.09212	0.009067	0.029034	0.209562	-0.009082	0.044744	1				
売上高自然対数	0.111163	0.120094	0.185814	0.207562	0.883336	0.478487	0.06241	0.147896	1			
総資産回転率	0.005293	0.074818	0.074954	-0.117869	-0.309251	-0.068183	-0.159217	-0.169965	0.053336	1		
有利子負債比率	0.00591	-0.005936	0.062523	-0.00207	-0.00279	0.000173	-0.000811	-0.002334	-0.002715	0.000847	1	
有形固定資産比率	0.006797	-0.02051	0.004309	-0.082089	0.070005	0.015851	-0.10909	0.184225	0.114146	-0.117793	0.015778	1

出典：筆者作成

### 4-3 分析結果

まず、女性役員比率が企業規模に与える影響を考察する。

女性役員比率を被説明変数とし、企業規模を表す指標としては従業員数、売上高自然対数を説明変数で、BTM、ROA、負債比率、資本集約度、有形固定資産比率をコント



ロール変数としている。以上のことを回帰式（1）で表すと、

$$Y_i = \alpha + \beta X_1 + \beta X_2 + \gamma Z_1 + \gamma Z_2 + \gamma Z_3 + \gamma Z_4 + \gamma Z_5 + \varepsilon_i \quad (1)$$

$Y_i$  は女性役員比率、 $X_1$  は従業員数、 $X_2$  は売上高自然対数、 $Z_1$  は BTM、 $Z_2$  は ROA、 $Z_3$  は負債比率、 $Z_4$  は資本集約度、 $Z_5$  は有形固定資産比率、 $\varepsilon_i$  は誤差である。

そして、(1)式にデータを入れて、重回帰分析の結果は従業員数、売上高自然対数が女性役員比率に対して推定係数が有意にプラスである。上場企業における企業規模が大きいと女性役員比率が高いことが見られる。仮説1は支持する結果が得られた。

女性役員比率を被説明変数として

	Parameter	T-stat
従業員数	0.0001***	6.6634
売上高自然対数	2.6523 ***	12.42
BTM	-0.2705*	-1.7041
ROA	-0.036***	-4.7265
負債比率	-0.0264***	-3.9081
資本集約度	0.0002	1.5794
有形固定資産比率	2.6469***	2.8462
R-squared:	0.0358	

\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

出典：筆者作成

これによって想定される要因としては、企業規模の大きい会社は資金の余裕があることや人材活用に前向きであることで、成熟した会社である可能性が高いとみられる。図表5のように、平均的に女性役員数が多い「保険業」において、女性が多いイメージが多く、ワーク・ライフ・バランスの施策と男女ともに働きやすい環境を整えている企業が多いと考えられている。それによって従業員のモチベーションや企業に対する忠誠心などが上がり、多様な人材、特に優秀な人材を引き付けるような力が高まってくる。そのため、企業規模が大きい会社は女性役員を積極的に取り組む可能性が高いと考えられる。

次に、女性役員比率が企業業績に与える影響を考察する。

企業の業績を表す指標として ROA を被説明変数で、女性役員比率を説明変数とする。そして、従業員数、売上高自然対数、総資産回転率、BTM、負債比率、資本集約度、有形固定資産比率をコントロール変数とする。以上のことを回帰式 (2) で表すと、

$$Y_i = \alpha + \beta X_1 + \gamma Z_1 + \gamma Z_2 + \gamma Z_3 + \gamma Z_4 + \gamma Z_5 + \gamma Z_6 + \gamma Z_7 + \varepsilon_i \quad (2)$$

$Y_i$  は ROA、 $X_1$  は女性役員比率、 $Z_1$  は BTM、 $Z_2$  は負債比率、 $Z_3$  は従業員数、 $Z_4$  は売上高自然対数、 $Z_5$  は資本集約度、 $Z_6$  は有形固定資産比率、 $Z_7$  は総資産回転率、 $\varepsilon_i$  は誤差である。

そして、(1)式にデータを入れて、重回帰分析の結果は女性役員比率が ROA と有意に負の効果があるとわかった。

仮説 2 は支持しない。

ROA を被説明変数として

	Parameter	T-stat
女性の役員比率	-0.0627***	-4.7241
BTM	-2.7694***	-13.335
負債比率	-0.2148***	-24.799
従業員数	-7.28**	-2.5561
有形固定資産比率	-3.7497***	-3.0533
売上高自然対数	8.2009***	30.156
総資産回転率	0.979***	3.2286
R-squared:	0.1641	

\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

出典：筆者作成

先行研究によって、女性役員比率が企業業績とプラスの関係がある、マイナスの関係がある、有意な関係がないことがわかった。本研究は 2018 年から 2022 年まで日本の上場企業を対象として、この期間において 2020 年から外部要因として新型コロナウイルスの流行で政府の緊急事態制限などの対策の影響によって、企業の業績が悪くなるこ

とが多かった。そのため、企業の女性役員比率が高くなっても、企業業績にマイナスの影響を与える可能性があると考えられる。また、保険業をはじめ金融業は、調査期間（2018年から2022年）は低金利のため業績が低くなっていたと考えられ、企業業績へ与える影響がまだ顕在化していない可能性がある。本研究は業種を区別しないで分析を行ったため、保険業のデータの影響で女性役員比率が企業業績に正の効果をもたらさないと考えている。

また、負債比率が女性役員比率との関係を考察する。

企業のリスクを表す指標として負債比率を被説明変数で、女性役員比率を説明変数とする。また、従業員数、売上高自然対数、総資産回転率、BTM、ROA、有形固定資産比率をコントロール変数とする。以上のことを回帰式(3)で表すと、

$$Y_i = \alpha + \beta X_1 + \gamma Z_1 + \gamma Z_2 + \gamma Z_3 + \gamma Z_4 + \gamma Z_5 + \gamma Z_6 + \varepsilon_i \quad (3)$$

$Y_i$  は負債比率、 $X_1$  は女性役員比率、 $Z_1$  はBTM、 $Z_2$  は負債比率、 $Z_3$  は従業員数、 $Z_4$  は売上高自然対数、 $Z_5$  は有形固定資産比率、 $Z_6$  は総資産回転率、 $\varepsilon_i$  は誤差である。

(3)の式によって、重回帰分析の結果は負債比率が女性役員比率と有意に負の効果があるとわかった。

仮説3は支持される。

負債比率を被説明変数として

	Parameter	T-stat
女性の役員比率	-0.0584***	-3.9063
ROA	-0.2728***	-24.799
BTM	-2.1264***	-9.0422
売上高自然対数	4.8456***	15.309
従業員数	5.81E-05*	1.8084
有形固定資産比率	3.8879***	2.8091
総資産回転率	-3.1474***	-9.2458
R-squared:	0.0765	

\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

出典：筆者作成

以上の結果により、女性役員比率が高くなると、負債比率が小さくなることがあると考えられる。ここで、負債比率が小さくなるのは女性役員比率が高いからという原因としては考えにくいかもしれない。本研究の負債比率は企業の負債合計を総資産で割るものになっている。総資産の値が高くなると、負債比率が小さくなる。そのため、負債比率と関連がある総資産は女性役員比率の関係を検証してみたいと考える。

そして、女性役員比率を被説明変数として、総資産自然対数を説明変数とする。ROA、負債比率、有形固定資産比率、従業員数、売上高自然対数をコントロール変数とする。以上のことを回帰式 (4) で表すと、

$$Y_i = \alpha + \beta X_1 + \gamma Z_1 + \gamma Z_2 + \gamma Z_3 + \gamma Z_4 + \gamma Z_5 + \varepsilon_i \quad (4)$$

$Y_i$  は負債比率、 $X_1$  は女性役員比率、 $Z_1$  はROA、 $Z_2$  は負債比率、 $Z_3$  は従業員数、 $Z_4$  は売上高自然対数、 $Z_5$  は有形固定資産比率、 $\varepsilon_i$  は誤差である。(4) の式によって、重回帰分析の結果は総資産自然対数が女性役員比率と有意に正の効果がある。そして、総資産が高くなると、女性役員比率が高くなると見られる。以上のことより、女性役員員の存在は企業に対してリスク管理能力や変化の適応能力の向上に役立つ可能性があることが考えられる。

女性役員比率を被説明変数として

	Parameter	T-stat
総資産自然対数	5.1817***	20.494
ROA	-0.0258***	-3.5795
負債比率	-0.0292***	-4.458
有形固定資産比率	1.7585*	1.923
従業員数	0.0001***	5.9918
売上高自然対数	-1.0296***	-4.4393
R-squared:	0.0555	

\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

出典：筆者作成

また、女性役員比率が企業のリスクとの関係を考察する際に、同じ2018年から2022

年まで日本の上場企業を対象にして企業リスクを表す指標を有利子負債比率（有利子負債/自己資本×100）で表す。そして有利子負債比率が女性役員比率との関係を検証した。その結果は有利子負債比率（有利子負債/自己資本×100）と女性役員比率が有意な関係を見出していない。

有利子負債比率（有利子負債/自己資本×100）を被説明変数として

	Parameter	T-stat
女性の役員比率	0.0073	0.3132
ROA	0.0113	0.655
BTM	0.6731*	1.8275
売上高自然対数	-0.7962	-1.606
従業員数	-5.68E-06	-0.1129
有形固定資産比率	1.6222	0.7484
総資産回転率	-0.2059	-0.3862
R-squared:	0.0008	

\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

出典：筆者作成

最後、仮説4としてBTMが女性役員比率との関係を考察する。

企業の成長性を表す指標としてBTM (book to market) を被説明変数で、女性役員比率を説明変数とする。負債比率、従業員数、売上高自然対数、総資産回転率、ROA、有形固定資産比率をコントロール変数とする。以上のことを回帰式(5)で表すと、

$$Y_i = \alpha + \beta X_1 + \gamma Z_1 + \gamma Z_2 + \gamma Z_3 + \gamma Z_4 + \gamma Z_5 + \varepsilon_i \quad (5)$$

重回帰分析の結果はBTMが女性役員比率と有意に負の効果があるとわかった。仮説4は支持される。

BTM (book to market) を被説明変数として

	Parameter	T-stat
女性の役員比率	-0.0011*	-1.7481
ROA	-0.0064***	-13.335

負債比率	-0.0039***	-9.0422
従業員数	2.38*	1.74
有形固定資産比率	0.2687***	4.5595
総資産回転率	-0.1197***	-8.2434
売上高自然対数	0.1047***	7.6995
R-squared:	0.0318	

\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

出典：筆者作成

以上の結果により、女性役員比率が高くなると、BTM が低いと分かった。BTM が低い会社の特徴は高い技術力やノウハウを持っているとか、社会的にニーズの高い商品とかサービスを扱っているという点が挙げられる。そして、このような会社において、女性役員の登用によって、グローバル化するなかで、多様化するニーズへの対応やリスク分散の観点から幅広い知識と多様な価値観をもたらすことで、経営効率を高めると期待している。

## 5、 結論

本研究は 2018 年から 2022 年まで日本の上場企業を対象として、企業の 5 年度のパネルデータを用いて、女性役員比率が企業の経営効果に与える影響について分析した。

そして、本研究の結果としては、企業規模が女性役員比率と正の影響があるとわかった。また、女性役員比率と負債比率と有意に負の効果があることで、女性役員の存在は企業に対してリスク管理能力や変化の適応能力の向上に役立つ可能性があることがわかった。さらに、企業の成長性を表す指標として、BTM (book to market) が女性役員比率と有意に負の関係を検証したことで、企業が女性役員の登用により、企業価値を増加し、成長性を高めることを期待できると考えられる。

そのために、女性の活躍推進は、少子高齢化に伴う人口減少が深刻化する日本において、多様な視点によってイノベーションを促進し、経済社会に活力をもたらすものであり、持続的成長のために不可欠なものである。また、女性役員の登用は、企業経営に多様な視点を取り入れることで、企業活動の活性化や成長に寄与することが期待され、政府の成長戦略の要のひとつとされている。さらに、女性が企業の責任ある地位で活躍することは、グローバルな競争が激化する中で、企業の経営効果に反映される。それに対して、今後ますます少子高齢化が進む日本では、企業がこれまで以上に女性役員を増やしてい

く可能性が高いと考えられる。

## 6、 今後の課題

今後の具体的な研究課題として二点を考える。

本研究が使用したデータは 2018 年から 2022 年まで日本の上場企業を対象として、企業の 5 年度のパネルデータである。そこは業種を特定しなく、金融業を含める 33 業種のサンプルを使用した。図表 5 の示したように金融業は女性役員比率が高く、自己資本が小さいイメージがあるため、また調査期間において、低金利のため業績が低くなっていた。それが企業業績へ与える影響が顕在化していない可能性があると考えられる。これらのことから、将来においては女性役員の増加が企業業績に正の影響を与える可能性があると考えられる。そのため、今後の研究課題として 1 点目は業種に金融業を排除して、女性役員比率と企業業績の関係を改めて検証したいと考えている。

また、この期間において 2020 年から外部要因として新型コロナウイルスの流行で政府の緊急事態制限などの対策の影響によって、企業の業績が悪くなるが多かった。この際に企業の女性役員比率が高くなっても、企業業績が下がることの可能性があると考えられる。そして二点目の研究課題として、今後は新型コロナウイルスを発生した前の 5 年間（2015 年から 2019 年まで）を対象期間にして女性役員比率と企業の経営効果について検証して行きたいと考えている。

## 謝辞

本論文執筆にあたって、多くの方々からご指導をいただき、心から感謝申し上げます。指導教員および主査である太田康広教授には、始終適切な助言を賜り、手厚いご指導をいただきました。また、同じ太田ゼミの博士後期課程の久保田さんには、統計の手法に関する知見について、多くのアドバイスをいただき、本当に感謝しております。

そして、副査である余田拓郎教授ならびに、大林厚臣教授には、数々のご指導、ご指摘を深く感謝申し上げます。



## 参考文献

- 1、 Siegel, Jordan・児玉直美 [2005], 「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.
- 2、 一ノ宮士郎(2011)「ジェンダーダイバーシティが企業業績に及ぼす影響」『会計』, 180(1), pp. 72-87.
- 3、 Mishra and Shital Jhunjunwala: Diversity and the Effective Corporate Board, 2013, Academic Press.
- 4、 松本守[2016], 「海運事業者におけるダイバーシティ効果の実証研究」『海事交通研究』 65, 2016, pp. 13-22.
- 5、 伊藤正晴 [2015], 「ESG ポートフォリオのリターン分析 1 ～女性活躍関連のポートフォリオ」 『大和総研』 .
- 6、 伊藤正晴 [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」 『大和総研調査年報』 32 秋季号 , pp. 66-84.
- 7、 伊藤正晴・物江陽子 [2016], 「日本企業における 女性登用の動向と企業パフォーマンス」 『大和総研調査年報』 21 新春号 , pp. 64-91.
- 8、 宮崎正浩 [2017], 「企業における女性の活躍度と業績との関係」 『跡見学園女子大学マネジメント学部紀要』 24, pp. 25-42.
- 9、 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 —女性役員 比率 30% 以上の日本企業の株価と ROE の分析—」 『立命館産業社会論集』 55 (4), pp. 1-19.
- 10、新倉博明 瀬古美喜[2017], 「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」 『三田学会 雑誌』 Vol. 110, No. 1 (2017. 4), pp. 1-20.
- 11、内閣府男女共同参画局「女性役員情報サイト」  
<https://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/yakuin.html#n04>.
- 12、内閣府「ESG 投資における女性活躍情報の活用状況に関する調査研究」  
[https://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/pdf/30esg\\_research\\_01.pdf](https://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/pdf/30esg_research_01.pdf).
- 13、OECD「Social and Welfare Statistics」  
[https://www.oecd-ilibrary.org/social-issues-migration-health/data/oecd-social-and-welfare-statistics\\_socwel-data-en](https://www.oecd-ilibrary.org/social-issues-migration-health/data/oecd-social-and-welfare-statistics_socwel-data-en).
- 14、東洋経済新報社「役員四季報」2022年版.