

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—

大野 威ⁱ

2010年代以降、欧米諸国では女性役員比率が大きく上昇した。これに対し日本では、女性役員比率は世界の中で最も低い水準にとどまっている。そこで本稿は最初、先進諸国における女性役員比率の現状と歴史的推移を明らかにするとともに、女性役員増加の背景にある欧州を中心とした女性役員義務化の仕組みを明らかにする。本稿はついで、女性役員と企業業績、株価との関係を分析した海外および国内の先行研究を整理し、女性役員がとくに3人以上の場合、株価や企業業績に変化があらわれるとする臨界質量理論が多くの先行研究で検証されていることを明らかにする。そして本稿は最後に、女性活躍推進データベースから東証一部上場、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、ROE（自己資本利益率）を分析する。分析の結果は、女性役員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マンスしているというものである。

キーワード：女性役員，企業業績，ROE，株価，女性割当制度，限界質量理論

目次

はじめに

1 女性役員登用の実態

- (1) 海外の状況
- (2) 国内の状況

2 女性役員義務化の動き

- (1) ノルウェー
- (2) アイスランド
- (3) フランス
- (4) ドイツ
- (5) そのほかの国

3 女性役員登用と株価、業績の関係を分析した先行研究

- (1) 海外の先行研究
- (2) 国内の先行研究

4 日本における女性役員登用先進企業の分析まとめ

はじめに

2010年代にはいって欧米上場企業で女性役員比率が大きく上昇した。これに対し日本の上場企業の女性役員比率は世界でもっとも低い水準にとどまっております。その改善が大きな社会的課題になっている¹⁾。本稿は、各国における女性役員の状況や女性役員の増加をめぐるこれまでの議論を整理、検証することをつうじて、この課題解決に貢献しようとするものである。

本稿は、まず女性役員登用の状況を国際比較し、欧州を中心に女性役員増加に大きな役割を果たした女性役員義務化の仕組みを明らかにする。ついで、女性役員と企業業績・株価との関係を論じている先行研究を整理し、女性役員がとくに3人以上の場合、株価や企業業績に変化があらわれるとする臨界質量

i 立命館大学産業社会学部教授

理論が多くの先行研究で検証されていることを示す。最後に本稿は、女性活躍推進データベースから東証一部上場、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、その株価、ROE（自己資本利益率）が日経平均や東証大型株を大きくアウトパフォーマンスしていることを明らかにする。

1 女性役員登用の実態

(1) 海外の状況

各国の女性役員比率については多くの調査データが存在している。近年の調査データとしてはMSCI、欧州ジェンダー平等研究所（European Institute for Gender Equality: EIGE）、マッキンゼー（McKinsey & Company）によるものがよく知られている。

MSCIは、グローバルな株式指数を提供しているアメリカ企業である。同社は、2017年10月時点で先進国と新興国46か国の代表企業2,451社で構成する株式指数MSCI ACWI Indexを提供している。そのうちアメリカ企業が587社、日本企業が321社をしめる。この2,451社について2017年における女性役員の比率を示したのが図1である。女性役員の比率は高い順に、ノルウェー42.2%、フランス40.8%、スウェーデン37.7%、イタリア35.8%となっている。一方、日本は5.3%でパキスタンなどとともに最下位グループを形成している。さらにこの調査によれば、指数対象の日本企業のうち女性役員が3人以上いる企業は0.6%にすぎず、女性役員が一人もいない企業が52.3%となっている（Eastman 2017）。

欧州ジェンダー平等研究所EIGEは、ジェンダー平等をめざして2006年に設立されたEUの専門機関である。EIGEは、各国の主要企業（最大50社）を対象に女性役員数（比率）のデータを収集、公開している。欧州統計局（Eurostat）も各国の女性役員比率を公開しているが、そのデータはEIGEのデータを利用している。ところで後述するように現在、一定数あるいは一定比率の女性役員を義務化する国が増えているが、EIGEのデータをもとに欧州につ

いてこうした義務化をしている国としていない国にわけて2003年から2018年にかけての女性役員比率の推移をあらわしたのが図2と図3である。

マッキンゼーもまた2017年、G20諸国それぞれについてトップ50社を対象に女性役員比率のデータを公表している（McKinsey & Company 2017）。同社によると、2017年における女性役員比率は高い順にフランス39%、イタリア33%、オーストラリア30%、ドイツ28%、低い順にサウジアラビア1%、日本2%、韓国3%となっている。

マッキンゼーが最初に主要国の女性役員比率のデータを公表したのは2007年であった。このときマッキンゼーは同時に女性役員がとくに多い欧州企業89社の分析をおこない、こうした企業のROE、EBIT（利払いおよび税引前利益）、株価上昇率が同業平均より高いことを明らかにしている（McKinsey & Company 2007）。

以上3つの調査結果を比較したのが表1である。MSCIの調査でとくに女性役員比率が高い11か国（表1のノルウェーからスペイン）では、調査間の違いは5%以下にとどまっている。一方、デンマーク、オランダ、ドイツ、ギリシャ、ルクセンブルク、ポーランド、ポルトガル、ハンガリー、チェコについては5%をこえる違いがみとめられる。とくに後者の国々については、調査により結果に大きなばらつきがあることに留意する必要がある²⁾。

(2) 国内の状況

近年における日本企業の女性役員比率については前述の国際的調査とはべつにさまざまな調査が存在している。ここでは男女共同参画局、東京商工リサーチセンター、東京証券取引所による3つの調査結果を取り上げる。

男女共同参画局は、2019年より前は有価証券報告書をもとに、2019年以降については『役員四季報データベース』（東洋経済新報社）をもとに女性役員数のデータを作成、公表している³⁾。同調査の対象は上場企業3,740社で海外機関による日本調査より

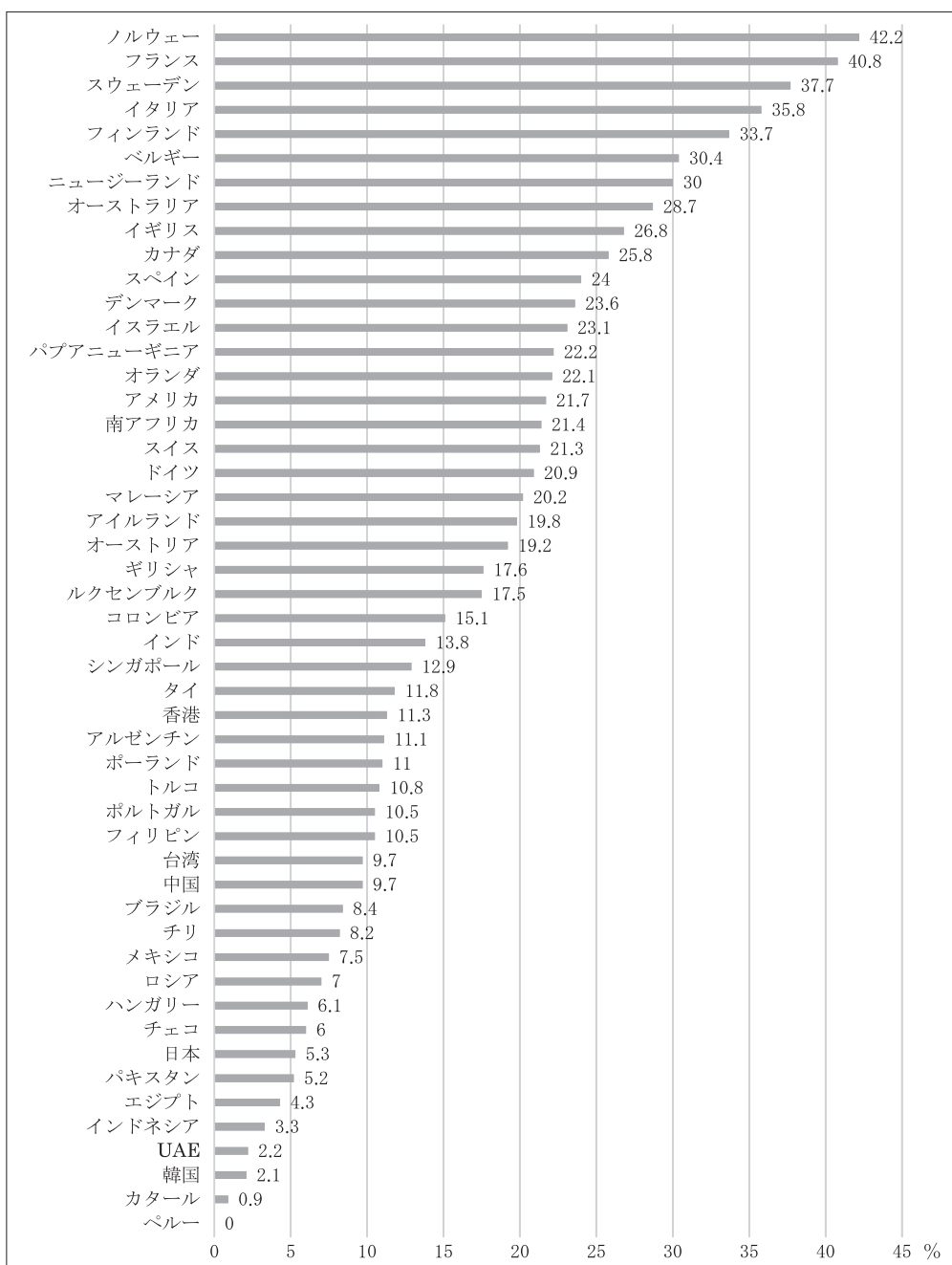


図1 MSCI ACWI Index 構成企業 (2,451社) における国別の女性役員比率 (2017年)

出所: Eastman 2017

広範囲なものとなっている。2019年7月末時点における調査結果は、企業あたりの男性役員数は平均10.4人、女性役員数は平均0.6人、女性役員比率は

5.0%となっている。業種別にみた場合、女性役員比率が高いのが石油・石炭製品(11社)の8.6%、銀行業(87社)の7.3%、保険業(14社)の7.1%(カッ

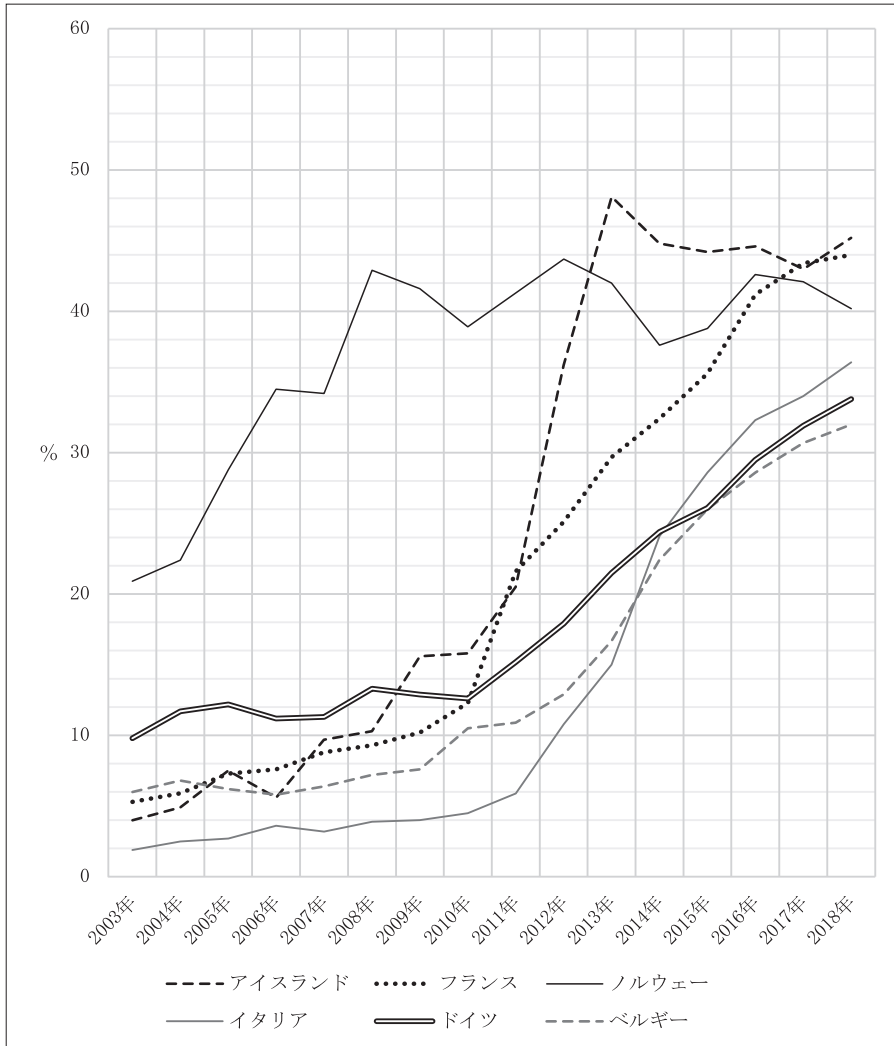


図2 女性役員を義務化している国（欧州）における女性役員比率の推移

出所：Eurostat

コ内は調査対象企業数)。逆に女性役員比率が低いのがパルプ・紙(26社)の2.0%, 鉱業(6社), ガラス・土石製品(58社), 金属製品(93社)それぞれ2.8%となっている⁴⁾。

東京商工リサーチセンターもまた、すべての証券取引所に上場している3,490社について有価証券報告書(2018年1月-12月決算)をもとに女性役員比率を公表している。それによると、女性役員比率は全体で4.2%(1,662人)。女性役員比率が30%以上の

企業比率は0.64%, 30%未満20%以上が2.83%, 20%未満10%以上が16.13%, 10%未満が80.37%となっている。とくに女性役員がゼロの企業は63.6%(2,223社)となっている(東京商工リサーチセンター2019)。男女共同参画局と東京商工リサーチセンターによる知悉調査の結果はMSCIの調査結果と整合的で後者のデータの正確さを裏づけている。

なおこのほかにも東京証券取引所が、東証1部、東証2部、マザーズ、JASDAQに株式を上場してい

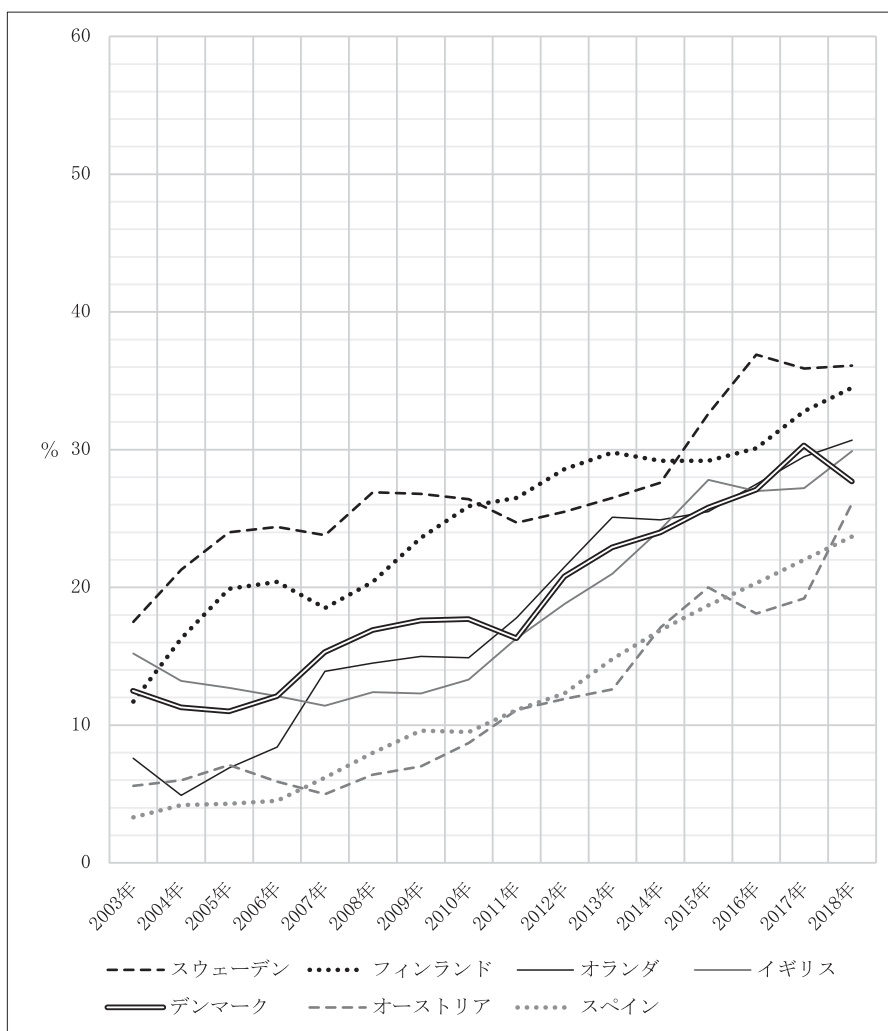


図3 女性役員を義務化していない国（欧州）における女性役員比率の推移

出所：Eurostat

る内国企業3,594社（2018年7月13日時点）が提出したコーポレートガバナンス報告書をもとに女性役員がいる企業比率を算出、公開している。ただ、コーポレートガバナンス報告書では役員への女性登用に關する記述が任意とされていることなどから、公開されている数値は前2つの調査より大幅に低いものになっている⁵⁾。

2 女性役員義務化の動き

(1) ノルウェー

図1に明らかなように、日本とくらべると欧米諸国の女性役員比率はきわめて高いものとなっている。このひとつの要因となっているのが、欧州を中心とした女性役員の義務化（割当制度）の流れである。表2は、欧州でこれまで一定比率の女性役員を義務づけた国の一覧である。ここでは、ノルウェー、ア

表1 3調査における女性役員比率（2017年）の比較

	MSCI	EIGE	マッキンゼー
ノルウェー	42.2	42.1	
フランス	40.8	43.4	39
スウェーデン	37.7	35.9	
イタリア	35.8	34	33
フィンランド	33.7	32.8	
ベルギー	30.4	30.7	
ニュージーランド	30		
オーストラリア	28.7		30
イギリス	26.8	27.2	25
カナダ	25.8		27
スペイン	24	22	
デンマーク	23.6	30.3	
イスラエル	23.1		
バプアニューギニア	22.2		
オランダ	22.1	29.5	
アメリカ	21.7		22
南アフリカ	21.4		20
スイス	21.3		
ドイツ	20.9	31.9	28
マレーシア	20.2		
アイルランド	19.8	17.6	
オーストリア	19.2	19.2	
ギリシャ	17.6	11.3	
ルクセンブルク	17.5	12	
コロンビア	15.1		
インド	13.8		12
シンガポール	12.9		
タイ	11.8		
香港	11.3		
アルゼンチン	11.1		7
ポーランド	11	20.1	
トルコ	10.8	13.4	10
フィリピン	10.5		
ポルトガル	10.5	16.2	
中国	9.7		10
台湾	9.7		
ブラジル	8.4		7.2
チリ	8.2		
メキシコ	7.5		7
ロシア	7		8
ハンガリー	6.1	14.5	
チェコ	6	14.5	
日本	5.3		2
パキスタン	5.2		
エジプト	4.3		
インドネシア	3.3		14
UAE	2.2		
韓国	2.1		3
カタール	0.9		
ペルー	0		
サウジアラビア			1

出所：Eastman 2017, McKinsey & Company 2017および Eurostat
注：単位%

表2 一定比率の女性役員を義務化している国

	成立年	基準	達成期限
ノルウェー	2003	40%	2008
アイスランド	2010	40%	2013
ベルギー	2011	33%	2017
イタリア	2011	33%	2015
フランス	2011	20%	2013
		40%	2016
ドイツ	2015	30%	2016

イスランド、フランス、ドイツをとりあげ女性役員義務化の仕組みを説明する。

先進主要国のなかで一定割合あるいは一定人数の女性役員をおくことを最初に義務化したのはノルウェーである。1992年、オスロ証券取引所の上場企業には764人の役員がいたが女性役員は26人（3.4%）という低水準であり、1990年代初頭から2002年までその水準（4-6%）が続いた。この状況をかえるためノルウェー議会は2003年、公開株式会社（public limited company）、国有企業、複数自治体が所有する企業について男性と女性それぞれが役員の40%以上とならなければならないとする法律を可決した（Norwegian Public Limited Liability Companies Act 第6条11項）。ノルウェーは、ドイツをはじめ欧州に広くみられる従業員代表制度、すなわち役員の一部を従業員から選挙で選出する仕組みをとっているが、株主が選出する役員についてこの40%ルールが適用されることになった。

ところでこの法律は、2005年7月までに40%の目標が達成されれば発効しない仕組みになっていた。しかし実際には、女性役員比率は2002年の6%から2005年には12%にまで増加したが40%の目標にはおよばなかったため、2005年秋に法律の発効が決定した。この結果、新しく設立される公開株式会社については2006年から、既存の公開株式会社については2008年から40%ルールが適用されることになった。違反企業に対しては政府から警告状がだされ、改善されなければ企業名が公表され、それでも改善がみ

られない場合は公開株式会社の廃止（解散）になるとされている（矢野 2009; Teigen 2012; Huse 2014; Teigen 2015）。

これによりノルウェーの女性役員比率は数年のうちに40%まで急激に上昇することになった。すなわち2002年に6%、2005年に12%だったノルウェーの女性役員比率は、4年後の2009年には40%にまで急上昇し、以降2019年まではほぼその水準で安定している⁶⁾。

(2) アイスランド

ノルウェーの立法に影響をうけ、次に女性役員の義務化をおこなったのがアイスランドである。アイスランド議会は2010年3月、年を平均して50人以上を雇用する企業に対し男性と女性それぞれが役員の40%以上にならなければならないとする法律を可決した。40%達成については2013年9月1日までが猶予期間とされた（Rafensdóttir et al. 2014）。この結果、アイスランドにおける女性役員比率は2010年に15.8%だったものが、3年後の2013年には48.1%にまで急上昇し、その後2019年まで45%前後の水準が続いている⁷⁾。

(3) フランス

2008年、フランスの女性役員比率は9.3%でEU28か国の平均10.8%を下まわっていた。フランスの代表的株式指数CAC40の構成企業でも女性役員比率は10%前後にとどまり、フランスを代表する500企業のうち女性役員がゼロの企業が半数以上という状況であった（Gresy 2014）。

こうした状況をかえるため、2011年1月、フランス議会は従業員500人以上あるいは売上高5,000万ユーロ以上のすべての上場企業について、① 2013年末までに男性と女性それぞれが役員の20%以上を占めること、② 2016年末までに男性と女性それぞれが役員の40%以上を占めることを義務化する法律を制定した。法律違反に対して罰金など刑事罰は設けられなかったが、法律に違反して任命された役員は

任命が無効になるとされた。この法律の対象企業は2,000社におよんだ（Teigen 2012; Gresy 2014）。

この結果、2010年に12.3%だった女性役員比率は、2011年21.6%、2012年25.1%、2013年29.7%と急上昇し、2016年には41.2%まで上昇した。2017年以降は43-4%の水準となっている⁸⁾。

(4) ドイツ

2009年、ドイツの女性役員比率は12.9%とEU28か国の平均11%をわずかに上まわる状況であった⁹⁾。前述のようにドイツの企業の統治形態は、おもに業務の執行をになう取締役会（Aufsichtsrat）と取締役の選出、監督、長期目標の設定などをおこなう監査役会（Vorstand）の2層システムとなっている。またドイツでは共同決定法により、従業員2,000人以上（鉄鋼・石炭は1,000人以上）の企業では監査役会の半数を従業員の選挙で選出しなければならないとされている。ドイツではとくに取締役会で女性進出が遅れ、2009年、ドイツを代表する株式指数DAX30の構成企業をみると監査役会の女性比率11.7%に対し、取締役会の女性比率は0.5%にとどまっていた。この状態は徐々に改善し、2012年になると女性役員比率は17.9%に上昇。DAX30の構成企業でも監査役会の女性比率は19.7%、取締役会の女性比率は7.8%まで上昇した（Langenbacher 2013）。

こうしたなかドイツでは2013年の選挙をへてCDU/CSU（キリスト教民主同盟/キリスト教社会同盟）とSPD（社会民主党）の大連立政権が誕生し、2015年3月、大企業に役員の最低30%を女性にすることを義務づける法律が成立した。法律の対象となるのは上場企業かつ共同決定法の適用をうける大企業およそ100社である。対象となる企業は2016年1月1日までに監査役会あるいは取締役会の最低30%を女性にすることが義務づけられた。そして罰則として、基準を満たさないで任命された役員は無効になるほか、最高5万ユーロの罰金が科されることになった（Fedorets et al. 2019）。

ドイツの女性役員比率は法律が制定された2015年

には26.1%であったが、2016年には29.5%、2017年には31.9%、2018年には33.8%まで上昇している¹⁰⁾。

(5) そのほかの国

表2にあげた国のほか、欧州ではスペインが民間企業に一定比率の女性役員をおく努力をするよう求めているほか、フィンランド、デンマーク、オランダなどで「遵守するか、そうでない場合は（守れない合理的な）理由を説明する comply or explain」を原則とするコーポレート・ガバナンス・コードなどとして一定数ないし一定比率の女性役員の目標が設定されている¹¹⁾。

女性役員を義務化するうごきは欧州以外にも広がっている。2018年9月、米カリフォルニア州は、同州に本社をおく企業に対し2019年末までに最低一人の女性役員をおくことなどを義務づける法律を制定した（Fuhrmans et al., 2018）。またインドやマレーシアなどアジアでも女性役員を義務化する法律を制定する国が登場している（Terjesen et al. 2015; Eastman 2017）。

3 女性役員登用と株価、業績の関係を分析した先行研究

(1) 海外の先行研究

女性役員の増加を求める声が大きくなり、実際に女性役員比率が上昇するにつれて、女性役員の存在あるいは女性役員比率の高さが企業業績や株価にどのような影響を与えるかを分析する先行研究が多くあらわれた。代表的なものを民間によるもの、学術的なものにかけて整理すると次のようになる。

民間による調査でよく知られているのがマッキンゼー、カタリスト、クレディスイスによる調査報告書である。マッキンゼーが2007年に公表した報告書は、時価総額1.5億ユーロ以上の欧州の全上場企業のなかから、女性役員の比率・人数、CEO（最高経営責任者）かCFO（最高財務責任者）に女性が就任しているか否か、年次報告書に性的多様性にかかわる

社内統計を記載しているか否かなどを基準にトップへの女性登用が進んだ89企業を選びだし、その企業業績（2003-5年）を業種別平均と比較している。報告書は、女性登用が進んだ企業は平均するとROEが10%、EBITが48%業種別平均より高いという結果がえられたとしている。また2005-7年の株価と比較すると、女性登用が進んだ企業の株価上昇率は業種別平均の1.7倍になったとも報告されている（McKinsey & Company 2007）。

同じ2007年、カタリストも女性役員比率が高い企業ほど企業業績がすぐれているという調査結果を公表している。カタリストは各国の企業やCEOと協力しながら世界中で女性が働きやすい職場の構築をめざしている非営利団体である。カタリストは、フォーチュン500社を対象に、女性役員比率が上位1/4のグループと下位1/4のグループの企業業績（2001-4年）を比較し、前者は後者よりROEが53%、ROS（売上高利益率）が42%、ROIC（投下資本利益率）が66%高い結果がえられたとしている（Catalyst 2007）。

クレディスイスは2012年、MSCI ACWI Indexを構成する約2,400社を対象におこなった2005-11年の企業業績の分析結果を公表した。クレディスイスによれば、女性役員が一人以上いる企業のROEは16%と女性役員がいない企業より4%高く、PBR（株価純資産倍率）も2.4倍と女性役員がいない企業の1.8倍より高くなっている。また前者の純利益の伸び率は平均14%と後者より4%高くなっている（Credit Swiss 2012）。クレディスイスは、2014年と2016年には対象企業をCSG3000の構成企業に変更・拡大し、前記調査と同様に女性役員がいる企業のほうが、女性役員がいない企業よりすぐれた企業業績をあげていることを明らかにしている（Credit Swiss 2014; Credit Swiss 2016）。

一方、学術的な先行研究は①女性役員の存在あるいは比率の高さと企業業績や株価の良好さの間に正の相関関係を認めるもの、②その関係を否定するもの、それぞれが多数存在する。それぞれ代表的

なものを年代順にまとめると次のようになる。

まず比較的早い時期におこなわれた前者の代表としてカーターらの研究をあげることができる。カーターらは、フォーチュン1,000社のなかで必要なデータが得られた797社（1997年）を対象に分析をおこなっている。ちなみに1997年において、対象米企業の24.8%の企業に女性役員が一人も存在せず、大半の企業（46.9%）で女性役員は一人だけという状況であった。分析の結果、女性役員がいる企業は、株式市場で企業の将来がどのように評価されているかをあらわすTobin's Qが統計的に有意に高いことが明らかにされた（Carter et al. 2003）。

ヨエックスらは、ドイツの上場企業151社を対象に女性役員が3人以上となったとき、企業業績（2000-5年）に正の影響が生じるとする臨界質量理論（critical mass theory）の検証をおこなっている。ヨエックスらによれば、女性役員がいない企業のROEが9.6%であるのに対し、女性役員がいるが20%以下の企業ではROEは7.7%に低下し、女性役員が20-40%、40%以上の企業になるとROEがそれぞれ12.3%、12.4%に上昇していることが明らかになった。ヨエックスらはこれを臨界質量理論を支持するものだとしている（Joecks et al. 2013）。

トーチアらもノルウェーの328社について女性役員が3人以上の場合、企業の革新性が高まることを明らかにしている。トーチアらは、女性役員が1人あるいは2人の場合、圧倒的多数の男性から女性に対するステレオタイプな見方にそって行動するよう強い圧力をうけがちである、男性のインフォーマルな人的ネットワークに入るのが困難であるなどの理由で組織に変化をもたらすことが困難になるとしている。そして女性役員が3人以上になると、絶対的な男性多数派と女性少数派という関係がなくなり、女性役員が創造的に影響力を発揮できるようになるとしている（Torchia et al. 2011）。マッキンゼーの調査報告も、上級経営者に女性が3人以上いる企業は、アカウントビリティなど組織の卓越性を評価する指標がそうでない企業より高くなることから、

平均10人からなる役員会に対し3人というのが組織に変化をもたらす臨界質量（最低基準）になっているとしている（McKinsey & Company 2007）。

サバティエは、CAC40の200社について、女性役員比率が平均以上の企業グループと平均以下の企業グループにわけ2008-12年の企業業績を比較し、前者のROE、ROA（総資産利益率）、Tobin's Qが後者より高いことを明らかにしている（Sabatier 2015）。ほかにもテルジェスン、カニャンら多くの研究が女性役員比率の高い企業について、女性役員比率が低い企業よりROE、ROA、Tobin's Qが高くなることを実証している（Lückerath-Rover 2013; Terjesen et al., 2016; Conyon et al. 2017）。

一方で、女性役員比率の高さと企業業績や株価の間に相関関係がない、あるいは負の相関関係があるとする先行研究も少なくない。前者に属するのがカーターらとマリノバラである。

先にアメリカ企業を対象に女性役員と企業業績の間に相関関係があることを明らかにしたカーターらは、S&P500の構成企業を対象に1998年から2002年について女性役員とTobin's QとROAの関係を分析し、両者の間に統計的に有意な関係は認めることができないとする結論を引きだした。カーターらは、両者の間に負の相関関係もみとめられないとしたうえで、女性の役員登用は企業業績以外の基準に基づいて進められるべきだと主張している（Carter et al. 2010）。

マリノバラは、オランダの上場企業186社とデンマークの上場企業84社（金融業を除く）を対象に、女性役員の比率あるいは有無とTobin's Qの間に相関関係があるかを2007年について分析した。ちなみに対象企業の女性役員比率は6.4%で、女性役員の88%が監査役に集中していた。また女性役員が一人以上いる企業はオランダが25.5%、デンマークが50%であった。分析の結果は、女性役員がいる企業のTobin's Qは平均2.671で女性役員がいない企業の2.085を上まわった。しかし、マリノバラは、企業規模、創業からの年、業種などをコントロールすると

女性役員の比率（あるいは有無）と Tobin's Q の間に統計的に有意な相関関係は認められなくなるとしている (Marinova et al. 2010; Marinova et al. 2016)¹²⁾。

さらに進んで女性役員と企業業績の間に負の相関関係を見いだしているのがアダムスらとエイハーンらである。

アダムスらは、S&P500, S&P MidCap (中型株指数), S&P SmallCap (小型株指数) の構成企業1,939社を対象に、1996年から2003年にかけて女性役員の存在と Tobin's Q と ROA の関係を分析し、両者の間に統計的に有意な正の相関関係はみいだせず、むしろ弱いながらも負の相関関係がみとめられると結論している (Adams et al. 2009)。

エイハーンらは、2001年から2009年にかけてノルウェーの248社の分析をおこない、女性役員の義務化が発表されたことにより株価が大幅下落するとともに、その後数年にわたって Tobin's Q が大きく減少したことを明らかにしている。エイハーンらは、女性役員の増加と Tobin's Q には負の相関関係がみとめられるとしている (Ahern et al. 2012)。一方、エクボらはこれに反証している。エクボらは1998年から2013年にかけてオスロ証券取引所上場企業について分析をおこない、2000年代初頭におこったノルウェーの株価下落はITバブルの崩壊による世界的な株価下落の影響を受けたもので、それと独立に女性役員義務化による株価下落や Tobin's Q の減少はみとめられないとする研究成果を公表している (Eckbo et al. 2016)。

(2) 国内の先行研究

国内でも、女性役員の存在ないし比率の高さと企業業績や株価の間に正の相関があるとする研究と、それを否定する研究が存在している。

正の相関関係をみとめているのが一ノ宮、シーゲルらである。一ノ宮は、金融・保険を除く東証一部、二部上場企業2,341社を対象に、製造業と非製造業それぞれについて企業規模をコントロールしたうえ

で、2007年の女性役員比率と2006年度の ROS, ROA, ROE, 期末株価との相関関係を分析している。その結果、女性役員比率と ROS, ROA, 期末株価の間に正の相関関係が認められることが示されている (一ノ宮 2011)。

シーゲルらは、事業所・企業統計調査、企業活動基本統計調査、賃金構造基本統計調査のパネルデータ (2001, 2004, 2006年) を利用して女性役員比率と企業業績との関係を分析している。調査では、製造業において高い女性役員比率と ROA の間に相関関係が認められることが示されている。ただサービス業については、両者の間にわずかであるが負の相関関係があるとされている (Siegel et al. 2011)¹³⁾。

一方、松本と宮崎の調査結果は女性役員比率と企業業績に正の相関関係がみとめられないことを示している。宮崎は、124社の2009-2015年のデータにもとづき女性取締役比率と ROA の関係を分析している。結果は、両者に相関関係がないというものであるが、宮崎はこの理由について対象企業の中で女性取締役が存在する企業でもそのほとんどは1名にとどまり、1名の女性取締役が入っても企業経営に大きな影響を与えることは難しいのではないかと述べている (宮崎 2017)。

松本は TOPIX500に属する236社の2008年から2013年のデータにもとづき女性取締役比率と ROA および Tobin's Q の間に相関関係があるか分析している。結果は、業種などをコントロールすると両者の間に統計的に有意な相関関係はみとめられないものとなっている (松本 2019)。

4 日本における女性役員登用先進企業の分析

先にみたように女性役員の存在 (比率) と企業業績に相関関係があるかについて先行研究の判断はわかれている。そのなかにあって比較的一貫した実証結果がでてるのが10人前後の役員会にあって3人以上の女性役員がいる場合、企業業績への影響が確認されるとする臨界質量理論である (McKinsey &

表3 女性役員比率20%以上の企業特性

	役員 数	うち 女性	女性 比率	監査 役	うち 女性	比率	常勤 監査	うち 女性	社外取 締役 社外監 査役	うち 女性	女性 比率	33業種区分	TOPIX インデックス ⁽²⁾	外国法人等 所有比率
A	9	6	66.7	3	1	33.3	1	1	6	3	50	化学	Small 2	3
B	11	5	45.5	5	3	60	2	1	6	4	66.7	化学	Large 70 ⁽³⁾	39.5
C	9	3	33.3	4	1	25	2	0	4	2	50	サービス業	Small 1	41.8
D	9	3	33.3	3	1	33.3	1	0	8	3	37.5	食料品	Mid 400	44.2
E	12	4	33.3	4	1	25	1	0	6	4	66.7	小売業	Mid 400	16
F ⁽¹⁾	9	3	33.3	〈4〉	〈2〉	50	〈0〉	〈0〉	6	3	50	食料品	Mid 400	24.7
6社平均	9.8	4	40.7	3.8	1.5	39.1	1.2	0.3	6	3.2	52.8			28.2
G	12	3	25	3	1	33.3	1	1	3	0	0	繊維製品	Small 2	58.4
H	17	4	23.5	4	2	50	1	1	4	2	50	不動産業	Mid 400	19.6
I ⁽¹⁾	9	2	22.2	〈3〉	〈1〉	33.3	〈1〉	〈0〉	3	2	66.7	食料品	Small 2	5.1
J ⁽¹⁾	9	2	22.2	〈3〉	〈0〉	0	〈1〉	〈0〉	3	0	0	サービス業	Small 1	24
4社平均	11.8	2.8	23.4	3.3	1	30.8	1	0.5	3.3	1	30.8			26.8
10社平均	10.6	3.5	33	3.6	1.3	36.1	1.1	0.4	4.9	2.3	46.9			27.6

出所：各社有価証券報告書（2018年1-12月期）

注：(1) 監査等委員会設置会社。監査役の〈 〉で示された人数は取締役のうち監査等委員として選任された人数。常勤監査の〈 〉内の人数は常勤監査等の人数。

(2) Large 70 とは TOPIX 算出指数対象のうち時価総額、流動性の高さが31位から100位までの70銘柄。Mid 400 とは、同101位から500位までの400銘柄。Small 1 とは、同501位から1000位までの500銘柄。Small 2 とは同1001位以降の全銘柄。

(3) B は日経平均の採用銘柄にもなっている。

Company 2007; Torchia et al. 2011; Joecks et al. 2013)。しかしながら、国内については管見の限り臨界質量理論を検証した研究がない。そこで、政府が公開している「女性の活躍推進企業データベース」を利用し、女性役員比率30%以上の国内上場企業の特性と業績を明らかにする¹⁴⁾。

女性の活躍推進企業データベースには2019年1月3日現在、14,224社の行動計画、11,436社のデータが含まれ、そのなかに女性役員の数と比率も入っている。今回は、同データベースから、女性役員（単体の取締役および監査役）が30%以上、従業員1,000人以上、東証一部上場という条件をすべてみたす企業を抽出し、その株価、ROEにどのような特徴があるか分析した¹⁵⁾。なお、抽出の条件を3人ではなく30%としたのは、東証上場企業（2018年）では取締役が平均8.28人、監査役会が平均3.54人で、

取締役と監査役から構成される取締役会が欧米より多人数になっていることを考慮したためである（東京証券取引所 2019）。なお、女性役員比率が30%を超える企業が少なかったため、あわせて20%以上の企業についても分析をおこなった。

表3は、女性役員比率20%以上、従業員1,000人以上、東証一部上場の条件に該当する10企業の女性役員比率などをまとめたものである。女性の活躍推進企業データベースで設定した条件に該当した企業は17社あったが、有価証券報告書（2018年1-12月期）で女性役員比率を確認したところ7社で女性役員が20%未満となっていたためこれを除外し、最終的に10社が残った¹⁶⁾。

表3にあるように女性役員比率が30%を超えるのはわずか6社である。比率を20%まで下げても該当企業は10社にとどまる。表4は欧米でMSCI ACWI

表4 3人以上の女性役員がいる企業の割合

	対象企業数	女性役員3人以上の企業割合
フランス	70	100%
イタリア	18	100%
ノルウェー	9	100%
スウェーデン	29	96.6%
ベルギー	10	80%
ドイツ	55	80%
フィンランド	12	75%
スペイン	23	65.2%
デンマーク	17	64.7%
イギリス	112	64.3%

出所：Eastman 2017

注1：2017年10月16日時点でのデータ

注2：対象は MSCI ACWI Index の構成企業

Index の構成企業で女性取締役が3人以上いる企業の割合を示したものであるが、日本との違いが際立っている¹⁷⁾。

10社の女性役員は合計35人であるが、そのうち社外取締役および社外監査役が23人（66%）を占めている¹⁸⁾。東証の33業種区分にしたがえば、10社のうちわけは食料品3社、化学2社、サービス業2社、小売業、繊維製品、不動産業各1社となっている。企業規模は、日経平均採用銘柄でかつ TOPIX の上位31位から100位に相当する Large 70 の構成企業が1社、同101位から400位に相当する Mid 400 構成企業が4社、同501位から1,000位に相当する Small 1 に区分されるものが2社、同1001位以下に相当する Small 2 に区分されるものが3社とさまざまな企業規模に分散している。また外国法人等の株式保有比率は10社平均で27.6%と、2018年度における全国4証券取引所全体の29.1%よりわずかであるが低くなっている¹⁹⁾。

2014年から2018年について、女性役員比率30%以上の6社と同20%以上30%未満の4社の年間株価上昇率と日経平均、東証一部単純平均の年間上昇率（すべて3月末を基準）をあらわしたのが図4であ

る。女性役員比率30%以上の6社の株価の年間上昇率は、東証一部単純平均を期間すべて大きく上まわっており、上昇率の差は平均すると年12.8%となっている。6社のうち日経平均に採用されているのは1社のみで日経平均にくらべると規模の小さい企業が多いが、その株価上昇率は日経平均も大きくアウトパフォーマンスしている。6社の株価上昇率は2015年と2017年に日経平均の上昇率をわずかに下まわりますが、他の3年間は日経平均の上昇率を10%以上アウトパフォーマンスしている。その結果、6社の株価上昇率は平均すると年11.6%日経平均を上まわることになっている。

女性役員比率20%以上30%未満の4社の株価上昇率は、2018年を除き同30%以上の株価上昇率を下まわっている。2018年に株価上昇率の逆転が生じているが、これはJの株価が前年比190%高騰し女性役員比率20%以上30%未満の株価上昇率を大きく押し上げたためである。期間をつうじてみると女性役員比率20%以上30%未満の株価上昇率は、同30%以上のそれを平均して年4.1%、2018年を除く4年でみると平均して年14.5%下まわっている。

女性役員比率20%以上30%未満の株価上昇率を日経平均および東証一部単純平均と比較すると、2018年をのぞく4年間、その株価上昇率は東証一部単純平均を年平均7.6%上まわりますが、日経平均を年平均5.1%下まわっている²⁰⁾。この4社の規模をみると、Mid 400に属する企業が1社のみで、Small 1に区分されるものが1社、Small 2に区分されるものが2社と小規模な企業が多い。そこで参考までに東証一部上位100社をあらわす大型株（TOPIX 上位1-30位に相当する Core 30 と Large 70 を合わせたものに相当）、同101位から500位をあらわす中型株（Mid 400に相当）、同501位以下をあらわす小型株（Small 1 および2に相当）それぞれと4社の株価上昇率を比較したのが図5である。図5からは4社の株価上昇率は2014年を除き東証一部大型株（東証一部上位100社）の上昇率を上まわっていることが示されている。

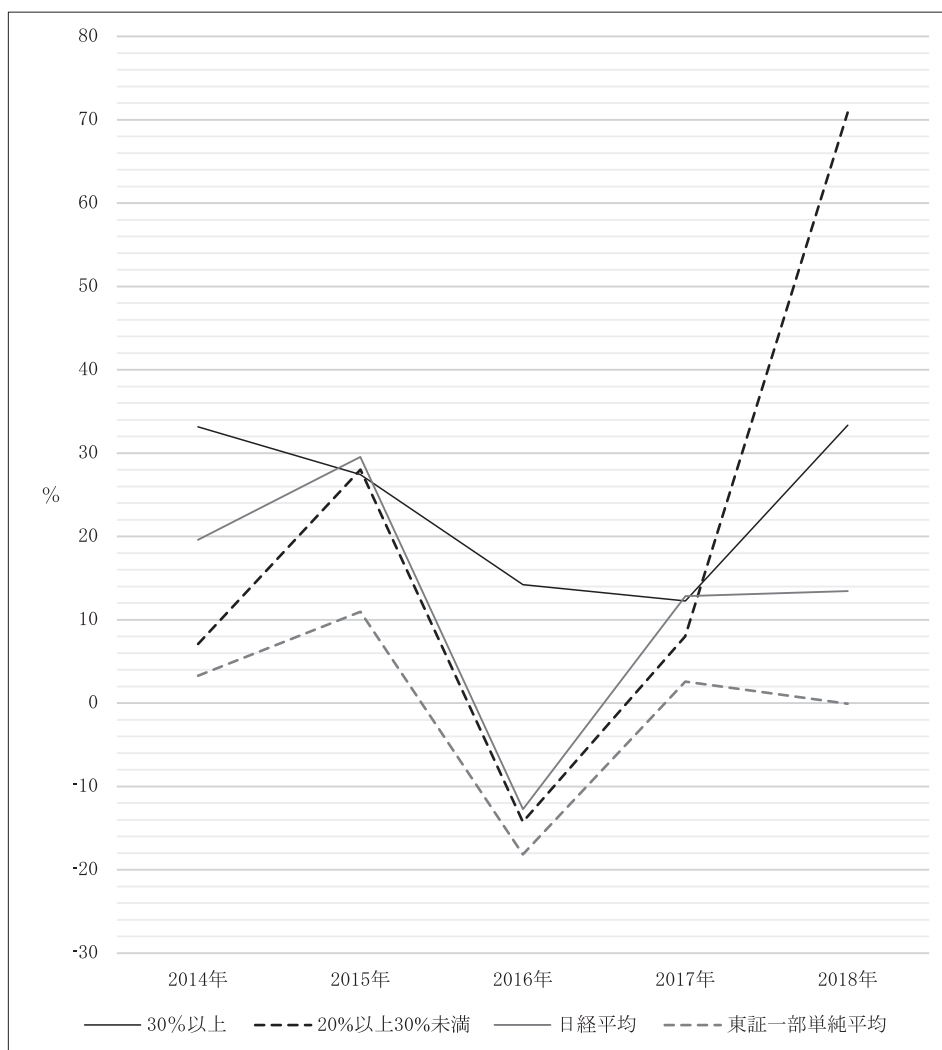


図4 年間株価上昇率 1

注：基準は3月末。

最後に10社のROEをみておきたい。図6は、2014年から2018年について、女性役員比率30%以上の6社と同20%以上30%未満の4社のROEを東証一部の総合（全体）、大型株、中型株、小型株のROEと比較したものである。女性役員比率30%以上の6社のROEは2017年と2018年に大型株のROEをアンダーパフォーマンスしているが、それ以外はベンチマークとなるすべてのROEをアウトパフォーマンスしている。期間をつうじた6社のROEは平均9.17%

で、東証一部の全体6.6%、大型株8.9%、中型株6.9%、小型株6.1%をすべて上まわっている。その一方で、女性役員比率20%以上30%未満の4社のROEは2018年を除き、すべてのベンチマークを大きく下まわっている。期間をつうじた4社のROEは平均4.3%となっている。

サンプルサイズが小さいためあくまで記述的な比較となるが、女性役員比率30%以上の企業については株価上昇率、ROEについて日経平均、東証一部大

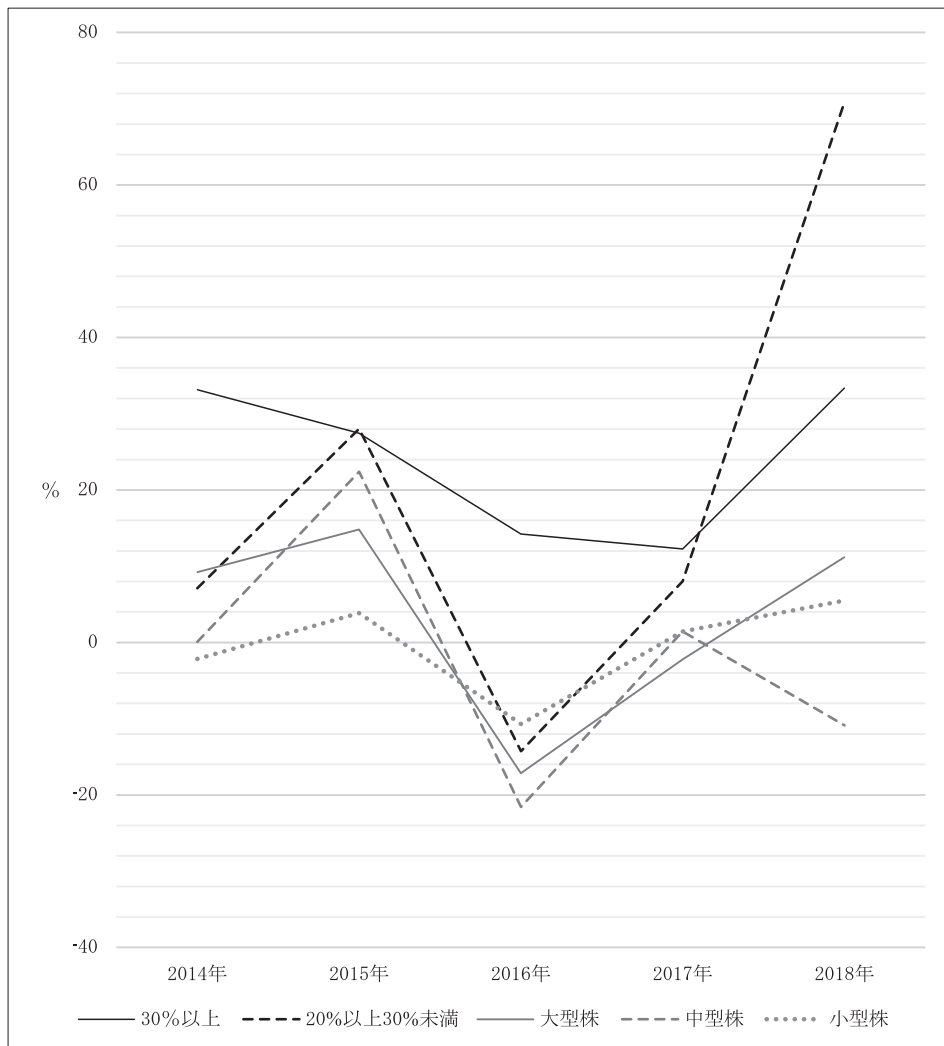


図5 年間株価上昇率 2

注1：基準は3月末。

注2：大型株は東証一部上位100社，中型株は同101位から500位，小型株は同501位以下に相当。

型株とくらべたはっきりした優位性をみとめることができる。一方，女性役員比率20%以上30%未満の企業については，株価上昇率は東証大型株をアウトパフォームするなどある程度の優位性は認められるが，ROEは大型株はもちろん東証一部全体や小型株とくらべても優位性は確認することができない。概して，女性役員比率20%以上の企業はROE以上に株価上昇率においてベンチマークとした各種指標に対する優位性を示しているように思われる。

まとめ

本稿は最初に，MSCI，EIGE，マッキンゼーによる女性役員比率の国際調査を取り上げ，対象企業数の違いなどから国によっては数値に若干の違いがあるものの，多くの国について報告される数値に大きな違いはないことを明らかにした。そして，MSCIの調査で日本の女性役員比率は5.3%とされパキス

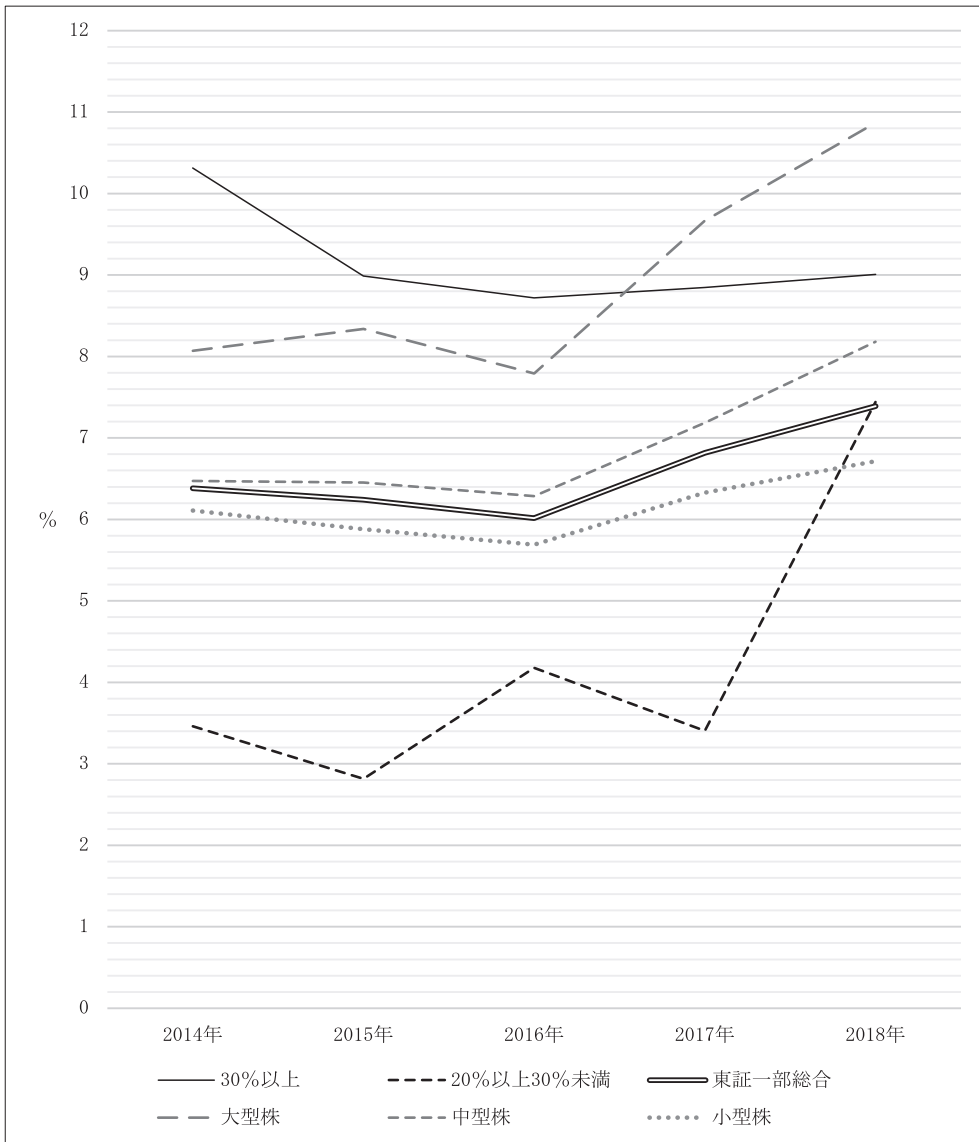


図6 ROEの比較

タンなどとともに世界最低水準にあるとされたが、この数値は男女共同参画局や東京商工リサーチセンターによる上場企業の知悉調査の結果と合致していることを明らかにした。

ところで世界的な女性役員増加の要因のひとつとなっているのが女性役員の義務化である。2003年にノルウェーで男女双方が役員の40%以上となることが義務化されるとともに、違反を重ねた企業は株式

公開を取り消される重い罰則規定が設けられた。これによりノルウェーでは2009年までに女性役員比率が40%まで急上昇することになった。この後、アイスランド、ベルギー、イタリア、フランス、ドイツで同様の法律が導入され、多くの国で数年という短い期間に女性役員比率の目標（30%-40%）が達成されている。コーポレート・ガバナンス・コードのかたちで女性役員比率の目標を設定した国々でも女性

役員比率の大幅な上昇がおこっている。

こうしたなか、女性役員の比率あるいは存在と企業業績、株価に統計的に有意な相関関係があるかを検証する研究が海外、国内ともに数多くおこなわれるようになってきている。その結果は統一性を欠いているが、3人以上の女性役員がいてはじめて企業業績や株価などにプラスの影響を与えることができるとする臨界質量理論については多くの先行研究がその有効性を実証している。

そこで女性の活躍推進企業データベースをもちいて東証一部上場、従業員1,000人以上、女性役員比率30%以上の企業6社を抽出し、2014年から2018年までの株価とROEの分析をおこなった。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11.6%アウトパフォーマンスするというものであった。6社のROEも、東証大型株を年平均0.3%近く上まわるものとなっている。女性役員比率20%以上30%未満の4社についても分析をおこなった。結果は、株価の上昇率は東証一部単純平均を上まわるものの、ROEは東証大型株、中型株、小型株すべてを下まわるというものであった。あくまで記述的な比較ではあるが、女性役員比率30%以上の企業は株価とROEとりわけ株価において大きな優位性を示す結果となった。この理由のひとつとして、男女均等待遇や女性活用を進める企業を高く評価するESG投資の増加があるのではないかとされる²¹⁾。この点についての考察は別の機会にあらためておこなうことにしたい。

謝辞

本研究は、公益財団法人石井記念証券研究振興財団の助成金を受けた研究成果である。ここに記して感謝申し上げる。

注

- 1) 政府は2015年に「第4次男女共同参画基本計画」を策定し、上場企業役員に占める女性の割合を2020年までに10%にすることを目標にかかげた。

企業側でも経団連が女性役員30%以上を目指す「30% Club Japan」と女性活躍推進の協力に関する覚書を締結するなど、官民で女性役員増加を目指す動きが活発になっている（「女性活躍もう打つ手なし？日本の指数、過去最低に」『日本経済新聞』2019年12月21日電子版）。

- 2) こうした違いが生まれる理由として、調査により国ごとの調査対象企業数に違いがあることのほか、ドイツ、ポーランド、オランダについては監査役会と取締役会の2層システムが導入されていることが役員の範囲確定の違いを生みだしているのではないかと推測される。欧州諸国における取締役会の違いについてはDavies et al. (2013) 参照。
- 3) 同調査は、取締役、監査役、指名委員会等設置会社の代表執行役および執行役を役員としてデータを収集している。ちなみに日本の会社法は取締役、会計参与、監査役を役員（329条1項）、役員に執行役、会計監査人を加えたものを役員等（423条1項・847条1項）と定義している。
- 4) 男女共同参画局「上場企業における女性役員の状況」http://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/pdf/sangyo_list2019.pdf（最終閲覧日2020年1月20日）
- 5) 東京証券取引所によれば、女性役員がいる企業比率は全体で7.7%、上場別にみると東証1部上場企業が10.6%、東証2部上場企業が3.3%、マザーズ上場企業が5.5%、JASDAQ上場企業が3.2%となっている。企業規模別にみると連結売上が1兆円以上の企業で32%、1兆円未満1千億円以上の企業で9.8%、1千億円未満100億円以上の企業で6.7%、100億円未満の企業で3.7%と企業規模が大きくなるほど女性役員がいる企業比率が高くなっている（東京証券取引所2019）。
- 6) 欧州統計局（Eurostat）のデータ。
- 7) 欧州統計局（Eurostat）のデータ。
- 8) 欧州統計局（Eurostat）のデータ。
- 9) 欧州統計局（Eurostat）のデータ。
- 10) 欧州統計局（Eurostat）のデータ。
- 11) ス페인やフィンランドなどを女性役員の義務化をしているノルウェーやアイスランドなどと同列に扱う文献もある（Terjesen 2015; Eastman

- 2017)。しかしスペインについては2007年に制定された法律で民間企業について女性役員比率40%という基準が示され、未達成企業は国の補助金や契約から排除されるという指摘（Terjesen 2015）があるものの、法律上はあくまで「努力目標」とされている（Laguna 2014）。このこともあり、欧州統計局のデータによればスペインの女性役員比率は、2007年に6.2%だったものが2018年には23.7%まで上昇しているが、依然として40%の基準を大きく下まわっている。またフィンランドの民間企業については、2008年に女性役員比率40%をもとめるコーポレート・ガバナンス・コードが定められ、これがとくに女性役員比率の上昇に大きな役割を果たしたと指摘されている（Kovalainen et al. 2014）。欧州統計局のデータによれば、フィンランドの女性役員比率は2008年に20.4%だったものが、2018年には34.5%まで上昇している。なお本稿では説明できなかったが、国有企業や公的企業については、さらに多くの国で一定比率の女性役員を義務づける法律が存在している。
- 12) マリノバラは創業からの年と Tobin's Q の間に負の相関関係がみとめられるとしている（Marinova et al. 2010; Marinova et al. 2016）。
- 13) この他に新倉らは、女性役員がいる企業に限定した分析において固定効果モデルを使った場合、女性役員比率の高さと Tobin's Q の間に正の相関関係が認められるが、同時に操作変数法を用いると相関関係がみとめられないとする結果を示している（新倉他 2017）。
- 14) 2015年9月、10年の時限立法として「女性の職業生活における活躍の推進に関する法律」（以下、女性活躍推進法と記す）が施行された。同法は常時雇用する労働者が301人以上の企業に対し、(1) 採用者に占める女性労働者の割合、男女の勤続年数の差異、労働時間、管理的地位にある女性労働者の割合などを把握し、(2) 女性の職業生活における活躍を推進するためそれらの項目について数値目標を含んだ行動計画を策定し、(3) それを厚生大臣に届出るとともに公表をおこなうことを求めている。そして政府はこの女性活躍推進法にもとづき、各企業の女性活躍推進にむけた計画、

数値目標、現状などを公表する手段として「女性の活躍推進企業データベース」を整備、公開している。なお、2019年5月29日、同法の改正法が成立し6月5日に公布された。この改正法により、公布から3年以内に、適用対象が常時雇用する労働者が101人以上の企業に拡大されることになった。

- 15) 従業員数1,000人の条件は、臨時雇用者を含めて企業抽出をおこなった。
- 16) この理由としては年度による役員構成の変化のほか、役員の範囲を単体の取締役、監査役より拡張して報告しているケースがあると考えられる。
- 17) 女性の活躍推進企業データベースの利用は任意であるため、設定した条件を満たしながら今回の分析対象になっていない企業が存在する。ただ女性活用に積極的な企業の多くは同データベースを利用しているため、その実数は多くないと推測される。ちなみに本文前述のようにイーストマンによれば、2017年、MSCI ACWI Index に採用されている日本の321社のうち女性役員3人以上の企業は0.6%とされており、東京商工リサーチセンターのデータでも、2018年、女性役員3人以上の企業は0.64%とされている（Eastman 2017; 東京商工リサーチセンター 2019）。
- 18) 2013年、日経225企業においては51人の女性取締役が選任されているが、そのうち46人（90.2%）は社外取締役であり、社内取締役のうち従業員出身で業務執行を担当するのは1人だけとされている（上田 2014）。
- 19) 東京証券取引所「2018年度株式分布状況調査の調査結果について」（2019年6月26日）より。
- 20) 2018年を含むと4社の株価上昇率は、東証一部単純平均を年平均20.2%上まわるとともに日経平均も年平均7.4%上まわる。
- 21) MSCI 日本株女性活躍指数など女性活用の進んだ企業を対象とした指数がつけられ、それにもとづいたETF（上場投資信託）が多数開発されている。また年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のように、ESG投資の一環としてMSCI 日本株女性活躍指数を採用し、そのパッシブ運用をおこなう機関投資家もあらわれてきている。

引用文献

- Adams, Renée and Daniel Ferreira, 2009, 'Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance,' *Journal of Financial Economics*, 94.
- Ahern, Kenneth and Amy Dittmar, 2012, 'The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation,' *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 127(1).
- Carter, David, Betty Simkins, and Gary Simpson, 2003, 'Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value,' *The Financial Review*, 38.
- Carter, David, Frank D'Souza, Betty Simkins, and Gary Simpson, 2010, 'The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance,' *Corporate Governance: An International Review*, 18(5).
- Catalyst, 2007, 「最終結論：企業の業績と女性役員の比率」https://catalyst.org/wp-content/uploads/2019/01/bottom_line_2_japanese.pdf（最終閲覧日 2020年1月20日）
- Canyon, Martin and Lerong He, 2017, 'Firm Performance and Boardroom Gender Diversity: A Quintile Regression Approach,' *Journal of Business Research*, 79.
- Credit Swiss, 2012, 'Gender Diversity and Corporate Performance.'
- Credit Swiss, 2014, 'The CS Gender 3000: Women in Senior Management.'
- Credit Swiss, 2016, 'The CS Gender 3000: The Reward for Change.'
- Davies Paul, Klaus J. Hopt, Richard G.J. Nowak and Gerard Van Solinge, 2013, 'Boards in Law and Practice: A Cross-Country Analysis in Europe,' *Corporate Boards in Law and Practice: A Comparative Analysis in Europe*, Oxford University Press.
- Eastman, Meggin, 2017, "Women on Boards: Progress Report 2017." <https://www.msci.com/www/research-paper/women-on-boards-progress-report/0806530251>（最終閲覧日 2020年1月20日）
- Eckbo, Espen, Knut Nygaard, and Karin Thorburn, 2016, 'Does Gender-Balancing the Board Reduce Firm Value?' European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No. 463.
- Engelstad, Fredrik et al. eds. *Firms, Boards and Gender Quotas: Comparative Perspectives*, Vol. 29.
- Fedorets, Alexandra, Anna Gibert, and Norma Burow, 2019, 'Gender Quotas in the Boardroom: New Evidence from Germany,' German Institute for Economic Research Discussion Paper.
- Fuhrmans, Vanessa and Alejandro Lazo, 2018, 'California Moves to Mandate Female Board Directors,' *Wall Street Journal*, Aug 29.
- Gresy, Brigitte, 2014, 'France: The Measures of Positive Discrimination within the Boards of Directors of Undertakings,' *Gender Quotas for Company Boards*, Intersentia.
- Huse, Morten, 2014, 'The Norwegian Gender Balance Law: A Benchmark?' Marc De Vos et al. eds., *Gender Quotas for Company Boards*, Intersentia.
- 一ノ宮士郎, 2011, 「ジェンダーダイバーシティーが企業業績に及ぼす影響」, 『会計』180(1).
- Joecks, Jasmin, Kerstin Pull, and Karin Vetter, 2013, 'Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What Exactly Constitutes a "Critical Mass?"', *Journal of Business Ethics*, 118.
- Kovalainen, Ann and Linda Hart, 2014, 'Role of Self-Regulation in Listed Companies Recruitment of Women into Top Positions in Finland,' *Gender Quotas for Company Boards*, Intersentia.
- Laguna, Reyes, 2014, 'The Balanced Representation of Men and Women on the Board of Directors of Companies Listed on Stock Exchanges and Public Undertakings: The Status Questions in Spain,' *Gender Quotas for Company Boards*, Intersentia.
- Langenbucher Katja, 2013, 'Legal Aspects of Gender Balance on Corporate Boards in Germany,' Center of Excellence SAFE Sustainable Architecture for Finance in Europe, white paper series No.2.

- Lansing, Paul and Sitra Chandra, 2012, 'Quota Systems as a Means to Promote Women into Corporate Boardroom,' *Employee Relations Law Journal*, Vol. 3, No. 3.
- Lückerath-Rover, Mijntje, 2013, 'Women on Board and Firm Performance,' *Journal of Management Governance*, Vol. 17, Issue 2.
- Marinova, Joana, Janneke Plantenga, and Chantal Remery, 2010, 'Gender Diversity and Firm Performance: Evidence from Dutch and Danish Boardrooms,' Tjalling C. Koopmans Research Institute, Discussion Paper Series 10-03.
- Marinova, Joana, Janneke Plantenga, and Chantal Remery, 2016, 'Gender Diversity and Firm Performance: Evidence from Dutch and Danish Boardrooms,' *The International Journal of Human Resource Management*, Vol. 27, No. 15.
- McKinsey & Company, 2007, 'Women Matter: Gender Diversity, a Corporate Performance Driver.'
- McKinsey & Company, 2017, 'Women Matter: Ten Years of Insights into Gender Diversity.'
- 松本守, 2019, 「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合併号.
- 宮崎正浩, 2017, 「企業における女性の活躍度と業績の関係—日本企業の実証分析—」, 『跡見学園女子大学マネジメント学部紀要』第24号.
- 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』110巻1号.
- Rafensdóttir, Gudbjörg et al., 2014, 'Gender Quota on the Boards of Corporations in Iceland,' *Gender Quotas for Company Boards*, Intersentia.
- Sabatier, Mareva, 2015, 'A Women's Boom in the Boardroom: Effects on Performance?' *Applied Economics*, Vol. 47, No. 26.
- Siegel, Jordan 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.
- Teigen, Mari, 2012, 'Gender Quotas on Corporate Boards: On the Diffusion of a Distinct National Policy Reform,' Engelstad, Fredrik et al. eds. *Firms, Boards and Gender Quotas: Comparative Perspectives*, Vol. 29.
- Teigen, Mari, 2015, 'Gender Quotas for Corporate Boards in Norway,' European University Institute Working Paper LAW 2015/22.
- Terjesen, Siri, Ruth Auguiera, and Ruth Lorenz, 2015, 'Legislating a Women's Seat on the Boards: Institutional Factors Driving Gender Quotas for Boards of Directors,' *Journal of Business Ethics*, 128.
- Terjesen, Siri, Eduardo Couto, and Paulo Francisco, 2016, 'Does the Presence of Independent and Female Directors Impact Firm Performance?: Multi-Country Study of Board Diversity,' *Journal of Management and Governance*, Vol. 20, Issue 3.
- 東京証券取引所, 2019, 『東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2019』
- 東京商工リサーチセンター 「2018年決算 (1-12月期) 上場企業3,490社『女性役員比率』調査」 http://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20190424_01.html (最終閲覧日 2020年1月20日)
- Torchia, Mariateresa, Andrea Calabro, and Morten Huse, 2011, 'Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass,' *Journal Business Ethics*, 102.
- 上田亮子, 2014, 「我が国におけるコーポレート・ガバナンスをめぐる現状等に関する調査」金融庁金融研究センター・ディスカッションペーパー DP2014-5.
- 矢野恵美, 2009, 「ノルウェーの取組の特徴と日本への示唆：女性の参画から男女共同参画へ」, 内閣府男女共同参画局『諸外国における政策・方針決定過程への女性の参画に関する調査：オランダ王国・ノルウェー王国・シンガポール共和国・アメリカ合衆国』

International Comparison of Women Board Members and Analysis of the
Relations between Women Board Members and Corporate Performance :
Analyzing Stock Price and ROE of Japanese Companies
with More than 30% Women Board Members

OHNO Takeshiⁱ

Abstract : Since 2010s, the ratio of women board members has increased rapidly among most Western countries. On the contrary, that of Japanese companies remains at the lowest level in the world. Firstly, this article shows the current ratio of women board members and its historical change among developed countries. Secondly, this article reveals the history and mechanism of the quota of women board members among European countries. Thirdly, this article summarizes previous studies which analyzed the relations between women board members and corporate performance. Among them, the critical theory proved that more than three women board members were required in order to make a difference. Finally, this article analyzes the financial performance (from 2014 to 2018) of companies that are listed on the first section of Tokyo Stock Exchange, employ more than 1,000 workers, and have more women board members than 30%. The stock price and ROE of companies with more than 30% women board members outperform NIKKEI 225 and TSE large stock index.

Keywords : women board members, corporate performance, ROE, stock price, gender quota, critical mass theory

i Professor, Faculty of Social Sciences, Ritsumeikan University