

ボード・ダイバーシティは投資意思決定に影響を与えるか？

東京都立大学大学院 経営学研究科教授

松田千恵子

<要旨>

本研究の目的は、ボード・ダイバーシティの状況が企業における投資の意思決定に与える影響を明らかにすることである。ダイバーシティに関しては、取締役会における「ジェンダーと国際性」ばかりが注目されがちだが、本研究では、執行役員レベルのダイバーシティが投資の意思決定や企業業績に影響を与えることを明らかにする。また、「年齢」というダイバーシティ要素は学術上も実務上も的確に把握されていない。しかし、終身雇用や年功序列といった慣習の強かった我が国ではこの影響は大きく、取締役会に高齢の取締役がいるほど企業が現金を投資ではなく保有に振り向けることが本研究にて示される。更に、経営学分野では「デモグラフィ型」と「タスク型」のダイバーシティが組織パフォーマンスに与える影響は異なることとされていることから、本研究では中途採用者や専門人材といった「タスク型」要素を持つ取締役の存在が投資の意思決定に与える影響を分析する。

<キーワード>

コーポレート・ガバナンス、ボード・ダイバーシティ、投資、意思決定、資本市場

## 1. はじめに

我が国では、2014年にスチュワードシップ・コード、2015年にコーポレートガバナンス・コード(以下、CGCという)が導入され、このダブル・コードが投資家と企業との双方に様々な影響をもたらしてきた。特に、企業における取締役会のありかたは中心的な問題と位置付けられ、取締役会の構成員に関しても「取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである」(CGC原則4-11)との要請がなされた。これを受けて目下のところ「女性」或いは「外国人」の「社外」取締役を自社

の取締役会メンバーに加えようとする動きも盛んである。

しかし、これには、CGCを単に遵守するためだけに、形ばかり女性や外国人の社外取締役を置いているのではないかという批判も根強い。社外からの招聘のみで形式的に多様性（ダイバーシティ）確保への要請を満たす一方で、社内における女性や外国人を始めとする多様性を伴う人材の採用・育成・登用がおろそかになっては意味がない。

また、多様性（ダイバーシティ）というのはジェンダーと国際性だけに帰着するものではない。長らく終身雇用や年功序列といった慣習が続いてきた我が国では、取締役会の年齢構成は意思決定に少なからず影響を与えていると考えられる。ジェンダーや国際性ばかりではなく、「年齢」という要素も多様性を確保するうえでは検討が必要といえよう。

さらに、終身雇用システムの下で、新卒一括採用された総合職と言われる日本人男性ばかりが経営への参画を許されていたような環境下では、例えば中途採用人材や専門分野に精通した人材に関する人材採用・育成・登用なども同じく妨げられていたといえよう。ジェンダーや国際性などに代表される外見から識別可能なダイバーシティを、経営学の分野では「デモグラフィ型」と呼ぶが、それに対して能力や経験・スキルなど実務で発揮されるダイバーシティは「タスク型」と称される。これらタスク型のダイバーシティにも目を向けることが必要であろう。

取締役会におけるダイバーシティ（以下、ボード・ダイバーシティという）を確保することの意味合いは、単に多様な人材を揃えるということにあるのではない。その多様性により重要な意思決定に関する多面的な議論が可能となり、それにより意思決定のリスクを下げる、或いは成功確率を上げることにある。特に、企業にとって生命線ともいえる投資活動にかかわる意思決定においては猶更である。しかし、現在多くの企業で行われているような多様性の確保への取組は、上記のような多様性のありかたを踏まえたうえで、実際に投資の意思決定に影響を与えているのだろうか。

本研究では、こうした問題意識に基づいて、我が国の取締役会におけるダイバーシティを、執行役員の状況も含め、年齢構成や「タスク型」要素も加えて検討したうえで、それぞれがどのように投資の意思決定に影響を与えているのかを明らかにする。これが本研究の目的である。

## 2. 先行研究

経営学の分野では、人材のダイバーシティと企業やチームのパフォーマンスとの関係は長らく議論されている。当該分野の嚆矢となったのはHambrick and Mason(1984)であり、トップマネジメントチームの属性が、組織の方向性や組織成果に及ぼす影響の重要性を指

摘した。それ以降、ダイバーシティに関する研究は数多く蓄積されてきたが、研究結果はばらついていた。この問題に対処するために、最近ではメタ・アナリシスを利用して研究結果を統合的に評価する方法が取り入れられるようになってきた。Horwitz and Horwitz (2007) は、1985年から2006年までに発表された35本の論文をメタ・アナリシスの手法により分析し、従来の研究で結果がばらついた理由としてダイバーシティの定義が曖昧であったことを挙げている。同研究は、ダイバーシティを、ジェンダーや国際性など外見から識別可能な「デモグラフィ型」のダイバーシティと、能力や経験・スキルなど実務で発揮される「タスク型」のダイバーシティの2類型とした。そして前者に関しては組織のパフォーマンスへの影響は無い一方、後者に関してはプラスの影響をもたらすと結論付けている。Joshi and Roh (2009) も、1992年から2009年までに発表された39本の論文を対象にメタ・アナリシスを行い、「デモグラフィ型」のダイバーシティが組織パフォーマンスにマイナスの影響を及ぼすとした。

一方、コーポレートガバナンスの観点からは、CGCに見られるような政策的背景もあり、性別という「デモグラフィ型」のダイバーシティに着目した、女性取締役と業績との関係が取り上げられることが多い。最も有名な研究の一つは、Ahern and Dittmar (2012) によって行われたものである。同研究は、ノルウェーにおけるクォータ制の実施<sup>1</sup>が、企業価値と組織パフォーマンスの低下、更には上場廃止への移行をもたらしたことを明らかにした。対照的に、Carter et al. (2003) は性別を含むボード・ダイバーシティは企業業績に正の効果があると述べており、トービンのQとROAを用いてそれを実証している。一方、Rose (2007) や Huang and Kisgen (2013) は女性の取締役と業績との間に統計的な関係を見出していない。これら主張のばらつきに関しては、Adams and Ferreira (2009) が女性取締役数と企業業績との関係に内生性があることを原因として指摘した。Farell and Hersch (2005) や Parotta and Smith (2013) などは、既に女性の取締役がいる場合には追加的に女性を取締役に登用することが少ないといった点を指摘、「形ばかり (tokenism)」仮説を主張している。

「タスク型」のダイバーシティに関しては、コーポレートガバナンスの観点から捉えられることは少ない。我が国では乾他 (2014) が、取締役会に属してからの年数や教育年数を用いて分析を試みており、新倉・瀬古 (2017) は社外役員の現職を用いて業績 (トービンのQ) との関係进行分析しているが、いずれも有意な結果は得られていない。中内 (2005) は自動車業界におけるボード・ダイバーシティを分析し、職能的背景、教育経験、在職期間の3つが研究開発投資集約度にプラスの影響を与えることを示した。山本 (2009) は、機械産業における研究開発投資集約度は、取締役に理系出身者の割合が高いほど研究開発

投資集約度が高いことを明らかにした。乾他（2014）は、ボード・ダイバーシティとイノベーション活動との関係に焦点を当て、ダイバーシティがイノベーションなど企業活動に一定の効果を及ぼすためには、効果を発揮できるような環境の整備が必要であると述べている。これら一連の研究は、ボード・ダイバーシティという「入力」と業績という「出力」との間にある企業活動プロセスへの影響を見たものとして興味深い。取り上げられた企業活動は研究開発に関する活動に留まっている。

一方、CGCは「上場会社の透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を促す効果を持つ」（CGC原則4）ことを目的としており、その意思決定の中心となるのは事業への投資や株主還元といった活動である。同コードでは、持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために、いわゆる「攻めのガバナンス」を提唱している。これは、経営者の積極的なリスクテイクを促し、日本企業の「稼ぐ力」を強化しようとするものである。ボード・ダイバーシティの確保により取締役会の実効性が担保され、経営者の積極的なリスクテイクを促すことにつながるならば、リスクテイクによって生じる投資活動は活発になるだろう。投資の実行判断ばかりではなく、投資からの撤退判断も果敢に行われるはずである。また、事業への投資機会に乏しい場合には余剰資金を株主還元することが、株主の視点からみれば好ましい。実効性ある取締役会であれば、こうした株主の意向に沿った規律付けが行われ、余剰資金を無駄に退蔵したり、株式持ち合いなど株主の視点からは非合理的に見える投資に資金を振り向けることは少なくなるだろう。こうした一連の投資活動及び株主還元活動とボード・ダイバーシティとの関連については先行研究において殆ど検証されていない。本研究ではこの点を明らかにする。

### 3. 分析の枠組み

本研究の目的は、ボード・ダイバーシティの状況が投資の意思決定に与える影響を明らかにすることである。まずはボード・ダイバーシティの状況に関し、「デモグラフィ型」の要素について検討する。性別に関しては、先行研究でも指摘された「形ばかり（tokenism）」という批判が、特に女性の社外取締役に関して実務面でもみられる。ボード・ダイバーシティの確保による実質的な効果を期待するのではなく、CGC等を単に遵守するためだけに、形式的にダイバーシティの要素を満たした女性の社外取締役を置いているのではないかというものだが、こうした場合には、社内におけるダイバーシティは全く進んでいないのに、女性の社外取締役を招聘することで取締役会だけがあたかもダイバーシティが進んでいるかのようなメンバーで構成されるといったことも考えられる。この点を検証するために、本研究では分析対象に社内業務執行を担う女性役員、即ち社内の女

性取締役<sup>2</sup>及び執行役員を加えることとした。執行役員は法的に認められた役員ではなく、取締役会のメンバーでもないが、取締役会で説明の任を負ったり、多くの執行会議の意思決定に関与している。またその多くは、近い将来における取締役候補であり、追加的に取締役に登用される可能性を持つ。このような人材におけるダイバーシティが確保されているかどうかは、その企業が「形ばかり (tokenism)」の企業であるか、社内でもダイバーシティ要素を持った人材の採用・育成・登用に積極的であるかを見分ける一助ともなろう。先行研究で示されているように、もともとの環境整備が整っていることがダイバーシティ要素の発揮に不可欠であるとすれば、社内昇格の多い我が国において、執行役員レベルまでダイバーシティ要素を持った人材が昇格してくるというのは環境整備がなされていることを表す要素としても意味があると考えられる。また、「ジェンダーと国際性」という形で採り上げられるように、性別ばかりではなく外国人についても同様の議論が可能である。従って、本研究では外国人の社外取締役と社内で業務執行を担う役員との関係もあわせて分析を行う。

ボード・ダイバーシティに関して、「デモグラフィ型」のダイバーシティ要素に属するにもかかわらず「年齢」についての研究結果は少ない。日本では、乾他 (2014) や新倉・瀬古 (2017) が、女性役員割合に加えて、役員の平均年齢と業績 (トービンの Q) との関係进行分析しているが、明確な解は得られていない。我が国では長らく終身雇用や年功序列といった雇用形態が主流であったことから平均年齢に関しては同質性が高いことが原因の一つと考えられる。多様性を考える上では、平均年齢ではなく、取締役会の構成メンバーの年齢差や、若くしてボードメンバーとなっている取締役の年齢、或いは高齢ながらボードメンバーである取締役の年齢といった要素が意味を持つ可能性がある。中野・高須 (2013) は、取締役会構成メンバーが年齢を重ねると、大量の現金保有を行うという結果を導き出している。従って、本研究ではこうした要素を加味して分析を行う。「デモグラフィ型」のボード・ダイバーシティの要素が投資活動に与える影響に関しては、以下の仮説を検証する。

H1. 「ジェンダー及び国際性」の要素を持つ社外取締役が取締役会に占める割合の多寡は投資活動に影響を与えない一方、「ジェンダー及び国際性」の要素を持つ業務執行を担う社内役員の割合が多い場合には、ボード・ダイバーシティの確保により取締役会の実効性が担保され、投資活動は活発となる。

H2. 「年齢」に関し、メンバーの年齢差が大きいほど、最年少メンバーの年齢が若いほど、



ボード・ダイバーシティの確保により取締役会の実効性が担保され、投資活動は活発となる。

「タスク型」のダイバーシティに関する先行研究では、何らかの職種経験を取り上げていることが多い。終身雇用制度の強かった我が国では、例えば中途採用者など他企業での業務経験を持つような人材は未だ希少であり、企業に異質な考え方をもたらす可能性がある。特定の分野での専門人材についても同様である。こうした観点から本研究では、「他社経験の有無」及び「金融分野のスキル有無」を「タスク型」のダイバーシティ要素として取り上げる。「他社経験の有無」に関しては、先行研究では社外取締役が持つ他社経験のみを取り上げている事例が多い（新倉・瀬古、2017）などが、中途採用者などの持つ多様性を考えると、社内の取締役が他社経験を持っている場合も考慮すべきである。従って、本研究ではこれら双方を分けて取り扱う。「特定の分野」に金融業界を選んだのは、本研究で採り上げる意思決定が投資に関わる内容であり、金融スキルと親和性が高いためである。

H3. 他社経験を持つ取締役会メンバーが多いほど、ボード・ダイバーシティの確保により取締役会の実効性が担保され、投資活動は活発となる。

H4. 金融業務経験といった特定分野での専門スキルを有する取締役会メンバーが多いほど、ボード・ダイバーシティの確保により取締役会の実効性が担保され、投資活動は活発となる。

取締役会で意思決定される投資活動には、投資の実行に加え、投資の撤退に関する意思決定も含まれる。「企業価値向上に資する経営判断を可能とするためにも、事業撤退に関わる経営判断に取締役会のリーダーシップは欠かせない」（林、2016）ことから、本研究では実行と撤退の双方を分析対象とし、投資の実行について投資キャッシュフローにおける投資支出（有形固定資産、有価証券及び投資有価証券の購入、連結範囲の変更を伴う子会社の買収の合計）を、投資の撤退について投資キャッシュフローにおける投資収入（有形固定資産、有価証券及び投資有価証券の売却、連結範囲の変更を伴う子会社の売却の合計）を用いて分析を行う。また、事業への投資機会に乏しい場合には、実効性のある取締役会であれば、投資に振り向けられなかった資金を株主還元に向ける意思決定を行うと考えられる。これについては配当性向と株主還元率<sup>3</sup>を用いて分析を行う。

取締役会の意思決定が実効性を持って機能していない場合には、投資活動にも株主還元

にも資金を振り向けることなく、大量の現金保有につながる可能性がある（中野・高須、2013）。或いは、そうした現金が、株主から見た場合非合理的と見える投資、例えば株式持ち合いなどに向かうことも考えられる。従って本研究では、現預金の滞留に関して売上高流動性比率<sup>4</sup>を、非合理的な投資として持ち合い株式比率をそれぞれ代理変数して分析を行う。従って、本研究においては投資活動を、①投資の実行と撤退、②配当及び株主還元、③現金保有と非合理的な投資、という三つの側面から検討し、①もしくは②が活発であり、③があまり見られない状況を「投資活動が活発」であると定義して、各種のダイバーシティ要素との関係を分析する。

ボード・ダイバーシティの確保により、上記の仮説の通り取締役会における意思決定がより投資活動を活発化させるならば、それは最終的に企業業績を向上させ、株価を上昇させる可能性がある。この点についても、先行研究に沿い企業業績に関しROA（Return on Assets、総資産利益率）を、株式市場の評価に関しトービンのQを用いて検証を行う。本研究におけるボード・ダイバーシティの各要素と、投資活動における代理変数は図表1の通りである。

図表1 ボード・ダイバーシティの各要素と投資活動における代理変数

ボードダイバーシティの各要素		財務数値	
AGDIF	: 取締役会における最高齢と最若齢の年齢差	SLS	: 売上高
AGMIN	: 取締役会における最若齢者の年齢	CASH	: 売上高流動性比率
AGMAX	: 取締役会における最高齢者の年齢	CRS	: 株式持ち合い比率
WEX	: 取締役・執行役員に占める社内女性役員の割合	DVD	: 配当性向
WID	: 取締役会に占める社外女性取締役の割合	DSB	: 株主還元率
FEX	: 取締役・執行役員に占める社内外国人役員の割合	INV	: 現預金を除く総資産に占める実行した投資の割合
FID	: 取締役会に占める社外外国人取締役の割合	DISINV	: 現預金を除く総資産に占める撤退した投資の割合
MID	: 取締役会に占める女性及び外国人を除く社外取締役の割合	ROA	: 総資産利益率
MCD	: 取締役会に占める社内中途入社取締役の割合	TOBINSQ	: トービンのQ
FIN	: 取締役会に占める金融業務経験のある取締役の割合		

先行研究でも指摘されている内生性を考慮して、ボード・ダイバーシティの各要素については一期前の数字を用い、企業規模の影響を考慮するために売上高の自然対数を用いたうえでそれらを説明変数とし、投資活動を表す財務数値をそれぞれ被説明変数として重回帰分析を行う。基本的なモデルは、企業業績（ROA）に関する分析を例に示せば下記の通りである。

$$ROA_t = \alpha + \beta_1 AGDIF_{t-1} + \beta_2 AGEMIN_{t-1} + \beta_3 WEX_{t-1} + \beta_4 WID_{t-1} + \beta_5 FEX_{t-1} + \beta_6 FID_{t-1} + \beta_7 MID_{t-1} + \beta_8 MCD_{t-1} + \beta_9 FIN_{t-1} + \beta_{10} SLS_t + \varepsilon \dots \dots \dots (1)$$

分析対象企業は、全上場企業のうち、東証 33 業種の「化学」に属する売上高 500 億円以上の企業とする。この理由は、同業界が比較的規模が大きく企業数も多いこと、多種多様な企業が属す業界であること、各種の投資活動や事業再編活動が活発な業界であり、それらに対する意思決定も多く行われている業界であることによる。対象企業数の合計は 100 社である。各社の財務情報は 2019 年 3 月時点の情報を、役員情報はボード・ダイバーシティの要素と財務数値の内生性を考慮して t-1 期末時点のデータである 2018 年 3 月期発表情報を対象とする。これらの情報は各社ホームページ、有価証券報告書、株主総会招集通知、日経 Cges、日本政策投資銀行設備投資研究所企業財務データから取得する。記述統計量は図表 2 の通り、相関表は図表 3 の通りである。分析にあたって用いる変数に関しては VIF を算出し、全てにおいて 2.4 未満であることを確認している。

図表 2 記述統計量

Stats	Mean	Sd.	Min.	25%	50%	75%	Max.	O bs.
SLS	12.176	1.098	10.824	11.350	11.923	12.941	15.182	100
CASH	21.224	16.815	2.456	9.882	15.894	26.693	91.482	100
CRS	12.262	10.625	0.000	4.450	10.300	17.375	44.200	100
DVD	42.953	48.612	0.000	22.211	37.478	53.206	376.923	100
DSB	4.003	4.366	0.000	2.102	2.972	4.879	39.490	100
INV	10.634	11.633	2.550	5.754	7.586	10.484	101.075	97
DISINV	3.862	11.187	0.000	0.324	0.743	2.676	95.732	96
ROA	7.800	3.560	1.035	5.722	6.981	9.353	19.964	99
TOBINS	1.242	0.786	0.000	0.874	0.998	1.180	4.884	100
AGDIF	18.920	7.120	7.000	14.000	18.000	22.000	44.000	100
AGMAX	73.420	5.143	62.000	70.750	72.000	75.000	93.000	100
AGMIN	54.500	5.018	37.000	52.000	55.000	58.000	63.000	100
WEX	1.222	3.307	0.000	0.000	0.000	0.000	20.833	100
WID	2.938	6.125	0.000	0.000	0.000	0.000	33.333	100
FEX	1.424	3.235	0.000	0.000	0.000	0.000	15.000	100
FID	0.325	2.348	0.000	0.000	0.000	0.000	20.000	100
MID	25.465	9.994	0.000	18.182	25.000	33.333	50.000	100
MCD	15.501	20.373	0.000	0.000	9.091	25.000	100.000	100
FIN	3.096	6.540	0.000	0.000	0.000	0.000	33.333	100



図表 3 相関表

	SLS	CRS	CASH	DVD	DSB	INV	DISINV	ROA	TOBINS	AGDIF	AGMAX	AGMIN	WEX	WID	FEX	FID	MID	MCD	FIN	
SLS	1.000																			
CRS	-0.224	1.000																		
CASH	-0.236	-0.113	1.000																	
DVD	-0.004	-0.041	-0.141	1.000																
DSB	0.140	-0.277	0.027	0.065	1.000															
INV	0.069	-0.248	0.197	0.169	-0.014	1.000														
DISINV	-0.091	-0.196	0.268	0.188	0.004	0.883	1.000													
ROA	0.269	-0.218	0.304	-0.244	0.381	0.035	-0.025	1.000												
TOBINS	0.179	-0.338	0.124	-0.118	0.671	0.153	0.120	0.632	1.000											
AGDIF	-0.087	-0.042	0.424	0.003	0.148	0.275	0.369	0.146	0.175	1.000										
AGMAX	0.167	-0.042	0.270	0.040	0.153	0.079	0.082	0.104	0.100	0.710	1.000									
AGMIN	0.294	0.017	-0.325	0.037	-0.053	-0.303	-0.428	-0.101	-0.146	-0.692	0.018	1.000								
WEX	0.202	-0.181	-0.089	-0.060	0.576	0.016	-0.022	0.220	0.534	0.128	0.081	-0.098	1.000							
WID	0.177	-0.159	0.094	-0.112	0.122	0.075	0.026	0.108	0.305	0.002	-0.062	-0.066	0.274	1.000						
FEX	0.449	-0.294	-0.110	0.056	0.029	0.042	-0.054	0.072	0.082	-0.042	0.065	0.126	0.201	0.223	1.000					
FID	0.095	-0.149	-0.090	0.087	0.002	-0.058	-0.038	-0.143	0.012	0.009	-0.047	-0.061	0.111	0.073	-0.062	1.000				
MID	0.169	-0.117	-0.122	-0.034	-0.002	0.075	0.034	0.083	-0.078	-0.190	-0.131	0.135	-0.081	-0.306	0.137	-0.117	1.000			
MCD	-0.306	-0.026	-0.120	-0.057	-0.077	-0.039	-0.047	-0.064	-0.061	-0.075	-0.170	-0.068	-0.033	-0.045	-0.039	-0.040	-0.025	1.000		
FIN	-0.272	0.074	-0.118	0.089	-0.037	-0.122	-0.114	0.131	-0.039	-0.067	-0.036	0.059	-0.089	-0.212	-0.039	-0.066	0.117	0.530	1.000	

#### 4. 分析結果

ボード・ダイバーシティの状況と投資活動及び株主還元に関する分析を図表 4 に示す。

図表 4 ボード・ダイバーシティの状況と投資活動及び株主還元

投資活動	株主還元							
	INV		DISINV		DVD		DSB	
	Estimate	t value	Estimate	t value	Estimate	t value	Estimate	t value
(Intercept)	18.567	0.769	36.713	1.651	61.514	0.591	-5.844	-0.761
AGDIF	0.219	0.895	0.280	1.229	0.048	0.047	0.087	1.141
AGMIN	-0.591	-1.677 *	-0.687	-2.102 *	0.211	0.139	0.073	0.653
WEX	-0.217	-0.583	-0.264	-0.770	-0.781	-0.480	0.781	6.511 ***
WID	0.149	0.684	0.076	0.380	-1.063	-1.124	0.012	0.173
FEX	-0.032	-0.078	-0.066	-0.173	1.918	1.063	-0.186	-1.396
FID	-0.371	-0.741	-0.226	-0.489	2.216	1.009	-0.125	-0.775
MID	0.150	1.139	0.122	1.007	-0.494	-0.870	0.026	0.623
MCD	0.027	0.374	-0.003	-0.041	-0.339	-1.122	-0.012	-0.543
FIN	-0.167	-0.766	-0.172	-0.855	1.084	1.140	0.036	0.509
SLS	1.348	0.987	-0.233	-0.183	-1.306	-0.219	0.241	0.547
Adjusted R-Squared	0.052		0.130		-0.046		0.295	
F-statistic	1.522		2.415 **		0.569		5.136 ***	
P<0.01 ***	P<0.05 **		P<0.1 *					

この結果からは、「ジェンダー及び国際性」の要素を持つ社外取締役が取締役に占める割合の多寡は、投資実行、投資撤退、配当性向、株主還元のいずれにも影響を与えないことが見て取れる。一方、「ジェンダー及び国際性」の要素を持つ業務執行を担う社内役員との割合と投資活動との関係については、投資実行、投資撤退、配当性向に関しては同様に影響がみられないものの、株主還元に関しては、業務執行を担う女性社内役員との割合

が多いほど有意に株主還元が増える結果となり、この点において H1 は支持された。また、「年齢」に関しては、メンバーの年齢差については投資活動に影響を与えていなかったものの、取締役会の最年少メンバーの年齢が若いほど投資実行、投資撤退ともに増える傾向が弱いながらも有意に見て取れ、この点において H2 は支持された。一方、他社経験を持つ取締役会メンバーについては、それが社外取締役であるか社内取締役であるかに拘わらず投資活動に影響は無く、また金融業務経験といった特定分野での専門スキルを有する取締役会メンバーに関しても同様の結果になり、H3 及び H4 は支持されなかった。

一方、現金保有及び非合理的な投資に関する結果については、図表 5 の通りとなった。

図表 5 ボード・ダイバーシティの状況と現金保有及び非合理的な投資

投資	現 預 金 保 有				非 合 理 な 投 資			
	CASH				CRS			
	Model 1		Model 2					
	Estimate	t value	Estimate	t value	Estimate	t value	Estimate	t value
(Intercept)	43.161	1.382	10.385	0.348	31.517	1.471		
AGDIF	1.055	3.403 ***			-0.133	-0.623		
AGMIN	0.174	0.380			-0.026	-0.084		
AGMAX			1.092	3.404 ***				
WEX	-0.680	-1.393	-0.503	-1.004	-0.245	-0.732		
WID	0.490	1.725 *	0.533	1.816 *	-0.178	-0.913		
FEX	-0.026	-0.047	-0.028	-0.050	-0.708	-1.905 *		
FID	-0.488	-0.740	-0.357	-0.524	-0.715	-1.580		
MID	0.077	0.452	0.073	0.412	-0.170	-1.457		
MCD	-0.099	-1.092	-0.087	-0.928	-0.067	-1.071		
FIN	-0.222	-0.779	-0.328	-1.122	0.144	0.733		
SLS	-4.232	-2.361 **	-5.718	-3.233 ***	-0.684	-0.556		
Adjusted R-Squared	0.213		0.156		0.071			
F-statistic	3.672 ***		3.034 ***		1.760 *			
P<0.01 ***	P<0.05 **		P<0.1 *					

この結果からは、「ジェンダー及び国際性」の要素を持つ社外取締役が取締役に占める割合の多寡に関しては、女性の社外取締役が多いほど現金保有が高まるという、投資活動に対してはネガティブに働く結果となった。一方、業務執行を担う女性役員の割合が多い場合には、有意とはならなかったが現金保有は減る方向にあり、投資活動に対してポジティブな傾向を示している。また、業務執行を担う外国人役員の割合が多いほど株式持ち合い比率は有意に減る結果となった。これらの結果はいずれも有意性は弱いながらも、「ジェンダー及び国際性」の要素を持つ業務執行を担う社内役員の割合と投資活動との関係について H1 仮説を部分的に支持している。また、「年齢」に関しては、Model 1 に

よりメンバーの年齢差が大きいほど現金保有が高まる傾向が顕著な有意性を示した。一方、取締役会の最年少メンバーの年齢が若いことは影響を及ぼしていなかったため、改めて Model 2 において取締役会の最高齢メンバーの年齢を説明変数に加えて分析を試みたところ、現金保有との間に強い正の有意性を示した。これは、先行研究において中野・高須(2013)が導き出した結果とも整合的である。H2 に関しては、取締役会のメンバーに高齢者がいるほど投資活動が不活発となり、現金が社内に滞留するという形で支持された。

一方、他社経験を持つ取締役会メンバーについては、それが社外取締役であるか社内取締役であるかに拘わらず現金保有や株式持ち合い比率に影響は無く、また金融業務経験といった特定分野での専門スキルを有する取締役会メンバーに関しても同様の結果になり、H3 及び H4 は支持されなかった。なお、現金保有に関しては売上の大きさとの間に強い負の有意性が示された。これは、売上が大きい企業の場合投資家の注目も高いことが多いため、株主に対して説得力のある先進的な財務戦略を取らざるを得ない一方、売上が小さな企業においてはそれほど注目を浴びることがなく従来型の財務戦略が取られている可能性を示すものといえる。

ボード・ダイバーシティの状況と業績や株価評価との関係を分析した結果は図表 6 の通りである。

図表 6 ボード・ダイバーシティの状況と業績  
や株価評価

企業業績 ROA	株 価 評 価 TOBINSQ	
	Estimate	t value
(Intercept)	-1.491	-0.220
AGDIF	0.025	0.369
AGMIN	-0.138	-1.392
WEX	0.181	1.716 *
WID	0.063	1.017
FEX	-0.174	-1.482
FID	-0.319	-2.236 **
MID	0.025	0.671
MCD	-0.026	-1.337
FIN	0.182	2.950 ***
SLS	1.272	3.259 ***
Adjusted R-Square	0.177	
F-statistic:	3.105 ***	
P<0.01 ***	P<0.05 **	P<0.1 *

この結果からは、「ジェンダー及び国際性」の要素に関して、女性の社外取締役の割合、

女性の業務執行を担う社内役員の割合のいずれも高いほど、株価評価が有意に高まることが示された。また、女性の社外取締役の割合は企業業績には影響を与えていない一方、女性の業務執行を担う社内役員の割合は企業業績と正の有意性を示した。女性の業務執行を担う社内役員の割合の高さは企業業績と株価評価の双方を有意に高める結果となり、ジェンダーに関してはH1が一定程度支持されたと言える。女性の社外取締役は企業業績には影響を与えていない一方で株価評価との間には正の有意性がみられるのは、株式市場の評価が「女性取締役の有無」を形式的に見て反応している可能性が考えられる。一方、外国人の社外取締役の割合と企業業績の間には負の有意性が観察され、外国人の業務執行を担う社内役員の割合に関しては企業業績と株価評価の双方とも有意な影響は見られなかった。ただし、外国人の社外取締役及び外国人の業務執行を担う社内役員の割合のいずれもが企業業績や株価評価とは負の関係を有しており、一方で売上は企業業績と正の有意性を示していることから、外国人役員の割合が多い企業は海外売上が大きく、その変動要因が大きかったことが考えられる。この点については、単に売上規模だけではなく海外売上高比率との関係分析が、国際性に関する多様性を考える上では必要であることを示唆している。

「年齢」に関しては有意な傾向は見られず、H2は支持されなかった。ただし、メンバーの年齢差が大きいほど、取締役会の最年少メンバーの年齢が若いほど企業業績、株価評価とも向上する傾向が示された。

他社経験を持つ取締役会メンバーについては、それが社外取締役であるか社内取締役であるかに拘わらず企業業績や株価評価に影響は無かったが、金融業務経験といった特定分野での専門スキルを有する取締役会メンバーの割合は、企業業績と強い正の有意性を示した。一方で、株価評価に関しては特に影響を与えていなかった。H3については支持されず、H4については部分的に支持されたと言える。

## 5. おわりに

本研究では、ボード・ダイバーシティと企業の投資活動との関係について、以下の点に着目して分析を行った。まず、ダイバーシティの要素については、①ジェンダー及び国際性という多様性確保に関する企業の取組が、外部招聘による「形ばかり (tokenism)」であるのか、内部での多様性人材の登用を伴うものなのか、実際に業務執行を担う執行役員まで広げることにより分析し、②終身雇用や年功序列といった慣習から影響があると思われる「年齢」という要素を加え、③これらの「デモグラフィ型」のみならず、他社経験や専門分野経験といった「タスク型」の要素についても検討対象とした。

また、投資活動については、①投資の実行と撤退、②配当及び株主還元、③現金保有と非合理的投資、という三つの側面から検討し、分析を行った。

本研究の独自性として、ジェンダーや国際性について、通常対象とされる社外取締役の割合だけではなく、日本企業において多く見られる執行役員にまで対象を広げて分析を行ったこと、年齢に関してもダイバーシティ要素として取り上げ、先行研究で用いられる平均年齢では我が国の状況を的確に捉えられないとして年齢差や最若齢メンバーの年齢を用いて分析を行ったこと、これらによりコーポレートガバナンスの観点から Ahern and Dittmar (2012) などの先行研究に多くみられる「デモグラフィ型」のダイバーシティに関し、我が国の実情を踏まえて定量的な分析を行ったこと、が挙げられる。加えて、「タスク型」の要素に関しても検討を行い、単に社外取締役の割合だけではなく、社内における中途採用者の割合に着目して分析を行ったことも、これまでの先行研究には見られなかった点である。また、単に企業業績との関連だけではなく、ボードにおける意思決定のうちでも最も重要と思われる「投資」に関する行動を三種類に分け、ボード・ダイバーシティとの関係を分析した点も先行研究には見られず、本研究の持つ大きな意義である。

分析の結果、以下が明らかとなった。まず、投資活動について最も一貫した傾向を表したのは、「年齢」というダイバーシティ要素であった。取締役会で最も若いメンバーの年齢が低いほど、投資の実行・撤退とも有意に活発化し、最高齢メンバーの年齢が高いほど現金を社内に滞留させる傾向も有意に高いことが明らかになった<sup>5</sup>。デモグラフィ型のダイバーシティにおいては「ジェンダーと国際性」のみが注目されがちであるが、単に平均では語れない「年齢」のダイバーシティが意味を持つことを明らかにできたのは本研究の成果である。また、加齢が投資というリスクテイク行動を抑制し、現金の滞留につながっている可能性は、CGCが「攻めのガバナンス」を提唱しながらも企業行動がなかなか変化しない原因のひとつとしても考慮すべき余地があり、高齢化が進行する日本企業全体の課題でもあると言えよう。

一方、「ジェンダーと国際性」に関しては一部に成果もあったが、全体としてはまちまちな結果となった。社外取締役の割合と、社内業務執行役員の割合は、特に「ジェンダー」に関して異なった傾向を見せ、これらを別々に観察することの重要性を明らかにできたことは本研究の成果である。女性の社内業務執行役員の割合が高いほど株主還元は高まり、株価評価も向上することについては強い正の有意性が示された。企業業績においても有意に向上がみられた。また、有意ではないものの現金保有や非合理的投資が減る傾向にあることも確認できた。一方で、投資の実行や撤退についての影響は見られず、むしろ減る傾向が示唆された。女性が社内で投資の意思決定に関わる際にリスクを高く見積もりがちで



あるという可能性は考えられるが、これについては別途追究が必要である。また、女性の社外取締役の割合については、しばしば女性の社内業務執行役員の割合と逆の傾向を見ることがあり、かつ現金保有については正の有意性がみられるなど、株主から見た場合にはマイナスと考えられる点も明らかになった。しかし、株価評価とは正の有意性を見せており、見かけ上の女性社外取締役の多さだけで株価が反応している可能性、即ち「形ばかり (tokenism)」仮説を支持している可能性を含んでいる。女性取締役の割合と女性執行役員の割合の間に相関がみられないことも、社外からの招聘をもって「ジェンダー」への配慮要請に対する形式的な対応を行っており、社内でのダイバーシティが追い付いていないことを示している可能性がある。ただし、本研究の範囲ではそこまで断定はできず、今後の課題としたい。

外国人社外取締役、外国人社内業務執行役員の割合に関しては有意な結果はあまり得られなかったが、これは今後、海外売上高との関係を明らかにしたうえで新たな分析が必要と考えられる。

「タスク型」のダイバーシティ要素に関しては、企業業績に対して金融分野の専門人材の割合が強い正の有意性を示したほかは、目立った関係は明らかとはならなかった。中途採用人材の内訳を改めて分析すると、全くしがらみなく他社から移籍し活躍している取締役がいる一方、メインバンクや親会社等からの派遣とみられる取締役も含まれており、前者と後者の持つ特性が逆であったために数値として表れなかった可能性が考えられる。「タスク型」のダイバーシティ要素は必ずしも外見上から、もしくは履歴のみから明らかになるものではないが、これを埋めるために昨今先進企業では、「スキル・マトリックス」と呼ばれる、取締役会構成メンバーにおける「タスク型」のダイバーシティ要素の有無や散らばり具合を開示する例も増えてきた。今後は、こうした情報も活用しながら、「タスク型」のダイバーシティ要素が投資活動に与える影響を吟味することが可能になるであろう。

<注>

- 
- 1 ノルウェーにおいては、2004年に会社法が改正され、公営企業及び民間企業のうち株式上場企業（企業規模によって異なる）に対し、取締役会における性別クォータ制度（取締役が10人以上の場合、女性の比率が40%を下回ってはならない）が適用されることとなった。
  - 2 指名委員会等設置会社の場合には、執行役を含める。
  - 3 自己資本に対する配当と自社株買いの合計割合
  - 4 売上高に対する現預金と有価証券の合計割合

- 5 先行研究にならい平均年齢についても同様の分析を行ったが、有意な関係は認められなかった。

<参考文献>

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009) “Women in the boardroom and their impact on governance and performance”, *Journal of financial economics*, 94 (2) , pp.291-309.
- Ahern, K. R., & Dittmar, A. K. (2012) “The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation”, *The Quarterly Journal of Economics*, 127 (1) , pp.137-197.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003) “Corporate governance, board diversity, and firm value”, *Financial review*, 38 (1) , pp.33-53.
- Farrell, K. A., & Hersch, P. L. (2005) . Additions to corporate boards: The effect of gender. *Journal of Corporate finance*, 11 (1-2) ,pp. 85-106.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984) “Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers”, *Academy of management review*, 9 (2) , pp.193-206.
- 林正浩 . (2016) 「コーポレートガバナンス・コード時代の企業価値創造プロセス (8)」『大和総研重点テーマレポート』、1-20 頁
- Horwitz, S. K., & Horwitz, I. B. (2007) “The effects of team diversity on team outcomes: A meta-analytic review of team demography”, *Journal of management*, 33 (6) , pp.987-1015.
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013) “Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives?”, *Journal of Financial Economics*, 108 (3) , pp.822-839.
- 乾友彦, 中室牧子, 枝村一磨, & 小沢潤子 . (2014) 「企業の取締役会のダイバーシティとイノベーション活動」『RIETI Discussion Paper Series』、14-J-055、1-21 頁
- Joshi, A., & Roh, H. (2009) “The role of context in work team diversity research: A meta-analytic review”, *Academy of Management Journal*, 52 (3) , pp.599-627.
- 中野誠 & 高須悠介 (2013) 「日本企業の現金保有決定要因分析 - 所有構造と取締役会特性の視点から」『一橋大学機関リポジトリ第 161 号』、1-19 頁
- 中内基博 . (2005) 「トップ・マネジメントの規模とパフォーマンスの関係性 -TMT 異質性の観点から」『経営行動研究年報』、第 14 号、33-37 頁
- 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』、第 110 号 (1)、1-20 頁
- Parrotta, P., & Smith, N. (2013) “Why so few women on boards of directors? Empirical evidence from Danish companies 1997-2007”, *IZA Discussion Paper* 7678, pp.1-33
- Rose, C. (2007) . “Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence”, *Corporate Governance: An International Review*, 15 (2) , pp.404-413.
- 山本聡 . (2009) 「取締役会の規模・属性と企業の研究開発投資 - 国内機械産業のパネルデータによる計量分析」『機械経済研究』、第 40 号、17-26 頁

<謝辞>

- ・本研究は JSPS 科研費 19K01890 の助成を受けたものです。

・本研究は2019年異文化経営学会第1回研究大会自由論題報告に基づくものです。質問や意見を下さった多くの参加者の皆様に感謝致します。

受付日：2020年6月29日

受理日：2020年11月12日