

## 企業文化と企業価値

～例えば、ジェンダー平等な企業文化について～

頭 士 奈加子

### 一、はじめに

企業はそこで働く人々の協力関係を築くために、報酬制度や昇進といった形式的なインセンティブだけでなく、内発的な動機に影響を及ぼす価値や規範といった企業文化も利用しようとする。そして、一般的に、有効な企業文化は企業価値を高めると考えられている。例えば、花枝ほか [2010] が日本企業を対象に行ったサーベイ調査によると、回答企業の大多数が、企業文化を

重要と認識し、企業文化の改善が企業価値の向上につながることを認識している。<sup>[1]</sup>

ところが、良い企業文化が企業価値の向上につながるかどうかについては、あまり分かっていない。これには、企業文化の測り方や、因果関係の推定が難しいことが関係している。例えば、先行研究の多くは従業員満足度や働きやすさの指標を用い、長期の株価パフォーマンスの向上と関係することを報告している [Edmans 2011, Guiso et al. 2015]。しかし、企業文化の測り方の観点では、企業文化は従業員満足度等のほかにも様々な

側面を有しているため、未解明の側面を多く残している。また、因果関係の推定の観点では、将来のパフォーマンス向上が、従業員満足度等に内在する企業文化の価値によりもたらされたものではなく、従業員満足度等が発する企業の経済環境に関するシグナルによりもたらされた可能性が残る。こうした分析上の課題から、先行研究の間で決定的なエビデンスが得られていないのである。

そこで、本稿では、こうした分析上の課題に対応するため、解明が進んでいない企業文化の側面であるジェンダー平等に焦点をあて、その重要性が一般に認識されることとなったある出来事（イベント）の前後における株価パフォーマンスの変化に着目して、ジェンダー平等な企業文化と企業価値との間の関係を調査する。ジェンダー平等な企業文化に焦点をあてる理由は次の通りである。昨今、社会では、様々な格差や差別的な取り扱い

が注目され、その是正が重視されている。男女間にある処遇の違いもその一つである。例えば、SDGsでは、目標の一つにジェンダー平等の実現が含まれている。企業もこうした社会の動きに関心ではいられない。昨今、世界ではESGに関する情報を活用した投資が拡大するとともに、企業にESGに関する情報開示の拡大を求める動きが広がっている<sup>(2)</sup>。そしてESGの中には、女性の活躍も含まれている。また、突発的に企業の姿勢が問われることもある。例えば、二〇二一年二月三日に起こった東京五輪・パラリンピック組織委員会会長による、後に女性蔑視発言・性差別発言と報じられる発言である。当該発言を巡り、多くの五輪スポンサー企業等がこの発言に対して自社の価値観と異なる等のコメントを出して、自社のジェンダー平等に関する姿勢を示すこととなった。このように、企業にとって、ジェンダー平等

な企業文化を持つことの重要性が増している。しかし、ジェンダー平等な企業文化が企業価値を高めるかどうか、より具体的には企業がジェンダー平等な企業文化を持つことを市場がどの程度評価しているかは、ほとんど分かっていない。これを明らかにすることが本稿の目的である。

本稿の構成は次の通りである。第二節では仮説と分析の枠組みを提示し、第三節では分析結果を提示する。第四節は本稿のまとめである。

## 二、仮説と分析の枠組み

ジェンダー平等な企業文化と企業価値との間の関係を調査するには、企業文化の測り方と、因果関係の推定を検討しなければならない。まず、企業文化の測り方について検討する。企業文化の定義は先行研究の中で幾つか提示されている。現

在、主流となっているのは「組織全体で広く共有され、強く保持されている規範や価値観」という定義である [Guiso et al. 2015, Graham et al. 2017]。この定義に基づいてジェンダー平等な企業文化を測るとするならば、企業内の女性役員や女性従業員の処遇が適している。企業の人事処遇には、その企業全体で広く共有され、強く保持されている規範や価値観が表れていると考えられるからである。いわゆるガラスの天井で知られるように、性別に関する選好や理解の差に起因する人材需要や制度における障壁がある企業で、女性が重要なポジションに登用されることは難しい。Matsa and Miller [2011] は、女性取締役が多いほど、女性役員・女性CEOの採用が多いことを実証し、こうした障壁が女性の活躍に重大な影響を及ぼしていると論じている。それとともに、女性取締役の増加が、企業文化の変化を通じて、女

性にとって経営トップの仕事に就き、業績を上げることが魅力的になるという効果も示唆している。また、Dezso and Ross [2012] は取締役会に女性がいるということは、社会的に女性の進出を阻むものがあつたとしても、その企業の文化が女性に好意的で、あらゆるレベルで女性の進出に力を入れていることを表し、下級の管理職に就く女性のモチベーションと組織へのコミットメントを高めると論じている。これらのことから、女性役員の存在は、その企業のジェンダー平等な企業文化の有無と密接に関係していると言えるだろう。従つて、本稿では、女性役員の有無を、ジェンダー平等な企業文化の代理指標として採用する。

次に、因果関係の推定について検討する。企業文化の因果効果を識別するには、企業文化が突然変化するような出来事（イベント）を利用するこ

とが望ましい。しかし、企業文化の形成や変化には時間がかかるため、そのようなイベントを利用することは困難である。Lins, et al. [2021] はこの点について、ジェンダー平等な企業文化の重要性に対する明確なイベントを利用することで対応している。彼らは、二〇一七年一〇月にアメリカで起きた映画プロデューサーによるセクハラへの告発とそれに続く「#MeToo運動」をイベントとして利用し、トップマネジメントチームに女性が存在する企業と存在しない企業との間で当該イベントの前後における株価リターンの違いを検証している。検証の結果、トップマネジメントチームに女性が存在する企業が、当該告発や「#MeToo運動」が話題になった期間に、そうでない企業に比べてより多くの超過リターンを得たことを明らかにした。この結果から、彼らは、非性差別的な企業文化は企業価値評価において常に

重要であったが、当該イベントを機に、投資家が性差別的な企業文化に起因する潜在的なコストをより深く理解するようになり、その重要性が高まったと説明している。本稿では、Lins, et al. [2021] に倣って、ジェンダー平等な企業文化の重要性に対する明確なイベントを用いて、その前後の株価パフォーマンスを調査することにより、企業文化の因果効果を識別するものとする。

日本で最近発生したジェンダー平等な企業文化の重要性に対する明確なイベントといえば、二〇二一年二月三日に発生した当時の東京五輪・パラリンピック組織委員会会長による発言が国内外で話題になった事例であろう。二月三日、当該会長（男性）が日本オリンピック委員会（JOOC）の臨時評議員会場で「女性を増やしていく場合は発言の時間もある程度、規制か何かしておかないとなかなか終わらないので困るといった話もある」などと述

べ、その日のうちに国内外の報道等で女性蔑視発言・性差別発言として報じられた。その後、スポーツ企業等からの批判が表明された。例えば、東京五輪の最高位のスポンサーであるトヨタ自動車は、二月一〇日に「トヨタが大切にしてきた価値観と異なり、誠に遺憾だ」とする社長のコメントを発表した。その後、二月一二日に当該会長は引責辞任し、二月一八日に当時の東京オリンピック競技大会・東京パラリンピック競技大会担当大臣（女性）が後任の会長に就任した。図表1に発言から会長交代までの流れを示す。本稿で注目したいのは、この発言が企業活動の外で発生した出来事である点と、この問題となった発言を機にジェンダー平等に関する報道や議論が顕著に活発になった点である。これらの点に着目し、この出来事をジェンダー平等な企業文化の重要性に対する明確なイベントとして採用する。なお、本稿

図表1 2021年2月3日の女性蔑視発言・性差別発言と報じられる発言を巡る流れ

日付	対応
2月3日 (イベント日 $t$ )	午後、当時の東京オリンピック・パラリンピック競技大会組織委員会会長（男性）が日本オリンピック委員会の臨時評議員会の終了後に「女性がたくさん入っている理事会は時間がかかる」などと発言 米ニューヨークタイムズ紙が「東京五輪のトップが会議での女性の制限を唆唆」、仏AFP通信が「日本は男女平等の点では遅れている」と報じる
2月4日 ( $t+1$ )	首相が衆院予算委員会で野党議員から当該発言を読み上げた上で見解を問われ「あってはならない発言だと思っています」と言及
2月9日 ( $t+4$ )	国際オリンピック委員会（IOC）が「多様性は私たちが尊重し、力を発揮しなければならない基本的な価値観である。（当該）発言は、IOCのコミットメントやオリンピックアジェンダに反しており、絶対に不適切なものである」とする声明を発表
2月10日 ( $t+5$ )	東京五輪のスポンサー企業であるトヨタ自動車社長が「トヨタが大切にしてきた価値観と異なり、誠に遺憾だ」とコメント発表 米国で五輪放映権を持つ米NBCが「（当該）会長、（有名女子プロテニスプレーヤー）らに性差別を指摘される。彼は去らなければならない。」と題し、当該会長の辞任を促す意見記事掲載
2月12日 ( $t+6$ )	発言をした会長が辞任
2月18日 ( $t+10$ )	東京五輪・パラリンピック組織委員会が午後の理事会で新会長に当時の五輪相（女性）を選定、同日付で就任

は、この出来事を、発言の内容を論じる目的で使用するものではなく、この出来事が外生的に発生したという点とこの出来事を契機にジェンダー平等な価値観や企業文化に対する社会の認識が深まったという点に着目して分析に使用するものである。

ジェンダー平等な企業文化が企業価値を高めるならば、投資家がジェンダー平等な企業文化の重要性を認識したときに、ジェンダー平等な企業文化を持つことの価値、あるいは、持たないことのコストは株価に反映されるはずである。つまり、女性役員がいる企業は、二〇二一年二月三日に発生した女性蔑視発言・性差別発言と報じられる発言の前後で、女性役員がいない企業に比べて高い株価リターン（正の超過リターン）を得ていることが予想される。<sup>3)</sup> 次節ではこの仮説を検証する。

### 三、女性役員の有無と企業価値との間の関係

本検証では、二〇二一年二月三日を起点に直近一年間の財務データが取得できた国内上場企業のデータを用いる。初期サンプルは三、九一一件である。ここから、金融業及び公益事業に属する企業のデータ二七件、株主資本がマイナスの企業のデータ一五件、株価データがない企業五七件、一株当たりの株価が平均一〇〇円未満の企業のデータ三六件、女性役員数の情報がない企業のデータ一四八件、分析に必要な情報がない企業のデータ二二一件を除く。こうしたサンプル選定の結果、最終サンプルは三、三五八件（社）となった。なお、女性役員及び男性役員に関するデータは内閣府男女共同参画局が公表する有価証券報告

書に基づく上場企業の女性役員数及び男性役員数のデータを利用する。<sup>(4)</sup> 株価データ及び財務データは QUICK FactSet Workstation より取得する。

まず、サンプルの特徴について確認する。図表2は、全サンプル企業の特徴を表す。本検証で主たる関心のある変数は、女性役員比率（女性役員数÷総役員数）である。ここで「役員」とは、取締役、監査役、指名委員会等設置会社の代表執行役及び執行役を指す。サンプル企業の間で、女性役員比率は平均五・一％、女性役員数は平均〇・六人であった。総資産は平均二、三〇〇億円。総資産に占める現金及び現金同等物の割合は平均二三・六％、有利子負債の割合は平均一九・五％。企業の成長機会を示すトービンのQ（総資産－株主資本簿価＋時価総額）÷総資産は平均一・四倍。総資産に対する設備投資額の比率は平均四・〇％、ROAは平均四・七％。なお、各変数

図表2 全サンプル企業の特徴

(N=3,358)

変数	平均	標準偏差	p25	中央値	p75
女性役員比率	0.051	0.069	0.000	0.000	0.091
女性役員数	0.566	0.759	0.000	0.000	1.000
総資産(百万円)	230,019	721,558	10,387	31,440	107,191
現金及び現金同等物	0.236	0.170	0.110	0.192	0.314
有利子負債	0.195	0.184	0.030	0.149	0.310
トービンのQ	1.396	1.420	0.765	0.954	1.397
設備投資	0.040	0.036	0.014	0.030	0.055
ROA	0.047	0.068	0.020	0.046	0.077

(注) 女性役員比率は女性役員数÷総役員数、キャッシュは現金及び現金同等物÷総資産、有利子負債は有利子負債÷総資産、トービンのQは(総資産-株主資本簿価+時価総額)÷総資産、設備投資は設備投資額÷総資産、ROAは営業利益÷総資産。各変数は、上下1%に外れ値処理を行っている。

は、上下一%に外れ値処理を行っている。

さらに、図表3は、サンプルを女性役員がいる企業と女性役員がいない企業のサブサンプルに分け、企業の特徴を比較している。女性役員がいる企業は一、四二六社、女性役員がいない企業は一、九三二社であった。女性役員がいる企業の間で、女性役員比率は平均一二・〇%、女性役員数は平均一・三人であった。その他の特徴について見ると、女性役員がいる企業は女性役員がいない企業に比べて、企業規模が大きく、現金保有が少なく、有利子負債が多く、トービンのQで測る成長機会が多く、設備投資が多く、ROAが高いことが示されている。なお、これらの平均値の差は統計的に有意である。

これより、女性蔑視発言・性差別発言と報じられる発言があった二〇二一年二月三日(イベント日)前後における株価パフォーマンスを検証す

図表3 女性役員がいる企業といない企業との間の特徴の違い

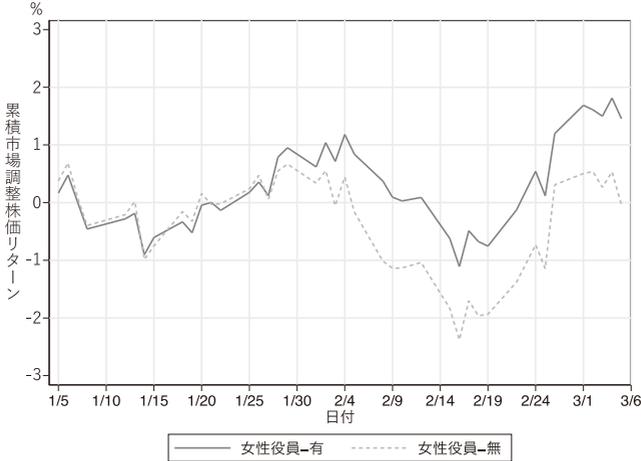
変数	女性役員がいる企業		女性役員がいない企業		平均の差 (t 値)
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	
女性役員比率	0.120	0.055	0.000	0.000	0.120*** (95.269)
女性役員数	1.333	0.578	0.000	0.000	1.333*** (101.307)
総資産 (百万円)	400,959	983,847	103,848	391,553	297,111*** (12.045)
現金及び現金同等物	0.227	0.172	0.243	0.168	-0.016*** (-2.738)
有利子負債	0.206	0.184	0.186	0.183	0.020*** (3.171)
トービンの Q	1.498	1.453	1.321	1.390	0.176*** (3.565)
設備投資	0.042	0.035	0.038	0.036	0.004*** (3.576)
ROA	0.050	0.068	0.044	0.069	0.006** (2.440)
サンプル数 (社)	1,426		1,932		

(注) 変数は図表2と同じ。\*は統計的に有意であることを表す。

る。まず、はじめにその推移を確認する。図表4は、イベント日前後のそれぞれ二〇取引日の期間をとった二〇二一年一月五日から二〇二一年三月六日までの、女性役員がいる企業及び女性役員がいない企業の日次株価リタンの累積を示している。なお、当時の市場状況等をコントロールするため、各企業の株価リターンから加重平均市場リターンを差し引いて算出した市場調整株価リタンの累積を用いている。図表4によると、イベント日前までは、女性役員がいる企業と女性役員がいない企業は同じような水準で推移していた。しかし、イベント日後より、女性役員がいる企業と女性役員がいない企業との間で差が広がり、女性役員がいる企業の方が高い株価リターンを得ている傾向が見られる。そして、二〇日後もその差は埋められていない。

次に、女性役員の有無による株価パフォーマンス

図表4 イベント日前後の累積市場調整株価リターン



(注) イベント日(2021年2月3日)の20取引日前からの日次の市場調整株価リターンの累積を示す。なお、市場調整株価リターンは、各企業の株価リターンから加重平均市場リターンを差し引いて算出したもの。

スの違いを検証する。図表5は、イベント前後の累積市場調整株価リターン(CR)の平均値を、女性役員がいる企業とない企業に分けて表示している。CRの添字は、累積期間の起点と終点を指す。なお、時点 $t$ は二〇二一年二月三日(イベント日)である。まず、イベント日の一〇取引日前から二取引日前の累積市場調整株価リターン(CR [t-10, t-2]) の平均値の差は〇・〇〇四(〇・四%)であり、この差は統計的にも有意であった。このことは、イベント日の一〇取引日前から二取引日前までの間に、女性役員がいる企業が、女性役員がない企業に比べて〇・四%の超過リターンを得たことを意味する。イベント日直前の取引日からイベント日の翌取引日までの累積市場調整株価リターン(CR [t-1, t+1]) の平均値の差は〇・〇〇四(〇・四%)であり、この差は統計的にも有意であった。このことは、イベン

図表5 女性役員の有無による累積市場調整株価リターンの違い

	平均値		平均値の差 (t 値)
	女性役員がいる企業 (N=1,426)	女性役員がいない企業 (N=1,932)	
CR [t-10, t-2]	0.011	0.007	0.004** (2.362)
CR [t-1, t+1]	0.005	0.001	0.004*** (3.754)
CR [t+2, t+10]	-0.019	-0.025	0.006** (2.463)
CR [t-10, t+10]	-0.002	-0.016	0.014*** (4.176)

(注) CR は、市場調整株価リターンの累積。添字は、累積期間の起点と終点を指す。なお、時点 t はイベント日 (2021年2月3日) である。\* は統計的に有意であることを表す。

ト日前後三日間に、女性役員がいる企業が、女性役員がいない企業に比べて〇・四%の超過リターンを得たことを意味する。二取引日後から一〇取引日後までの累積市場調整株価リターン (CR [t + 2, t + 10]) の平均値の差は〇・〇〇六 (〇・六%) であり、この差は統計的にも有意であった。このことは、イベント日の二取引日後から一〇取引日後までの間に、女性役員がいる企業が、女性役員がいない企業に比べて〇・六%の超過リターンを得たことを意味する。最後に、二〇取引前から二〇取引日後までの累積市場調整株価リターン (CR [t - 20, t + 20]) の平均値の差は一・四%であり、この差は統計的にも有意であった。このことは、イベント日の二〇取引日前から二〇取引日後までの間に、女性役員がいる企業が、女性役員がいない企業に比べて一・四%の超過リターンを得たことを意味する。

これらの結果は、ジェンダー平等な企業文化は従来から重要であったが過小評価されており、ジェンダー平等な企業文化の重要性が増すこととなった出来事（イベント）の後、そうした企業文化の価値やそうした企業文化がないことのコストが市場で認識され、株価に反映されたことを示唆している。この結果は、Lins, et al. [2021]の結果とも整合的である。なお、女性役員がいる企業の女性役員がいない企業に対する正の超過リターンはイベント発生直後だけでなく継続してみられた。これは、イベント後日増しに反響が大きくなったことや、女性蔑視発言・性差別発言と報じられる発言の六取引日後（二月一二日）に当該発言をした当時の会長が引責辞任し、一〇取引日後（二月一八日）に新会長として女性が選出されたことが影響していると考えられる。

#### 四、産業レベルの文化の影響

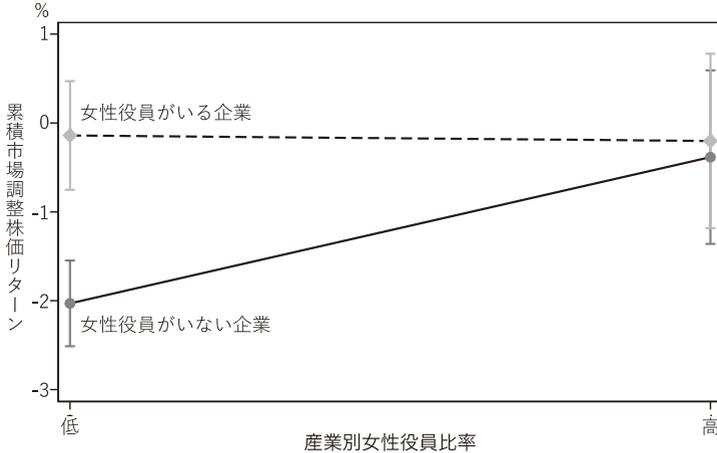
ジェンダー平等な企業文化の価値への市場評価は、企業が属する社会でジェンダー不平等が問題になっているかどうかによって、影響を受ける可能性がある。例えば、役員構成の多くを男性が占めている産業では、企業に女性役員がいることは特に価値があり、女性役員がいないことは特にコストがあるものとして、投資家から評価されるかもしれない。一方で、女性役員の登用がよく見られる産業では、ジェンダー不平等があまり問題になっておらず、企業に女性役員がいることが投資家の評価にあまり影響しないかもしれない。Lins, et al. [2021]はこの可能性について、各産業・各地域の女性役員比率の水準や各地域の男女間賃金格差を用いた調査を行い、ジェンダー平等

図表6 産業ごとの女性役員の状況

産業分類	全サンプル			女性役員がいる企業のサブサンプル		
	企業数	女性役員比率 (平均)	女性役員数 (平均)	企業数	女性役員比率 (平均)	女性役員数 (平均)
教育、学習支援業	26	10.0%	0.9	17	15.4%	1.4
医療、福祉	33	8.5%	0.8	18	15.6%	1.5
サービス業	27	7.9%	0.8	15	14.2%	1.5
宿泊業、飲食サービス業	108	7.3%	0.7	61	13.0%	1.3
電気・ガス・熱供給・水道業	33	6.0%	0.9	22	9.0%	1.4
卸売業、小売業	472	5.7%	0.6	220	12.1%	1.3
情報通信業	263	5.6%	0.6	113	13.0%	1.3
生活関連サービス業、娯楽業	22	5.6%	0.6	9	13.8%	1.6
学術研究、専門・技術サービス業	477	5.3%	0.5	188	13.3%	1.3
不動産業、物品賃貸業	121	4.9%	0.6	50	11.9%	1.3
製造業	1,493	4.6%	0.5	600	11.4%	1.3
運輸業、郵便業	107	4.3%	0.6	50	9.3%	1.3
建設業	166	3.9%	0.4	58	11.3%	1.3
鉱業、採石業、砂利採取業	10	3.7%	0.5	5	7.4%	1.0
全サンプル	3,358	5.1%	0.6	1,426	12.0%	1.3

に関する社会文化と企業文化の間に相互作用があり、それらが代替関係にあることを示唆している。本節では、Lins, et al. [2021] に倣って、各産業の女性役員比率の水準を用いて、産業レベルのジェンダー平等な文化が、図表5の結果に影響するかどうかを検証する。この検証は、企業の女性役員の有無と産業別女性役員比率の高低の組合せごとに、イベント日（二〇二一年二月三日）前後の累積市場調整株価リタインの平均値を調査することで行う。図表6は産業ごとの女性役員の状況を示す。産業分類は日本標準産業分類大分類による。産業毎の女性役員比率が全サンプルの中央値より大きい（中央値以下の）産業を女性役員比率が高い（低い）産業とする。この定義に基づく全サンプルの中で女性役員比率が高い産業は「電気・ガス・熱供給・水道業」、「情報通信業」、「卸売業、小売業」、「宿泊業、飲食サービス業」、

図表7 企業文化と産業文化の関係



(注) 点は、企業の女性役員の有無と産業別女性役員比率の高低の組合せごとに、イベント日（2021年2月3日）の10取引日前から10取引日後までの期間の累積市場調整株価リターンの平均値を示す。縦線は95%信頼区間を示す。

「教育、学習支援業」、「医療、福祉」、「サービス業」であった。女性役員比率が低い産業は、「鉱業、採石業、砂利採取業」、「建設業」、「製造業」、「運輸業、郵便業」、「不動産業、物品賃貸業」、「学術研究、専門・技術サービス業」、「生活関連サービス業、娯楽業」であった。

図表7は企業の女性役員の有無と産業別女性役員比率の高低の組合せごとに、イベント日（二〇二一年二月三日）の一〇取引日前から一〇取引日後までの期間の累積市場調整株価リターンの平均値を示す。女性役員がいる企業の直線（破線）と女性役員がいない企業の直線（実線）は離れており、企業の女性役員の有無が単独の影響（主効果）を持つことがわかる。また、直線は傾きがあるため、産業別女性役員比率の高低も主効果を持つことがわかる。ただし、産業別女性役員比率の高低によって、企業の女性役員の有無別の差が大

大きく異なる。このことは、企業の女性役員の有無と産業別の女性役員比率の高低との間に交互作用があることを意味する。この結果は、女性役員比率が低い産業ほど、女性役員がいる企業の株価パフォーマンスが高いことを表している。一方で、女性役員比率が高い企業では、株価パフォーマンスに大きな違いは見られない。本節をまとめると、ジェンダー平等な企業文化に対する市場評価は存在するが、それは企業の属する産業全体のジェンダー平等な企業文化の水準の影響を受ける可能性がある。加えて、ジェンダー不平等な扱いを受けやすい産業ほど、ジェンダー平等な企業文化が重要になることを示唆している。

## 五、おわりに

本稿では企業文化と企業価値との間の関係につ

いて、企業文化の未解明な側面であるジェンダー平等に焦点を当て、日本国内でジェンダー平等な企業文化の重要性が広く一般に意識されることとなった外生的な出来事（イベント）を用いて、調査した。検証の結果、女性役員がいる企業は、イベントの発生後には以前よりも多くの正の超過リターンを得ていることがわかった。この結果は、ジェンダー平等な企業文化が企業価値を高めることを示唆している。また、企業の属する産業におけるジェンダー平等な文化の水準に着目した検証の結果、ジェンダー平等な企業文化と企業価値との間の関係が、ジェンダー不平等な扱いを受けやすい産業において顕著となることを示唆する結果が得られた。これらの結果は米国の先行研究であるLins, et al. [2021]の結果とも整合的である。

本稿の結果は企業文化、特にジェンダー平等な企業文化に価値があることを支持するものであ

る。しかしながら、本稿は女性役員の有無に焦点を当てており、女性役員比率の水準や、具体的なポジションの影響については今後の検証が必要である。また、本稿の結果は、比較的短期的であるため、より長期的な影響については今後の検証が必要である。

(注)

- (1) Grahann et al [2017] は北米企業を対象としたサーベイ調査で、経営者の大多数が企業文化を極めて重視し、有効な企業文化が企業価値の向上に資すると考えている。
- (2) コーポレートガバナンスコードの改訂案でも、女性の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保について、考え方と測定可能な自主目標の設定が求める内容となっている。
- (3) 取締役会やトップマネジメントにおける女性の存在が企業価値に及ぼす影響については、先行研究の間で一致した見解が得られていない。Dezso and Ross [2012] はトップマネジメントに女性を登用することで、イノベーションに注力する企業の企業価値や財務パフォーマンスが向上する

ことを実証し、ジェンダーの多様性によりトップマネジメントチームにおいて徹底した情報処理や多様な意見の検討が可能になり、情報処理や意思決定が向上することを示唆している。Ahen and Dittmar [2012] は、ノルウェーで、会社法改正により上場企業の女性取締役比率を四〇％以上とするよう義務づけたケースにおいて、女性取締役比率を増加させた企業は企業価値が減少したという結果を示している。なお、この結果については、若く経験の浅い人材が取締役として登用されたことが一因と考えられている。

- (4) 内閣府「有価証券報告書に基づく上場企業の女性役員状況」(<https://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/yakuhint.html>)

(参考文献)

Ahen, K. R. and A. K. Dittmar [2012] "The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.127, No.1, pp.137-197.

Dezso, C. L., and D. G. Ross [2012] "Does female representation in top management improve firm performance? A panel data investigation," *Strategic Management Journal*, Vol.33, No.9, pp.1072-1089.

- Edmans, A [2011] "Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices." *Journal of Financial Economics*. Vol.101, No.3, pp.621-640.
- Graham, J. R, C. R. Harvey, and J. Popada [2017] "Corporate Culture: Evidence from the Field." Working paper 23255, NBER.
- Guiso, L., P. Sapienza, and L. Zingales [2015] "The value of corporate culture," *Journal of Financial Economics*, Vol.117, No.1, pp.60-76.
- Lins, K. V., L. Roth, H. Servaes, and A. Tamayo [2021] "Sexism, Culture, and Firm Value: Evidence from the Harvey Weinstein Scandal and the #MeToo Movement." American Finance Association 2021 Annual Meeting.
- Matsa, D. A., and A. R. Miller [2011] "Chipping away at the Glass Ceiling: Gender Spillovers in Corporate Leadership." *The American Economic Review* Vol.101, No.3, pp.635-639.
- 花枝英樹・芹田敏夫・胥鵬、佐々木隆文・鈴木健嗣・佐々木寿記 [2020] 『日本のコーポレートファイナンス』、白桃書房

(一) なかこ・当研究所研究員)