

取締役会における性別の多様性に関する 社会の関心と株主の反応

—米国の研究紹介—

頭 士 奈加子

一、はじめに

近年、企業の社会的責任（CSR）の一つとして、取締役会における性別の多様性を高めることが求められている。二〇〇三年のノルウェーを皮切りに、世界中の国々で、関連する法律制度やコーポレート・ガバナンス・コードのような指針が導入されている。直近では、二〇二〇年一二月に米ナスダックが上場企業に女性やマイノリティから取締役に登用することを義務づけた。また、メ

ディアでの報道やレポートも取締役会に女性を登用することについて言及している。全体として、これらの取り組みは、企業の取締役会における女性の増加に貢献しているようだ。例えば米国では、米国証券取引委員会が二〇〇九年に開示規制を改正し、企業が取締役会の指名プロセスにおいて多様性を考慮したかどうかを開示することを義務づけた後、取締役会における女性の割合が増加した。

しかしながら、取締役会における性別の多様性を求める社会的圧力に、株主がどの程度積極的に

反応しているのかはあまり知られていない。こうした社会的圧力によって、株主の取締役選任決議における投票行動は影響を受けているのだろうか。

株主は株主総会の取締役選任決議において、取締役候補に対する賛成や反対を投票する。株主は、通常、取締役候補を承認するが、この投票機会を利用して、取締役候補への支持や不満を表明することもある。なお、株主の反対票は投票結果を左右することが少なく、効果がないように思えるかもしれない。しかし、最近の研究では、株主の反対票は、取締役の交代を促したり、取締役会での相対的な地位を低下させたり、社外での取締役の就職機会が減らしたりすることから、効果があると考えられている。

女性取締役に対する株主の反応は、理論的にも実証的にも曖昧である。取締役会における性別の

多様性を高めるといふ社会的圧力を考慮すると、株主は男性よりも女性の取締役に賛成の投票をしやすいかもれない。その一方で、過度な外部圧力が、偏見を抑制するどころか、逆効果になることも考えられる。本稿では、社会的責任を問う圧力（CSR圧力）の特に顕著な面として女性取締役に注目し、株主総会での取締役選任決議における女性取締役に對する株主の投票行動を調査した米国の先行研究であるMitra et al. (2021) の研究の概要を紹介する。

二、女性取締役に對する株主の投票行動についての仮説

Mitra et al. (2021) はまず、女性取締役と株主の反対との間の関係について仮説を検討している。そして、この関係について、企業のCSRが

社会から望ましくないとわれやすい状況（取締役会における女性の割合が低い場合）や、取締役の株主価値を最大化する能力が疑わしくなる状況（企業の業績不振やメディア論争がある場合、取締役が取締役会への出席率が悪い場合や非独立取締役の場合）における仮説を検証している。それぞれの仮説について、以降の項で順を追って説明する。

(1) 女性取締役に對する株主の反對

CSRに対する規制や規範的な社会的圧力により、企業のCSRの正当性を示すシグナルとして取締役会における性別の多様性の重要性が増している。正当性とは、社会的に構築された規範、価値観、信念、定義などのシステムの中で、ある主体の行動が望ましい、あるいは適切であるという一般的な認識や前提を意味する。

企業にとって、社会的に受容される特徴を示すことは、資源の動員や企業に対する好意の獲得・維持などの社会的利益をもたらす。例えば、従業員はCSR活動を示したり投資したりする企業に魅力を感じると言われている。投資アナリストもCSRを受け入れる傾向がある。つまり、企業にとって、社会からのCSR圧力に応じることは、自社のCSRの正当性を向上させ、社会からの好意を獲得し、維持するのに役立つということだ。

株主も、企業のCSRが外部からどう見えているかを気にし、CSRを改善するための企業努力にポジティブな反応を示している。CSR圧力の顕著な例が、企業の取締役会における性別の多様性である。そのため、株主は取締役選任決議で男性よりも女性の取締役を支持する動機を持つことが考えられる。これらのことから、Mitra et al (2021) は、「女性取締役は男性取締役よりも株主

の反対が少ない」という仮説一を提示している。

(2) 企業のCSRが社会から望ましくないと思われやすい状況（CSR正当性の脅威）

株主が、企業の特徴について、社会的に構築された規範、価値、信念に照らして望ましくない、あるいは適切でないという懸念（CSR正当性の脅威）を持つとき、女性取締役に対する株主の反対はさらに減少する可能性がある。

女性取締役が少ないと、取締役会における性別の多様性に関するCSR圧力は増加する。新しい組織慣行の普及に関する研究によると、女性を取締役に任命する慣行が広まると、女性取締役が少ない企業は、正当性を示したいという思いから女性を取締役に任命し始めることが示唆されている。組織の正当性は、他者と同じようにすることや、法律や社会的規範に沿って行動することと

いった同型性が中心となる。そのため、組織は正当性を得ようと、他の組織に倣いCSRを示す可能性が高いと言うわけである。つまり、株主は、取締役会に女性がいない、あるいは少ない場合に特に、女性取締役を支持する動機を持つことが考えられる。

こうしたことから、Mitra et al. (2021) は、「取締役会における女性の代表性が低いと男性取締役に比べて女性取締役に對する株主の反対がより減少するというように、取締役会における女性の代表性は株主の反対に関する性差を抑制する」という仮説二を提示している。

(3) 取締役の株主価値を最大化する能力が疑わしくなる状況（エージェンシー脅威）

企業が、短期的な株主価値最大化の目標とCSRのような長期的な社会的要請との間のバランス

をどのようにとるかについては、様々なアプローチが存在する。その一方で、株主は企業の株主価値を追求し、株主価値にコミットしていないと思われる企業にペナルティを課す。そして、株主は取締役を、企業の株主価値を最大化するために経営者を監視・助言し、企業の評判を落とすような不祥事を防ぐエージェントであると考えている。

Mitra et al. (2021) は、株主のエージェントである取締役について株主価値を最大化する能力が疑わしくなるような出来事（エージェンシー脅威）がある場合、株主のCSRに対する支持が低下し、その結果、女性取締役に對する株主の反対が増加すると予想している。その理由は次の二つである。

第一に、エージェンシー脅威がある場合、株主は自己利益（株主価値）に関心を持ち、ステークホルダーの利益（CSR）には関心を持たなくな

ると考えられるためである。心理学の研究によると、金銭に関する話は、人にビジネス的な意思決定の枠組みを喚起し、社会的つながりの感覚を低下させるといふ。従って、エージェンシー脅威がある場合、株主の頭の中では、財務的な意思決定の枠組みがより顕著になり、CSR的な意思決定の枠組みは薄れていくことが考えられる。その結果、女性取締役に對する株主の反対が増えるという形で、女性取締役に對する支持が低下する可能性がある。

第二に、エージェンシー脅威がある場合、ステレオタイプや帰属バイアスが株主の意思決定や行動を左右する可能性が高いためである。心理学の先行研究によると、人は脅威を感じると、思考や行動が硬直化し、性別に関するステレオタイプのような直観に回帰し、帰属バイアスがかかるという。帰属バイアスとは、成功や失敗の原因を、性

質などの内的要因や状況などの外的要因に起因するものとして説明する際のバイアスである。例えば、自分が所属する集団（内集団）のメンバーの下で発生した失敗を難しい市場環境を引き合いに出して説明する一方、自分が所属しない集団（外集団）のメンバーの下で発生した同じ失敗を当該メンバーの能力やコミットメントの欠如のせいにしてしまうというものだ。帰属バイアスは、内集団と外集団の区別が明らかで、内集団の好意度が高い場合や、評価者が事象や行為者に関する情報を多く持たない場合に、その傾向が強まるといふ。つまり、限られた情報で取締役を評価する株主は、エージェンシー脅威がある場合に性別的な帰属バイアスがかかることが予想される。そのため、株主は、女性のように、企業のリーダーや取締役のイメージに合いづらい者に失敗を帰し、厳しく評価する可能性がある。

(a) 企業レベルのエージェンシー脅威

Mitra et al. (2021) は、具体的なエージェンシー脅威として、まず、企業の業績不振やメディア論争（製品や経営に関するスキャンダルなど、企業がネガティブな報道でメディアの注目を浴びること）などの企業固有の問題に起因する場合を検証している。これらの問題は企業の株主利益を生み出す能力を危うくし、取締役の監視・助言の有効性やコミットメントを疑問視させるものである。それぞれの具体的な仮説は次のとおりである。

まず、企業の業績不振についての仮説を紹介する。心理学の先行研究によると、人は、チームが失敗したとき、その責任の帰属について反事実的思考を引き起こし、チーム全体ではなく個々のチームメンバーを不均衡に責める傾向があるという。反事実的思考とは、チームの失敗など予期せ

ぬ結果を説明しようとするときに、チームが成功していたかもしれない代替のシナリオを想像することである。そして、もし異なる行動をとっていたらチームの結果を変えることができたと考えられる重要な行為を行ったメンバーが、チームの失敗の帰結について最も非難されることとなる。つまり、株主は、企業の業績不振があつたとき、男性取締役ではなく、女性取締役の監視・助言能力の欠如に起因すると考える可能性があるとうことだ。このようなことから、Mitra et al. (2021) は、「企業の業績不振は、男性取締役よりも女性取締役に對する株主の反対を増加させるというように、株主の反対に関する性差を抑制する」という仮説三を提示している。

次に、企業のメディア論争についてである。責任の帰属について反事実的思考が起る可能性があるほか、次のことも考えられるという。組織の

危機におけるリーダーシップ行動について男女のリーダーシップの違いを調査した研究によると、危機の長期的な影響に関する不確実性が低い場合に、女性リーダーが他者の感情を予測し管理する関係性行動をとったとき、男性よりも女性のリーダーシップに對する信頼性が優位となるという。

これは、メディア論争が起るなどして、組織の危機が深刻で広範囲に及んだときには、女性取締役に對する信頼や寛容さは、解消されるかもしれないということを示唆している。こうした議論から、Mitra et al. (2021) は、「企業に對するメディア論争は、男性取締役よりも女性取締役に對する株主の反対を増加させるというように、株主の反対に関する性差を抑制する」という仮説四を提示している。

(b) 取締役レベルのエージェンシー脅威

Mitra et al. (2021) はさらに、取締役の行動（取締役会への出席状況について問題がある場合など）や忠誠心（CEOその他の役員を兼任している場合など）が疑問視され、期待から逸脱している場合など、エージェンシー脅威が取締役個人から生じる可能性についても検証している。それぞれの具体的な仮説は次のとおりである。

まず、取締役会への出席状況について問題がある場合についてである。株主は、女性はリーダーシップの役割に適さないという根強い固定観念を裏付けるような女性の行動に注意を払う傾向があるという。そして、女性は仕事よりも家庭に専念するという固定観念を背景に、株主は、女性取締役の出席率の問題を、家庭での役割への関与が大ききく、取締役会における監視や助言といった役割への関与が小さいためだと考える。このことか

ら、Mitra et al. (2021) は、「取締役の取締役会への出席率に関する問題は、男性取締役よりも女性取締役に対する株主の反対を増加させるというように、株主の反対に関する性差を抑制する」という仮説五を提示している。

次に、CEOその他の役員を兼任している場合（非独立取締役の場合）についてである。取締役の忠誠心が疑わしいという脅威の下では、株主は帰属バイアスに陥る可能性がある。加えて、株主は、女性は自己主張が弱く、関係性への関心が高いというステレオタイプに基づいて、女性の非独立取締役を、経営者に好意的で監視能力が低く、経営者固有の目標に沿うものと誤解する可能性がある。また、株主は、女性の非独立取締役について、社会的地位が低く、上層部で疎外される恐れがあるため、経営を監視しにくいと思う可能性がある。これらのことから、Mitra et al. (2021)

は、「取締役の非独立性は、男性取締役よりも女性取締役に對する株主の反対を増加させる」というように、株主の反対に関する性差を抑制する」という仮説六を提示している。

三、実証分析

(1) データとサンプル

Mitra et al. (2021) は、二〇〇三年から二〇一五年までのラッセル三〇〇〇株価値指数構成銘柄を対象とし、取締役レベルおよび企業レベルのデータを統合して、一、一〇四社、五〇、二〇二件の取締役選任決議を対象に調査している。なお、年次株主総会で定期的に行われる対立候補のいない取締役選任決議のみを対象としている。

検証では、次の変数を用いた回帰分析を行っている⁽¹⁾。被説明変数は「株主の反対」である。「株

主の反対」は各取締役に對する反対の割合である。なお、棄権票は、取締役候補に對する懐疑的な見方を示すものであるため、株主の反対の表現とみなしている。なお、「株主の反対」はサンプル中の平均が四・五三%、標準偏差が七・〇七%であったと報告されている。

主な説明変数は次の通りである。まず、「女性取締役」は、取締役候補が女性の場合は一、男性の場合は〇となる二値の変数(ダミー変数)である。次に、CSR正当性の脅威を表す代理変数として、取締役に對する女性の代表性を測る「女性取締役比率」(女性取締役の数を全取締役の数で割ったもの)である。そして、エージェンシー脅威を表す変数については、次の通りである。「業績不振」は、異常株価リターンについて産業中央値と比較してアンダーパフォーマンスであることを表すダミー変数である。「メディア論争」は、

株主総会前の一年間に企業が経験した環境・社会・ガバナンス（ESG）に関連したメディア論争の数である。「出席問題」は、各年度における取締役会の出席率が七五%未満であることを表すダミー変数である。最後に、「非独立性」は、CEOその他の役員を兼任していることを表すダミー変数である。そのほかに、企業規模、ESGパフォーマンス、決議方式、取締役会の年齢の多様性と人種の多様性、取締役会の規模、取締役会の独立取締役比率、CEOの取締役会議長兼任状況、取締役の年齢、取締役の社外での取締役就任状況、取締役の在任期間、初回候補が再選か、ISSの助言状況をコントロールする。

(2) 検証結果

本項では、Mitra et al. (2021) の提示した検証結果を確認する。まず、「女性取締役は男性取締

役よりも株主の反対が少ない」という仮説一の検証結果を確認する。なお、使用された推定式の概要は以下のとおりである。

$$\text{株主の反対} = \text{定数項} + \beta_1 \text{女性取締役} \\ + \text{コントロール変数} + \text{誤差項}$$

注目するのは「女性取締役」の係数 (β_1) である。この係数が負の値であれば、女性取締役の方が男性取締役よりも株主の反対が少ないことを意味する。検証の結果、「女性取締役」の係数 (β_1) はマイナスイメージであり、統計的に有意であった。この係数の値は、年齢や社外取締役などの他の取締役の特徴の影響を考慮しても、女性取締役は株主からの反対が同等の男性取締役よりも二%少ないことを意味している。この結果は仮説一を支持するものである。

仮説二から仮説六までの検証は、仮説一を検証したモデルに、「女性取締役」とそれぞれの仮説における脅威の指標との交互作用項を加えた次の推定式が用いられている。交互作用項の係数 (β_2) を見ることで、各脅威があるときに、仮説一の結果がどう影響を受けるのかがわかる。

$$\begin{aligned} \text{株主の反対} = & \text{定数項} + \beta_1 \text{女性取締役} \\ & + \beta_2 \text{女性取締役} \times \text{脅威の指標} \\ & + \beta_3 \text{脅威の指標} \\ & + \text{コントロール変数} + \text{誤差項} \end{aligned}$$

CSR正当性の脅威について、「取締役会における女性の代表性が低いと男性取締役に比べて女性取締役に對する株主の反対がより減少する」というように、取締役会における女性の代表性は株主の反対に関する性差を抑制する」という仮説二の

検証結果を確認する。この検証では、仮説一を検証したモデルに、「女性取締役」と「女性取締役比率」との交互作用項を加えた推定モデルが用いられた。検証の結果、交互作用項の係数 (β_2) は 0.25 であり、統計的に有意であった。この結果は、取締役会における女性の代表性が高いほど、女性取締役に對する株主の反対はより多くなることを示唆しており、仮説二と整合的である。

エージェンシー脅威についての仮説の検証を確認する。まず、「企業の業績不振は、男性取締役に よりも女性取締役に對する株主の反対を増加させるといふように、株主の反対に関する性差を抑制する」といふ仮説三の検証結果を確認する。この検証では、仮説一を検証したモデルに、説明変数に「女性取締役」と「業績不振」の交互作用項を加えた推定モデルが用いられた。検証の結果、交互作用項の係数 (β_2) は 0.0001 であり、統計

的に有意であった。この結果は、企業が業績不振にある場合、女性取締役に対する株主の反対はより多くなることを示唆しており、仮説三を支持するものである。

次に、「企業に関するメディア論争は、男性取締役よりも女性取締役に對する株主の反対を増加させるというように、株主の反対に関する性差を抑制する」という仮説四の検証結果を確認する。

この検証では、仮説一を検証したモデルに、「女性取締役」と「メディア論争」の交互作用項を加えた推定モデルが用いられた。検証の結果、交互作用項の係数 (β_2) は 0.01 であり、統計的に有意であった。この結果は、企業にメディア論争が多いほど、女性取締役に對する株主の反対はより多くなることを示唆しており、仮説四を支持するものである。

そして、「取締役の取締役会への出席率に関す

る問題は、男性取締役よりも女性取締役に對する株主の反対を増加させるというように、株主の反対に関する性差を抑制する」という仮説五の検証結果を確認する。この検証では、仮説一を検証したモデルに、「女性取締役」と「出席問題」との交互作用項を加えた推定モデルが用いられた。検証の結果、交互作用項 (β_3) の係数は 0.29 であり、統計的に有意であった。この結果は、取締役の取締役会への出席率に問題がある場合、女性取締役に對する株主の反対はより多くなることを示唆しており、仮説五を支持するものである。

最後に、「取締役の非独立性は、男性取締役よりも女性取締役に對する株主の反対を増加させるというように、株主の反対に関する性差を抑制する」とする仮説六の検証結果を確認する。この検証では、仮説一を検証したモデルに、「女性取締役」と「非独立性」との交互作用項を加えた推定

モデルが用いられた。検証の結果、交互作用項 (β_3) の係数は 0.220 であり、統計的に有意であった。この結果は、取締役が非独立取締役である場合、女性取締役に對する株主の反対はより多くなることを示唆しており、仮説六を支持するものである。

四、おわりに

Mitra et al. (2021) では、株主が、平均的に、男性よりも女性の取締役により肯定的な反応を示し、この傾向は、取締役に女性が少ない場合により顕著となることが示された。彼らの結果から、こうした性差が生じる要因の一つには、企業が取締役会における性別の多様性という社会的な要請に応じて社会からの信頼や好意を得ること、株主が価値を見出しているということが言え

るだろう。しかしながら、企業の業績不振やメディア論争、取締役の出席問題や非独立性など、取締役の株主価値を最大化する能力が疑わしくなる状況においては、株主は女性取締役をあまり肯定的に見なくなることが示唆された。こうした結果は、取締役に對する性別の多様性を増やそうと考えている企業に対し、これらの株主の反応を考慮し、状況に応じて取り組み方を変え、外部とのコミュニケーションを改善する必要があることを提示している。

最後に、Mitra et al. (2021) が示した結果をもとに、日本企業の状況について確認する。現在、日本企業における女性役員状況も変わりつつある。日本では二〇一五年から企業統治指針（コーポレート・ガバナンス・コード）において取締役会の多様性が求められてきた。さらに近年では、資産運用会社や議決権行使助言会社からも取締役

図表1 女性役員がいる上場企業の数と割合

年	サンプル企業の数	うち、女性役員がいる企業の数
2016	3,617社	1,076社 (29.7%)
2017	3,490社	1,109社 (31.8%)
2018	3,697社	1,312社 (35.5%)
2019	3,740社	1,580社 (42.2%)
2020	3,780社	1,796社 (47.5%)
2021	3,831社	2,084社 (54.4%)

2019年以降は毎年7月末時点の情報。()内はサンプル全体に占める割合。

会における性別の多様性を求める動きが出てきて⁽²⁾いる。また、数字の面からも女性役員⁽²⁾の状況の変化が確認できる。図表1は二〇一六年から二〇二一年までの上場企業と女性役員がいる企業⁽²⁾の数を示したものである。なお、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データ⁽³⁾を利用している。このデータによると、二〇一六年には上場企業三、六一七社のうち一、〇七六社(二九・七%)が女性役員を有していた。二〇二一年には上場企業三、八三一社のうち二、〇八四社(五四・四%)が女性役員を有している。女性役員を有する企業は増加し、直近においては過半を占めるまでに至っているということが分かる。近年の取締役会における多様性に関する社会的関心の高まりを考慮すると⁽⁴⁾Mitra et al.(2021)の結果と整合的⁽⁴⁾と言えよう。

しかしながら⁽⁵⁾Mitra et al.(2021)の結果から

図表2 女性役員がいる企業の役員構成

年	女性役員がいる企業の数	平均役員数	平均女性役員数 (平均女性役員比率)
2016	1,076社	12.3人	1.3人 (11.1%)
2017	1,109社	12.3人	1.3人 (11.3%)
2018	1,312社	12.1人	1.3人 (11.5%)
2019	1,580社	12.1人	1.3人 (11.9%)
2020	1,796社	11.8人	1.4人 (12.6%)
2021	2,084社	11.5人	1.5人 (13.3%)

2019年以降は毎年7月末時点の情報。

示唆されるように、こうした傾向はある程度水準まで役員のなかでの女性の代表性が増してくると変わってくるかもしれない。Mitra et al. (2021) は具体的な水準を示していないが、経営学の最近の研究では取締役会に女性が二人いることが新しい社会的規範になっている可能性が示唆されている。この水準に達したときに、株主の女性取締役への寛容さが無くなるということもあるかもしれない。図表2は女性役員がいる日本企業における役員構成を示している。二〇一六年には女性役員がいる企業一、〇七六社の平均役員数は一二・三人、平均女性役員数は一・三人（平均女性役員比率一一・一％）であった。二〇二一年には女性役員がいる企業二、〇八四社の平均役員数は一一・五人、平均女性役員数は一・五人（平均女性役員比率一三・三％）であった。日本では、女性役員を登用する企業でも女性役員の数は平均的にみて

二名に満たない水準であるが、役員に占める女性の代表性は徐々に増している。Mitra et al. (2021)らの研究は、日本企業の取締役会における性別の多様性が増す中で、株主がCSRに対して実質的な対応を期待しているのかあるいは象徴的な対応で満足するのか、どのような時に株主の自己利益とCSRのような社会的利益との間の緊張関係が高まるのかについて、示唆を与えてくれると言えるだろう。

(注)

(1) 具体的には、企業レベルの固定効果を用い、標準誤差を企業レベルでクラスタリングした回帰モデルを使用している。また、企業がCSRイメージの向上などを念頭に置いて取締役に男性ではなく女性を指名するなど、取締役候補が非ランダムに選択される可能性に対処するため、ヘックマンの二段階推定という分析手法を用いている。その際、操作変数として、取締役労働市場の地理的変動と、各企業の男性取締役のうち他社で女性取締役のいる取締役会の社

外取締役に就いている割合を用いている。

(2) 例えば、資産運用会社のステート・ストリートは二〇一七年一月から、ゴールドマンサックスは二〇二〇年四月から、アライアンスバーンスタインは二〇二一年の株主総会から、取締役に女性がない企業の取締役選任に反対する姿勢を示している。また議決権行使助言会社のグラスルイスは二〇二〇年二月から日本を含む上場企業に対して女性取締役がない取締役選任案に反対を推奨する姿勢を示しており、同じくISSも日本企業に対して二〇二三年二月から導入することを検討している。

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

(引用文献)

Mitra, A. Post, C., and Sauerwald, S. (2021), "Evaluating Board Candidates: A Threat-Contingency Model of Shareholder Dissent Against Female Director Candidates," *Organization Science*, Vol.32, No.1, pp.86-110.

(つし なかこ・当研究所研究員)