

役員多様性は企業不祥事の抑制に貢献するか？

野 方 大 輔

要約

国内企業の不祥事が相次いで発生しており、その対応策に関心が寄せられている。これについて、社外取締役を登用することでモニタリング機能を強化し、不祥事防止につなげようとする動きがみられる。近年は、さらなる役員多様化が国内外で要請されている。このような社会的動向を受けて、本論文は、女性および外国人役員の存在に注目し、それらが不祥事の抑制につながるのかを検証した。具体的には、2017年～2022年までの上場企業の不祥事情報を用いて、役員多様性との関係を分析した。その結果、社外取締役および外国人取締役の登用は、不祥事発生との間に有意な効果が観察されなかったが、取締役会における女性比率の向上は、企業不祥事件数の低下につながることを示された。こうした効果は、利害関係者への配慮、リスク回避的態度といった女性役員の特性からもたらされている可能性がある。

1 はじめに

役員多様性に配慮したコーポレート・ガバナンス改革が国内外で求められている。多様化の要素としては、従来まで主に取締役会における独立性の確保（社外取締役の登用）に注目されてきたが、追加的にジェンダーや国籍の多様化が求められるようになっていく。こうした特性をもつ役員は、内部出身者からは出てこない意見をもつ可能性があり（Carter et al., 2003）、取締役会に新たな視点と活発な議論をもたらす（Westphal and Milton 2000; Francoeur et al. 2008）、企業価値向上に資すると期待されている。結果的として西欧諸国を中心に女性役員数は増加している（Low et al. 2015）。

しかし、アジア圏とりわけ日本では女性役員の登用があまり進んでいない。東証および政府によって2030年までに女性役員比率30%の目標がたてられたが、Bloombergの調査によれば、2023年時点で日本の上場企業の女性役員比率は13%にとどまり、その数字は他国平均の半分以下である¹⁾。OECD加盟国の枠組みでも、各国上場企業の2022年の女性役員比率が、平均29.6%であるのに対して日本のそれは15.5%しかなく、アジアの中でも最下位から二番目となっている（OECD, Stat 2023）。外部圧力にさらされながらも日本企業の多様性が確保されないのは、国内でダイバーシティ経営に対する懐疑的な見方が強くあるため（大杉 2016; 柴田 他 2021）と考えられるが、さらにその背景に人材多様化の有用性についての情報

1) Bloomberg, 「日本取引所の女性役員比率は世界的低水準、男女平等巡る課題鮮明に」, <https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2023-09-11/S0SO1QT1UM0W01> (Accessed: 2023-9-13).

不足があるだろう。政策目標の達成を目指すならば、日本のデータを用いて多様性の効果に関する evidence を蓄積することにより、事業者の求める情報を様々な切り口で用意し、理解を得ることが肝要になるだろう。

先行研究では、多様性と財務パフォーマンスとの関係が検証されることが多く、一定の条件のもとでは、役員の多様化によりポジティブな影響が観察されている (Carter et al. 2003; Joecks et al. 2013; Liu et al. 2014)。他方で、好業績を維持するためには過度なリスクテイキングを抑制する必要もある。しかし、その側面に対する多様性の影響は十分検証されていない。続発する企業不祥事は、経営者の過度なリスクテイクの結果ともみなせるが (Arnaboldi et al. 2021; 杉浦・中嶋 2023)、当該事象と役員の多様性の関係を直接検証したものは限られており、特に日本では社外取締役の導入効果に注目した青木 (2021) がある程度である。このギャップを埋めるため、本論文は、日本における役員の多様性と企業不祥事発生との関係を確認する。その際、どのようなタイプの多様性を確保すれば不祥事を抑止するのに有効なのかを明らかにするため、従来まで重視されてきた役員の独立性だけでなく、ジェンダー、さらに国際性²⁾といった変数を多様性の要素として取り入れ、それらが企業の不祥事発生に与える効果を検証する。

本論文の構成は以下の通りである。第2節で先行研究の整理とそれにもとづく仮説を提示し、第3節でデータおよび検証方法について述べ、第4節で分析結果を提示し、最後に第5節で結論を示す。

2 先行研究および仮説

本節では、役員の多様性が不祥事とどのように関係する可能性があるかを複数の理論的背景をもとに検討する。

エージェンシー理論では、役員の多様性が、CEO 交代、会議出席率、会計情報の質などのモニタリング機能について、しばしばポジティブな効果をもたらすと指摘されることがある (Adams and Ferreira 2009; García Lara et al. 2017)。Adams and Ferreira (2009) では、女性は、オールドボーイズクラブに属さないため、独立的役員等と同様に取締役会に対するモニタリング機能を持つと考えられている。具体的には、女性役員の多い企業では、CEO の離職率が株価リターンの影響を受けやすかったことから、株価低迷に対する CEO の責任追及が厳しくおこなわれている可能性があるとして指摘される。また、女性は男性よりも取締役会への出席率が高く、女性比率が高くなるほど男性役員の出席率も高まることが示されている。García Lara et al. (2017) は、独立的な女性役員の存在が財務諸表の報告慣行に対する厳格なモニターとなることから、会計情報の質が向上すると主張している。これらの結果は、役員

2) 日本のコーポレート・ガバナンス・コードにおいては、管理職従事者のジェンダーだけでなく国際性のバランスにも配慮し、社内に多様な視点や価値観を取り入れることが、持続的な成長につながると示されている。

の多様性が、経営のモニター機能として働くことで、株主の利益を毀損するリスク（本論文の文脈では不祥事の可能性）を低めることを示唆している。他方で、多様性のある取締役会では、意見の異なる役員が疎外される可能性もあるため、必ずしも実効的なモニタリングが実現するとも限らないとも報告されている（Carter et al. 2003）。したがって、エージェンシー理論に基づくと、多様性が不祥事の可能性を低めるか否かは中立的であり、事前の予測は困難である。

ジェンダー社会化理論（gender socialization theory）では、女性は幼少期の教育の結果として後天的に性格形成がなされ、倫理的問題について男性と異なる価値観をもつようになるとされている（Gilligan 1982; Dawson 1997）³⁾。その結果、女性は共同体意識を持つようになり、幅広い利害関係者の富について、より関心を払うようになるとされる（Liu 2018）。こうした特性に加えて、女性は男性に比べて自信過剰でなく、リスク回避的という保守性を持っているとされる（Huang and Kisgen 2013; Ho et al. 2015）。これらの考え方をもとに、米国では、取締役会に女性の多い企業は、地域社会の利害関係者に被害を及ぼすリスクを抑制しようと行動するため、環境規制の違反件数が少ないとされる（Liu 2018）。また、女性 CEO を任命すると雇用差別訴訟の可能性も有意に低くなり、過去にダイバーシティに関する問題（たとえば、職場における少数民族に対する不当な扱い）が発生した企業になれば、その効果はより顕著に表れる（Dadanlar and Abebe 2020）。また、性別の多様な取締役会と女性のリーダーを擁する企業においては CSR 格付けが特に高いことも報告される（McGuinness et al. 2017）。中国のサンプルでは、女性の倫理感およびリスク回避的な特性から、取締役会におけるジェンダーの多様性が、金融不正の発生頻度を調整する役割を果たすという直接的な evidence も示されている（Cumming et al. 2015; Ho et al. 2015）。

最近では取締役会におけるジェンダー多様性に加えて、国際性の確保が求められ、外国人を採用するケースが増えつつある。資源依存理論（resource dependence theory）では、企業の依存する外部資源から不確実性や取引コストが生じると指摘されている（Pfeffer and Salancik 1978）。この観点から、特色のある取締役の提供する情報や知見といった資源は、他者との取引における不確実性を軽減する機能をもっており、企業の成長や持続可能性をもたらす要素になると指摘されている（Singh et al. 1986; Orazalin 2020）。こうした考えにもとづいて、取締役の多様性によって利益調整（earnings management）が制限され、企業の会計報告内容が改善する可能性があると報告されている（Orazalin 2020）。また、外国人役員の存在が、CSR 等の社会的報告の開示水準を向上させるとする指摘がある（Ayuso and Argandoña 2007; Khan 2010）。

以上のように、エージェンシー理論のみにもとづくと多様性が企業不祥事の抑止にプラス

3) Dawson (1997) によると、ジェンダー社会化理論では、男性は、倫理的問題を正しさ、ルールおよび権利等から判断するのに対し、女性は、それを人間関係や思いやり等の観点から意思決定すると考えられている。

マイナスどちらの影響も持ちうるため予測が容易ではない。しかし、近年ではそれとは別の観点も援用し、多様性が不祥事発生の可能性を低めることを示唆する既存研究が多くみられる。主に後者の考え方に立脚し、女性および外国人役員の存在が企業不祥事を抑制するととらえ、以下の2つの仮説を検証する。

H1：女性役員の多い企業ほど不祥事の可能性が低い。

H2：外国人役員の多い企業ほど不祥事の可能性が低い。

3 データ、分析方法

3.1 データ

役員の多様性と企業不祥事の関係を検証するにあたって、必要なデータを以下の方法で作成した。企業不祥事データは、AIによるサステナビリティデータ収集サービスの「SUSTAINA 企業不祥事情報」から入手し、不祥事カテゴリの「経営・ガバナンス」に該当するものを収集した。その質的情報をもとに、各上場企業について不祥事の発生した年に1、なかった年にゼロを付した不祥事ダミーを作成した。本論文の分析期間は、上記データベースにおいて企業不祥事が十分観察可能な2017年から2022年としている⁴⁾。

続いて、取締役会規模や社外取締役数といった役員構成に関する基本データは日経NEEDS「役員情報」から取得した。ただし、当該情報源には、女性取締役および外国人取締役といった多様性情報が入っていないため、それらを別の情報源から取得する必要がある。そこで、役員四季報および有価証券報告書のデータベースから得た情報を追加した。なお、多様性データを入力するにあたり、取締役の姓名から性別および国籍が判別できない場合には、当該役員に関する情報をweb検索により確認し、性別と外国籍かを特定した⁵⁾。これらのデータをもとに女性取締役比率および外国人取締役比率の変数を作成した。この他に、不祥事発生に影響を与える可能性のある企業特性として、企業規模、負債比率、収益性をコントロール変数として用いる。これらはBureau van Dijk (BvD) 社のOsirisデータベースから取得した。先行研究では、大企業では複雑なオペレーションをおこなうために、経営者が不祥事をおこなう機会が増加すると考えられている(Harjoto 2017)。また、企業の財務健全性が影響をもつ可能性がある。たとえば、財務危機にある企業は、利益の水増しや虚偽報告といった操作をおこなう可能性が高くなることが指摘される(Beasley 1996; Cumming et al. 2015)。なお、取締役および財務変数には、先に述べた各年の企業不祥事の有無情報より

4) 2014年から2016年においても当該データベースに企業不祥事がわずかに収録されていたが、各年の企業の不祥事ダミーの大半がゼロとなるため2016年以前の期間は分析期間から除外した。

5) Tanaka (2019) は、役員の性別データをハンドコレクトする際に姓名で判断がつかない場合に、役員経歴、写真および他の取締役との関係性等をweb検索し、必要なデータを構築している。この手順に準拠し、性別と国籍情報を補完した。

表 1 変数の定義

変数名	定義
<i>Misconduct</i>	不祥事発生企業に 1、それ以外をゼロとするダミー変数.
<i>Independent</i>	社外取締役数を取締役総数で割ったもの.
<i>Gender</i>	女性取締役数を取締役総数で割ったもの.
<i>Foreign</i>	外国籍の取締役数を取締役総数で割ったもの.
<i>Boardsize</i>	取締役総数の自然対数.
<i>Size</i>	総資産の自然対数.
<i>Leverage</i>	総負債を総資産で割ったもの.
<i>ROA</i>	営業利益を総資産で割ったもの.

表 2 基本統計量

	Mean	SD	Min	Max	N
<i>Misconduct</i>	0.013	0.113	0	1	16,602
<i>Independent</i>	0.316	0.135	0	0.889	16,602
<i>Gender</i>	0.050	0.082	0	0.8	16,602
<i>Foreign</i>	0.013	0.061	0	1	16,602
<i>Boardsize</i>	2.050	0.328	1.099	3.401	16,602
<i>Size</i>	17.398	1.847	12.422	24.992	16,602
<i>Leverage</i>	0.459	0.202	0.011	1.933	16,602
<i>ROA</i>	4.861	9.920	-99.82	99.24	16,602

1 期前の事業期間の数字を用いた。上述した変数の定義を表 1 に、記述統計量を表 2 に示している。

表 2 から役員の多様化状況を確認すると、多様性の要素として従来から重視される社外取締役比率の平均値は高いことから、役員の独立性を向上させる形でのガバナンス改革が進んでいるとみられる。一方、女性取締役比率の平均が 0.05 と、10% に満たない低い数値である⁶⁾。外国人取締役比率はそれよりもさらに低く平均 1.3% しかない。昨今の社会的要請にこたえるには役員構成を大幅に変化させる必要がある。

3.2 分析方法

役員の多様性が不祥事発生に与える効果を分析するにあたって、従属変数に不祥事ダミー、説明変数に役員多様性を表す変数を設定する。不祥事ダミーが 1 かゼロの質的変数で、パネルデータであるので、固定効果ロジットモデルを用いることとする⁷⁾。

注目する変数は、社外取締役比率 (*Independent*)、女性取締役比率 (*Gender*) および外国

6) 2023 年時点の上場企業の女性役員比率の平均は 10% を超えているが、2017 年～2022 年までの過去の複数時点のデータで観察しているため、現時点の女性役員比率よりも下回ったと考えられる。

7) 固定効果のロジットモデルを用いる際には、サンプル期間において同一企業の被説明変数に変化がない場合、当該サンプルは除外されている（同様のケースとして、武内 2004 等を参照のこと）。

人取締役比率 (*Foreign*) の役員多様性に関する要素である。そのなかでも本論文は特に、日本企業のデータを用いた先行研究 (青木 2021 等) でも取り扱われていない *Gender* と *Foreign* に焦点をあてる。先行研究を踏まえると、これらの係数の符号条件は正と予想される。この他に、取締役会規模 (*Boardsize*) およびその他のコントロール変数 (*Controls: Size, Leverage, ROA*) を説明変数に加える。

4 結果

本論文では、近年社会的に求められている役員の多様性確保が企業不祥事を抑止する効果をもつのかを検証する。分析結果を表3に示している。

表3の(1)で、伝統的なモニター機能として期待されてきた社外取締役の効果を確認すると、*Independent* の係数は負であるが有意にゼロと異ならず、社外取締役による不祥事の抑制効果は確認できない。*Leverage* の係数が有意に正であり、財務状況の悪化による不祥事の発生が懸念される。

次に、(2)で女性および外国人役員の変数を追加して、多様性の効果を確認する。*Independent* の係数は(1)と同様に負であるが有意でないが、*Gender* の係数が有意に負(5%水準)となっている。このことは、女性役員を登用した企業においては不祥事の発生確率が低くなることを示しており、H1を支持する結果となった。また、この結果は海外のevidenceとも整合的である (Cumming et al. 2015; Ho et al. 2015)。他方で *Foreign* の係数は有意でなく、外国人役員の登用は不祥事の抑制に効果があるとはいえない。

表3 不祥事発生と役員多様性

	(1)		(2)	
	Coef.	P-value	Coef.	P-value
<i>Independent</i>	-1.506	(0.182)	-0.811	(0.49)
<i>Gender</i>			-3.612**	(0.045)
<i>Foreign</i>			0.154	(0.941)
<i>Boardsize</i>	-0.024	(0.965)	0.095	(0.865)
<i>Size</i>	0.111	(0.773)	-0.010	(0.981)
<i>Leverage</i>	3.032***	(0.001)	3.149***	(0.001)
<i>ROA</i>	-0.011	(0.176)	-0.008	(0.328)
<i>firm</i>	yes		yes	
<i>year</i>	yes		yes	
<i>Prob > chi2</i>		0.000		0.000
<i>Log likelihood</i>		-286.257		-291.373
<i>Obs.</i>		917		910

注：従属変数は企業不祥事ダミーの *Misconduct* であり、説明変数には1期ラグをとっている。**, ***は5%, 1%水準でそれぞれ統計的に有意であることを示す。

5 おわりに

本論文では、役員の多様性確保が企業の不祥事発生に与える効果について検証した。国内では社外取締役の登用効果に注目した研究が存在するが、最近では、それに加えてジェンダー、国籍等さまざまな観点から役員バックグラウンドの多様化が求められている。こうした近年の社会的要請がどのような意味をもつのか、妥当なものなのかを検証するため、女性役員および外国人役員の登用効果を測った。その結果、女性役員比率の高い企業ほど、不祥事の発生確率が低くなる傾向が示された。これは、女性のもつ倫理観、利害関係者への配慮、リスク回避的態度からもたらされたものとみなすこともでき、ジェンダー社会化理論の考え方 (Dawson 1997; Liu 2018)、海外のサンプルを用いた実証結果 (Cumming et al. 2015; Ho et al. 2015) と整合的である。ジェンダーの多様化は、一定の条件のもとでの財務パフォーマンスへの好影響のみならず、不祥事の抑制という観点からも必要なものかもしれない。

本論文には、いくつかの分析上の課題が残されている。第一に、不祥事の規模や質を考慮した分析がなされていない点である。不祥事によっては、程度の軽微なものから重大なものがあると考えられる。従業員単独で発生させたものもあれば、組織的に計画しておこなったケースもあるだろう。今後、本論文で収集した不祥事のタイプをいくつかのカテゴリに分け、識別した追加分析をおこなうことが考えられる。第二に、サンプルの少なさである。不祥事は社会問題化しているとはいえ、上場企業の多くは当該経験をしておらず、期間を通じて不祥事ダミーに変化がみられない企業も多かった。そのためパネル分析の際にサンプル落ちした企業が多い。今後、国際データを用いて、観察期間を増やすことでサンプルを確保するなどの対応が必要である。

【謝辞】

本論文の企業不祥事、女性取締役、外国人取締役データの収集を村岡沙耶果氏、長濱勇気氏、野田悠真氏および衛藤俊樹氏 (佐賀大学) に手伝ってもらった。ここに記して、感謝の意を表したい。

参考文献

- 青木英孝 (2021). 「コーポレート・ガバナンスが企業不祥事に与える影響」組織科学, 55(2), 18-30.
- 大杉謙一 (2016). 「日本的経営とコーポレート・ガバナンス」月刊資本市場, 367, 14-21.
- 柴田彰・酒井博史・諏訪亮一 (2021). 『経営戦略としての取締役・執行役員改革』日本能率協会マネジメントセンター.
- 杉浦康之・中嶋幹 (2023). 「地域銀行における取締役会ジェンダー多様性の効果」. 金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー, DP2023-4. <https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2023/DP2023-4.pdf>, (Accessed: 2023-9-13).
- 武内真美子 (2004). 「女性就業のパネル分析—配偶者所得効果の再検証」『日本労働研究雑誌』527, 76-88.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance.

- Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.
- Arnaboldi, F., Casu, B., Gallo, A., Kalotychou, E., & Sarkisyan, A. (2021). Gender diversity and bank misconduct. *Journal of Corporate Finance*, 71, Article 101834.
- Ayuso, S., & Argandoña, A. (2007). Responsible corporate governance: Towards a stakeholder board of directors? IESE Business School Working Paper No. 701.
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting Review*, 71, 443-465.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Cumming, D., Leung, T. Y., & Rui, O. (2015). Gender diversity and securities fraud. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1572-1593.
- Dadanlar, H. H., & Abebe, M. A. (2020). Female CEO leadership and the likelihood of corporate diversity misconduct: Evidence from S&P 500 firms. *Journal of Business Research*, 118, 398-405.
- Dawson, L. M. (1997). Ethical differences between men and women in the sales profession. *Journal of Business Ethics*, 16, 1143-1152.
- Francoeur, C., Labelle, R. & Sinclair-Desgagné, B. (2008). Gender Diversity in Corporate Governance and Top Management. *Journal of Business Ethics*, 81, 83-95.
- García Lara, J. M., García Osma, B., Mora, A., & Scapin, M. (2017). The monitoring role of female directors over accounting quality. *Journal of Corporate Finance*, 45, 651-668.
- Gilligan, C. (1982). In a Different Voice (Harvard University Press, Cambridge, MA).
- Harjoto, M. A. (2017). Corporate social responsibility and corporate fraud. *Social Responsibility Journal*, 13(4), 762-779.
- Ho, S. S. M., Li, A. Y., Tam, K., & Zhang, F. (2015). CEO gender, ethical leadership, and accounting conservatism. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 351-370.
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108(3), 822-839.
- Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2013). Gender diversity in the boardroom and firm performance: What exactly constitutes a "critical mass?" *Journal of Business Ethics*, 118, 61-72.
- Khan, H. (2010). The effect of corporate governance elements on corporate social responsibility (CSR) reporting: Empirical evidence from private commercial banks of Bangladesh. *International Journal of Law and Management*, 52(2), 82-109.
- Low, D. C. M., Roberts, H., & Whiting, R. H. (2015). Board gender diversity and firm performance: Empirical evidence from Hong Kong, South Korea, Malaysia and Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 381-401.
- Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance*, 28, 169-184.
- Liu, C. (2018). Are women greener? Corporate gender diversity and environmental violations. *Journal of Corporate Finance*, 52, 118-142.
- McGuinness, P. B., Vieito, J. P., & Wang, M. (2017). The role of board gender and foreign ownership in the CSR performance of Chinese listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 42, 75-99.
- OECD. Stat. (2023). Female share of seats on boards of the largest publicly listed companies. OECD. <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=54753>, (Accessed: 2023-9-13).
- Orazalin, N. (2020). Board gender diversity, corporate governance, and earnings management: Evidence from an emerging market. *Gender in Management*, 35(1), 37-60.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). The external control of organizations: A resource dependence perspective. Harper & Row, New York
- Singh, J. V., House, R. J., & Tucker, D. J. (1986). Organizational change and organizational mortality. *Administrative*

- Science Quarterly*, 31 (4), 587-611.
- Tanaka, T. (2019). Gender diversity on Japanese corporate boards. *Journal of Japanese and International Economies*, 51, 19-31.
- Westphal, J. D., & Milton, L. P. (2000). How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards. *Administrative Science Quarterly*, 45 (2), 366-398.

