

研究ノート

企業の女性活躍と業績に関する研究の現状と課題 ——グロース市場の研究に向けて——

長町 理恵子
追手門学院大学経済学部

<要旨>

人手不足や女性の高学歴化、女性活躍推進法（2016年施行）などを背景に、企業における女性活躍推進や仕事と家庭の両立支援が進み、女性の労働力率が高まっている。一方、ジェンダー・ギャップ指数2023年版では、日本は146か国中125位と男女格差は依然として大きく、特に企業の女性役員や女性管理職の割合の低さなど経済分野で男女格差が大きいことが指摘されている。

本稿では、企業の女性活躍と企業業績について、先行研究を概観し課題を抽出する。また、2022年4月から市場区分が再編された東京証券取引所上場企業のうちベンチャーや中小企業が多いグロース市場に注目する。その結果、先行研究では女性取締役と企業業績の相関は正も負もあり、必ずしも統一した結果を得られていないことから、両者のより精緻な分析には、サンプル数の多いデータベース、2010年代後半のデータによる実証分析が必要であることがわかった。また、東証の上場新区分における女性役員比率は、グロース市場は9.39%とプライム市場（11.66%）と比べて大きく見劣りするわけではないが、女性役員がいない企業が4割強を占めることから、さらに女性活躍やダイバーシティを推進する余地が大きいことが明らかとなった。

キーワード：企業業績、女性役員比率、グロース市場、コーポレート・ガバナンス

1. はじめに

2023年10月、米ハーバード大学のクラウディア・ゴールドイン教授がノーベル経済学賞を受賞した。女性の経済学者の受賞としても注目された。経済学者であり歴史家でもあるゴールドイン教授が、長年研究を蓄積してきた男女の賃金格差は、日本において先送りできない政策課題となっており、男女の格差を縮小し、女性活躍の推進を促すことが求められている。

ジェンダー・ギャップ指数2023年版（世界経済フォーラム）によると、日本は146か国中125位と前回から改善しておらず男女の格差は大きい。特に経済と政治分野での格差が大きく、企業の役

員、女性管理職の割合の低さ、男女の賃金格差が大きいこと、国会議員や閣僚の女性が少ないことなどが要因として指摘されている。近年、日本も女性の労働力率や管理職比率が上昇しているが、それ以上に諸外国の男女格差の縮小が進んでおり、日本が取り残されることも懸念される。

日本の女性活躍推進の背景は、世界最速で進展する高齢化、団塊の世代の引退による人手不足、女性の高学歴化などである。また、高度経済成長期にうまく機能した男性を中心とした日本的な雇用慣行やそれを支える男女の性別役割分担意識も、行き詰まりを見せており変化しつつある。昔ながらの働き方や考え方から脱却しきれていない

ことが、世界から日本の女性活躍が後れを取っている側面もあるが、企業や社会で女性活躍の必要性が認識され、取り組みも進んでいる。

2015年に国連で採択された持続可能な開発目標（SDGs）への注目が高く、目標の一つに「ジェンダー平等」が含まれている。また、2021年に金融庁・東京証券取引所は「改訂コーポレートガバナンス・コード」を公表し、企業がガバナンスを強化することを求めた。女性活躍に関連する点として、企業が取締役や管理職に女性や外国人などを登用し「多様性確保」を求めている。株主が投資判断にESGの視点を組み入れるようになり、企業価値が財務情報だけではなく、非財務情報にも左右されるようになっており、企業のコーポレート・ガバナンスの重要性も増している。

本稿では、企業における女性活躍について、2022年4月から市場区分が再編された東京証券取引所上場企業のうちベンチャーなどが多いグロース市場に注目する。女性の役員、管理職、従業員比率と企業業績に関する先行研究から現状の課題を抽出し、プライム市場やスタンダード市場とグロース市場の比較を試みる。これまでの制度の変化なども踏まえて議論し、ベンチャーにおける女性活躍について考えていく。

2. 女性就業をめぐる制度変化の推移

2.1 日本における男女の賃金格差

ジェンダー・ギャップが大きいと言われる日本の男女の賃金格差も縮小傾向にある。総務省「賃金構造基本統計調査」によると、1976年に一般労働者の賃金は、男性を100としたとき女性は58.8だったのが、2022年には75.7まで上昇し、男女の賃金格差は縮小している。一般労働者とは、所定労働時間が短い短時間労働者以外の者であり、いわゆるフルタイムで働いていると考えられる。短時間労働者の男女の賃金は、2022年は男性100とした場合女性は78.2である。20歳代での男女の格差はほとんどないが、年齢が高まるにつれて拡大し、最も格差が大きいのは、一般

労働者は50-54歳で男性100に対して女性は72.8、短時間労働者は40-44歳で女性は55.8となる。

女性は、結婚・出産を機にパートなどの短時間労働に従事し、非正規雇用に転じることも多い。正規雇用と非正規雇用の賃金格差も大きく、正規雇用での就業継続や、管理職になるためには能力やキャリアを蓄積し人的資本を高める必要がある。女性の就業継続が、男女の賃金格差の縮小にもつながる。そのために女性の家庭での負担を減らし仕事と両立することが課題であり、家庭での負担が少ない男性が家事・育児・介護を分担しながら仕事と両立することは男性の課題でもある。

2.2 企業における女性活躍の流れ

女性活躍に関する法制度の流れを見てみよう。雇用面で大きな影響を与えた法律は、1986年に施行された「男女雇用機会均等法」である。性別を理由とする差別等を禁止し、戦後の女性労働者に大きな影響を与えた。教育訓練、福利厚生、定年、解雇などにおける差別等は禁止規定、募集、採用、配置、昇進などにおける男女差別等は努力義務規定であった。

1999年に施行された「男女共同参画社会基本法」は、雇用の分野だけでなく、教育やあらゆる分野における男女共同参画を推進することが定められた。この法律に基づく「男女共同参画計画」は、現在第5次計画となっている。政府の第4次男女共同参画計画では、「社会のあらゆる分野において、2020年までに、指導的地位に女性が占める割合が、少なくとも30%程度となるよう期待する」という「202030目標」が明記されていた。しかし、実際には2020年に管理職比率30%は達成できず、2020年に閣議決定された第5次計画では、「指導的地位に占める女性の割合が2020年代の可能な限り早期に30%程度となるよう目指して取組を進める。」と第4次計画より表現が後退した。

2016年に施行された「女性活躍推進法」は、

国、地方自治体、企業（当初は労働者301人以上の事業主）が、女性採用比率、勤続年数、労働時間の状況、女性管理職比率、育児休業取得率などを把握し公表する「事業主行動計画」の策定・公表等の必要性を定めたものだ。これらの情報は、厚生労働省「女性の活躍推進企業データベース」のサイトで公開され、だれでも閲覧できる。

「女性活躍推進法」は、10年の時限立法であり、2022年4月に施行された2019年改正では、労働者数101人以上から300人の事業主にも拡大された。さらに、2022年改正では、301人以上の民間事業主については、「男女の賃金の差異」の実績の公表が必須となった。日本の実質賃金の上昇が諸外国に比べて低迷する中、「男女の賃金の差異」の公表義務化は、企業の女性活躍推進の取り組みの真剣度を問う項目といえよう。

2019年から働き方改革関連法案が施行したことに加え、2020年以降は世界的に新型コロナウイルスが蔓延した影響で人々の生活は一変した。コロナ禍の行動制限によって、テレワークやオンライン会議の導入が進んだ企業は、時間や場所を選ばない柔軟な働き方が可能となった。その結果、通勤時間の削減など一部の労働者はその恩恵を受けることとなった。こうした労働や生活様式の変化も女性の働き方に影響していくと考えられる。

3. 先行研究からみた課題

3.1 上場企業の新区分

東京証券取引所では、2022年4月4日に「プライム市場」「スタンダード市場」「グロース市場」の3つの市場区分が開始した。それ以前は、市場第一部、市場第二部、マザーズ及びJASDAQ（スタンダード・グロース）の市場区分があった。東証によると、新区分のねらいは、2013年に東証と大阪証券所が株式市場を統合した時に、それぞれの市場機構を維持したことによる課題を解消するためだという。その課題として、①各市場区分のコンセプトが曖昧であったこと、②新規上場基準より上場廃止基準が大幅に低いため上場後に新規上場時の水準を維持する動機付けにならず、持続的な企業価値向上の動機付けが十分にできていないといった点が指摘されている。

新区分の上場基準は、市場に出回る株式の数・金額である流動性やコーポレート・ガバナンスについて定量的・定性的な基準を設け、新規上場基準と上場維持基準は、原則として共通化し、上場後も継続して新規上場基準の水準を維持することが求められる。表1をみると、旧区分の「市場第一部」2,177社のうち8割を超える1,839社は「プライム」に、338社は「スタンダード」に区分された。また、「市場第二部」と「JASDAQスタン

表1 東京証券取引所 新旧市場区分の上場企業数

| 旧市場区分\新市場区分 | プライム | スタンダード | グロース | 総数 |
|------------------------|---|--|--|--------|
| | グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けの市場 株主数：800人以上 流通株式時価総額：100億円以上 | 公開された市場における投資対象として十分な流動性とガバナンス水準を備えた企業向けの市場 株主数：400人以上 流通株式時価総額：10億円以上 | 高い成長可能性を有する企業向けの市場 株主数：150人以上 流通株式時価総額：5億円以上 | |
| 市場第一部 | 1,839社 | 338社 | | 2,177社 |
| 市場第二部 ・JASDAQスタンダード | | 1,127社 | | 1,127社 |
| マザーズ ・JASDAQグロース | | 1社 | 465社 | 466社 |
| 2022年4月4日付 新規上場 | | | 1社 | 1社 |
| 新市場区分の上場会社数 | 1,839社 | 1,466社 | 466社 | 3,771社 |

(注) 旧市場区分は2022年4月3日時点、新市場区分は4月4日時点の上場会社数
(出所) 東京証券取引所サイト「各市場区分の上場会社数」等より筆者作成

ダード」の1,127社は「スタンダード」に、「マザーズ」と「JASDAQ グロース」は、1社以外の465社が「グロース」の新区分に移行していることがわかる。

3.2 企業業績と女性の役員、管理職、従業員との関係

企業における女性の活躍について、女性の従業員比率、管理職比率、役員比率と企業業績について、先行研究をみてみよう。

2000年代のデータを使った分析として、Siegel・児玉（2011）がある。「企業活動基本調査」と「事業所・企業統計調査」の2001年、2004年、2006年のデータをマッチングした分析で、女性役員の増加、女性役員がいること、女性課長がいることは、製造業においては企業の収益性を高めるという結果を得ている。

この他、先行研究では、以下に紹介するように、有価証券報告書のデータを中心に、東洋経済新報社「CSR 企業総覧」、日本経済新聞社「日経 NEEDS-Cges」「日経 NEEDS 財務データ」のデータベースを使用した実証分析が多い。例えば、新倉・瀬古（2017）は、2011～2014年の東証一部上場企業を対象に、女性役員に注目して分析した。その結果、女性役員数の増加が業績を向上させる効果について一部認められたという。また、社外役員の専門性の多様性を示す指標は、一定の値以降業績向上の効果があることが明らかとなった。新倉・瀬古（2017）は、推定に用いた変数は、Carter,et.al（2010）等を参考にしており、海外とのガバナンス体制の違いから、日本のガバナンスへの影響については、「メインバンク株式保有比率」をメインバンクへの依存度の変数としている。また役員については、業務を担う執行役員と非執行役員との違いにも配慮した分析を行っているが、女性役員割合の変数は、全サンプル1,337社のうち1,145件がゼロということから、女性役員比率が上昇している最新データを用いた分析が望まれる。

山本（2014）は、上場企業約1,000社の2003年および2005～2011年のパネルデータを用いて分析を行っている。その結果、30歳代の正社員女性比率が高い企業ほど利益率が高くなるという結果を得た。管理職女性比率については利益率との明確な関係性は見出せなかったが、中堅企業や中途採用の多い企業、あるいは、新卒女性の定着率が高い企業では、管理職女性比率が利益率にプラスの影響を与えることが確認できた。この「中堅企業や中途採用の多い企業」について、プラスの影響があったという結果が興味深い。上場の新区分において、成長が期待されるグロース市場は、ベンチャーなどを中心に、プライム市場に比べ、中堅および中小企業が多く、中途採用も多いことから、今後のグロース市場の研究において、その知見が参考になると考えられる。

また、西畑・山本（2021）では、2010～2015年の財務データのパネルデータを分析しており、従業員女性比率と企業業績、および管理職女性比率と企業業績の間に統計的に有意な相関は観察されなかった。一方、女性管理職登用率の上昇はROA（総資産経常利益率）やTFP（全要素生産性）を有意に高めることが確認でき、女性管理職登用率が15～20%の水準で企業の生産性が向上するという。ここでは、男女計の管理職数に占める女性管理職数の割合である「管理職女性比率」と、女性従業員数に占める女性管理職数の割合である「女性管理職登用率」を区別しており、前者ではなく後者において企業業績と正の相関を明らかにしている点が興味深い。つまり、女性管理職の人数を増やす場合、男性との対比よりも、女性従業員数との対比を意識して、より多くの女性管理職を登用することが企業業績にプラスであることを示唆している。今後、中長期的に女性管理職登用率を上げる取り組みが課題になるといえよう。

上記の先行研究からは、女性の管理職比率、役員比率と企業業績の相関関係の結果は、同一の方向性があるとは言い難い。相関がない研究もあるのは、データの制約やサンプル数、調査年など条

件が異なることも要因として考えられるだろう。

女性管理職比率は、2022年に係長級24.1%、課長級13.9%、部長級8.2%となっている(内閣府「男女共同参画白書」、厚生労働省「賃金構造基本統計調査」)。この10年間の上昇幅が大きく、係長級で9.7%ポイント、課長級で6%ポイント、部長級で3.3%ポイントも上昇している。したがって、2010年代後半のデータや、可能な限り直近のデータによる分析が期待される。

女性の管理職比率、役員比率と企業業績の関係について負の相関があるという先行研究として、宮崎(2017)がある。企業の収益性を表す代表的な指標であるROAや、女性従業員比率、女性管理職比率、女性取締役比率など女性の活躍度に関する指標について、2009年、2012年、2015年のデータが得られる企業124社を分析した。女性従業員比率と女性管理職比率を上げると、短期的には業績にマイナスの影響を与える可能性が示唆され、女性取締役比率は企業業績とは有意な相関はなかった。

さらに、宮崎(2021)は、決算期が2019年11月から2020年10月までの東証一部上場企業200社を無作為に選び、比較的新しいデータで女性取締役数と財務業績の間での相関関係と因果関係の解明を試みた。女性取締役の取締役会に占める割合(女性取締役比率)は、財務業績の指標であるROE(自己資本利益率)、ROA(総資本経常利益率)、トービンのQ((株式時価総額+負債合計)/総資本)と正の相関関係があるという結果となっている。さらに財務業績は、その1年後の女性取締役の増加と正の相関があることが明らかとなり、財務業績が向上した企業が女性取締役を増やした可能性が高いと結論付けている。

以上から、女性の管理職や役員・取締役と企業業績の関係における分析では、同一の結果が得られているわけではない点、両者の因果関係の分析には、時間的なラグも考慮すべきであろう点、2010年代後半のデータによる分析がまだ多くはない点などが今後の課題となろう。

先述したように、2010年代は、政府の政策課題として女性活躍の優先度が高まり、SDGsやコーポレート・ガバナンスの側面でも社会的な理解が進んだ時代である。企業において現在進行形で女性活躍推進が進む中、企業業績とどのような因果関係があり、どのように影響しているかを明らかにすることは、今後の企業のダイバーシティ経営にも多くの示唆を与える。営利企業である以上、企業は収益の確保が必須である。しかし、女性活躍推進への取り組みによって、企業業績が一時的にマイナスになったとしても、短期的もしくは中長期的にみて企業業績にプラスになること、職場のダイバーシティの推進など非財務的な側面でもプラスの効果が明らかになれば、企業行動も変化していく。こうした点からも、女性の管理職や役員・取締役と企業業績の因果関係に関する分析が求められている。

4. 上場新区別の女性役員と企業業績

2022年4月4日に開始した東京証券取引所の3つの新区別に、女性役員と企業業績の関係をみてみよう。

表2は、日本経済新聞社「日経NEEDS - Cges」のデータから、女性役員比率やROA、トービンのqなど代表的な企業業績を示す指標をみたものである。

ROAは、総資産に対してどれだけの利益を生み出したかをみたものであり、グロース市場の平均は3.62%である。次にプライム市場が4.14%、最も高いのがスタンダード市場で5.28%となっている。コロナ禍で停滞していた経済活動が本格化してきたこと、企業の利益が高止まりしていることなどが背景にある。

次に、トービンのqをみると、プライム市場とスタンダード市場の値は1~1.5と、1を超える水準であるのに対し、グロース市場ではさらに大きな2.98となっている。トービンのqが1より大きいのは、株式時価総額と負債合計の和である企業価値(分子)が企業の分母となる総資産よりも

表2 東証新区分別にみた女性役員比率と企業業績

| | プライム | スタンダード | グロース | 全体 |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|
| 上場企業数(社) | 1,833 | 1,511 | 511 | 3,855 |
| 平均従業員数(人) | 8,804 | 666 | 215 | 4,470 |
| ROA(%) | 4.14 | 5.28 | 3.62 | 4.17 |
| トービンのq | 1.47 | 1.14 | 2.98 | 1.52 |
| 女性役員比率(%) | 11.66 | 6.09 | 9.59 | 9.20 |
| 女性役員がいない企業割合(%) | 17.40 | 55.72 | 43.44 | 35.88 |

(注) 2023年2月現在のデータ、ROAは2023年3月期

(出所) 日本経済新聞社「日経NEEDS-Cges」、東京証券取引所「2023年3月期決算短信集計」より筆者作成

大きいということである。トービンのqは、投資判断の指標にもなっており、グロース市場の企業は設備投資にかかるコストよりも、設備投資によって得られると予想できる利益が大きいといえる。

女性役員比率については、プライム市場の企業の平均が11.66%であるのに対し、グロース市場では9.59%であった。スタンダード市場の6.09%に比べると、グロース市場の方が女性役員比率は高く、女性活躍が進んでいる様子がわかる。また、グロース市場の約4割の企業で女性役員がゼロであるという点を考慮すると、グロース市場では、今後女性役員比率が高まる可能性が期待でき、女性活躍の余地は大きいと言える。

以上でみたように、上場企業の新区分では、女性役員比率、ROA、トービンのq、従業員数など特徴的な違いがみられる。例えば、グロース市場とスタンダード市場では、女性役員がいない企業が約半数存在するため、女性役員の有無と企業業績を分析が可能となる。今後、女性従業員比率、女性管理職比率などデータについても分析を進め、新しいデータで女性活躍を客観的に分析していく必要がある。

5. 今後の課題

本稿では、企業の女性活躍と企業業績に関する先行研究から現状を把握し、女性活躍推進が進展している2010年代後半の分析に向けた課題を抽出した。明らかになったのは以下の点である。

第一に、女性の管理職や役員・取締役と企業

業績の関係は、これまでの実証分析では、正の相関も負の相関の結果もあり、必ずしも同一方向の結果が得られているわけではないことだ。変数やデータの制約、分析時点の違いなど、同じ条件で実証分析することは難しいこともある。サンプル数が少ない実証分析や、インタビューによる分析もある。今後、できるだけサンプルの多いデータベースによる分析が望まれる。また、女性活躍推進が進み女性管理職が増加している2010年代後半の最新データによる実証分析が求められる。

第二に、女性の管理職や役員・取締役と企業業績の関係は、同時点では有意な相関がみられないこともある。そのため、厳密に因果関係を分析するためには、宮崎(2021)のように時間的なラグも考慮すべきであろう。

第三に、近年多様な価値観や働き方を受容する多様社会が進展している。新卒で就職した企業で一生働くという意識も薄れつつあり、労働市場も流動化が予想される。企業も、男性従業員だけではなく女性、障がい者、高齢者など多様な人材が活躍するダイバーシティ経営を推進する方向だ。大企業の多くは、すでに女性活躍やダイバーシティの推進に取り組み、制度が充実してきている。一方、女性役員がいない企業も多いスタンダードやグロース市場では、さらなる女性活躍やダイバーシティの実現への取り組みを推進できる余地が大きい。

女性が働きやすい環境は、すべての人にとって働きやすい職場であり、人手不足の企業にとって

も優秀な人材が集まることで企業業績へのプラスの効果も期待できる。ダイバーシティ経営による企業業績の確保が、今後企業の目標の一つとなり、これまで以上に、非財務データと企業価値に関する研究が求められている。

参考文献

- 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」、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）Discussion Paper Series、11-J-073
- 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」慶應義塾大学『三田学会雑誌』110巻1号、1～20頁
- 西畑壮哉・山本勲（2021）「情報開示の有無を考慮した女性活躍推進と企業業績の関係」内閣府経済社会総合研究所（ESRI）『経済分析』第201号、1～16頁
- 宮崎正浩（2017）「企業における女性の活躍度と業績との関係——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、25～42頁
- 宮崎正浩（2021）「女性取締役と財務業績との関係——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32号、1～18頁
- 山本勲（2014）「上場企業における女性活用状況と企業業績との関係——企業パネルデータを用いた検証」RIETI Discussion Paper Series、14-J-016、1～26頁