

2015年2月6日 全9頁

ESG ポートフォリオのリターン分析①

～女性活躍関連のポートフォリオ～

環境調査部 主任研究員 伊藤 正晴

[要約]

- 女性取締役比率を指標としたポートフォリオと、なでしこ銘柄から構成したポートフォリオについてリターンの分析を行ったところ、次の結果を得た。
- 直近5年間の配当込みTOPIXの年率リターンが11.5%であったのに対し、女性取締役比率10%以上のポートフォリオの年率リターンは12.7%で、市場全体を超えた。一方、女性取締役比率0%超10%未満のポートフォリオの年率リターンは7.8%にとどまり、市場全体を大きく下回った。
- 直近5年間のなでしこ銘柄のリターンをみると、2012年度なでしこ銘柄は15.6%と高かったが、2013年度なでしこ銘柄は10.8%にとどまっている。また、各年度のなでしこ銘柄が発表されてからの事後リターンは、いずれも配当込みTOPIXと同程度であった。
- 女性取締役比率0%超10%未満の企業は、女性取締役が1人というケースが多いと考えられるが、このような企業には女性の活躍推進が進行途上にあり、企業の成長にまでつながっていない可能性や、株式市場からポジティブな評価を得るには至っていない可能性がある。「まずは役員に一人は女性を登用する」ことが政府から経済界へ要請されたが、単なる数値目標の達成ではなく、人材育成など女性の活躍推進が実際に企業の成長に資するような環境を整備していくことが求められよう。

1. はじめに

少子高齢化による労働力人口の減少が懸念されるなか、産官学のあらゆる分野で女性の活躍推進が求められている。また、2014年6月に閣議決定された『[『日本再興戦略』改訂2014—未来への挑戦—](#)』では、「我が国最大の潜在力である『女性の力』を最大限発揮できるようにすることは、人材の確保にとどまらず、企業活動、行政、地域等の現場に多様な価値観や創意工夫をもたらし、家庭や地域の価値を大切にしつつ社会全体に活力を与えることにもつながるものである」とされ、労働力人口の維持という量的な面だけでなく、女性の活躍の推進が日本の成長につながるという質的な面でも女性の活躍推進が求められている。

企業における女性の活躍状況を端的に示す指標のひとつが女性取締役の登用であろう。女性

取締役の登用は、企業経営に多様な視点を取り入れることで、企業活動の活性化や成長に寄与することが期待される。また、経済産業省と東京証券取引所は共同で、女性の活躍推進と ROE の観点から企業を選定し、「なでしこ銘柄」として公表しており、成長力のある企業として期待されている。

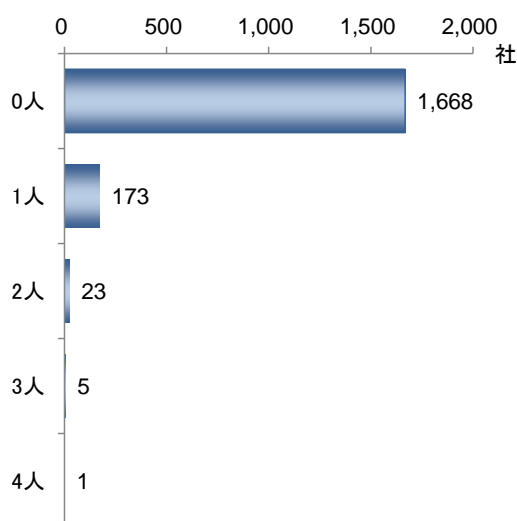
このような女性の活躍を推進している企業は株式市場でも高く評価されることが期待され、リターンが高いことが予想される。そこで、女性取締役比率を指標としたポートフォリオと、なでしこ銘柄から構成したポートフォリオについて、リターンの分析を行った。

2. 女性取締役の状況

まず、日本企業の女性取締役の状況を概観すると、データの取得が可能であった 1870 社のうち、女性取締役が存在する企業は 10.8%に相当する 202 社であった¹。残りの 9 割近くの企業には女性取締役が存在していないようである。また、女性取締役が存在する企業の 85.6%を占める 173 社は女性取締役が 1 人となっている（図表 1）。いまだ、日本企業では女性取締役が存在しない企業が多数を占めており、存在しても 1 人であるケースが多いようである。

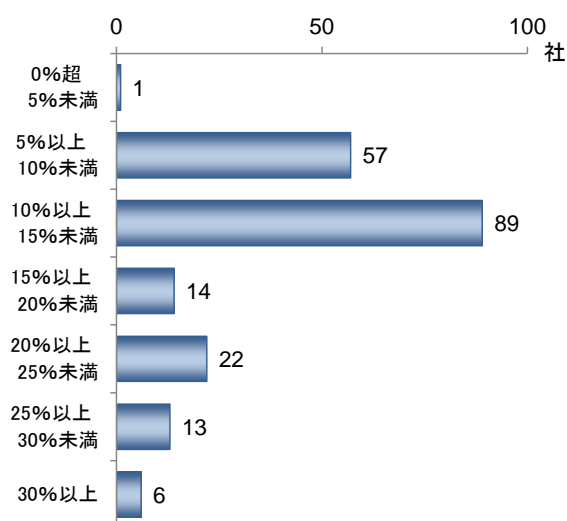
女性取締役が 1 人であっても、取締役全体の人数によって意味合いは異なるだろう。そこで、女性取締役が存在する企業を対象に、各企業の取締役数に対する女性取締役数の割合を示す女性取締役比率の分布を見ると、女性取締役比率が 10%以上 15%未満のゾーンに属する企業の数が多い。次いで多いのが 5%以上 10%未満のゾーンで、女性取締役比率は 10%前後の企業が多い（図表 2）。産官学のさまざまな分野で女性の活躍が推進されているが、日本企業の取締役における女性の登用はまだそれほど進んでいないようである。

図表 1. 女性取締役数と企業数



(出所) ブルームバーグより大和総研作成

図表 2. 女性取締役比率と企業数



(出所) ブルームバーグより大和総研作成

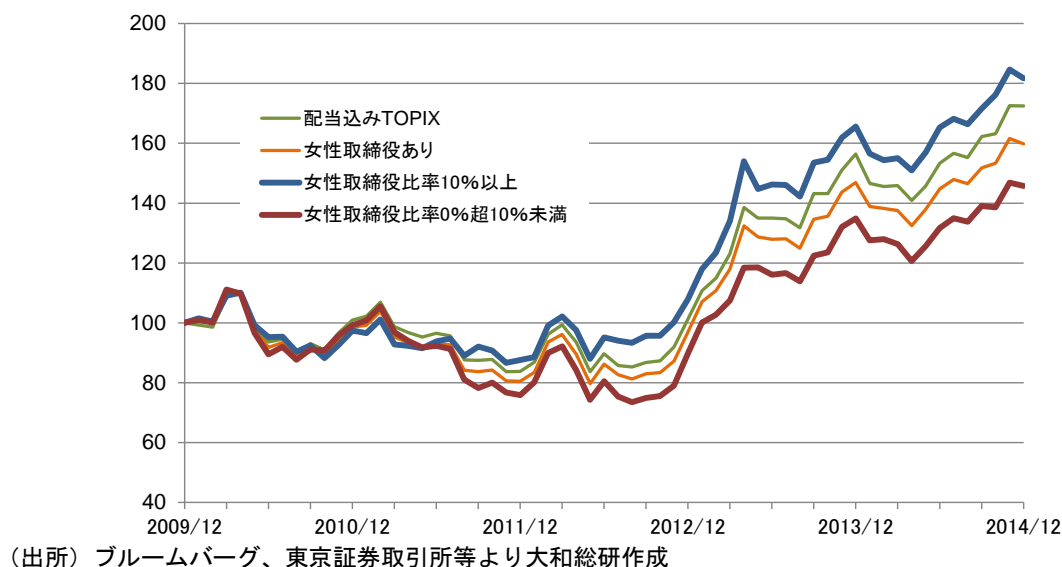
¹ 2015 年 1 月 9 日にブルームバーグより取得。

3. 女性取締役比率と株式リターン

女性の活躍推進と株式リターンにどのような関係があるかを見るために、ポートフォリオを作成し、その株式リターンを観察した。先に示したように、女性取締役が存在する企業では、女性取締役が1人という企業が大多数となっている。この場合、女性取締役比率が10%に満たないということは、10人を超える取締役のうち女性が1名しかいないということになる²。このような状況は、女性の活躍推進に積極的であるとは言い難いであろう。そこで、女性取締役の有無だけでなく、女性取締役が存在する企業を対象に女性取締役比率が10%以上の企業と10%未満の企業というグループも作成し、前月末の時価総額加重による月次リバランスのポートフォリオによるリターンの動向を検討した。

一般に、ESG投資は中・長期的な運用において好パフォーマンスを示すといわれている。そこで、2010年初から2014年末までの5年間について、それぞれのポートフォリオのパフォーマンスを検証した。まず、女性取締役が存在する企業で構成したポートフォリオのリターン指数は、市場全体の動向を表す配当込みTOPIXとほぼ同様の推移を示しているが、その水準は配当込みTOPIXを下回っている(図表3)。女性取締役が存在するという情報だけでは、良好なリターンを得ることはできないことを示唆していよう。

図表3. 各ポートフォリオのリターン指数の推移(2009年12月末=100)



次に、女性取締役比率で作成したポートフォリオであるが、女性取締役比率10%以上のポートフォリオのリターン指数は配当込みTOPIXを上回った水準を推移しているのに対し、女性取締役比率0%超10%未満のポートフォリオは配当込みTOPIXを下回って推移しているという違いがみられた。特に、2011年や2012年における市場の下落時に、下落が小さかったことが女性

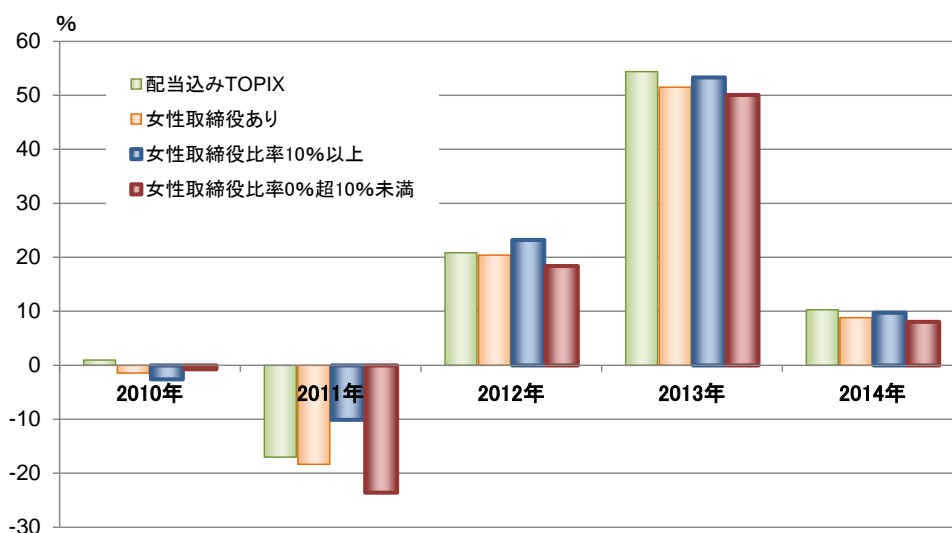
² 分析対象企業の取締役数を平均すると8.6人となり、日本企業の取締役は約10人程度と考えられよう。

取締役比率 10%以上のポートフォリオが良好なリターンを得ていることの要因として挙げられる。これらのことから、配当込み TOPIX の年率リターンが 11.5%であったのに対し、女性取締役比率 10%以上のポートフォリオの年率リターンは 12.7%で、市場全体を超えた。一方、女性取締役比率 0%超 10%未満のポートフォリオの年率リターンは 7.8%にとどまり、市場全体を大きく下回った。

ESG 投資は、市場全体の上昇期にはリターンが劣ることがあるものの、市場の下落時に下落が小さいことなどで中・長期的に良好なパフォーマンスが得られるといわれているが、今回の検証でもその傾向が観察されたといえよう。

各ポートフォリオのリターンの動向を詳しく見るために、各年のリターンを分析すると、配当込み TOPIX が-17.0%と大きく下落した 2011 年に、女性取締役比率 10%以上のポートフォリオのリターンは-10.1%、女性取締役比率 0%超 10%未満のポートフォリオのリターンは-23.6%となっている（図表 4）。これが、女性取締役比率 10%以上のポートフォリオのリターンが他のポートフォリオよりも高いことに寄与している。また、2012 年のリターンでは、いずれのポートフォリオも 20%程度のリターンとなっているが、女性取締役比率 10%以上のポートフォリオのリターンが最も高いことも寄与している。さらに、女性取締役比率 0%超 10%未満のポートフォリオは 2010 年を除く 4 年間で常にリターンが最も低い。

図表 4. 各ポートフォリオの年間リターンの動向



(出所) ブルームバーグ、東京証券取引所等より大和総研作成

次に、各ポートフォリオのリスクについて簡単に調べてみた。各ポートフォリオの 5 年間の月次リターンから、代表的なリスク指標のひとつである標準偏差 (σ) を算出すると、配当込み TOPIX の σ (年率) は 17.7%であったのに対し、女性取締役比率 10%以上のポートフォリオは 17.4%で、わずかではあるが配当込み TOPIX よりも低い。また、女性取締役比率 0%超 10%未満のポートフォリオは 19.7%で他のポートフォリオに比べてリスクが高かった。女性取締役

比率 10%以上のポートフォリオは高いリスクを負担したことで高いリターンを実現したのではなく、リスクを加味しても他のポートフォリオよりも高いパフォーマンスを示したことになる。一方、女性取締役比率 0%超 10%未満のポートフォリオは、他のポートフォリオに比べてリスクが高いにもかかわらず、リターンが低いという結果になった。

このように、女性取締役比率 10%以上のポートフォリオはパフォーマンスが好調であり、女性の活躍推進による効果が市場から評価されている可能性を示唆する結果と考えられよう。一方、女性取締役比率 0%超 10%未満のポートフォリオはパフォーマンスが市場全体よりも劣っている。これらの企業の中には、女性取締役の登用が進行途上であり、市場からポジティブな評価を得るには至っていない企業があるのではないだろうか。

4. 女性取締役比率と ROE

女性取締役比率によってリターンに差が生じた要因を検討するために、企業の収益性を示す指標である ROE を調べてみた。対象は、分析に必要なデータが揃った 1,845 社となっている。各企業の 2014 年末時点での実績 ROE と予想 ROE を算出し、各グループで ROE を単純平均したところ、分析対象企業全体の実績 ROE は 7.6%、予想 ROE は 8.2%であった³ (図表 5)。女性取締役が存在する企業の実績 ROE は 7.9%、存在しない企業の実績 ROE は 7.6%で、女性取締役の存在する企業の方が若干ではあるが実績 ROE が高い。また、予想 ROE についても同様に、それぞれの予想 ROE は 8.3%と 8.2%で、女性取締役の存在する企業の方がわずかではあるが予想 ROE の平均的な水準が高い。次に、女性取締役比率と ROE の関係であるが、女性取締役比率 10%以上の企業の実績 ROE が 8.5%であるのに対し、女性取締役比率 0%超 10%未満の企業の実績 ROE は 6.5%にとどまっている。予想 ROE についても、それぞれ 8.6%と 7.7%で 1%ポイント近い差がみられる。さらに、女性取締役の存在しない企業と女性取締役比率 0%超 10%未満の企業の ROE を比較すると、実績 ROE と予想 ROE はともに、女性取締役比率 0%超 10%未満の企業の方が低く、女性取締役比率の低い企業は平均的に収益性が非常に低いという傾向がみられる。

図表 5. 女性取締役と ROE

	社数 (社)	実績ROE (%)	予想ROE (%)
分析対象企業全体	1,845	7.6	8.2
女性取締役あり	197	7.9	8.3
女性取締役なし	1,648	7.6	8.2
女性取締役比率10%以上	140	8.5	8.6
女性取締役比率0%超10%未満	57	6.5	7.7

(出所) ブルームバーグ、東洋経済新報社等より大和総研作成

³日本企業は3月決算が多いが、この場合、実績は2014年3月期、予想は2015年3月期となっている。

これらのことから、女性取締役比率 10%以上の企業は、女性の活躍を推進することが企業経営に好影響を与えている可能性が指摘できよう。また、女性取締役 0%超 10%未満の企業には、女性取締役の登用による効果が発揮できていない企業が存在しているのかもしれない。このような ROE の差がリターンの差につながっている可能性があるのではないだろうか。

5. なでしこ銘柄と中・長期の株式リターン

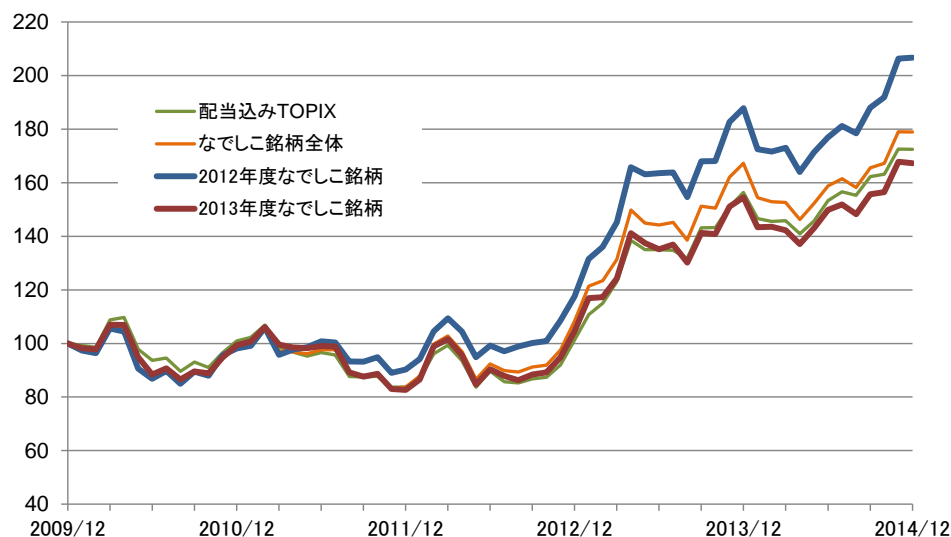
ここまでみたように、女性の活躍推進を表す指標のひとつである女性取締役比率が高い企業は、リターンが高いことが観察された。また、ROE は株式投資を行う際の指標としてよく用いられることから、このリターンには ROE が影響している可能性もわかった。そこで、女性の活躍推進と ROE の両面から企業を選定している「なでしこ銘柄」のリターンを算出してみた。

東京証券取引所は、「[テーマ銘柄で見る企業](#)」として特定のテーマや指標をベースに銘柄（テーマ銘柄）を選定し、公表している。第 3 回（2013 年 2 月発表）では、経済産業省と共同で、「女性の力が活かされやすい『なでしこ銘柄』として、「女性のキャリア促進」と「仕事と家庭の両立サポート」の 2 つの視点から評価したスコアと ROE から選定した 17 社が公表された（2012 年度なでしこ銘柄）。また、第 5 回（2014 年 3 月発表）でも「女性が活躍する企業 平成 25 年度『なでしこ銘柄』として 26 社が公表された（2013 年度なでしこ銘柄）。これら「なでしこ銘柄」は、企業の公開情報をもとに「女性のキャリア促進」に関する実績（パフォーマンスデータ）を開示している企業を選定候補群とし、「女性のキャリア促進」と「仕事と家庭の両立サポート」の 2 つの視点から、方針、取り組み、実績の 3 つの側面を評価対象としたスコアと ROE に基づいて選定されている。ESG 投資は、財務情報に加えて非財務情報も考慮する投資とされているが、なでしこ銘柄は ROE という財務情報と、女性の活躍推進という非財務情報を合わせて選定されており、なでしこ銘柄への投資は高パフォーマンスが期待される。

2010 年初から 2014 年末までの 5 年間について、これらなでしこ銘柄で構成したポートフォリオのリターンの動向を検討した。女性取締役での分析と同様に、5 年間のリターンは前月末の時価総額加重による月次リバランスで作成している。まず、なでしこ銘柄全体のリターン指数は配当込み TOPIX と同様の動向を示しているが、その水準は配当込み TOPIX よりも少し高い位置を推移している（図表 6）。この 5 年間では、なでしこ銘柄は市場全体よりも高いリターンを示しているといえよう。さらに、2012 年度と 2013 年度のなでしこ銘柄それぞれについて見ると、2012 年度なでしこ銘柄によるポートフォリオは 2011 年中ごろの市場全体の下落時に下落が小さかったことで他のポートフォリオよりもリターン指数が高い水準に位置し、その後も常に最も高い水準を推移している。また、2012 年後半から 2013 年初めの市場の上昇期に他のポートフォリオよりも大きく上昇したことで、リターン指数の格差が拡大し、2014 年末までその差が持続したようである。一方、2013 年度なでしこ銘柄のリターン指数は、配当込み TOPIX と同程度の水準を推移し、2014 年後半では配当込み TOPIX よりも少し低い水準となっている。年率リターンで見ると、配当込み TOPIX が 11.5%であったのに対し、2012 年度なでしこ銘柄は 15.6%と高く、2013 年度なでしこ銘柄は 10.8%にとどまっている。2012 年度なでしこ銘柄の高リターンが

目立つ結果となった。

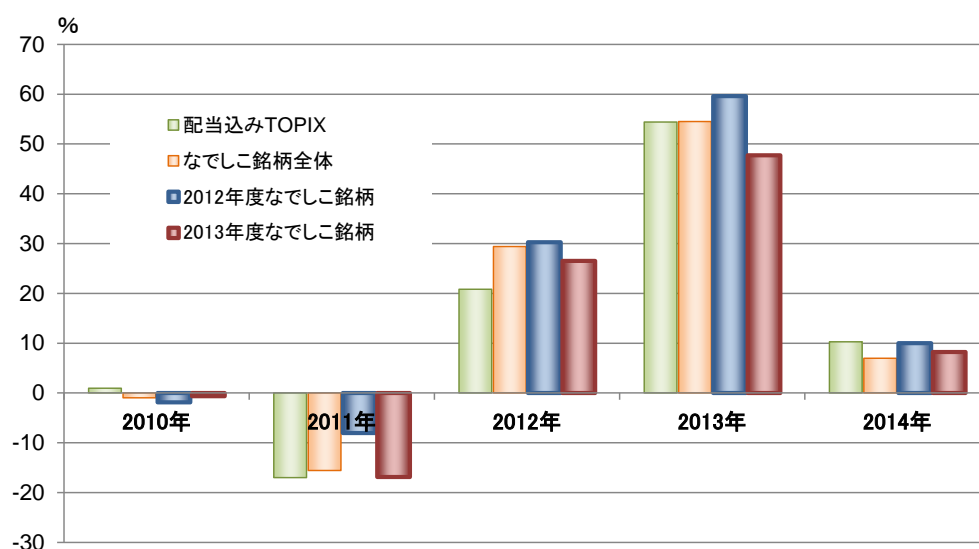
図表 6. なでしこ銘柄のリターン指数の推移 (2009年12月末=100)



(出所) 東京証券取引所等より大和総研作成

次に、各年の年間リターンについて見ると、2012年度なでしこ銘柄は2011年の市場の下落期に下落が小さかったこと、2012年と2013年の市場の上昇期に上昇が大きかったことなどから、他のポートフォリオよりも高いリターンを示したことがわかる(図表7)。市場の上昇期、下落期にかかわらず市場全体よりも高いリターンを示しているのである。

図表 7. なでしこ銘柄の年間リターンの動向



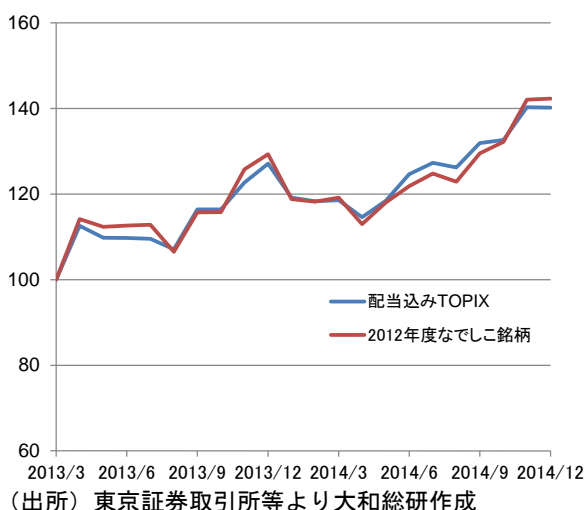
(出所) 東京証券取引所等より大和総研作成

6. なでしこ銘柄の事後リターン

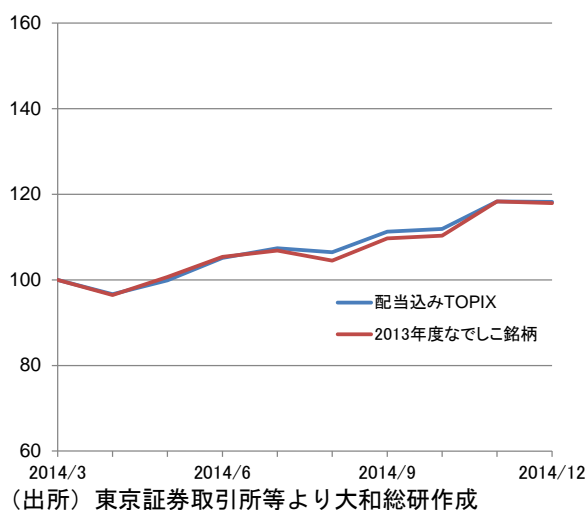
なでしこ銘柄は、投資という観点で企業が選定されていることから、銘柄選定後の株式リターンが気になるところであろう。そこで、2012年度なでしこ銘柄と2013年度なでしこ銘柄について、翌年度以降の事後リターンを調べた。まず、2012年度なでしこ銘柄であるが、2013年4月初から2014年12月末までのリターンは、配当込みTOPIXのリターンは40.2%だったのに対し、2012年度なでしこ銘柄のリターンは42.3%で、わずかではあるが市場全体のリターンを超えた。ただし、この間のリターン指数の推移では、なでしこ銘柄のリターン指数は、配当込みTOPIXの水準を上下しながらも、ほぼ同様の動向を示しており、計測期間によって配当込みTOPIXのリターンとの関係が異なっており、これらのリターンにはほとんど差がないといえるのではないかと（図表8）。

次に、2013年度なでしこ銘柄については、2014年4月初から2014年12月末までのリターンが17.9%であった。この間の配当込みTOPIXのリターンは18.2%であったことから、市場全体を少し下回ったリターンとなっている。また、この間のリターン指数の推移は、一時は配当込みTOPIXを下回ったこともあるが、同程度の水準を推移している（図表9）。2012年度なでしこ銘柄と同様に、2013年度なでしこ銘柄も、事後リターンは配当込みTOPIXと同程度であるといえよう。ESG投資については受託者責任に関する議論があり、経済的に劣後しないという条件付きで受託者責任に反しないとの考え方があられる。ここでの結果は、少なくともなでしこ銘柄による投資は市場全体に対して経済的に劣後するものではなかったようである。

図表8. 2012年度なでしこ銘柄の事後リターン指数の推移（2013年3月末=100）



図表9. 2013年度なでしこ銘柄の事後リターン指数の推移（2014年3月末=100）



ただし、なでしこ銘柄は女性人材の活用を積極的に進めていることなどから選定されている。ここで計測した事後リターンは、なでしこ銘柄を選定し、公表された後のリターンであり、すでに企業における女性の活躍推進の効果が株価に織り込まれた後のリターンを計測しているた

め、事後リターンが市場と同程度の水準となった可能性がある。また、ここで計測した事後リターンは2年にも満たない期間となっている。ESG投資は中・長期的な観点による投資であることを考えると、今後、より長い期間での事後リターンを計測する必要もあろう。

7. 終わりに

GMI Ratings “[GMI Ratings’ 2013 Women on Boards Survey](#)”によると、調査対象国のうち先進国20か国全体の女性取締役比率は11.8%となっている。国別に見ると、米国(1,489社)は14.0%、英国(410社)は12.6%、ドイツ(89社)は14.1%、フランス(101社)は18.3%などとなっており、多くの国で女性取締役の比率が10%を超えている。これに対し、日本(447社)の女性取締役の比率は1.1%で、20か国で最も低い水準にとどまっている。

このような状況を改善し、女性の活躍を推進するために、2013年4月の「[政府の経済界への要請 ～女性の活躍推進関係～](#)」では、「『2020年30%』の政府目標の達成に向けて、全上場企業において積極的に役員・管理職に女性を登用する。まずは役員に一人は女性を登用する」ことが、政府から経済界へ要請された。本稿の分析では、女性取締役を登用することが中・長期的な株式リターンにつながることを示唆する結果が得られており、この要請が実現し、女性の活躍推進が日本企業の成長につながることを期待される。ただし、本稿の分析では女性取締役比率10%以上の企業の株式リターンは市場全体を上回ったが、女性取締役比率0%超10%未満の企業の株式リターンは市場全体を大きく下回っている。また、ROEについてもこれら企業グループ間で差があることがわかった。本稿の分析は、女性取締役比率とリターンやROEとの因果関係を示すものではないが、女性取締役が1人というケースが多いと考えられる女性取締役比率0%超10%未満の企業は、女性の活躍推進が進行途上にあり、企業の成長にまでつながっていない可能性や、株式市場からポジティブな評価を得るには至っていない可能性がある。女性役員の登用は、企業における女性の活躍推進にとって大きな意味があろうが、単なる数値目標の達成ではなく、人材育成など女性の活躍推進が実際に企業の成長に資するような環境を整備していくことが求められよう。