

日本企業における女性登用の動向と企業パフォーマンス

伊藤 正晴／物江 陽子

要 約

産官学のあらゆる分野における女性の登用が日本の政策課題となり、特に指導的地位に占める女性の登用については、「2020年に指導的地位に占める女性の割合30%」を達成するという目標が掲げられた。また、『日本再興戦略』改訂2014では、女性の活躍推進は労働力人口の維持という量的な面だけでなく、日本社会の活性化という質的な面からも重要とされている。しかし、日本の管理的職業従事者に占める女性比率は2014年でも11.3%にとどまっており、米国など他の先進国と比べてかなり低い状況にある。

日本の上場企業を対象に女性登用の動向を調べたところ、業種別に差はあるものの、女性登用は緩やかに進展している。ただし、管理職や役員的女性比率は低い水準にある。一方、女性登用と企業パフォーマンスの関係を調べると、これらの間に正の関係を示すケースがあり、女性の登用を進めることが企業価値の向上という質的な面にも寄与する可能性を示唆する結果が得られた。

今後、政府が進める女性登用の量的な面とともに、質的な面に焦点を当てた企業・社会の長期的な取り組みがさらに求められよう。

目 次

- 1 章 はじめに
- 2 章 日本企業における女性登用の動向
- 3 章 女性の登用と財務的パフォーマンスの分析
- 4 章 女性の登用と株式リターンの関係
- 5 章 おわりに

1章 はじめに

産官学のあらゆる分野における女性の登用が日本の政策課題となって久しい。特に指導的地位に占める女性の登用については、2003年に「2020年までに、指導的地位に女性が占める割合を少なくとも30%程度」を達成するという、いわゆる「2020年30%」目標が決定され（男女共同参画推進本部決定）¹、第二次男女共同参画基本計画（2005年決定）、第三次男女共同参画基本計画（2010年決定）にそれぞれ反映されてきた。

第二次安倍内閣が成立すると、この「2020年30%」目標は、成長戦略の重点課題として改めて位置づけられた。2014年6月に発表された『日本再興戦略』改訂2014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」とされ、女性の活躍推進は労働力人口の維持という量的な面だけでなく、日本社会の活性化という質的な面からも重要とされ、「2020年30%」目標はKPIに位置づけられた。

しかし、日本の管理的職業従事者に占める女性比率は2014年でも11.3%にとどまっており、米国（43.7%、2012年）、英国（34.2%、同）、ドイツ（28.6%、同）など他の先進国と比べてかなり低い状況にある²。

このような状況の下、2013年4月には政府は

経済界に対して、『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を要請した（「政府の経済界への要請 ～女性の活躍推進関係～」）。

背景には、ダイバーシティが企業の生産性向上につながるという考え方がある。例えば経済産業省は、報告書「ダイバーシティと女性活躍の推進～グローバル化時代の人材戦略～」(2012年2月)において、「グローバル競争の中で我が国企業が勝ち残っていくためには、女性活躍推進を中心としたダイバーシティ推進をこれからの経営戦略の中軸に位置づけて積極的に展開すべき」と述べている。確かに、多様な人材を登用することは、組織の活性化につながり、イノベーションを促進する可能性がある。ただし、人材を登用する企業の立場からすれば、文化的に家庭を支える役割を期待されてきた女性を登用することには、難しさもあるのが現実であろう。果たして、女性の登用は実際に企業のパフォーマンスの向上につながっているのだろうか。

なお、企業における女性の登用は、ESGの観点からも注目されている。投資先企業の評価に、財務情報に加えてE（環境）、S（社会）、G（ガバナンス）から成るESG要因を考慮する動きが、欧米の機関投資家を中心に拡大しており、2015年9月にわが国最大の機関投資家である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）がPRI（国連責任投資原則）に署名したことなどで、わが国においても注目が高まっている。企業における女

1) 「指導的地位」の定義としては、(1) 議会議員、(2) 法人・団体等における課長相当職以上の者、(3) 専門的・技術的な職業のうち特に専門性が高い職業に従事する者とされた（2007年男女共同参画会議決定）。

2) 内閣府（2015）『男女共同参画白書 平成27年版』、日本の管理的職業従事者の定義は、会社役員、企業の課長職相当職以上、管理的公務員等をいう。また、管理的職業従事者の定義は国によって異なる。

性の登用は、E S G の構成要素であり、女性の登用と企業の株式パフォーマンスの関係は、E S G に注目する投資家にとって気になるテーマの1つだろう。

伊藤正晴「E S G 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～」(2015年2月6日付レポート)では、女性取締役と株式リターンとの関係を分析し、女性取締役比率が高い企業で構成したポートフォリオは市場全体のリターンを超えたのに対し、女性取締役は存在するが女性取締役比率が低い企業のポートフォリオのリターンは市場全体を下回ったとの結果を得た。

本稿では、分析対象を取締役からさらに管理職、役員の階層にまで拡大し、企業部門において大きな位置を占める上場企業を対象に、個社ベースでのデータを用いて、女性登用の動向と企業パフォーマンスとの関係を調査した。

調査には、東洋経済新報社の「C S R データベース」を利用した。同社では2005年以降、毎年日本企業のC S Rに関する調査を行っており、全上場企業および主要未上場企業に調査票を送付、回答と同社保有のデータを基にC S R データベースを構築している。本稿では、同データベース(2010年版、2013年版、2015年版)に含まれている上場企業のデータのうち、特に従業員、管理職、役員の各階層における女性比率のデータを利用して分析を行った。

なお、2010年版収録のデータにおける直近年度は2008年度、2013年版における直近年度は2011年度、2015年版における直近年度は2013年度となっている。以下ではこれらの年度に準じて記述する。

以下、第2章では日本企業における女性登用の

動向について、第3章では女性の登用と財務的パフォーマンスの関係について、第4章では女性の登用と株式リターンの関係について述べる。

2章 日本企業における女性登用の動向

1. 分析の目的と方法

日本企業における女性登用の動向を探るために、以下ではまず、従業員、管理職、役員の各階層における、1) 2008年度、2011年度、2013年度の各年における各企業の女性比率の分布、2) 各企業における2008年度、2011年度、2013年度にわたっての変化、3) 業種別の状況を調査する。その上で、従業員、管理職、役員の各階層間の関係を検証する。

2. 従業員女性比率の動向

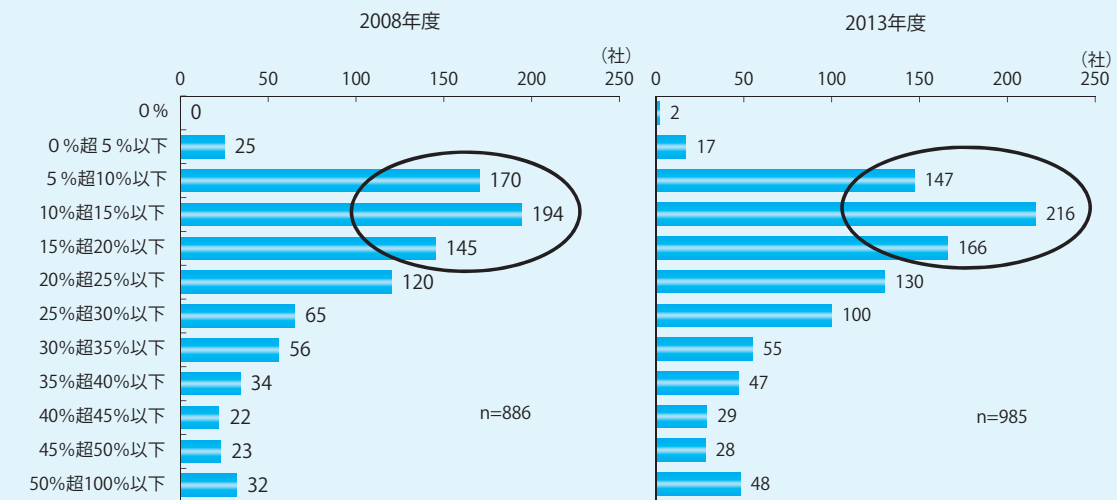
1) 各年における分布

女性登用を見る上で基礎的なデータが、上場企業における従業員女性比率である。女性従業員数は女性登用のユニバースと考えられ、女性従業員数が多いほど、登用できる女性も増えると考えられる。

上場企業における従業員女性比率について、2008年度は886社、2011年度は816社、2013年度は985社のデータが利用できた。各年の従業員女性比率の平均値は、2008年度が20.2%、2011年度が20.8%、2013年度が22.0%と、いずれも2割前後で、緩やかに上昇している。

各年における企業の従業員女性比率の度数分布を確認すると、いずれの年も「10%超15%以下」の階級に属する企業数が最多となった(図表

図表2-1 従業員女性比率の度数分布（2008年度、2013年度）



(出所) 東洋経済新報社「CSRデータベース」から大和総研作成

2-1、図表では2008年度と2013年度のみを掲載）。

2008年度と2013年度を比較すると、分布の形が変化している。2008年度では「10%超15%以下」の階級に属する企業数に続き、「5%超10%以下」の企業数が多く、「15%超20%以下」の企業数が続いた。それが2013年度になると、「5%超10%以下」の企業数は減少し、「15%超20%以下」の企業数が追い抜いている。

従業員女性比率が30%を超える企業の比率も、2008年度に18.8%であったのが、2013年度には21.0%とわずかながら上昇している。全体的に日本の上場企業における従業員女性比率は、緩やかに上昇しているといえよう。

2) 各企業における変化

各企業における従業員女性比率について、(a)2008年度から2011年度にかけての変化幅、および(b)2008年度から2013年度にかけての変化幅を確認した。(a)については644社のデー

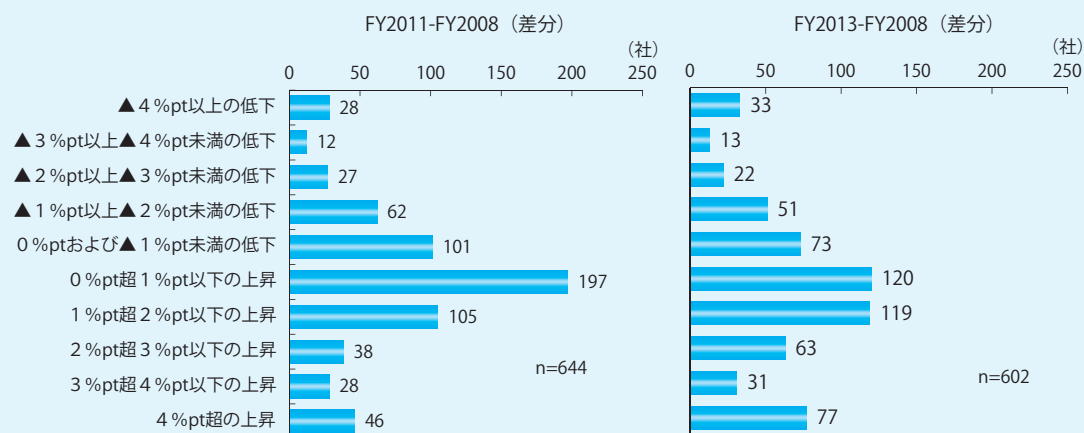
タ、(b)については602社のデータが得られた。

(a)2008年度から2011年度にかけては平均で0.5% ptの上昇、(b)2008年度から2013年度にかけては平均で1.1% ptの上昇となった。

各企業における変化幅の度数分布を確認すると(図表2-2)、(a)2008年度から2011年度にかけては、「0% pt超1% pt以下の上昇」の階級に属する企業数が197社と突出して多かったが、(b)2008年度から2013年度にかけては、同階級に属する企業数は120社にとどまり、代わりに1% pt超上昇の階級に属する企業数が増加している。(a)2008年度から2011年度の3年間で、(b)2008年度から2013年度にかけての5年間で、上昇幅が大きい企業数が全体的に増えたようである。

なお、2008年度から2013年度にかけて、従業員女性比率が低下または変化しなかった企業の比率が全体の32%であったのに対して、上昇した企業の比率は68%に達し、全体として5年間で女性比率が上昇した企業が多いことが確認できた。

図表2-2 従業員女性比率の変化幅の度数分布（2008年度～2011年度、2008年度～2013年度）



(出所) 東洋経済新報社「CSRデータベース」から大和総研作成

図表 2-3 従業員女性比率の業種別動向

業種	FY2013		FY2008 ～ FY2013 (% pt)
	社数	平均 (%)	
銀行業	31	39.4	4.5
その他金融業	13	36.0	▲ 2.1
サービス業	65	33.2	▲ 0.7
小売業	73	31.8	3.3
繊維製品	20	31.5	▲ 2.4
証券・商品先物取引業	13	29.2	▲ 1.5
不動産業	26	26.9	1.9
倉庫・運輸関連業	12	25.5	1.7
卸売業	99	25.0	0.7
精密機器	16	24.2	6.3
医薬品	23	23.5	3.8
食料品	44	23.0	2.8
その他製品	28	22.5	1.8
情報・通信業	67	21.4	1.7
化学	81	20.6	5.1
金属製品	18	18.5	2.4
電気機器	97	16.4	0.4
パルプ・紙	5	15.9	5.0
電気・ガス業	11	13.8	4.0
ガラス・土石製品	13	13.6	0.5
非鉄金属	13	13.5	1.1
機械	59	12.7	▲ 0.3
陸運業	16	12.4	5.3
建設業	51	10.5	▲ 0.1
輸送用機器	44	10.4	2.1
ゴム製品	10	10.4	▲ 0.6
鉄鋼	13	8.8	1.9
全体の平均値	-	21.8	1.7

(注) 33業種分類、2008年度・2011年度・2013年度の各年について5社以上のデータがある業種を掲載。平均以上の箇所をグレーでマークした

(出所) 東洋経済新報社「CSRデータベース」から大和総研作成

3) 業種別の状況

業種別の従業員女性比率（2013 年度）を確認すると、上位業種には銀行業（39.4%）、その他金融業（36.0%）、サービス業（33.2%）など、下位業種には鉄鋼（8.8%）、ゴム製品（10.4%）、輸送用機器（10.4%）などが挙げられた（図表 2-3）。上位業種と下位業種の水準には大きな差がある。また、上位業種にはサービスに関わる業種が多く、下位業種にはものづくりに関わる業種が多く見られた。なお、業種別に 2008 年度から 2013 年度までの従業員女性比率の平均の変化を見ると、低下している業種もあるものの、全体としては上昇している業種が多い。

年度が 4.1%、2013 年度が 5.2%と、いずれも 1 割に満たない水準だが、緩やかに上昇している。

各年の企業ごとの管理職女性比率の分布を確認すると、いずれの年も「0%超5%以下」の階級に属する企業数が最多となった（図表 2-4）。ただし、2008 年度と 2013 年度の分布を比較すると、2013 年度には女性管理職がいない企業数が減少しているのに対し、管理職女性比率 5%超の企業数が全体的に増加している。

管理職女性比率が 30%を超える企業の比率は、2008 年度は全体の 1.3%であったのが、2013 年度には 2.5%へと上昇している。日本の上場企業における管理職女性比率は全体的に上昇しているようである。

3. 管理職女性比率の動向

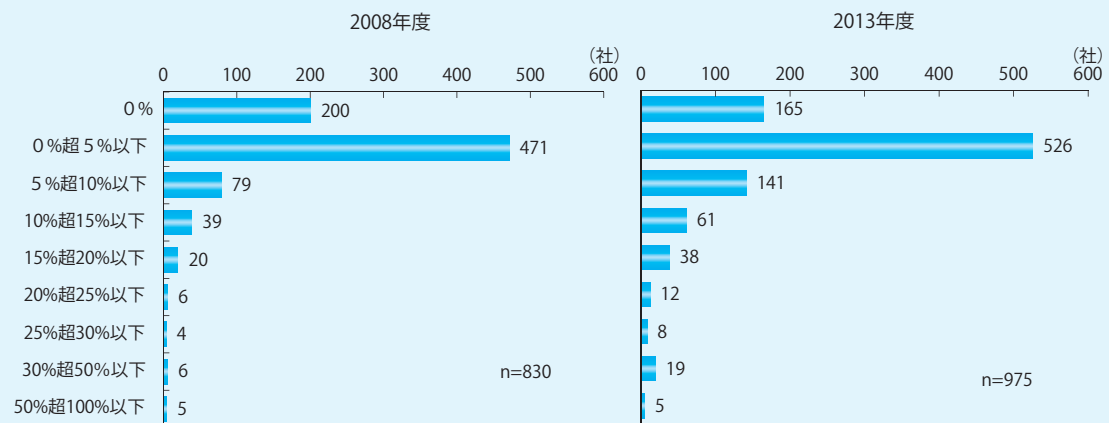
1) 各年における分布

女性登用の指標として、管理職女性比率について調査した。管理職女性比率については、2008 年度は 830 社、2011 年度は 795 社、2013 年度は 975 社のデータが利用できた。各年の管理職女性比率の平均値は、2008 年度が 3.7%、2011

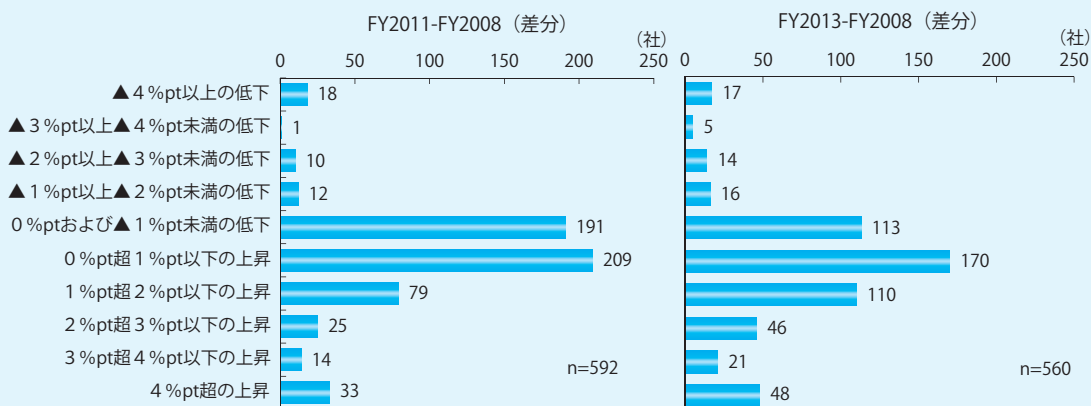
2) 各企業における変化

各企業における管理職女性比率について、(a)2008 年度から 2011 年度にかけての変化幅、および (b)2008 年度から 2013 年度にかけての変化幅を確認した。(a)については 592 社のデータ、(b)については 560 社のデータが得られた。(a)2008 年度から 2011 年度にかけては平均で

図表2-4 管理職女性比率の度数分布（2008年度、2013年度）



図表2-5 管理職女性比率の変化幅の度数分布（2008年度～2011年度、2008年度～2013年度）



（出所）東洋経済新報社「CSRデータベース」から大和総研作成

図表 2-6 管理職女性比率の業種別動向

業種	FY2013		FY2008 ～ FY2013 (% pt)
	社数	平均 (%)	
サービス業	67	13.4	2.5
小売業	74	11.9	2.3
その他金融業	12	10.4	▲ 1.1
銀行業	28	10.1	3.0
不動産業	24	7.0	2.0
証券・商品先物取引業	10	7.0	0.4
情報・通信業	70	6.2	0.4
化学	81	5.8	3.7
海運業	5	5.6	1.6
倉庫・運輸関連業	12	5.5	0.2
医薬品	23	4.8	2.5
食料品	43	4.5	2.0
卸売業	87	4.1	1.6
繊維製品	21	4.1	1.7
精密機器	17	3.9	2.7
その他製品	29	3.8	0.6
電気・ガス業	11	3.2	1.6
ガラス・土石製品	13	3.0	0.7
陸運業	15	2.9	0.6
電気機器	95	2.2	0.9
非鉄金属	14	1.9	0.3
パルプ・紙	6	1.9	0.7
ゴム製品	10	1.7	▲ 0.2
輸送用機器	45	1.6	0.8
機械	61	1.3	0.4
建設業	52	1.3	0.2
金属製品	18	1.2	▲ 0.5
鉄鋼	13	1.1	▲ 0.1
全体の平均値	-	5.2	1.4

（注）33 業種分類、2008 年度・2011 年度・2013 年度の各年について 5 社以上のデータがある業種を掲載。平均以上の箇所をグレーでマークした

（出所）東洋経済新報社「CSRデータベース」から大和総研作成

0.6% pt の上昇、(b)2008 年度から 2013 年度にかけては平均で 1.0% pt の上昇となった。

各企業における変化幅の度数分布を確認すると（図表 2-5）、(a)2008 年度から 2011 年度にかけては、▲1% pt 未満低下から 1% pt 以下上昇のゾーンにある企業数が突出して多かったが、(b)2008 年度から 2013 年度にかけては、このゾーンにある企業数は減少して、代わりに 1% pt 超上昇のゾーンにある企業数が全体的に増加している。企業数の増減のみで見ると、ユニバースの違いの影響を受ける可能性があるため、それぞれの階級に属する企業数が全体に占める比率の増減を確認したところ、やはり 1% pt 超上昇の階級で全体的に増加していることが確認できた。

2008 年度から 2013 年度にかけて、管理職女性比率が低下または変化しなかった企業の比率が 29%であったのに対して、上昇した企業の比率は 71%に達し、全体的に 5 年間で管理職女性比率が上昇した企業が多いことが確認できた。

3) 業種別の状況

管理職女性比率を業種別に確認すると、2013 年度では上位業種にはサービス業（13.4%）、小売業（11.9%）、その他金融業（10.4%）など、下位業種には鉄鋼（1.1%）、金属製品（1.2%）、建設業（1.3%）などが挙げられた（図表 2-6）。上位業種と下位業種の水準の差は、従業員女性比率の場合よりもさらに大きい。そして、従業員女性比率の場合と同様に、上位業種にはサービスに関わる業種が多く、下位業種にはものづくりに関わる業種が多く見られた。

なお、業種別に 2008 年度から 2013 年度までの管理職女性比率の平均の変化を見ると、低下している業種もあるものの、全体的に上昇している

業種が多い。

4. 女性役員の動向

1) 各年における分布

役員女性比率については、2008 年度は 833 社、2011 年度は 786 社、2013 年度は 974 社のデータが入手できた。各年の役員女性比率の平均値は、2008 年度が 1.0%、2011 年度が 1.3%、2013 年度が 2.0%と、3%に満たない水準ながら、年を追って上昇している。

なお、女性役員については、比率で見ると水準が低く、各年の役員数の変動の影響を受けるため、人数についても確認した。女性役員数については、2008 年度は 833 社、2011 年度は 789 社、2013 年度は 974 社のデータが入手できた。各年の企業ごとの女性役員数の分布を確認すると、いずれの年も女性役員がいない企業数が突出して多く、全体の 8 割前後を占めた（図表 2-7）。しかし、2008 年度と 2013 年度を比較すると、2013 年度には女性役員が 1 人以上いる企業数が全体的に増加している。

また、比率で見ると、役員女性比率が 10%を超える企業の比率は、2008 年度に全体の 3.4%であったのが、2013 年度には 6.1%へとほぼ倍増している。全体的に日本の上場企業における役員女性比率は上昇しているようである。

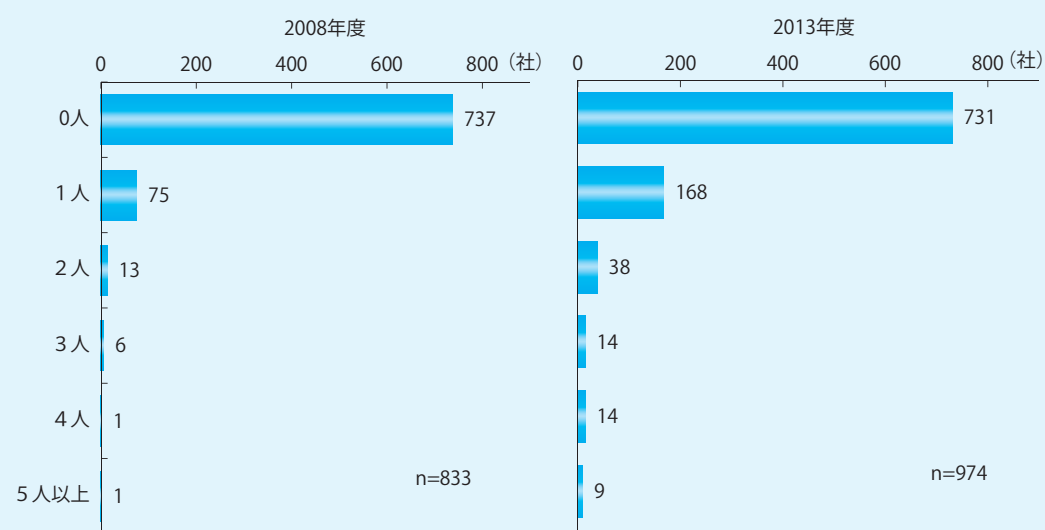
2) 各企業における変化

次に、各企業における女性役員数について、(a)2008 年度から 2011 年度にかけての変化、および (b)2008 年度から 2013 年度にかけての変化を確認した（図表 2-8）。(a) については 587 社のデータ、(b) については 555 社のデータが得られた。

各企業における女性役員数の変化について、度数分布を確認すると、(a) および (b) において、変化がなかった企業がそれぞれ 515 社、437 社と突出して多かったが、変化があった企業について確認すると、いずれの期間においても、女性役員

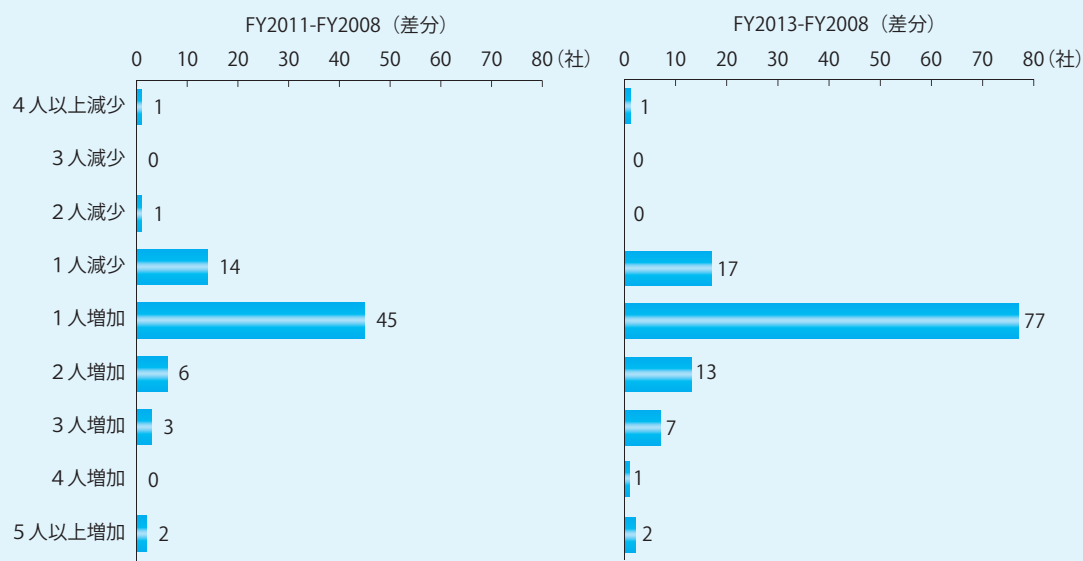
が 1 人増加した企業数が最多で、かつ、(a) に 45 社であったのが (b) に 77 社と急増している。同様に、(a) と (b) を比較すると、(b) では女性役員が 2 人以上増加したゾーンにある企業数が、全体的に増加している。

図表2-7 女性役員数の度数分布（2008年度、2013年度）



(出所) 東洋経済新報社「CSRデータベース」から大和総研作成

図表2-8 女性役員数の変化の度数分布（2008年度～2011年度、2008年度～2013年度）



(注) 左図は、分析対象587社のうち、女性役員数に変化がなかった515社を除いて、右図は、分析対象555社のうち、女性役員数に変化がなかった437社を除いて図示した

(出所) 東洋経済新報社「CSRデータベース」から大和総研作成

2008 年度から 2013 年度にかけて、女性役員数が減少した企業の比率が 3 %であったのに対し、増加した企業の比率は 18 %であった。全体的に 5 年間で女性役員数が増加した企業が多いことが確認できた。

3) 業種別の状況

役員女性比率を業種別に確認すると、2013 年度では上位業種には不動産業 (4.9%)、証券・商品先物取引業 (4.6%)、小売業 (4.5%) など、

下位業種には非鉄金属 (0.0%)、建設業 (0.1%)、陸運業 (0.1%) などが挙げられた (図表 2-9)。上位業種と下位業種の水準の差は、管理職女性比率の場合よりもさらに大きい。また、従業員女性比率・管理職女性比率の場合と同様に、上位業種にはサービスに関わる業種が多く、下位業種にはものづくりに関わる業種が多く見られた。

なお、業種別に 2008 年度から 2013 年度までの役員女性比率の平均の変化を見ると、低下している業種もあるものの、全体的に上昇している業種が多い。

図表 2-9 役員女性比率の業種別動向

業種	FY2013		FY2008 ～ FY2013 (% pt)
	社数	平均 (%)	
不動産業	24	4.9	2.7
証券・商品先物取引業	11	4.6	0.6
小売業	73	4.5	1.9
サービス業	67	4.5	0.8
倉庫・運輸関連業	12	3.1	▲ 0.6
化学	80	2.8	2.6
情報・通信業	69	2.6	0.9
その他金融業	11	2.5	1.7
医薬品	23	2.3	0.3
繊維製品	21	2.1	1.5
食料品	43	2.0	1.4
ゴム製品	10	1.9	0.9
ガラス・土石製品	13	1.6	1.1
金属製品	16	1.5	1.5
精密機器	17	1.4	0.6
電気・ガス業	11	1.4	0.7
海運業	5	1.3	0.5
銀行業	26	1.3	1.3
機械	60	1.2	0.6
その他製品	30	1.1	0.9
鉄鋼	13	1.1	1.1
卸売業	90	0.9	0.5
輸送用機器	45	0.9	▲ 0.0
電気機器	95	0.7	0.3
パルプ・紙	6	0.5	0.5
陸運業	15	0.1	0.1
建設業	51	0.1	0.1
非鉄金属	14	0.0	0.0
全体の平均値	-	2.0	1.0

(注) 33 業種分類、2008 年度・2011 年度・2013 年度の各年について 5 社以上のデータがある業種を掲載。平均以上の箇所をグレーでマークした

(出所) 東洋経済新報社「C S R データベース」から大和総研作成

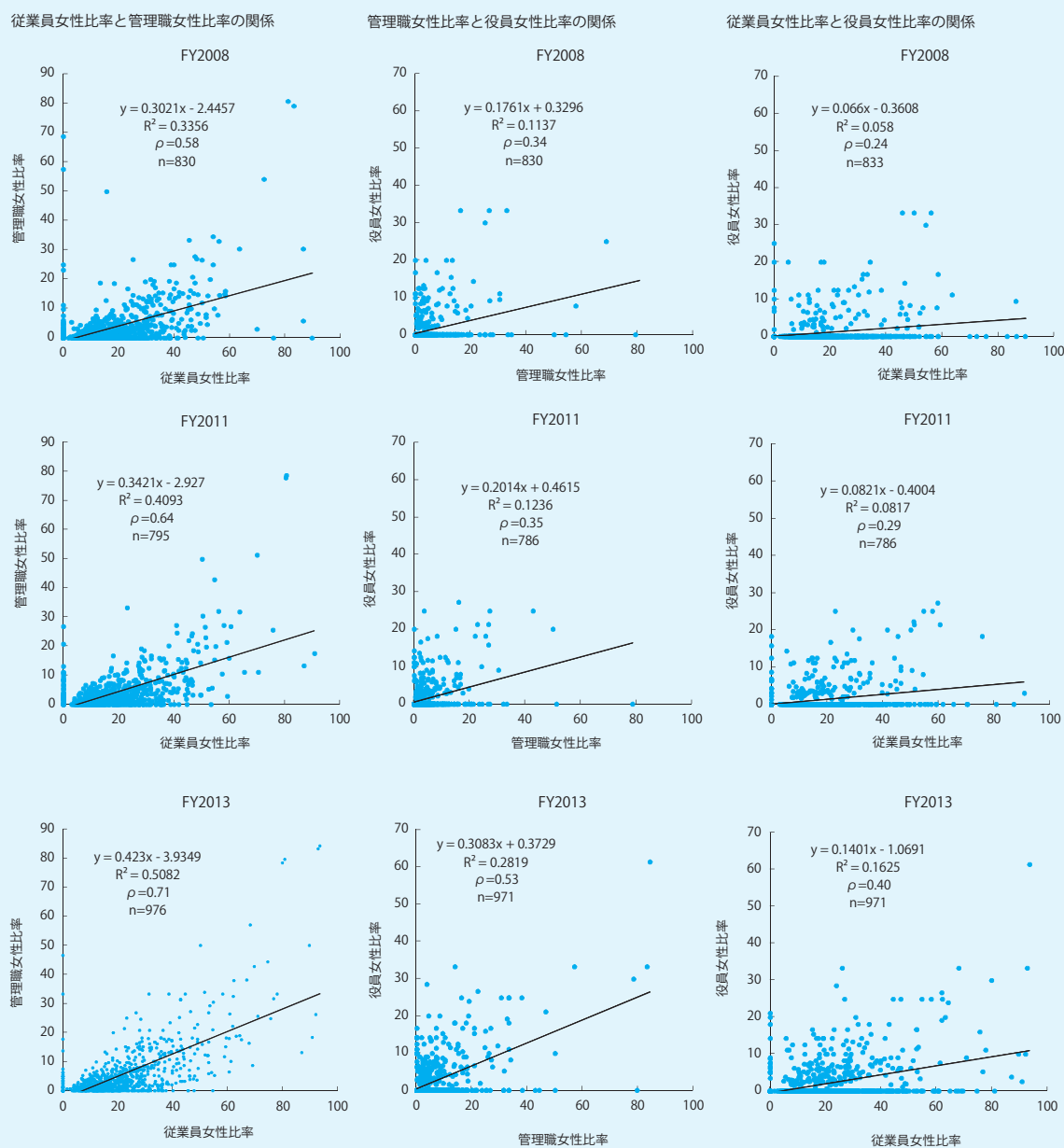
5. 各階層間の関係

以上、(a) 従業員女性比率と (b) 管理職女性比率、(c) 役員女性比率、それぞれの動向を概観したが、これらの相互の関係はどうなっているのだろうか。このことを調べるために、以下では (a)

と (b)、(b) と (c)、(a) と (c)、それぞれの関係について、散布図を作り、相関係数を算出して検証した (図表 2-10)。

(a) 従業員女性比率と (b) 管理職女性比率の関係については、相関係数は 2008 年度に 0.58、2011 年度に 0.64、2013 年度に 0.71 と、相関は

図表 2-10 各階層間の関係



(出所) 東洋経済新報社「CSRデータベース」から大和総研作成

高く、かつ高まっている。従業員女性比率が高い企業において、管理職女性比率も高い傾向があり、かつ、その傾向は年々強まっていると言えよう。管理職女性比率を高めるためには、そもそも従業員女性比率を高めることにより、ユニバースを拡大することが必要と言えるだろう。

次に、(b) 管理職女性比率と (c) 役員女性比率の関係については、相関係数は 2008 年度に 0.34、2011 年度に 0.35、2013 年度に 0.53 と、(a) と (b) の場合ほど高くないものの、年々高まっている。管理職女性比率が高い企業において、役員女性比率が高まる傾向が年々強まっており、管理職の女性が役員に登用されるケースも増えている可能性がある。

最後に、(a) 従業員女性比率と (c) 役員女性比率の関係については、相関係数は 2008 年度に 0.24、2011 年度に 0.29、2013 年度に 0.40 と、(b) と (c) の場合よりさらに低いが、やはり年々高まる傾向が見られた。従業員女性比率が高い企業において、役員女性比率も高いという関係が年々強まっており、女性従業員が管理職に登用され、さらに役員に登用されるというケースが増えている可能性があるだろう。

3 章 女性の登用と財務的パフォーマンスの分析

1. 分析の目的と方法について

女性の活躍を推進することは、労働人口の減少への対応だけでなく、企業価値の向上や経済成長などに寄与することが期待されている。そのためには、実際に女性の活躍を推進することが本当にこのような効果を持つかについての検証を積み重ねる必要がある。そこで、企業における女性登

用の状況と財務的パフォーマンスとの間にどのような関係があるかを見るために、管理職女性比率や女性役員に関するデータを用いて企業をグループに分け、それぞれのグループについて、収益性の代表的な指標である ROA（総資産利益率）と ROE（自己資本利益率）を算出した。本稿の分析で用いている女性の登用に関するデータは、2013 年度の状況を示しているため、その前後の年を含めて 2012 年度、2013 年度、2014 年度のそれぞれの年度における ROA と ROE を算出している。また、各グループの ROA と ROE は、グループに属する企業の平均的な水準を見るために、分析に必要なデータが全てそろった企業を対象に単純平均値を算出している。また、比較のため、同様に必要なデータが全て取得可能であった上場企業全体を対象とした ROA と ROE の単純平均値も算出した。

2. 管理職女性比率と ROA、ROE

企業における女性の登用がどの程度であるかを示す指標の 1 つとして、管理職女性比率のデータを用いて企業をグループ分けし、それぞれのグループの ROA と ROE を算出した。

まず、女性管理職が存在する企業（「女性管理職あり」）と存在しない企業（「女性管理職なし」）について、それぞれの ROA の単純平均値を求めたところ、女性管理職が存在する企業の ROA は 2012 年度が 2.5 %、2013 年度が 3.3 %、2014 年度が 3.3 %であった（図表 3-1）。上場企業全体の ROA はそれぞれ 2.1 %、2.9 %、2.9 %となっており、いずれの年度においても女性管理職が存在する企業の平均的な ROA の水準は上場企業全体の水準を上回っている。また、女性管理職が存在しない企業の ROA は 2012 年度が 1.5 %、

図表 3-1 女性管理職の登用とROA、ROE

	社数 (社)	ROA (%)			ROE (%)		
		2012 年度	2013 年度	2014 年度	2012 年度	2013 年度	2014 年度
上場企業全体	3,154	2.1	2.9	2.9	4.3	6.1	5.6
女性管理職あり	760	2.5	3.3	3.3	5.3	7.5	6.8
女性管理職なし	145	1.5	1.9	2.3	1.4	5.0	5.8
管理職女性比率 20%以上	36	1.8	3.3	2.3	8.2	7.9	1.9
同比率 10%以上 20%未満	92	2.6	3.2	2.7	7.5	7.9	6.6
同比率 0%超 10%未満	632	2.5	3.4	3.4	4.8	7.4	7.1

(出所) 東洋経済新報社「CSRデータベース」等から大和総研作成

2013 年度が 1.9%、2014 年度が 2.3% となっており、全ての年度において、女性管理職が存在する企業や上場企業全体よりも ROA の水準が低いという結果になった。

さらに、女性管理職が存在する企業について管理職女性比率で 3 つのグループに分けて、それぞれのグループの ROA を算出したところ、年度にもよるが、「管理職女性比率が 0% 超 10% 未満」や、「10% 以上 20% 未満」の企業の ROA が高い傾向があり、これが女性管理職が存在する企業の ROA の水準が高いことに寄与しているようである。

次に、各グループの ROE を算出したところ、女性管理職が存在する企業は 2012 年度が 5.3%、2013 年度が 7.5%、2014 年度が 6.8% となった。上場企業全体では、それぞれ 4.3%、6.1%、5.6% であり、いずれの年度でも女性管理職が存在する企業の ROE の水準が高い。また、女性管理職が存在しない企業の ROE は 2012 年度が 1.4%、2013 年度が 5.0%、2014 年度が 5.8% となっており、いずれの年度でも女性管理職が存在する企業よりも ROE の平均的な水準が低いという結果になった。また、女性管理職が存在しない企業の ROE は、2012 年度と 2013 年度については、上場企業全体よりも低く、2014 年度は上場企業

全体よりも少し高い水準となった。

ROA の分析と同様に、女性管理職が存在する企業を対象として、管理職女性比率の水準別に作成したグループでは、2012 年度と 2013 年度は管理職女性比率が高いグループの方が、ROE が高いという結果になった。

このように、女性管理職が存在している企業は、分析対象年度の全てで ROA と ROE の水準が上場企業全体よりも高く、逆に女性管理職が存在していない企業の ROA と ROE は上場企業全体よりも低い傾向があるとの結果が得られた。また、ROE については、管理職女性比率が高いほど ROE の平均的な水準が高いという傾向も見られた。もちろん、女性管理職と ROA や ROE との間の因果関係を示すことは困難であることや、各グループに属する企業の業種の違いなどに注意は必要であるが、女性管理職の有無や管理職における女性比率の水準が何らかの要因の代理変数として ROA や ROE と関係していることを示唆する可能性がある。

3. 管理職女性比率の変化と ROA、ROE

2013 年度と 2011 年度の管理職女性比率の差を用いて企業をグループ分けし、各グループの R

図表 3-2 管理職女性比率の変化とROA、ROE

	社数 (社)	ROA (%)			ROE (%)		
		2012 年度	2013 年度	2014 年度	2012 年度	2013 年度	2014 年度
上場企業全体	3,154	2.1	2.9	2.9	4.3	6.1	5.6
管理職女性比率上昇	398	2.6	3.3	3.4	5.6	7.8	7.2
同比率変化なし	121	2.0	2.9	3.4	2.0	7.2	6.7
同比率低下	136	2.0	2.9	2.7	2.7	6.9	3.7
同比率 5 % pt 以上上昇	26	3.2	3.4	2.1	9.3	9.1	5.7
同比率 0 % pt 超 5 % pt 未満上昇	372	2.6	3.3	3.4	5.4	7.7	7.3

(出所) 東洋経済新報社「CSRデータベース」等から大和総研作成

ROAとROEの平均値を算出した。まず、管理職女性比率が上昇した企業のROAは2012年度が2.6%、2013年度が3.3%、2014年度が3.4%であった(図表3-2)。上場企業全体のROAはそれぞれ2.1%、2.9%、2.9%であり、いずれの年度においても管理職女性比率が上昇した企業の平均的なROAの水準は上場企業全体の水準を上回っている。逆に、管理職女性比率が低下した企業のROAは2012年度が2.0%、2013年度が2.9%、2014年度が2.7%となっており、管理職女性比率が上昇した企業に比べて低い水準となっている。また、上場企業全体に比べても同程度の水準か、わずかに低い水準となっている。さらに、管理職女性比率が上昇した企業を2つのグループに分けてROAの平均を算出すると、2012年度と2013年度は上昇が大きい企業の方がROAが高い。2014年度は、女性比率の上昇が大きい企業の方がROAが低い、これらの結果には、2013年度のデータでグループを作成していることが影響している可能性がある。

次に、ROEについて見ると、管理職女性比率が上昇した企業は2012年度が5.6%、2013年度が7.8%、2014年度が7.2%となり、上場企業全体の各年度の4.3%、6.1%、5.6%よりも高い。また、管理職女性比率が低下した企業は、それぞ

れ2.7%、6.9%、3.7%となっており、管理職女性比率が上昇した企業に比べて低い。また、上場企業全体と比べても低い傾向が見られる。さらに、管理職女性比率が上昇した企業を2つに分けてROEを算出したところ、2012年度と2013年度は上昇幅が大きいグループの方がROEの水準が高いとの結果を得た。

このように、管理職女性比率の変化に着目して作成したグループでは、ROAとROEがともに管理職女性比率が高まった企業の水準が高いという傾向が見られた。もちろん、管理職女性比率の水準と同様に、管理職女性比率の変化とROAやROEとの間の因果関係を示すことは困難であることや、各グループに属する企業の業種の違いなどに注意が必要であるが、女性の登用を積極的に進めている企業の方がROAやROEが高いという関係が存在しているようである。

4. 女性役員数とROA、ROE

2013年度の女性役員の状況を用いて企業をグループ分けし、各グループのROAとROEの平均値を算出した。女性役員の存在する企業のROAは、2012年度が2.5%、2013年度が2.9%、2014年度が3.1%となった(図表3-3)。上場企業全体のROAはそれぞれ2.1%、2.9%、2.9%

図表 3-3 女性役員の登用とROA、ROE

	社数 (社)	ROA (%)			ROE (%)		
		2012 年度	2013 年度	2014 年度	2012 年度	2013 年度	2014 年度
上場企業全体	3,154	2.1	2.9	2.9	4.3	6.1	5.6
女性役員あり	223	2.5	2.9	3.1	5.5	7.6	5.7
女性役員なし	679	2.3	3.2	3.3	4.6	6.9	6.9
女性役員 3 人以上	29	2.9	3.2	2.4	7.3	8.1	6.1
女性役員 2 人	36	2.1	4.0	3.2	6.1	8.7	6.9
女性役員 1 人	158	2.4	2.5	3.1	4.7	7.2	5.2
女性役員 2 人以上	65	2.5	3.7	2.9	6.6	8.4	6.5

(出所) 東洋経済新報社「CSRデータベース」等から大和総研作成

であり、女性役員が存在する企業のROAは上場企業全体よりも高いという傾向が見られた。しかし、女性役員が存在しない企業のROAもそれぞれ2.3%、3.2%、3.3%となっており、上場企業全体のROAと大きくは変わらなかった。ROAと女性役員の有無には特に関係が見られないようである。また、女性役員の人数とROAについて見ると、2012年度と2013年度は女性役員が1人よりも複数存在する企業の方がROAの水準が高いようである。

次に、ROEについて見ると、女性役員が存在する企業のROEは2012年度が5.5%、2013年度が7.6%、2014年度が5.7%となり、各年度の上場企業全体の水準である4.3%、6.1%、5.6%よりも高いという結果になった。また、女性役員の存在しない企業では、それぞれ4.6%、6.9%、6.9%となっており、やはり上場企業全体よりも高い。女性役員の有無との関係では、2012年度と2013年度は女性役員が存在する企業の方がROEが高いようである。そして、女性役員の人数によるグループでは、1人よりも複数の女性役員が存在する企業の方がROEが高いという結果になった。

各グループのROAとROEの水準を比較すると、2013年度以前と2014年度で異なった様相

が観察される。これは、2013年度の女性役員の状況でグループ分けをしていることが影響している可能性がある。このように、いつの情報でグループ分けをするかや、業種構成の違いなどの影響などもあるが、ここで得られた結果は女性役員の人数が多い企業の方がROAやROEが高いことを示唆すると解釈できるのではないか。

5. 女性役員数の変化とROA、ROE

女性役員数の2013年度と2011年度との差を用いて企業をグループ分けし、各グループのROAとROEの平均値を算出したところ、女性役員数が増加した企業のROAは、2012年度が2.5%、2013年度が3.5%、2014年度が3.0%となった(図表3-4)。上場企業全体のROAはそれぞれ2.1%、2.9%、2.9%であり、女性役員数が増加した企業の各年度のROAは上場企業全体よりも高い。女性役員数が減少した企業のROAはそれぞれ1.9%、3.0%、2.8%となっており、各年度で女性役員数が増加した企業よりもROAの水準が低い。さらに、女性役員数の増加人数でもグループを作成したが、女性役員数が増加した企業のROAが高いのは、女性役員が1人増加した企業のROAが高いことが影響しているようである。

図表 3-4 女性役員数の変化とROA、ROE

	社数 (社)	ROA (%)			ROE (%)		
		2012 年度	2013 年度	2014 年度	2012 年度	2013 年度	2014 年度
上場企業全体	3,154	2.1	2.9	2.9	4.3	6.1	5.6
女性役員数増加	69	2.5	3.5	3.0	6.8	9.0	7.2
女性役員数変化なし	563	2.4	3.1	3.3	4.0	7.2	6.1
女性役員数減少	13	1.9	3.0	2.8	4.7	7.5	8.7
女性役員数 2 人以上増加	14	1.9	2.2	0.5	5.5	5.3	1.2
女性役員数 1 人増加	55	2.7	3.9	3.6	7.1	10.0	8.7

(出所) 東洋経済新報社「CSRデータベース」等から大和総研作成

次に、ROEについて見ると、女性役員数が増加した企業のROEは2012年度が6.8%、2013年度が9.0%、2014年度が7.2%となり、各年度の上場企業全体の水準である4.3%、6.1%、5.6%よりも高いという結果になった。また、女性役員数が減少した企業では、それぞれ4.7%、7.5%、8.7%となっており、2012年度と2013年度は女性役員数が増加した企業よりもROEが低い水準となったが、上場企業全体よりは高い。さらに、女性役員数の増加人数との関係では、ROAと同様に女性役員が1人増加した企業のROEが高いという結果になった。

このように、女性役員数の増加した企業と減少した企業の間でROAやROEを比較すると、業種構成の違いなどの影響もあろうが、女性役員数が増加した企業の方がROAやROEの水準が高く、また、女性役員数が増加した企業のROAやROEの水準は上場企業全体よりも高いという傾向が見られた。また、女性役員数が減少した企業は13社、女性役員が2人以上増加した企業は14社と非常に少ないため、これがROAやROEの水準に影響している可能性もあろう。

4章 女性の登用と株式リターンの関係

1. 分析の目的と方法について

女性を積極的に登用し、女性の活躍を推進することは、企業の成長などに寄与することで株式リターンを高めることが期待される。また、ESG投資の観点でもESG要因の1つと考えられる女性の登用という情報を用いることが、ポートフォリオのリターンの向上につながることを期待されよう。そこで、女性の登用と株式リターンとの間にどのような関係があるかを見るために、財務的パフォーマンスの分析で作成したグループごとにポートフォリオを作成し、そのリターンを観察した。

一般に、ESG情報を利用した運用は中・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、2011年初から2015年11月末までの約5年間について、前月末の時点の時価総額加重による月次リバランスで作成したポートフォリオのリターン指数の動向と、各年のリターンの水準を検討した。

2. 管理職女性比率と株式リターン

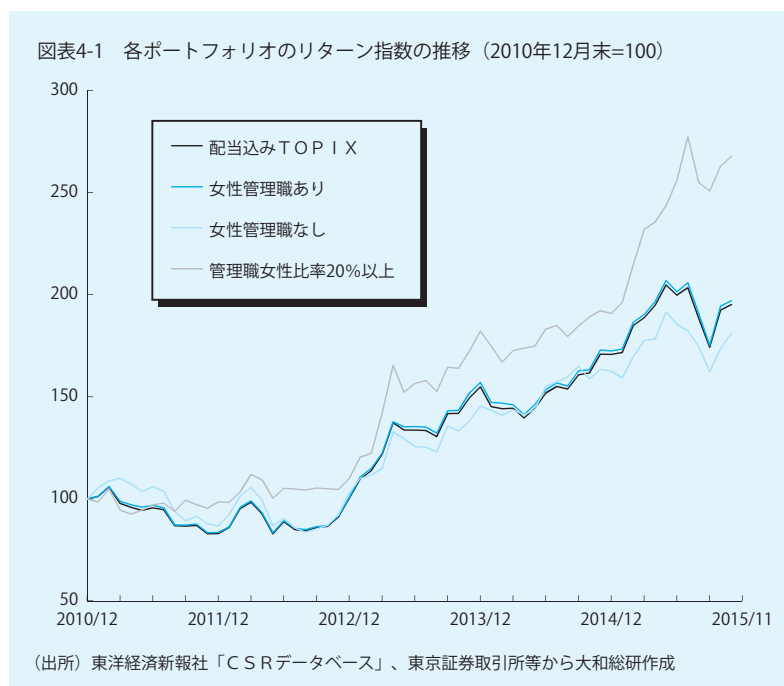
女性管理職と株式リターンにどのような関係が

あるかを見るために2013年度の管理職女性比率のデータを用いてポートフォリオを作成し、その株式リターンを観察した。まず、女性管理職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T O P I Xとはほぼ同様の推移を示している（図表4-1）。女性管理職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。一方、女性管理職が存在しない企業で構成したポートフォリオのリターン指数も、配当込みT O P I Xとはほぼ同様の推移を示しているのだが、その水準は若干ではあるが配当込みT O P I Xを下回っている。次に、管理職女性比率が20%以上の企業で構成したポートフォリオのリターン指数は、2012年以降は配当込みT O P I Xよりも高い水準を推移している。これらポートフォリオの年率リターンを算出すると、配当込みT O P I Xは14.6%であったのに対し、女性管理職が存在する企業は22.2%と高いリターンを

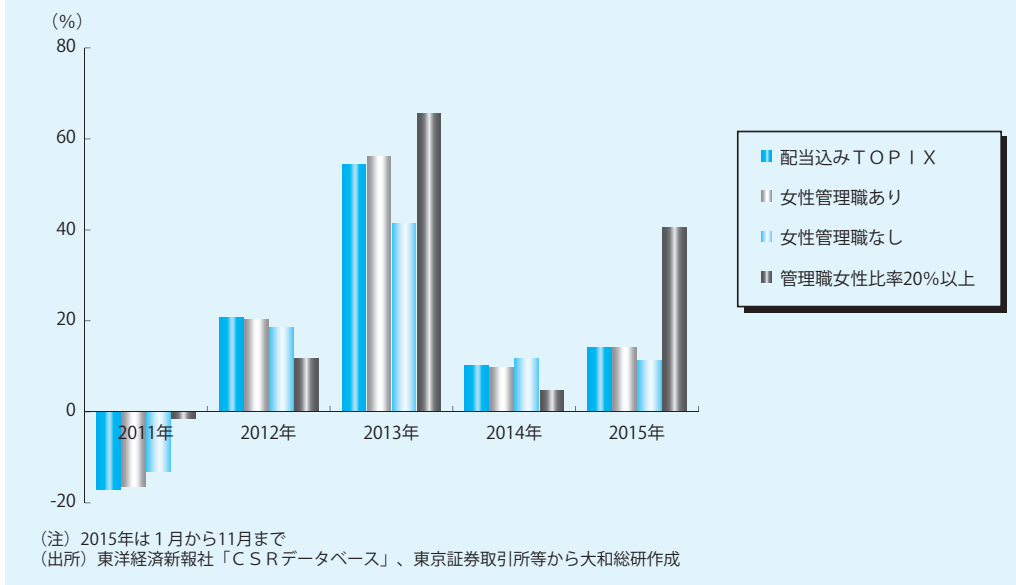
示した。そして、女性管理職が存在しない企業のリターンは12.8%にとどまっている。

次に、リターンの動向をより詳しく見るために、各年の年間リターン（2015年は11月まで）を算出すると、女性管理職の有無で作成した2つのポートフォリオのリターンは、年によって違いはあるものの総じて大きな差はないようである（図表4-2）。管理職女性比率が20%以上の企業で構成したポートフォリオのリターンは、2011年に市場全体のリターンが-17.0%であったのに対し、-1.5%とわずかなマイナスにとどまっている。また、2013年や2015年は市場全体に比べて非常に高いリターンを得ており、これらのことが通期でのリターンが高いことに寄与しているようである。

業種などによって管理職女性比率の水準が異なることから、ポートフォリオのリターンにもその影響があるが、女性管理職の存在しない企業のリターンが低いこと、管理職女性比率が高いほど



図表4-2 各ポートフォリオの年間リターンの動向



リターンが高くなる傾向がうかがえる結果となった。この結果から管理職女性比率がリターンに影響するとの因果関係を示すことは困難であるが、管理職女性比率が企業の成長性などに関連する何らかの要因の代理変数として機能している可能性が示唆されよう。また、女性管理職と財務的パフォーマンスの分析で示したように、女性の積極的な登用が企業のROAやROEを高め、これが株式リターンにも影響している可能性もある。

3. 管理職女性比率の変化と株式リターン

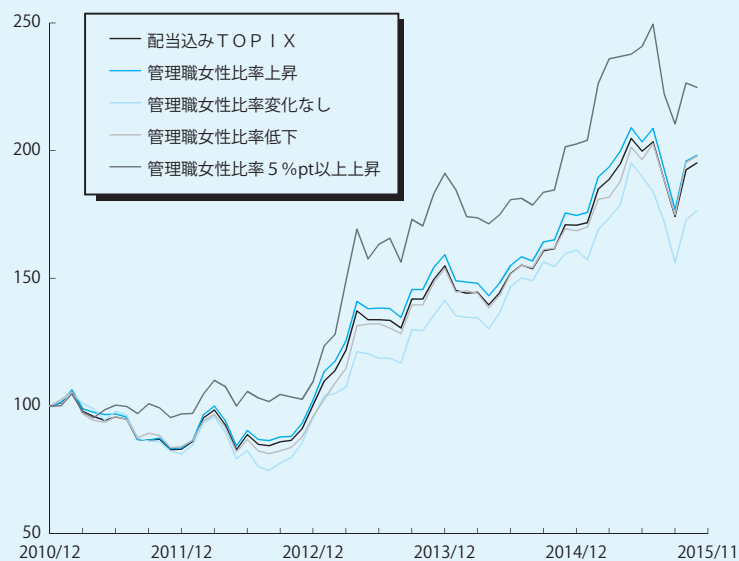
2013年度と2011年度の管理職女性比率の差を用いてポートフォリオを作成し、その株式リターンを観察したところ、管理職女性比率が上昇した企業で構成したポートフォリオと比率が低下した企業で構成したポートフォリオのリターン指数はいずれも配当込みTOPIXとほぼ同様の推移を示している(図表4-3)。そして、管理職女性比率に変化がない企業で構成したポートフォリ

オは、配当込みTOPIXを下回って推移している。管理職女性比率の変化については、比率に変化がないという情報がリターンに関係している可能性がうかがえる結果となった。

さらに、管理職女性比率が5%pt以上上昇した企業でポートフォリオを構成すると、そのリターン指数は配当込みTOPIXを上回る水準を推移し、通期の年率リターンは、配当込みTOPIXが14.6%であったのに対し、17.9%となった。管理職女性比率を大幅に高めたことが、良好なリターンに関係している可能性がうかがえよう。

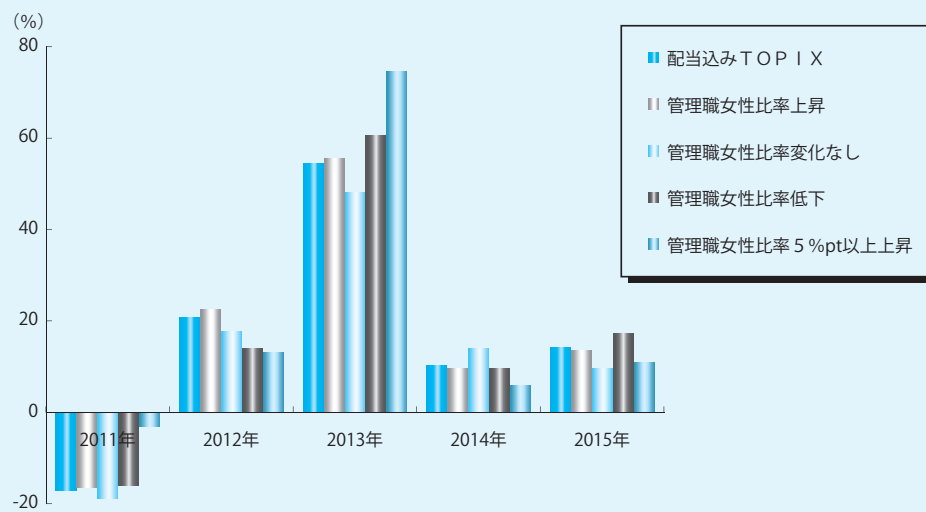
次に、リターンの動向をより詳しく見るために、各年の年間リターン(2015年は11月まで)を算出すると、管理職女性比率が5%pt以上上昇した企業で構成したポートフォリオのリターンは、市場全体が大幅に下落した2011年での下落が小さかったことや、2013年に非常に高いリターンを示したことなどで、通期でのリターンが市場全体よりも高かったようである(図表4-4)。また、

図表4-3 各ポートフォリオのリターン指数の推移（2010年12月末=100）



（出所）東洋経済新報社「CSRデータベース」、東京証券取引所等から大和総研作成

図表4-4 各ポートフォリオの年間リターンの動向



（注）2015年は1月から11月まで

（出所）東洋経済新報社「CSRデータベース」、東京証券取引所等から大和総研作成

他のポートフォリオについては年によって違いはあるものの、総じて市場全体のリターンと大きな差はないようである。

このように、管理職女性比率の変化で企業をグループ分けし、ポートフォリオを構成すると、ポ

ートフォリオによって業種構成が異なるなどの影響もあろうが、女性の登用を積極的に進めることとリターンとの間に何らかの関係があることを示唆する結果が得られた。また、企業の財務的パフォーマンスの分析も合わせて考えると、女性の積極的

な登用や、積極的に登用するための方策などがR O A やR O E の向上につながり、これが株式リターンにも関係している可能性もある。

4. 女性役員数と株式リターン

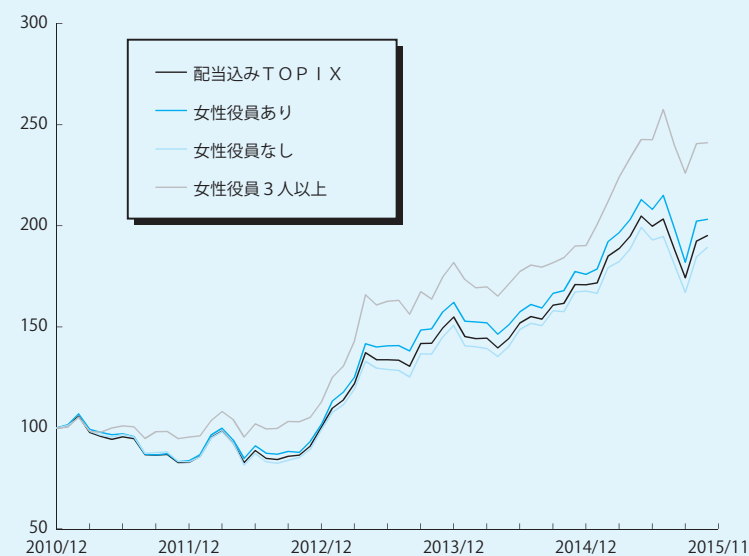
2013年度の女性役員の状況で企業のグループを作成し、そのポートフォリオの株式リターンを観察したところ、女性役員の有無で作成したポートフォリオでは、女性役員が存在する企業で構成したポートフォリオのリターン指数がわずかながらあるが、配当込みT O P I Xを上回る水準で推移している（図表4-5）。一方、女性役員が存在しない企業で構成したポートフォリオのリターン指数は、配当込みT O P I Xを下回る水準で推移している。通期の年率リターンは、配当込みT O P I Xが14.6%であったのに対し、女性役員が存在する企業が15.5%、存在しない企業が13.9%であった。さらに、女性役員が3人以上存在している企業で構成したポートフォリオのリターン指

数は、他のリターン指数を上回る水準で推移し、通期のリターンは19.6%となった。

次に、リターンの動向をより詳しく見るために、各年の年間リターン（2015年は11月まで）を見ると、2014年以外は女性役員が存在する企業のリターンは配当込みT O P I Xを上回っている（図表4-6）。リターンの差はわずかである年もあるが、女性役員が存在する企業で構成したポートフォリオのリターンはほぼ安定的に市場全体のリターンを上回っているといえよう。そして、女性役員が3人以上の企業で構成したポートフォリオのリターンは、2011年と2015年に配当込みT O P I Xを大きく上回っており、これが通期のリターンが高いことに寄与しているようである。

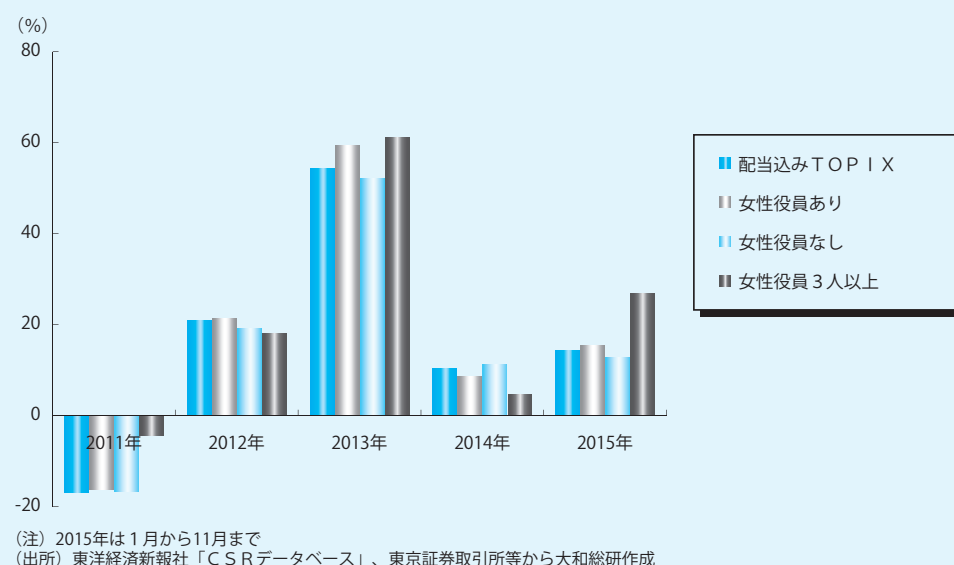
このように、女性役員という情報で企業をグループ分けし、ポートフォリオを構成すると、他の分析と同様にポートフォリオによって業種構成が異なるなどの影響もあろうが、女性役員の有無がリターンに影響している可能性を示唆する結果

図表4-5 各ポートフォリオのリターン指数の推移（2010年12月末=100）



（出所）東洋経済新報社「CSRデータベース」、東京証券取引所等から大和総研作成

図表4-6 各ポートフォリオの年間リターンの変動



が得られた。また、ここでの分析結果は単に女性役員が存在しているというだけでなく、その人数がリターンと関係していることを示唆する可能性もある。

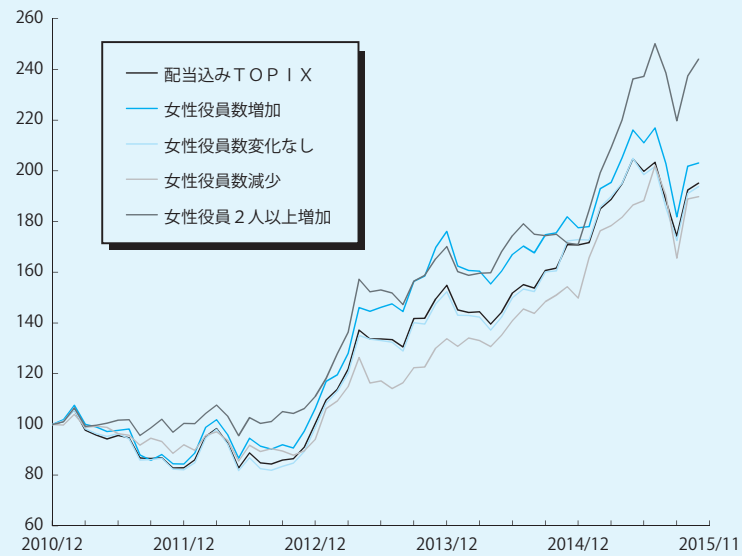
5. 女性役員数の変化と株式リターン

2013年度と2011年度の女性役員数の増減で企業をグループ分けし、そのポートフォリオの株式リターンを観察した。まず、女性役員数が増加した企業で構成したポートフォリオのリターン指数は、2013年から2014年頃の間は配当込みTOPIXを大きく上回る水準で推移しているが、その後は配当込みTOPIXを若干上回る水準を推移している（図表4-7）。そして、女性役員数が減少したポートフォリオのリターン指数は、2013年から2015年前半にかけて配当込みTOPIXを下回る水準を推移したが、その後はほぼ配当込みTOPIXと同じ水準を推移している。通期の年率リターンは、配当込みTOPIXが14.6%であるのに対し、女性役員数が増加した

企業は15.5%、減少した企業は13.9%となっている。そして、女性役員数が2人以上増加した企業で構成したポートフォリオのリターン指数は、配当込みTOPIXを上回る水準で推移した後、2014年終わり頃に一時的に配当込みTOPIXと同程度の水準となったが、その後も再び配当込みTOPIXを上回る水準を推移している。また、年率のリターンは19.9%であった。

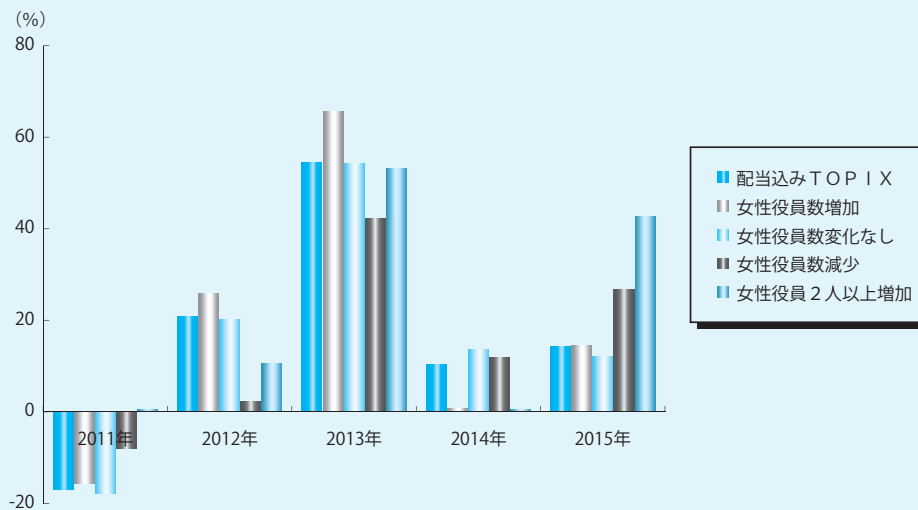
次に、リターンの動向をより詳しく見るために、各年の年間リターン（2015年は11月まで）を見ると、女性役員数が増加した企業は2012年と2013年に配当込みTOPIXを大きく上回るリターンを示したが、2014年のリターンが非常に低いことなどで、通期では市場全体と大きく変わらないリターンとなったようである（図表4-8）。女性役員数が減少した企業は、配当込みTOPIXと比較して2012年と2013年のリターンが低く、2015年のリターンが高いことで、通期では市場全体と大きく変わらないリターンとなったようである。女性役員が2人以上増加の企業は、

図表4-7 各ポートフォリオのリターン指数の推移（2010年12月末=100）



(出所) 東洋経済新報社「CSRデータベース」、東京証券取引所等から大和総研作成

図表4-8 各ポートフォリオの年間リターンの動向



(注) 2015年は1月から11月まで

(出所) 東洋経済新報社「CSRデータベース」、東京証券取引所等から大和総研作成

2011年のリターンが配当込みT O P I Xを大きく上回ったことがリターン指数の水準が高いことに寄与していたが、2014年には逆にリターンが大きく下回ったことでリターン指数が配当込みT O P I Xと同程度の水準となったようである。そして、2015年には再び配当込みT O P I Xを大きく上回るリターンを示したことで通期のリターンが高いという結果になっている。

このように、女性役員数の変化という情報で企業をグループ分けし、ポートフォリオを構成すると、2012年までは女性役員数が2人以上増加した企業のリターン指数が他のリターン指数より高い水準を推移していた。そして、2013年に入ると、女性役員数が増加した企業と2人以上増加した企業の2つのポートフォリオのリターン指数が配当込みT O P I Xを上回り、かつ同程度の水準を推移している。一方、女性役員数が減少した企業は配当込みT O P I Xを下回る水準を推移している。2013年度と2011年度の女性役員数の差を用いていることがリターン指数のこのような動向に影響している可能性がうかがえよう。ただし、他の分析でも同様であるが、ポートフォリオによって業種構成が異なっている。また、女性役員数が減少した企業は13社、2人以上増加した企業は14社であり、企業数が少ないことなどの影響も考えられるが、女性役員数の変化とリターンとの間に何らかの関係がある可能性を示唆する結果が得られたのではない。

6. ポートフォリオの特性分析

女性の登用と株式リターンの分析では、①管理職女性比率が20%以上という企業で構成したポートフォリオ（以下、女性管理職ポートフォリ

オ）、②女性役員が3人以上の企業で構成したポートフォリオ（以下、女性役員ポートフォリオ）、③女性役員が2人以上増加した企業で構成したポートフォリオ（以下、女性役員増加ポートフォリオ）のリターンがそれぞれ22.2%、19.6%、19.9%と高かった。これらのポートフォリオは構成する企業数がそれぞれ36社、29社、14社と少ないこともあって、構成する企業が共通していることでいずれも高いリターンを示した可能性がある。そこで、これら3つのポートフォリオの特性について分析した。

まず、それぞれのポートフォリオの業種構成比を見ると、女性管理職ポートフォリオでは小売業が59.8%、化学が21.2%、サービス業が12.5%と高い。女性役員ポートフォリオでは、小売業が21.0%、情報・通信業が17.8%、証券・商品先物取引業が13.9%、女性役員増加ポートフォリオでは情報・通信業が39.0%、小売業が18.5%、食料品が12.7%となっている。いずれのポートフォリオも女性の登用が比較的進んでいる業種の構成比が高いが、各業種の構成比の水準は異なっている。

次に、女性管理職ポートフォリオと女性役員ポートフォリオについて構成企業を調べたところ、2つのポートフォリオに共通する企業は8社であった。また、ポートフォリオは時価総額加重で作成していることから、それぞれのポートフォリオでこれら8社が占める時価総額構成比を算出すると、女性管理職ポートフォリオは69.7%、女性役員ポートフォリオは17.6%であった。女性管理職ポートフォリオではこれら8社のリターンによる影響が大きいと考えられよう。一方、女性役員ポートフォリオでは、これら8社のリターンの影響は小さく、8社以外の構成企業のリター

ンの影響が大きいと考えられる。

以上のように、業種構成比の違いや共通する企業の影響などから、女性管理職ポートフォリオと女性役員ポートフォリオの2つのポートフォリオは構成内容が異なっていると考えてよいのではないだろうか。また、3つのポートフォリオに共通する企業は2社しかなかった。したがって、これら3つのポートフォリオについても、構成する企業が異なっていると考えられよう。

次に、これら3つのポートフォリオの α について分析を行った。一般に、リスクがリターンの源泉であり、リスクを負担するほど高いリターンが期待できると考えられる。したがって、これらのポートフォリオは何らかのリスクを負担することで市場全体よりも高いリターンを獲得した可能性がある。そこで、株式のアクティブ運用におけるリスク調整後の超過リターン（ α ）を測定する際の標準的なモデルの1つであるFama-Frenchの3ファクターモデル³⁾を使って、これらポートフォリオの超過リターンを検討する。Fama-Frenchの3ファクターモデルは、次の式で表される。

$$R^i - R_f^i = \alpha + \beta_M (R_M^i - R_f^i) + \beta_{SMB} SMB^i + \beta_{HML} HML^i + \varepsilon^i$$

$$\begin{cases} R^i & : t \text{ 期の分析対象ポートフォリオのリターン} \\ R_f^i & : t \text{ 期の短期金利} \\ R_M^i & : t \text{ 期の市場ポートフォリオのリターン} \\ SMB^i & : t \text{ 期の小型株と大型株のリターン・スプレッド} \\ HML^i & : t \text{ 期のバリュー株とグロース株のリターン・スプレッド} \end{cases}$$

この式から分かるように、このモデルは株式のリターンを市場ポートフォリオの変動によるリスク・プレミアム、サイズ効果によるリスク・プレミアム、バリュー・グロースによるリスク・プレミアムの3つの部分から説明し、残りの部分（式中の α ）をリスク調整後の超過リターンとするものである。本稿の分析では、短期金利に日本円TIBOR1カ月、 R_M 、 SMB 、 HML には大和日株インデックスを構成するDSI-1のそれぞれの指数を用い、2011年1月から2015年11月の月次データでモデルの推計を行った。

まず、女性管理職ポートフォリオについてであるが、モデルの説明力を表す修正 R^2 は0.603、 α は0.547であった(図表4-9)。この α は月次データで推計しているため、年間では6%程度の超過リターンが獲得できる可能性を示しているのであるが、 t 値が1.207で統計的に有意な α は得られ

図表 4-9 女性管理職ポートフォリオの推計結果

修正 $R^2=0.603$

係数	推計値	標準誤差	t 値
α	0.547	0.453	1.207
β_M	0.881 *	0.096	9.218
β_{SMB}	0.500 *	0.225	2.224
β_{HML}	-0.141	0.271	-0.520

(注)「*」は95%水準で有意を示す

(出所) 東洋経済新報社「CSRデータベース」、東京証券取引所等から大和総研作成

3) Fama, E. F. and K. R. French (1993), "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", Journal of Financial Economics 33, pp.3-56

図表 4-10 女性役員ポートフォリオの推計結果

修正 $R^2=0.834$

係数	推計値	標準誤差	t 値
α	0.471 *	0.265	1.779
β_M	0.868 *	0.056	15.525
β_{SMB}	0.127	0.131	0.967
β_{HML}	-0.115	0.158	-0.728

(注)「*」は 95%水準で有意を示す

(出所) 東洋経済新報社「CSR データベース」、東京証券取引所等から大和総研作成

図表 4-11 女性役員増加ポートフォリオの推計結果

修正 $R^2=0.699$

係数	推計値	標準誤差	t 値
α	0.698 *	0.350	1.997
β_M	0.747 *	0.074	10.117
β_{SMB}	-0.067	0.174	-0.387
β_{HML}	-0.087	0.209	-0.419

(注)「*」は 95%水準で有意を示す

(出所) 東洋経済新報社「CSR データベース」、東京証券取引所等から大和総研作成

なかった。また、モデルの各係数の推計値を見ると、このポートフォリオのリターンには小型株効果が表れているようである。

次に、女性役員ポートフォリオは修正 R^2 が 0.834、 α は 0.471 であった（図表 4-10）。 α の t 値は 1.779 で、統計的に有意となった。また、このポートフォリオには小型株効果が見られるが、統計的に有意とはならなかった。

最後に、女性役員増加ポートフォリオは修正 R^2 が 0.699、 α は 0.698 であった（図表 4-11）。 α の t 値は 1.997 で、統計的に有意な α が得られている。また、他の 2 つのポートフォリオと異なっており、このポートフォリオのリターンには大型株効果が表れている可能性があるが、t 値が非常に低いため統計的に有意ではない。

このように、モデルによる推計では女性役員ポートフォリオと女性役員増加ポートフォリオで統計的に有意な α が得られたが、各ポートフォリ

オの係数の推計値を見ると、ポートフォリオの特性が異なっている可能性が示唆されよう。

5章 おわりに

冒頭に述べたように、「2020 年までに、指導的地位に女性が占める割合を少なくとも 30%程度」という目標が掲げられ、その達成に向けて政府は 2013 年 4 月、「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」こと、このため「まずは役員に一人は女性を登用する」ことを経済界に要請した。

この目標や政府の要請に対して、上場企業における女性登用の現状はどうなっているのだろうか。また、上場企業において女性登用を進めることは、実際に企業パフォーマンスの改善につながっているのだろうか。本稿はこのような問題意識に基づき、個別企業のデータを用いて分析を

行った。

2章では、2008年度、2011年度、2013年度のデータを用いて、上場企業における女性登用の状況を調査した。その結果、女性登用のユニバーサルとなる従業員女性比率は2013年度で平均22.0%、女性登用の指標となる管理職女性比率は同5.2%、役員女性比率は同2.0%であることが確認できた。

管理職女性比率に関しては、「2020年30%」目標に対して、2015年の男女共同参画白書で企業や公的機関など幅広い組織を対象とした管理的職業従事者に占める女性比率は「2014年に11.3%」という数値が示された。本稿の調査はデータが入手できた上場企業を対象としていることや調査時点が異なることなどに注意を要するが、上場企業だけで見ると管理職女性比率はさらに低い水準にとどまっている可能性を示唆しよう。

次に、女性役員の状況に関しては、「まずは役員に一人は女性を登用」という政府の要請に対して、2013年度に女性役員が存在しない企業の比率が75%と、やはり現実と目標には大きなギャップがある状況が明らかになった。

ただし、従業員／管理職／役員の全ての階層において、女性比率は年度ごとに上昇している。上場企業における女性の登用は、低水準ながら、年を追って進んでいることがうかがえよう。

さらに詳細に見ると、従業員／管理職／役員の各階層における女性比率の水準は、業種によって大きく異なっている。女性比率が高い業種には、サービスに関連する業種が多く、女性比率が低い業種には、ものづくりに関連する業種が多い傾向が見られた。産業の特性によって、女性の登用が進みやすい業種と、そうでない業種があることを示唆しよう。

また、従業員女性比率、管理職女性比率、役員女性比率の関係を調べると、それぞれの間には正の相関がみられ、その度合いは年々高まっているようである。女性においても、水準は低いとはいえ、従業員から管理職へ、管理職から役員へと、登用されるケースが増えている可能性があるのではないか。従業員女性比率を高めていく努力、就職後の離職を防ぐための社内環境の整備が重要であろう。

3章では、上場企業における女性登用と財務的パフォーマンス（ROAおよびROE）の関係について検証した。女性の登用に関しては2013年度のデータを用い、ROAおよびROEについて2012年度、2013年度、2014年度のデータを算出し、検討している。

まず、女性管理職が存在する企業と存在しない企業のROAおよびROEの平均値を求めたところ、女性管理職が存在する企業は対象年度の全てでROAおよびROEの水準が上場企業全体よりも高く、女性管理職が存在しない企業は対象年度の全てでROAおよびROEの水準が上場企業全体よりも低かった。また、管理職女性比率が高い企業ほどROEが高い傾向が見られた。

さらに、管理職女性比率の2011年度から2013年度への変化をもとに企業をグループ分けし、ROAとROEの平均値を算出したところ、管理職女性比率が上昇した企業のROAおよびROEは、対象年度の全てで上場企業全体の水準を上回っていた。一方、管理職女性比率が低下した企業のROAおよびROEは、全ての年度において管理職女性比率が上昇した企業に比べて低く、上場企業全体に比べても低いという傾向が見られた。

次に、女性役員数により企業をグループ分け

し、各グループのROAとROEの平均値を算出したところ、女性役員が存在する企業のROAおよびROEは、上場企業全体よりも高いという傾向は見られた。しかし、必ずしも女性役員が存在しない企業よりも高いわけではなかった。

また、女性役員数の2011年度から13年度にかけての増減により企業をグループ分けし、各グループのROAおよびROEの平均値を算出したところ、女性役員数が増加した企業のROAおよびROEは、いずれの年度においても上場企業全体および女性役員数が減少した企業よりも高かった。ただし、女性役員数が減少した企業のROAおよびROEは、女性役員数が増加した企業より低いものの、必ずしも上場企業全体よりも低いわけではなかった。

このように、女性の登用とROA、ROEの分析では、管理職と役員で少し異なった結果が得られた。女性を登用することに対し、管理職よりも役員の方が難易度が増すのではないかと考えられる。したがって、女性管理職が存在しないことと女性役員が存在しないことでは、その意味合いが異なっている可能性があり、これが女性の登用とROAやROEの水準との関係に影響している可能性が考えられよう。

4章では、上場企業における女性登用と2011年初から2015年11月までの約5年間の株式リターンとの関係について検証した。分析期間中の配当込みTOPIXの年率リターンは14.6%であったのに対し、①管理職女性比率が20%以上の企業で構成したポートフォリオのリターンは22.2%、②女性役員数が3人以上の企業は19.6%、③女性役員を2人以上増やした企業は19.9%と高い。一方、女性管理職が存在しない企業のリターンは12.8%、女性役員が存在しな

い企業は13.9%で市場全体のリターンを下回るなど、女性を積極的に登用している企業との間でリターンに差が見られた。また、リターンの高い3つのポートフォリオは業種構成に違いがあること、モデルによる推計で異なる特徴があることなどから、各ポートフォリオの特性は異なっていることが推測される。したがって、本稿の分析では女性登用に関するそれぞれの情報を単独で用いて、リターンの分析を行ったが、ポートフォリオの構成に女性の登用に関する情報を複数用いることで、良好なリターンが期待できる可能性があるのではないかと。

女性の登用と企業パフォーマンスの関係の分析は、女性の登用とROAやROE、そしてリターンとの因果関係を示すものではないが、積極的に女性を登用することとROAやROEが高いこと、リターンが高いことには何らかの関係が存在していることを示唆する結果といえよう。また、女性の登用を進めることが企業価値の向上に資する要因の代理変数として機能している可能性を示唆していることも考えられる。

ただし、従業員／管理職／役員の各階層における女性比率の水準は、業種によって大きく異なっている。また、ROAやROEの水準も業種によって異なっていよう。したがって、本稿で示した女性の登用と企業パフォーマンスの関係には業種による違いが影響している可能性があろう。今後、業種ごとに分析するなど、分析を積み重ねていくことが課題である。

女性の登用を進めることは、労働力の確保だけでなく、優秀な人材の確保や人材の多様化などが組織の活性化やイノベーションの促進など、様々な面で企業価値の向上や経済成長に資することが期待され、官民を挙げて女性の登用が進められて

いる。本稿の分析はデータが利用可能な企業を対象としたものであるが、管理職女性比率や役員女性比率の水準は政府の目標には遠い状況にあり、管理職や役員における女性の比率を高めていくことが急務であろう。企業においては、事業内容や職種の違いなどにより女性の登用を一律に進めることは困難と思えるが、採用や登用、教育、福利厚生など、幅広い観点で対応をさらに進めていくことを要しよう。また、女性が就業を続ける際に大きな課題となる出産・育児については、保育所の整備を進めるなど、女性の活躍を推進するには企業における対応だけでなく、社会全体で取り組みをさらに進めることが必要となる。女性の登用を進めていくことは、時間がかかる課題である。これまでも、様々な方策や取り組みが実施されているが、できるだけ早く、より一層進めていくことを要しよう。

そして、企業においては、さらに女性登用を進めていくことはもちろんであるが、女性の登用を企業価値の向上や企業の成長に結びつけていくことこそが求められるのではないか。

[著者] _____

伊藤 正晴（いとう まさはる）



経済環境調査部
主任研究員
担当は、社会的責任投資

物江 陽子（ものえ ようこ）



経済環境調査部
研究員
担当は、環境・エネルギー政策、
ESG 投資等