

2016年5月23日 全12頁

日本企業の女性登用の状況と 企業パフォーマンスとの関係（前編）

～女性を積極的に登用している企業の収益性やリターンが高い～

経済環境調査部 主任研究員 伊藤 正晴

[要約]

- ESG 要因として女性管理職と女性役員の登用を取り上げ、企業の収益性の代表的な指標である ROA と ROE、そして株式リターンとの関係を分析したところ、次の結果を得た。
- ROA と ROE の平均的な水準は、女性管理職を登用していない企業よりも登用している企業の方が高い。また、女性役員については、ROA よりも ROE の方に、積極的に女性役員を登用している企業の平均的な水準が高いという傾向が見られる。
- リターンについては、管理職や役員に女性を積極的に登用している企業で構成したポートフォリオのリターンが高い傾向がうかがえる。女性を積極的に活用することが企業価値の向上に寄与し、リターンの違いにつながった可能性がある。
- ESG 情報の入手後のリターン（事後リターン）については、女性管理職を登用している企業よりも登用していない企業の方が通期のリターンが高いという結果になった。しかし、管理職女性比率の高い企業は女性管理職を登用していない企業よりもリターンが高く、管理職に女性を積極的に登用することが市場から評価されることがうかがえる。また、女性役員については、登用していない企業よりも登用している企業のリターンが高いが、女性役員数との間には明確な関係は見られなかった。
- 以上の結果は、女性の登用と企業パフォーマンスの因果関係を示すものではないが、女性を登用するという企業の経営判断や行動が企業価値の向上につながることを示唆する可能性があるのではないだろうか。また、事後リターンの分析は、投資判断を行う際に管理職や役員における女性の登用という ESG 要因を考慮することが運用パフォーマンスの向上に寄与する可能性を示唆していよう。

1. はじめに

ESG 投資は、企業の ESG 課題への取り組みについての情報を収集し、企業を評価する際に財務情報だけでなく、ESG 情報も考慮することで投資パフォーマンスを向上させようとする投資で

あるとされている。2015年9月に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が国連の責任投資原則（PRI）に署名したことなどで、国内の機関投資家の間でもESG投資が注目されてきている。しかし、投資プロセスにESG情報も考慮するためには、ESG情報と企業価値や投資パフォーマンスとの関係を検討する必要がある。

産官学のさまざまな分野で女性の活躍推進が課題となっている。また、特に指導的地位に占める女性の登用については、2003年に男女共同参画推進本部が「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を定めており、成長戦略の重要課題として位置付けられている。女性の活躍を推進することは、少子高齢化などで労働力が減少する懸念への対応という面でも期待されているが、多様な人材を登用することが組織の活性化に寄与し、イノベーションを促進することなどで企業の成長に寄与し、これが経済成長にもつながることが期待されている。

そこで、本稿では女性登用の指標として管理職女性比率や女性役員数を取り上げ、これら指標と企業パフォーマンスとの関係を分析した¹。具体的には、女性管理職や女性役員の登用の状況で企業をグループ分けし、各グループのROA（総資産利益率）、ROE（自己資本利益率）、株式リターンを算出することで、女性の登用と企業パフォーマンスの関係を検討した。

2. 女性登用の状況とROA、ROE

分析に必要なデータが取得できた企業を対象に、女性管理職や女性役員の登用を指標としてグループを作成し、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とROEを算出した。2013年度の女性登用のデータを用いていることから、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すべてそろった企業を対象に単純平均値を算出している。

（1）女性管理職の登用状況とROA、ROE

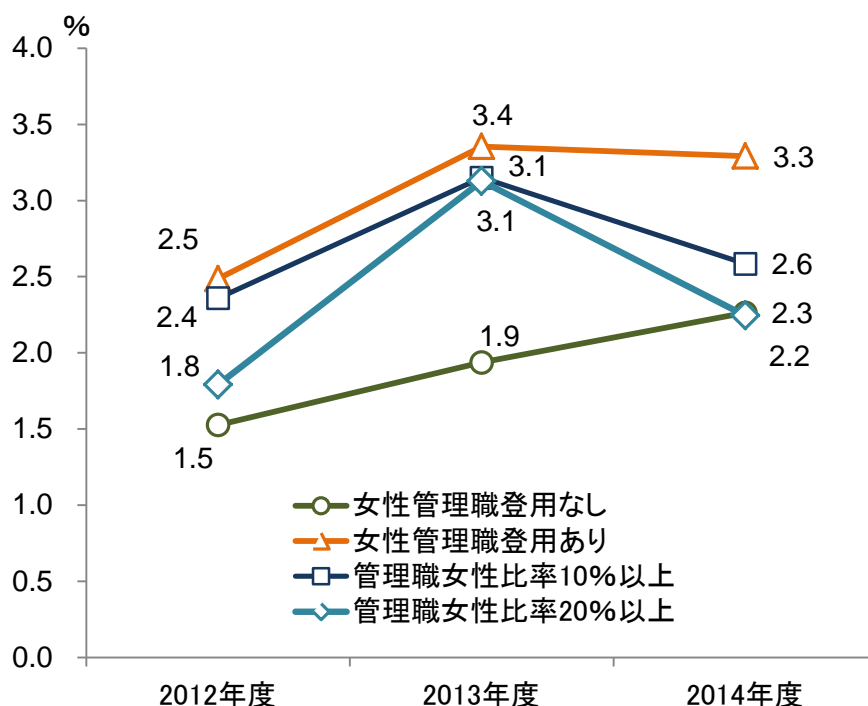
女性管理職の登用状況については、分析に必要なデータが取得できた企業903社のうち、女性管理職を登用している企業は全体の83.9%に相当する758社、登用していない企業が16.1%の145社となっている。ほとんどの企業が女性管理職を登用しているようである。さらに、女性管理職を登用している企業のうち、管理職女性比率が10%以上の企業は16.8%の127社、管理職女性比率が20%以上の企業は4.6%の35社にとどまっている。そして、女性管理職を登用しているが、管理職女性比率が5%に満たない企業は65.6%に相当する497社であり、多くの企業が女性管理職を登用しているが、そのうちの約2/3の企業は管理職に占める女性の比率が5%にも達していない状況となっている。

¹東洋経済新報社「CSRデータベース」

女性管理職の登用で企業をグループ分けすると、女性管理職を登用している企業のROAは2012年度が2.5%、2013年度が3.4%、2014年度が3.3%となった(図表1)。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女性管理職を登用している企業の平均的なROAの水準は上場企業全体の水準を上回っている。逆に、女性管理職を登用していない企業のROAは、2012年度が1.5%、2013年度が1.9%、2014年度が2.3%となっており、すべての年度で女性管理職を登用している企業よりもROAの平均的な水準が低く、市場全体と比べても低い水準となっている。女性管理職の登用の有無で対照的な結果であった。

管理職女性比率が10%以上の企業と20%以上の企業のROAの水準は、女性管理職を登用していない企業よりも高い傾向が見受けられるが、女性比率が高いほどROAが高いなどの関係は見られなかった。また、2014年度の管理職女性比率が20%以上の企業のROAは、女性管理職を登用していない企業よりもわずかであるが低いという結果になったが、管理職女性比率が20%以上の社数が少なく、個別企業の影響が強く出た可能性があるだろう。

図表1. 女性管理職の登用とROA



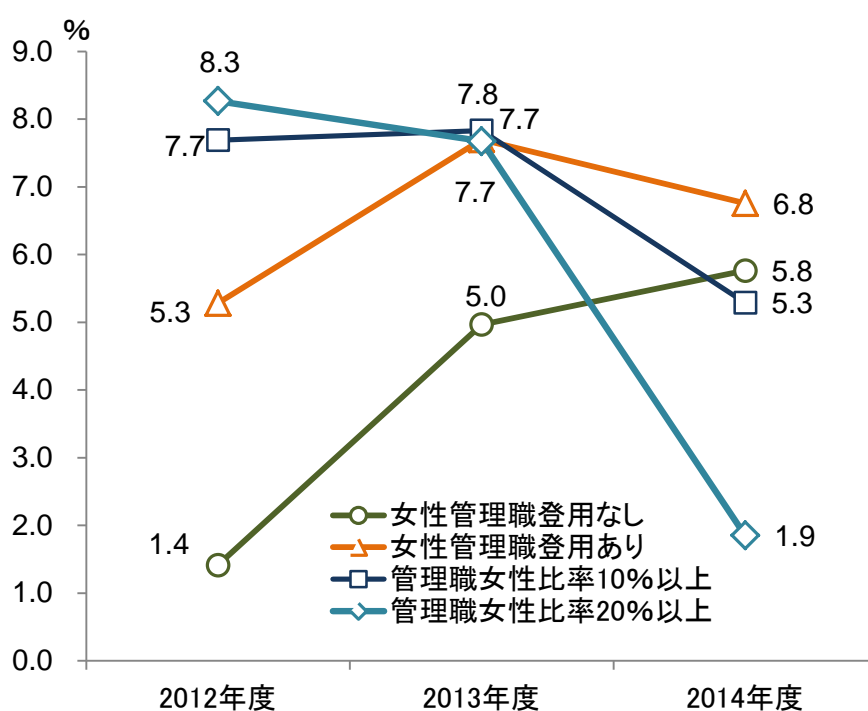
(出所) 東洋経済新報社「CSR データベース」等より大和総研作成

次に、ROEについてであるが、女性管理職を登用している企業のROEは2012年度が5.3%、2013年度が7.7%、2014年度が6.8%となった(図表2)。上場企業全体のROEはそれぞれ4.3%、6.1%、5.6%であり、ROAと同様にいずれの年度においても女性管理職を登用している企業の平均的なROEの水準は上場企業全体の水準を上回っている。そして、女性管理職を登用していない企業の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、すべての年度で女性管理職を登用している企業よりもROEの平均的な水準が低い。また、2012年

度と 2013 年度は市場全体と比べても低い水準となっている。やはり、ROA と同様に女性管理職の登用の有無でほぼ対照的な結果が見受けられた。

管理職女性比率が 10%以上の企業と 20%以上の企業の ROE の水準については、2012 年度と 2013 年度は女性管理職を登用していない企業よりも高いが、2014 年度の ROE は他のグループよりも低いという結果になった。2012 年度は、管理職女性比率が 20%以上の企業の ROE が最も高いなど、積極的に女性管理職を登用している企業の ROE の平均的な水準が高いという傾向が見られるが、他の年度では特定の傾向は見られないようである。

図表 2. 女性管理職の登用と ROE



(出所) 東洋経済新報社「CSR データベース」等より大和総研作成

(2) 女性役員の登用状況と ROA、ROE

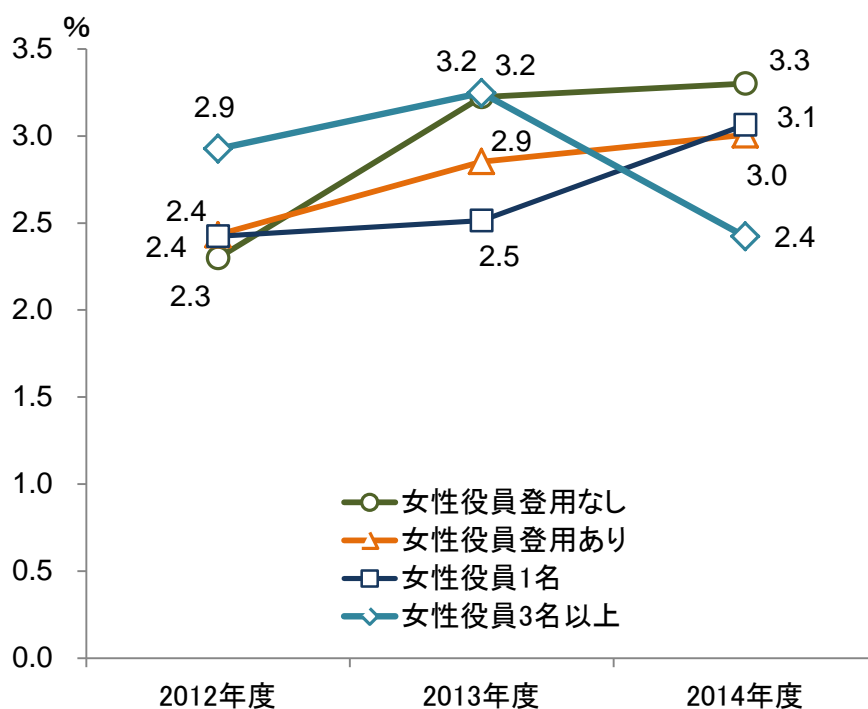
女性役員の登用状況については、分析に必要なデータが取得できた企業 900 社のうち、女性役員を登用している企業は全体の 24.8%に相当する 223 社、登用していない企業が 75.2%の 677 社となっている。対象はデータが取得できた企業のみではあるが、約 1/4 の企業しか女性役員を登用していないようである。さらに、女性役員を登用している企業のうち、女性役員数が 1 名の企業が 70.9%に相当する 158 社であり、積極的に女性役員の登用を進めている企業は限定的であることが推察される。また、女性役員数が 2 名の企業は 16.1%の 36 社、女性役員数が 3 名以上の企業は 13.0%の 29 社しかないという状況になっている。

女性役員の登用で企業をグループ分けすると、女性役員を登用している企業の ROA は 2012 年度が 2.4%、2013 年度が 2.9%、2014 年度が 3.0%となった (図表 3)。上場企業全体の ROA は

それぞれ 2.1%、2.9%、2.9%であり、2012 年度は女性役員を登用している企業の ROE は上場企業全体を上回るが、2013 年度は同程度、2014 年度はわずかに上回るという結果になった。女性役員を登用している企業の ROA は上場企業全体よりも少し高い傾向は見受けられるが、女性管理職による結果に比べると、差が大きくなるようである。女性役員を登用していない企業の ROA は、2012 年度が 2.3%、2013 年度が 3.2%、2014 年度が 3.3%となっており、女性管理職の登用で見た結果とは異なり、女性役員を登用していない企業の方が ROA の平均的な水準が高いようである。

女性役員数が 1 名の企業と 3 名以上の企業の ROA の水準は、2012 年度と 2013 年度は女性役員を 3 名以上登用している企業の ROA の平均的な水準が高いが、2014 年度は女性役員数が 3 名以上の企業の ROA が最も低いという結果になった。どの時点の ROA を見るかで解釈が異なるだろうが、女性役員を積極的に登用している企業の ROA が高いという傾向が見受けられると考えることができるのではないだろうか。また、女性役員を登用している企業では、女性役員数が 1 名の企業が約 7 割を占めることや、3 名以上登用している企業は数が少ないことから個別企業の影響が出やすいことなどが、この結果に影響している可能性があるだろう。

図表 3. 女性役員の登用と ROA



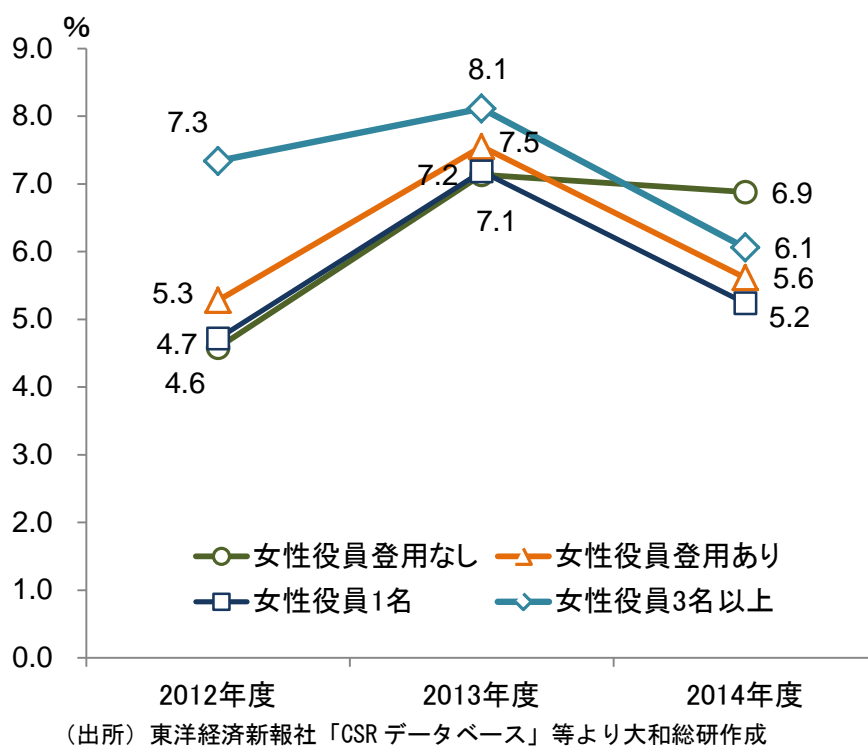
(出所) 東洋経済新報社「CSR データベース」等より大和総研作成

次に、ROE についてであるが、女性役員を登用している企業の ROE は 2012 年度が 5.3%、2013 年度が 7.5%、2014 年度が 5.6%となった (図表 4)。上場企業全体の ROE はそれぞれ 4.3%、6.1%、5.6%であり、2012 年度と 2013 年度は女性役員を登用している企業の平均的な ROE の水準は上場企業全体の水準を上回り、2014 年度は同水準となった。そして、女性役員を登用し

ていない企業の ROE は、2012 年度が 4.6%、2013 年度が 7.1%、2014 年度が 6.9%となっており、2012 年度と 2013 年度は女性役員を登用している企業の ROE が高いが、2014 年度は登用していない企業の方が高い。

女性役員数が 1 名の企業と 3 名以上の企業の ROE の水準については、いずれの年度でも 3 名以上の企業の ROE の平均的な水準が高いという結果になった。また、女性役員を登用している企業の ROE の水準も考え合わせると、積極的に女性役員を登用している企業の方が ROE の平均的な水準が高い傾向が見られるといえよう。しかし、2014 年度は女性役員を登用していない企業の平均的な ROE の水準が最も高く、いつの登用状況で、いつの ROE を見るかで解釈が異なる可能性が指摘できよう。

図表 4. 女性役員の登用と ROE



3. 女性の登用と株式リターン

女性の登用と株式リターンとの関係を見るために、ROA や ROE の分析と同様に、女性管理職と女性役員の登用を指標とし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。ポートフォリオのリターンは、構成する企業の平均的なリターン水準を見るために、投資開始時点で対象企業に等金額投資を行い、そのまま 2015 年末まで保有した時の年率リターンを算出している。また、保有期間によるリターン動向の違いを見るために、2011 年初からの 5 年間、2012 年初からの 4 年間、2013 年初からの 3 年間、2014 年初からの 2 年間、2015 年初からの 1 年間

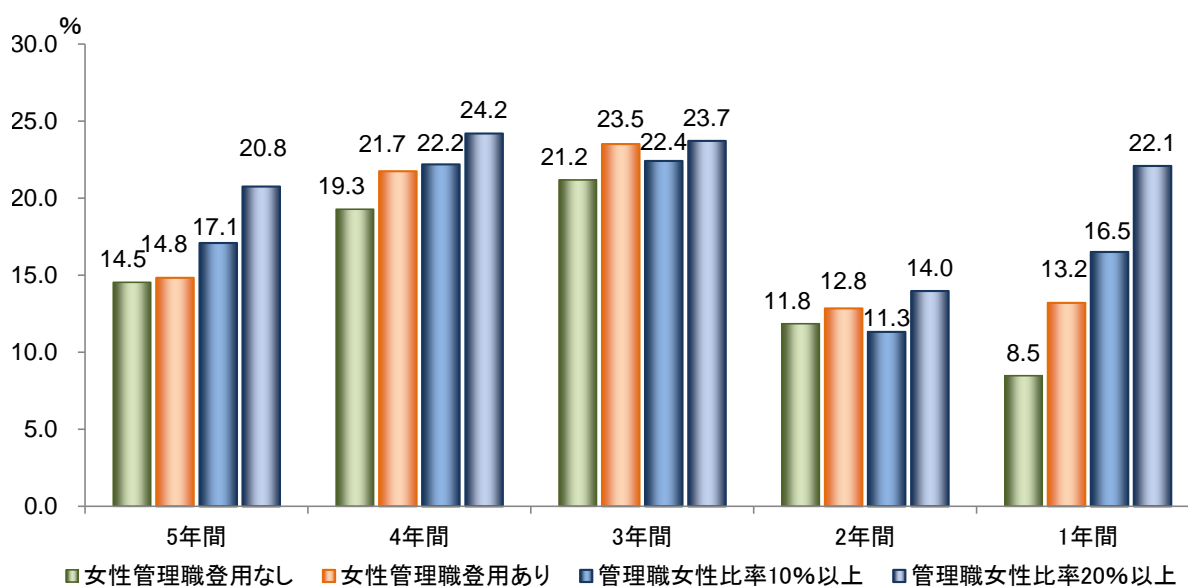
の5つの保有期間の年率リターンを算出した。

(1) 女性管理職の登用と株式リターン

女性管理職を登用していない企業と登用している企業で構成したポートフォリオのリターンを見ると、保有期間を5年間としたリターンはそれぞれ14.5%と14.8%であり、女性管理職を登用している企業のポートフォリオのリターンがわずかに高かった。(図表5)。また、女性管理職を登用していない企業と登用している企業のそれぞれのポートフォリオの4年間のリターンは19.3%と21.7%、3年間は21.2%と23.5%、2年間は11.8%と12.8%、1年間は8.5%と13.2%となり、すべての保有期間において女性管理職を登用している企業で構成したポートフォリオのリターンの方が高く、ポートフォリオ間のリターンの差は5年間のリターンよりも大きい。

管理職女性比率が10%以上の企業と20%以上の企業で構成したポートフォリオの比較では、5年間のリターンはそれぞれ17.1%と20.8%となった。また、4年間のそれぞれのリターンは22.2%と24.2%、3年間は22.4%と23.7%、2年間は11.3%と14.0%、1年間は16.5%と22.1%となっており、いずれの保有期間でも管理職女性比率が10%以上の企業よりも20%以上の企業のポートフォリオのリターンが高い。女性管理職を積極的に登用している企業の方が平均的なリターンの水準が高いようである。

図表5. 女性管理職を指標とした各ポートフォリオの保有期間別の年率リターン



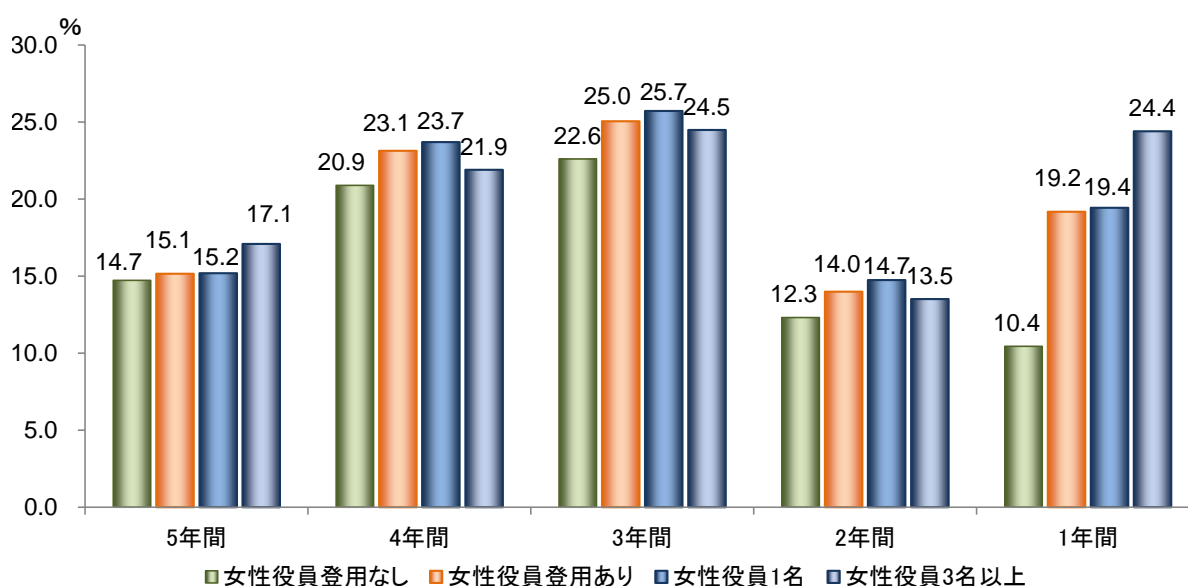
(出所) 東洋経済新報社「CSR データベース」等より大和総研作成

(2) 女性役員の登用と株式リターン

女性役員を登用していない企業と登用している企業で構成したポートフォリオのリターンを比較すると、保有期間を5年間としたリターンはそれぞれ14.1%と15.1%であり、女性役員を登用している企業のポートフォリオのリターンの方が高いが、その差は大きくはなかった(図表6)。また、女性役員を登用していない企業と登用している企業のそれぞれのポートフォリオの4年間のリターンは20.9%と23.1%、3年間は22.6%と25.0%、2年間は12.3%と14.0%、1年間は10.4%と19.2%となり、すべての保有期間において女性役員を登用している企業で構成したポートフォリオのリターンの方が高く、女性管理職を指標とした場合と同様に、ポートフォリオ間のリターンの差は5年間のリターンよりも大きい。

女性役員の登用が1名の企業と3名以上の企業で構成したポートフォリオの比較では、5年間のリターンはそれぞれ15.2%と17.1%となった。さらに、4年間のそれぞれのリターンは23.7%と21.9%、3年間は25.7%と24.5%、2年間は14.7%と13.5%、1年間は19.4%と24.4%となっており、保有期間によって両ポートフォリオのリターンの関係は異なっている。女性役員を積極的に登用しているほどリターンが高いという傾向は見られなかった。

図表6. 女性役員を指標とした各ポートフォリオの保有期間別の年率リターン



(出所) 東洋経済新報社「CSR データベース」等より大和総研作成

4. 女性の登用と事後リターン

実際の投資では、投資を行う時点で入手可能な情報のみしか投資判断に利用することはできない。そこで、女性の登用という情報が実際の投資においてどの程度有効であるかを検討するために、データの利用が可能であった2008年度、2011年度、2013年度の3つの時点での女性登用に関するデータを用い、各年度のデータが入手可能となつてからの期間を対象としてリタ

ーンを算出した。具体的には、2013年度の女性登用のデータは2014年12月に入手可能となっているため、この女性登用のデータで作成したポートフォリオは、2015年1月から12月までのリターンを算出した。同様に、2008年度の女性登用のデータで作成したポートフォリオは2010年1月から2012年12月までの年率リターンを、2011年度の女性登用のデータで作成したポートフォリオは2013年1月から2014年12月までの年率リターンを算出している。リターンは、投資開始時点で対象企業に等金額投資を行い、そのまま投資期間の終了まで保有したとして算出し、これを「事後リターン」としている。また、これら3つの投資期間を時系列に並べて「1期」、「2期」、「3期」とし、これら3つの期間のリターンを用いて連続した6年間の「通期」の年率リターンを算出している。

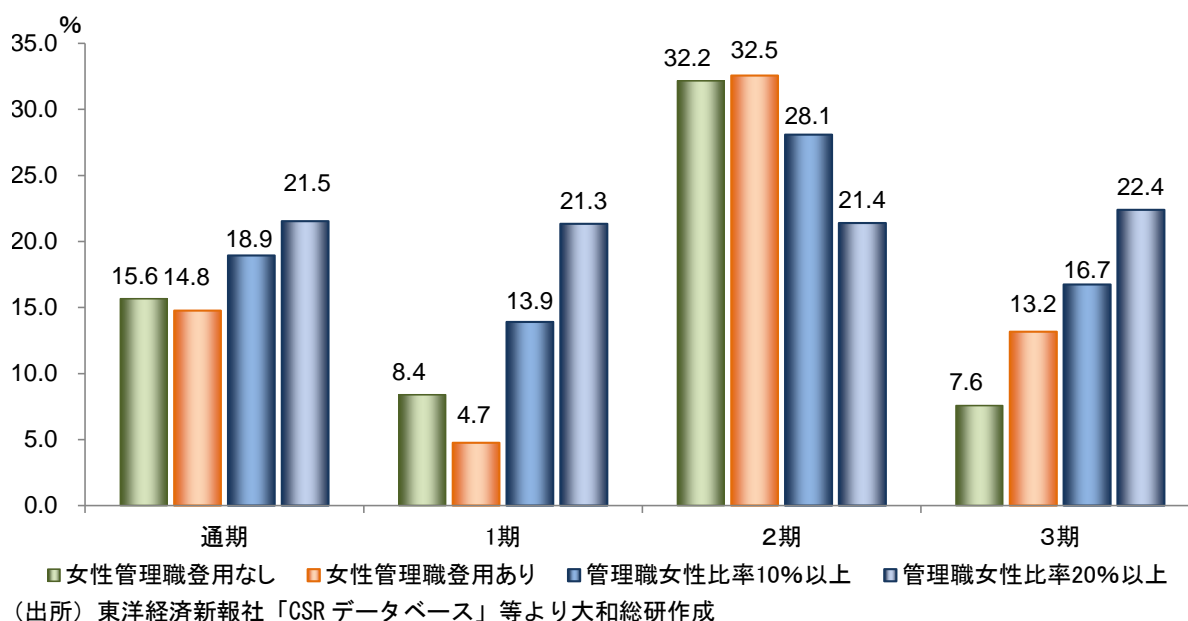
(1) 女性管理職の登用と事後の株式リターン

通期のリターンを見ると、女性管理職を登用していない企業で構成したポートフォリオのリターンは15.6%であるのに対し、登用している企業のポートフォリオのリターンは14.8%で、女性管理職を登用していない企業の方が平均的なリターンが高いという結果になった(図表7)。しかし、管理職女性比率が10%以上の企業のリターンは18.9%で、女性管理職を登用していない企業のリターンよりも高い。そして、管理職女性比率が20%以上の企業のリターンは21.5%とさらに高い。単に女性管理職を登用するだけでなく、女性管理職を積極的に登用することが企業価値の向上につながり、それが市場で評価されている可能性が示唆されよう。

各期について女性管理職を登用していない企業と登用している企業のリターンを比較すると、1期は女性管理職を登用していない企業の方がリターンが高い。2期は両者のリターンにほとんど差がなく、3期は女性管理職を登用している企業のリターンが高く、登用していない企業とのリターンの差も大きい。各期の期間の長さの違いなどもあるだろうが、各期で両者のリターンの関係が異なっていることがわかる。また、管理職女性比率が10%以上の企業と20%以上の企業のリターンを比較すると、やはり時期によって両者のリターン水準の関係が異なっているようである。特に、2期についてはいずれのポートフォリオもリターンの水準が女性管理職を登用していない企業を下回っている。各期によって、女性管理職という情報とリターンとの関係に違いがあることがうかがえる。

これらの結果には、ポートフォリオによって業種構成や社数が異なること、各期でリターンを計測する期間の長さが異なることなどさまざまな要因が影響している可能性があるが、通期と各期のリターンを検討すると、女性管理職という情報は中長期の運用において有効となる指標である可能性が示唆されよう。

図表 7. 女性管理職を指標とした各ポートフォリオの事後リターン（年率）



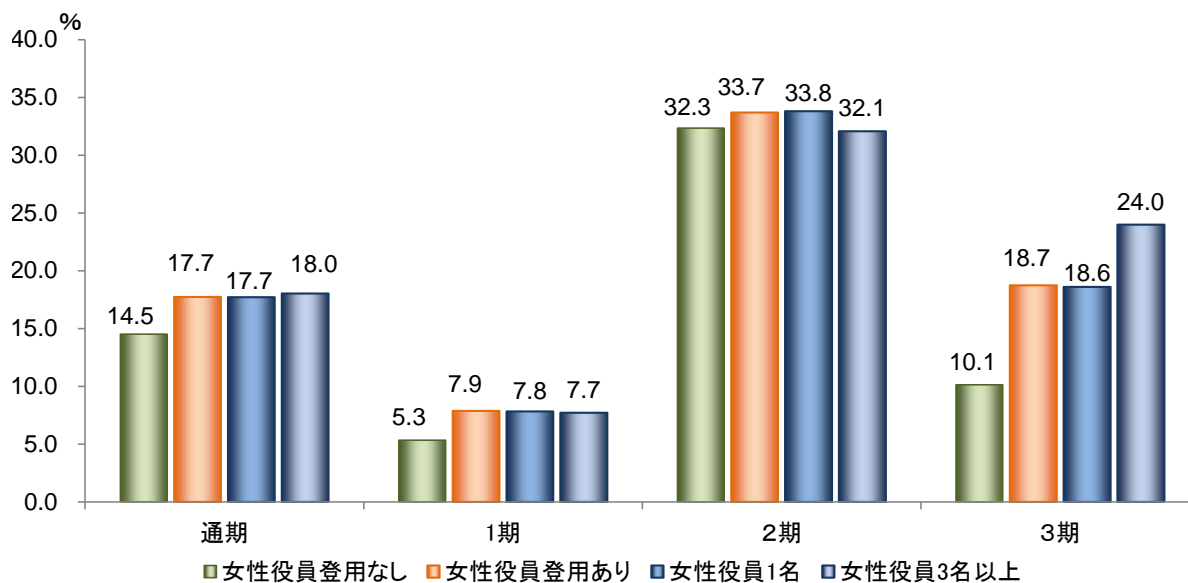
(2) 女性役員の登用と事後の株式リターン

通期のリターンについて見ると、女性役員を登用していない企業と登用している企業のポートフォリオのリターンは14.5%と17.7%で、女性役員を登用している企業の方が平均的なリターンが高いという結果を得た（図表 8）。また、女性役員を1名のみ登用している企業のリターンは17.7%であるが、3名以上登用している企業のリターンは18.0%となり、他のポートフォリオよりもリターンの水準が高い。積極的に女性役員を登用している企業は市場から高く評価される可能性はあるが、女性役員を登用している企業や1名のみ登用している企業とのリターンの差はわずかであり、明確な関係は見られないようである。

1期から3期について、女性役員を登用している企業と登用していない企業のポートフォリオのリターンを比較すると、すべての期で女性役員を登用している企業の方が高い。女性役員の登用という情報は、期間を通じてリターンと関係している可能性が推察される。また、女性役員を1名のみ登用している企業と3名以上登用している企業のポートフォリオでは、3期は3名以上登用している企業のリターンが高いが、1期と2期では1名のみを登用している企業のリターンがわずかに高い。女性役員を登用しているかどうかはリターンの差と関係が見られるが、女性役員を登用している人数ではリターンには差が見られないようである。

女性管理職による分析と同様に、これらの結果にはポートフォリオによって業種構成や社数が異なること、各期でリターンを計測する期間の長さが異なることなどさまざまな要因が影響している可能性があるが、女性役員を登用しているかどうかという情報が良好なリターンにつながる可能性があるのではないかと考えられる。

図表 8. 女性役員を指標とした各ポートフォリオの事後リターン（年率）



(出所) 東洋経済新報社「CSR データベース」等より大和総研作成

5. 終わりに

ESG 要因として女性管理職登用の状況で企業をグループ分けし、2012 年度、13 年度、14 年度における各グループの平均的な ROA と ROE の水準を算出したところ、すべての年度で女性管理職を登用していない企業よりも登用している企業の ROA と ROE の水準が高い。しかし、管理職女性比率でグループ分けした場合は、特に明確な傾向は観察されなかった。

また、平均的なリターンを見るために、これら企業グループごとに等金額加重によるポートフォリオを作成し、5 年間から 1 年間まで保有期間を変えてリターンの水準を比較したところ、すべての保有期間で女性管理職を登用している企業で構成したポートフォリオのリターンが登用していない企業で構成したポートフォリオのリターンよりも高い。さらに、管理職女性比率でグループ分けすると、積極的に女性管理職を登用している企業のリターンが高いという関係が観察された。

女性役員で同様の分析を行ったところ、女性役員を登用していない企業と登用している企業の ROA と ROE には分析年度を通じて共通する関係は見られない。女性役員の登用が 1 名のみと 3 名以上では、ROA は 2012 年度と 2013 年度、ROE はすべての年度で 3 名以上登用している企業の方が高く、女性役員を積極的に登用している企業の方が ROA や ROE が高い傾向が見受けられる。

リターンについては、女性役員を登用していない企業と登用している企業から構成したポートフォリオのリターンを比較すると、すべての保有期間で女性役員を登用している企業が高い。女性役員を 1 名のみ登用している企業と 3 名以上登用している企業では、5 年間のリターンは 3 名以上登用している企業の方が高いが、保有期間によっては 1 名のみ登用している企業の方が

高いこともあり、保有期間を通じて共通する傾向は見られなかった。

事後リターンについては、通期では女性管理職を登用している企業よりも登用していない企業のリターンが高いが、管理職女性比率との関係では比率が高いほどリターンが高いことが観察された。女性管理職は、単に登用するだけでは市場から高い評価を受けられないことや、積極的に女性を登用していることが企業価値の向上につながり、中長期的な観点で市場から高い評価を受けている可能性を示唆しよう。また、女性役員については、やはり女性役員を登用している企業のリターンが高いが、女性役員の人数とは明確な関係が見受けられなかった。女性役員を登用しているかどうか企業が評価に資する可能性があるのではないかと。

本稿の分析は、女性の登用と企業パフォーマンスの因果関係を示すものではない。しかし、上記の結果は女性を登用するという企業の経営判断や行動が企業価値の向上につながることを示唆する可能性があるのではないだろうか。また、事後リターンの分析は、投資判断を行う際に管理職や役員における女性の登用という ESG 要因を考慮することが運用パフォーマンスの向上に寄与する可能性を示唆していよう。

本稿の分析は上場企業全体を対象としたが、業種によって女性の登用の状況や、女性の登用と ROA や ROE、リターンとの関係に違いがある可能性がある。後編では、業種別に女性の登用と企業パフォーマンスとの関係などについて検討した結果を紹介する予定である。