

2016年7月25日 全15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（後編）

～業種によって異なるが、同一業種内でも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傾向が見受けられる～

経済環境調査部 主任研究員 伊藤 正晴

[要約]

- 前編では、女性登用の状況で企業をグループ分けすると、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収益性やリターンが高い傾向が見受けられた。この結果には、グループによって業種構成が異なることが影響している可能性がある。そこで、本稿では業種という要因を考慮に入れて、女性の登用と企業パフォーマンスとの関係を検討した。
- 女性管理職や女性役員の登用の状況は業種によって大きく異なっているため、前編で紹介した5年間の保有リターンと通期の事後リターンを対象に、業種要因を除いたリターンを算出した。女性管理職については、女性を登用しているかどうかよりも、積極的に女性を登用していることがリターンの向上に寄与する可能性が示唆された。女性役員については、女性役員の登用の有無がリターンと関係しているようである。
- 女性登用に関するデータを取得できた企業が50社以上の7業種について、同一業種に属する企業の女性登用とリターンの関係を検討すると、業種によって様相は異なるが、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傾向が4つの業種で見られた。女性役員については、リターンとの間に特に関係が見られない業種が多かった。
- 本稿の分析は、約900社を対象としていることや因果関係を見たものではないことなどの課題はあるが、分析結果から管理職に女性を積極的に登用することは企業価値の向上に寄与すると市場が評価し、高いリターンが得られた可能性が示唆される。投資プロセスに女性の登用というESG要因を加えることと運用パフォーマンスとの関係に関する分析の蓄積が進み、ESG投資が運用パフォーマンスの向上につながることや経済成長に寄与することが期待される。

1. はじめに

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。女性の活躍推進は、少子高齢化などで労働力が減少するという懸念への対応として期待されるとともに、女性を指導的地位に登用することが組織の活性化やイノベーションを促進し、企業の成長ひいては経済成長にもつながることが期待されている。ESG 投資においても、企業における女性の登用が ESG 要因として企業価値や運用パフォーマンスの向上に寄与することが期待される。前編¹では、ESG 要因として女性管理職や女性役員に着目し、上場企業全体を対象として女性の登用と企業の財務パフォーマンスや株式リターンとの関係を分析した。女性管理職については、その登用の有無や管理職女性比率を用いて企業をグループ分けし、女性役員についても同様に登用の有無と女性役員の人数で企業をグループ分けしている。

まず、女性管理職について各グループの ROA（総資産利益率）と ROE（自己資本利益率）の平均的な水準を算出したところ、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という結果を得た。また、女性役員では、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た。ESG 投資では、女性登用という情報がポートフォリオの運用パフォーマンスの向上に寄与することが期待されるが、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見られた。これらの分析結果には、業種によって女性登用の状況が違っていることや、ROA と ROE の水準やリターンの動向も業種によって異なることが影響している可能性がある。そこで、本稿では業種という要因を考慮に入れて、女性の登用と企業パフォーマンスとの関係を検討した。

2. 業種別の女性登用の状況

日本企業の女性管理職登用の状況を見ると、本稿での分析に必要なデータ²の取得が可能であった 903 社のうち、女性管理職を登用している企業の比率は 83.9%であった（図表 1）。業種別では、ゴム製品、電気・ガス業、陸運業、保険業はすべての企業が女性管理職を登用している。また、銀行業、医薬品、食料品、サービス業、その他金融業、情報・通信業は女性管理職を登用している企業が 9 割を超えている。一方、非鉄金属、機械、ガラス・土石製品は女性管理職を登用している企業の比率が 7 割を下回っている。次に、管理職女性比率が 10%以上である企業は、分析対象企業全体の 14.1%となっている。業種別では、銀行業は 6 割を超える企業の管理職女性比率が 10%以上で、その他金融業、保険業、小売業も 4 割を超えているのに対し、パルプ・紙、医薬品など 8 つの業種では、管理職女性比率が 10%以上の企業が存在していない。より積極的に女性を登用していると考えられる管理職女性比率が 20%以上の企業は、分析対象企業の 3.9%にとどまっている。また、業種別ではサービス業、保険業、小売業、不動産業はこの比率が 10%を超えているが、それでも各業種で 1 割強の企業しか管理職女性比率が 20%以上

¹ 伊藤正晴「[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）](#)」（2016 年 5 月 23 日付レポート）

² 女性登用に関するデータは、東洋経済新報社「CSR データベース」より取得

となっていない。また、管理職女性比率が 20%以上である企業が存在していない業種も多い。本稿の分析では、データが取得できた企業が限られていることや 2013 年度の女性登用のデータを用いていることなど、日本企業全体の直近の状況を示しているわけではないが、日本企業における女性管理職の登用は非常に低い水準にとどまっていることや、業種によって女性登用に差があることなどを示唆する結果といえるのではないかと。

図表 1. 業種別の女性管理職登用の状況

業種	対象社数(社)	社数の比率(%)			業種	対象社数(社)	社数の比率(%)		
		登用あり	10%以上	20%以上			登用あり	10%以上	20%以上
建設業	49	77.6	2.0	2.0	その他製品	28	82.1	10.7	0.0
食料品	42	92.9	4.8	0.0	電気・ガス業	11	100.0	9.1	0.0
繊維製品	20	80.0	10.0	0.0	陸運業	14	100.0	0.0	0.0
パルプ・紙	5	80.0	0.0	0.0	海運業	5	80.0	20.0	0.0
化学	79	87.3	10.1	6.3	倉庫・運輸関連業	11	81.8	9.1	0.0
医薬品	21	95.2	0.0	0.0	情報・通信業	58	91.4	24.1	3.4
ゴム製品	10	100.0	0.0	0.0	卸売業	81	74.1	9.9	4.9
ガラス・土石製品	13	69.2	7.7	7.7	小売業	69	87.0	42.0	13.0
鉄鋼	12	75.0	0.0	0.0	銀行業	25	96.0	64.0	0.0
非鉄金属	13	53.8	7.7	0.0	証券・商品先物取引業	10	80.0	20.0	0.0
金属製品	17	70.6	0.0	0.0	保険業	7	100.0	42.9	14.3
機械	58	69.0	0.0	0.0	その他金融業	12	91.7	50.0	8.3
電気機器	91	83.5	2.2	1.1	不動産業	18	83.3	16.7	11.1
輸送用機器	45	84.4	0.0	0.0	サービス業	55	92.7	38.2	14.5
精密機器	16	87.5	12.5	0.0	全業種	903	83.9	14.1	3.9

(注) 対象社数が 5 社以上の業種のみを掲載

(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、日本企業の女性役員の状況を見ると、データが取得できた 900 社のうち、女性役員を登用している企業の比率は 24.8%であった(図表 2)。分析対象全体の 1/4 程度の企業しか女性役員を登用していないようである。業種別では、保険業は 8 割を超える企業が女性役員を登用しており、証券・商品先物取引業と電気・ガス業も半数を超える企業が女性役員を登用している。一方、鉄鋼と非鉄金属は女性役員を登用している企業がなく、建設業と陸運業も女性役員を登用している企業が 1 割にも満たない水準となっている。女性役員数の状況では、女性役員を 1 名登用している企業は全体の 17.6%、複数名登用している企業が 7.2%、3 名以上登用している企業が 3.2%となった。女性役員を登用している企業の 7 割程度は女性役員を 1 名しか登用していないようである。業種別では、女性役員を登用している企業の比率が最も高い保険業は、女性役員を 1 名のみ登用している企業と複数名登用している企業が 4 割を超えているのに対し、女性役員を登用している企業の比率が比較的高い電気・ガス業やその他金融業はほとんどの企業の女性役員が 1 名となっているなど、業種によって状況が異なっているようである。ここで示しているのは女性管理職の状況と同様に、データが取得できた企業のみを対象としているこ

とや2013年度のデータを用いていることなどに注意を要しようが、日本企業における女性役員の登用は低い水準にとどまっていること、複数名の女性役員や3名以上の女性役員を登用している企業は限定的であることなどを示唆していよう。

図表2. 業種別の女性役員登用の状況

業種	対象社数(社)	社数の比率(%)				業種	対象社数(社)	社数の比率(%)			
		登用あり	1名登用	複数名登用	3名以上登用			登用あり	1名登用	複数名登用	3名以上登用
建設業	49	2.0	2.0	0.0	0.0	その他製品	29	17.2	17.2	0.0	0.0
食料品	42	33.3	23.8	9.5	4.8	電気・ガス業	11	54.5	45.5	9.1	0.0
繊維製品	20	35.0	35.0	0.0	0.0	陸運業	14	7.1	7.1	0.0	0.0
パルプ・紙	5	20.0	20.0	0.0	0.0	海運業	5	20.0	0.0	20.0	0.0
化学	78	24.4	17.9	6.4	5.1	倉庫・運輸関連業	11	27.3	18.2	9.1	0.0
医薬品	21	38.1	19.0	19.0	9.5	情報・通信業	55	40.0	30.9	9.1	3.6
ゴム製品	10	30.0	20.0	10.0	10.0	卸売業	84	13.1	6.0	7.1	1.2
ガラス・土石製品	13	15.4	15.4	0.0	0.0	小売業	68	41.2	23.5	17.6	13.2
鉄鋼	12	0.0	0.0	0.0	0.0	銀行業	24	25.0	25.0	0.0	0.0
非鉄金属	13	0.0	0.0	0.0	0.0	証券・商品先物取引業	10	60.0	40.0	20.0	20.0
金属製品	15	20.0	6.7	13.3	0.0	保険業	7	85.7	42.9	42.9	14.3
機械	57	19.3	14.0	5.3	1.8	その他金融業	11	45.5	36.4	9.1	0.0
電気機器	92	16.3	14.1	2.2	0.0	不動産業	18	33.3	22.2	11.1	0.0
輸送用機器	46	17.4	17.4	0.0	0.0	サービス業	56	32.1	19.6	12.5	7.1
精密機器	16	18.8	12.5	6.3	0.0	合計	900	24.8	17.6	7.2	3.2

(注) 対象社数が5社以上の業種のみを掲載

(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

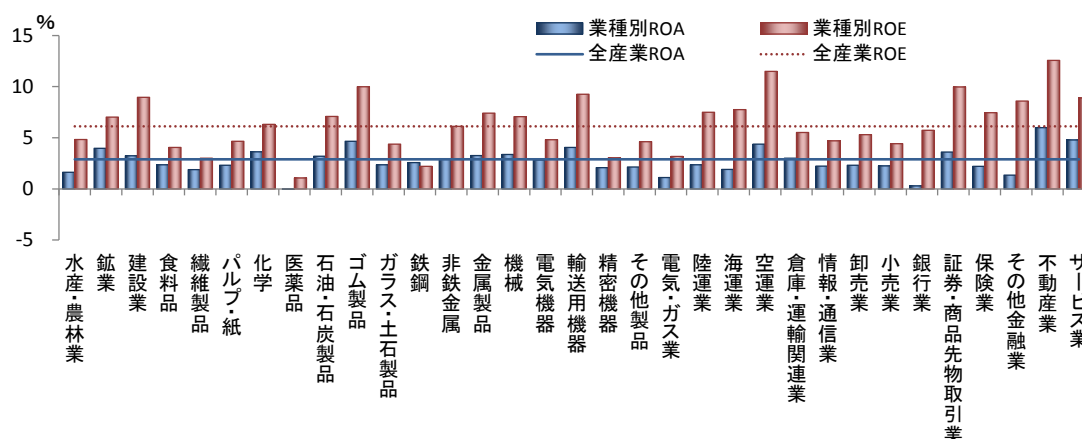
3. 業種別のROA、ROE

業種によって女性登用の状況が異なることから、管理職や役員への女性の登用を指標としてグループを作成すると、グループによって業種構成に違いが生じよう。また、業種によってROAやROEの水準が異なる場合、これが女性の登用を指標として作成したグループのROAやROEの平均的な水準に違いをもたらす可能性がある。そこで、上場企業全体を対象として、実際に業種によってROAやROEの水準が異なるのかを検討する。本稿では2013年度の女性登用のデータを用いていることから、2013年度のROAとROEを検討の対象とする。

上場企業全体を対象とした2013年度のROAの平均値は2.9%であるが、業種別では不動産業、サービス業、ゴム製品、空運業、輸送用機器のROAは4%を超えている(図表3)。一方、海運業、繊維製品、水産・農林業、その他金融業、電気・ガス業、銀行業、医薬品のROAは2%を下回っており、業種によって水準に差がある。ROEは全産業の平均は6.1%であるが、不動産業、空運業のROEは10%を超え、ゴム製品、証券・商品先物取引業、輸送用機器、建設業などのROEも高い。一方、繊維製品、鉄鋼、医薬品のROEは全業種平均の半分の水準にも届いていない。2013年度という1年度のみでの分析ではあるが、ROAとROEの水準は業種によって大きく異なるようである。

このように、業種によって女性登用の状況が異なっていること、ROA と ROE の水準にも違いがあることから、女性の登用を指標として企業をグループ分けすると、各グループの業種別の構成に違いが生じ、これが ROA や ROE の平均的な水準に影響していることを示唆する結果となった。

図表 3. 2013 年度の業種別の ROA 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

4. ポートフォリオの業種別構成の違いがリターンへ与える影響

ROA や ROE と同様に、女性の登用を指標として企業をグループ分けしてポートフォリオを構成すると、そのポートフォリオの業種別構成の違いがリターンに影響している可能性があるだろう。そこで、業種別構成比の違いがポートフォリオのリターンにどのような影響を与えているかを見るために、リターンを業種による部分と個別企業による部分とに分解することを試みた。

個別企業のリターンは、「所属業種のリターン」と「所属業種のリターンに対する超過リターン」に分解できる。これら「所属業種のリターン」を業種に起因するリターン、「所属業種のリターンに対する超過リターン」を個別企業の要因に起因するリターンと考えることができよう。同様に、ポートフォリオの場合も、ポートフォリオの業種別構成比を用いることで、ポートフォリオのリターン（「トータル・リターン」とする）を業種に起因するリターン（「業種要因リターン」とする）と個別企業の要因に起因するリターン（「企業要因リターン」とする）に分解できよう。そこで、東証業種別株価指数の伸び率を「所属業種のリターン」として、各ポートフォリオの業種要因リターンを算出した。

なお、リターンの分解は前編の分析で示したリターンのうち、5年間保有リターンと通期の事後リターンの2つのリターンを対象とした。具体的には、5年間保有リターンは2013年度の女性登用のデータで作成したグループの企業に等金額で投資し、2011年初から2015年末までの5年間保有した時の年率リターンである。また、事後リターンについてであるが、実際の投資では投資を行う時点で入手可能な情報のみ投資判断に利用することができる。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次のデータが入手可能となるまでの期間を対象として3つの期間の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、これら3つの期間のリターンから算出した6年間の年率リターンを事後リターンとしている。

トータル・リターンを業種要因リターンと企業要因リターンに分解することで、業種別構成比の違いがポートフォリオのリターンに与える影響や、女性管理職と女性役員という女性登用に関する指標が投資に有益な情報となっているかを検討する。

まず、女性管理職登用なしとありの5年間保有リターンを見ると、トータル・リターンは同程度の水準であるが、登用なしの業種要因リターンが低く、企業要因リターンが高いという結果になった(図表4)。登用ありよりも登用なしという情報が、ポートフォリオ全体のリターンに寄与していることになろう。管理職女性比率が10%以上と20%以上のポートフォリオは、20%以上の業種要因リターンが高いが、企業要因リターンも高く、トータル・リターンが最も高いという結果になっている。事後リターンについても、女性管理職登用の有無では登用なしの企業要因リターンが高く、これがトータル・リターンが高いことの要因となっている。管理職女性比率10%以上と20%以上では、やはり業種要因リターンが高まるが、企業要因リターンも高いことで、トータル・リターンが高いという結果になった。

これらのことから、女性管理職を登用しているということだけでは、ポートフォリオのリターンの向上に寄与しないが、管理職に女性を積極的に登用していることがリターンの向上に寄与することを示唆しよう。またこれは、単に女性を登用するのではなく、女性を積極的に登用することで企業価値を向上させようとしていることを市場が評価し、リターンが高まった可能性を示唆するのではないか。

図表4. 女性管理職ポートフォリオのリターンの分解

ポートフォリオ	5年間保有リターン(%)			事後リターン(%)		
	トータル	業種要因	企業要因	トータル	業種要因	企業要因
女性管理職登用なし	14.5	10.9	3.6	15.6	10.0	5.7
女性管理職登用あり	14.8	12.7	2.1	14.8	10.5	4.2
管理職女性比率10%以上	17.1	14.5	2.6	18.9	13.1	5.8
管理職女性比率20%以上	20.8	15.1	5.7	21.5	14.8	6.8

(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

女性役員登用なしとありの5年間保有リターンを見ると、登用ありの方が業種要因リターンは高いが、企業要因リターンが低いことで、トータル・リターンには大きな差がないという結果になった。また、女性役員1名登用と3名以上登用では、業種要因リターンの高いことが女性役員3名以上登用のトータル・リターンが高いことに寄与している。事後リターンについて

見ると、女性役員登用なしよりも登用ありの業種要因リターンが高く、また企業要因リターンも高いことがトータル・リターンの高いことにつながっている。ただ、女性役員 1 名登用と 3 名以上登用を比べると、3 名以上登用の業種要因リターンが高く、企業要因リターンは低いという結果になった。女性役員に関しては、女性役員を積極的に登用しているかではなく、女性役員を登用しているという情報が企業要因リターンを高めることでトータル・リターンの向上に寄与する可能性を示唆していよう。

図表 5. 女性役員ポートフォリオのリターンの分解

ポートフォリオ	5年間保有リターン(%)			事後リターン(%)		
	トータル	業種要因	企業要因	トータル	業種要因	企業要因
女性役員登用なし	14.7	12.1	2.7	14.5	10.2	4.3
女性役員登用あり	15.1	13.3	1.8	17.7	11.4	6.3
女性役員1名登用	15.2	13.2	2.0	17.7	11.1	6.6
女性役員3名以上登用	17.1	16.1	1.0	18.0	12.8	5.2

(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. 業種別の女性登用の状況とリターンの関係

同じ業種に属する企業であっても女性登用の状況でリターンに違いが生じている可能性がある。そこで、同一業種内の企業を対象として 2013 年度の管理職や役員への女性登用の状況とリターンとの間に何らかの関係が見られるかを分析した。なお、女性登用に関するデータが取得できた企業は 900 社程度であるため、業種別に分けるとリターンの平均的な水準を見るには対象社数が非常に少ないケースがある。そこで、本稿では分析に必要なデータが取得できた企業が 50 社以上存在する 7 業種を対象としている。これらの業種について、同一業種に属する企業を女性登用の状況でグループ分けした。また、グループに属する企業数を増やすために、前編で全業種を対象とした分析で作成したグループに加え、管理職女性比率 5%以上と女性役員複数名登用というグループも作成し、対象社数があまりにも少ないグループについては掲載していない。

株式リターンについては構成する企業の平均的なリターン水準を見るために、投資開始時点に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。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 つの保有期間を設定している

(1) 電気機器

女性管理職登用なしと登用ありのリターンを比較すると、3年間保有を除いて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が高い(図表6)。しかし、管理職女性比率5%以上は、1年間と2年間のリターンは登用なしよりも低いが、保有期間が3年間以上については他のポートフォリオよりもリターンが高い。この結果には対象社数が少ないことの影響もあろうが、単に女性を登用している企業に投資するのではなく、積極的に女性を登用している企業へ投資することが、中長期的なリターンを向上させる可能性を示唆するのではないだろうか。

図表6. 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

電気機器	社数 (社)	年率リターン(%)				
		5年間	4年間	3年間	2年間	1年間
女性管理職登用なし	15	14.5	20.9	25.3	17.1	15.0
女性管理職登用あり	76	9.7	20.7	25.9	11.7	0.6
管理職女性比率 5%以上	6	20.3	29.6	32.4	12.5	9.1

(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

女性役員登用なしと登用ありのリターンを比較すると、女性管理職の登用を指標とした場合と同様に、3年間保有を除いて女性役員を登用していないポートフォリオのリターンが高い(図表7)。また、電気機器は女性役員を登用している企業のほとんどが1名のみとなっているのだが、これらの企業で構成したポートフォリオのリターンは女性役員登用あり全体よりも低い傾向が見られる。本稿の分析では、電気機器で複数名の女性役員を登用している企業は2社で平均的な水準を見るには社数が少ないが、女性役員登用ありと1名登用とのリターンの差は、積極的に女性役員を登用することがリターンの向上につながる可能性を示唆しているのかもしれない。

図表7. 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

電気機器	社数 (社)	年率リターン(%)				
		5年間	4年間	3年間	2年間	1年間
女性役員登用なし	77	11.2	21.4	26.0	14.0	6.1
女性役員登用あり	15	6.6	17.2	27.8	8.2	-4.9
女性役員1名登用	13	6.6	16.9	27.4	7.6	-5.6

(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) 卸売業

女性管理職登用なしと登用ありのリターンを比較すると、保有期間のすべてで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が高い(図表8)。しかし、保有期間

が4年以上の場合は、管理職女性比率が高い企業ほどリターンが高いという関係が見られ、管理職女性比率20%以上は5年間と4年間の保有は登用なしよりもリターンが高い。対象社数が少ないことによる影響も考慮する必要はあるが、単に女性を登用している企業に投資するのではなく、積極的に女性を登用している企業へ投資することが、中長期的なリターンを向上させる可能性を示唆するのではないだろうか。

図表8. 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

卸売業	社数 (社)	年率リターン(%)				
		5年間	4年間	3年間	2年間	1年間
女性管理職登用なし	21	16.6	20.5	24.7	11.8	9.5
女性管理職登用あり	60	13.4	17.2	19.4	9.2	8.1
管理職女性比率 5%以上	23	14.1	16.2	18.4	4.9	3.3
管理職女性比率10%以上	8	16.3	16.8	21.0	1.5	12.5
管理職女性比率20%以上	4	22.8	21.9	20.8	-6.3	1.6

(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

女性役員登用なしと登用ありのリターンを比較すると、保有期間が1年間を除いて登用なしのリターンが高い(図表9)。また、女性役員1名登用と複数名登用のリターンを比較すると、1名登用のリターンが高く、女性役員登用なしよりも1名登用のリターンが高いという結果になった。対象社数が少ないことの影響もあろうが、女性役員の登用以外の情報が影響している可能性が示唆される。

図表9. 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

卸売業	社数 (社)	年率リターン(%)				
		5年間	4年間	3年間	2年間	1年間
女性役員登用なし	73	14.5	18.4	21.1	10.5	7.9
女性役員登用あり	11	12.9	17.3	19.0	6.8	14.1
女性役員1名登用	5	15.8	21.3	22.2	14.9	20.9
女性役員複数名登用	6	10.5	14.0	16.3	0.1	8.5

(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

(3) 化学

女性管理職登用なしと登用ありのリターンを比較すると、保有期間のすべて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高い(図表10)。また、登用ありと管理職女性比率5%以上のリターンを比べると、管理職女性比率5%以上のリターンが高く、単に管理職に女性を登用するのではなく積極的に登用することが企業価値の向上に寄与することなどで市場から評価されている可能性がある。また、管理職女性比率5%以上と10%以上のリターンを比較すると、保有期間が1年間を除いて女性比率が10%以上のリターンが高い。10%

以上と 20%以上では 4 年間を除いて女性比率 20%以上のリターンが高い。このように、ほとんどのケースで女性比率が高いほどリターンが高いという関係が見られ、やはり、積極的に女性を登用することが企業価値の向上につながると評価され、これがリターンに表れていることが示唆される。

図表 10. 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

化学	社数 (社)	年率リターン(%)				
		5年間	4年間	3年間	2年間	1年間
女性管理職登用なし	10	10.0	12.6	16.8	10.7	10.1
女性管理職登用あり	69	13.2	20.8	25.1	16.1	13.4
管理職女性比率 5%以上	18	20.4	28.5	35.4	29.7	30.5
管理職女性比率10%以上	8	22.3	30.4	38.6	31.2	29.1
管理職女性比率20%以上	5	22.7	29.8	41.9	39.9	53.4

(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

女性役員登用なしと登用あり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で構成したポートフォリオのリターンが高い(図表 11)。しかし、女性役員の人数とリターンの関係を見ると、対象社数が少ないことの影響もあろうが、女性役員を登用している人数が多い方のリターンが高いなどの関係は成立していないようである。女性役員を登用しているかどうかという情報がリターンと関係している可能性を示唆する結果ではないか。

図表 11. 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

化学	社数 (社)	年率リターン(%)				
		5年間	4年間	3年間	2年間	1年間
女性役員登用なし	59	11.9	18.4	21.6	12.4	8.0
女性役員登用あり	19	16.4	24.4	32.0	24.8	28.4
女性役員1名登用	14	16.2	24.6	31.8	24.9	29.3
女性役員複数名登用	5	17.0	24.1	32.5	24.5	25.9
女性役員3名以上登用	4	16.4	20.9	29.2	27.0	33.8

(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) 小売業

女性管理職登用なしと登用ありのリターンを比較すると、保有期間によるが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が高い場合が多い(図表 12)。女性管理職登用ありと管理職女性比率 5%以上のリターンを比べると、保有期間が 2 年間を除いて管理職女性比率 5%以上のリターンが高く、単に管理職に女性を登用するのではなく積極的に登用することが市場から評価されている可能性が示唆される。また、管理職女性比率 5%以上、10%以上、20%以上のリターンを比較すると、管理職女性比率が高いほど各保有期間のリターンが高いと

いう結果になっている。管理職に積極的に女性を登用している企業ほど、女性の登用が企業価値の向上に寄与することが期待され、これがリターンに表れていると解釈できるのではないかと。

図表 12. 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

小売業	社数 (社)	年率リターン(%)				
		5年間	4年間	3年間	2年間	1年間
女性管理職登用なし	9	14.1	19.7	21.4	21.6	14.2
女性管理職登用あり	60	15.5	18.4	19.4	14.1	19.1
管理職女性比率 5%以上	44	16.3	20.1	20.1	12.9	21.1
管理職女性比率10%以上	29	18.0	22.9	22.7	15.5	28.1
管理職女性比率20%以上	9	27.0	33.2	31.4	23.1	37.2

(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

女性役員登用なしと登用あり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ない企業で構成したポートフォリオのリターンが高い(図表 13)。女性役員の人数とリターンの関係を見ると、女性役員を1名のみ登用している企業よりも複数名や3名以上登用している企業から構成しているポートフォリオのリターンが高いようである。また、保有期間にもよるが、女性役員を複数名登用している企業や3名以上登用している企業のリターンは、女性役員を登用していない企業よりも高い傾向がうかがえる。単に女性役員を登用しているのではなく、積極的に女性役員を登用していることが企業価値の向上につながると期待され、高いリターンが実現している可能性が示唆されよう。

図表 13. 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

小売業	社数 (社)	年率リターン(%)				
		5年間	4年間	3年間	2年間	1年間
女性役員登用なし	40	16.1	18.9	20.6	18.4	18.5
女性役員登用あり	28	14.2	18.2	18.4	10.2	17.3
女性役員1名登用	16	12.6	15.9	13.9	8.4	4.5
女性役員複数名登用	12	16.4	21.3	24.4	12.6	34.4
女性役員3名以上登用	9	15.9	21.5	24.3	11.7	35.2

(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) 情報・通信業

女性管理職登用なしと登用ありのリターンを比較すると、保有期間が3年間を除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が高い(図表 14)。しかし、管理職女性比率とリターンの関係を見ると、比率が高いほどリターンが高いという関係はないようである。女性管理職を登用しているという情報は、リターンの向上に寄与する可能性があるが、個別企業の要因に影響されているのか、管理職にどの程度女性を登用しているかという情

報はリターンに関係していないことが示唆される。

図表 14. 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

情報・通信業	社数 (社)	年率リターン(%)				
		5年間	4年間	3年間	2年間	1年間
女性管理職登用なし	5	16.2	24.1	28.6	12.9	19.3
女性管理職登用あり	53	18.1	24.8	27.7	17.3	21.8
管理職女性比率 5%以上	26	13.8	22.4	21.8	13.5	12.7
管理職女性比率10%以上	14	13.7	21.7	22.5	14.9	9.2

(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

女性役員登用なしと登用ありのリターンを比較すると、保有期間によって両者のリターンの高低が入れ替わっており、特に安定的な傾向は見られないようである(図表 15)。また、女性役員の人数の違いとリターンでは、1名のみを登用している企業の方が複数名登用している企業よりもリターンが高い傾向あり、積極的に女性役員を登用している企業のリターンが高いといった傾向も見られない。

図表 15. 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

情報・通信業	社数 (社)	年率リターン(%)				
		5年間	4年間	3年間	2年間	1年間
女性役員登用なし	33	18.8	24.7	27.6	17.9	21.7
女性役員登用あり	22	16.1	25.1	27.9	16.2	24.0
女性役員1名登用	17	17.2	26.7	28.8	16.9	25.7
女性役員複数名登用	5	12.3	20.0	25.0	13.7	18.2

(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

(6) 機械

女性管理職登用なしと登用ありのリターンを比較すると、いずれの保有期間でも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が高い(図表 16)。機械に属する企業は、管理職への女性の登用が積極的ではないようで、女性管理職を登用している企業のほとんどで管理職女性比率が5%未満となっている。管理職女性比率とリターンの関係では、対象となる企業があまりにも少ないので平均を算出することに疑問はあるが、参考として結果を見ると、管理職女性比率5%以上の企業のリターンは保有期間が2年間および5年間の場合を除いて、女性管理職を登用していない企業よりもリターンが高い。対象社数が少ないため、個別企業の要因が強く表れている可能性が高いが、管理職に女性を積極的に登用することが相対的に高いリターンにつながっていることを示唆する可能性もあるのではないかと。

図表 16. 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

機械	社数 (社)	年率リターン(%)				
		5年間	4年間	3年間	2年間	1年間
女性管理職登用なし	18	17.5	23.6	24.0	15.1	5.5
女性管理職登用あり	40	12.3	19.6	19.6	2.7	0.4
管理職女性比率 5%以上	2	14.7	28.2	29.8	10.6	8.1

(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

女性役員登用なしと登用ありのリターンを比較すると、保有期間のすべてで女性役員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が高い(図表 17)。女性役員を1名のみ登用している企業のリターンは、女性役員登用ありよりも高く、保有期間によっては女性役員登用なしよりもリターンが高い期間もある。女性役員を複数名登用している企業は数が少ないため個別企業の要因がリターンに影響している可能性に考慮が必要であるが、女性役員数ではなく女性役員を登用しているという情報がリターンと関係している可能性を示唆しているかもしれない。

図表 17. 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

機械	社数 (社)	年率リターン(%)				
		5年間	4年間	3年間	2年間	1年間
女性役員登用なし	46	15.3	21.5	21.7	7.8	2.7
女性役員登用あり	11	9.6	19.9	20.0	3.7	0.8
女性役員1名登用	8	10.4	22.1	23.1	4.9	3.7

(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

(7) サービス業

女性管理職登用なしと登用ありのリターンを比較すると、登用なしの企業数が少ない影響もあろうが、いずれの保有期間でも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高い(図表 18)。管理職女性比率とリターンの関係では、女性比率が高いほどリターンが高いといった関係は見られない。女性管理職を登用しているかどうかという情報が高いリターンにつながっていることを示唆しているようである。

図表 18. 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

サービス業	社数 (社)	年率リターン(%)				
		5年間	4年間	3年間	2年間	1年間
女性管理職登用なし	4	17.9	22.0	23.7	8.1	-16.2
女性管理職登用あり	51	21.7	27.7	28.2	14.0	16.4
管理職女性比率 5%以上	37	22.5	28.3	29.0	14.0	16.4
管理職女性比率10%以上	21	19.0	22.4	23.3	6.5	13.9
管理職女性比率20%以上	8	13.8	13.5	15.8	4.3	8.0

(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

女性役員登用なしと登用ありのリターンを比較すると、保有期間の1年間を除いて女性役員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が高い(図表19)。また、保有期間によって様相は異なるが、積極的に女性役員を登用している企業ほどリターンが高いといった傾向も見られない。対象となる社数の影響もあろうが、女性役員を登用しているという情報とリターンには特に関係は見られないようである。

図表19. 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

サービス業	社数 (社)	年率リターン(%)				
		5年間	4年間	3年間	2年間	1年間
女性役員登用なし	38	22.6	28.9	27.7	13.3	8.5
女性役員登用あり	18	19.1	23.2	25.9	10.7	22.2
女性役員1名登用	11	20.0	27.4	28.4	9.4	29.0
女性役員複数名登用	7	17.7	16.5	22.1	12.7	11.6
女性役員3名以上登用	4	17.1	14.5	22.6	10.3	13.9

(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

6. 終わりに

前述のように、管理職や役員への女性登用の状況は業種によって大きく異なっていることがわかった。また、業種によって収益性を示す指標であるROAやROEの水準にも違いが見られる。これらのことは、女性登用を指標として企業をグループ分けすると業種構成に違いが生じ、これがグループのROAやROEの平均的な水準に影響していることを示唆している。

株式市場の動向は業種によって異なる局面があることから、各グループの業種構成の違いがポートフォリオのリターンに影響している可能性がある。そこで、女性の登用状況を指標として作成したポートフォリオのリターンを業種要因リターンと企業要因リターンに分解し、業種要因を除いたリターンを検討した。女性管理職の登用を指標としたポートフォリオについては、管理職に女性を登用しているかどうかよりも、管理職に女性を積極的に登用していることがリターンの向上に寄与することを示唆する結果が得られた。単に女性を登用するのではなく、女性を積極的に登用することで企業価値を向上させようとしていることを市場が評価し、リターンが高まった可能性があるのではないかと。女性役員を積極的に登用しているかではなく、女性役員を積極的に登用しているかではなく、女性役員を積極的に登用の有無がリターンと関係していることを示唆する結果が得られた。

所属業種の違いの影響を除くため、同一業種に属する企業で女性登用の状況とリターンの関係を検討した。できるだけ個別企業による影響を軽減するために、対象となる社数が50社を超えた7業種について分析したところ、女性管理職については3つの業種(化学、情報・通信業、サービス業)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リターンが高いという関係が見られた。また、女性管理職の有無ではなく、積極的に女性を管理職に登用する企業のリターンが高いという傾向が4つの業種(電気機器、卸売業、化学、小売業)で見られた。

女性役員については、女性役員を登用していることや、積極的に登用する企業のリターンが高いという傾向が見られる業種もあるが、特に関係が見られない業種が多かった。女性登用に関しては、女性役員よりも女性管理職の方が ESG 要因として有効であるかもしれない。もちろん、本稿の分析は約 900 社を対象としていること、女性の登用とリターンとの因果関係を見たものではないこと、すべての業種に共通する結果が得られたわけではないことなどの課題がある。このような課題はあるが、いくつかの業種では管理職に女性を積極的に登用することは企業価値の向上に寄与すると市場が評価し、高いリターンが得られたのではないかと考えられる結果となった。業種リスクに対するエクスポージャーをコントロールするために、ポートフォリオを組成する時には業種構成に制約を設けるケースがあると考えられるが、このような制約を付けても女性管理職という指標がリターンの向上に寄与する可能性を示唆するのではないだろうか。

2016 年 5 月 20 日付のすべての女性が輝く社会づくり本部「女性活躍加速のための重点方針 2016」で、「日本銀行において、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業の株式を対象とする ETF（指数連動型上場投資信託）の買入れが開始されたことも踏まえ、女性の活躍に積極的な企業が資本市場で評価されるような取組を促進するため、企業における女性の活躍状況等を評価し、人材投資や成長等を捉える指数が普及するよう、女性の役員に関する情報の見える化など情報提供の充実を図る。」ことが示された。組み入れの基準に設備や人材への投資を考慮する複数の指数が開発され、2016 年 5 月 19 日以降、現時点で 6 本の ETF が上場されているなど、人材への投資、特に女性活躍の推進を目的とする資本市場の取り組みや情報開示の充実化などが進められている。投資プロセスに女性の登用という ESG 要因を加えることと運用パフォーマンスとの関係に関する分析の蓄積が進み、ESG 投資が運用パフォーマンスの向上につながることや経済成長に寄与することが期待される。