

2019年2月25日 全15頁

ダイバーシティと投資パフォーマンス（1）

～管理職や部長職への女性の登用状況は株式投資指標として有効か～

政策調査部 主任研究員 伊藤 正晴

[要約]

- 女性の登用に関する指標として管理職女性比率と部長職女性比率に着目し、その水準や変化、さらには業種平均との差やその変化を用いて企業をグループ分けし、2014年から2018年の5年間の株式リターンを計測した。
- 単に女性を登用しているだけではなく、登用を積極的に行っている企業群の等金額リターンや時価総額加重リターンが高いケースが多いことがわかった。ただ、時価総額加重リターンはほとんどのケースで配当込み TOPIX のリターンを大きく上回った年と大きく下回った年が混在している。女性を管理職等に登用している企業群への投資の期待リターンは高いのであるが、リスクも高いことがうかがえる。
- 2018年は配当込み TOPIX が-16.0%と市場が大きく下げた中、女性を積極的に登用している企業群のリターンはマイナス幅が小さいケースが多い。女性の登用という情報を用いることで、市場下落時にポートフォリオのリターンの低下を軽減する効果が期待できる可能性がある。
- 管理職と部長職では、部長職の方が登用の状況の違いでリターンの差が大きい傾向がうかがえる。管理職の中でも上位に位置する部長職は業務に与える影響が大きいと考えられ、これが企業価値の創出などを通じてリターンに影響している可能性がある。また、5年間保有を続けた場合と直近の女性の登用の情報を用いて1年ごとにリバランスした場合は、後者のリターンの方が高いケースが多い。常に最新の情報を反映させてリバランスすることが妥当であることを示すのではないか。
- 以上の結果は、管理職や部長職における女性登用の状況とリターンには何らかの関係が存在し、投資指標として有効であることの可能性を示唆している。ただ、投資指標の候補として検討する価値は十分であろうが、指標そのものの使い方の工夫、他の指標との組み合わせ、異なった期間での動向など、さらなる分析を進めることが課題である。

1. はじめに

企業における女性や外国人の活躍の促進は、少子高齢化による労働力の減少懸念への対応とともに、多様な人材の登用が組織の活性化を促し、イノベーションを促進することを通じて企業の成長につながることを期待されている。

女性や外国人に関するダイバーシティの動向を検討するために、以前のレポートではデータを手に入れた上場企業全体（2018年6月6日付レポート¹⁾）や、企業規模やセクター別（2018年8月6日付レポート²⁾）での分析を行った。管理職や役員に女性や外国人が占める比率は緩やかながらも上昇傾向にあり、女性や外国人の登用が進んできている。ただし、企業規模や業種などで状況は異なるものの、全体的に女性や外国人の比率は低い水準にとどまっており、日本企業におけるダイバーシティは、まだまだこれからといった状況にある。

ダイバーシティの進展は、企業価値や企業の持続可能性の向上に寄与することが期待される。そこで、続くレポートで女性の登用と財務パフォーマンスの関係（2018年11月7日付レポート³⁾）と、外国人の登用と財務パフォーマンスの関係（2018年12月25日付レポート⁴⁾）を分析し、その結果を紹介した。女性や外国人に関するダイバーシティを積極的に進めることと ROE や ROA との間には何らかの関係が存在する可能性を示す結果を得ている。

本シリーズレポートでは、ダイバーシティと投資パフォーマンス（株式リターン）の関係を検討する。まず、本レポートでは管理職や部長職への女性の登用と投資パフォーマンスとの関係を分析し、その結果を紹介する。ESG 投資は、投資プロセスに ESG 要因も考慮することで中長期的な投資パフォーマンスの向上が期待される投資と考えられている。そこで、女性の登用の状況を指標として企業をグループ分けし、グループに属する企業でポートフォリオを組成した際のリターンを比較することで、女性の登用という情報が株式の投資指標として有効かを検討する。

2. 分析について

女性に関するダイバーシティの指標は、これまでのレポートと同様に、東洋経済新報社の「CSR データベース」に収録されている管理職、部長職における女性の登用の状況を用いる。ここで用いる「管理職」には「部長職」を含む。また、分析に用いる指標は、それぞれの職位における女性比率（管理職女性比率、部長職女性比率）と、女性比率の業種平均との差、そしてこれ

¹ 伊藤正晴「[ダイバーシティと企業パフォーマンス（1）～日本企業における女性や外国人に関するダイバーシティの状況～](#)」（2018年6月6日付大和総研レポート）

² 伊藤正晴「[ダイバーシティと企業パフォーマンス（2）～女性比率はセクターと、外国人比率は企業規模やセクターと関係～](#)」（2018年8月6日付大和総研レポート）

³ 伊藤正晴「[ダイバーシティと企業パフォーマンス（3）～各役職における女性の登用状況と財務パフォーマンスの関係～](#)」（2018年11月7日付大和総研レポート）

⁴ 伊藤正晴「[ダイバーシティと企業パフォーマンス（4）～各役職に外国人を登用する企業の方が ROE や ROA が高い～](#)」（2018年12月25日付大和総研レポート）

ら指標の経時的な変化も分析対象とする。

株式リターン(以下、リターン)は、次の2種類のリターンを計測している。

①等金額リターン

女性の登用に関する指標とリターンの関係を探るために、投資期間の期初にグループ内の各企業に等金額で投資し、投資期間末まで保有した際のリターンを等金額リターンとする。次に示す時価総額加重リターンは、時価総額の規模が大きい企業のリターンが与える影響が大きくなるが、等金額リターンは各企業のリターンの単純平均値であり、指標とリターンとの間に何らかの関係があるのかを検討するのに適している。

②時価総額加重リターン

実際の投資では、市場における時価総額構成比を基準としてポートフォリオを作成することが多い。日本株のベンチマークの代表的なものに配当込み TOPIX があるが、この指数も時価総額加重のリターンとなっている。そこで、女性の登用が投資の指標として有効かを検討するために、時価総額加重リターンも計測する。

ESG 投資は、中長期的な投資パフォーマンスの向上が期待されていることから、リターンの計測期間は 2014 年から 2018 年の 5 年間としている。ただ、女性の登用が企業価値の向上につながるまでの期間を特定することは困難であり、指標に基づいて作成したポートフォリオについて、どの程度の期間のリターンを計測するのが妥当であるかの判断は難しい。そこで、指標とリターンとの関係について、次の2つの方法で年率換算後のリターンを計測する。

①5年間保有リターン

2013 年 12 月にデータが入手できた 2012 年度の女性登用に関する指標を用いて企業をグループ分けし、各グループについて 2014 年の年初から 2018 年の年末までの 5 年間保有を続けた場合のリターンを計測する。また、女性比率等の経時的な変化は、2011 年度と 2012 年度の差を指標とする。

②1年リバランスリターン

5 年間保有リターンと同様に、2012 年度の女性登用に関する指標を用いて企業をグループ分けするが、リターンは 2014 年の 1 年間保有した際のリターンを計測する。次いで、2014 年 12 月に入手できた女性登用に関する指標を用いてグループを作成し、2015 年の 1 年間保有した際のリターンを計測する。このように毎年、女性の登用に関する直近の情報を用いてリバランスすることで、2014 年の年初から 2018 年の年末までの 5 年間のリターンを計測する。

3. 5年間保有リターンの分析結果

5年間保有リターンの分析結果のポイントを先に述べると、単に女性を管理職や部長職へ登用しているだけでなく、積極的に登用している企業のリターンが高い。業種分散も考慮すると、投資指標としては、業種内で相対的に女性登用に積極的な企業への投資が有効であるとみられる。

(1) 管理職と部長職における女性比率

①女性比率の水準

まず初めに、管理職や部長職に女性を登用しているか否かによって平均的なリターンに差があるかを見るために、等金額リターンを検討すると、女性管理職を登用している企業群のリターンは9.3%であるのに対し、登用していない企業群のリターンは10.0%となった(図表1)。管理職に女性を登用している企業群の方がリターンの高いことが期待されたが、逆の結果になっている。ただし、女性管理職を登用している企業を対象に、管理職女性比率の中央値で企業数がほぼ同数となるように二つのグループに分けると、女性比率が高い企業群が10.8%であるのに対し、女性比率が低い企業群は7.8%となっている。また、管理職女性比率に閾値を設定し、閾値以上の企業を対象としてリターンを算出すると⁵、閾値を20%(女性比率が20%以上)としたときの企業群はリターンが15.7%と高い。社数が少ないことで個別企業の影響が大きいことなども考えられるが、分析結果からは、単に女性を管理職に登用するだけでなく、ある一定水準以上にまで積極的に登用していることが高いリターンにつながっている可能性を示している。逆に言えば、管理職に女性を登用しているが、登用が限定的である企業群のリターンは、女性を登用していない企業群よりも低く、市場からの評価が低い可能性がある。

次に、投資指標としての観点から、時価総額加重リターンを見ると、女性管理職を登用している企業群は4.6%であるのに対し、女性管理職を登用していない企業群は6.7%となっており、やはり期待とは逆の結果が得られた。ただ、女性管理職を登用している企業を管理職女性比率の中央値で二分すると、女性比率が高い企業群のリターンは5.2%で、配当込みTOPIXのリターンの4.9%を超えているのに対し、女性比率が低い企業群は4.0%にとどまっている。さらに、管理職女性比率に閾値を設けて企業をグループ分けすると、閾値を20%としたときの企業群のリターンは17.1%と非常に高い。これらの結果から、単に管理職へ女性を登用しているだけでなく、登用を積極的に行っているかどうか投資指標として有効である可能性を指摘できよう。

部長職への女性の登用とリターンの関係については、等金額リターンは部長職に女性を登用している企業群が8.4%であるのに対し、女性を登用していない企業群は10.0%と高い。しかし、部長職に女性を登用している企業を部長職女性比率の中央値で二分すると、女性比率が高い企業群は10.3%で、部長職を登用していない企業群のリターンをわずかに上回っている。

⁵ 以降も同様に、閾値を設定した分析では対象とする指標が閾値以上の企業を対象にリターンを算出している。

他方、部長職女性比率の水準が低い企業群のリターンは6.4%にとどまっている。さらに、部長職女性比率に閾値を設定すると、閾値を10%としたときの企業群のリターンは12.5%と高く、閾値が5%のリターンも10.6%となっている。管理職と同様に、一定水準以上となるよう部長職に積極的に女性を登用していることを市場は高く評価し、部長職に女性を登用しているが、あまり積極的ではない企業に対する評価は低い可能性がある。

時価総額加重リターンは、女性部長職を登用している企業群は4.5%、登用していない企業群は4.8%でわずかな差ではあるが、後者の方が高い。しかし、部長職女性比率の中央値で企業を二分すると、女性比率が高い企業群のリターンは6.3%であるのに対し、女性比率が低い企業群は3.4%にとどまっている。また、部長職女性比率に閾値を設定すると、閾値が10%としたときの企業群のリターンは14.3%と非常に高く、閾値が5%でのリターンは5.8%、閾値が1%でのリターンは5.5%で、いずれも配当込み TOPIX のリターンを超えている。図表にはないが、部長職女性比率が0%超1%未満の企業群のリターンは2.7%と非常に低い。部長職に女性を積極的に登用しているかどうか、投資指標として有効である可能性がある。

管理職と部長職での時価総額加重リターンを比較すると、女性を登用している企業を女性比率の中央値で二分した場合のリターンの差が、管理職よりも部長職でより大きい。また、女性比率に閾値を設けてリターンを算出すると、管理職は女性比率が20%以上の企業群のリターンが非常に高いが、女性比率が高いほどリターンが高いという関係は成立していない。それに対し、部長職については、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る。これらのことは、管理職よりも部長職への女性の登用状況の方が投資指標として有効性が高いことを示唆しよう。

図表 1. 管理職と部長職における女性比率の水準と5年間保有リターン

管理職				部長職			
グループ	社数 (社)	リターン(年率、%)		グループ	社数 (社)	リターン(年率、%)	
		等金額	時価総額加重			等金額	時価総額加重
配当込みTOPIX			4.9	配当込みTOPIX			4.9
女性管理職の登用あり	690	9.3	4.6	女性部長職の登用あり	316	8.4	4.5
女性比率の水準高	339	10.8	5.2	女性比率の水準高	158	10.3	6.3
女性比率の水準低	351	7.8	4.0	女性比率の水準低	158	6.4	3.4
女性管理職の登用なし	145	10.0	6.7	女性部長職の登用なし	501	10.0	4.8
女性比率が20%以上	28	15.7	17.1	女性比率が ¹ 10%以上	50	12.5	14.3
女性比率が10%以上	110	9.2	0.6	女性比率が ⁵ 5%以上	88	10.6	5.8
女性比率が5%以上	214	10.2	4.8	女性比率が ¹ 1%以上	242	9.0	5.5

(注) 2012年度の女性比率でグループを作成

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

②女性比率の変化

次に、管理職女性比率が上昇した企業群と低下した企業群とで平均的なリターンに差があるかを見てみよう。それぞれの等金額リターンを算出すると、比率が上昇した企業群は10.3%であるのに対し、低下した企業群は8.2%となっている(図表2)。また、管理職女性比率の上昇幅が1%pt以上の企業群のリターンは12.9%と高い。管理職女性比率の変化とリターンには、

一定の正の相関が存在していることが示唆されよう。

時価総額加重リターンに関しては、管理職女性比率が上昇している企業群のリターンは4.5%であるのに対し、低下している企業群は6.0%と高い。また、女性管理職比率の上昇幅が1%pt以上の企業群もリターンは4.1%で、変化幅がマイナスの企業群よりも低い。管理職女性比率の変化を指標とした場合は、管理職女性比率が上昇している企業群のリターンが高いことが期待されるが、逆の結果となった。等金額リターンでの結果を考え合わせると、各企業の時価総額の違いがこの結果に影響していよう。管理職女性比率の変化は投資指標として用いるのは難しそうである。ただ、ここで用いた女性比率の変化はあくまでも1年間での変化であり、どの程度の期間での変化を見るかなど、より詳細な検討が必要であるだろう。

部長職に関しては、等金額リターンは部長職女性比率が上昇している企業群よりも低下している企業群の方が高く、特に女性比率が変化していない企業群のリターンが高い。また、部長職女性比率の変化幅が1%pt以上の企業群のリターンが7.8%ptと低い。今回の分析で用いた部長職女性比率の変化に関しては、期待とは逆の関係が成立しているようである。

時価総額加重リターンについても同様に、部長職女性比率が上昇している企業群よりも低下している企業群の方が高い。また、変化幅が1%pt以上の企業群のリターンは3.2%にとどまっております、やはり期待とは逆の関係が成立している。

管理職と部長職の等金額リターンを比較すると、管理職では女性比率が上昇した場合の変化幅が大きい企業群のリターンが高いとの結果を得たが、部長職ではそのような関係が見られない。時価総額加重リターンでは、管理職と部長職のいずれも、積極的に女性の登用を進めている企業ほどリターンがむしろ低いという傾向がうかがえる。女性比率の変化を見る期間の設定など、より分析を進める必要はあろうが、女性比率の変化を投資指標として用いるのは難しそうである。

図表 2. 管理職と部長職における女性比率の変化と5年間保有リターン

管理職				部長職			
グループ	社数 (社)	リターン(年率、%)		グループ	社数 (社)	リターン(年率、%)	
		等金額	時価総額加重			等金額	時価総額加重
配当込みTOPIX			4.9	配当込みTOPIX			4.9
管理職女性比率が上昇	339	10.3	4.5	部長職女性比率が上昇	141	8.2	4.5
管理職女性比率の変化なし	203	10.5	4.2	部長職女性比率の変化なし	428	10.5	4.4
管理職女性比率が低下	125	8.2	6.0	部長職女性比率が低下	81	9.4	5.7
変化幅が1%pt以上	93	12.9	4.1	変化幅が1%pt以上	54	7.8	3.2

(注) 2011年度と2012年度の女性比率の変化でグループを作成

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

(2) 管理職と部長職における女性比率の業種平均との差

①女性比率の業種平均との差

先のレポート(2018年8月6日付レポート)で示したように、管理職や部長職における女性

比率は、業種によって大きく異なっている。したがって、女性比率を用いて企業をグループ分けすると、業種構成に偏りが生じ、これが結果に影響している可能性がある。そこで、業種区分に 33 業種分類を用いて、各企業の管理職や部長職における女性比率と所属する業種での管理職や部長職の女性比率との差を算出する。次いで、その差で企業をグループ分けし、リターンを計測する。

まず、管理職における結果であるが、等金額リターンは業種平均との差がプラスの企業群は 10.2%であるのに対し、業種平均との差がマイナスの企業群は 9.0%であった（図表 3）。ただ、業種平均との差がプラスに大きいほどリターンが高いことが期待されるどころ、業種平均との差がプラスの企業を中央値で二分すると、プラス幅が小さい企業群の方のリターンが高いという期待とは逆の結果になっている。しかし、業種平均との差とリターンの関係の詳細を見るために、業種平均との差に閾値を設定すると、閾値を 10%pt としたとき（女性比率の業種平均との差が 10%pt 以上）のリターンは 13.8%と非常に高い。また、閾値を 5%pt としたときのリターンが 11.3%、1%pt としたときのリターンは 10.7%となっており、プラス幅が大きいとリターンが高いという結果になっている。グループ分けに用いる業種平均との差の閾値をどう設定するかにもよるが、業種平均との差が大きいほどリターンが高いという関係がうかがえよう。

時価総額加重リターンについては、業種平均との差がプラスの企業群は 4.7%、差がマイナスの企業群は 4.6%であり、ほぼ同水準となっている。しかし、業種平均との差のプラス幅が大きい企業群のリターンは 6.4%で、配当込み TOPIX の 4.9%を上回っている。これに対し、プラス幅が小さい企業群のリターンは 3.3%にとどまっており、業種平均との差がマイナスの企業群よりも低い。また、業種平均との差に閾値を設定すると、閾値が 10%pt では企業群のリターンが 16.5%と非常に高い。しかし、閾値が 5%pt では差がプラスの企業全体のリターンとは大きく違わない。したがって、管理職女性比率の業種平均との差については、社数が少ないことの影響もあろうが、業種内で相対的に管理職への女性の登用を大幅に進めている企業への投資が有効となる可能性があるだろう。

部長職については、等金額リターンは業種平均との差がプラスの企業群が 8.1%、差がマイナスの企業群が 9.9%となっている。また、業種平均との差がプラスの企業を対象に、差の中央値で二分すると、プラス幅が大きい企業群のリターンは 9.8%と高いのだが、それでも業種平均との差がマイナスの企業群のリターンには及ばない。ただ、業種平均との差に閾値を設定すると、閾値が 10%pt での企業群のリターンは 14.5%と高く、閾値を 5%pt、1%pt と下げるとリターンが低下している。このように、業種平均との差については、差がプラスであってもそのプラス幅がある程度以上の水準に達している企業群のリターンは高いが、プラスの差があまり大きくない企業群については、差がマイナスの企業群よりもリターンが低いようである。業種内でも積極的に女性の登用を進めている企業の市場における評価は高いが、女性の登用を進めていてもその進展度合いが劣っている企業に対する評価は低いことがうかがえる。

時価総額加重リターンについては、業種平均との差がプラスの企業群もマイナスの企業群も 4.6%であった。しかし、業種平均との差がプラスであっても、プラス幅が大きい企業群のリタ

ーンは 6.6%で配当込み TOPIX のリターンである 4.9%を上回っているのに対し、プラス幅が小さい企業群のリターンは 3.5%にとどまっている。また、業種平均との差に閾値を設定すると、閾値が 10%pt のときのリターンは 18.7%と非常に高く、等金額リターンと同様に閾値が高いほどほどリターンが高いという結果になっている。ただ、閾値を 10%pt としたときに比べると、閾値が 5%pt や 1%pt ではリターンが 1/3 程度の水準にとどまっている。部長職では、業種平均と比べて女性の登用が大きく進んでいる企業への投資がリターン向上に寄与する可能性があるろう。

管理職と部長職を比べると、等金額リターンで判断すると、いずれも業種平均と比べて女性の登用が進んでいる企業群の方が平均的なリターンが高いという傾向がうかがえる。時価総額加重リターンの結果を合わせ考えれば、投資という観点では、業種内で他社と比べて管理職や部長職への女性の登用が大きく進んでいる企業への投資が有効である可能性があるろう。

図表 3. 管理職と部長職における女性比率の業種平均との差と 5 年間保有リターン

管理職				部長職			
グループ	社数 (社)	リターン(年率、%)		グループ	社数 (社)	リターン(年率、%)	
		等金額	時価総額加重			等金額	時価総額加重
配当込みTOPIX			4.9	配当込みTOPIX			4.9
業種平均との差がプラス	286	10.2	4.7	業種平均との差がプラス	207	8.1	4.6
プラス幅大	143	9.5	6.4	プラス幅大	104	9.8	6.6
プラス幅小	143	10.9	3.3	プラス幅小	103	6.2	3.5
業種平均との差がマイナス	549	9.0	4.6	業種平均との差がマイナス	610	9.9	4.6
業種平均との差が10%pt以上	38	13.8	16.5	業種平均との差が10%pt以上	31	14.5	18.7
業種平均との差が5%pt以上	74	11.3	4.2	業種平均との差が5%pt以上	60	11.2	6.4
業種平均との差が1%pt以上	208	10.7	5.2	業種平均との差が1%pt以上	135	9.6	5.6

(注 1) 2012 年度の女性比率の業種平均との差でグループを作成

(注 2) 「業種平均との差がマイナス」は、差が 0%pt を含む

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

②女性比率の業種平均との差の変化

女性の登用に関する業種平均との差については、その“差の大きさ”だけでなく“差の変化”とリターンの関係も見てみたい。まず、管理職については、女性比率の業種平均との差の変化がプラスの企業群の等金額リターンは 10.1%で、マイナスの企業群のリターン 9.8%をわずかに上回っている (図表 4)。業種平均との差の変化がプラスの企業を変化幅の中央値で二分すると、変化幅が大きい企業群のリターンは 12.1%、変化幅が小さい企業群のリターンは 8.1%となっている。また、変化幅に閾値を設定すると、閾値が 2%のときのリターンは 17.1%と非常に高く、閾値が高いほどリターンが高いという結果になった。業種内で管理職への女性の登用を積極的に進めていることが高い評価を得ている可能性があるろう。一方、図表にはないが、変化幅が 0%pt 超 0.5%pt 未満の企業群のリターンは 3.5%と非常に低く、登用を進めてはいるが、業種内での比較で女性登用の進展がはかどっていない企業への評価は、業種平均との差の変化がマイナスの企業よりも低い。

時価総額加重リターンについては、業種平均との差の変化がプラスの企業群が 4.4%、マイナ

スの企業群が 5.0%であり、変化幅が低下した企業群の方がリターンが高い。しかし、業種平均との差の変化がプラスの企業を、その変化幅の中央値で二分すると、変化幅が大きい企業群のリターンは 5.9%で配当込み TOPIX のリターンである 4.9%を超えているのに対し、変化幅が小さい企業群のリターンは 3.7%にとどまっている。ただ、プラスの変化幅に閾値を設定すると、閾値が高いほどリターンが高いという結果は得られていない。投資指標として女性比率の業種平均との差の変化を用いる際は、変化幅の大小について考慮することが有効な可能性はあるが、その基準をどのように設定するかが難しそうである。

部長職への女性の登用については、等金額リターンは業種平均との差の変化がプラスの企業群が 10.3%、マイナスの企業群が 9.7%で、リターンの差は大きくはないが、女性の登用を進めている企業群の方がリターンが高い。ただ、変化がプラスの企業を变化幅の中央値で二分すると、変化幅が大きい企業群の方がリターンが低いという結果になっている。変化幅に閾値を設定した場合も、閾値が高いほどリターンが高いという関係にはなっていない。閾値の水準次第で社数が少ないことなどの影響も考えられるが、業種平均との差の変化とリターンには期待するような関係が成立しているとは言い難い。

時価総額加重リターンについては、業種平均との差の変化がプラスの企業群よりもマイナスの企業群の方がリターンが高い。変化がプラスの企業を变化幅の中央値で二分した場合は、変化幅が大きい企業群のリターンが高いが、配当込み TOPIX や変化幅がマイナスの企業群のリターン水準には至っていない。変化幅に閾値を設定すると、閾値を高くすると配当込み TOPIX や変化幅がマイナスの企業群のリターンを上回っているが、対象となる社数が少ないこともあり、実際の投資に用いるのは難しそうである。

このように、女性比率について業種平均との差の変化を指標とする場合は、管理職への女性の登用を積極的に進めている企業のリターンが高いという傾向はうかがえるが、部長職では特に目立った関係は見られない。また、時価総額加重リターンは、業種内で積極的に女性の登用を進めている企業ほどリターンが高いことが期待されるが、その期待は成立していないようである。

図表 4. 管理職と部長職における女性比率の業種平均との差の変化と 5 年間保有リターン

管理職				部長職			
グループ	社数 (社)	リターン(年率、%)		グループ	社数 (社)	リターン(年率、%)	
		等金額	時価総額加重			等金額	時価総額加重
配当込みTOPIX			4.9	配当込みTOPIX			4.9
業種平均との差の変化幅がプラス	290	10.1	4.4	業種平均との差の変化幅がプラス	221	10.3	4.1
変化幅大	139	12.1	5.9	変化幅大	113	9.6	4.4
変化幅小	151	8.1	3.7	変化幅小	108	11.0	3.8
業種平均との差の変化幅がマイナス	377	9.8	5.0	業種平均との差の変化幅がマイナス	429	9.7	5.1
変化幅が2%pt以上	37	17.1	3.3	変化幅が2%pt以上	29	7.5	6.1
変化幅が1%pt以上	83	13.7	3.3	変化幅が1%pt以上	52	9.6	7.4
変化幅が0.5%pt以上	164	12.0	6.1	変化幅が0.5%pt以上	103	8.5	4.3

(注 1) 2011 年度と 2012 年度の女性比率の業種平均との差の変化でグループを作成

(注 2) 「業種平均との差の変化幅がマイナス」は、差が 0%pt を含む

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

4. 1年リバランスリターンの分析結果

1年リバランスリターンの分析結果のポイントを先に述べると、5年保有リターンと同様に、積極的に女性を登用している企業のリターンが高く、管理職よりも部長職にこの特性が強く表れているようである。ただ、女性の積極的な登用を指標とすると、時価総額加重リターンは配当込み TOPIX のリターンを大きく上回った年と大きく下回った年があり、リターンは高いがリスクも高いことがうかがえる。

(1) 管理職と部長職における女性比率

①管理職の女性比率

直近の管理職女性比率を用いて管理職への登用の有無で企業をグループ分けし、年初から1年間の投資を行うことを5年間繰り返した場合の等金額リターンは、女性管理職を登用している企業群が9.5%、登用していない企業群が11.8%となった(図表5)。管理職に女性を登用していない企業の方が平均的なリターンが高いのである。女性管理職を登用している企業を管理職女性比率の中央値で二分した場合は、女性比率が高い企業群のリターンが10.3%で、低い企業群のリターンである8.7%を上回った。女性を登用している企業の中でも、積極的に女性を登用している企業の評価が高く、女性の登用が低い水準にとどまっている企業への評価は低いことになる。ただ、いずれのリターンも女性管理職を登用していない企業群を下回っていることには変わりはない。管理職における女性比率に閾値を設定した場合は、閾値の水準を変えてもリターンに大きな差は見られなかった。

通期の時価総額加重リターンは、女性管理職を登用している企業群が4.9%で配当込み TOPIX と同水準であったのに対し、登用していない企業群は9.1%と非常に高い。また、女性管理職を登用している企業を女性比率の中央値で二分すると、比率が高い企業群のリターンは5.4%で配当込み TOPIX のリターンである4.9%を少し上回った。管理職女性比率に閾値を設定すると、閾値を20%(女性比率が20%以上)としたときのリターンは7.9%であり、社数が少ないことの影響もあるかもしれないが、配当込み TOPIX のリターンを大きく上回っている。しかし、いずれも女性管理職を登用していない企業群のリターンを下回っており、投資指標として女性管理職の登用の状況を用いることは難しそうである。

リターンの動向をもう少し詳しく見るために、時価総額加重の各年のリターンを検討する。女性管理職を登用している企業群の中では、女性比率が20%以上の企業群のリターンが高いのであるが、各年のリターンを配当込み TOPIX と比べると、2014年のリターンは配当込み TOPIX よりも大幅に低いが、2015年は大きく上回っている。また、2016年は配当込み TOPIX のリターンが0.3%であったのに対し、女性比率20%以上の企業群のリターンは-3.6%とマイナスである。このように各年のリターンのばらつきが非常に大きく、管理職女性比率を指標とする投資はリスクが高いことが示唆される。

図表 5. 管理職における女性比率の水準と 1 年リバランスリターン

グループ	社数 (社)	リターン(年率、%)						
		等金額	時価総額加重					
			通期	通期	2014年	2015年	2016年	2017年
配当込みTOPIX			4.9	10.3	12.1	0.3	22.2	-16.0
女性管理職の登用あり	871	9.5	4.9	10.0	12.2	0.5	21.0	-15.2
女性比率の水準高	438	10.3	5.4	6.8	15.0	-0.3	19.8	-11.3
女性比率の水準低	433	8.7	4.2	13.1	9.5	1.4	22.4	-20.3
女性管理職の登用なし	160	11.8	9.1	12.7	12.9	9.3	33.5	-16.8
女性比率が20%以上	64	10.9	7.9	1.2	34.8	-3.6	26.0	-11.5
女性比率が10%以上	173	10.9	3.5	-3.4	17.6	-4.2	21.9	-10.5
女性比率が5%以上	339	10.6	5.5	6.7	15.1	-0.3	20.3	-11.1

(注)「社数」は各年の社数の平均値

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

②部長職の女性比率

管理職についての分析と同様に、部長職における女性の登用についても毎年リバランスした場合の5年間リターンを算出すると、等金額リターンは女性部長職の登用ありが8.6%、登用なしが10.7%となった(図表6)。部長職に女性を登用することが高いリターンにつながることを期待しているのであるが、逆の結果となっている。ただ、部長職に女性を登用している企業を対象に、部長職女性比率の中央値で二分すると、女性比率が高い企業群のリターンは10.0%であるのに対し、低い企業群のリターンは7.1%となっている。積極的に部長職に女性を登用している企業群のリターンが高いのである。また、部長職女性比率に閾値を設定すると、閾値を10%としたときのリターンが10.7%であるのに対し、閾値が5%のリターンは10.5%、閾値が1%まで対象を広げると、リターンは9.1%となっている。部長職に女性を積極的に登用しているほど、平均的なリターンが高いという関係が見られる。ただし、リターンの水準は部長職に女性を登用していない企業群を超えるケースはなかった。

時価総額加重リターンは、女性部長職を登用している企業群が4.9%、登用していない企業群が4.6%で、わずかな差ではあるが登用している企業群の方が高い。ただ、配当込みTOPIXのリターンは4.9%で、部長職へ女性を登用しているという情報で市場平均を超えるリターンを得ることはできなかった。部長職に女性を登用している企業を、女性比率の中央値で二分すると、女性比率が高い企業群のリターンは6.3%、低い企業群のリターンは4.0%となった。また、部長職女性比率に閾値を設定すると、閾値が10%のときのリターンが8.8%と高く、閾値を1%に下げてもリターンは6.0%で、配当込みTOPIXのリターンより高い。これらのことは、積極的に部長職に女性を登用していることが投資指標として有効である可能性を示している。

各年の時価総額加重リターンを見ると、部長職に積極的に女性を登用している企業群(図表6で言えば女性比率5%以上や10%以上)のリターンは、市場全体が大きく下げた2018年においてリターンのマイナス幅が小さい。また、それらの企業群は2015年には市場を大きく上回るリターンを得ている。また、今回の分析でリターンが最も高い部長職女性比率が10%以上の企業群は、2017年もリターンが市場を大きく上回っている。しかし、5年間を通してみると毎年安

定的に市場を上回るリターンを得ているとは言い難く、リスクが高い投資となっている可能性がある。

図表 6. 部長職における女性比率の水準と 1 年リバランスリターン

グループ	社数 (社)	リターン(年率、%)						
		等金額		時価総額加重				
		通期	通期	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
配当込みTOPIX			4.9	10.3	12.1	0.3	22.2	-16.0
女性部長職の登用あり	416	8.6	4.9	9.2	12.6	1.1	20.4	-15.3
女性比率の水準高	208	10.0	6.3	8.3	17.1	-1.5	21.1	-10.2
女性比率の水準低	208	7.1	4.0	9.7	10.2	2.5	20.0	-18.1
女性部長職の登用なし	597	10.7	4.6	11.6	11.0	-0.3	24.0	-18.2
女性比率が10%以上	77	10.7	8.8	0.3	24.2	-2.2	30.4	-3.9
女性比率が5%以上	145	10.5	6.6	4.5	22.5	-1.4	20.8	-9.6
女性比率が1%以上	348	9.1	6.0	8.8	16.1	1.9	20.2	-13.6

(注)「社数」は各年の社数の平均値

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

(2) 管理職と部長職における女性比率の業種平均との差

①管理職での女性比率の業種平均との差

管理職女性比率の業種平均との差を指標とした場合、等金額リターンは業種平均との差がプラスの企業群が 9.6%、マイナスの企業群が 10.1%となった(図表 7)。業種平均との差がプラスの企業をプラス幅の中央値で二分すると、プラス幅が大きい企業群のリターンは 10.2%、小さい企業群のリターンは 9.0%となっている。さらに、業種平均との差を閾値に設定すると、閾値が 10%pt (業種平均との差が 10%pt) のときのリターンは 13.1%であり、閾値を変えてリターンを算出すると、閾値の水準が高いほどリターンが高い。市場は業種内で管理職に積極的に女性を登用している企業群ほど高く評価しているが、女性を登用していてもそれが限定的である企業への評価は業種平均との差がマイナスの企業よりも低い可能性がある。

時価総額加重リターンについては、管理職女性比率の業種平均との差がプラスの企業群は 5.3%で配当込み TOPIX のリターンの 4.9%を上回っているのに対し、業種平均との差がマイナスの企業群のリターンは 4.8%で、わずかではあるが配当込み TOPIX のリターンより低い。業種平均との差がプラスの企業をプラス幅の中央値で二分すると、プラス幅が大きい企業群のリターンは 5.4%、小さい企業群のリターンは 5.0%となっている。また、業種平均との差に閾値を設定すると、閾値が 10%pt 以上のときのリターンは 11.7%と非常に高い。管理職に女性を積極的に登用していることが投資指標として有効である可能性がある。

各年の時価総額加重リターンの動向を見ると、管理職女性比率が業種平均よりも高い企業群へ投資は、配当込み TOPIX のリターンを大きく上回った年と、逆に大きく下回った年が存在している。特に、業種平均との差が 10%pt 以上の企業群は通期のリターンが高いのであるが、このリターンのばらつきが大きいという特性が強く表れている。管理職女性比率の業種平均との

差を投資指標とする際には、この点に注意が必要となる。

図表 7. 管理職における女性比率の業種平均との差と 1 年リバランスリターン

グループ	社数 (社)	リターン(年率、%)						
		等金額	時価総額加重					
			通期	通期	2014年	2015年	2016年	2017年
配当込みTOPIX			4.9	10.3	12.1	0.3	22.2	-16.0
業種平均との差がプラス	354	9.6	5.3	9.4	10.6	-0.3	27.1	-15.6
プラス幅大	178	10.2	5.4	7.5	16.3	-1.7	22.3	-13.4
プラス幅小	177	9.0	5.0	10.9	5.8	0.9	31.3	-17.8
業種平均との差がマイナス	676	10.1	4.8	10.5	13.3	1.2	17.2	-14.9
業種平均との差が10%pt以上	65	13.1	11.7	5.1	37.3	-9.7	31.4	1.4
業種平均との差が5%pt以上	118	11.6	4.3	0.8	19.0	-3.9	20.7	-11.2
業種平均との差が1%pt以上	269	10.3	5.6	7.4	11.2	0.0	27.0	-13.3

(注 1)「業種平均との差がマイナス」は、差が 0%pt を含む

(注 2)「社数」は各年の社数の平均値

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

②部長職での女性比率の業種平均との差

部長職についても同様に、企業を部長職女性比率と業種平均との差でグループ分けすると、業種平均との差がプラスの企業群の等金額リターンは 8.9%、業種平均との差がマイナスの企業群のリターンは 10.3%となった(図表 8)。業種平均との差がプラスの企業を女性比率の業種平均との差の中央値で二分すると、プラス幅が大きい企業群のリターンは 10.3%で、低い企業群のリターンは 7.4%となっている。業種内でより積極的に部長職への女性の登用を進めている企業のリターンが高いのであるが、その水準は業種平均との差がマイナスで女性の登用が進んでいない企業群と同程度となっている。業種平均との差に閾値を設定すると、閾値が 10%pt のときのリターンは 13.1%と高いが、閾値を 5%pt として対象企業を広げるとリターンは 10.3%、そして閾値が 1%pt では 9.6%となり、両者のリターンは業種平均との差がマイナスの企業群のリターン以下となっている。部長職への女性の登用については、業種内でもより積極的に女性の登用を進めている企業への評価が高いが、登用を進めてはいるが限定的である企業の評価は、女性の登用が縮小している企業よりも評価が低い可能性がうかがえる。

時価総額加重リターンについては、業種平均との差がプラスの企業群は 5.0%で、配当込み TOPIX のリターンである 4.9%をわずかに上回っている。一方、業種平均との差がマイナスの企業群のリターンは 4.7%となっている。業種平均との差がプラスの企業群を女性比率の業種平均との差の中央値で二分すると、プラス幅が大きい企業群のリターンは 7.9%と高いが、小さい企業群のリターンは 3.4%にとどまっている。業種内で部長職への女性の登用をより積極的に進めている企業への投資が有効そうである。業種平均との差に閾値を設定すると、閾値が 10%pt のときのリターンは 14.2%と非常に高いが、閾値を 5%pt や 1%pt へと下げて、対象となる企業を広げるとリターンは市場平均程度になってしまう。社数が少ないことの影響もあるが、高いリターンを狙うには、業種内で相対的に部長職への女性の登用が大きく進んでいる企業を選択することが有効であることが示唆される。

時価総額加重リターンの各年のリターンを見ると、最もリターンが高い業種平均との差が10%pt以上の企業群のリターンは、配当込み TOPIX のリターンを大きく上回る年と、大きく下回る年がある。特に、2015年は配当込み TOPIX のリターンが12.1%であるのに対し、このグループのリターンは47.1%と非常に高い。反対に2016年は配当込み TOPIX のリターンが0.3%であったのに対し、このグループのリターンはマイナスであった。毎年リターンが配当込み TOPIX を上回ったのは5年中3年となっている。また、リスクの代表的な指標の1つである標準偏差（月次リターンによる年率換算値）は19.2%で、配当込み TOPIX の15.3%に比べてかなり高い。このようにリターンのばらつきが大きいことから、部長職女性比率の業種平均との差の水準が非常に高い企業への投資はリスクが高いと言える。このリスクを低減するには、企業選択のハードルを下げるのが有効ではないか。業種平均との差がプラスの企業を中央値で二分して作成したグループのうち、プラス幅の水準が高い企業群のリターンは通期でみて7.9%で配当込み TOPIX のリターンを大きく超え、各年のリターンも2014年を除いてほぼ安定的に配当込み TOPIX のリターンを上回っている。リターンの標準偏差は15.4%で、配当込み TOPIX とほぼ同水準である。

図表8. 部長職における女性比率の業種平均との差と1年リバランスリターン

グループ	社数 (社)	リターン(年率、%)						
		等金額	時価総額加重					
		通期	通期	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
配当込みTOPIX			4.9	10.3	12.1	0.3	22.2	-16.0
業種平均との差がプラス	273	8.9	5.0	9.9	11.2	0.3	23.8	-15.8
プラス幅大	137	10.3	7.9	7.3	16.9	0.7	23.8	-6.6
プラス幅小	136	7.4	3.4	11.3	7.5	0.0	23.9	-20.4
業種平均との差がマイナス	736	10.3	4.7	9.6	13.0	1.2	19.3	-15.7
業種平均との差が10%pt以上	45	13.1	14.2	3.5	47.1	-3.2	38.9	-5.3
業種平均との差が5%pt以上	88	10.3	4.9	-9.2	22.2	-2.8	28.6	-8.6
業種平均との差が1%pt以上	191	9.6	5.3	7.3	12.9	0.2	22.9	-13.2

(注1)「業種平均との差がマイナス」は、差が0%ptを含む

(注2)「社数」は各年の社数の平均値

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

5. 終わりに

本稿では女性の登用に関する指標として管理職女性比率と部長職女性比率に着目し、その水準や変化、さらには業種平均との差やその変化を用いて企業をグループ分けし、2014年から2018年の5年間のリターンを計測した。その結果、積極的に女性を登用している企業の平均的なリターンや時価総額加重リターンが高いケースが多いことがわかった。

1年リバランスによる時価総額加重リターンを各年で見ると、より積極的に女性を登用している企業のリターンが高いのであるが、ほとんどのケースで配当込み TOPIX のリターンを大きく上回った年と大きく下回った年が存在している。リターンは高いのであるが、リスクも高いことがうかがえるということである。ただ、2018年は配当込み TOPIX が-16.0%と市場が大きく下

げた中、女性を積極的に登用している企業群のリターンはマイナス幅が小さいケースが多い。女性の登用という情報を用いることで、市場下落時にポートフォリオのリターンの低下を軽減する効果が期待できる可能性を示唆しよう。

管理職と部長職では、部長職の方が登用の状況の違いでリターンの差が大きい傾向がうかがえる。管理職の中でも上位に位置する部長職は業務に与える影響が大きいと考えられ、これが企業価値の創出などを通じてリターンに影響している可能性がある。また、企業のグループを作成した後に5年間保有を続けた場合と、直近の女性の登用の情報を用いて1年ごとにリバランスした場合の5年間のリターンを比較すると、等金額リターンと時価総額加重リターンはともに、1年ごとにリバランスしたときのリターンの方が高いケースが多い。常に最新の情報を反映させてリバランスすることが妥当であることを示すのではないかな。

以上の結果は、管理職や部長職における女性登用の状況とリターンには何らかの関係が存在し、投資指標として有効であることの可能性を示唆している。中でも、部長職女性比率の業種平均との差がプラスの企業のうち、プラス幅が大きい企業群については、1年リバランスによる通期の時価総額加重リターンが高く、リスクの代表的な指標の1つである標準偏差は配当込みTOPIXとほぼ同水準となっている。また、管理職や部長職の女性比率の水準は業種による違いが大きく、女性比率をそのまま用いると業種の偏りによる影響が大きいと考えられるが、業種平均との差であればある程度の業種分散も図れよう。今回の分析では、中でも部長職女性比率の業種平均との差が投資指標として有効性が高いことが示されたと思われる。

ただ、以上の結果はあくまでも本レポートで分析したケースでの結果である。また、実際の投資では単一の指標ではなく、さまざまな情報により多面的な評価が行われているだろう。管理職や部長職における女性の登用に関する指標は、投資指標の候補として検討する価値は十分にあるが、指標そのものの使い方の工夫、他の指標との組み合わせ、異なった期間での動向など、さらなる分析を進めることが課題である。

次レポートでは、役員や執行役員への女性の選任と投資パフォーマンスについての分析結果を紹介する予定である。また、その後のレポートでは外国人に関するダイバーシティと投資パフォーマンスとの関係についての分析結果についての紹介を予定している。