

2019年4月9日 全14頁

ダイバーシティと投資パフォーマンス（2）

～役員や執行役員に女性を積極的に選任している企業群への投資はリターンが高く、リスクは低い～

政策調査部 主任研究員 伊藤 正晴

[要約]

- 役員女性比率と執行役員女性比率について、その水準や業種平均との差などで企業をグループ分けし、グループ分け後のリターンを計測した。計測期間は、2014年から2018年の5年間とし、以下の結果を得た。
- 等金額投資によるリターンを分析すると、役員や執行役員に女性を選任している企業群は、選任していない企業群よりも平均的なリターンが高い。また、役員や執行役員に女性を選任しているとしても、役員女性比率や執行役員女性比率が低い企業群は、役員や執行役員に女性を選任していない企業群よりむしろリターンが低い。
- これらのことから、積極的に女性を選任している企業は市場からの評価が高い可能性があると同時に、女性を選任していてもそれが限定的である企業は市場からの評価が低い可能性があることが示唆される。
- 投資指標としての観点からは、役員や執行役員に女性を積極的に選任している企業群の時価総額加重リターンが高く、リスクは低い。ただ、役員や執行役員の女性比率は業種によって大きく異なるため、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。業種内で相対的に女性の選任に積極的な企業群のリターンが高く、リスクは低いことは、業種の偏りによるリスクを低減する効果があろう。

1. はじめに

少子高齢化による労働力の減少懸念への対応や、多様な人材の登用によるイノベーションの促進などへの期待から、産官学のさまざまな分野で女性や外国人の活躍が推進されている。また、ESG投資の観点でも、人材のダイバーシティを進めることが企業価値の創生につながることで期待され、ESG要因として注目されている。

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

検討している。先のレポート（2019年2月25日付レポート¹⁾）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、女性を積極的に登用している企業のリターンが高いとの結果を得た。続く本レポートでは、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、女性の選任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やリスクを比較することで、役員や執行役員への女性の選任という情報が株式の投資指標として有効かを検討する。

なお、女性や外国人に関するダイバーシティの動向については、上場企業全体（2018年6月6日付レポート²⁾）や、企業規模やセクター別（2018年8月6日付レポート³⁾）で分析している。また、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⁴⁾）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⁵⁾）を分析し、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。

2. 分析について

女性に関するダイバーシティの指標は、これまでのシリーズレポートと同様に、東洋経済新報社の「CSRデータベース」に収録されている「役員」と「執行役員」における女性の選任の状況を用いる。ここで用いる「役員」は取締役、監査役、執行役員、執行役を合わせたもので、社外取締役や監査役も含む。また、「執行役員」は「役員」の一部ということになる。分析に用いる指標は、役員と執行役員における女性比率（役員女性比率、執行役員女性比率）と、女性比率の業種平均との差、そしてこれ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、先のレポート（2019年2月25日付レポート）と同様に、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

女性の選任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。等金

¹⁾伊藤正晴「[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～](#)」（2019年2月25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（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）

³⁾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）

⁴⁾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）

⁵⁾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）

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。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とそのリスクを計測する。

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、女性の選任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。

①継続保有リターン

2013 年 12 月にデータが入手できた 2012 年度の女性の選任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。

②毎年リバランスリターン

継続保有リターンと同様に、2012 年度の女性の選任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の選任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。なおその際、時価総額加重リターンについては、月次リターンからリスクの代表的な指標である標準偏差を算出し、その年率換算値をリスクとする。

3. 継続保有リターンの分析結果

継続保有リターンの分析結果のポイントを先に述べると、役員や執行役員に女性を選任している企業の方が選任していない企業よりもリターンが高く、リスクは低い。特に、女性を積極的に選任している企業ほどリターンが高くリスクは低い傾向がうかがえる。投資プロセスに役員や執行役員への女性の選任の状況を考慮することが投資パフォーマンスの向上に寄与する可能性がある。

(1) 役員と執行役員における女性比率

①女性比率の水準

まず、役員や執行役員に女性を選任しているか否かによって企業の平均的なリターンに差があるかを見る。グループの等金額リターンは、女性役員を選任している企業群のリターンが10.4%であるのに対し、選任していない企業群のリターンは9.0%であった(図表1)。役員に女性を選任している企業群の方がリターンの高いことが期待されるが、期待通りの結果になっている。また、役員に女性を選任していない企業のリターンが低いことは、女性を選任していないことに対する市場からの評価が低い可能性がある。

ただ、女性役員を選任している企業を対象に、役員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、両者のリターンはほぼ同水準となっている。役員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したところ⁶、閾値を10%(役員女性比率が10%以上)、5%、1%と下げるとリターンも低下するが(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が)、リターンの差はそれほど大きくはない。単に女性を役員に選任するだけでなく、ある一定水準以上にまで積極的に選任していることが高いリターンにつながっている可能性はあるが、リターンに大きな差が生じるほどではないようである。

次に、投資指標として有効性を調べるために、時価総額加重リターンについて検討する。女性役員を選任している企業群のリターンは、配当込みTOPIXのリターンである4.9%を大きく超える7.0%となっている。一方、女性役員を選任していない企業群は2.8%にとどまっております、やはり期待通りの結果が得られた。リスクについては、女性役員を選任している企業群は14.1%で配当込みTOPIXのリスク15.3%より低いのに対し、女性役員を選任していない企業群は16.8%と高い。

女性役員を選任している企業を役員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8.4%であるのに対し、女性比率が低い企業群は6.5%となっている。リスクについては、女性比率の水準が高い企業群は13.3%であるのに対し、水準の低い企業群は14.9%となっている。役員に女性を選任しているかどうか、企業に対する市場の評価に影響している可能性がうかがえる。役員女性比率に閾値を設けて女性比率が閾値以上の企業を対象にグループを作成すると、閾値が高いほどリターンが高いという関係は見られないが、リスクについては閾値が高いほど低くなっている。これらの結果から、積極的に役員に女性を選任している企業への投資はリターンが高く、リスクは低いことが期待できよう。

執行役員への女性の選任については、等金額リターンは執行役員に女性を選任している企業群が11.1%であるのに対し、女性を選任していない企業群は9.1%となっている。執行役員に女性を選任することが企業価値の向上に寄与し、リターンが高いことが期待されるが、その期待に沿った結果である。しかし、執行役員に女性を登用している企業を執行役員女性比率の中央値で二分すると、両者のリターンはほぼ同水準である。さらに、執行役員女性比率に閾値を

⁶ 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。

設定すると、閾値を20%としたときの企業群のリターンは15.2%と非常に高いが、対象社数が少ないことで個別企業の影響が強く表れた可能性もある。閾値が10%と5%とでは、リターンにそれほど大きな違いはない。

時価総額加重リターンは、執行役員に女性を選任している企業群は7.8%で、配当込みTOPIXのリターン4.9%を大きく超えている。一方、女性を選任していない企業群のリターンは3.1%と低い。また、リスクも女性執行役員を選任している企業群は13.5%で、配当込みTOPIXの15.3%より低い。これに対して選任していない企業群は16.6%と高い。執行役員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4.2%であるのに対し、女性比率が低い企業群は8.8%と高く、期待とは逆の関係になっている。執行役員女性比率に閾値を設定すると、閾値を20%としたときのリターンは8.5%と高いのであるが、閾値を10%や5%に下げた場合はそれぞれ4.4%、6.1%となっており、女性比率が高い方がリターンも高いという線形の関係は見られない。全体的にみて、女性役員と同様に、執行役員に関しては女性を選任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らう。

図表1. 役員と執行役員における女性比率と継続保有の投資パフォーマンス

グループ	役員					グループ	執行役員				
	社数 (社)	等金額 リターン (%)	時価総額加重				社数 (社)	等金額 リターン (%)	時価総額加重		
		リターン (%)	リスク (%)	リスク当たり リターン			リターン (%)	リスク (%)	リスク当たり リターン		
配当込みTOPIX		4.9	15.3	0.322	配当込みTOPIX		4.9	15.3	0.322		
女性役員の選任あり	169	10.4	7.0	14.1	0.494	女性執行役員の選任あり	71	11.1	7.8	13.5	0.580
女性比率の水準高	82	10.2	8.4	13.3	0.630	女性比率の水準高	36	11.0	4.2	13.5	0.310
女性比率の水準低	87	10.6	6.5	14.9	0.440	女性比率の水準低	35	11.1	8.8	14.0	0.632
女性比率が10%以上	47	11.4	7.7	12.9	0.599	女性比率が20%以上	19	15.2	8.5	14.6	0.586
女性比率が5%以上	101	11.0	7.2	13.2	0.542	女性比率が10%以上	38	10.8	4.4	13.3	0.331
女性比率が1%以上	134	10.7	7.8	13.8	0.566	女性比率が5%以上	52	11.8	6.1	13.3	0.461
女性役員の選任なし	657	9.0	2.8	16.8	0.166	女性執行役員の選任なし	670	9.1	3.1	16.6	0.185

(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、役員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9.9%であるのに対し、低下した企業群は11.1%で期待とは逆の関係になっている(図表2)。

時価総額加重リターンに関しては、役員女性比率が上昇している企業群のリターンは7.9%で配当込みTOPIXよりも高い。比率の変化なしや比率が低下した企業群のリターンはそれぞれ3.7%と4.7%と配当込みTOPIXのリターンを下回っている。リスクについても、女性比率が上昇している企業群は14.3%で配当込みTOPIXよりも少し低く、変化なしは16.5%と高い(比率が低下している企業群は15.1%で配当込みTOPIXとほぼ同水準)。投資指標として役員女性比率が上昇しているかどうか有効であることが示唆される。

執行役員に関しては、等金額リターンは執行役員女性比率が上昇している企業群は12.1%であるのに対し、比率が低下している企業群は12.5%で、期待とは逆に比率が低下している企業群のリターンがわずかに高い。既述の通り役員でも同様の結果であり、女性比率の変化は市場

での評価とは関係していないように思える。

時価総額加重リターンについては、執行役員女性比率が上昇している企業群は8.4%となっているのに対し、比率が低下している企業群は6.8%であった。執行役員女性比率が上昇していることが投資指標として有効である可能性はあろうが、リスクも上昇している企業群の方が少し高いため投資指標としての有効性はそれほど高くはないようである。

なお、役員にしろ、執行役員にしろ、女性比率が上昇している企業は対象社数がそもそも少ないため、上昇している企業群をさらにグループに分けた分析の結果は紹介していない。また、役員での時価総額加重リターンと同様に、執行役員についても女性比率が変化していない企業群のリターンが非常に低い。執行役員女性比率が変化していない企業を調べると、女性比率の変化を計測した2011年度と2012年度の女性比率が0%（選任なし）になっている（487社中480社）。つまり、先に紹介した女性比率の水準での結果で見たように、女性を選任していない企業群のリターンが低いことが、女性比率の水準の変化での分析に大きく影響しているとみられる。

図表2. 役員と執行役員における女性比率の変化と継続保有の投資パフォーマンス

グループ	役員					グループ	執行役員				
	社数 (社)	等金額 リターン (%)	時価総額加重				社数 (社)	等金額 リターン (%)	時価総額加重		
		リターン (%)	リスク (%)	リスク当たり リターン			リターン (%)	リスク (%)	リスク当たり リターン		
配当込みTOPIX			4.9	15.3	0.322	配当込みTOPIX			4.9	15.3	0.322
役員女性比率が上昇	63	9.9	7.9	14.3	0.551	執行役員女性比率が上昇	22	12.1	8.4	15.6	0.538
役員女性比率の変化なし	547	9.6	3.7	16.5	0.222	執行役員女性比率の変化なし	487	9.8	3.4	16.5	0.204
役員女性比率が低下	43	11.1	4.7	15.1	0.314	執行役員女性比率が低下	19	12.5	6.8	14.0	0.488

(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) 役員と執行役員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、役員や執行役員における女性比率は、業種によって大きく異なっている。このような状況で、女性比率を単純に用いて分析すると、業種構成に偏りが生じ、これがここまで見てきた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、各企業の役員や執行役員の女性比率と所属する業種における役員や執行役員の女性比率の平均値（業種平均）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、役員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10.6%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）。業種平均との差がプラスの企業群のリターンが高いことが期待されるが、その関係が成立している。ただ、両者のリターンの差はそれほど大きくはない。業種平均との差の度合いとリターンの関係を見るために、業種平均との差がプラスの企業を中央値で二分すると、プラス幅が大きい企業の方のリターンが高い。また、業種平均との差とリターンの関係を詳細に見るために、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（役員女性比率の業種平均との差が

10%pt 以上) のリターンは 12.9%と高い。社数が少ないため個別企業のリターンが影響していることも考えられるが、業種内で女性役員を積極的に選任している企業が市場から高い評価を受けている可能性がある。

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 7.1%と高いのに対し、差がマイナスの企業群は 2.9%にとどまっている。また、リスクは業種平均との差がプラスの企業群の方が低い。業種平均との差がプラスの企業を中央値で二分すると、プラス幅が大きい企業群のリターンは 8.4%で、配当込み TOPIX の 4.9%を大きく上回っている。リスクは 13.4%で配当込み TOPIX よりも低く、リスク当たりのリターンは配当込み TOPIX の 2 倍近い。また、業種平均との差に閾値を設定すると、閾値が高いほどリターンが高いことが期待されるが、これは成立していなかった。したがって、役員女性比率の業種平均との差に着目した場合は、業種内で相対的に役員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であるかもしれない。

執行役員については、等金額リターンは業種平均との差がプラスの企業群が 11.5%、差がマイナスの企業群が 9.1%となっている。ただ、業種平均との差がプラスの企業を対象に、中央値で二分すると、プラス幅が大きい企業群とプラス幅が小さい企業群のリターンは同程度の水準であった。また、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 12.4%と高い。社数が少ないことで個別企業の動向が影響している可能性も考えられるが、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が高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は 8.5%と非常に高いのに対し、マイナスの企業群は 2.9%にとどまっている。しかし、業種平均との差がプラスの企業を中央値で二分すると、期待に反してプラス幅が小さい企業のリターンが非常に高い。業種平均との差に閾値を設定した場合も、閾値が 10%pt よりも 5%pt の方のリターンが高い。業種内で平均以上に女性執行役員の選任を進めている企業群はリターンが高く、リスクは低いことは、これが投資指標として有効であることを示唆するが、選任を積極的に進めるほどリターンが高いという関係は見られなかった。

図表 3. 役員と執行役員における女性比率の業種平均との差と継続保有の投資パフォーマンス

グループ	役員				執行役員						
	社数 (社)	等金額 リターン (%)	時価総額加重			グループ	社数 (社)	等金額 リターン (%)	時価総額加重		
		リターン (%)	リスク (%)	リスク当たり リターン			リターン (%)	リスク (%)	リスク当たり リターン		
配当込みTOPIX			4.9	15.3	0.322	配当込みTOPIX			4.9	15.3	0.322
業種平均との差がプラス	159	10.6	7.1	13.9	0.514	業種平均との差がプラス	68	11.5	8.5	13.4	0.637
プラス幅大	79	11.0	8.4	13.4	0.631	プラス幅大	35	11.3	4.8	13.2	0.364
プラス幅小	80	10.2	6.7	14.5	0.462	プラス幅小	33	11.7	9.3	13.8	0.675
業種平均との差が10%pt以上	34	12.9	8.4	13.7	0.612	業種平均との差が10%pt以上	30	12.4	5.2	13.1	0.394
業種平均との差が5%pt以上	65	10.5	9.6	13.6	0.703	業種平均との差が5%pt以上	42	11.6	6.2	13.4	0.459
業種平均との差がマイナス	667	9.0	2.9	16.9	0.175	業種平均との差がマイナス	673	9.1	2.9	16.6	0.177

(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女性比率の変化幅の業種平均との差

女性比率の水準と同様に、女性比率の変化についても業種平均との差とリターンとの関係を探る。まず、役員についてである。等金額リターンは、女性比率の変化幅の業種平均との差がプラスの企業群が 8.6%、変化幅がマイナスの企業群のリターンは 10.4%であった（図表 4）。女性比率の変化幅の業種平均との差がプラスの企業は、業種内比較でより積極的に女性の選任を進めていることから、リターンが高いことが期待されたが、実際には期待とは逆の結果となっている。ただ、業種平均との差がプラスの企業をその中央値で二分すると、差が大きい企業群のリターンは 10.6%であるのに対し、差が小さい企業群のリターンは 5.9%と低い。また、業種平均との差に閾値を設定する、閾値が 3%pt の場合のリターンは 10.1%、閾値が 1%pt だと 11.8%となった。業種平均とのプラスの差が大きい企業群のリターンは、業種平均との差がマイナスの企業群のリターンをわずかに超えていることや、閾値が 1%pt の場合のリターンが高いことは、業種内で相対的に役員への女性の選任をある程度進めている企業への市場の評価が高いことが示唆される。ただ、女性の選任を積極的に進めている企業ほどリターンが高いという関係は見られなかった。

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が 4.7%、マイナスの企業群が 4.6%であり、大きな差はない。また、いずれも配当込み TOPIX の 4.9%をわずかに下回っている。業種平均との差がプラスの企業を、その中央値で二分すると、プラスの差が大きい企業群のリターンは 6.4%で配当込み TOPIX のリターンを上回った。ただ、リスクは配当込み TOPIX と同程度となっている。プラスの差が小さい企業群のリターンは 2.8%にとどまっている。業種平均との差に閾値を設定すると、閾値が 3%pt の場合のリターンは 9.8%、閾値を 1%pt に設定すると 9.2%となっている。また、いずれもリスクは配当込み TOPIX よりも低い。以上のことは、女性比率の変化幅の業種平均との差は、差が大きいという情報が投資指標として有効となる可能性を示唆しよう。

執行役員への女性の選任については、等金額リターンは業種平均との差がプラスの企業群が 8.9%、マイナスの企業群が 10.4%で、期待とは逆の関係になっている。ただ、業種平均との差がプラスの企業をその中央値で二分すると、プラスの差が大きい企業群の方のリターンが高い。業種平均との差に閾値を設定すると、閾値が高いほどリターンが高い。閾値を高くすると社数が少なくなることなどの影響も考えられるが、業種平均との差が大きい企業に対する市場の評価が高い可能性がある。

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 4.9%、マイナスの企業群は 4.0%となった。ただ、業種平均との差がプラスの企業群のリターンは配当込み TOPIX と同水準だが、リスクは配当込み TOPIX よりも高い。業種平均との差がプラスの企業をその中央値で二分した場合は、プラスの差が大きい企業群のリターンは 8.6%と非常に高く、リスクは配当込み TOPIX をわずかに超える程度となっている（リスク当たりリターンがかなり高い）。業種平均との差に閾値を設定すると、閾値が高い方のリターンが高い。リスクも少し高いのであるが、リターンが高いことでリスク当たりリターンが非常に高くなっている。社数が少ないことなどもあるが、業種平均との差が大きいという情報が投資指標として有効である可能性を示唆

しよう。

ただし、女性比率の変化幅の業種平均との差についても、女性を選任していない企業が多数を占めていることの影響を考える必要がある。女性比率の変化幅の業種平均との差を算出する際、女性比率が0%（女性を選任していない）のままの企業は、女性比率の変化幅の業種平均との差という指標は単に業種平均の変化幅にマイナス1を乗じたものになってしまう。本レポートでは、このようなケースも含めて女性比率の変化幅の業種平均との差とリターンの関係进行分析しているのだが、業種平均との差のプラス幅が大きい企業群のリターンが高いという結果が得られたのは興味深い。

図表4. 役員と執行役員における女性比率の変化幅の業種平均との差と継続保有の投資パフォーマンス

グループ	役員					執行役員					
	社数 (社)	等金額 リターン (%)	時価総額加重			社数 (社)	等金額 リターン (%)	時価総額加重			
		リターン (%)	リスク (%)	リスク当たり リターン			リターン (%)	リスク (%)	リスク当たり リターン		
配当込みTOPIX			4.9	15.3	0.322	配当込みTOPIX		4.9	15.3	0.322	
変化幅の業種平均との差がプラス	253	8.6	4.7	16.0	0.294	変化幅の業種平均との差がプラス	140	8.9	4.9	17.2	0.282
プラス幅大	139	10.6	6.4	15.1	0.424	プラス幅大	59	10.1	8.6	15.7	0.546
プラス幅小	114	5.9	2.8	18.6	0.151	プラス幅小	81	7.9	2.1	19.6	0.105
業種平均との差が3%pt以上	22	10.1	9.8	14.2	0.689	業種平均との差が3%pt以上	14	12.4	15.3	17.6	0.866
業種平均との差が1%pt以上	38	11.8	9.2	14.6	0.632	業種平均との差が1%pt以上	45	10.5	9.0	17.4	0.520
変化幅の業種平均との差がマイナス	400	10.4	4.6	15.3	0.302	変化幅の業種平均との差がマイナス	388	10.4	4.0	15.4	0.260

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

(注2) 「変化幅の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

4. 毎年リバランスリターンの分析結果

毎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、積極的に女性を選任している企業群の等金額リターンが高い。これら企業を市場が高く評価している可能性がうかがえる。時価総額加重リターンも同様に、女性を積極的に選任している企業群への投資はリターンが高く、リスクは低いとの結果を得た。

(1) 役員と執行役員における女性比率

① 役員的女性比率

直近の役員女性比率を用いて役員への女性の選任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、女性役員を選任している企業群が10.1%、選任していない企業群が9.7%であった(図表5)。女性役員を選任していることが高いリターンにつながると期待したが、その通りの結果となっている。女性役員を選任している企業を役員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は12.0%と高いが、女性比率が低い企業群のリターンは女性役員を選任していない企業群よりも低い8.2%となっている。さらに、役員女性比率に閾値を設けた場合、閾値が高いほどリターン

が高いという結果を得た。市場は役員に積極的に女性を選任している企業を高く評価しているが、女性の選任が低い水準にとどまっている企業への評価は低いことがうかがえる。

通期の時価総額加重リターンについて見ると、女性役員を選任している企業群は5.8%で配当込みTOPIXのリターン4.9%を超え、リスクは配当込みTOPIXよりも低い。一方、女性役員を選任していない企業群のリターンは4.1%で配当込みTOPIXよりも低く、リスクは逆に配当込みTOPIXを上回っている。また、女性役員を選任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7.7%と高いが、やはりリスクは配当込みTOPIXよりも低い。役員女性比率に閾値を設定すると、閾値が高い方のリターンが高く、リスクは逆に低いという結果になった。これらの結果は、役員に女性を積極的に選任しているという情報が、投資パフォーマンスの向上に寄与する可能性を示そう。

リターンの動向をもう少し詳しく検討するために、時価総額加重の各年のリターンを見ると、5年間連続して配当込みTOPIXを上回るグループはなかった。投資プロセスに女性役員の選任状況を用いることは、短期的ではなく中長期的な投資パフォーマンスの向上への寄与が期待できよう。

図表5. 役員における女性比率の水準と毎年リバランスの投資パフォーマンス

グループ	社数 (社)	等金額 5年間 リターン (%)	時価総額加重							5年間	
			5年間 リターン (%)	各年のリターン					リスク	リスク当たり リターン	
				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	15.3	0.322	
女性役員の選任あり	327	10.1	5.8	13.6	13.8	-0.3	18.4	-13.2	14.7	0.393	
女性比率の水準高	162	12.0	7.7	12.7	20.9	-2.7	20.9	-9.8	13.5	0.565	
女性比率の水準低	165	8.2	5.0	13.9	11.7	0.6	17.1	-14.7	15.5	0.325	
女性比率が10%以上	91	13.2	10.6	9.9	27.6	-1.3	29.4	-7.5	13.1	0.814	
女性比率が5%以上	177	11.5	6.7	8.9	21.0	-2.5	19.1	-9.6	13.4	0.502	
女性役員の選任なし	699	9.7	4.1	7.3	10.4	2.8	28.9	-22.1	17.0	0.242	

(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執行役員の女性比率

役員についての分析と同様に、執行役員への女性の選任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執行役員の選任ありが10.8%、選任なしが9.9%となった(図表6)。また、執行役員に女性を選任している企業を対象に、執行役員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12.1%であるのに対し、女性比率が低い企業群のリターンは9.3%となっている。積極的に執行役員に女性を選任している企業群のリターンが高いのである。また、女性比率が低い水準にとどまっている企業群のリターンは、女性を選任していない企業群よりも低い。さらに、執行役員女性比率に閾値を設定すると、閾値が高い方のリターンが高い。女性執行役員を積極的に選任している企業は市場から高く評価されるが、選任が限定的な企業に対する評価はむしろ低いことが示唆されよう。

時価総額加重リターンは、女性執行役員を選任している企業群が 5.8%で配当込み TOPIX のリターンを超えているのに対し、女性執行役員を選任していない企業群は 4.0%にとどまっている。リスクについては、女性を選任している企業群は配当込み TOPIX よりも低いのに対し、選任していない企業群のリスクは配当込み TOPIX よりも高い。執行役員に女性を選任している企業群は、リターンは高いが、リスクは低いのである。執行役員に女性を選任している企業を、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 7.7%、低い企業群のリターンは 5.3%となった。また、執行役員女性比率に閾値を設定すると、閾値が 20%の場合のリターンは、社数が少ないため個別企業の要因が影響している可能性はあるが、12.1%と非常に高い。これらのことは、執行役員に女性を積極的に選任しているという情報が投資パフォーマンスの向上に寄与する可能性を示唆しよう。

ただ、各年の時価総額加重リターンを見ると、5年間連続して配当込み TOPIX のリターンを上回っているグループはなかった。役員の場合と同様に、執行役員への女性の選任という情報は短期ではなく、中長期的な投資で有効となる可能性があるだろう。

図表 6. 執行役員における女性比率の水準と毎年リバランスの投資パフォーマンス

グループ	社数 (社)	等金額 5年間 リターン (%)	時価総額加重						5年間	
			5年間 リターン (%)	各年のリターン					リスク リターン (%)	リスク当たり リターン
				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	15.3	0.322
女性執行役員の選任あり	115	10.8	5.8	11.9	19.3	-2.6	16.7	-12.7	14.9	0.387
女性比率の水準高	58	12.1	7.7	5.4	27.0	-3.2	21.8	-8.1	12.2	0.632
女性比率の水準低	58	9.3	5.3	13.8	17.4	-2.3	15.5	-14.1	16.4	0.322
女性比率が20%以上	27	14.8	12.1	8.7	28.2	-0.5	49.7	-14.5	16.7	0.728
女性比率が5%以上	96	11.3	6.8	9.1	23.1	-4.6	19.5	-9.4	13.4	0.507
女性執行役員の選任なし	851	9.9	4.0	7.7	10.1	1.3	22.7	-17.3	15.8	0.257

(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) 役員と執行役員における女性比率の業種平均との差

① 役員での女性比率の業種平均との差

役員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 10.4%、マイナスの企業群が 9.8%となった (図表 7)。業種平均との差がプラスの企業をその中央値で二分すると、プラスの差が大きい企業群のリターンは 11.7%、小さい企業群のリターンは 9.0%で、プラスの差が小さい企業群のリターンは業種平均との差がマイナスの企業群よりも低い。さらに、業種平均との差を閾値に設定すると、閾値が高いほどリターンも高いという関係が見られる。市場は業種内で役員に積極的に女性を選任している企業ほど高く評価しているが、女性の選任が積極的であってもそれが限定的となってい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だろう。

時価総額加重リターンについては、役員女性比率の業種平均との差がプラスの企業群は 5.5%

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。また、リスクは業種平均との差がプラスの企業群は配当込み TOPIX よりも低いのに対し、業種平均との差がマイナスの企業群は配当込み TOPIX よりも高い。業種平均との差がプラスの企業をその中央値で二分すると、プラスの差が大きい企業群のリターンは 9.8%と非常に高いが、小さい企業群のリターンは 3.4%にとどまっている。また、業種平均との差に閾値を設定すると、閾値が高いほどリターンが高い。これらの結果は、業種内比較で役員に女性を積極的に選任している企業への投資が投資パフォーマンスの向上に寄与する可能性を示唆しよう。

各年の時価総額加重リターンの動向を見ると、業種平均との差が 10%pt 以上の企業群は、毎年リターンがすべて配当込み TOPIX を上回っている。他のグループのリターンは配当込み TOPIX よりも低い年が存在している。やはり、役員女性比率の業種平均との差に着目した投資は、中長期的に有効な投資と考えられるが、状況によっては短期的にも有効な指標となる可能性がうかがえよう。

図表 7. 役員における女性比率の業種平均との差と毎年リバランスの投資パフォーマンス

グループ	社数 (社)	等金額 5年間 リターン (%)	時価総額加重 各年のリターン					5年間 リスク リスク当たり リターン		
			5年間 リターン (%)	2014年 (%)	2015年 (%)	2016年 (%)	2017年 (%)	2018年 (%)	リスク (%)	リスク当たり リターン
配当込みTOPIX		4.9	10.3	12.1	0.3	22.2	-16.0	15.3	0.322	
業種平均との差がプラス	282	10.4	5.5	14.2	10.1	-0.3	20.1	-13.4	14.5	0.377
プラス幅大	141	11.7	9.8	14.2	23.5	-1.1	26.2	-9.1	14.4	0.685
プラス幅小	141	9.0	3.4	14.2	5.5	0.0	17.5	-16.5	14.8	0.230
業種平均との差が10%pt以上	47	13.1	13.2	10.4	25.3	1.5	40.8	-5.9	13.5	0.979
業種平均との差が5%pt以上	111	12.4	10.3	14.1	25.9	-1.6	25.9	-8.3	14.1	0.734
業種平均との差が2.5%pt以上	179	11.3	6.3	9.7	15.6	-1.8	22.9	-11.3	13.7	0.460
業種平均との差がマイナス	744	9.8	4.8	7.3	14.0	2.0	22.6	-17.4	16.6	0.289

(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執行役員での女性比率の業種平均との差

執行役員についても同様に、執行役員女性比率と業種平均との差で企業を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 10.7%、業種平均との差がマイナスの企業群のリターンは 9.9%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 13.0%と高いが、プラス幅の低い企業群のリターンは 8.4%で、業種平均との差がマイナスの企業群よりも低い。業種平均との差に閾値を設定すると、閾値が高いほどリターンが高い結果になっている。これらのことから、役員の場合と同様に、市場は業種内で執行役員に積極的に女性を選任している企業ほど高く評価しているが、女性の選任が積極的であってもそれが限定的となっている企業への評価は業種平均よりも女性比率が低い企業よりも評価が低い可能性がある。

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 5.8%で、配当込み TOPIX のリターンである 4.9%よりも高いが、業種平均との差がマイナスの企業群のリターンは 4.1%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 8.3%と高く、リスクは配当込み TOPIX よりも低いため、リスク当たりリターンが配当込み TOPIX の 2 倍程度となっている。一方、業種平均との差のプラス幅が小さい企業群のリターンは 5.1%となっており、リスク当たりリターンは配当込 TOPIX を下回る。業種平均との差に閾値を設けると、閾値が高いほどリターンが高いという関係が見られる。業種内で執行役員への女性の選任をより積極的に進めている企業への投資が投資パフォーマンスの向上に寄与する可能性がある。

ただ、各年の時価総額加重リターンを見ると、5年間連続して配当込み TOPIX のリターンを上回っているグループはなかった。執行役員女性比率の業種平均との差に着目した投資は中長期的なパフォーマンスの寄与することを示唆しよう。

図表 8. 執行役員における女性比率の業種平均との差と毎年リバランスの投資パフォーマンス

グループ	社数 (社)	等金額 5年間 リターン (%)	時価総額加重						5年間	
			5年間 リターン (%)	各年のリターン					リスク	リスク当たり リターン
			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	15.3	0.322
業種平均との差がプラス	111	10.7	5.8	12.9	17.8	-2.8	18.1	-13.3	14.9	0.389
プラス幅大	56	13.0	8.3	8.7	27.7	-2.7	21.0	-8.9	12.3	0.674
プラス幅小	55	8.4	5.1	14.0	15.2	-2.7	17.5	-14.4	16.5	0.311
業種平均との差が15%pt以上	29	14.5	11.7	8.6	27.1	0.7	45.9	-14.5	16.1	0.722
業種平均との差が5%pt以上	66	12.5	8.5	9.1	24.1	-3.4	22.7	-6.3	12.5	0.681
業種平均との差が2.5%pt以上	93	11.3	7.0	12.0	19.3	-1.1	21.6	-12.7	14.4	0.487
業種平均との差がマイナス	855	9.9	4.1	7.6	10.5	1.3	21.7	-16.6	15.8	0.259

(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

等金額投資によるリターンを分析すると、役員や執行役員に女性を選任している企業群は、選任していない企業群よりも平均的なリターンが高いとの結果を得た。また、役員や執行役員に女性を選任している企業であっても、役員女性比率や執行役員女性比率が低い企業群は、役員や執行役員に女性を選任していない企業よりもリターンが低い。積極的に女性を選任している企業は市場からの評価が高い可能性があることや、女性を選任していてもそれが限定的である企業は市場からの評価が低い可能性があることを示唆しよう。

投資指標としての観点からは、役員や執行役員に女性を積極的に選任している企業群の時価総額加重リターンが高く、リスクは低い。ただ、役員や執行役員の女性比率は業種によって大きく異なるため、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。業種内で相対的に女性の選任に積極的な企業群のリターンが高く、リスクは低いことは、業種

の偏りによるリスクを低減する効果もあろう。

先のレポート（2019年2月25日付レポート）では、管理職と部長職における女性の登用とリターンの関係を分析し、女性を積極的に登用している企業のリターンの高いことを示した。また、管理職と部長職では、部長職の方が女性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のあることを指摘した。これらの結果に比べると、役員や執行役員への女性の選任は、まず、女性を選任しているかどうかでリターンに差があること、そして女性を積極的に選任している企業のリターンが非常に高いという結果を得た。役員や執行役員への女性の選任は、管理職や部長職への女性の登用よりも企業経営に与える影響が大きいと考えられ、女性の活躍推進は上位の役職で進めることが効果的であるのではないかと。ただし、そのためには人材プールとして、下位の役職での女性の活躍を推進する必要がある。

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が、役員や執行役員における女性の選任状況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。2019年3月7日に内閣府から「機関投資家が評価する企業の女性活躍推進と情報開示」が公表された。これは、「ESG投資における女性活躍情報の活用状況に関する調査研究」の結果をまとめたものである。調査では、「7割近くの機関投資家が、女性活躍情報を活用する理由として『企業の業績に長期的には影響がある情報と考えるため』と回答しています」としている。また、投資や業務において活用している女性活躍情報について、「機関投資家は、定性的な説明に加えて、女性取締役比率や女性管理職比率などの各種の定量データを参照している」と述べられている。本シリーズレポートの結果は、その妥当性を示す一例となろう。

次レポートではダイバーシティの状況として外国人を取り上げ、管理職や部長職への外国人の登用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。