

2019年5月27日 全11頁

# ダイバーシティと投資パフォーマンス（3）

～管理職と部長職の分析では、業種内比較で管理職に外国人を積極的に登用している企業群の投資パフォーマンスが高い～

政策調査部 主任研究員 伊藤 正晴

## [要約]

- ダイバーシティと投資パフォーマンスの関係を探るため、管理職外国人比率と部長職外国人比率を用いて、その水準や業種平均との差で企業をグループ分けし、各グループに投資した場合の株式リターンを計測した。計測期間は、2014年から2018年の5年間である。
- 各企業の株式に等金額を投資した場合のリターンを分析すると、外国人を登用している企業の中では、外国人を積極的に登用している企業群のリターンが高い。外国人を積極的に登用していることや、これが何らかの代理変数として機能していることを市場が高く評価している可能性がある。
- 時価総額加重リターンの分析では、管理職に外国人を積極的に登用している企業群のリターンは、外国人を登用していない企業群や配当込み TOPIX よりも高い。リスクも少し高いが、リスク当たりリターンも高く、管理職に外国人を積極的に登用している企業という事実が投資パフォーマンスの向上に寄与する可能性がある。
- 特に、業種内での比較で管理職に外国人を積極的に登用している企業群の各年のリターンは、全ての年で配当込み TOPIX よりも高い。もちろん、外国人の登用状況などの ESG 要因については中長期の投資パフォーマンスの向上に寄与することが期待されているのであるが、各年のリターンが配当込み TOPIX を超えていることは投資対象として非常に魅力的ではないか。

## 1. はじめに

労働力人口の減少懸念や経済のグローバル化への対応、多様な人材の登用によるイノベーションの促進への期待などから、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、欧米に続いて日本においても関心が高まっている ESG 投資でも、人材のダイバーシティを進めることが企業価値の向上につながることを期待されている。

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

を期待する投資と考えられている。そこで、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<sup>1)</sup>）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が市場から高い評価を受けていることや、時価総額加重リターンが高いケースが多いことを示した。特に、管理職よりも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た。続くレポート（2019年4月9日付レポート<sup>2)</sup>）でも同様に、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、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ことや、投資指標としての観点では時価総額加重リターンが高く、リスクは低いことなどを示した。

本レポートでは、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との関係を分析し、その結果を紹介する。外国人の登用の状況を指標として企業をグループ分けし、各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株式リターン（以下、リターン）を比較することで、外国人の登用の状況に対する市場の評価や株式の投資指標としての有効性を検討する。

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<sup>3)</sup>）や、企業規模やセクター別（2018年8月6日付レポート<sup>4)</sup>）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<sup>5)</sup>）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<sup>6)</sup>）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

外国人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「管理職」と「部長職」における外国人の登用の状況を用いる。ここで用いる「管理職」は「部長職」を含む。次に示すように、分析では管理職と部長職における外国人比率（管理職外国人比率、部長職外国人比率）と、外国人比率の業種平均との差を指標として用いる。

<sup>1)</sup> 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）

<sup>2)</sup> 伊藤正晴「[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～](#)」（2019年4月9日付大和総研レポート）

<sup>3)</sup> 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）

<sup>4)</sup> 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）

<sup>5)</sup> 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）

<sup>6)</sup> 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）

### ①外国人比率の水準

管理職や部長職に外国人を登用することを市場がどのように評価しているか、また、投資指標として有効か否かを探るために、外国人比率を指標として企業をグループ分けし、リターンとの関係を分析する。

### ②業種平均との差

管理職や部長職での外国人比率で企業をグループ分けすると、グループ内の業種構成に偏りが生じ、これが結果に影響する可能性がある。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の外国人比率と所属する業種における管理職や部長職の外国人比率の平均値（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、リターンとの関係を分析する。業種平均や業種平均との差の算出対象には、管理職や部長職に外国人を登用していない企業（外国人比率が 0%）を含んでいる。

リターン（配当込み）は、女性の登用とリターンの関係を分析したレポート（2019 年 2 月 25 日付レポートと 2019 年 4 月 9 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

外国人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。具体的には、2013 年 12 月にデータが入手できた 2012 年度の外国人の登用に関する指標を用いて企業をグループ分けし、グループ内の企業に等金額で投資した際の 2014 年の年初から 2014 年の年末までの 1 年間保有した際のリターンを計測する。次いで、2014 年 12 月に入手できた外国人の登用に関する指標を用いて作成したグループ内の企業に等金額で投資し 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、外国人の登用に関する直近の情報を用いて等金額投資によるリバランスを行うことで、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し、その年率換算値を等金額リターンとする。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関係を見ることで市場が外国人の登用の状況をどのように評価している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、外国人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。等金額リターンと同様に、2012 年度の外国人の登用に関する指標を用いて企業をグループ分けし、グループ内の企業に市場における時価総額構成比で投資して 2014 年の 1 年間保有した際のリターンを計測する。その後も毎年、外国人の登用に関する

直近の情報を用いて市場における時価総額構成比で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し、その年率換算値を時価総額加重リターンとする。また、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. 外国人比率の水準とリターン

投資指標としての観点で外国人比率による分析結果のポイントを先に述べると、管理職については外国人管理職を登用している企業の中でも積極的に外国人を登用している企業群のリターンが高く、リスク当たりリターンも配当込み TOPIX より高い。各年のリターンも 2018 年を除いて配当込み TOPIX を上回っており、投資対象としての魅力度が高いのではないかと。部長職についても同様の傾向であるが、リスクが非常に高い。これは、社数が少ないことでリスクの分散が十分に機能していない可能性がある。結果、リスク当たりリターンが配当込み TOPIX を上回るケースはなかった。

#### (1) 管理職の外国人比率と 5 年間の投資パフォーマンス

まず、管理職に外国人を登用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、外国人管理職を登用している企業群のリターンが 8.8% であるのに対し、外国人を登用していない企業群のリターンは 10.8% であった（図表 1）。管理職に外国人を登用している企業群の方がリターンが高いことが期待されるが、期待とは逆の結果になっている。ただ、管理職に外国人を登用している企業を対象に、管理職外国人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、外国人比率の水準が高い方の企業群のリターンは 10.5% であるのに対し、水準が低い方の企業群のリターンは 7.0% となっている。

また、管理職外国人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<sup>7</sup>、閾値を 2%（管理職外国人比率が 2% 以上）の場合のリターンは 11.9%、閾値を 1% とするとリターンは 10.1% となっている。これらの結果は、管理職に外国人を登用している企業の中では、外国人を積極的に登用している企業ほどリターンが高く、市場からの評価が高いことがうかがえる。ただ、今回の分析で作成した企業グループで、外国人管理職を登用していない企業群のリターンを超えているのは閾値を 2% としたケースのみであった。

次に、投資指標としての有効性を検討するために時価総額加重リターンを算出すると、外国人管理職を登用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% を少し超

<sup>7</sup> 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。閾値は、対象となる社数や中央値で二分した場合の社数との関係などを勘案して設定しているため、それぞれの分析で設定する閾値が異なっている。

える 5.3%であった。一方、外国人管理職を登用していない企業群のリターンは 6.4%と高い。等金額リターンと同様に、期待とは逆の関係になっている。リスクについては、外国人管理職を登用している企業群は 15.2%で配当込み TOPIX と同程度であるのに対し、外国人管理職を登用していない企業群も 15.5%で配当込み TOPIX や外国人管理職を登用している企業群とほとんど変わらない。

外国人管理職を登用している企業を管理職外国人比率の中央値で二分すると、外国人比率が高い企業群のリターンは 6.8%であるのに対し、外国人比率が低い企業群は 4.8%で、積極的に外国人を登用している企業のリターンが高い。リスクについては、外国人比率が高い企業群は 16.1%で配当込み TOPIX よりも高いが、リスク当たりリターンは、配当込み TOPIX が 0.322 であるのに対し、外国人比率が高い企業群は 0.422 となっている。管理職に外国人を積極的に登用している企業群の投資パフォーマンスは市場全体よりも高い。

管理職外国人比率に閾値を設けて外国人比率が閾値以上の企業を対象にグループを作成すると、閾値を高く設定した方のリターンが高いが、その水準は配当込み TOPIX 以下であり、リスクは配当込み TOPIX よりも高い。これは、社数が少ないために個別企業の影響が表れている可能性がある。これらの結果から、積極的に管理職に外国人を登用している企業への投資は投資パフォーマンスが高い可能性があるが、外国人比率の中央値で二分するなど、投資パフォーマンスの向上には、ある程度の社数を確保し、投資対象企業の分散を考慮することが必要となりそうである。

図表 1. 管理職外国人比率と 5 年間の投資パフォーマンス

グループ	社数 (社)	等金額	時価総額加重		
		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
外国人管理職の登用あり	246	8.8	5.3	15.2	0.348
外国人比率の水準高	123	10.5	6.8	16.1	0.422
外国人比率の水準低	123	7.0	4.8	15.0	0.322
外国人比率が2%以上	28	11.9	4.8	20.1	0.241
外国人比率が1%以上	81	10.1	3.9	17.9	0.219
外国人管理職の登用なし	620	10.8	6.4	15.5	0.411

(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) 部長職の管理職比率と 5 年間の投資パフォーマンス

部長職については、等金額リターンは部長職に外国人を登用している企業群が 8.7%であるのに対し、外国人を登用していない企業群は 10.3%で、管理職の場合と同様に、期待とは逆の結果となっている(図表 2)。部長職に外国人を登用している企業を部長職外国人比率の中央値で二分すると、外国人比率の高い企業群のリターンは 10.2%であるのに対し、外国人比率の低い企業群のリターンは 7.1%にとどまっている。また、部長職外国人比率に閾値を設定すると、閾

値が 2%でのリターンは 10.8%で外国人部長職を登用していない企業群のリターンを上回っている。閾値が 0.5%でのリターンは 9.0%で、閾値が 2%のときのリターンの方が高い。部長職に外国人を登用している企業の中では、積極的に外国人を登用している企業ほど市場の評価が高い可能性がある。

時価総額加重リターンは、部長職に外国人を登用している企業群は 4.9%で、配当込み TOPIX と同水準であった。一方、外国人を登用していない企業群のリターンは 5.7%となっており、リスクは配当込み TOPIX よりも低い。部長職に外国人を登用している企業を対象に、部長職外国人比率の中央値で企業を二分した場合は、外国人比率の水準が高い企業群のリターンは 5.3%で配当込み TOPIX よりも高いのであるが、リスクも高いため、リスク当たりリターンは配当込み TOPIX よりも低い水準となっている。部長職外国人比率に閾値を設定した場合は、閾値を 0.5%としたときのリターンは 5.9%で配当込み TOPIX や外国人部長職を登用していない企業群のリターンよりも高い。しかし、リスクも非常に高いため、リスク当たりリターンは配当込み TOPIX や外国人部長職を登用していない企業群を下回っている。対象社数が少ないために十分な分散投資が行えていないことでリスクが高い可能性がある。部長職外国人比率は、投資指標として用いることは難しそうである。

図表 2. 部長職外国人比率と 5 年間の投資パフォーマンス

グループ	社数 (社)	等金額	時価総額加重		
		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
外国人部長職の登用あり	97	8.7	4.9	15.7	0.315
外国人比率の水準高	49	10.2	5.3	17.6	0.302
外国人比率の水準低	48	7.1	4.0	15.3	0.261
外国人比率が 2%以上	32	10.8	4.6	18.0	0.259
外国人比率が 0.5%以上	83	9.0	5.9	18.3	0.320
外国人部長職の登用なし	739	10.3	5.7	14.9	0.384

(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

### (3) 外国人比率と各年のリターン

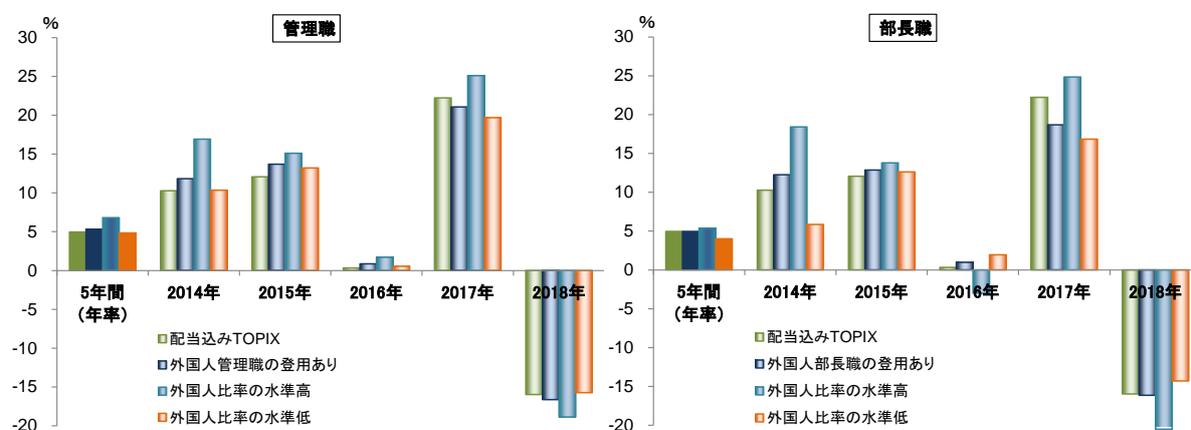
ここまでの分析は、2014 年から 2018 年までの 5 年間のリターンについて検討した。次いで、管理職や部長職への外国人の登用状況で作成したグループの各年の時価総額加重リターンと配当込み TOPIX を比較することで、投資指標としての有効性を検討する。

既述の通り、外国人管理職を登用している企業群の 5 年間のリターンは配当込み TOPIX を超えているのであるが(図表 3 の左図、既出図表 1 も参照)、各年のリターンを見ると 2017 年と 2018 年は配当込み TOPIX を下回っている。外国人比率の水準が高い企業群のリターンは 2014 年から 2017 年まで連続して配当込み TOPIX を超えているが、2018 年は配当込み TOPIX を下回っている。ただ、2014 年から 2017 年のリターンが配当込み TOPIX を上回っていることで、5 年間の

リターンも配当込み TOPIX を上回った。ある程度の中長期的な観点で考えると、外国人比率の高い企業群は投資対象としての魅力があるのではないだろうか。一方、外国人比率の低い企業群は 2017 年のみリターンが配当込み TOPIX を下回っているのであるが、配当込み TOPIX を上回った年もリターンに大きな差がないため、5 年間のリターンは配当込み TOPIX をわずかに下回っており、投資対象としての魅力度は低かろう。

部長職については、外国人を登用している企業群の 5 年間のリターンは配当込み TOPIX と同水準となっているが（図表 3 の右図、既出図表 2 も参照）、各年のリターンは 2017 年、2018 年と連続して配当込み TOPIX を下回っている。外国人比率が高い企業群の 5 年間のリターンは配当込み TOPIX を上回っているのであるが、各年のリターンは 2016 年と 2018 年で配当込み TOPIX より低い。特に、2016 年のリターンは他のグループはプラスとなっているのに対し、外国人比率の高い企業群のリターンはマイナスとなっている。いずれも、投資対象としての魅力度は低かろう。また、外国人比率が低い企業群のリターンは 5 年間のリターンが配当込み TOPIX より低く、各年のリターンも 2014 年と 2017 年で配当込み TOPIX を下回っている。やはり投資対象としても魅力は低い。このように、部長職への外国人の登用に関しては、投資指標としての有効性が低いと思われる。

図表 3. 管理職と部長職における外国人比率と各年のリターン



(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. 外国人比率の業種平均との差とリターン

投資指標としての観点で外国人比率の業種平均との差による分析結果のポイントを先に述べると、管理職については業種平均との差がプラスの企業のリターンは差がマイナスの企業よりもわずかに高い。また、業種内で積極的に外国人を登用している企業群のリターンが高く、リスク当たりリターンも配当込み TOPIX より高い。各年のリターンも 5 年間の全てで配当込み TOPIX を上回っており、投資対象として魅力度が高かろう。部長職についても同様に、業種平均との差がマイナスの企業よりもプラスの企業のリターンが高い。社数が少ないこともあってリスクが高いのであるが、業種平均との差がプラスの企業のリターンは配当込み

TOPIX を上回っている。ただ、外国人の登用を積極的に進めるほどリターンが高いという結果は得られていない。

### (1) 管理職の外国人比率の業種平均との差と5年間の投資パフォーマンス

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9.4%であるのに対し、業種平均との差がマイナスの企業群は10.4%であった(図表4)。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、期待とは逆の関係になっている。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、閾値が高い方のリターンが高い。業種平均との差がプラスの企業については、業種内で外国人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。ただ、いずれのグループのリターンも、業種平均との差がマイナスの企業群のリターンを下回っている。

図表4. 管理職における外国人比率の業種平均との差と5年間の投資パフォーマンス

グループ	社数 (社)	等金額	時価総額加重		
		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
業種平均との差がプラス	168	9.4	5.8	15.0	0.383
プラス幅大	84	9.9	7.7	16.0	0.481
プラス幅小	84	8.9	4.8	15.0	0.322
業種平均との差が1%pt以上	43	10.3	3.3	18.1	0.184
業種平均との差が0.2%pt以上	115	9.8	6.4	15.8	0.405
業種平均との差がマイナス	698	10.4	5.5	15.4	0.358

(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

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4.9%を超えている。また、リスクは配当込みTOPIXより少し低く、リスク当たりリターンが配当込みTOPIXを上回っている。業種平均との差がマイナスの企業群のリターンも5.5%で配当込みTOPIXより高いのであるが、業種平均との差がプラスの企業群よりは低い。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7.7%で、配当込みTOPIXを大きく上回っている。リスクは16.0%で配当込みTOPIXの15.3%より高いが、リスク当たりリターンは配当込みTOPIXが0.322であるのに対し、0.481となっている。管理職外国人比率の業種平均との差に着目した場合は、業種内で相対的に管理職への外国人の登用を進めている企業への投資が有効である可能性がある。ただし、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。閾値を高く設定すると対象となる企業数が少なくなることで個別企業の動向がリターンやリスクに影響していることが考えられよう。投資対象にはある程度の企業数を確保する必要がありそうである。

## (2) 部長職の外国人比率の業種平均との差と5年間の投資パフォーマンス

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9.7%、差がマイナスの企業群が10.2%で、やはり期待とは逆の関係となっている(図表5)。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のリターンは10.5%で業種平均との差がマイナスの企業群をわずかであるが超えている。また、プラス幅が小さい企業群のリターンは8.8%で、業種内で部長職への外国人の登用を積極的に進めている企業の方が市場からの評価が高いことが推測される。ただし、業種平均との差に閾値を設定した場合は、リターンに大きな差はなかった。

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は6.8%で、配当込みTOPIXのリターンを2%pt程度上回っている。ただ、リスクも配当込みTOPIXを2%pt上回っており、対象となる社数が少ないことで個別企業の動向に影響している可能性がある。リスク当たりリターンは配当込みTOPIXを上回っている。業種平均との差がマイナスの企業群のリターンは5.1%で、配当込みTOPIXをわずかに上回っている。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方がリターンが高い。業種平均との差に閾値を設定した場合も、閾値が低い方のリターンが高い。業種内で平均以上に外国人部長職の登用を進めている企業群はリターンが高く、リスク当たりリターンも高いことは、これが投資指標として有効であることを示唆するが、外国人の登用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5. 部長職における外国人比率の業種平均との差と5年間の投資パフォーマンス

グループ	社数 (社)	等金額	時価総額加重		
		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
業種平均との差がプラス	79	9.7	6.8	17.3	0.392
プラス幅大	40	10.5	5.6	17.6	0.320
プラス幅小	39	8.8	7.6	17.3	0.441
業種平均との差が2.5%pt以上	25	9.7	5.1	18.8	0.271
業種平均との差が0.5%pt以上	55	9.3	6.2	17.4	0.357
業種平均との差がマイナス	757	10.2	5.1	14.6	0.350

(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

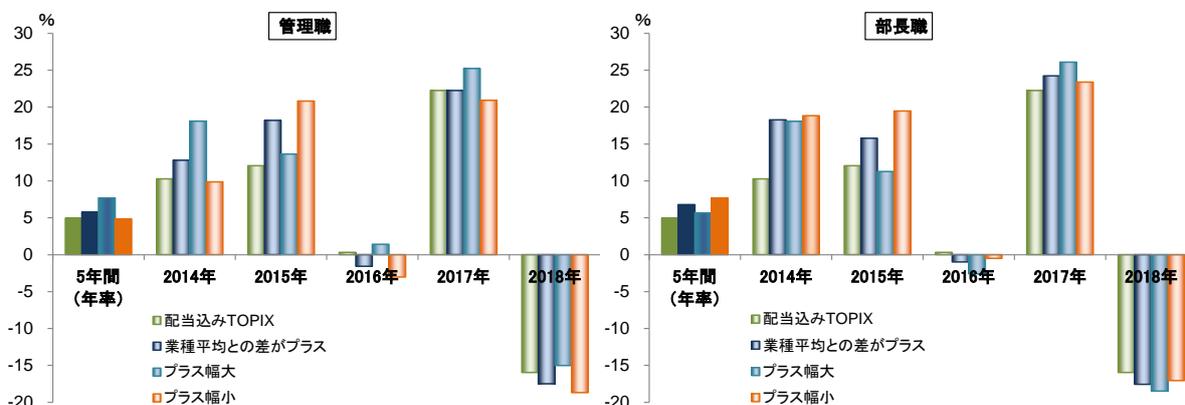
(出所) 東洋経済新報社「CSR データベース」、東京証券取引所等より  
大和総研作成

### (3) 各年のリターン

次に、外国人比率の水準による分析と同様に、外国人比率の業種平均との差を用いてグループ分けした場合の各年の時価総額加重リターンを検討する。まず、管理職についてである。外国人比率とその業種平均との差がプラスの企業群の5年間のリターンは配当込み TOPIX を上回っているが（図表6の左図、既出図表4も参照）、各年では2016年と2018年に配当込み TOPIX を下回っており、毎年、安定的に配当込み TOPIX を上回っているわけではない。これに対し、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、全ての年で配当込み TOPIX を上回っており、5年間リターンが7.7%（配当込み TOPIX は4.9%）と高いことに結びついている。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、2015年のみで配当込み TOPIX を上回っている。特に、2016年は配当込み TOPIX が0.3%とわずかではあるがプラスであったのに対し、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-3.0%と低い。一方、業種平均との差のプラス幅が大きい企業群は2016年に1.4%とプラスのリターンを得ている。このように、外国人比率と業種平均との差がプラスであっても、そのプラスの度合いでリターンの動向が大きく異なっているのである。業種平均との差のプラス幅が大きい企業群は投資対象として魅力度が高いのではないかと。

部長職についても同様に、外国人比率の業種平均との差がプラスの企業群の5年間のリターンは配当込み TOPIX を上回っているのであるが（図表6の右図、既出図表5も参照）、各年のリターンは2016年と2018年で配当込み TOPIX より低い。特に、2016年のリターンが-1.0%とマイナスの値となっている。業種平均との差のプラス幅の大きい企業群のリターンは2014年と2017年の2年間のみ配当込み TOPIX を上回り、2016年は-2.6%となっている。いずれも投資対象としての魅力度は低かろう。業種平均との差のプラス幅が小さい企業群の5年間のリターンは比較的高いのであるが、各年のリターンでは2016年と2018年の2年間で配当込み TOPIX を下回っている。また、2016年のリターンは-0.5%で、わずかではあるがマイナスの値となっている。やはり、投資対象として魅力的とはいえない。

図表6. 管理職と部長職における外国人比率の業種平均との差と各年のリターン



(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

管理職や部長職への外国人の登用の有無で企業をグループ分けすると、等金額リターンは外国人を登用していない企業群の方が高いという結果になった。今回の分析対象企業では、管理職に外国人を登用している企業は全体の28.4%、部長職では11.6%となっており、管理職や部長職に外国人を登用している企業自体が少なく、これが結果に影響している可能性が考えられる。しかし、外国人を登用している企業の中では、外国人を積極的に登用している企業群の方がリターンが高いとの結果が得られた。これは外国人を積極的に登用していることや、外国人を積極的に登用していることが何らかの代替変数として機能し、市場が高く評価している可能性があるだろう。

時価総額加重リターンでも同様に、管理職や部長職に外国人を登用している企業群よりも、登用していない企業群のリターンが高い。しかし、管理職に外国人を積極的に登用している企業群のリターンは、外国人を登用していない企業群や配当込み TOPIX よりも高い。リスクも少し高いのであるが、リスク当たりリターンも高く、管理職に外国人を積極的に登用している企業という事実が投資パフォーマンスの向上に寄与する可能性があるだろう。特に、業種内での比較で管理職に外国人を積極的に登用している企業群の各年のリターンは全ての年で、配当込み TOPIX よりも高い。もちろん、外国人の登用状況などの ESG 要因は中長期の投資パフォーマンスの向上に寄与することが期待されているのであるが、各年のリターンが配当込み TOPIX を超えていることは投資対象として非常に魅力的ではないか。

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が高いことを示した。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見られた。しかし、外国人の登用については、部長職よりも管理職に着目した方が外国人を積極的に登用している企業群のリターンが高いという結果が得られた。管理職に外国人を登用している企業は少ないが、部長職ではさらに少ないという影響が表れている可能性があるだろう。今後、管理職や部長職への外国人の登用がいつそう進んだ状況となれば、分析結果に違いが出る可能性があるのではないか。

次レポートでは、役員や執行役員への外国人の選任と投資パフォーマンスとの関係について分析し、結果を紹介する予定である。