

2019年7月31日 全8頁

ダイバーシティと投資パフォーマンス（４）

～役員や執行役員への外国人の選任状況は、投資指標に用いるには時期尚早か～

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、役員外国人比率と執行役員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、2014年から2018年の5年間について各グループに投資した場合の株式リターンを計測した。
- 各企業の株式に等金額を投資した場合のリターンは、外国人を選任している企業に限れば、外国人を積極的に選任している企業群の方がリターンが高い。しかし、選任の有無では期待とは逆に、外国人を選任していない企業群のリターンの方が高い。
- 時価総額加重リターンも、外国人を選任している企業では、外国人を積極的に選任している企業群の方が高いケースが多い。しかし、選任の有無では外国人を選任していない企業群の方がリターンが高く、リスクは低いという関係が見られた。
- 役員や執行役員への外国人の選任については、これを投資指標として用いることは難しいようである。ただ、役員や執行役員に外国人を選任している企業が少ないために個別企業による影響が表れていることや、外国人の選任が効果を発揮するまでには至っていないことが結果に影響している可能性がある。

1. はじめに

さまざまな分野で人材に関するダイバーシティが進められている。企業においても、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、女性や外国人の活躍を推進している。また、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企業への投資が、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。

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。先の二つのレポートでは、管理職や部長職への女性の登用と投資パフ

パフォーマンスとの関係（2019年2月25日付レポート¹）と、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（2019年4月9日付レポート²）について分析した結果を紹介した。続くレポート（2019年5月27日付レポート³）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た結果を紹介している。その続編として、本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を分析し、その結果を紹介する。具体的には、外国人の選任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、外国人の選任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、上場企業全体について2018年6月6日付レポート⁴で、また、企業規模やセクター別について2018年8月6日付レポート⁵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については2018年11月7日付レポート⁶で、外国人の登用と財務パフォーマンスの関係については2018年12月25日付レポート⁷で分析している。それらのレポートでは、ダイバーシティを積極的に進めることとROEやROAとの間に何らかの関係が存在する可能性が示されている。

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「役員」と「執行役員」における外国人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、社外取締役や社外監査役も含む。また、「執行役員」は「役員」の一部ということになる。分析に用いる具体的な指標は、役員と執行役員における外国人比率（役員外国人比率、執行役員外国人比率）と外国人比率の業種平均との差である。

①外国人比率の水準

役員や執行役員に外国人を選任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検討するために、外国人比率を指標として企業をグループ分けし、リタ

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）

³ 伊藤正晴「[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～](#)」（2019年5月27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（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）

⁵ 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）

⁶ 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）

⁷ 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）

ーンとの関係を分析する。

②外国人比率の業種平均との差

役員や執行役員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、各企業の役員や執行役員の外国人比率と所属する業種における役員や執行役員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、役員や執行役員に外国人を選任していない企業（外国人比率が 0%）を含んでいる。

リターン（配当込み）は、これまでのシリーズレポートと同様に、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。具体的には、2013 年 12 月にデータが入手できた 2012 年度の外国人の選任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選任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、外国人の選任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選任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、外国人の選任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 年度の外国人の選任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、外国人の選任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

(1) 役員外国人比率と投資パフォーマンス

まず、役員に外国人を選任しているか否かで企業の平均的なリターンに差があるかを見る。各グループの等金額リターンは、外国人役員を選任している企業群のリターンが8.2%であるのに対し、選任していない企業群のリターンは10.4%であった(図表1)。平均的なリターンは役員に外国人を選任している企業群の方が高いことを期待したが、逆の結果になっている。

ただ、役員に外国人を選任している企業を対象に、役員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9.6%であるのに対し、水準が低い方の企業群のリターンは6.6%となっている。いずれも役員に外国人を選任していない企業群のリターンよりも低いが、外国人を選任している企業群の中では、積極的に外国人を選任している企業群の方が市場から高く評価されている可能性があるだろう。

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%よりも低い3.9%にとどまっている。一方、外国人役員を選任していない企業群のリターンは6.1%と高く、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、外国人役員を選任している企業群は16.9%で配当込みTOPIXの15.3%を超えているが、外国人役員を選任していない企業群は13.9%と低い。

ただ、外国人役員を選任している企業を役員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4.5%であるのに対し、外国人比率が低い企業群は2.9%で、積極的に外国人を選任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17.7%、外国人比率が低い企業群は16.5%で、いずれも配当込みTOPIXよりも高い。これは、いずれのグループも属する社数が少ないため、リスク分散が十分ではないことが要因の一つとして挙げられよう。

図表1. 役員における外国人比率と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
外国人役員の選任あり	134	8.2	3.9	13.7	8.6	0.1	20.8	-18.9	16.9	0.233
外国人比率の水準高	68	9.6	4.5	19.4	8.4	-1.6	24.1	-21.2	17.7	0.254
外国人比率の水準低	66	6.6	2.9	6.9	8.9	1.8	16.7	-16.4	16.5	0.178
外国人役員の選任なし	737	10.4	6.1	8.0	14.5	1.3	23.0	-12.7	13.9	0.440

(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

なお、これまでのシリーズレポートでは、女性比率や外国人比率に閾値を設定し、比率が閾値以上の企業群のリターンを算出していた。だが、外国人役員を選任している企業は社数が少ないため、閾値でさらに対象企業を絞ると個別企業による影響が大きくなる可能性があることなどから、本稿の分析では閾値による分析は行っていない。外国人執行役員についても同様である。

(2) 執行役員の外国人比率と投資パフォーマンス

次に、執行役員についてであるが、等金額リターンは執行役員に外国人を選任している企業群が 7.3%であるのに対し、外国人を選任していない企業群は 10.2%で、役員の場合と同様に、期待とは逆の結果となっている（図表 2）。

ただ、執行役員に外国人を選任している企業を執行役員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 7.8%であるのに対し、外国人比率の低い企業群のリターンは 6.7%となっている。役員全体での分析と同様に、執行役員に外国人を選任している企業の中では、積極的に外国人を選任している企業の方が市場からの評価が高い可能性がある。

時価総額加重リターンは、執行役員に外国人を選任している企業群は 3.4%で、配当込み TOPIX のリターンを下回った。一方、外国人を選任していない企業群のリターンは 5.4%で配当込み TOPIX より高く、リスクは配当込み TOPIX よりも低い。執行役員に外国人を選任している企業を対象に、執行役員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 3.9%、水準が低い企業群は 2.8%である。いずれの企業群も、リターンが配当込み TOPIX よりも低く、リスクは配当込み TOPIX よりも高い。役員の場合と同様に、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くなっている可能性がある。

図表 2. 執行役員における外国人比率と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 リスク リスク当たり リターン		
			5年間 リターン (%)	各年のリターン						
			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
外国人執行役員の選任あり	95	7.3	3.4	13.6	9.2	-1.1	21.4	-20.7	17.4	0.196
外国人比率の水準高	48	7.8	3.9	19.7	8.3	-1.8	23.2	-22.8	18.7	0.209
外国人比率の水準低	47	6.7	2.8	6.3	10.5	-0.4	19.3	-17.9	16.7	0.164
外国人執行役員の選任なし	594	10.2	5.4	8.0	13.5	1.0	21.1	-13.1	14.3	0.382

(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

4. 外国人比率の業種平均との差とリターン

(1) 役員外国人比率の業種平均との差と投資パフォーマンス

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 8.2%であるのに対し、業種平均との差がマイナスの企業群は 10.4%であった（図表 3）。リターンは業種平均との差がプラスの企業群の方が高いことを期待したが、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。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。

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 4.1%で、配当込み TOPIX のリターンよりも低い。一方、業種平均との差がマイナスの企業群のリターンは 5.7%で配当込み TOPIX より高く、リスクは配当込み TOPIX よりも低い。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 4.7%で、プラス幅が小さい企業群の 3.1%よりは高いのであるが、配当込み TOPIX よりも少し低い水準となっている。リスクはいずれも配当込み TOPIX よりも高く、やはり社数が少ないことでリスク分散が十分ではないことが推察される。

図表 3. 役員における外国人比率の業種平均との差と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	125	8.2	4.1	14.2	8.3	0.1	23.1	-19.8	17.3	0.237
プラス幅大	63	9.5	4.7	20.2	7.9	-0.3	22.8	-20.8	17.5	0.269
プラス幅小	62	6.9	3.1	5.6	9.0	0.7	23.4	-18.7	17.4	0.176
業種平均との差がマイナス	747	10.4	5.7	8.1	14.3	1.2	21.1	-13.0	13.9	0.406

(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) 執行役員外国人比率の業種平均との差と投資パフォーマンス

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 7.3%、差がマイナスの企業群が 10.1%で、やはり期待とは逆の関係となっている（図表 4）。また、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 6.9%であるのに対し、プラス幅が小さい企業群のリターンは 7.7%と高い。積極的に外国人を選任している企業群のリターンの方が高いことを期待したが、期待とは逆の結果になっている。

時価総額加重リターンについても同様に、業種平均との差がプラスの企業群は 3.4%で、業種

平均との差がマイナスの企業群のリターン 5.2%よりも低く、期待とは逆の関係になっている。また、業種平均との差がプラスの企業群のリスクは配当込み TOPIX よりも高く、対象となる社数が少ないためにリスク分散が十分でなく、個別企業の動向が影響している可能性がある。業種平均との差がプラスの企業を中央値で二分すると、プラス幅が小さい企業群のリターンの方が高く、等金額リターンと同様に、期待とは逆の結果となっている。

図表 4. 執行役員における外国人比率の業種平均との差と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 リスク リスク当たり リターン	
			5年間 リターン (%)	各年のリターン							
				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	87	7.3	3.4	13.5	8.3	-0.9	24.1	-21.7	17.2	0.200	
プラス幅大	44	6.9	3.0	19.4	7.1	-2.0	18.2	-21.8	18.4	0.162	
プラス幅小	43	7.7	3.9	4.0	10.6	0.8	32.8	-21.4	16.6	0.235	
業種平均との差がマイナス	602	10.1	5.2	8.4	13.5	0.7	19.9	-13.2	14.6	0.359	

(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

本シリーズレポートでは、女性や外国人に関するダイバーシティの状況と投資パフォーマンスの関係について分析した結果を紹介している。先のレポート（2019年2月25日付レポート）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、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）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、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。

外国人の登用に関しては、先のレポート（2019年5月27日付レポート）で、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、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という、期待とは逆の結果を得た。しかし、管理職での分析では、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 よりも高かった。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 よりも高く、投資対象として有効性が高い可能性がある。

続いて、本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を分析したが、管理職や部長職での分析結果と同様に、外国人を選任している企業群よりも、選任していない企業群のリターンが高く、期待とは逆の結果になっている。ただ、役員や執行役

員に外国人を選任している企業を外国人比率で二分すると、外国人比率が高い企業群のリターンの方が高いケースが多く、このことは外国人の選任と投資パフォーマンスとの間に何らかの関係が存在する可能性を示唆しよう。

しかし、二分したグループのいずれも外国人を選任していない企業群よりもリターンが低く、役員や執行役員への外国人の選任状況は投資指標として用いることが難しいようである。もっとも、今回の分析に関しては、役員や執行役員に外国人を選任している企業が少ないために個別企業による影響が表れていることや、外国人の選任が効果を発揮するまでには至っていないことが結果に影響している可能性がある。今後、さらに外国人に関するダイバーシティが進んだ状況で、投資パフォーマンスとの関係を分析する必要があるだろう。