

# 女性活躍推進継続企業の株式パフォーマンス と特徴

Research Report  
2015年7月社会システム研究所  
アナリスト  
曾我 昂平

## 要 約

本稿では、我が国において近年注目されている企業の女性活躍推進への継続的な取り組みが株式パフォーマンスに与える影響について分析する。具体的には、日興リサーチセンターが2006年以降算出している「女性力」スコアを基に等金額ポートフォリオを作成してパフォーマンスを計測し、代表的なベンチマーク・インデックスであるTOPIX（配当込）と比較した。

その結果、2010年1月末から2015年5月末までの期間で、当該年、過去3年、過去5年のいずれの期間においても「女性力」スコア平均順位上位銘柄のポートフォリオはTOPIX（配当込）を上回るパフォーマンスを示した。また、2006年1月末以降の10年間における「女性力」スコア平均順位上位銘柄のポートフォリオのパフォーマンスを同時期から2015年5月末まで計測したところ、同様の傾向を示した。

続いて、一般に企業分析等で用いる財務指標と外国人持株比率、社齢、委員会設置会社であるかどうかについて、「女性力」スコア上位銘柄とTOPIX構成銘柄で平均の差の検定を行った。その結果、3年以上にわたって継続して「女性力」スコアの評価が高い企業の典型像は、事業活動が海外に及び、株式市場においても外国人投資家の評価が相対的に高い大企業である、という推定結果が得られた。

## 目次

1. はじめに
2. 「女性力」スコア上位銘柄ポートフォリオのパフォーマンス
3. 「女性力」スコア上位銘柄の特徴
4. まとめ

### 1. はじめに

我が国において少子高齢化による労働人口の減少が予測される中で、雇用・経済活動の大半を担う企業の女性活躍推進の重要性が注目されている。2014年6月には、安倍政権の「日本再興戦略」改訂2014<sup>1</sup>において「人口減少社会への突入を前に、女性や高齢者が働きやすく、また、意欲と能力のある若者が将来に希望が持てるような環境を作ることで、いかにして労働力人口を維持し、また労働生産性を上げていけるかが、日本が成長を持続していけるかどうかの鍵を握っている」と明記されるなど、企

<sup>1</sup> 『日本再興戦略』改訂2014」<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbunJP.pdf>

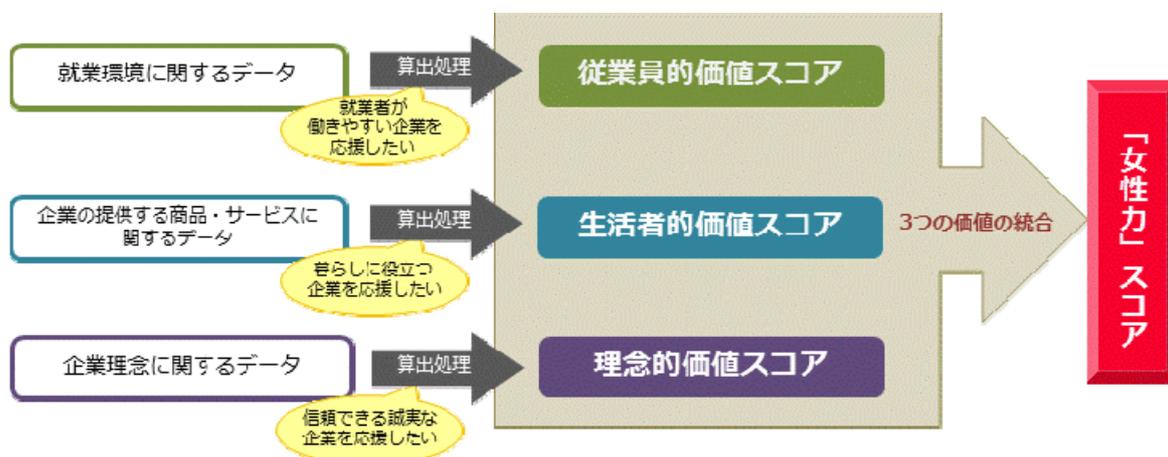
業における女性活躍推進の取り組みが加速している。

近年、ベストプラクティスの啓蒙を目的として、経済産業省を中心に「なでしこ銘柄<sup>2</sup>」「ダイバーシティ経営企業 100 選<sup>3</sup>」など、女性活躍推進の先進企業を紹介する取り組みが行われている。しかし、取り組みが始まってからまだ十分な時間が経っていないことから、これらを基に女性活躍推進が株式パフォーマンスに貢献しているかどうかを評価することは難しい。

そこで本稿では、日興リサーチセンター（以下、当社）が 2006 年から女性活躍推進を軸に上場企業を評価し算出している「女性力」スコアを用いて、女性活躍推進に継続的に取り組むことが株式パフォーマンスに与えている影響を分析する。「女性力」スコアは 1,000 社前後を対象に 2006 年から毎年算出しており、過去に女性活躍推進において評価が高かった企業の、その後の株式パフォーマンスを計測することが可能である。

図表 1 に「女性力」スコア の概念図を示す。女性の活躍状況に基づいて企業を評価する場合、従業員、管理職、役員に占める女性の割合など組織内での女性のプレゼンスを反映する指標を基に、人的資本として女性が企業価値向上に貢献する効果に注目することが一般的である。一方、「女性力」スコアは就業者としてのプレゼンス、働きやすさを評価する「従業員の価値スコア」に加えて、「生活者の価値スコア」と「理念的価値スコア」を加えた 3 つの視点からの評価を行い、企業価値の創造に繋がる女性活躍推進の取り組みに対して評価を試みている点が特徴である。

図表 1 「女性力」スコア の概念図



出所: 日興リサーチセンター作成

「女性力」スコアは、前述の 3 つの視点により、従業員の人材活用が進んでおり、その効果が表れやすく、女性が活躍しやすい環境を醸成する経営理念をもつ企業を選出することを目的としている。

従業員の価値スコアは、先に挙げた従業員、管理職、役員に占める女性の割合に加えて、産前産後休暇や育児休業の取得状況、女性従業員の定着や離職に注目して、就業者としてのプレゼンス、働きやす

<sup>2</sup> 「なでしこ銘柄」 <http://www.meti.go.jp/policy/economy/jinzai/diversity/nadeshiko.html>

<sup>3</sup> 「ダイバーシティ経営企業 100 選」 <http://www.meti.go.jp/policy/economy/jinzai/diversity/kigyo100sen/index.html>

さを評価している。

生活者の価値スコアは、女性のもつ消費者としての側面に着目して、女性の購買力が高まった際に、より多くの売り上げ増加が見込める企業の事業セグメントを評価している。女性にとって関わりの深い商品を製造・販売している企業では、消費市場において女性のプレゼンスが高まることで製品開発やマーケティング、顧客対応などで有利に働くと推測される。当社が過去に行った分析では、従業員の価値スコア、生活者の価値スコア双方のスコアが高い企業においては、どちらか一方のスコアが高い企業よりも売上高成長率や ROE などの財務指標が優れているという分析結果を得ている。

理想的価値スコアは、女性が活躍しやすい環境の醸成に貢献するかという観点から、企業理念を評価する。評価の中心となるのは、普遍的な価値観を提示していることと、女性の価値観に合致したものであることである。

女性活躍推進によって企業経営上効果が表れる分野は、採用市場における評価や人材育成、優れた製品開発など、長期間の取り組みを必要とするものが多い。そのため、本稿では特に継続的な取り組みに着目して、「女性力」スコアが複数年にわたって高い企業におけるポートフォリオのパフォーマンスを計測する。

## 2. 「女性力」スコア上位銘柄ポートフォリオのパフォーマンス

複数年にわたって「女性力」スコアが高い企業を以下の方法により抽出し、等金額ポートフォリオを作成し、パフォーマンスを計測した。

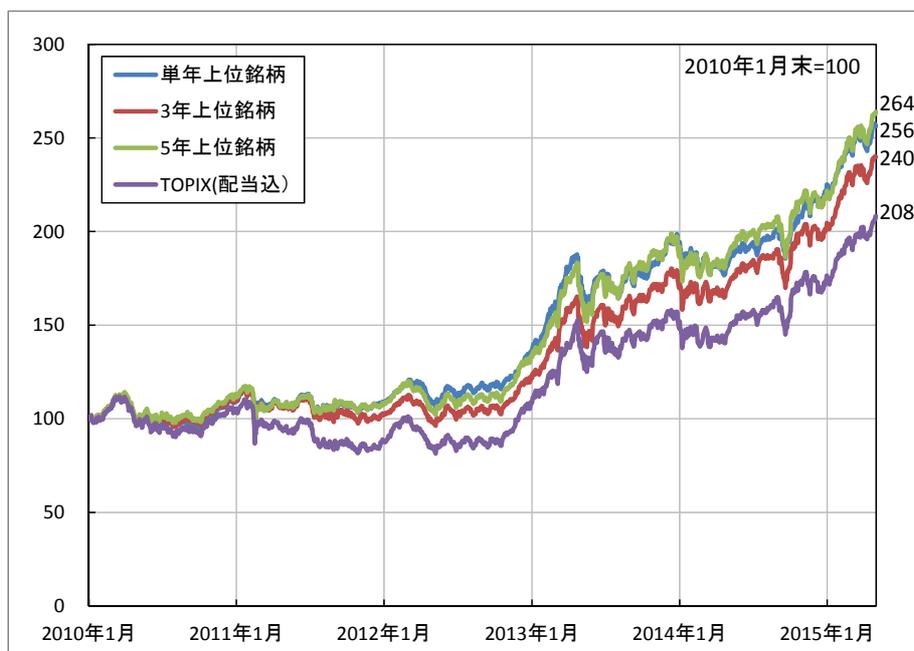
- ① 2006年から2015年までの10年分の「女性力」スコアリストを作成する
- ② 各企業の「女性力」スコアによる順位を当該年、過去3年、過去5年で平均する
- ③ それぞれの期間における「女性力」スコアによる評価の上位50銘柄を「単年上位銘柄」「3年上位銘柄」「5年上位銘柄」とする
- ④ 加えて、全期間10年間にわたる平均順位上位50銘柄を「10年上位銘柄」とする

各ポートフォリオのパフォーマンス計測にあたっては「女性力」スコアを算出する毎年1月末にリバランス処理を行っている。単年上位銘柄、3年上位銘柄、5年上位銘柄では、リバランス時から過去に算出した「女性力」スコアを基に抽出した銘柄リストによりポートフォリオを構築するため、銘柄の入れ替えも同時に行う。一方、10年上位銘柄では単一の銘柄リストによる運用を仮定し、銘柄の入れ替えは行わない。

まず、「女性力」スコア算出後の株式パフォーマンスへの影響をみるために、上記の方法で作成した単年上位銘柄、3年上位銘柄、5年上位銘柄について等金額ポートフォリオによって運用したと仮定した場合の、2010年1月末から直近2015年5月末までのパフォーマンスを計測し、図表2に示す。比較対象として、我が国における代表的なベンチマーク・インデックスである TOPIX (配当込) を用いる。いずれのポートフォリオも2010年1月末を100としたときの2015年5月末時点の相対価値は、TOPIX

(配当込)を上回っている。各ポートフォリオの2015年5月末の相対価値は、5年上位銘柄が最も高く、単年上位銘柄、3年上位銘柄と続いている。

図表2 「女性力」スコア上位銘柄のパフォーマンス推移



出所: 公開情報より日興リサーチセンター作成

より長い期間における「女性力」スコアの株式パフォーマンスに与える影響をみるために、10年上位銘柄の相対価値の推移を図表3に示す。2006年1月末にさかのぼって100とした場合の2015年5月末時点の相対価値は、TOPIX（配当込）を上回っている。

図表3 「女性力」スコア10年上位銘柄のパフォーマンス推移



出所：公開情報より日興リサーチセンター作成

加えて、具体的なパフォーマンスの差を確認するために、図表4に各ポートフォリオの年率リターンとリスクを示す。リスク当たりのリターンにおいても、「女性力」スコア上位銘柄のポートフォリオは同期間のTOPIX（配当込）と比較して優っている。

図表4 各ポートフォリオの年率リターンとリスク

	2010年1月末～2015年5月末				2006年1月末～2015年5月末	
	単年上位銘柄	3年上位銘柄	5年上位銘柄	TOPIX(配当込)	10年上位銘柄	TOPIX(配当込)
年率リターン	19.7%	18.2%	20.4%	15.0%	7.6%	1.7%
年率リスク	19.5%	15.8%	18.8%	17.1%	19.6%	23.4%
リターン/リスク	1.009	1.152	1.084	0.881	0.390	0.073

出所：公開情報より日興リサーチセンター作成

### 3. 「女性力」スコア上位銘柄の特徴

続いて、「女性力」スコア上位銘柄の特徴を明らかにするために、各ポートフォリオと TOPIX 構成銘柄について図表 5 に示す各変数の平均の差の検定を行う。また、各変数の基本統計量を図表 6 に示す。

「女性力」スコアポートフォリオフラグは、前章でパフォーマンスを計測した各ポートフォリオ構成銘柄であるかを表し、平均の差の検定を行う際のグループ分けに用いる。ROE、売上高成長率、トービンのQ、財務レバレッジ、総資産、海外売上高比率は、一般に企業評価等で用いる指標を基に選択している。加えて、企業において女性活躍推進を行う動機は、海外投資家のプレゼンス、企業の組織としての成熟度、コーポレート・ガバナンスの充実度の影響も受けると考え、外国人持株比率、社齢、委員会設置会社フラグについても平均の差の検定を行う。

分析に用いる変数は、日本経済新聞デジタルメディアの NEEDS-Cges データと有価証券報告書から取得し、「女性力」スコア算出に用いている決算期と同じ期のものを用いている。また、平均の差の検定にあたっては、各変数の値が平均から 3 標準偏差を超える外れ値をとるものは異常値として除いた。

図表 5 変数定義

変数名	定義
「女性力」スコアポートフォリオフラグ	「女性力」スコアによる上位銘柄ポートフォリオに入っていれば1そうでないとき0
ROE(%)	当期純利益 / 自己資本・当期前期平均 × 100
売上高成長率(%)	売上高 / 売上高・前期 × 100
トービンのQ	(株式時価総額 + 負債合計) / 総資産(子会社、関連会社含み損益加算)
財務レバレッジ	総資産 / 自己資本
総資産(百万円)	総資産(百万円)
海外売上高比率(%)	海外売上高 / 売上高 × 100
外国人持株比率(%)	外国人保有比率(有価証券報告書記載ベース) × 100
社齢(年)	実質設立年からの年数
委員会設置会社フラグ	委員会等設置会社と確認できれば1そうでないとき0

出所：日本経済新聞デジタルメディア NEEDS-Cges データ等より日興リサーチセンター作成

図表6 基本統計量

変数名	単年上位銘柄				
	サンプル サイズ	平均	最大値	最小値	標準偏差
ROE(%)	498	6.463	53.468	-265.990	17.826
売上高成長率(%)	444	4.508	135.938	-58.304	15.701
トービンのQ	496	1.547	20.881	0.540	1.564
財務レバレッジ	485	3.851	580.484	1.087	26.373
総資産(百万円)	498	845,960	30,650,965	1,066	2,697,972
海外売上高比率(%)	500	12.371	87.545	0.000	19.455
外国人持株比率(%)	498	19.520	88.950	0.000	15.445
社齢(年)	499	52.659	127.000	3.000	25.668
委員会設置会社フラグ	498	0.050	1.000	0.000	0.219
変数名	3年上位銘柄				
	サンプル サイズ	平均	最大値	最小値	標準偏差
ROE(%)	400	5.959	43.467	-112.610	12.457
売上高成長率(%)	400	2.737	104.173	-39.025	12.991
トービンのQ	400	1.316	8.893	0.632	0.757
財務レバレッジ	396	2.899	24.484	1.072	2.543
総資産(百万円)	400	1,517,283	43,520,314	18,386	3,576,526
海外売上高比率(%)	400	19.959	84.125	0.000	23.935
外国人持株比率(%)	400	22.949	73.310	0.210	14.313
社齢(年)	400	60.610	117.000	9.000	23.766
委員会設置会社フラグ	400	0.045	1.000	0.000	0.208
変数名	5年上位銘柄				
	サンプル サイズ	平均	最大値	最小値	標準偏差
ROE(%)	293	5.783	43.467	-128.753	13.620
売上高成長率(%)	293	1.518	61.510	-84.190	12.716
トービンのQ	293	1.261	5.100	0.521	0.622
財務レバレッジ	291	3.097	30.916	1.149	3.720
総資産(百万円)	293	1,527,357	43,520,314	17,791	3,964,940
海外売上高比率(%)	300	20.008	89.817	0.000	24.951
外国人持株比率(%)	293	22.117	73.310	0.210	14.267
社齢(年)	294	60.364	117.000	9.000	23.037
委員会設置会社フラグ	293	0.041	1.000	0.000	0.199
変数名	10年上位銘柄				
	サンプル サイズ	平均	最大値	最小値	標準偏差
ROE(%)	498	7.988	46.862	-67.136	8.915
売上高成長率(%)	449	3.937	135.938	-57.497	13.583
トービンのQ	499	1.479	29.310	0.610	1.692
財務レバレッジ	499	2.846	30.916	1.149	3.664
総資産(百万円)	499	1,223,945	14,703,403	14,546	2,459,715
海外売上高比率(%)	500	20.920	89.817	0.000	25.445
外国人持株比率(%)	499	23.479	73.310	0.510	14.386
社齢(年)	500	59.000	117.000	9.000	22.792
委員会設置会社フラグ	499	0.020	1.000	0.000	0.140
変数名	TOPIX構成銘柄				
	サンプル サイズ	平均	最大値	最小値	標準偏差
ROE(%)	17,040	4.726	644.525	-5558.276	47.608
売上高成長率(%)	15,279	4.155	1048.390	-89.543	23.696
トービンのQ	17,058	1.179	34.264	0.256	0.859
財務レバレッジ	15,977	2.938	580.484	-14.430	7.250
総資産(百万円)	17,084	971,772	253,661,077	1,182	7,296,847
海外売上高比率(%)	17,207	15.393	100.000	0.000	23.050
外国人持株比率(%)	17,097	13.490	92.810	0.000	12.290
社齢(年)	17,179	61.214	141.000	0.000	25.237
委員会設置会社フラグ	17,110	0.027	1.000	0.000	0.163

出所: 日本経済新聞デジタルメディア NEEDS-Cges データ等より日興リサーチセンター作成

図表 7 に「女性力」スコアによるポートフォリオと TOPIX 構成銘柄における各変数の平均の差の検定結果を示す。各ポートフォリオに共通の傾向として、トービンの Q と海外売上高比率、外国人持株比率が高い傾向がみられた。また、単年上位銘柄以外では、総資産が大きい。また、単年上位銘柄では社齢が若く委員会設置会社が多かった。加えて、10 年上位銘柄では ROE が高かった。3 年以上にわたって継続して「女性力」スコアの評価が高い企業の典型像は、事業活動が海外に及び、株式市場においても外国人投資家の評価が相対的に高い大企業であるといえる。

図表 7 平均の差の検定

変数名	単年上位銘柄		TOPIX構成銘柄		差
	サンプル サイズ	平均	サンプル サイズ	平均	
ROE(%)	498	6.463	16,588	5.159	1.304
売上高成長率(%)	444	4.508	14,834	3.379	1.129
トービンのQ	489	1.401	16,522	1.125	0.275 ***
財務レバレッジ	484	2.660	15,527	2.797	-0.137
総資産(百万円)	494	647,813	16,541	571,047	76,765
海外売上高比率(%)	485	10.440	15,957	12.289	-1.849 **
外国人持株比率(%)	449	16.027	16,225	12.231	3.797 ***
社齢(年)	499	52.659	16,665	61.072	-8.412 ***
委員会設置会社フラグ	498	0.050	16,667	0.027	0.024 **
変数名	3年上位銘柄		TOPIX構成銘柄		差
	サンプル サイズ	平均	サンプル サイズ	平均	
ROE(%)	400	5.959	13,290	4.841	1.118 *
売上高成長率(%)	400	2.737	13,169	2.759	-0.022
トービンのQ	398	1.280	13,240	1.078	0.202 ***
財務レバレッジ	396	2.899	12,434	2.726	0.173
総資産(百万円)	398	1,334,579	13,244	555,777	778,803 ***
海外売上高比率(%)	378	16.730	12,749	12.396	4.334 ***
外国人持株比率(%)	359	19.623	12,990	12.225	7.399 ***
社齢(年)	400	60.610	13,343	60.329	0.281
委員会設置会社フラグ	400	0.045	13,355	0.026	0.019 *
変数名	5年上位銘柄		TOPIX構成銘柄		差
	サンプル サイズ	平均	サンプル サイズ	平均	
ROE(%)	293	5.783	9,992	4.242	1.541 *
売上高成長率(%)	293	1.518	9,898	1.362	0.156
トービンのQ	293	1.261	9,950	1.037	0.224 ***
財務レバレッジ	291	3.097	9,344	2.697	0.400 *
総資産(百万円)	291	1,265,629	9,949	558,606	707,022 ***
海外売上高比率(%)	282	16.329	9,563	12.398	3.931 ***
外国人持株比率(%)	264	19.026	9,769	11.923	7.104 ***
社齢(年)	294	60.364	10,020	59.797	0.567
委員会設置会社フラグ	293	0.041	10,032	0.025	0.016
変数名	10年上位銘柄		TOPIX構成銘柄		差
	サンプル サイズ	平均	サンプル サイズ	平均	
ROE(%)	498	7.988	16,555	5.112	2.875 ***
売上高成長率(%)	449	3.937	14,802	3.394	0.542
トービンのQ	495	1.355	16,486	1.126	0.229 ***
財務レバレッジ	499	2.846	15,480	2.791	0.054
総資産(百万円)	499	1,223,945	16,503	554,614	669,331 ***
海外売上高比率(%)	461	16.108	15,948	12.135	3.973 ***
外国人持株比率(%)	448	20.122	16,196	12.122	8.000 ***
社齢(年)	500	59.000	16,631	60.944	-1.944 *
委員会設置会社フラグ	499	0.020	16,633	0.027	-0.007

注1: \*\*\*は有意水準1%未満、\*\*は有意水準5%未満、\*は有意水準10%未満を満たしている

注2: 重複銘柄はTOPIX構成銘柄から除外している

出所: 日本経済新聞デジタルメディア NEEDS-Cges データ等より日興リサーチセンター作成

#### 4. まとめ

本稿では、近年注目されている、企業における女性活躍推進が株式パフォーマンスに与える影響と、女性活躍推進を行っている企業の特徴を明らかにすることを目的に、2006 年以來当社が算出している「女性力」スコアを基にして 50 銘柄より構成される等金額ポートフォリオを作成し分析を行った。

その結果、2010 年 1 月末以降の株式パフォーマンスは、女性活躍推進に積極的であると評価された企業において、その後の株式パフォーマンスが我が国における代表的なベンチマーク・インデックスである TOPIX（配当込）を上回ったことを確認した。加えて、より長い期間について検証するため、2006 年 1 月末の算出開始以来の全ての期間での平均順位上位銘柄について、パフォーマンスを計測したところ、同様の傾向がみられた。

また、女性活躍推進の観点から 3 年以上の期間で継続的に高い評価を得ている企業の特徴を、平均の差の検定によって分析すると、トービンの Q、総資産、海外売上高比率、外国人持株比率が高い傾向にあった。継続して「女性力」スコアの評価が高い企業の典型像は、事業活動が海外に及び、株式市場においても外国人投資家の評価が相対的に高い大企業、というものであった。

参考. 「女性力」スコア上位ポートフォリオ構成銘柄 (2015年時点各10銘柄)

単年上位銘柄			
証券コード	企業名	業種	時価総額 (億円)
4911	資生堂	化学	9,982
7936	アシックス	その他製品	6,619
8113	ユニ・チャーム	化学	17,061
8153	モスフードサービス	卸売業	818
2702	日本マクドナルドホールディングス	小売業	3,458
4958	長谷川香料	化学	763
4917	マンダム	化学	1,167
4925	ハーバー研究所	化学	167
4921	ファンケル	化学	935
4926	シーボン	化学	116
3年上位銘柄			
証券コード	企業名	業種	時価総額 (億円)
4911	資生堂	化学	9,982
4912	ライオン	化学	2,632
7974	任天堂	その他製品	29,920
8233	高島屋	小売業	4,252
8113	ユニ・チャーム	化学	17,061
8153	モスフードサービス	卸売業	818
9433	KDDI	情報・通信業	75,641
6457	グローリー	機械	2,691
6287	サトーホールディングス	機械	1,121
8136	サンリオ	卸売業	3,104
5年上位銘柄			
証券コード	企業名	業種	時価総額 (億円)
1924	パナホーム	建設業	1,537
4452	花王	化学	28,511
4911	資生堂	化学	9,982
4912	ライオン	化学	2,632
7974	任天堂	その他製品	29,920
8233	高島屋	小売業	4,252
8113	ユニ・チャーム	化学	17,061
8153	モスフードサービス	卸売業	818
9433	KDDI	情報・通信業	75,641
6287	サトーホールディングス	機械	1,121
10年上位銘柄			
証券コード	企業名	業種	時価総額 (億円)
1924	パナホーム	建設業	1,537
4452	花王	化学	28,511
4911	資生堂	化学	9,982
4912	ライオン	化学	2,632
5802	住友電気工業	非鉄金属	15,776
7974	任天堂	その他製品	29,920
8253	クレディセゾン	その他金融業	4,543
8113	ユニ・チャーム	化学	17,061
8153	モスフードサービス	卸売業	818
9433	KDDI	情報・通信業	75,641

注1: 時価総額は2015年5月末時点

出所: 公開情報等より日興リサーチセンター作成