

～クオンツ情報～

2005年3月14日 全7頁

女性の活用に積極的な企業の株式パフォーマンスは良好

投資戦略部 クオンツチーム

チーフ クオンツアナリスト 吉野 貴晶
アシスタントクオンツ 岩松 まみ
クオンツアナリスト 橋本 純一

均等推進企業表彰企業、ファミリー・フレンドリー表彰企業は安定したパフォーマンス

- 経済産業省は2003年に「女性の活躍と企業業績」という報告書を発表した。同報告書は女性が活躍できる環境の企業は業績パフォーマンスが良いというものだ。近年はCSRの観点からも、女性にやさしい企業は注目されている。
- そこで、女性の活用に積極的と認められた企業の株式パフォーマンスを調べた。厚生労働省は均等推進とファミリー・フレンドリーが認められる企業を毎年表彰している。これらの表彰企業の株式リターンを見ると、表彰後に好パフォーマンスを見せた。
- 経産省の報告では、女性の活用が直接業績を改善させるわけではなく、女性にやさしい企業風土が業績を良くさせる背後にあると指摘している。ただ、女性の活用に積極的という情報は企業風土を通じて、株式パフォーマンスにポジティブに繋がることは事実であり、投資アイデアとしては注目される。



1. 期待される女性の活躍

労働人口の減少への対応に女性の労働に関する注目が集まる

女性の活躍の場を提供できる企業は、CSRの観点からも評価できる

女性の平均賃金と男性の平均賃金のスプレッドとTOPIXとの相関はややプラスの相関関係

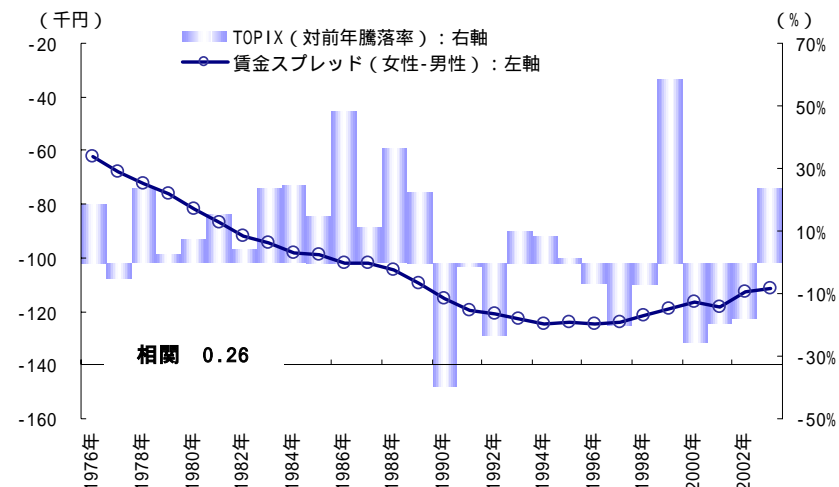
急速な少子高齢化が進展する我が国において、労働人口の減少への対応に女性の労働に関する注目が集まっている。実際に、女性の社会参画意欲が高まっているものの、「企業は男性中心」との指摘も少なくないようだ。女性の労働市場への積極的な参加を可能とするために、男女、年齢を問わず意欲を持って働くことのできる社会や企業の構築が重要な課題である。

また企業尺度にも女性の活躍を評価する動きが見られる。企業内で女性の活躍を支援する度合いの測定に関する研究も見られる。近年は企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility：CSR、以下CSRと言う）に関心が高まっている（詳細は日本株クオンツマンズリー2004年3月号第16章「CSR（社会的責任投資）を評価する株式市場（その1）：SRI指数動向」（2004年3月12日発行）参照）。女性の活躍の場を提供できる企業は、このCSRの観点からも評価できる。

ところで（図表1）から興味深い結果が示された。これは、厚生労働省の賃金構造基本統計調査による性別の賃金スプレッドとTOPIXの騰落率の推移の関係を示したものである。1976年（暦年）以降の28年間のサンプルで、我が国の労働者、職員を対象とした集計（10人以上の常用労働者を雇用する民営事業所に関する集計は昭和51年以降行われている）から女性の平均賃金と男性の平均賃金のスプレッドをとり（グラフ上でスプレッドはマイナスの傾向）、TOPIXとの相関係数を算出した結果、0.26と、ややプラスの相関関係となっている。つまり、弱いながらも女性の賃金が男性に近づく場面では株価はプラスとなる傾向が見られることだ。

女性の賃金が男性の賃金と比べて高まる要因は様々であろうが、基本的には女性の活躍する場が広がることを意味すると考える。これは成果主義の人事評価の傾向を示すものかもしれない。こうした社会的にポジティブな状況が株価の上昇と関係がある可能性がある。

（図表1）女性と男性の賃金スプレッドとTOPIX騰落率



（出所）厚生労働省統計調査別公表データを元に大和総研

（ホームページ）賃金構造基本統計調査 <http://www.dbtk.mhlw.go.jp/toukei/kouhyo/data-rou4/jikei/jikeiretsu-3.xls>

女性の活躍が株価パフォーマンスに好影響

2. 経済産業省の報告では女性の活躍する企業の業績パフォーマンスは良好

（図表1）は大まかに捉えれば女性の活躍が株価パフォーマンスに好影響を与えることを示唆する。ところで、ミクロの個別企業ベースで見た場合に、女性の活躍が企業のパフォーマンスと関係があることを、経済産業省がまとめた。経済産業省の男女共同参画研究会（日本女子大学の沢真知子教授が座長）は2003年6月17日に「女性の活躍と企業業績」という報告書を発表した。同報告書は計量分析を通じて、企業における女性の活躍と企業経営成果の関係、女性が働きやすい環境の整備の効果等について検討を行い、報告をまとめたものだ。

労働者に占める女性比率が高いほど利益率が高い

興味深い分析結果のポイントとして次の点が指摘できる。労働者に占める女性の比率（以下、女性比率）と経常利益÷総資産で算出した利益率（以下、利益率）の単純な関係を見ると、女性比率が高いほど利益率が高くなる。また、企業の様々な属性を調整した結果からは、女性比率が10%ポイント高いと、業種や規模などのほかの条件

が等しければ、利益率がおよそ 0.2%高まるという関係が示された。同報告書によれば、女性比率が高い企業の利益率が高いという関係は米国でも Hellerstein et al. (2002) が、アメリカの製造業を対象に示した。

3. 均等推進表彰企業の株式パフォーマンス

厚生労働省は「均等推進企業表彰制度」を実施

厚生労働省は女性労働者の能力発揮を促進するための積極的取組（ポジティブ・アクション）を推進している企業に対し、その取組をたたえとともに、これを広く国民に周知し、女性労働者の能力発揮の促進を図ることを目的として「均等推進企業表彰制度」を実施している。女性労働者の能力発揮を促進するためのポジティブ・アクションとしては、「採用拡大」「職域拡大」「管理職登用」「職場環境・職場風土の改善」のうち、いずれかの取組を実施している企業を対象とする。表彰制度の詳細は（<http://www.mhlw.go.jp/general/seido/koyou/kintou/index.html>）を参照してほしい。

(図表 2) 過去の均等推進企業表彰制度の受賞会社 (分析対象銘柄のみ)

	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
労働大臣最優良賞						4911 資 生 堂 6752 松下電器産業
労働大臣優良賞					7259 アイシン精機 8276 平 和 堂 8233 高 島 屋 3401 帝 人 8326 福岡銀行	8337 千葉興業銀行 8273 イ ズ ミ
労働大臣努力賞	7931 未来工業 8388 阿波銀行 8399 琉球銀行	8267 ジャスコ 4911 資 生 堂	3407 旭 化 成 6752 松下電器産業	2871 ニチレイ 8234 大 丸		
都道府県労働局長賞	4502 武田薬品 4921 ファンケル 8233 高 島 屋 8273 イ ズ ミ 8278 フ ジ 8331 千葉銀行 8357 北陸銀行 8358 駿河銀行 8392 大分銀行 9534 北海道瓦斯	2531 寶 酒 造 2209 井 村 屋 5331 ノリタケ 7261 マ ッ ダ 8356 十六銀行 8552 びわこ銀行	4527 ロート製薬 4543 テ ル モ 5332 東陶機器 6781 松下通信工業 8027 ルシアン 8235 松 坂 屋 8276 平 和 堂 8324 第四銀行 8368 百五銀行 8382 中国銀行 8390 鹿児島銀行	3529 アツギ 4516 日本新薬 4913 サンスター 5208 有沢製作所 8260 井 筒 屋 8337 千葉興業銀行 8360 山梨中央銀行 9899 サンデーサン	2201 森永製菓 2607 不二製油 2877 日東ベスト 3597 自 重 堂 4843 三幸 7283 菱三工業 7911 凸版印刷 7921 宝印刷 8015 豊田通商 8361 大垣共立銀行 8393 宮崎銀行 8603 日興コア イMG 2655 マックス 東北 4741 インターネット総合研 8386 百十四銀行	2284 伊藤ハム 6792 日本ビクター 8303 新生銀行 8366 滋賀銀行 8375 池田銀行 8396 十八銀行 8585 オ リ コ 8755 損害保険ジャパン 8395 佐賀銀行

(注) 発表は毎年 6 月、企業名等は表彰時点による。対象は表彰月（各年 6 月）末に上場していた銘柄とした。
労働大臣最優良賞は、平成 11 年度若しくは平成 12 年度における労働大臣努力賞、平成 13 年度若しくは平成 14 年度における厚生労働大臣努力賞又は平成 15 年度以降における厚生労働大臣優良賞を受賞した企業を選考の対象とする。
都道府県労働局長賞のグレー部分は奨励賞

(出所) 厚生労働省発表資料を元に大和総研作成

(ホームページ) 均等推進企業表彰受賞企業一覧 <http://www.mhlw.go.jp/general/seido/koyou/kintou/jyusyou.html>

表彰銘柄のうち、上場企業の株価推移を観察

(図表 2) は実際に表彰された企業の一覧である。但し、表彰銘柄のうち、表彰月（各年 6 月）末に上場していた銘柄のみを掲載した。表彰の種類は厚生労働大臣賞（最優良賞、優良賞、努力賞）、都道府県労働局長賞（優良賞、奨励賞）。労働大臣最優良賞は、女性の能力発揮を促進するために他の模範ともいべき取組を推進し、その成果が顕著である企業に与えられ、平成 11 年度若しくは平成 12 年度における労働大臣努力賞、平成 13 年度若しくは平成 14 年度における厚生労働大臣努力賞又は平成 15 年度以降における厚生労働大臣優良賞を受賞した企業を選考の対象とされる。

分析サンプルは 77 銘柄

本小稿では、これらの 77 企業（内 6 銘柄は重複受賞のため、実際の銘柄数は 71 であるが、総サンプルで計算しているため 77 企業で分析）を分析サンプルとして市場全体の動きと比べて、表彰企業の株式がどのように推移したか、を観察した。表彰の発表月の月末である毎年 6 月末を基準に、その前後でリターンがどのように推移しているかを観察した。対象銘柄について各期間で平均値を算出、対 TOPIX 累積超過リターンを算出した。また一部の銘柄のリターンの影響が入り難い中央値も算出した。

分析結果は (図表 3) で示した。60 カ月後のサンプルが 11 であるのは、表彰から 5 年が経過していない銘柄が多数あるためである。(図表 3) 中では 3 カ月前が 4.81% となっている。これは 3 月末時点で均等推進企業で表彰される銘柄がわかっていると仮定して、同銘柄を購入する一方、先物を売却して市場リスクをニュートラルとした場合に得られた平均リターンという意味である。3 カ月前とは、3 カ月前に購入して、当月末で売却するという意味だ。一方、3 カ月後とは発表の当月末に購入して 3 カ月後に売却することを示している。

表彰後の株式パフォーマンスは安定して上昇

特徴的な傾向は、(図表 4) のグラフで示される様に、表彰後の株式パフォーマンスが安定して上昇していることだ。例えば、発表の当月末に購入して 1 年後に売却した場合には 12.80%、5 年後には 50.44% のリターンが得られる。

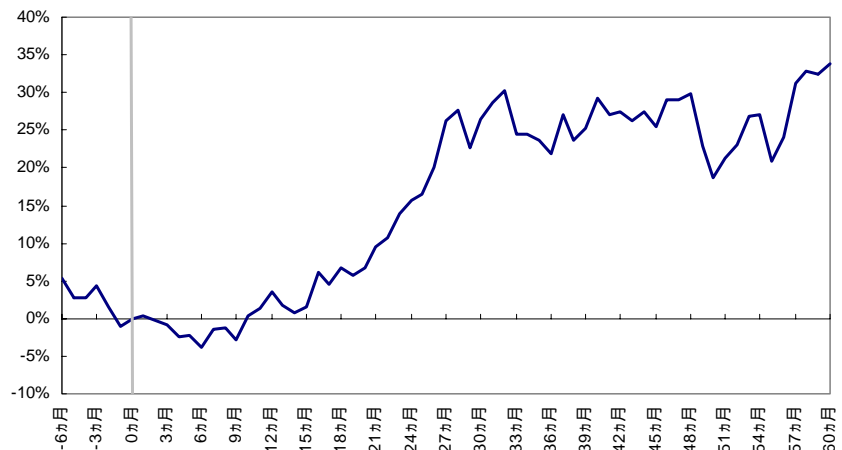
表彰企業の株式パフォーマンスが良好であることが示された。

(図表 3) 均等推進企業表彰銘柄の対TOPIX超過累積リターン(平均値)

	6カ月前	3カ月前	1カ月前					
対TOPIX平均超過リターン(%)：平均値	-6.77%	-4.81%	0.22%					
対TOPIX平均超過リターン(%)：中央値	-5.36%	-4.32%	1.05%					
サンプル数	77	77	77					
	1カ月後	3カ月後	6カ月後	12カ月後	24カ月後	36カ月後	48カ月後	60カ月後
対TOPIX平均超過リターン(%)：平均値	0.16%	3.13%	0.96%	12.80%	22.14%	30.27%	34.85%	50.44%
対TOPIX平均超過リターン(%)：中央値	0.30%	-0.82%	-3.73%	3.55%	15.70%	21.95%	29.89%	33.91%
サンプル数	77	77	77	64	43	33	20	11

(注) 表彰当月以前は当該月を基準に累積リターンを算出。表彰当月以後は表彰当月を基準に累積リターンを算出(出所)大和総研

(図表 4) 均等推進企業表彰銘柄の対TOPIX超過累積リターン



(出所) 大和総研

4. ファミリー・フレンドリー表彰企業の株式パフォーマンス

厚生労働省は、ファミリー・フレンドリー企業を表彰

また、厚生労働省は、女性労働者の能力発揮を促進するだけでなく、仕事と育児・介護を両立できるような様々な制度を持ち、多様かつ柔軟な働き方を労働者が選択できるような取組みを行う企業を表彰する制度を設けている。これがファミリー・フレンドリー企業表彰制度であり、毎年1回、10月の「仕事と家庭を考える月間」の開催に併せて表彰が行われる。賞の種類には、厚生労働大臣優良賞、厚生労働大臣努力賞、都道府県労働局長賞がある。

ファミリー・フレンドリー表彰企業の株式パフォーマンスを計測

ファミリー・フレンドリー施策の明確な定義はないが、充実した育児休業・介護休業制度、再雇用制度、社内保育設備等の、女性(男性も含む)の仕事と家庭の両立を可能にするサポートを通じて、働き易い環境作りを促進する企業である。経済産業省の「女性の活躍と企業業績」の報告によれば、ファミリー・フレンドリー施策は企業業績を高めるという研究が進んでいるようだ。

そこで、均等推進企業表彰企業と同様にファミリー・フレンドリー表彰企業の株式パフォーマンスを計測した。実際に本小稿で分析対象としたファミリー・フレンドリー表彰企業は(図表5)で示した。

(図表 5) 過去のファミリー・フレンドリー表彰制度の受賞会社(分析対象銘柄のみ)

	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004
労働大臣優良賞	9783 ハネッコ・レーション		6701 日本電気		7261 マツダ	4452 花王
労働大臣努力賞	2801 キッコマン 5332 東陶機器	3591 ワコール 8242 阪急百貨店 9532 大阪瓦斯	7753 ミノルタ	9508 九州電力	7944 ローランド	
都道府県労働局長賞	2217 モロソフ 2877 日東ベスト 6415 ニスカ 6444 サンデン 6902 デンソー 7272 ヤマハ発動機 7278 エクセディ 7744 ノーリツ鋼機 8254 さいか屋 8361 大垣共立銀行 8368 百五銀行 8397 沖縄銀行	3580 小松精練 3596 ワールド 6222 島精機製作所 6986 双葉電子工業 7280 ミツバ 7573 ツルハ 8231 三越 8245 丸栄 9511 沖縄電力 9937 セシール 9949 タイヨー	4921 ファンケル 5943 ノーリツ 6409 キトー 6764 三洋電機 6792 日本ビクター 6845 山武 7931 未来工業 8179 ロイヤル 9738 インテック 9846 天満屋ストア	6201 豊田自動織機 6427 東北リコー 6586 マキタ 6911 新日本無線 6931 日本電池 6948 住友電装 6962 大真空 7287 日本精機 8241 阪神百貨店 8264 伊・3・カ堂 8332 横浜銀行 9829 ながの東急百貨店	6448 プラザー工業 7258 栃木富士 9031 西日本鉄道 9919 関西スバルマーケット	4326 インテージ 5851 リョービ 7936 アシックス 8393 宮崎銀行 9022 東海旅客鉄道 9081 神奈川交通

(注) 発表は毎年10月、企業名等は表彰時点による。対象は表彰月(各年10月)末に上場していた銘柄。

都道府県労働局長賞の平成11年度の名称は「女性少年室長賞」

(出所) 厚生労働省発表資料を元に大和総研作成

(ホームページ) ファミリー・フレンドリー企業表彰受賞企業一覧 <http://www.mhlw.go.jp/general/seido/koyou/family/kigyoo.html>

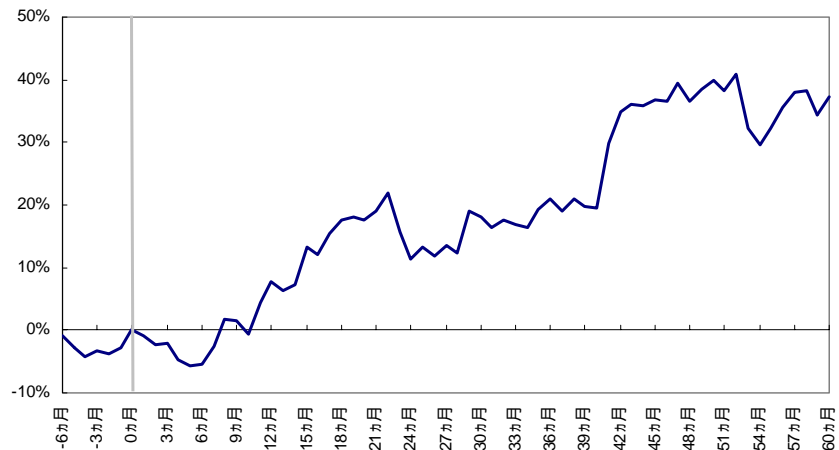
分析結果は(図表6、7)で示した。傾向としては、均等推進企業表彰企業と同様に、表彰後の株式パフォーマンスが安定して上昇している。

(図表6) ファミリー・フレンドリー表彰銘柄の対TOPIX超過累積リターン(平均値)

	6カ月前	3カ月前	1カ月前						
対TOPIX平均超過リターン(%)：平均値	1.29%	3.88%	1.33%						
対TOPIX平均超過リターン(%)：中央値	0.86%	3.30%	2.80%						
サンプル数	67	67	67						
	1カ月後	3カ月後	6カ月後	12カ月後	24カ月後	36カ月後	48カ月後	60カ月後	
対TOPIX平均超過リターン(%)：平均値	-1.86%	-3.79%	1.44%	15.95%	25.51%	20.78%	44.96%	41.36%	
対TOPIX平均超過リターン(%)：中央値	-0.85%	-2.03%	-5.38%	7.79%	11.48%	21.04%	36.61%	37.25%	
サンプル数	67	67	59	59	49	37	28	15	

(注) 表彰当月以前は当該月を基準に累積リターンを算出。表彰当月以後は表彰当月を基準に累積リターンを算出(出所)大和総研。

(図表7) ファミリー・フレンドリー表彰銘柄の対TOPIX超過累積リターン



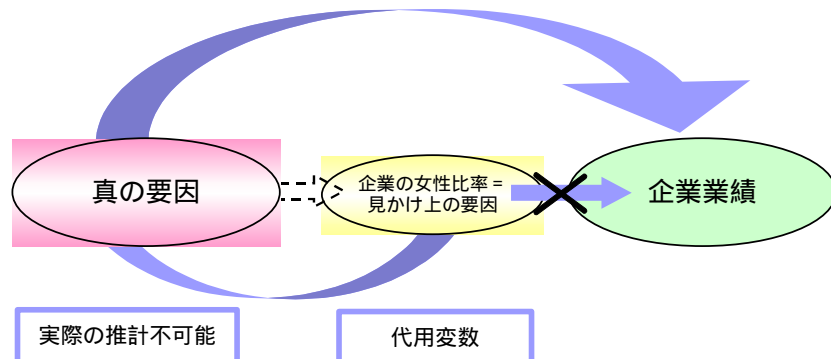
(出所) 大和総研

5. 女性が活躍する企業の株式パフォーマンスが良好な結果の考察

株式パフォーマンスを高めるのは、女性の積極的な活用も含めたその背後の企業風土にある

女性の活用に積極的と認められた企業の株式パフォーマンスが良好であることは示された。しかし、これだけでは女性の活用が株式パフォーマンスを高めるという因果関係は示されない。経済産業省の報告も実はこの点を強調している。同報告書のなかでは、株式パフォーマンスを高めるのは、女性の積極的な活用も含めた、その背後の企業風土にあるとしている。男女を区別せずに処遇する発想は個々人の能力・成果に基づく評価・処遇を重視する経営方針が背後にあり、これが企業の経営成果に繋がると考察される。つまり(図表8)の仕組みが背後にあると見ている。

(図表8) 女性が活躍できる風土と企業業績の関係

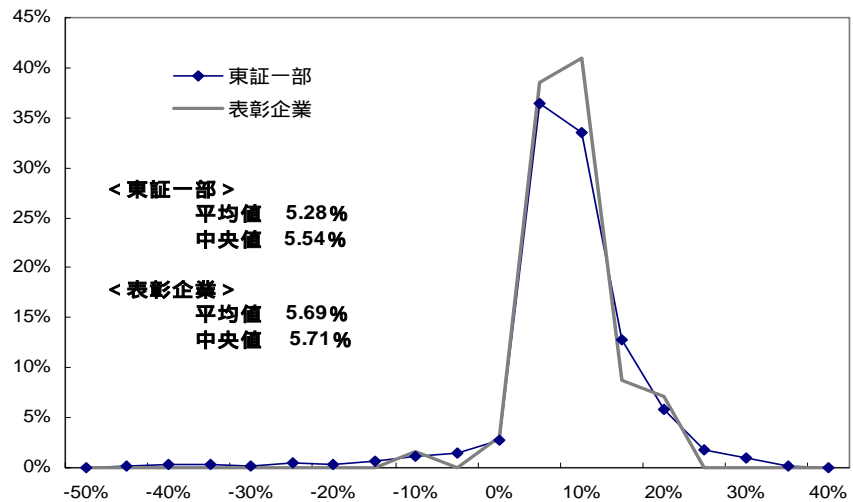


(出所) 経済産業省男女共同参画研究会報告「女性の活躍と企業業績」を元に大和総研

女性の活用に積極的という情報を基に、将来の企業業績や株式の好パフォーマンスを予測することは妥当な戦略

ただ、因果関係が直接ないから投資の参考情報にならないのではない、その背後にある企業固有の風土である真の要因は把握し難いため、観測される変数の女性の活用に積極的という情報を基に、将来の企業業績や株式の好パフォーマンスを予測することは(図表8)の時計周りの循環を連想した、妥当な投資戦略と考えられる。

(図表9) 表彰銘柄(均等推定・ファミリー合算)のROE分布(2005年2月末時点)



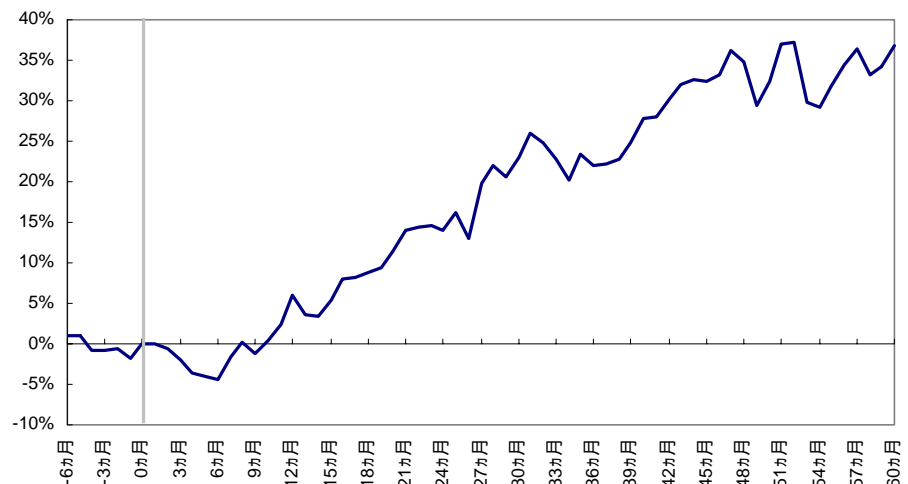
(注) 1%点以下と99%点以上の値は異常値として処理、データは2005年2月末時点(除く金融)とした。
 (出所) 大和総研

<参考1> 表彰銘柄(均等推定・ファミリー合算)の対TOPIX超過累積リターン(平均値)

	6カ月前	3カ月前	1カ月前		1カ月後	3カ月後	6カ月後	12カ月後	24カ月後	36カ月後	48カ月後	60カ月後
対TOPIX平均超過リターン(%)：平均値	-3.02%	-0.77%	0.74%		-0.78%	-0.09%	1.17%	14.31%	23.94%	25.25%	40.75%	45.20%
対TOPIX平均超過リターン(%)：中央値	-1.04%	0.70%	1.87%		0.02%	-1.95%	-4.32%	6.02%	13.91%	21.94%	34.87%	36.77%
サンプル数	144	144	144		144	144	136	123	92	70	48	26

(注) 表彰当月以前は当該月を基準に累積リターンを算出。表彰当月以後は表彰当月を基準に累積リターンを算出(出所) 大和総研。

<参考2> 表彰銘柄(均等推定・ファミリー合算)の対TOPIX超過累積リターン



(出所) 大和総研

当社と大和証券S M B C(株)とは、(株)大和証券グループ本社を親会社とする同一のグループ会社であり、かつ大和証券S M B C(株)は平成16年3月以降下記の銘柄に関する募集・売出し(普通社債を除く)にあたり主幹事会社となっております。

国際石油開発(1604) 高松建設(1762) 青木あすなる建設(1865) コミュニチュア(1932) 三星食品(2227) ユニマツクリー
ンライフ(2421) ウェルネット(2428) ワールドインテック(2429) ディー・エヌ・エー(2432) オエノンホールディングス(2533)
エディオン(2730) クインランド(2732) あきんどスシロー(2781) カルラ(2789) 日本たばこ産業(2914) アルファグループ
(3322) ネットプライス(3328) エー・ディ・エム(3335) マリンボリス(3339) 日本調剤(3341) ジー・トレーディング(3348)
クリヤマ(3355) グリーンホスピタルサプライ(3360) 三協・立山ホールディングス(3432) G D H(3755) テクマトリックス
(3762) アッカ・ネットワークス(3764) システムズ・デザイン(3766) ハビックス(3895) 東セロ(3971) サンエー化研(4234)
フジプレミアム(4237) ワークスアプリケーションズ(4329) イオンファンタジー(4343) 日本ロングライフ(4355) ニイタカ
(4465) オンコセラピー・サイエンス(4564) ソフトバンク・テクノロジー(4726) 楽天(4755) インデックス(4835) 有線プロ
ードネットワークス(4842) メディシノバ・インク(4875) 住友ゴム工業(5110) ニッタ(5186) 日本板硝子(5202) 日本電気硝
子(5214) 住友金属鉱山(5713) 滝澤鉄工所(6121) C K D(6407) 竹内製作所(6432) 天辻鋼球製作所(6475) イーグル工業
(6486) かわでん(6648) エルピーダメモリ(6665) シーシーエス(6669) カシオマイクロニクス(6760) メイコー(6787) ス
ミダ コーポレーション(6817) パトライト(6825) 船井電機(6839) S U N X(6860) フォトロン(6879) 日本電産コパル電
子(6883) タイテック(6893) エフ・シー・シー(7296) シモジマ(7482) 橋本総業(7570) ハイデイ日高(7611) 田中商事
(7619) 長野計器(7715) 日本電産トーソク(7728) タムロン(7740) アールシーコア(7837) 藤森工業(7917) 住友商事
(8053) 阪急百貨店(8242) イズミ(8273) 平和堂(8276) バルタック(8283) 三重銀行(8374) 鳥取銀行(8383) フィデック
(8423) 住信リース(8432) ソフトバンク・インベストメント(8473) オリックス(8591) カブドットコム証券(8703) N E C リ
ース(8793) 平和不動産(8803) 東京建物(8804) レオパレス21(8848) シノハラ建設システム(8909) 創建ホームズ(8911)
タクトホーム(8915) ファースト住建(8917) 明豊エンタープライズ(8927) エフ・ジェー・ネクスト(8935) 大和システム
(8939) 名古屋鉄道(9048) 大和物流(9054) 安田倉庫(9324) キューソー流通システム(9369) N E C モバイルリング(9430)
共立メンテナンス(9616) テクモ(9650) 船井総合研究所(9757) 進学会(9760) 加藤産業(9869) パロー(9956) タキヒヨー
(9982) ヤマザワ(9993) (銘柄コード順)