

女性活躍企業への 株式投資

関西学院大学 経済学部

田畑ゼミ

執筆者

吉田航、西田大志、加藤正之、泉亮汰、八ヶ代孝康、宮北綾子、泉川友香子、仲村未菜美、矢田彩音、小中亮太

■ 要 旨

本論文では人口減少による労働力の不足を解決する一つの方法である積極的な女性労働の活用に注目した。しかし積極的な女性労働の活用を企業の生産性の向上につなげるには女性が活躍しやすい環境を整える必要がある。こうした考え方にに基づき、「女性が働きやすい環境」が整っていてかつ「財務状況」が良好であるにもかかわらず、株価が比較的割安となっている企業への投資は高い収益を期待できるのではないか、という仮説を立て、スクリーニングを行い、株式投資のシミュレーションを行った。

■ 目 次

1. はじめに
2. 女性活躍
 - 2-1 女性活躍企業とは
 - 2-2 女性の雇用状況～共働き中心の社会へ～
 - 2-3 男女間の賃金格差と女性雇用の利点
3. ポートフォリオの作成
 - 3-1 投資の概要
 - 3-2 第1次スクリーニング 既存のランキングから女性活躍企業を絞り込み
 - 3-3 第2次スクリーニング
 - 3-4 第3次スクリーニング 株式指標を使った絞り込み
 - 3-5 得点ランキング
 - 3-6 ポートフォリオ
4. 投資結果
 - 4-1 投資結果
 - 4-2 日経平均株価
 - 4-3 投資結果と日経平均株価の比較
5. 終わりに

1章 はじめに

日本では少子高齢化の進行により人口減少の問題が深刻化しつつあり労働力率の維持が課題となっている。そのために求められるのが労働力人口の増加であり、その1つの手段としての積極的な女性労働の活用に注目が集まっている。しかし、現在の日本における女性の雇用環境には様々な問題があり、その問題をいかに解消するかが日本企業の課題となっている。そして、その問題を乗り越えた企業がこれからの社会において持続的な成長が期待できる企業といえるのであろう。こうした考え方に基づいて、本論文では「女性が働きやすい環境」が整っていてかつ「財務状況」が良好であるにもかかわらず、株価が比較的割安となっている企業への投資は高い収益を期待できるのではないかと、という仮説を立て、スクリーニングを行い、株式投資のシミュレーションを行う。

本論文の構成は以下のとおりである。2章では女性活躍企業とは何か、なぜ女性活躍企業が今後も持続的な成長が期待できる企業と考えられるのかについて説明する。3章ではスクリーニングの方法と作成したポートフォリオについて説明する。4章では3章で作成したポートフォリオをもとに投資を行った結果について説明する。最後に今回の分析のまとめと今回の課題について述べる。

2章 女性活躍

この章では、女性活躍企業とは何か、なぜ女性活躍企業が今後も持続的な成長が期待できる企業と考えられるのかについて説明する。

【2-1】女性活躍企業とは何か

本論文における女性活躍企業とは、良好なワーク・ライフ・バランス環境が整っており意欲ある女性を惹き付け、労働者の本来持っている能力を引き出す人材活用が出来ている企業のことを指す。

【2-2】女性の雇用状況～共働き中心の社会へ～

かつて日本は専業主婦世帯が中心であり、女性労働者の割合はそれほど高くなかった。しかし、近年共働き中心の社会へ移行しつつあり、またその流れはますます加速すると考えられる。その理由は大きく2つある。

まず第1に少子高齢化による労働力人口の減少に歯止めをかけるためには、女性の労働参加の推進、女性労働力の活用が不可欠であるからである。2012年の日本における20代後半以降から60歳までの女性の労働力率は65~80%であり、20代後半から30代にかけて大きく低下し、再び40代に上昇している。男性が同じ年代の時、常に95%程度を維持していることと比べると、まだ低い数値であると言える。そのため女性の労働力率には上昇余地があると言える。

第2にグローバル競争の激化が挙げられる。90年代に入って東西冷戦が終結し、世界の人口の3分の1が低賃金でグローバル市場経済の競争に参入したことから、賃金コストの競争は格段に厳しくなった。そのため方働きで世帯全体を支えるという専業主婦世帯モデ

ルの維持が困難なものとなっている。今までと同じような生活水準の維持のためには共働きをせざるを得ない状況となっている。

このように、今後も共働き世帯中心への流れはますます加速すると考えられるが、その場合男性も女性も働き、同時に家事や子育てをするために重要となってくるのがワーク・ライフ・バランスである。企業は女性に結婚後も働いてもらうために育児休暇制度などを充実させる必要があり、共働きであれば男性も家事や育児に参加する必要が出てくるため男性に対しても同様の制度や労働時間の短縮などを整備していく必要がある。

【2-3】男女間の賃金格差と女性労働力の積極的活用の利点

男女の労働者間には賃金に差がある。賃金格差の要因は様々であるが、その中の1つに差別モデルというものがある。別々の嗜好を持つ企業が労働意欲のある女性に比べて十分に多い場合、働きたい女性が差別的嗜好を持たない企業だけでは吸収されず、差別的嗜好を持つ企業であっても雇われることを希望することになる。その結果、女性の賃金に下降圧力がかかり、働きたいとおもっている女性が全て吸収される水準まで女性の賃金は下落する。そのため、男女の生産性が同じであったとしても賃金格差が生じる。

企業にとって、女性の賃金コストよりも女性の生み出す利潤や生産性の方が大きければ、女性雇用と企業業績は正に相関することになる。ベッカーやシマンスキーは差別モデルにおいて、報酬が安く十分に活用されていない女性人材を雇うことで業績が良くなると唱えている。では、男女間で生産性が同じであるなら、報酬が安い女性を多く雇うだけで企業業績は上がるのだろうか。

川口大司東大教授の研究では、女性の多い企業で利益率は高いが、男女賃金格差はその要因の20分の1しか説明できず、残りは男女の生産性格差に起因する可能性を示唆している。つまり、企業業績向上は報酬が安い女性を多く雇うだけでなく、それに加えた他の要因と相まって果たされるものであるといえる。では、他の要因とは何なのであろうか。

私たちは、ワーク・ライフ・バランス制度の導入と同時に、男女均等施策や人事評価・報酬の仕組みの見直しにあると考える。理由として、既存の研究では、女性が多く好業績の企業では、男女均等の雇用管理、ワーク・ライフ・バランスが整備されている共通の特徴が挙げられており、近年の研究では、ワーク・ライフ・バランスに配慮した制度の導入だけで企業業績を上げることはできないが、同時に男女均等施策や人事評価・報酬の仕組みを見直すと、長期的には業績が上がるということが明らかにされているからである。

労働力人口の減少に伴って女性の労働参加が不可欠となってくるこれからの際し、先ほど示した要因つまり、女性の活躍を促進できる土台の整った企業が将来成長していくと考える。女性が活躍できる土台が整っている企業ほど長期にわたって良い業績が残しやすく、長期的に業績の良い企業は株価が上がると予想される。

3章 ポートフォリオの作成

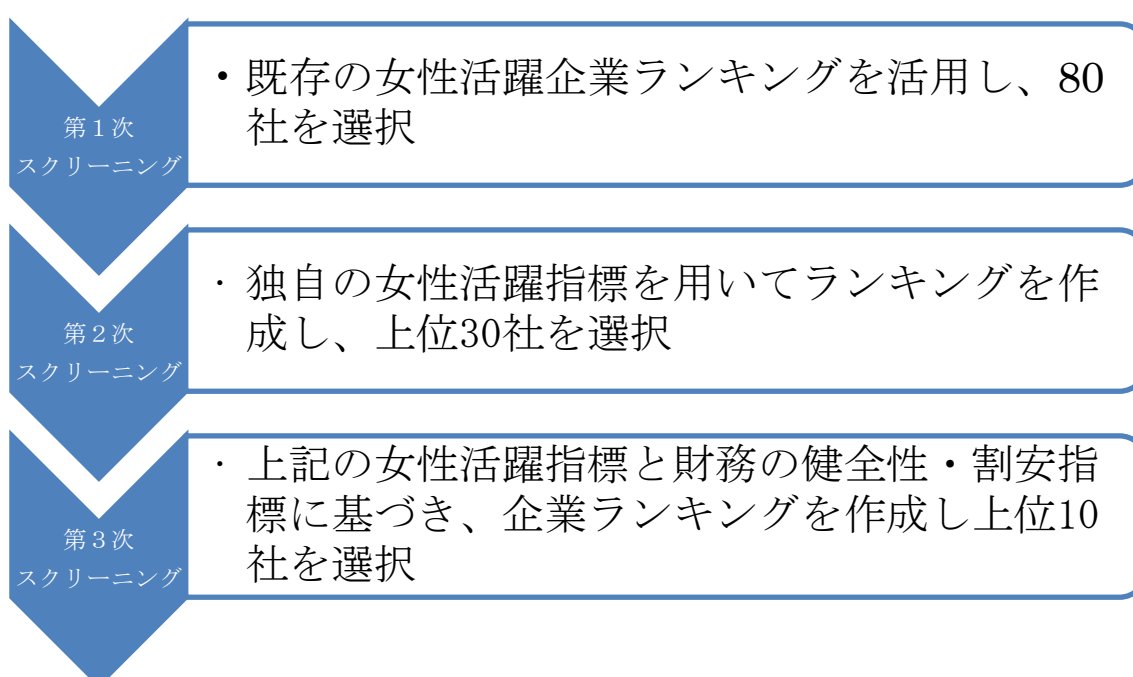
この章では2章で述べた理由から「女性が活躍できる環境を整えている企業」は今後も持続的な成長が期待できるという仮説を立てる。この仮説に基づき、初めに既存アンケートおよび独自に作成した女性活躍指標を用いて「女性が活躍できる環境を整えている企業

＝女性活躍企業」を 30 社選び出す。次にその 30 社から、財務の健全性指標、株価の割安指標を活用し、「財務状況」が良好であるにもかかわらず、株価が比較的割安となっている企業 10 社を選び出す。具体的には以下の 3 つの段階からなるスクリーニングを実施する。

【3-1】投資の概要

以下の図 1 のような第 1 次～第 3 次までの 3 段階のスクリーニングによって投資対象企業 10 社を選択する。そしてこの 10 社に対して 500 万円を約 50 万円ずつほぼ均等に投資を行う。以下ではそれぞれのスクリーニング手順について説明する。

図 1 スクリーニングの概要



【3-2】第 1 次スクリーニング：既存のランキングによる絞り込み

実際に株式を投資する企業を絞り込むにあたって、日本の数ある企業の中から女性の活躍する企業を自力で探し出すのは困難だと考えたため、今回は第 1 次スクリーニングでは、Web サイト上にある既存のランキングを参考にして女性の活躍する企業を 80 社に絞り込んだ。具体的にはなでしこ銘柄 2016 に選定されている 45 社に加えて、その他の女性活躍企業ランキングで上位にランクされている 35 社の計 80 社を選んだ。それぞれの既存ランキングの説明は以下のとおりである。

・ なでしこ銘柄 2016 (45 社) + その他の女性活躍企業ランキング(35 社)

・ なでしこ銘柄 2016 (45 社)

経済産業省と東京証券取引所が共同で毎年公表している、女性活躍推進に優れた上場企業。選定する手順としては、対象を全上場企業とし、その中から女性管理職比率を開示し

ている企業について女性活躍に関するスコアリングを実施するとともに、財務指標によるスクリーニング等を経て、45社を選定している。

・その他の女性活躍企業ランキング（35社）

なでしこ銘柄以外に、日経BP社の「女性が活躍する会社 Best100」や東洋経済の「女性部長が多い会社ランキング」等を参考に、さらに35社を選択し合計80社とした。

【3-3】第2次スクリーニング 独自女性活躍指標による絞り込み

第2次スクリーニングでは先述した80社を30社に絞りこむために独自の女性活躍指標を作成した。独自の女性活躍指標を構成する項目として以下の7つを選び、項目ごとに各企業の数値を『女性の活躍推進データベース』というサイトを使用して計算した。

・ 独自の女性活躍指標を構成する項目

- ①女性労働者比率 ②女性の勤続年数 ③勤続年数の男女比
- ④女性育児休暇取得率 ⑤女性に対する男性の育児休暇取得率
- ⑥女性の管理職の比率 ⑦役員の男女比率

この7つの指標を使用した理由のうち、②と⑥に関しては厚生労働省が平成28年4月1日に施行した「女性活躍推進法」によって、企業が自主的に調査しておくべき基礎項目に記載されているからである。その他の項目は女性活躍推進データベースの指標の中から、女性活躍指標として必要だと判断したためである。

計算手順については以下の通りである。

1. 7項目×60点満点=420点満点で「女性活躍指標」を構成
2. 各項目の数値が最も高い上位1位の企業に60点を付与し、2位の企業からは1点ずつ減らして採点した。ただし、『女性の活躍推進データベース』にデータの記載がなかった場合は0点とした。
3. 次に、7つの項目の合計点で上位30社を女性活躍企業とし、投資対象の候補として選択した。

【3-4】第3次スクリーニング 株式指標を使った絞り込み

第3次スクリーニングでは、第2次スクリーニングでも使用した女性活躍指標を420点満点、さらに財務の健全性指標と株式割安指標からなる株式指標210点満点の、計630点満点として得点ランキングを作成し、その上位10社を最終的な投資先企業として選択した。以下の図2は第3次スクリーニングにおける配点の概要を示したものである。

図2 第3次スクリーニングにおける配点の概要

<h1 style="margin: 0;">女性活躍指標 (420点)</h1>	<h2 style="margin: 0;">株式指標 (210点)</h2>	
	財務の健全性指標 (140点 =安全性70点 +効率性70点)	株式割安指標 (70点)

第3次スクリーニングで再び女性活躍ランキングでの配点420点を使う理由は、女性活躍企業で順位付けをするにも関わらず、株式指標が優先され本来の目的と異なる順位になってしまうことを避けるためである。

【3-4-1】財務の健全性指標(140点満点)

財務の健全性指標(140点満点)は企業の倒産リスクの程度を表す安全性指標(70点満点)と、企業が投入した資産・資本を使ってどれだけ効率的に利益を上げているかを表す効率性指標(70点満点)の2つから構成される。安全性指標と効率性指標は以下で述べるような手順で計算される。

・安全性指標(70点満点)

安全性指標とは倒産リスク(資金繰りの悪化の可能性)が低いかどうかを表した指標であり、以下の3つの要素から計算される。

・流動資産が流動負債の1.5～2倍以上あること

流動資産と流動負債の比率	2倍以上	1.5～2倍	1.5倍未満
点数	$\frac{70}{3}$	$\frac{35}{3}$	0

・自己資本比率が40～50%以上であること

自己資本比率	50%以上	40%～50%	40%未満
点数	$\frac{70}{3}$	$\frac{35}{3}$	0

・負債総額が準流動資産の2倍以内であること。

負債総額と純流動資産	0～2	2より大きい	0未満
点数	$\frac{70}{3}$	$\frac{35}{9}$	0

・効率性指標（70点満点）

効率性指標とは、企業が導入した資産、資本からどれだけ効率的に利益を上げられているかを表した指標であり、以下の2つの要素から計算される

・ROE（自己資本利益率）

ROE＝純利益÷株主資本（％）

企業が投資家から預かっている出資金をその企業が何％くらいの利回りで運用しているのかということを表す。ROEが高いほど効率的な運用が出来ているといえる。

ROE	15以上	10～15	6～10	6未満
点数	$\frac{70}{2}$	$\frac{70}{3}$	$\frac{70}{6}$	0

・ROA（総資産利益率）

ROA＝純利益÷総資産（％）

ROEの資金に加え負債も含めて効率的な運用ができているかということを表す。ROEが高いほど効率的な運営が出来ているといえる。

ROA	5以上	3.5～5	2～3.5	2未満
点数	$\frac{70}{2}$	$\frac{70}{3}$	$\frac{70}{6}$	0

【3-4-2】株式割安指標（70点満点）

株式割安指標は利益や自己資本比率に対してどの程度の株価がついているかを示したものであり、以下の3つの項目から構成される。

・時価総額が純流動資産（流動資産から流動負債を差し引いたもの）の2/3～1/2以下であること。

数字が小さいほど銘柄が過小評価されている状態である為割安といえる。

時価総額と純流動資産	1/2以下	1/2～2/3	2/3以上
点数	$\frac{70}{3}$	$\frac{70}{6}$	0

・PERが10～15倍以下であること

PER＝株価÷1株あたりの利益

株価の期待値を表す指標。これが低いと実際よりも割安な株、高いと割高な株となる。

PER	10倍以下	10～15倍	15倍より大きい
点数	$\frac{70}{3}$	$\frac{70}{6}$	0

・PBRが1倍もしくは1.2倍以下であること

PBR=株価÷一株あたり自己資本

企業が株主から集めた資本をどれだけ効率的に利用できているかという経営効率を表す指標。値が低いと割安と考えられる。

PBR	1倍以下	1~1.2倍	1.2倍より大きい
点数	$\frac{70}{3}$	$\frac{70}{6}$	0

【3-5】得点ランキング

第3次スクリーニングの結果、女性活躍指標と株式指標の合計点の上位10社は以下の表1のような結果となった。

表1 第3次スクリーニングにおける上位10社

総合順位	証券コード	企業(銘柄)名	業種	株式指標(満点210)	女性活躍指標(満点420)	総得点(満点630)
1位	8566	リコーリース株式会社	その他金融	128.3	291	419.3
2位	2305	株式会社スタジオアリス	サービス	128.3	291	419.3
3位	9602	東宝	サービス	116.7	302	418.7
4位	3591	株式会社ワコール	繊維	151.7	255	406.7
5位	8136	サンリオ	商社	151.7	246	397.7
6位	2229	カルビー株式会社	食品	128.3	254	382.3
7位	3099	三越伊勢丹ホールディングス	小売	35.0	336	371.0
8位	3382	セブン&アイ・ホールディングス	小売業	105.0	261	366.0
9位	9433	KDDI株式会社	通信	108.9	243	351.9
10位	8253	クレディセゾン	その他金融	93.3	255	348.3

表1で示されるように総得点の1位はリコーリース株式会社となったが、女性活躍指標飲みの得点では三越伊勢丹ホールディングスが最も高い数字となっている。

【3-6】ポートフォリオ

表1で示された上位10社に対して、500万円を約50万円ずつ均等に割り当て、投資を行った。具体的な購入金額は以下の表2の通りである。

表2 ポートフォリオの内容

証券コード	企業(銘柄)名	購入金額(円)	構成比 (%)
8566	リコーリース株式会社	498,622	9.97%
2305	株式会社スタジオアリス	495,655	9.91%
9602	東宝	495,786	9.92%
3591	株式会社ワコール	502,014	10.04%
8136	サンリオ	498,144	9.96%
2229	カルビー株式会社	503,277	10.07%
3099	三越伊勢丹ホールディングス	497,611	9.95%
3382	セブン&アイ・ホールディングス	497,611	9.95%
9433	KDDI 株式会社	492,693	9.85%
8253	クレディセゾン	496,338	9.93%
	残金	28,076	0.56%

4章 投資結果

この章では3章で作成したポートフォリオの運用結果をまとめた。

【4-1】 評価額の変化

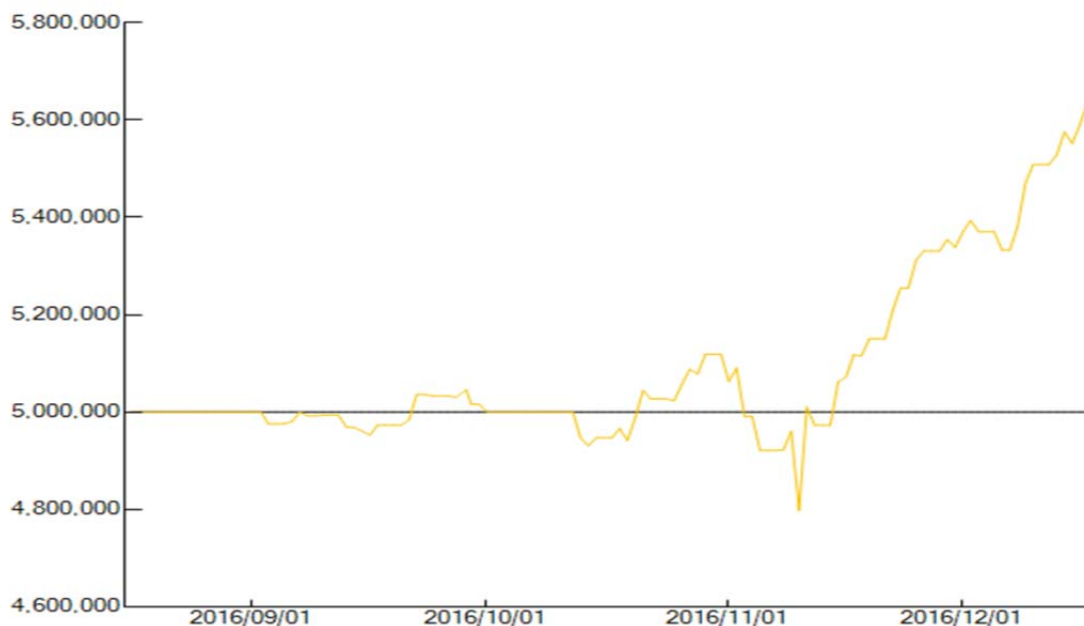
表3は正式な購入時点である10月12日時点でのポートフォリオの評価額と12月17日時点での評価額を比較したものである。また図3は10月1日以前の投資体験期間も含めた評価額の推移を示したものである。なお以下では正式の購入時点である10月12日時点から12月17日時点までの評価額の変動に関してのみ考察する。

表3 購入時点での評価額と現在の評価額

10月12日時点での評価額	4,971,924円
12月17日時点での評価額	5,637,918円

図3 評価額の変動 (12月17日時点まで)

参考：日経STOCKリーグ



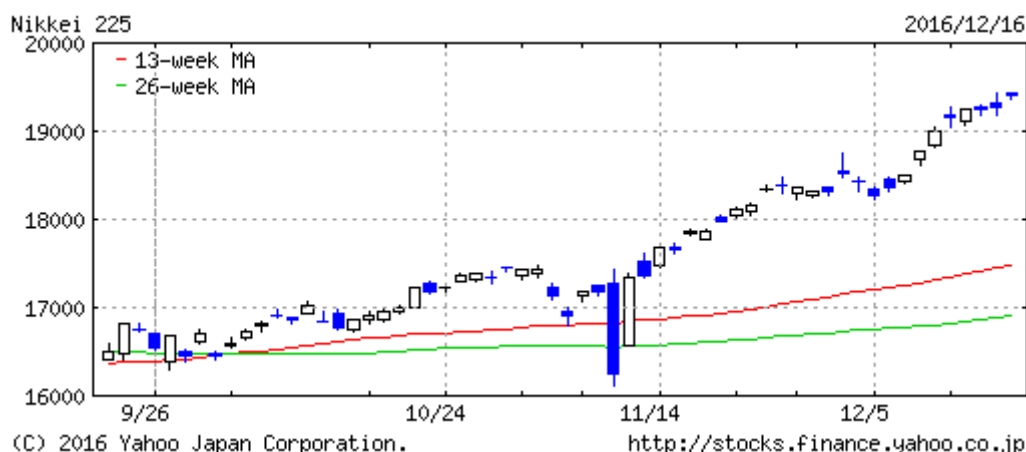
【4-2】日経平均株価

表 4 は正式な購入時点である 10 月 12 日時点での日経平均株価と 12 月 17 日時点での日経平均株価を比較したものである。また、以下の図 4 は前節の図 3 とほぼ同期間における日経平均株価の推移を示したものである。図 4 に示されるように、日経平均株価は、株式購入時の 10 月 12 日から 12 月 7 日にかけて、11 月 9 日に大統領選挙の影響で一時的に急落して以降は右肩上がりの上昇傾向となっている。

表 4 購入時点での日経平均株価と現在の日経平均株価

10 月 12 日時点での日経平均株価	16840.00 円
12 月 17 日時点での日経平均株価	19401.15 円

図 4 日経平均株価の推移 (12 月 17 日時点まで)



【4-3】 投資結果と日経平均株価の比較

表 5 評価額と日経平均株価の価格変動と上昇率

	評価額 (ポートフォリオ)	日経平均株価
購入時(10/12)	4,971,924 円	16,840.00 円
現在(12/16 終値)	5,637,918 円	19,401.15 円
上昇率	13.4%	15.2%

図 3 の株価変動グラフと図 4 の日経平均株価を見比べると両者も似たグラフの動きをしている。このことからポートフォリオ内の企業は日経平均株価変動の影響を大きく受けていることがわかる。また、表 5 の上昇率をみると、ポートフォリオに沿って購入した株の評価額の上昇率は日経平均株価の上昇率よりも小さい。これは今回のポートフォリオが市場の平均よりも低いパフォーマンスにとどまったということになる。

5 章 終わりに

投資実験の結論として、今回のポートフォリオの株式評価額は、投資時の評価額よりも上昇したが、これは日経平均が上昇した影響が大きい。また、上昇率も日経平均株価を下回っていたため、市場平均よりも優れた結果を残すことは出来なかったといえる。

投資実験を終えた感想として今回のシミュレーションには2つ問題点があったと感じた。

1つはあらゆる業種をひとまとめにしてポートフォリオを組んだこと。もう1つは持続的成長を期待できる企業を選択したものの投資期間が3ヶ月と短期であったことである。

前者について、今回は女性活躍をテーマとしたため企業の業種の峻別を行わずにスクリーニングを行ったが、第3次スクリーニングで使用した株式指標の中には業界ごとに数値の平均値が異なる指標も存在するため、より精度の高い検証をするにはやはり業種の絞込と業種ごとの比較という2つの作業を追加する必要があると感じた。

後者についても STOCK リーグの仕様上最長でも3ヶ月半の投資期間であるため長期投資を行う場合は工夫が必要となる。これらの点については次回以降の課題としたい。

参考文献

清家篤 (2013) 「雇用再生」 NHK 出版
大内伸哉・川口大司 (2014) 「法と経済で読み解く雇用の世界」 有斐閣
児玉直美 (2016) 「女性の活躍と経済効果(5)女性比率と企業業績、正の相関」 日本経済新聞 やさしい経済学 (2016/8/26 付 朝刊)
児玉直美 (2016) 「女性の活躍と経済効果 (6) 企業文化も同時に変える必要」 日本経済新聞 やさしい経済学 (2016/8/28 付 朝刊)
女性の活躍推進企業データベース <http://www.positive-ryouritsu.jp/positivedb/>
STOCK リーグ ランキング <https://stockleague.nikkei.co.jp/ranking/chart.aspx>
Yahoo!ファイナンス <http://finance.yahoo.co.jp/>
企業価値検索サービス Ullet (ユーレット) <http://www.ullet.com/>
日経ウーマンオンライン 2016 年「女性が活躍する会社 BEST100」
<http://wol.nikkeibp.co.jp/atcl/column/15/031700061/042700010/?rt=nocnt>
東洋経済 最新! 「女性部長が多い会社」ランキング
<http://toyokeizai.net/articles/-/60599>
プレジデントオンライン 2016 年版「女性活躍推進企業ランキング」
<http://president.jp/articles/-/19791>
女性の職業生活における活躍の推進に関する法律の概要
<http://www.mhlw.go.jp/file/06-Seisaku-jouhou-11900000Koyoukintoujidoukateikyoku/0000095826.pdf>