

海外投資家が注目する 日本企業のダイバーシティ課題

三菱UFJリサーチ&コンサルティング
経営企画部副部長 プリンシパル・サステナビリティ・ストラテジスト
慶應義塾大学大学院政策・メディア研究科非常勤講師

吉高 まり



1. 新型コロナウイルスと ESG

この寄稿が出版される頃には、新型コロナウイルスの国内感染が沈静化していることを心から祈っている。

昨年12月に中国の武漢で新型コロナウイルスの発症が確認されてから、世界は一変した。都市のロックダウン、市場の暴落、好調であった米国経済の極端な失速、人類は、未曾有の困難に見舞われている。そんな中、英紙フ

ィナンシャル・タイムズのニューズレター「モラル・マネー」の4月8日号では、証券会社や運用会社が、このコロナ禍がESG投資に大いに影響するのではないかと指摘していると報じた。そして、ESGの中でもSについて注目が集まっているという。

モーニングスターのパッシブ・ストラテジーズ&サステナビリティ・リサーチ欧州代表であるホーテンス・ビオイ氏は、ESGで高得点をとる企業は、従業員や株主などとの関係が良好で、環境問題に取り組み、保守的なバランスシートを持つ企業であり、このような企業の多くは、不況時に回復力が高い傾向があると分析する。

—〈目 次〉—

1. 新型コロナウイルスとESG
2. ESGのS（社会）
3. S（社会）に関する非財務情報開示制度の経緯
4. ジェンダーの定量的評価
5. ジェンダー投資の多様性
6. ジェンダーに関する日本企業の課題

2. ESGのS（社会）

「ESG」投資のS（Social）である「社会」に関連する項目は、人権、人的資本、政府や地域コミュニティ、製品やサービスの安全

・責任、公正なマーケティング、紛争地域での対応、労働基準・労働慣行、医療アクセス、医薬品の倫理的な開発、安全衛生、サプライヤーの管理、ダイバーシティ、データセキュリティ・サイバーセキュリティなどが考えられるが、各投資家、運用会社によってその視点は異なるし、業界によって重視される項目（マテリアリティ）も多様である。

ESG投資家が最も重視するのは、Gのコーポレートガバナンスである。企業のステークホルダーとの関係構築および経営の持続能力は、ESG評価の根幹であり、その評価項目の中の、取締役会の構成、ダイバーシティは、ESGのSの項目と強く関連する。我が国のコーポレートガバナンス・コードに、「取締役会は、ジェンダー、国際性の面を含む多様性」が重要であることが明示されている。しかし、現状、日本の上場企業における取締役等への女性の登用は極めて低く、その進捗も芳しくない。

日本では、ESG投資というと「環境」や「気候変動」に焦点が当たりがちで「社会」に関して対応が不十分だといわれる。筆者は、欧州のESG投資家から、日本の企業は、環境に関してガバナンスは強いが、社会面でリスクがあり憂慮されると指摘された。海外のESG投資家が、日本の企業に対して最も関心が高いのはGにおけるダイバーシティなのである。

■ 3. S（社会）に関する非財務情報開示制度の経緯

欧米のESG投資家が、ジェンダーおよびダイバーシティに注目する背景を理解するために、非財務情報開示に関する法制度の経緯を簡単に把握する。なぜなら、欧米の非財務情報開示の法制度や機関投資家への非財務情報重視を促す制度で注目すべきは、その具体的項目として、人権、人的資源が掲げられているからである。

ESG投資の発端と言われる「国連責任投資原則（PRI）」が発足したのが2006年であるが、すぐにESG投資が浸透したわけではない。PRIの署名機関数の増加に弾みがついたのは、リーマンショック後である。英国において、機関投資家に対しコーポレートガバナンスの向上を目的とした機関投資家の行動規範であるスチュワードシップ・コードが策定され、2010年10月には70以上の機関投資家や運用会社が採用を表明した。その後、2014年12月欧州委員会は「非財務および多様性情報に関する改正指令」（2014/95/EU）を発効した。同指令は、従業員数が500人以上の特定された企業およびグループに対して、環境保全、社会、従業員、人権尊重、汚職や贈賄の禁止、取締役のダイバーシティ等に関する非財務情報開示を義務付けた。

米国では、2017年、非営利団体Human Capital Management（HCM, 人的資本管理）

Coalitionが米証券取引委員会（SEC）に対して、上場企業に人的資本に関する情報開示を求める規則の策定を求めた。その後、2019年 Council of Institutional Investorsは、米上院銀行委員会に対してHCMとESGに関する情報開示の向上の必要性を訴えるレターを提出した。そこで、同年8月、SECは開示規則を定めるRegulation S-Kの改訂を提案し、人的資本・資源に関する情報の開示を含めた。このようにSに関する情報開示の法制度の整備が各国で進んでいる。

ソフトローとしては、ESGのSを評価するガイドラインも策定されている。それは、2017年国際ワーカーズキャピタル委員会（CWC）が公表した「Guidelines for the Evaluation of Workers' Human Rights and Labour Standards」である。企業が労働基準法を遵守し、労働者と責任ある関係を築けているかどうかを投資家が適切に評価するための指標で、PRIも支援している。アセットマネージャー（資産運用会社）はダイバーシティを含む10の項目に基づき評価する。

このような流れの中、昨年9月パリで開催された、PRIの年次総会「PRI in Person」の最終日は「現代的奴隷と人身売買に関する金融セクター委員会」のメンバーからのメッセージで締めくくられた。PRIのCEOであるフィオナ・レイノルズ女史が同委員会の委員長である。

PRI総会で主要なトピックとして挙げられるように、欧米では、ESG投資のS（社会）

の最重要事項の一つは人権である。特に、グローバル企業にとっては、人権問題の対応を誤れば、消費者の不買運動や訴訟などにつながりかねないため、慎重に対応しなければならない。勿論、日本のグローバル企業にとってもサプライチェーンにおける人権対応は重要である。しかし、一般的に、グローバル化と雇用の多様性が進んでいない日本において、海外のESG投資家は、「日本企業のSに関して、まずは、ジェンダー、ダイバーシティに取り組むべきである」という。それはなぜか？

■ 4. ジェンダーの定量的評価

内閣府のESG投資における女性活躍情報の活用状況に関する調査研究における投資家・運用会社へのアンケート調査によると、回答者の7割近くの機関投資家が、投資判断や業務において女性活躍情報を活用する理由として、「企業の業績に長期的には影響がある情報と考えるため」と回答している。長期的に影響がある情報とは、ビジネスのリスクと機会に影響がある情報のことである。具体的にはどんな情報でどのように評価するのか。

日本では、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）による、MSCIの日本株女性活躍指数（WIN）の採用がジェンダー投資についての認識を高めた。ジェンダー投資とは、ジェンダー平等および女性のエンパワーメントに資金を振り向けることである。GPIFに

加え、日本銀行も、年間投資枠3,000億円で買い入れる設備・人材投資支援ETFの適格指数に、WINに連動するNEXT FUNDS MSCI日本株女性活躍指数（セレクト）連動型上場投信を加え、公的資金を振り向けた。

WINは、我が国の女性活躍推進法により開示されるデータに基づき、各業種からMSCIの性別多様性スコアが高い上位半数の銘柄を選定している。性別多様性スコアは、「時価総額×業種調整後性別多様性スコア×業種調整後クオリティ・スコア」で計算される。

性別多様性スコアは、パフォーマンス・スコア（75%）と実践スコア（25%）の2つのスコアの加重平均より算出される。パフォーマンス・スコアは、企業が女性を引き付ける能力として、①新規採用における女性比率、②社員全体における女性比率、女性社員を継続雇用する能力として、③男性と女性社員の平均勤続年数の差、女性を昇進させる能力として、④管理職・取締役における女性比率、⑤取締役における女性比率などの定量的スコアである。

実践スコアとは、多様性に関するポリシーと経営層による監督（従業員教育、モニタリング制度、上級幹部の監督）と多様性を促進するプログラム（福利厚生、採用の数値目標等の定量的目標）の2点である。

実際に日本企業の情報開示状況を見ると、⑤を開示している企業はあるが、それ以外の項目を定量的に開示しているところはほぼ皆

無で、業界内でウェイトをかけて評価するのは困難である。業界によっても異なるが、筆者が面談する上場企業の経営層からも人事担当からも、このような数字を出すとどのように評価されるのか、特に、女性昇進の準備が十分なされていないため時間が要ると一様に言われる。

こうした背景から、実践スコアで差別化しているというのが現状であろう。しかし、その実践スコアのための定性的情報の開示も到底十分といえない。定量化が難しければ、せめて定性的な情報を丁寧に出す必要がある。しかし、長期的な企業の価値を評価するために、ESG投資家は、なぜこのような情報が必要なのか。経営層におけるジェンダーと労働力全体（人的資源）に占めるジェンダーに着目して説明する。

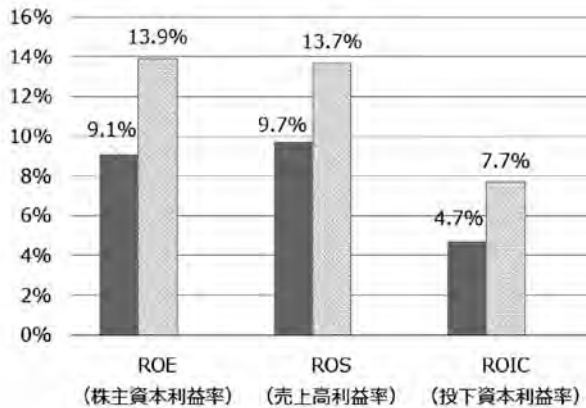
(1) コーポレートガバナンスとしてのジェンダー

コーポレートガバナンスの観点から、取締役会におけるジェンダーバランスを重要とする理由はいくつか挙げられる。

女性リーダー候補者層の拡大による新たな経営人材源の創出、女性取締役による多様な視点での複雑な問題への対応力強化、取締役会のジェンダーの多様性による企業の業績および経済的利益向上期待などである。

ハーバード大学ロースクールでは、取締役会のジェンダーの多様性と環境および社会（E&S）経営との関係を調査した結果、ジェ

(図表1) 企業の経営指標と女性役員の比率



■ 女性役員比率の低い、下位1/4企業グループ □ 女性役員比率の高い、上位1/4企業グループ

(出所) 経済産業省「女性活躍推進の経営効果について」(2012年5月22日)より筆者作成。

ンダーの多様性は、議決権行使助言大手の米ISSの環境および社会リスク管理対応のパフォーマンス向上と相関を持つと結論づけている。S&P 500インデックスで、性別多様な取締役会（3人以上の女性役員を有する企業）と取締役会に多様性のない企業のESGパフォーマンスを比較すると、性別多様な経営層を持つ企業はESG指標で同業他社より優れているとする。また、ジェンダーバランスのある取締役会を持つ企業は、一般的にESGスコアが高く、性別多様な取締役会を持つ期間が長い企業ほど、会社の持続可能性が改善する傾向にあるとしている。

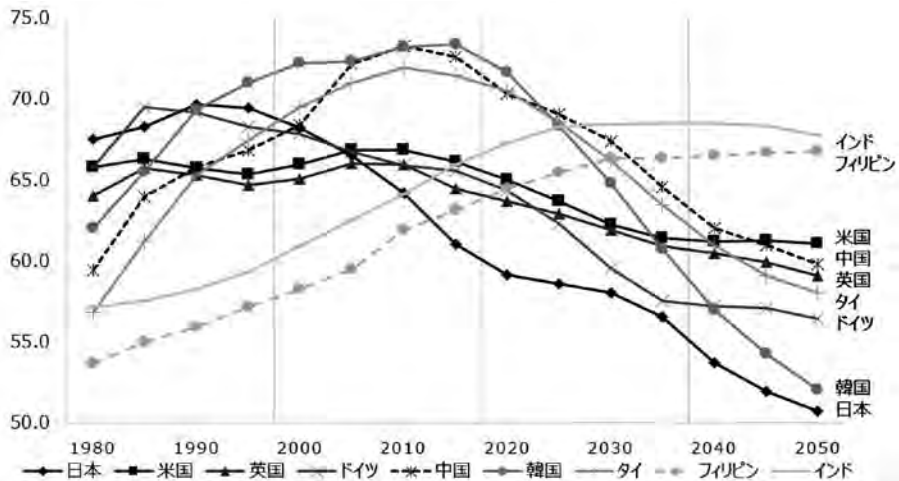
また、性別多様な取締役会は、リスクをより適切に管理するという研究もある。一般的に女性と男性はリスクと経済合理性に対して異なる思考を持っているためジェンダーの多様性により、企業がより感度よくリスクに対

応できるようになる。

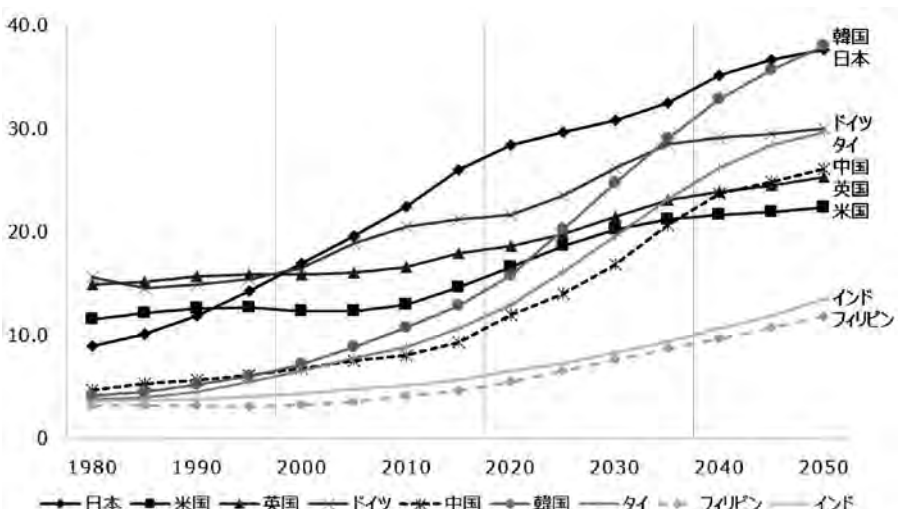
ジェンダーバランスのとれた取締役会は、企業の主要なステークホルダーに包括的に対応できるとも考えられている。特に、女性が消費者の購入の選択肢の70%を作ると言われる中、BtoC企業において、性別多様な取締役会は、刻々と変化する消費者の嗜好に焦点を当てた経営判断が可能と考えられる。企業の社会的責任が消費者の行動に影響を与えることがわかっており、企業の収益向上と性別多様な意思決定機能を持つ経営の関係性は研究で明らかである。

実際、財務上のリターンと、性別多様性の観点からの経営層の改善は、ESGパフォーマンスの定量的評価を可能にしている。図表1に示す通り、女性役員比率の高い企業ほど各種利益率が高く、また、株式パフォーマンスが高いとの結果がでているデータもある。

(図表 2) 生産年齢人口 (15~64歳) 比率の推移 (%)



(図表 3) 高齢者人口 (65歳以上) 比率の推移 (%)



(出所) 国連「World Population Prospects 2019」より筆者作成。

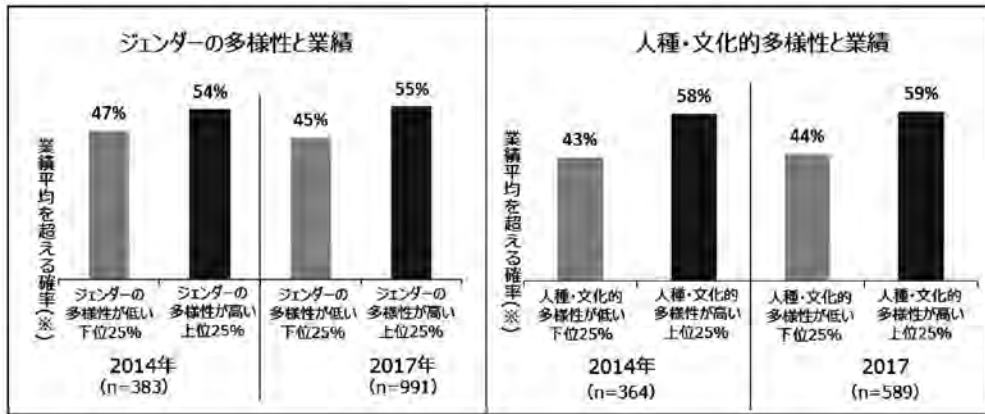
(注) 2020年以降は出生率・死亡率とも中位で推移した場合の予測値。

(2) 人的資源としてのジェンダーと多様性

取締役会のジェンダーバランスの次に重視されるのが、Sの項目の人的資源である。特

に日本は、先進国の中でも少子高齢化が最も進んでいる国と言われ、他国と比較しても生産年齢人口の減少率は顕著（図表 2）で、2065年までには4,529万人まで減少すると言

(図表 4) ダイバーシティが業績に与える期待効果



(出所) 経済産業省経済産業政策局経済社会政策室「ダイバーシティに関する各種調査」(2016年11月14日)、McKinsey & Company “Delivering through Diversity” (2018年1月) を基に筆者作成
 (注) 2014年は2010～2013年、2017年は2011～2015年のEBITマージン(収益性指標)を比較。

われる。これは、人口減少のみならず、高齢化が他国に比べてもペースが早い(図表3)ため、雇用市場がひっ迫し、一部の業種(保安業務、建設、輸送・機械等)で人手不足が深刻化している。

したがって、企業が持続可能な経営を実行するために、人材の確保は必須であり、その人財戦略はESG投資家にとっても重要である。

内閣府の調査結果でも、投資家は、女性活躍情報は人材獲得に良い影響があると判断している。ただ、若手人材を多く確保すればよいわけではなく、その質が重要である。ボストンコンサルティンググループとミュンヘン工科大学は、経営の多様性とイノベーションとの関係に関して実証分析を実施している。

研究の結果、経営の多様性とイノベーション

ンに対してポジティブな関係があることがわかっている。つまり、多様性のレベルが高い企業ほど、新しい製品やサービスからより多くの収益を得ているというのだ。女性や異文化、異種産業のマネージャーの存在は、イノベーションを高める可能性があるとしている。特に、この調査では、労働力が管理職にある女性の割合が高い(20%以上)場合にのみ、イノベーションのパフォーマンスが大幅に向上していることが分かっている。McKinsey & Companyの2018年のレポートでも、性別多様な上位4分の1の企業は、EBITで平均を上回る可能性が21%高く、経済的収益の長期価値創造は平均より27%上回る可能性が高いとしている。

これ以外にもダイバーシティと企業の生産性向上やイノベーションの創出度に関して、

学術的にも多くの研究がなされており、ESG投資家や運用者にとっては因果関係を説明しやすくなっていると思われる。そのため、海外のESG投資家は、ビジネスリスクと機会の両面から日本企業の価値を評価する際、ジェンダー、ダイバーシティの情報が必要であるが、その情報開示の少なさに危機感を感じるのである。

■ 5. ジェンダー投資の多様性

これまで、ESG投資家の評価の視点からみてきたが、ジェンダー投資の様々な側面をみてみよう。

(1) ジェンダーレンズ投資

経済的利益を生み出すと同時に、ジェンダーの不平等を軽減しようとする活動を支援するのが、ジェンダーレンズ投資である。これらの投資は、多くの女性投資家が社会的目的を持って、持続可能な企業を探す傾向から見られる。

2010から2015年の間に、世界中で女性が保有する資産額は34兆ドルから51兆ドルに増え、2020年には72兆ドルに増加する見込みとされ、平均寿命の長い女性に、さらに、私的財産の大部分が渡るかもしれないとの調査もある。女性の起業家も成功し始め資産を築くようになり、米国国勢調査局のデータによると、2012年に米国では女性起業家が全事業の36%を占めている。今後はより多くの女性が、

より多くの投資資金を持って投資決定に影響を与えていくことが見込まれる。

カリフォルニア大学の調査によると、2001年の株式投資の利益において女性は男性を年間1パーセント上回った。その理由は、投資への考え方の違いがある。男性は投資をそれ自体の目的として扱う傾向がある。つまり、男性は市場に対して自分自身を誇示し性急な決定をしてしまう傾向があり、そのため市場動向に過敏に反応するなど、大きく影響される可能性がある。これとは対照的に、女性は長期的視点にたち、投資を単なる目的達成手段と見なす傾向があるというのだ。年々増加するジェンダーレンズ投資は今後も増加すると見られ、欧米の大手金融機関はこれらの顧客獲得に動いていると思われる。

(2) ジェンダーインパクト投資

ジェンダーレンズを持つ投資家の関心を集め始めているのがインパクト投資である。インパクト投資とは、日本インパクト投資タスクフォースによると、「金銭的リターンと並行して社会や環境へのインパクトを同時に生み出すことを意図する投資」と定義されている。このような投資について、女性投資家（ジェンダーレンズ投資家）やミレニアル世代から関心が高いと言われる。

Global Impact Investing Networkに登録しているインパクト投資家・運用会社は180社以上、投資規模は2009年には500億ドルであったのが、2019年には5,000億ドル、2050

年には10兆ドルに達すると試算されている。日本国内では、笹川財団が設立した、女性の経済的エンパワーメントとジェンダー平等をめざす、運用資産100億円の「アジア女性インパクト基金（AWIF）」があるが、全体的に規模はまだ小さい。

米国では、インパクト投資機関であるImpactAssetsなどは、女性主導のベンチャーキャピタル投資を強めている。2018年末時点で、ImpactAssetsが出資する企業の39%は、女性の創設者またはCEOだという。また、インパクト投資分野のアセットマネージャーは、女性の割合が大幅に高くなっているという。つまり、ジェンダーのインベストメントチェーンができてきているのだ。

■ 6. ジェンダーに関する日本企業の課題

2019年の日本のジェンダー・ギャップ指数^(注1)は世界153か国中121位、ジェンダー不平等指数^(注2)は世界189か国中19位である。また、国連グローバル・コンパクトと国連婦人開発基金（UNIFEM）（現UN Women）が共同で作成した女性のエンパワーメント原則（Women's Empowerment Principles）は、世界の上場企業やPRIの機関投資家も署名しているが、日本の上場企業の署名は多くない。また、企業の役員に占める女性比率を3割に引き上げることを目標とした「30%Club（30%クラブ）」に加わる日本企業も少数である。

オランダの非営利団体「EQUILEAP」では、ジェンダースコアカードをもとに、世界中の企業をランク付けしている。前述のWIN以外に、世界には様々な女性ファンドやインデックスが登場（図表5参照）しているが、残念ながら世界レベルでは、日本企業の評価は断然低い。

ゴールドマン・サックスが発行したウーマノミクス5.0のレポートでも述べられている通り、日本の女性雇用率は増加しても、要職における女性の割合の低さは構造的な問題があるからである。特に他国では賃金格差は正に関して法制度化されており（図表6）、すでにGの項目になっているが、日本では報告義務はない。

日本企業のSの価値向上に政策面での要請は必要である。しかし、それを待って対応していたのでは、個々の企業価値のみならず、日本全体の価値が過小評価されてしまうのではないか。このような世界の潮流の中で、海外の投資家から、日本企業の価値がバイアスをもって評価されるのではないかが危惧される。

ポストコロナ禍の世界を語るには早いですが、経済が混迷し、様々な価値観、経済観が変わるのは間違いない。日本経済の分岐点において、ダイバーシティやジェンダーの視点を抜きに、日本企業の中長期的な価値は語れないと筆者は考える。

(図表 5) ダイバーシティ関連のインデックス

	概要	直近で選出された日本企業
Bloomberg Gender-Equity Index	5つの観点（女性のリーダーシップと人材確保、同一賃金と賃金のジェンダー平等、インクルーシブな文化、セクシャルハラスメントに関する方針、女性志向のブランド）から世界の上場企業のジェンダー平等指数を測定し、一定の基準を満たした企業を選出。	NTTドコモ、MS&AD ホールディングス、花王、新生銀行、大和ハウス工業、野村ホールディングス、パン・パシフィック・インターナショナルホールディングス、みずほフィナンシャルグループ、三井住友トラスト・ホールディングス、三井住友フィナンシャルグループ、三菱UFJフィナンシャル・グループ（2020年1月公表）
Refinitiv Global Diversity and Inclusion Index	2016年より公表している世界初となるダイバーシティ&インクルージョンインデックス。7,000社超の上場企業を独自のESGデータに基づきランク付けし、職場のダイバーシティ&インクルージョンが高い上位100社を公開。	NTTドコモ、資生堂、ソニー、富士通、アステラス製薬（2019年9月公表）

（出所）BloombergとRefinitivのプレスリリースより筆者作成。

(図表 6) 欧州における男女間賃金格差是正の法制度

フランス	職場における自由な選択のための「2018年9月5日法」が成立。同法律の第5章に「女性と男性の平等な賃金と職場での性暴力と性差別に対する闘い」を置き、104条では賃金格差を是正する義務があることを明確化。企業規模に応じた義務を課している。
ドイツ	2017年7月6日に、男女間賃金格差の是正を目的とする「賃金構造透明化の促進のための法律」が施行。 - 対象企業は、従業員200人以上と従業員500人以上で、それぞれ要件が異なる（従業員200人未満の企業は適用対象外）。
イギリス	2010年平等法（Equality Act）78条の発効により、男女間賃金格差の公表制度（gender pay gap reporting）が、公共部門について2017年3月、民間部門について同年4月に、それぞれ導入。 - 従業員規模が250人を超える組織に対して、男女間の賃金格差等の公表を義務付け。時間当たり賃金に関する格差等について公表すべき指標として提示。

（出所）独立行政法人 労働政策研究・研修機構「諸外国における女性活躍・雇用均等にかかる情報公表等について－フランス、ドイツ、イギリス、カナダ－」（2019年2月）より筆者作成。

〔参考文献〕

- ・アムンディ・ジャパン「社会を変える投資 ESG入門（日本語）単行本」日本経済新聞社、2018
- ・B. M. Barber & T. Odean, “Boys will be Boys : Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment”, The Quarterly Journal of Economics, Volum 116, Issue 1, 2001
- ・Boston Consulting Group HP, “The Mix the matters”, 2017
- ・C. Banahan & G.Hasson, “Across the Board Improvements : Gender Diversity and ESG Performance”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2008
- ・C. R. Østergaarda & et al, “Does a different view create something new? The effect of employee diversity on innovation”, Research Policy, 2011

-
- ・ F. Galiaa & E. Zenoua, “Board composition and forms of innovation : does diversity make a difference?”, European Journal of International Management, 2012
 - ・ Goldman Sachs 「ウーマノミクス5.0 : 20年目の検証と提言」 2019
 - ・ McKinsey & Company, “Delivering through diversity” 2018
 - ・ MSCI 「MSCI日本株女性活躍指数 (WIN)」 <https://www.msci.com/msci-japan-empowering-women-index-jp>
 - ・ 内閣府 「機関投資家が評価する企業の女性活躍推進と情報開示」 2018
 - ・ Official Monetary and Financial Institutions Forum, “Gender Balance Index 2018”
 - ・ PwC 「新しい投資の形～インパクト投資～」 <https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/column/sustainability/150501.html>
 - ・ UNDP, “Human Development Report”, 2019
 - ・ World Economic Forum, “Global Gender Gap Report”, 2020
 - ・ 米山怜子 「金融業界にはびこる男性バイアスを打ち崩す。欧米で注目集める『ジェンダースマート投資』とは？」
<https://amp.review/2019/04/26/gender-smart-investment/>

(注1) World Economic Forumの報告書で発表される各国の社会進出における男女格差を示す指標

(注2) 国連開発計画が算出する各国の男女間の不平等を示す指標

