

ジェンダー・ダイバーシティ(多様性)への投資は、 社会的な価値と株主価値を同時に創造する

米国Morningstar ストラテジスト Dan Lefkowitz

米国Morningstar クオンツアナリスト Abhishek Dutta

運用の基盤となる指数を提供

パッシブ運用のためのリサーチに基づくソリューションとして、米国Morningstarは2002年に指数の提供を開始しました。以来、これらの指数ファミリーは、投資のためのベンチマークやプロダクト開発のための基盤として使用されています。現在米国Morningstarが独自のリサーチを活用して提供している指数は、主要な資産クラスを網羅しており、ブラックロック、ノーザン・トラスト、UBS、ステート・ストリートなどの大手グローバル資産運用会社に、革新的なルール・ベース型のパッシブ運用戦略のためのソリューションを提供しています。

米国Morningstarは、2015年にESGの調査とレーティングで世界的な大手プロバイダであるサステナリティクスとの協業を開始しました。この協業によって、世界のミューチュアル・ファンドおよび上場投資信託(ETF)を対象とするモーニングスター・サステナビリティ・レーティング™が開発されました。また、2018年には、Morningstar女性エンパワーメント指数を構築するため、企業セクターのジェンダー間の平等(ジェンダー・イクオリティ)に関するデータや調査・分析の大手プロバイダであるEquileap(エクイリープ社)と提携しました。

本稿では、ESG投資に世界的な注目が集まる中で日本でも重要な課題となっているジェンダー・ダイバーシティに焦点を当て、2020年に算出を開始した「Morningstar先進国(除く日本)ジェンダー・ダイバーシティ指数SM」について解説します。

COVID-19は、女性により大きな打撃を与えた

新型コロナウイルスによる世界的な感染症のパンデミックは、働く女性に破壊的な影響を及ぼしました。不況というものは、通常は景気に敏感な製造業などで働く男性に最も打撃を与えるものです。しかし今回は、新型コロナウイルスの感染拡大防止に取り組む社会における自粛やロックダウン、学校閉鎖などによって、女性のはるかに大きな打撃を受けています。

国際労働機関(ILO)はその報告書の中で以下の指摘を

しています:「女性は接待・サービス業、観光・旅行業など今回のパンデミックからきわめて大きな影響を受けたセクターに不均衡なほど高い比率で雇われており、経済活動が国内に限定されることになって衝撃的な影響を受けています。女性はまた、どんどん増加する無給の介護労働の大部分をも担っています」。

世界的パンデミックの結果として、多くの国の女性たちは職業上のキャリアの路線から外れ、また男女間の賃金格差の拡大という現実と直面しています。米国では、全国女性司法支援センターによると、2020年2月から10月までの間に220万人近い女性の労働力が社会から失われました。日本では、マサチューセッツ工科大学と東京大学による日本に関する共同研究から、コロナ禍によって女性は男性と比べて3倍の経済的な打撃を受けて苦しんだことが明らかになりました。

これは平等と経済、ふたつながらの問題です。国連持続可能な開発目標(SDGs)における第5の目標は、ジェンダー間の平等(ジェンダー・イクオリティ)を「基本的人権」と「豊かな世界の基盤」と位置づけています。マッキンゼーとクレディ・スイスによる研究では、社会の構成員全てが持つ可能性をフルに活用できる社会はより高い競争力を持ち、ジェンダー間の平等を促進する企業はより良い成果を上げることができると報告されています。これらの理由から、米国Morningstarは、ジェンダーによる差別をせず機会均等を図る政策を推進する企業に重きを置く「ジェンダー・ダイバーシティ指数(性の多様性指数)」を構築しました。「ジェンダーというレンズを通した投資」は、社会的な価値と株主価値の両方に投資することにあると本指数の分析は明らかにしています。

ジェンダー・ダイバーシティ指数の考え方

ジェンダーにおける多様性と包摂(インクルージョン)についての良い調査は、単に数値を見るだけでは不十分です。何人の女性が様々な職階で受け入れられているか

は重要な問題ですが、企業がどのようなポリシーや行動規範を定めて実践しているのかも調査されなければなりません。企業ごとのジェンダー・ダイバーシティを測るために、米国 Morningstar はこの分野の研究を専門とする Equileap をパートナーとしています。

Equileap のジェンダー・イクオリティスコアカードは、4つの大きなカテゴリーに分類された19の基準に基づいて企業を評価しています。4つのカテゴリーは以下の通りです。

1. リーダーシップおよび雇用における男女数の均衡度
2. 賃金の平等とワークライフバランス
3. ジェンダー・イクオリティを推進するためのポリシー
4. 会社としての積極的な関与、透明性および説明責任

Equileap はまた、ジェンダーによる差別やセクシャル・ハラスメントに関する企業の不祥事に対する訴訟などの法的記録をも調査しています。その調査を活用して、米国 Morningstar のジェンダー・ダイバーシティ指数は、ジェンダーに関わる大きな法的問題を起こした企業を指数の構成銘柄から除外します。広範な株式市場をカバーする「Morningstar 先進国大中型株指数」を親指数とし、除外銘柄以外のすべての親指数構成銘柄が投資対象となります。

構成銘柄への投資比率は、各企業のジェンダー・イクオリティスコアに応じて重みづけされます。最上位のスコアを獲得した企業には、市場における時価総額に基づく比率よりかなり高い比率が配分されます。構成銘柄間のスコアの優劣の比較は、地域によって規範が異なることから地域別で行われます。一方、本指数における地域配分比率は地域分散を十分図るために、親指数と同じ地域配分比率が維持されます。

「Morningstar 先進国ジェンダー・ダイバーシティ指数」の国別の配分比率を見ると、各市場におけるジェンダー・ダイバーシティについての取り組みの違いが分かります。

2021年1月現在、本指数は以下の国々に市場における時価総額比率より高い比率を配分しています：

- オーストラリア
- 英国
- フランス

Equileap の企業レベルの評価に基づくと、オーストラリアは世界で最も高い評価を得ています。Equileap によるとオー

ストラリアの高い評価は、同国の企業が2012年以降、ジェンダー・イクオリティの推進状況について包括的な公開報告書を年に一度提出することを法律で義務付けられていることに起因するとのこと。

一方、国別配分比率が市場における時価総額比率よりも低いのは以下の国々です：

- 日本
- ドイツ
- 米国

Equileap によると、日本企業ではどの職階においても女性の比率が低い傾向があります。日本企業において女性の占める比率の平均をみると、取締役会レベルで7%、経営幹部レベルで2%、シニア・マネジメントで4%、そして従業員で25%です。Equileap が2019年に「2019 Global Equality Report & Ranking」のために調査を行った23カ国の中で、日本企業は最下位でした。国際労働機関 (ILO) の調査によると、日本は世界で最も優れた育児休業制度を提供している国のひとつですが、日本では2017年に生まれた子供の父親のわずか2%しか実際に出産・育児休業を取りませんでした。

もちろん、一部の日本企業は、Equileap のジェンダー基準において高いスコアを獲得しています。「Morningstar 先進国ジェンダー・ダイバーシティ指数」では、以下の日本企業に市場における時価総額比率を上回る比率を配分しています：

- ソニー：取締役会や全体的な従業員レベルで女性が多く登用されており、ジェンダー・ポリシーもよいため。
- 武田薬品工業：経営幹部、シニア・マネジメントや従業員レベルで女性の登用が進んでおり、サプライチェーンに対してジェンダーの多様性推進を働きかけているため。
- リクルートホールディングス：従業員の様々なレベルにおいて女性の登用が進んでおり、ジェンダーに配慮したポリシーを有するため。

ジェンダー・ダイバーシティは株主価値を向上させる

米国 Morningstar のジェンダー・ダイバーシティ指数は広範な市場と同様のリスク・リターン特性を生み出すことを目指していますが、ここで改めて過去のパフォーマンス実績を

確認することは有益でしょう。「Morningstar 先進国ジェンダー・ダイバーシティ指数」が構築されたのは2020年ですが、過去のリターンについてはバックテストによって2014年12月から算出されています。このバックテストは、2017年以降はEquileapの実際のスコア、2014年から2016年までは過去に遡って算出したスコアを用いて行います。

ジェンダー間の平等に取り組む企業は、良い投資対象なのでしょうか。図表1のリスク/リターン比較をご覧ください。「Morningstar 先進国ジェンダー・ダイバーシティ指数」は最上位のジェンダー・イクオリティスコアを獲得した企業の構成比率をより高く設定します。本指数は、検証期間において親指数である「Morningstar 先進国大中型株指数」を上回るリターンを上げただけでなく、より安定した値動き(低いリスク)を示したことが分かります。さらに、最上位のスコアを得た企業のみで時価総額加重方式を用いて構築したバスケットの場、もっと良いリスク/リターンの記録が得られました。

「Morningstar 先進国ジェンダー・ダイバーシティ指数」は、将来についてどのような測定基準上で評価するのでしょうか。Morningstarリスクモデルは、指数が晒される可能性のある様々なリスク要因やリターンの源泉について、計測を行うことができます。図表2は、本指数が親指数と比べて、より優れたエコノミック・モート(企業の競争優位性)と、財務健全性を有していることを示しています。エコノミック・モートは持続的な競争優位性を評価するもので、米国 Morningstar の株式アナリストが調査対象企業を分析して各企業に付与し

【図表1 ジェンダー・イクオリティのトップスコア獲得企業がアウトパフォーム】
期間:2015年1月1日~2020年12月31日

対象とする指数	リターン(%)	リスク(%)
Morningstar先進国大中型株指数(親指数)	10.50	14.96
Morningstar先進国ジェンダー・ダイバーシティ指数	10.60	14.83
トップスコア獲得企業による時価総額加重バスケット	11.19	14.44

出所:Morningstar Indexes

ます。さらに、アルゴリズムを用いて45000銘柄以上の株式に定量的エコノミック・モート・レーティングを付与しています。米国 Morningstar はエコノミック・モートの評価が優れた銘柄の構成比率が高いポートフォリオが、市場の下落局面においてより高い下値抵抗力を持つことを観測しています。

財務健全性については、企業の財務状態の強さを定量的な財務健全性測定基準に基づいて評価を行います。具体的には、レバレッジと株価のボラティリティを考慮して財務基盤が損なわれる可能性を見積もって企業のランク付けを行います。この評価が高いほどより強い財務健全性を持つことを示しており、したがって倒産リスクが低いことを意味します。

これらの結果は、ジェンダー・ダイバーシティに投資することは世界をより良くするためだけではなく、リスク/リターンを考慮した投資でもあるということを示唆しています。ジェンダー・イクオリティ(平等)の実現に取り組む企業は、人権について改善を進めているだけではなく、株主価値の最大化にも努めていると言えます。◇ (翻訳・本誌 島田知保)

※本稿は米国 Morningstar の指数について解説する目的のものであり、いかなる投資をも推奨するものではありません。

【図表2ジェンダー・ダイバーシティ指数はエコノミック・モートや財務健全性の要素においてエクスポージャーが高い】

リスクファクター	ポートフォリオにおける比率	ベンチマークにおける比率	差 (+/-)
エコノミック・モート	0.29	0.25	0.04
流動性	0.11	0.13	-0.02
バリュエーション・グロース特性	0.02	0.01	0.01
ファンドの投資(保有)動向	0.02	0.02	0.00
財務健全性	-0.03	-0.04	0.02
バリュエーション(割高/割安)	-0.04	-0.06	0.02
株価変動モメンタム	-0.07	-0.06	-0.02
バリュエーションの不確実性	-0.10	-0.10	0.00
ボラティリティ	-0.15	-0.11	-0.04
リスク特性	-0.17	-0.15	-0.02
規模(時価総額)	-0.21	-0.17	-0.05

出所: Morningstar Directによる。データは2020年12月末時点

