

平成 27 年度 生命保険協会調査

株式価値向上に向けた取り組みについて

一般社団法人 生命保険協会

○ アンケート実施概要

| | | | |
|-------|-----------------------------|-----------|-------------|
| 実施期間 | ： 平成 27 年 10 月 6 日～11 月 6 日 | | |
| 企業向け | ： <送付>上場企業 1,056 社 | <回答>568 社 | (回答率 53.8%) |
| 投資家向け | ： <送付>機関投資家 152 社 | <回答>84 社 | (回答率 55.3%) |

○ アンケート回答協力企業名一覧

マルハニチロ、東急建設、ミサワホーム、大林組、鹿島建設、西松建設、東洋建設、五洋建設、パナホーム、大和ハウス工業、ライト工業、積水ハウス、ユアテック、中電工、協和エクシオ、アコーディア・ゴルフ、パソナグループ、カルビー、ヤクルト本社、明治ホールディングス、カカクコム、博報堂DYホールディングス、ぐるなび、アサヒグループホールディングス、宝ホールディングス、伊藤園、日清オイログループ、アスクル、アダストリア、くらコーポレーション、フィールズ、双日、キッコーマン、味の素、ハウス食品グループ本社、ニチレイ、クオール、DCMホールディングス、J. フロント リテイリング、マツモトキヨシホールディングス、東洋紡、トヨタ紡織、ウエルシアホールディングス、チムニー、野村不動産ホールディングス、ツルハホールディングス、東レ、セーレン、KL a b、ラック、レンゴー、ザ・パック、昭和電工、住友精化、日産化学工業、クレハ、日本曹達、トクヤマ、大阪ソーダ、イビデン、信越化学工業、大陽日酸、四国化成工業、カネカ、三井化学、ダイセル、積水化学工業、日本ゼオン、日本化薬、電通、花王、武田薬品工業、アステラス製薬、大日本住友製薬、日本新薬、中外製薬、エーザイ、キッセイ薬品工業、生化学工業、沢井製薬、第一三共、キョーリン製薬ホールディングス、大塚ホールディングス、サカタインクス、オリエンタルランド、ヤフー、りらいあコミュニケーションズ、楽天、コニカミノルタ、資生堂、ライオン、マンダム、ミルボン、ファンケル、ポーラ・オルビスホールディングス、長谷川香料、アース製薬、日本農薬、コスモ石油、出光興産、J Xホールディングス、住友ゴム工業、日本カーボン、新日鐵住金、神戸製鋼所、東洋鋼鈑、三菱マテリアル、住友金属鉱山、東邦チタニウム、L I X I Lグループ、日本発条、三浦工業、アマダホールディングス、豊田自動織機、島精機製作所、やまびこ、ナブテスコ、三井海洋開発、小松製作所、住友重機械工業、日立建機、月島機械、椿本チエイン、タダノ、理想科学工業、SANKYO、ブラザー工業、グローリー、セガサミーホールディングス、日本精工、NTN、ミネベア、日立製作所、東芝、三菱電機、デンヨー、マブチモーター、日本電産、ダイヘン、オムロン、日本電気、サンケン電気、ルネサスエレクトロニクス、ワコム、ジャパンディスプレイ、能美防災、日本無線、パナソニック、シャープ、アンリツ、ソニー、パイオニア、フォスター電機、SMK、日立マクセル、アルパイン、船井電機、アズビル、堀場製作所、ローム、京セラ、双葉電子工業、日本ケミコン、KOA、三井造船、日立造船、全国保証、足利ホールディングス、日信工業、マツダ、スズキ、ハイレックスコーポレーション、ヨロズ、コーナン商事、ワタミ、西松屋チェーン、島津製作所、オリンパス、SCREENホールディングス、HOYA、リコー、マーベラス、エイベックス・グループ・ホールディングス、大建工業、日本写真印刷、アシックス、ヤマハ、リンテック、伊藤忠商事、丸紅、長瀬産業、兼松、三井物産、東京エレクトロン、山善、住友商事、三菱商事、キャノンマーケティングジャパン、ユアサ商事、ニプロ、ユニ・チャーム、ワキタ、サンリオ、千趣会、アデランス、上新電機、リンガーハット、パルコ、アクシアル リテイリング、ケーズホールディングス、りそなホールディングス、三井住友トラスト・ホールディングス、西日本シティ銀行、常陽銀行、群馬銀行、筑波銀行、八十二銀行、大垣共立銀行、北國銀行、京都銀行、阿波銀行、大分銀行、沖縄銀行、みずほフィナンシャルグループ、芙蓉総合リース、興銀リース、日本証券金融、ポケットカード、名古屋銀行、栃木銀行、リコーリース、オリックス、三菱UFJリース、ジャフコ、トモニホールディングス、大和証券グループ本社、岡三証券グループ、いちよし証券、損保ジャパン日本興亜ホールディングス、日本取引所グループ、フィデアホールディングス、第一生命保険、東京海上ホールディングス、T&Dホールディングス、平和不動産、住友不動産、リロ・ホールディング、京浜急行電鉄、西武ホールディングス、鴻池運輸、名古屋鉄道、日本通運、ヤマトホールディングス、丸全昭和運輸、商船三井、川崎汽船、NTTドコモ、GMOインターネット、東京電力、東北電力、九州電力、電源開発、東京瓦斯、大阪瓦斯、西部瓦斯、静岡ガス、共立メンテナンス、カプコン、セコム、丹青社、応用地質、ベネッセホールディングス、ニチイ学館、オートバックスセブン、吉野家ホールディングス、加藤産業、スズケン（以上 277 社）※証券コード順に記載

その他協力企業 291 社

< 目 次 >

| | | |
|-----|--------------------------------|-----|
| 第1章 | はじめに | P4 |
| 第2章 | コーポレート・ガバナンスについて | P6 |
| | (1) コーポレート・ガバナンス向上のための取り組みについて | P6 |
| | (2) 株主総会での議決権行使について | P10 |
| 第3章 | 経営目標について | P15 |
| | (1) 経営計画の設定・公表 | P15 |
| | (2) 資本効率について | P17 |
| | (3) 投資について | P21 |
| | (4) 株主還元について | P24 |
| 第4章 | 企業と投資家の「建設的な対話」について | P31 |
| 第5章 | おわりに | P39 |

図表に関する留意事項

- ※ 継続調査として過年度から連続性のあるアンケート調査は、直近3年分を記載（設問や選択肢の微修正がある場合、連続性を個別に判断）
- ※ データラベルは今年度分のみ表示
- ※ 設問の原文や当調査報告書に記載していない設問については、別添のアンケート集計結果を参照

第1章 はじめに

(1) 株式価値向上に向けた生命保険協会調査について

生命保険協会では、株主・投資家（以下、投資家）の立場から、株式発行企業（以下、企業）による株式価値向上に向けた取り組みについて、昭和 49 年度より 42 年間に亘り継続的に調査を行ってきた。

当協会では、企業と投資家が建設的な対話を通じて双方の課題意識を共有化することが、企業の持続的な成長に向けた取り組みを促し、中長期的な株式価値向上、ひいては株式市場全体の活性化に繋がるとの考えの下、継続的に調査を実施している。

当調査では、コーポレート・ガバナンスや経営計画、株主還元方針等の幅広い観点から、企業・投資家双方へのアンケートを実施している。アンケート結果の集計に際しては、同じアンケート項目に関して両者の回答を比較することで企業と投資家の意識がどのように異なるのか、あるいは従来から継続して調査を行っている項目を時系列で比較することで双方の意識・行動にどのような変化が見られるのか、といった視点に基づき分析を行っている。

今年度も、アンケートの分析結果をもとに、株式価値向上に向けた提言として当協会からの要望事項を取りまとめた。アンケートに協力いただいた企業・投資家には、この場を借りて御礼申し上げると共に、当調査に関して寄せられた意見・要望は真摯に受け止め、運営の改善に繋げていく所存であることを申し添える。

(2) 平成 27 年度調査と当協会からの要望事項

今年度の調査は、コーポレート・ガバナンスへの注目度の高まりや、投資家が果たすべき役割への期待の高さを踏まえて、アンケート項目および要望事項に新たな視点を多数取り入れた。

平成 27 年 6 月に策定された「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(以下、コーポレートガバナンス・コード)では、企業の自律的な取り組みや投資家との対話を通じて、コーポレート・ガバナンスの実効性を高め、持続的な成長に繋げていくことが期待されている。今年度は当コードの適用元年に当たり、アンケート実施期間(平成 27 年 10 月～11 月)が、当コードに沿って企業が取組方針を検討し公表するタイミングと重なった。

また、当コードと車の両輪とされる『責任ある機関投資家』の諸原則「日本版スチュワードシップ・コード」～投資と対話を通じて企業の持続的な成長を促すために～(以下、スチュワードシップ・コード)では、投資家は中長期の資金の出し手として、対話を通じて企業の持続的な成長をサポートすることが期待されている。資産運用会社のこうした取り組み姿勢を評価する年金基金等も登場し始め、投資家の意識も大きく変わろうとしている。

今年度の調査では、このような環境変化を踏まえ、コーポレート・ガバナンスや企業と投資家の建設的な対話に関するアンケート項目を大幅に充実させた。コーポレート・ガバナンスに関しては、2 つのコード導入による影響を調査したほか、コードに盛り込まれた項目への対応状況や企業・投資家双方の認識等を調査した。また、対話に関しては、建設的な対話のイメージや、対話の実態、対話充

実に向けた課題等を調査している。従来より調査を行っている経営計画の策定・開示状況や株主還元への取り組み姿勢等については、引き続き調査を継続し、注目度が高まっている資本コストに関する調査項目も新たに追加している。

これらアンケートの分析結果を踏まえ、今年度は株式価値向上に向けた当協会からの要望事項として、コーポレート・ガバナンス、経営目標、対話の3つの観点から、企業に対し以下の10項目を提言する。また、従来は企業に対する要望のみを行ってきたが、投資家が果たすべき役割の大きさを踏まえ、今年度は新たに投資家向けの要望として2項目を提言する。

アンケート結果からは、企業によるコーポレート・ガバナンス向上への意欲や、投資家による対話充実に向けた意欲が確認された一方、取締役会の実効性向上に向けた取り組みや、重視する経営指標等、複数の調査項目において、企業と投資家の間で認識の隔たりが見られた。企業と投資家の対話が一層活性化されることで、こうした認識ギャップが解消されると共に、中長期的な株式価値向上に繋がることを期待したい。

《企業向けの要望事項》

| | |
|--------------|--|
| コーポレート・ガバナンス | ① 取締役会での経営戦略に関する議論の充実 ② 社外取締役の拡充 |
| | 議決権行使 ③ 投資家の視点に立った議案内容の説明充実 ④ 検討時間確保のための環境改善 |
| 経営目標 | ⑤ 数値目標と事業戦略を伴う経営計画の公表 ⑥ 資本コストを踏まえたROEの目標設定と水準向上 ⑦ 成長投資への手元資金の活用 ⑧ 中長期の平準的な水準として、配当性向30%以上 |
| 対話 | ⑨ 対話内容の取締役会へのフィードバック ⑩ 対話要員の拡充とディスクローズの充実 |

《投資家向けの要望事項》

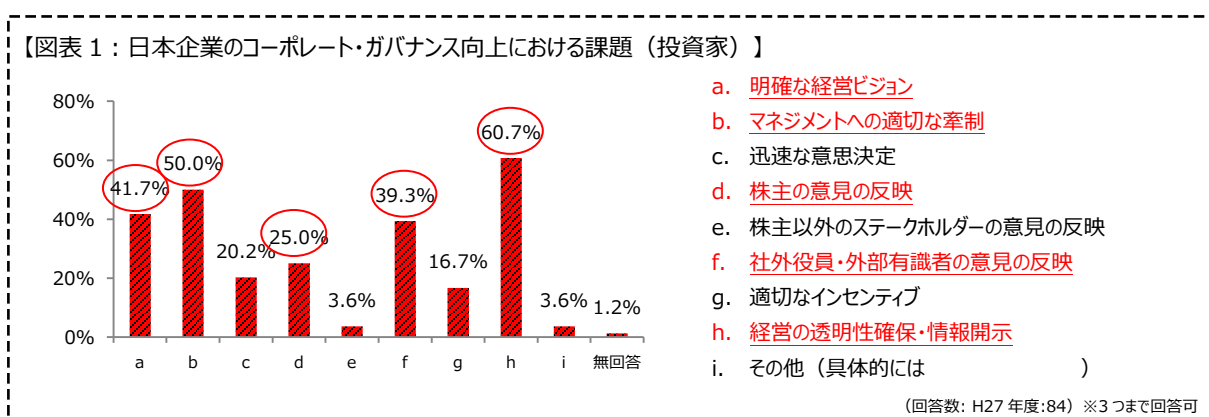
| | |
|-------|--------------------------|
| 議決権行使 | ① 企業の状況を踏まえた賛否判断と判断理由の説明 |
| 対話 | ② 中長期的視点での対話推進 |

第 2 章 コーポレート・ガバナンスについて

(1) コーポレート・ガバナンス向上のための取り組みについて

コーポレート・ガバナンスの向上は、企業が持続的な成長を遂げるための自律的な枠組みを絶えず見直し充実させていくプロセスの連続であり、実効性を伴わせるために不断に取り組む姿勢が求められる。

アンケート調査からは、投資家が、日本企業のコーポレート・ガバナンス向上における課題を「経営の透明性確保・情報開示」「マネジメントへの適切な牽制」「明確な経営ビジョン」等と捉えていることが明らかとなった【図表 1】。投資家は、中長期的な経営ビジョン・スタンスが明確になり経営の透明性が確保されることや、株主や社外取締役など外部の視点が経営に反映されマネジメントに適切な牽制が働くことを望んでいることが窺える。

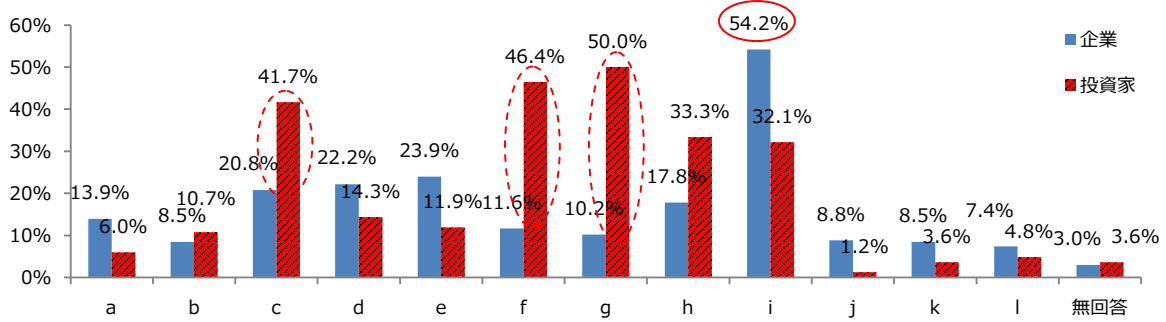


平成 27 年 6 月に策定されたコーポレートガバナンス・コードでは、企業の自律的な取り組みの強化と投資家との対話を通じてコーポレート・ガバナンスの実効性を高めていくことが期待されている。コーポレートガバナンス・コードの策定を受けて、企業が今後変更や見直しを検討している事項は、「取締役会の実効性の評価」という回答が突出して多く【図表 2】、コーポレートガバナンス・コードで求められる様々な取り組みへの対応が一巡し、今後は取締役会評価を通じてこれまでの取り組みを見直し実効性を高めていく局面に入った様子が窺える。

一方で、投資家が、コーポレートガバナンス・コードの策定を受けて企業に変更や見直しを期待していることは、「経営計画・経営戦略」との回答が最も多く、企業とのギャップも最も大きかった【図表 2】。多くの投資家が経営ビジョンの明確化や経営の透明性向上に課題意識を抱いている点を踏まえると【図表 1】、投資家は中長期的な視点から実効性ある経営計画・経営戦略が策定され、経営の方向性が明確に示されることを望んでいるものと捉えられる。

【図表 2：コーポレートガバナンス・コードを受け変更予定の事項（企業）・変更を期待する事項（投資家）】

- | | | |
|--------------------|---------------------|-----------------------|
| a. 機関設計 | e. 報酬決定体系 | i. <u>取締役会の実効性の評価</u> |
| b. 取締役会の人数・構成 | f. <u>投資家との対話方針</u> | j. 株主総会運営 |
| c. <u>独立した社外役員</u> | g. <u>経営計画・経営戦略</u> | k. 特段なし |
| d. 経営幹部の指名手続き | h. 情報開示 | l. その他（具体的には ） |

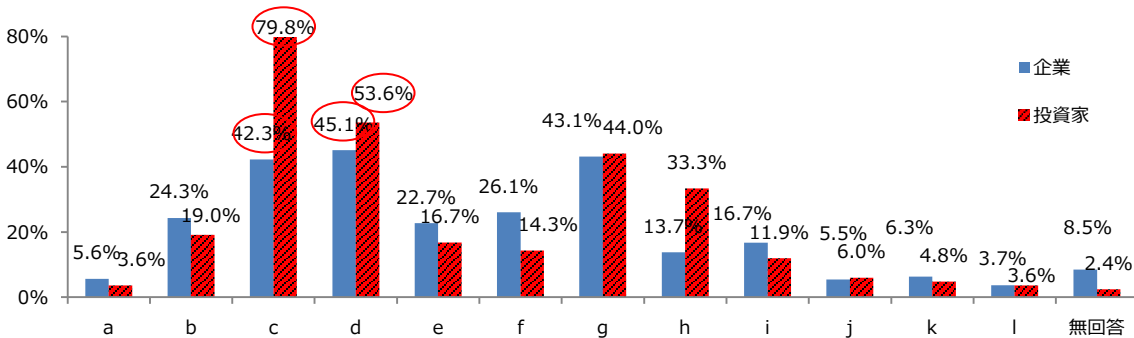


(回答数【企業】: H27 年度:568) (回答数【投資家】: H27 年度:84) ※3 つまで回答可

経営計画や経営戦略は、取締役会において、事業環境や収益計画、資本効率や資源配分など様々な視点から議論が尽くされる必要がある。取締役会の議題として今後より重点的に取り上げるべきテーマについては、企業・投資家共に、「経営目標・指標の適切性」や「戦略立案」と回答しており、企業・投資家の双方が、経営戦略の策定を取締役会の重要な役割と認識していることが示された【図表 3】。

【図表 3：取締役会の議題として重点的に取り上げたいテーマ（企業）・取り組むべきテーマ（投資家）】

- | | | |
|-----------------------|-------------------|----------------|
| a. 決算 | e. M & A・投資 | i. コンプライアンス関連 |
| b. 業績の進捗・振り返り | f. リスク管理 | j. 役員報酬 |
| c. <u>経営目標・指標の適切性</u> | g. コーポレート・ガバナンス体制 | k. 人事・人材管理 |
| d. <u>戦略立案</u> | h. 投資家との対話内容 | l. その他（具体的には ） |

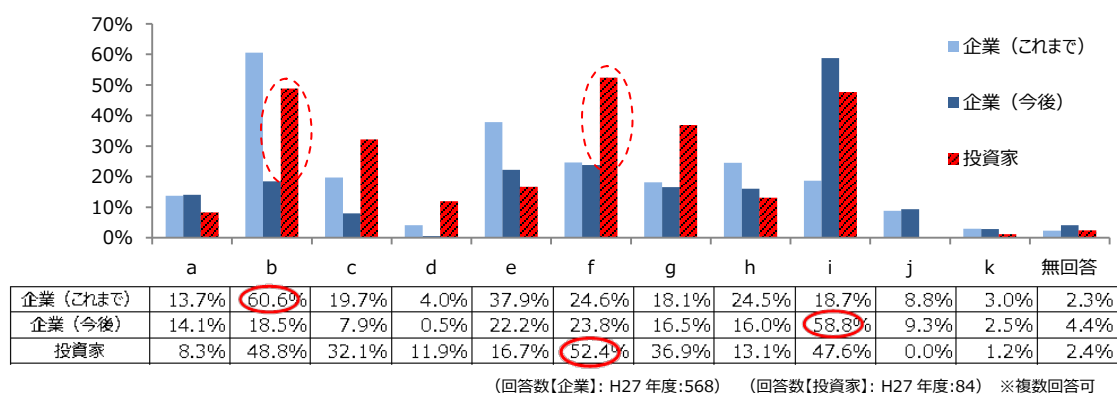


(回答数【企業】: H27 年度:568) (回答数【投資家】: H27 年度:84) ※複数回答可

一方で、取締役会の実効性向上に向けた取り組みについては乖離が見られた。投資家は、取締役会の実効性向上に向けて「中長期の経営戦略に関する取締役会での議論の充実」を最も期待しているのに対し、企業はこれまでは「社外役員の拡充」に、今後は「取締役会の実効性の評価」に取り組むと回答しており、双方の認識ギャップは大きかった【図表 4】。

【図表 4：取締役会の実効性向上に向けた取り組み（企業）・期待する取り組み（投資家）】

- a. 機関設計
 b. **社外役員の拡充**
 c. 取締役会全体の経験や専門性のバランス
 d. 取締役会議長
 e. 社外役員の支援策の充実（業務内容の理解等）
 f. **中長期の経営戦略に関する取締役会での議論の充実**
 g. 投資家の意見・評価の取締役会へのフィードバック
 h. 株式運動型報酬・ストックオプション制度
 i. **取締役会の実効性の評価**
 j. 特段なし
 k. その他（具体的には ）



これらの結果（【図表 3～4】）からは、投資家は企業が認識する以上に、取締役会の実効性向上の観点から、取締役会でも中長期の経営戦略が議論されることを期待しているものと捉えられる。コーポレートガバナンス・コードの策定を受けて、投資家は、経営計画・経営戦略が見直され経営ビジョンの明確化や透明性向上に繋がることを期待していることから【図表 1～2】、取締役会において、中長期的な企業価値向上に資する経営戦略に関する議論の充実が図られることを期待したい。

また、今回のアンケート調査からは、投資家の社外取締役に対する期待の強さも浮き彫りとなった。

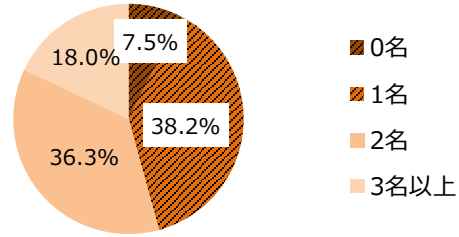
コーポレートガバナンス・コードの策定を受けて、投資家の変化を期待していることとして、「経営計画・経営戦略」の次に「投資家との対話方針」「独立した社外役員」との回答が多く、また企業との認識ギャップも大きかった【図表 2】。投資家の課題認識（【図表 1】）も踏まえると、投資家は、株主や社外取締役といった外部の意見が経営に反映されることで、マネジメントへ適切な牽制が働くことを期待していることが窺える。

取締役会の実効性向上に向けたアンケート結果からは、企業がこれまでに「社外役員の拡充」に最も取り組んできたと回答しているにも関わらず、投資家は依然として「社外役員の拡充」が必要だと回答しており、投資家は社外取締役の拡充について十分な対応が図られたとまでは認識していないと言える【図表 4】。

コーポレートガバナンス・コードにおいて、2名以上の独立社外取締役の選任が推奨されている一方、平成 27 年 7 月時点では、半数弱の企業において複数名の社外取締役が選任されていない状況にあり【図表 5】、こうした背景が投資家の社外取締役拡充に対する期待の高さに繋がっているものと思料される。

【図表 5：社外取締役の選任状況】

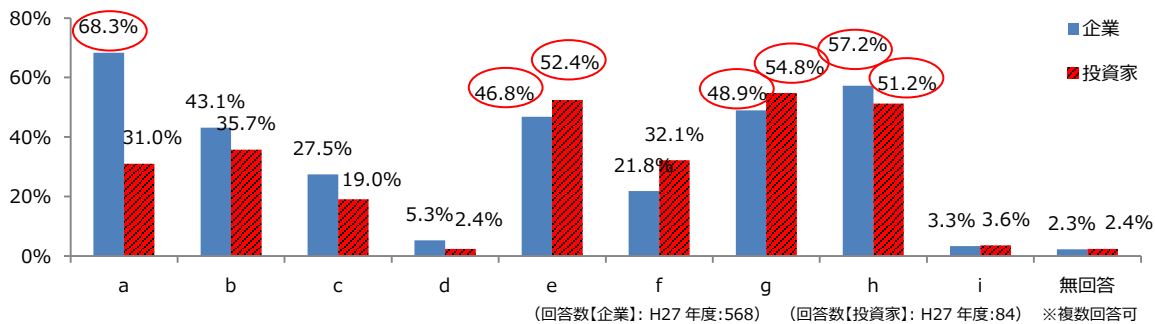
出所) 東京証券取引所
「東証上場会社における社外取締役の選任状況<確報>」(2015年7月29日)
※市場第一部、第二部



社外取締役の実効性向上に向けたアンケート調査からは、企業は「取締役会の議題の事前説明の充実」に最も取り組んでいると回答しているほか、企業・投資家共に「取締役会での経営課題・経営戦略に関する議論の充実」「社外取締役の独立性の確保」「経験・専門性のバランスを踏まえた社外取締役の選定」の重要性を認識していることが示された【図表 6】。社外取締役が機能発揮していくために、独立性や経験・専門性を備えた適切な社外取締役が選任された上で、社外取締役を交えて取締役会で経営戦略が闊達に議論されることが必要であると双方が認識していると言える。

【図表 6：社外取締役の実効性向上に向けた取り組み（企業）・期待する取り組み（投資家）】

- a. 取締役会の議題の事前説明の充実
- b. 社外取締役と経営トップ（社長等）との定期的な意見交換会の実施
- c. 社外取締役同士の定期的な意見交換会の実施
- d. 社外取締役内での代表者の設定
- e. 取締役会での経営課題・経営戦略に関する議論の充実
- f. 社外取締役の取締役会における比率向上
- g. 社外取締役の独立性の確保
- h. 経験・専門性のバランスを踏まえた社外取締役の選定
- i. その他（具体的には）



これらの結果（図表 4～6）からは、企業・投資家双方が、適切な社外取締役が選任され、取締役会での議論を通じて社外取締役が実質的に機能発揮していくことの重要性を認識しているものの、複数名の選任が十分に行われていない中、社外取締役の拡充に対する投資家の期待は依然として強いものと捉えることができよう。

社外取締役を選任する意義は、企業が企業内部の理屈や慣習に囚われることなく、様々な知見を取り込み意思決定を行っていくことにあると言える。社外取締役には、経営に対する厳しい指摘や耳の痛い話も含め、中長期的な企業価値向上の観点から取締役会で闊達に発言していくことが期待されるが、そのためには社外取締役が孤立することなく発言しやすい環境を構築していくことも重要である。そのための第一歩として、投資家の期待が大きい社外取締役の拡充が今後一層進んでいくことを期待したい。

当協会では、このような状況を踏まえ、以下の点を要望したい。

【企業向け①】 取締役会での経営戦略に関する議論の充実

【企業向け②】 社外取締役の拡充

(2) 株主総会での議決権行使について

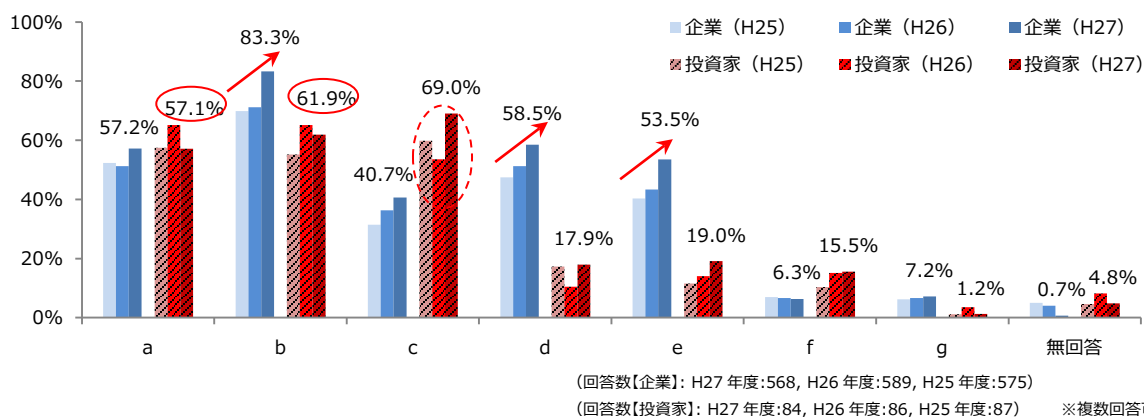
議決権行使は投資家が企業に対し意思表示を行う貴重な機会の一つであり、コーポレート・ガバナンス向上の観点から非常に重要な位置づけにある。

議決権行使を通じた投資家の働きかけを一層活性化するためには、企業の置かれた状況や、議案の付議理由、またその背景にある企業の考え方・価値観を投資家が十分に理解することが欠かせない。

アンケート結果からは、株主の議決権行使を充実させるための取り組みとして、投資家は「議案の説明充実」を最も望んでおり、かつ昨年比でニーズが大きく高まっていることが示された【図表 7】。一方で、当事項に取り組む企業の割合は高くなく、企業と投資家の認識ギャップは大きい。

【図表 7：株主の議決権行使を充実させるための取り組み（企業）・期待する取り組み（投資家）】

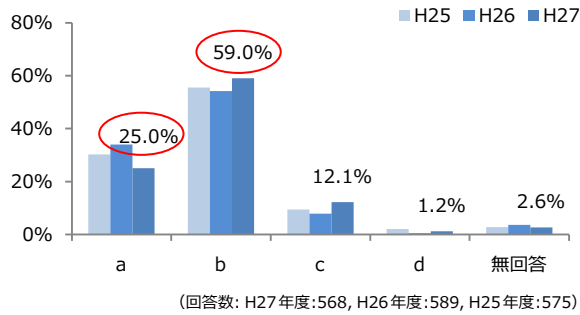
- | | |
|---------------------------|------------------------|
| a. <u>集中日を回避した株主総会の開催</u> | e. 議決権電子行使プラットフォームへの参加 |
| b. <u>招集通知の早期発送（早期開示）</u> | f. 有価証券報告書の早期開示 |
| c. <u>議案の説明充実</u> | g. その他（具体的には |
| d. インターネットによる議決権投票 | ） |



また、企業は投資家に対し個別議案を「十分に説明している」「一定程度説明している」と認識している一方で【図表 8】、投資家は「あまり説明されていない」と認識する割合が減少傾向にはあるものの依然として一定数存在しており【図表 9】、個別議案の説明充実の余地は大きいと言える。

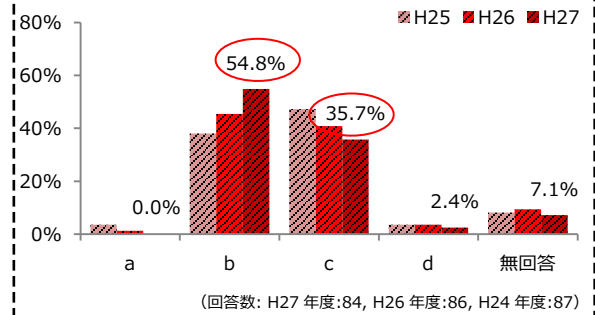
【図表 8：個別議案の説明（企業）】

- a. 十分に説明している
- b. 一定程度説明している
- c. あまり十分とは言えない
- d. 説明は不十分



【図表 9：個別議案の説明（投資家）】

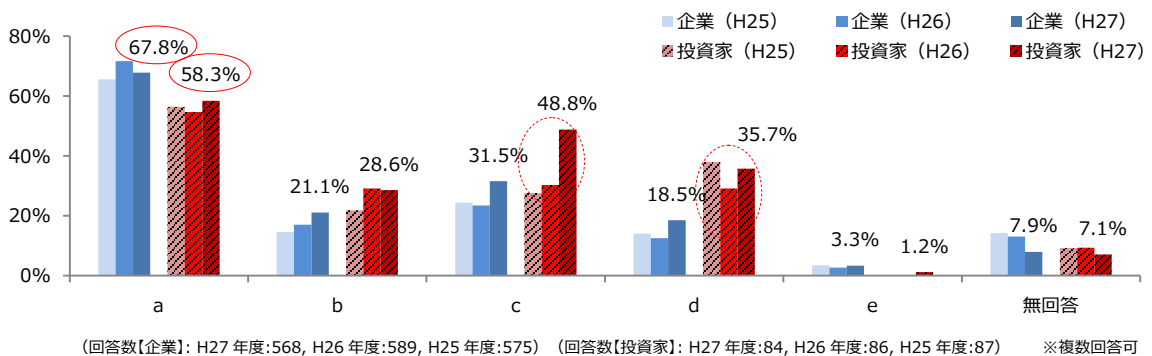
- a. 十分に説明されている
- b. 一定程度説明されている
- c. あまり説明されていない
- d. ほとんど説明されていない



議案の説明充実に向けた具体策については、投資家は「招集通知の議案内容の説明充実」を最も望んでおり、企業も大多数が当事項に取り組んでいると回答している【図表 10】。一方で、「対話を通じた継続的なスタンスの説明」「ホームページ等を活用した議案の説明」を望む投資家の割合は昨年より高まっており、企業も同様にこれらに取り組んで来てはいるものの、投資家とは一定の乖離がある。議案の説明充実に対する投資家の意向が高まる中、それを実現する手段については投資家の意向が多様化していると言え、既存の手法に留まらず多様な対応を検討していくことが企業には望まれる。

【図表 10：議案の説明充実に向けた取り組み（企業）・期待する取り組み（投資家）】

- a. 招集通知の議案内容の説明充実
- b. 総会前の議案の事前説明の実施・充実
- c. 対話を通じた継続的なスタンスの説明
- d. ホームページ等を活用した議案の説明
- e. その他（具体的には）

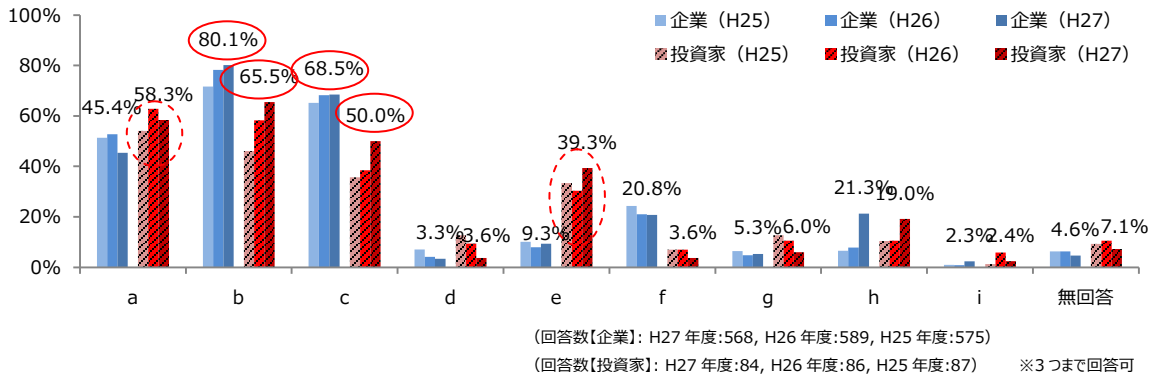


議決権行使が、コーポレート・ガバナンス向上の手段としてより有効に機能するためには、投資家が企業を理解するだけでなく、企業も投資家の価値観・考え方を理解していくことが重要である。

アンケート結果からは、議決権行使の際に投資家が重視していることについて、企業・投資家ともに「業務・財務状況（ROE等）」「株主への利益配分」への意識が高いことが示された【図表 11】。一方で、乖離が見られる点として、投資家は企業が認識する以上に、「コーポレート・ガバナンス体制」や「株主の権利・利益の保護」を重視していることが窺える。

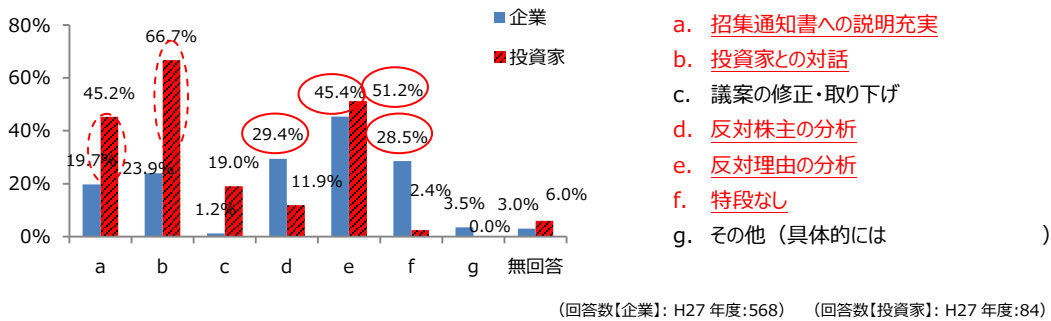
【図表 11：議決権行使において投資家が重視する観点（企業・投資家）】

- a. コーポレート・ガバナンス体制
- b. 業務・財務状況（ROE等）
- c. 株主への利益配分
- d. 経営陣への報酬・ストックオプション
- e. 株主の権利・利益の保護
- f. 株価の状況
- g. 買収防衛策の内容
- h. 資本政策株価の状況
- i. その他（具体的には）



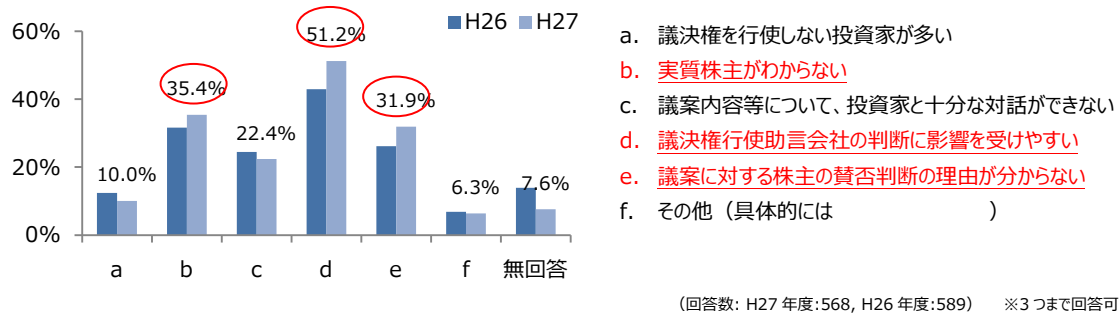
また、過年度に反対の多かった議案に対する取り組みについては、企業は「反対理由の分析」・「反対株主の分析」との回答が多数見られたものの、「特段なし」との回答もかなりの割合で存在した【図表 12】。投資家は企業に比べて、「投資家との対話」「招集通知書への説明充実」を望む割合が高く、企業が反対理由をしっかりと分析した上で、対話や招集通知において企業の考え方が十分に示されることを期待している様子が窺える。

【図表 12：過年度に反対の多かった議案に対する取り組み（企業）・期待する取り組み（投資家）】



投資家の議決権行使における課題については、企業は「議決権行使助言会社の判断に影響を受けやすい」「実質株主がわからない」「議案に対する株主の賛否判断の理由が分からない」と回答しており、かつその割合は昨年より増加している【図表 13】。投資家には、個別企業の状況に応じた丁寧な賛否判断を行い、その理由や根拠を企業にしっかりと示していく姿勢が求められていると言えよう。

【図表 13：投資家の議決権行使における課題（企業）】



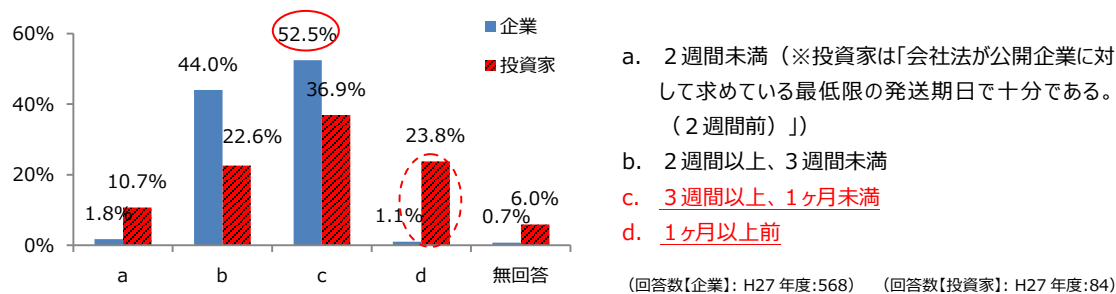
議決権行使は投資家が意思表示を行う貴重な機会であり、投資家は企業に改善を促したいことがある場合に反対票を投じる。投資家がこの判断を適切に行えるよう、議案内容の説明充実が期待されるが、その際には、招集通知への記載のみならず、継続的な対話やホームページの活用なども含めて説明手段を工夫していくことや、投資家がどのような観点で賛否判断を行っているのか、反対票が多い場合にはその原因がどこにあるのかを、投資家の立場で検討し、投資家が真に知りたい説明を充実させることが重要である。企業には、投資家の視点に立った議案内容の説明充実を要望したい。

また、企業が投資家の視点に立って議案内容を十分に説明し、投資家はその説明に基づいて適切に賛否判断を行うことは、企業と投資家がお互いに対する理解を深めていくことに繋がる。議決権行使を通じた相互理解を促進していくためにも、投資家には、議決権行使助言会社の賛否判断に過度に依存することなく、企業の状況を踏まえた丁寧な賛否判断を行うと同時に、その判断理由を企業に分かりやすく伝えていくよう努力していくことが求められる。

投資家が企業の状況を十分に把握した上で議案内容を検討するためには、企業による説明の充実に加えて、十分な検討時間が確保されることの重要性も大きい。

前掲のアンケート結果（**図表 7**）からは、企業が株主の議決権行使を充実させるために、「招集通知の早期発送（早期開示）」「インターネットによる議決権投票」「議決権電子行使プラットフォームへの参加」に前年以上に取り組んでいることが示され、環境改善に向けて取り組む企業の姿勢が確認された。特に招集通知書の早期発送については、過半数の企業が 3 週間以上前に発送しており【**図表 14**】、企業において一定定着しつつあるものと捉えられる。ただし、「1 ヶ月以上前」の到着を望む投資家も相当数存在するほか、議決権行使を充実させる上で投資家の期待が特に大きい項目であることから【**図表 7**】、ウェブを活用した早期開示も含めて、継続した企業の取り組みを要望したい。

【図表 14：招集通知の発送日（企業）・望ましい到着日（投資家）】



- a. 2週間未満（※投資家は「会社法が公開企業に対して求めている最低限の発送期日で十分である。（2週間前）」）
- b. 2週間以上、3週間未満
- c. 3週間以上、1ヶ月未満
- d. 1ヶ月以上前

また、「集中日を回避した株主総会の開催」に対する投資家の要望は依然として大きい【図表 7】。株主総会の開催日が集中することは、投資家による議案の検討が一時期に集中することに繋がり、株主に掛かる負荷は相当大きいことから、改善に向けた一層の取り組みが望まれる。

限られた時間の中で、投資家が企業の状況を把握し適切に議決権行使を行っていく上でも、検討時間確保のための環境改善に向けて様々な工夫が凝らされることを要望したい。

当協会では、このような状況を踏まえ、以下の点を要望したい。

【企業向け③】 投資家の視点に立った議案内容の説明充実

【企業向け④】 検討時間確保のための環境改善

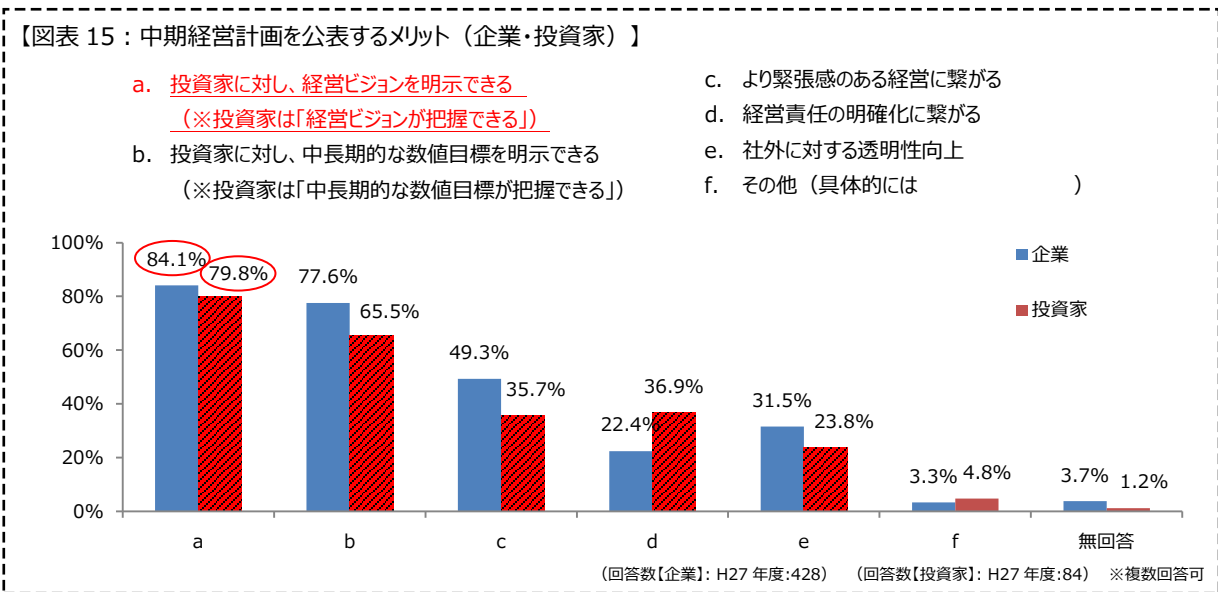
【投資家向け①】 企業の状況を踏まえた賛否判断と判断理由の説明

第 3 章 経営目標について

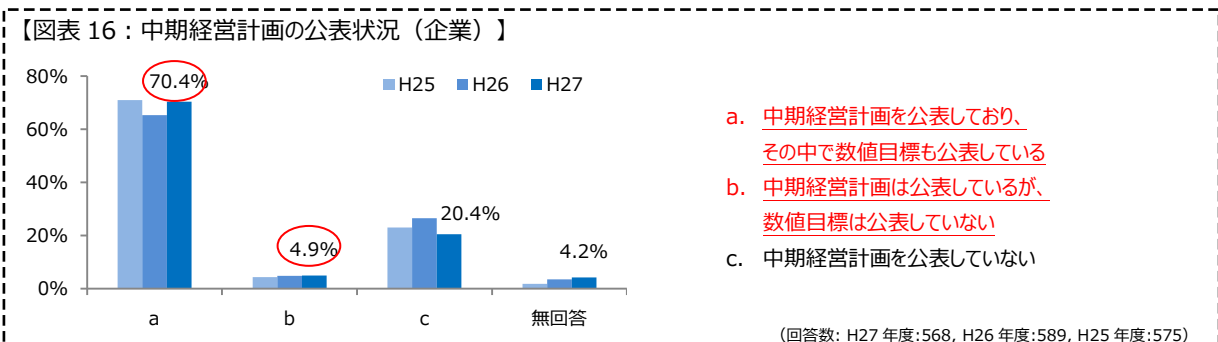
(1) 経営計画の設定・公表

多くの投資家が、経営ビジョンの明確化や経営の透明性向上に対する課題意識を抱いている中、実効性のある経営計画を策定し、会社が目指す姿とその実現プロセスを対外的に明示することの意義は大きい。

アンケート調査では、企業・投資家ともに、中期経営計画を公表するメリットを「経営ビジョンを明示できる」と捉えていることが示された【図表 15】。



中期経営計画を公表している企業の割合は約 75%に及び、計画の公表は一定浸透したものと捉えることができる【図表 16】。中期経営計画を公表していない残りの約 2 割の企業については、今後積極的に公表していくことを期待したい。

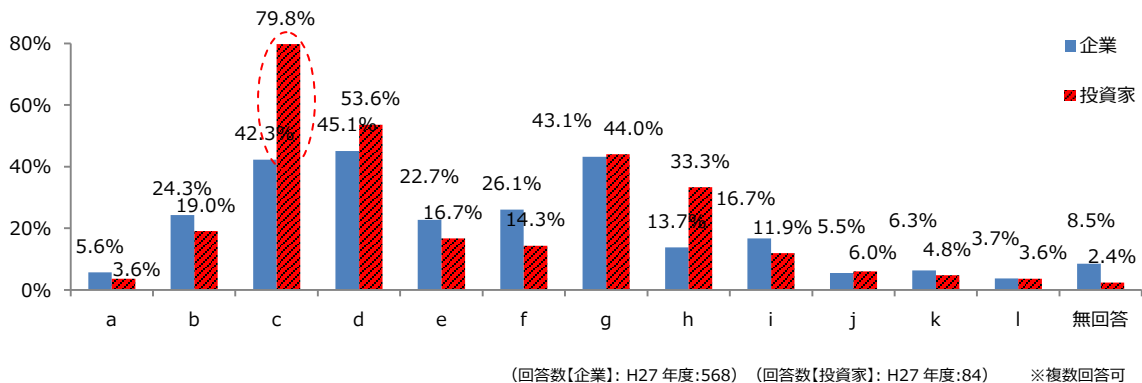


中期経営計画は、企業が長期的な成長を実現するためのロードマップであり、企業価値向上の観点から実効性ある内容となるよう絶えず充実を図っていくことが求められる。

企業は、中期経営計画の内容充実に向けて、「長期的な経営ビジョン・スタンスの説明」を最も重視していると回答している【図表 17】。一方で、投資家は当事項を企業が最も改善すべき点と捉えており、

【図表 3（再掲）：取締役会の議題として重点的に取り上げたいテーマ（企業）・取り組むべきテーマ（投資家）】

- | | | |
|-----------------------|-------------------|---------------|
| a. 決算 | e. M & A・投資 | i. コンプライアンス関連 |
| b. 業績の進捗・振り返り | f. リスク管理 | j. 役員報酬 |
| c. <u>経営目標・指標の適切性</u> | g. コーポレート・ガバナンス体制 | k. 人事・人材管理 |
| d. 戦略立案 | h. 投資家との対話内容 | l. その他（具体的には） |



また、中期経営計画の内容充実に向け、投資家は2番目に「事業環境や見通しに関する分析を踏まえた戦略の策定」を改善すべきと回答している【図表 17】。企業の過半数が当項目を重視している中で、投資家の回答割合は高く、投資家の課題意識の強さが窺える。中期経営計画において会社の目指す数値目標が示されることは重要であるが、その目標を達成するための具体的な実現プロセスが、事業戦略として明確に示されることも投資家は要望していると言える。

中期経営計画は、企業が長期的な成長を実現していくためのロードマップであり、投資家は、中期経営計画から企業の長期的な経営ビジョン・スタンスが伝わることを望んでいる。達成すべき数値目標と、そのための事業戦略が、有機的・構造的に結びつき、その企業が目指す方向性が自ずと伝わるような経営計画が示されることで、投資家はその企業の経営ビジョンを明確に捉えることができる。数値目標と事業戦略を兼ね備えた経営計画の公表を期待したい。

当協会では、このような状況を踏まえ、以下の点を要望したい。

【企業向け⑤】 数値目標と事業戦略を伴う経営計画の公表

(2) 資本効率について

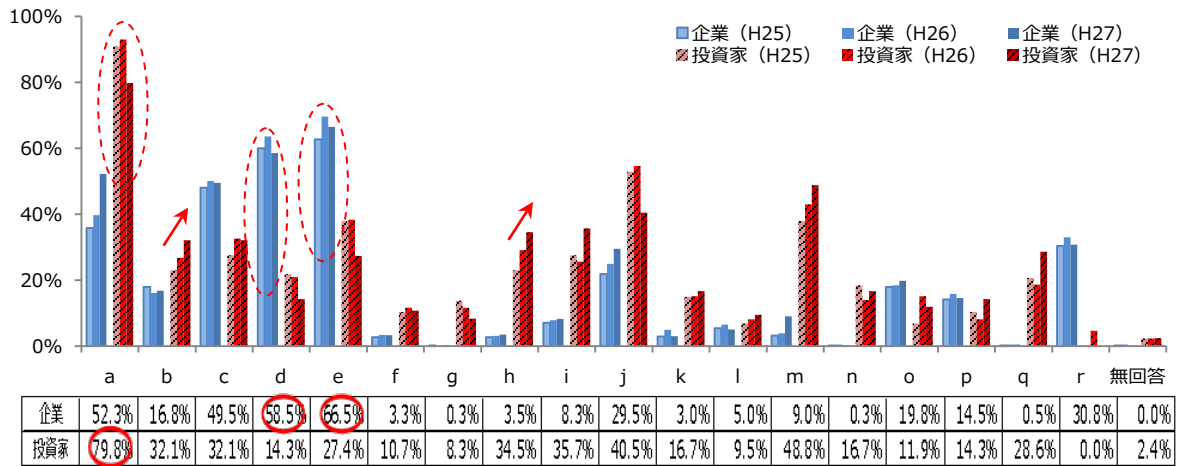
企業には、調達した資金を有効活用し、株主の要求収益率である資本コストを上回る収益性を実現することで、持続的に株式価値を高めることが求められる。

アンケート調査では、投資家は、経営目標として企業が重視することが望ましい指標について「ROE」との回答が最も多かったほか、「ROA」「ROIC」との回答も増加しており、投資家が効率性を重視している様子が窺える【図表 18】。一方で、企業が中期経営計画において公表している指標は「利益額・利益の伸び率」「売上高・売上高の伸び率」との回答が最も多く、「ROE」との回答も増加しているもの

の、企業と投資家の認識ギャップは依然として大きい。

【図表 18：中期経営計画で公表している指標（企業※）・経営目標として重視すべき指標（投資家）】

- a. ROE（株主資本利益率）
- b. ROA（総資本利益率）
- c. 売上高利益率
- d. 売上高・売上高の伸び率
- e. 利益額・利益の伸び率
- f. 市場占有率（シェア）
- g. 経済付加価値（EVA®）
- h. ROIC（投下資本利益率）
- i. FCF（フリーキャッシュフロー）
- j. 配当性向（配当／当期利益）
- k. 株主資本配当率（DOE）（DOE=ROE×配当性向）
- l. 配当総額または1株当たりの配当額
- m. 総還元性向（（配当＋自己株式取得）／当期利益）
- n. 配当利回り（1株当たり配当／株価）
- o. 自己資本比率（自己資本／総資本）
- p. DEレシオ（有利子負債／自己資本）
- q. 資本コスト（WACC等）
- r. その他（具体的には）



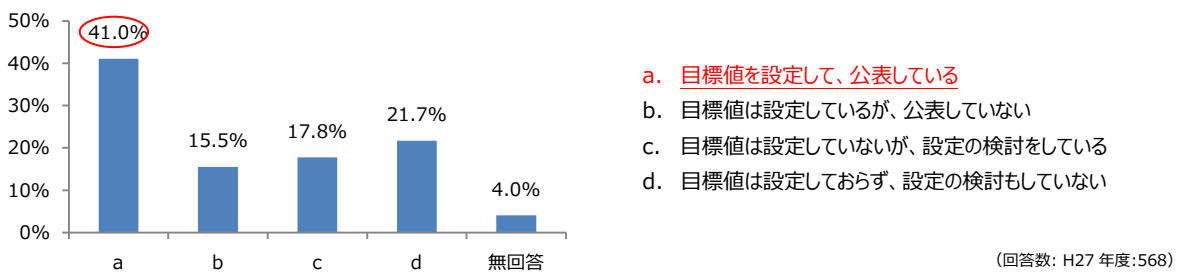
※中期経営計画を公表している企業が対象

(回答数【企業】: H27 年度:400, H26 年度:385, H25 年度:408)

(回答数【投資家】: H27 年度:84, H26 年度:86, H25 年度:87) ※複数回答可

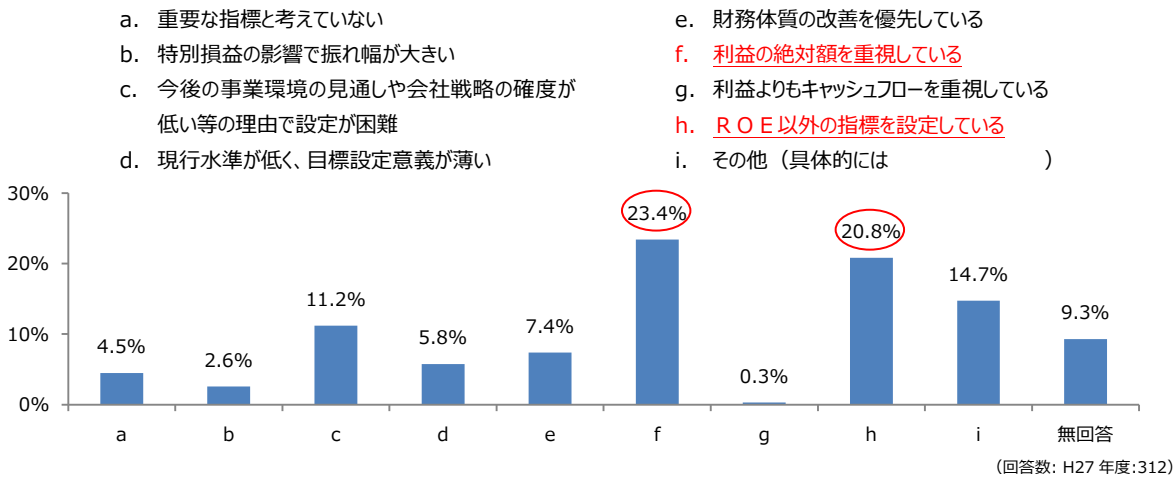
投資家の回答が最も多かった ROE については、中期経営計画のみならず経営目標・計画全体を通じて、目標値を設定・公表している企業の割合は全体の 4 割程度に留まる【図表 19】。ROE 目標を公表しない企業は、その理由として、「利益の絶対額を重視している」「ROE 以外の指標を設定している」ことを挙げており、効率性を重視する投資家と、売上・利益の絶対額を重視する企業のスタンスの乖離は大きいと言える【図表 20】。

【図表 19：ROE 目標の設定・公表状況（企業）】



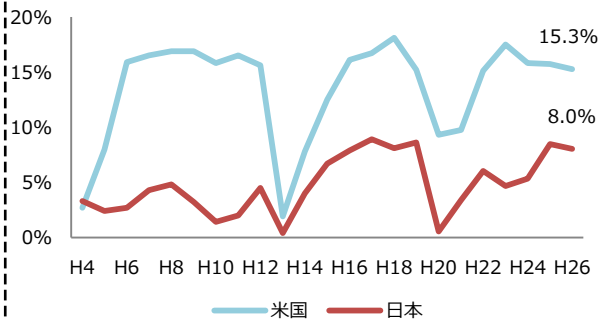
(回答数: H27 年度:568)

【図表 20：ROE 目標を設定・公表しない理由（企業）】



平成 26 年度の日本企業の平均 ROE は 8.0% となり、売上高純利益率が低いことを主因に、引き続き日米の ROE 水準には大きな乖離のある状況が続いている【図表 21】【図表 22】。

【図表 21：日米企業の ROE の推移】



出所) (日本) 生命保険協会調べ、対象は上場企業 (赤字企業含む、金融除き)
(米国) 商務省「Quarterly Financial Report」
※日本: 4~3月 米国: 1~12月

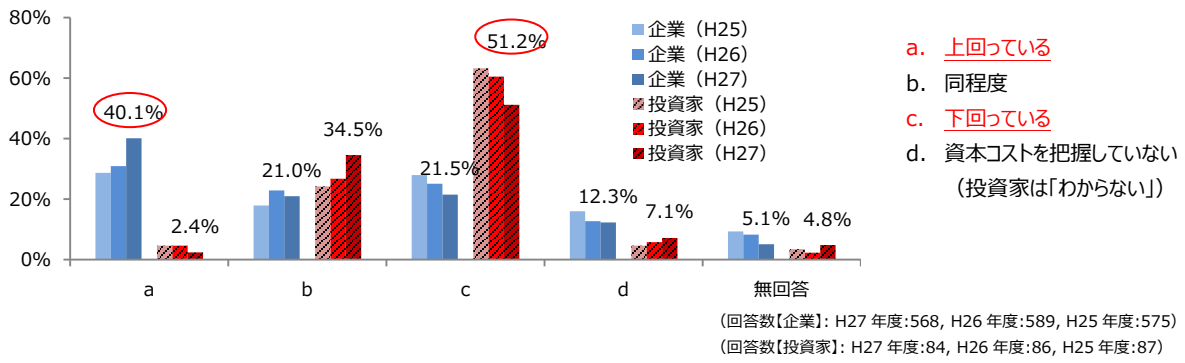
【図表 22：日米企業の ROE の比較（企業）】

| | 日本 | 米国 |
|---------|------|-------|
| ROE | 8.0% | 15.3% |
| ROA | 3.1% | 6.8% |
| 売上高純利益率 | 3.6% | 8.8% |
| 総資産回転率 | 0.9 | 0.8 |
| 財務レバレッジ | 2.6 | 2.2 |

出所) (日本) 生命保険協会調べ、対象は上場企業 (赤字企業含む、金融除き)
(米国) 商務省「Quarterly Financial Report」
※日本: 4~3月 米国: 1~12月

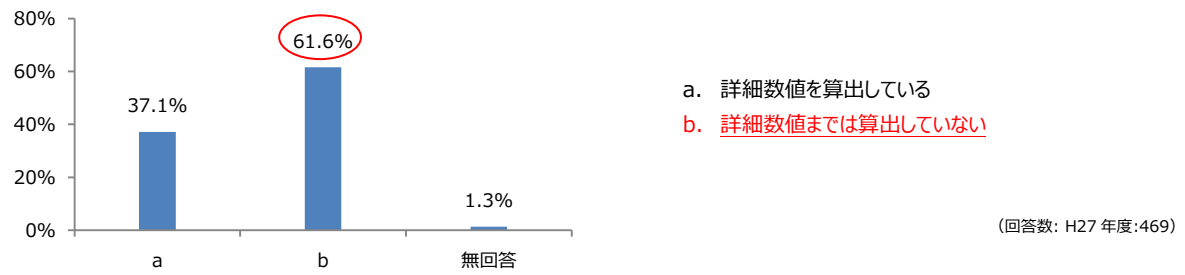
アンケート調査からは、企業は自社の ROE 水準が資本コストを「上回っている」と認識している割合が最も高いものの、投資家は「下回っている」と認識している割合が最も高く、双方の認識ギャップは依然として大きいことが示された【図表 23】。また、「資本コストを把握していない」と回答しなかった企業でも、資本コストの詳細数値を算出している企業は 4 割未満に留まり、過半数は詳細数値を算出していなかった【図表 24】。

【図表 23：資本コストに対する ROE 水準の見方（企業・投資家）】



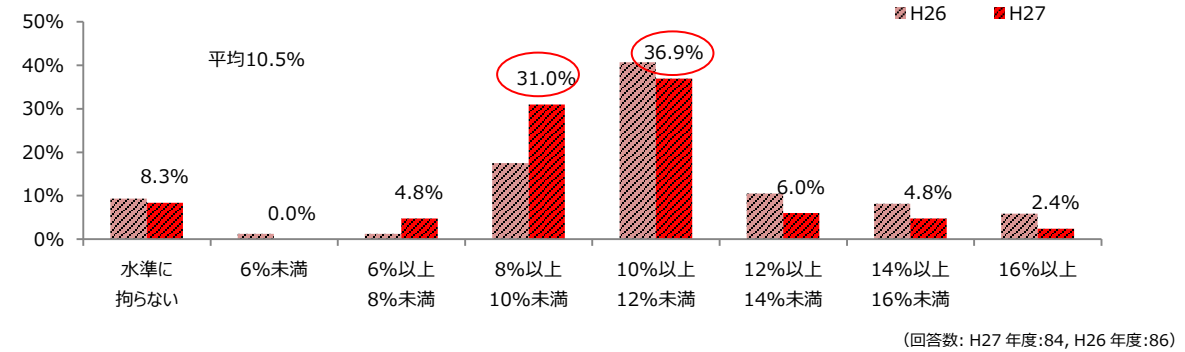
【図表 24：資本コストの詳細数値の算出（企業※）】

※図表 23 で a~c と回答した企業が対象



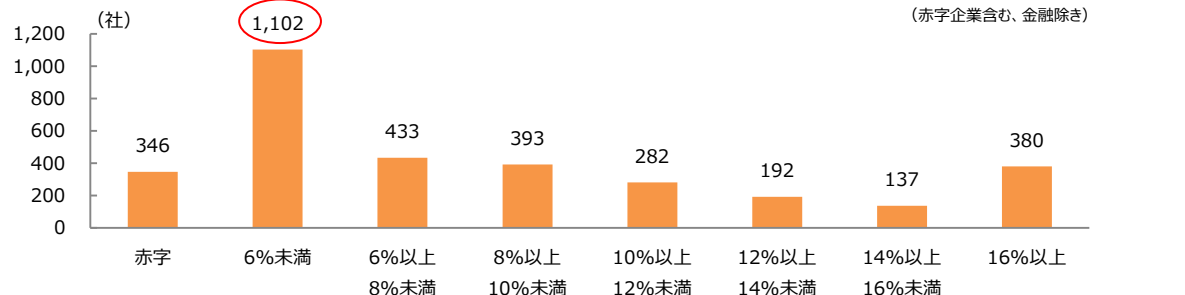
投資家が中長期的に望ましいと考える ROE 水準としては、「10%以上 12%未満」との回答が最も多く、次いで「8%以上 10%未満」となり、平均値は 10.5%となった。投資家は、中長期的に望ましい水準として、二桁の ROE を期待していることが窺える【図表 25】。一方で、企業の ROE 水準は、ばらつきが見られるものの「6%未満」が最も多かった【図表 26】。

【図表 25：中長期的に望ましい ROE 水準（投資家）】



【図表 26：日本企業の ROE 分布】

出所) 生命保険協会調べ、対象は上場企業 (赤字企業含む、金融除き)



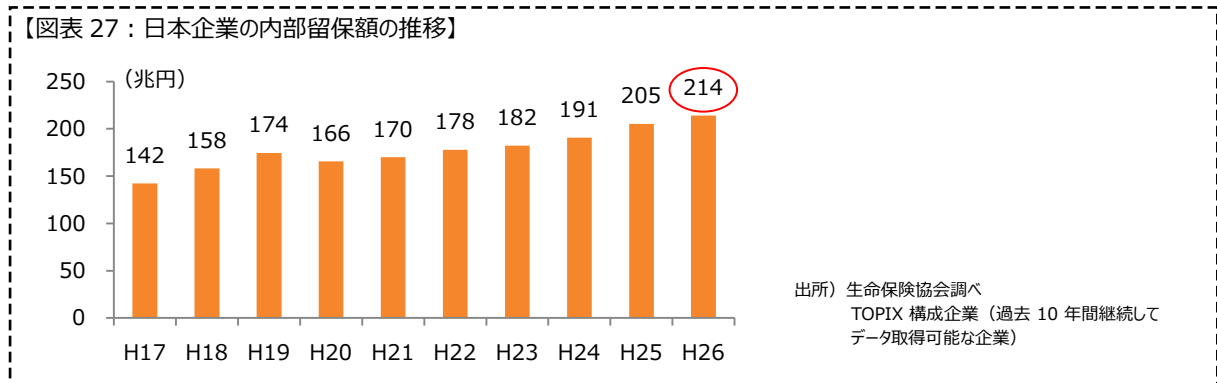
調達した資金を効率的に活用し収益性を高めることを期待する投資家と、売上・利益の絶対額を重視する企業のスタンスの乖離が大きい点を踏まえれば、企業には従来以上に投資家の視点を踏まえた経営目標を設定・公表し、効率性・収益性を高める経営姿勢が求められていると解するべきである。企業が目標とする経営指標やその水準は、事業特性や業界環境に応じて適切に設定されることが望ましいことは言うまでもないが、その中でも、ROE は多くの場合において投資家が特に重視する指標である。これまで相対的に ROE が低水準で推移してきた日本企業が、資本市場において国際的に高い評価を受け、国内外から更なる投資資金を呼び込む上で、ROE を高める意義は大きい。ROE が低水準にとどまる企業を中心に、まずは投資家の要求収益率である資本コストをしっかりと分析・把握した上で、ROE の目標値を設定・公表することを期待したい。その上で、中長期的に投資家の望む ROE 水準の達成を目指して収益性を高めていくことを期待したい。

当協会では、このような状況を踏まえ、以下の点を要望したい。

【企業向け⑥】 資本コストを踏まえた ROE の目標設定と水準向上

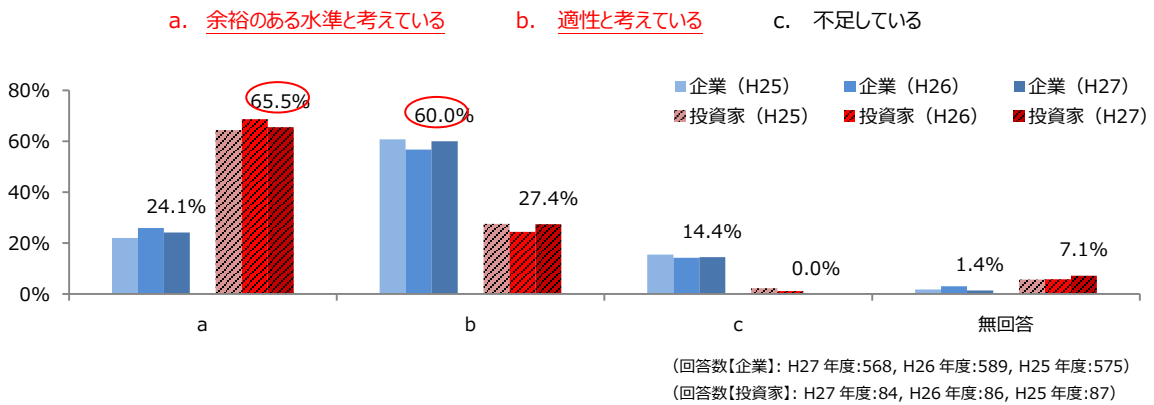
(3) 投資について

投資家が資金の効率的な活用と収益性向上を期待する一方で、日本企業の内部留保額はリーマンショック前の水準を上回り、過去最高水準にある【図表 27】。

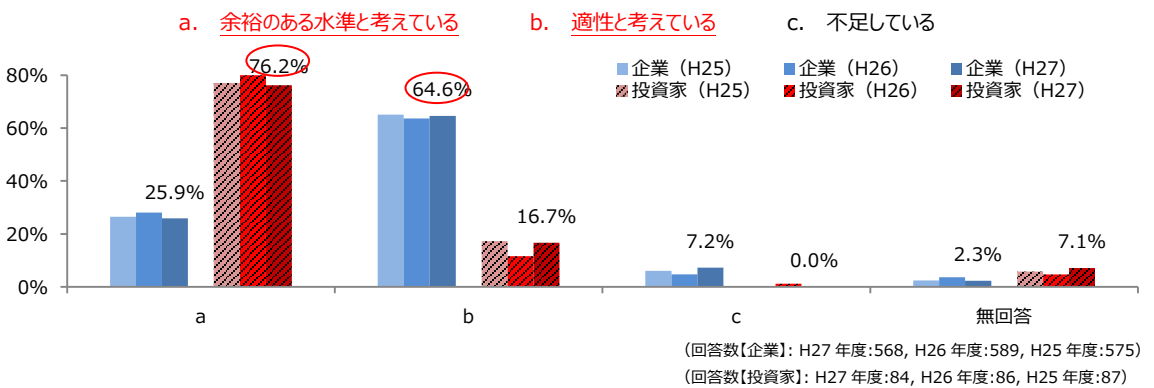


企業の大半は現在の自己資本・手元資金は適正な水準にあると考えているが、多くの投資家は、企業が自己資本や手元資金を余剰に抱えていると考えており【図表 28】【図表 29】、企業と投資家の認識に依然として大きな隔りがある。

【図表 28：自己資本の水準についての認識（企業・投資家）】

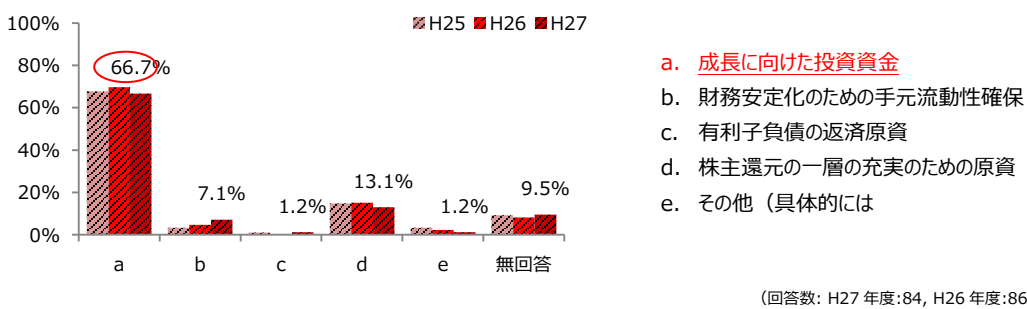


【図表 29：手元資金の水準についての認識（企業・投資家）】



企業が現水準の手元資金を維持したいと考えている一方で、7割近くの投資家は、手元資金が成長に向けた投資に活用されることを最も望んでいる【図表 30】。

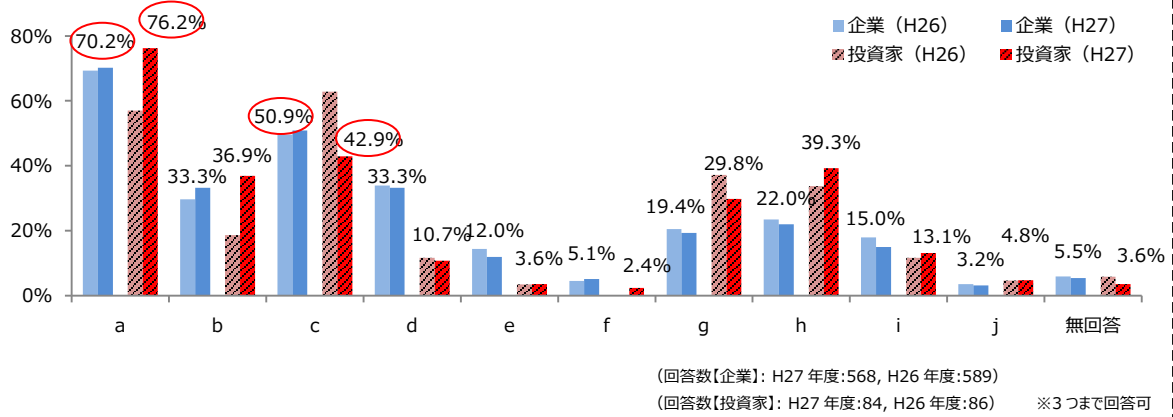
【図表 30：企業の手元資金の使途として望ましいもの（投資家）】



企業が投資を実行する際に重視すべき項目として、企業・投資家双方が「経営戦略との整合性」や「製品・サービスの競争力強化」を挙げており、中長期的な経営の方向性に沿った形で競争優位性を築くための投資を行うことを望んでいることが窺える【図表 31】。

【図表 31：投資実行時に重視している項目（企業）・重視して欲しい項目（投資家）】

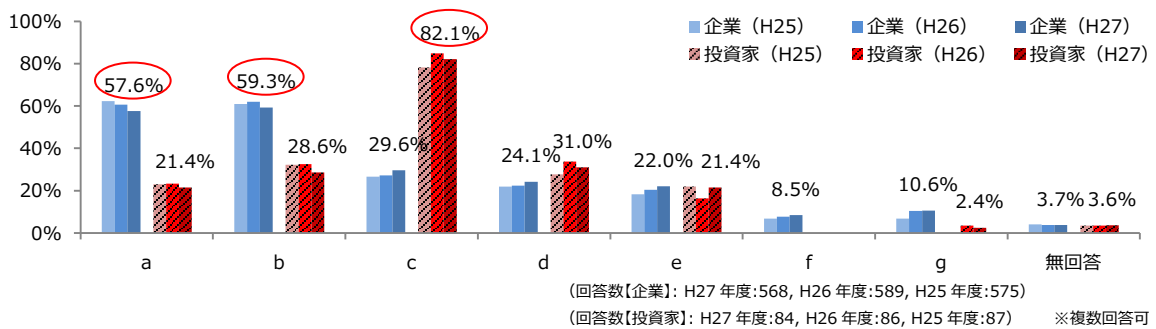
- a. 経営戦略との整合性
- b. シナジー効果
- c. 製品・サービスの競争力強化
- d. 事業規模・シェア拡大
- e. コスト削減に繋がるか
- f. 事業の多角化
- g. 将来の市場見通し
- h. 投資リスク
- i. 財務への影響
- j. その他（具体的には



一方、投資の意思決定をする際の判断基準については乖離が見られる。投資家は「投下資本利益率 (ROI)」が適切だと考えているのに対し、企業は「事業投資資金の回収期間」や「売上・利益の増加額」を重視しており、両者の投資に関する評価軸は異なる【図表 32】。

【図表 32：投資の意思決定時の判断基準として重視している指標（企業）・適切だと思われる指標（投資家）】

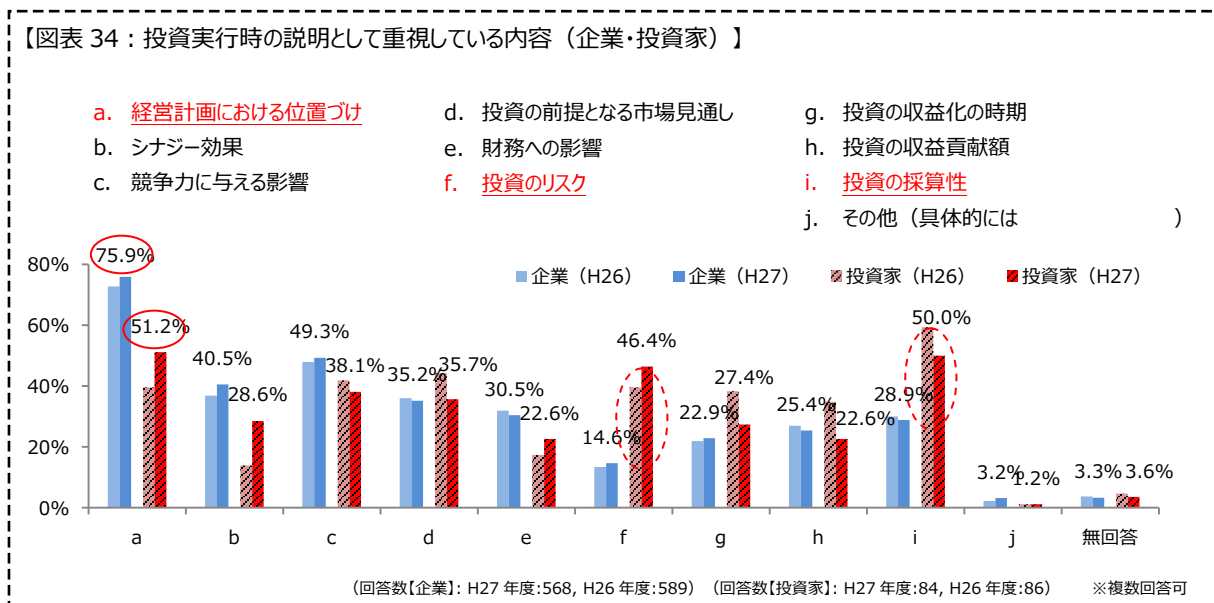
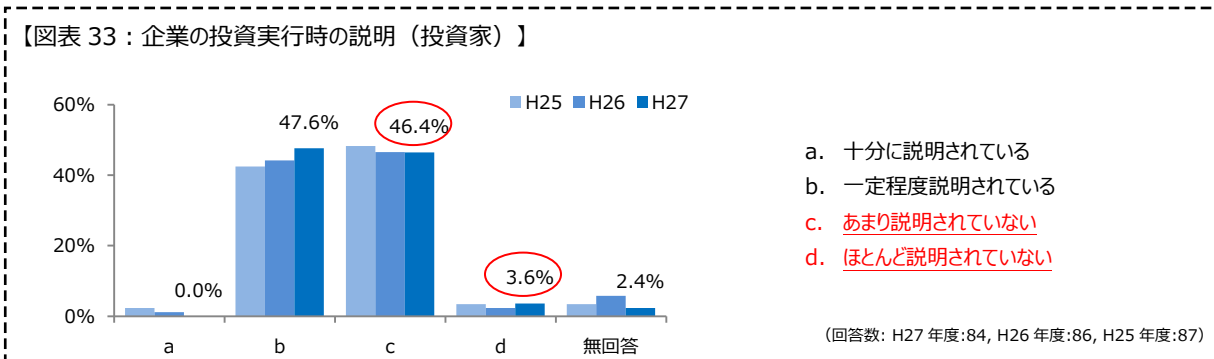
- a. 売上・利益の増加額
- b. 事業投資資金の回収期間
- c. 投下資本利益率 (ROI)
- d. 内部収益率 (IRR)
- e. 正味現在価値 (NPV)
- f. 判断基準は特に設定していない<企業のみ>
- g. その他（具体的に



企業業績が回復し内部留保額が過去最高水準で推移する中、企業には、手元資金を戦略的な投資に活用することで持続的な成長を実現し、株式価値向上に繋げていくことが期待される。投資の尺度は様々であり、それぞれに一長一短があるものの、資金の出し手である投資家が投資リターンの高さを重視していることを踏まえ、企業には、投資効率を意識しつつ、競争優位性を築くための戦略的な投資に手元資金を活用していくことを期待したい。

投資を実施する際の説明については、約半数の投資家は企業側からの説明に不足を感じている【図表 33】。また、説明内容については、企業・投資家共に「経営計画における位置づけ」を重視している一方で、投資家が求める「投資の採算性」や「投資のリスク」といった項目については企業との間に

認識ギャップがある【図表 34】。投資を実施する際に、どの程度の収益が見込まれ、どの程度の不確定要素があるかについては、投資家にとって十分な説明がなければ見えにくい部分である。企業には、採算性やリスクも含めた説明内容の一層の充実を図ることで、投資がいかに企業価値向上に繋がるかを投資家に十分に説明することが望まれる。



当協会では、このような状況を踏まえ、以下の点を要望したい。

【企業向け⑦】 成長投資への手元資金の活用

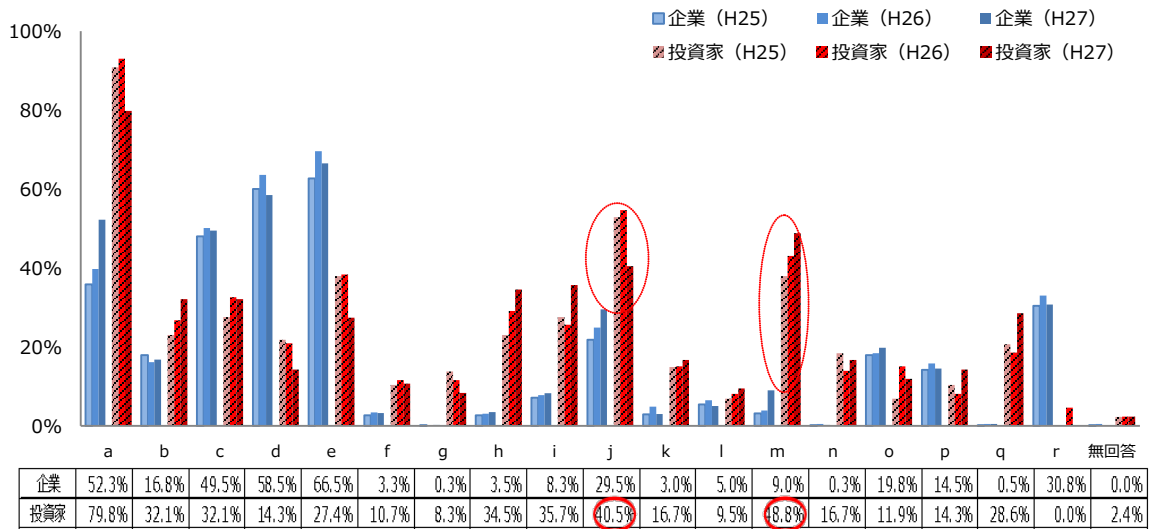
(4) 株主還元について

株主還元は投資家が投資判断を行う際の重要な判断材料の一つであり、企業には利益成長の成果配分として株主還元を適切に行うことが求められる。

投資家は、経営目標として企業が重視することが望ましい指標として、「ROE」の次に「総還元性向」「配当性向」と回答しており、株式投資にあたり株主還元を重視している様子が窺える【図表 18】。一方で、株主還元目標を具体的な指標として中期経営計画に記載する企業の割合は増加傾向にあるものの、依然として投資家との乖離は大きい。

【図表 18 (再掲) : 中期経営計画で公表している指標 (企業※)・経営目標として重視すべき指標 (投資家)】

- a. ROE (株主資本利益率)
- b. ROA (総資本利益率)
- c. 売上高利益率
- d. 売上高・売上高の伸び率
- e. 利益額・利益の伸び率
- f. 市場占有率 (シェア)
- g. 経済付加価値 (EVA®)
- h. ROIC (投下資本利益率)
- i. FCF (フリーキャッシュフロー)
- j. 配当性向 (配当/当期利益)
- k. 株主資本配当率 (DOE) (DOE=ROE×配当性向)
- l. 配当総額または 1 株当たりの配当額
- m. 総還元性向 ((配当+自己株式取得) / 当期利益)
- n. 配当利回り (1 株当たり配当/株価)
- o. 自己資本比率 (自己資本/総資本)
- p. DE レシオ (有利子負債/自己資本)
- q. 資本コスト (WACC 等)
- r. その他 (具体的には)



※中期経営計画を公表している企業が対象

(回答数【企業】: H27 年度:400, H26 年度:385, H25 年度:408)

(回答数【投資家】: H27 年度:84, H26 年度:86, H25 年度:87) ※複数回答可

時価総額上位 1,200 社を対象とした調査では、株主還元の数値目標を公表している企業は延べ 527 社と、前年度から大きく増加した【図表 35】。また、公表している指標としては「配当性向」が 399 社と圧倒的に多く、そのうち目標水準として「30%以上」を掲げる企業の割合が大幅に増加した。

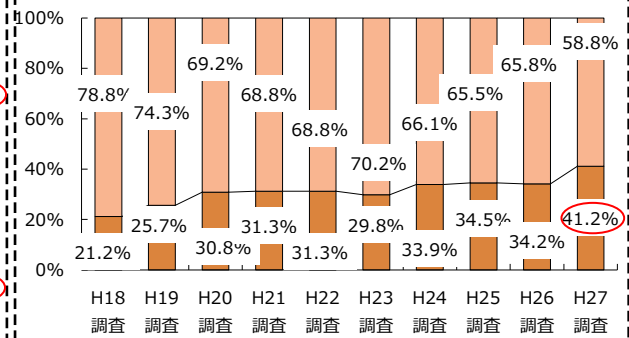
ただし、数値目標を公表している企業の割合は 41.2%と、増加傾向にはあるものの 6 割近くの企業が未公表の状況にある【図表 36】。株主還元目標を公表していない理由については、大半の企業が「安定配当を方針としている」ことを挙げている【図表 37】。

【図表 35：株主還元に関する数値目標の公表状況】

| | H20 | H21 | H22 | H23 | H24 | H25 | H26 | H27 |
|---------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| (社) | | | | | | | | |
| 配当性向 | 321 | 328 | 336 | 324 | 353 | 343 | 345 | 399 |
| 30%以上 | 193 | 209 | 228 | 229 | 239 | 244 | 250 | 306 |
| 30%未満 | 128 | 119 | 108 | 95 | 114 | 99 | 95 | 93 |
| 配当性向以外 | 66 | 68 | 59 | 55 | 71 | 89 | 86 | 128 |
| DOE | 34 | 34 | 32 | 35 | 31 | 35 | 35 | 37 |
| 総還元性向ほか | 32 | 34 | 27 | 20 | 40 | 54 | 51 | 91 |
| 合計 | 387 | 396 | 395 | 379 | 424 | 432 | 431 | 527 |

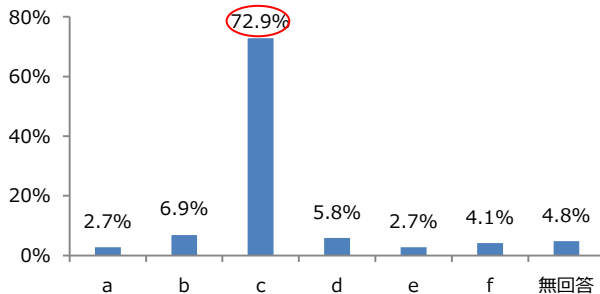
出所) 生命保険協会調べ
上場企業時価総額上位 1,200 社を対象に調査

【図表 36：株主還元に関する数値目標の公表割合】



出所) 生命保険協会調べ
上場企業時価総額上位 1,200 社を対象に調査

【図表 37：株主還元の数値目標を公表していない理由（企業※）】



※株主還元目標を公表していない企業のみに

- a. 配当政策に制約が生じる
- b. 当期利益の振れ幅が大きく、設定・公表が困難
- c. 安定配当の方針としている
- d. 財務体質の改善を優先している
- e. 投資資金の確保を優先している
- f. その他（具体的には ）

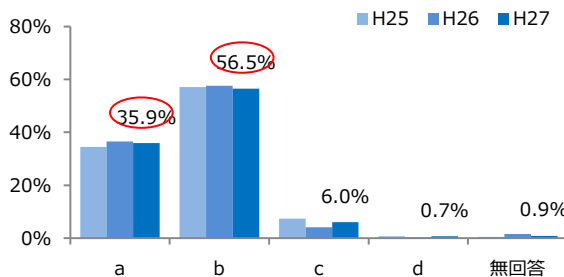
(回答数: H27 年度:291)

配当政策に関する投資家への説明には特段変化が見られず、依然として大きな乖離が生じている。企業の大半が配当政策について「十分行っている」「一定程度行っている」と回答しているのに対して、投資家の約 6 割が「あまり説明されていない」「ほとんど説明されていない」と回答している【図表 38】【図表 39】。

投資家は、ROE 目標の次に株主還元目標を重視していることから、企業には、株主還元方針について具体的な数値目標を明示したうえで、投資家に対して十分な説明を行っていくことを期待したい。

【図表 38：配当政策に関する説明（企業）】

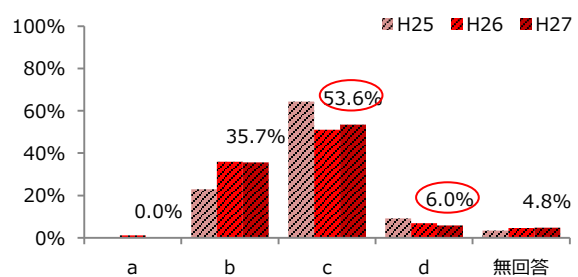
- a. 十分行っている
- b. 一定程度行っている
- c. あまり行っていない
- d. 行っていない



(回答数: H27 年度:568, H26 年度:589, H25 年度:575)

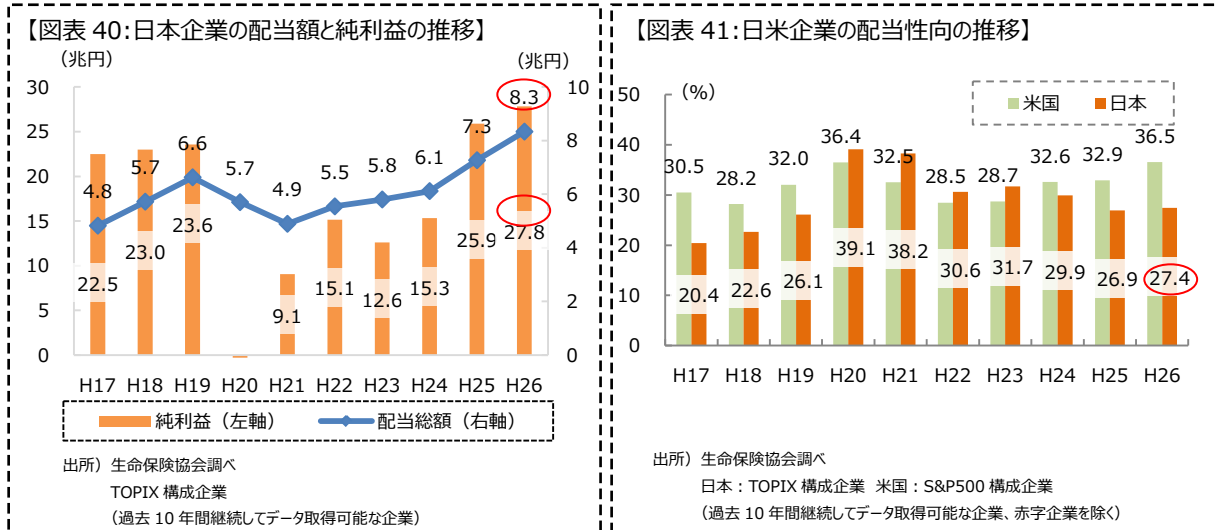
【図表 39：配当政策に関する説明（投資家）】

- a. 十分に説明されている
- b. 一定程度説明されている
- c. あまり説明されていない
- d. ほとんど説明されていない



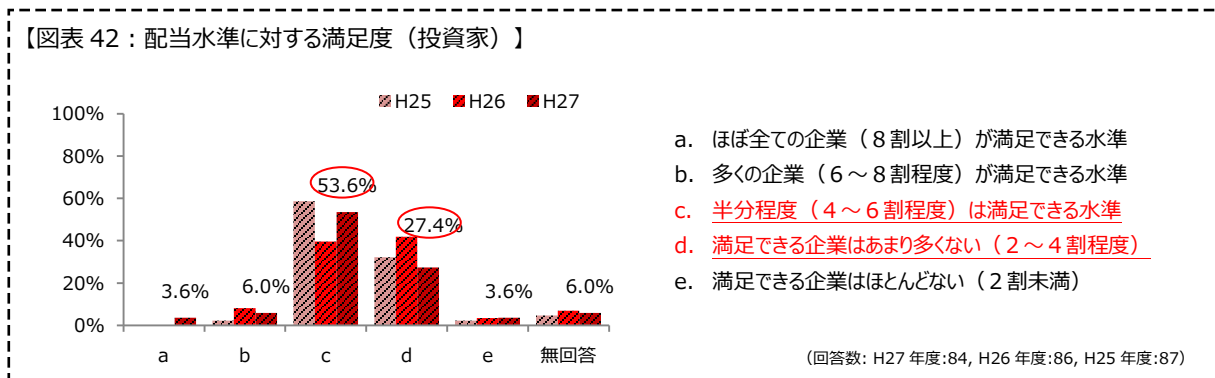
(回答数: H27 年度:84, H26 年度:86, H25 年度:87)

平成 26 年度の配当総額は 8.3 兆円と企業業績の改善に伴い引き続き増加傾向にあるほか、配当性向は概ね 30%程度で推移している【図表 40】【図表 41】。

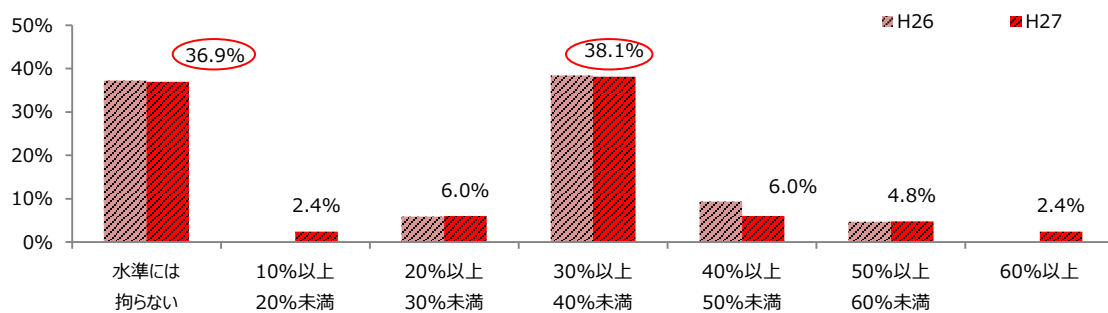


これに伴い、配当性向の水準について、「半分程度は満足できる水準」と認識する投資家の割合が高まっており、「満足できる企業はあまり多くない」との回答から一定シフトしている様子が見て取れる【図表 42】。しかしながら、依然として配当水準に満足している投資家よりも満足していない投資家の方が多い状況が続いている。

投資家が中長期的に望ましいと考える配当性向については、「30%以上 40%以下」との回答が最も多く、「水準には拘らない」が次に続いた【図表 43】。一方で、個別企業の配当性向にはばらつきが見られ、最も多い水準は「20%以上 30%未満」となった【図表 44】。

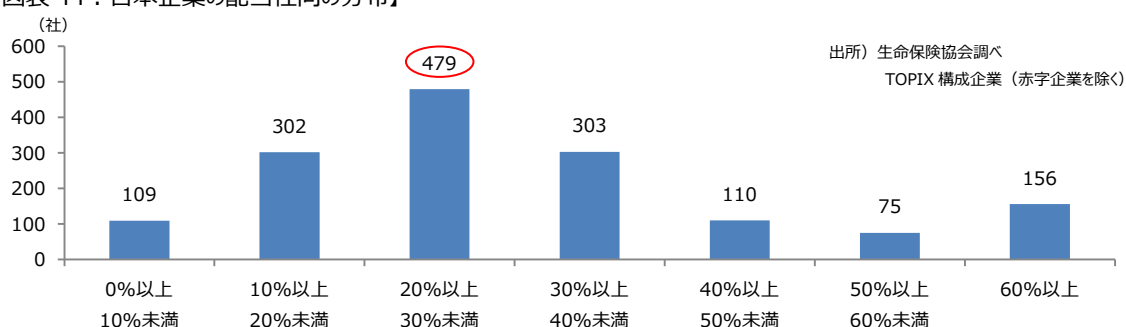


【図表 43：中長期的に望ましい配当性向（投資家）】



(回答数: H27年度:84, H26年度:86)

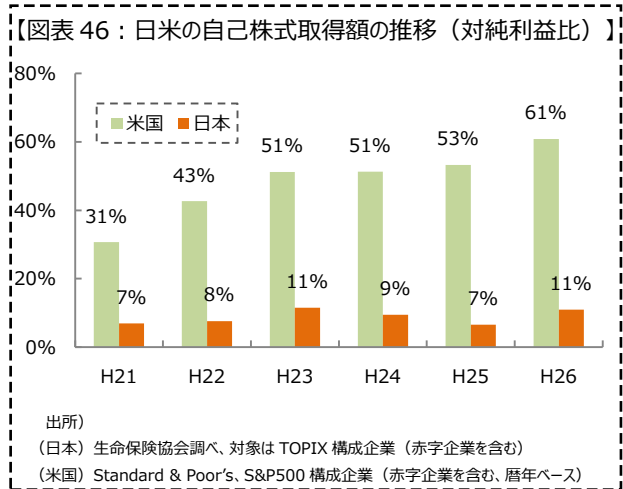
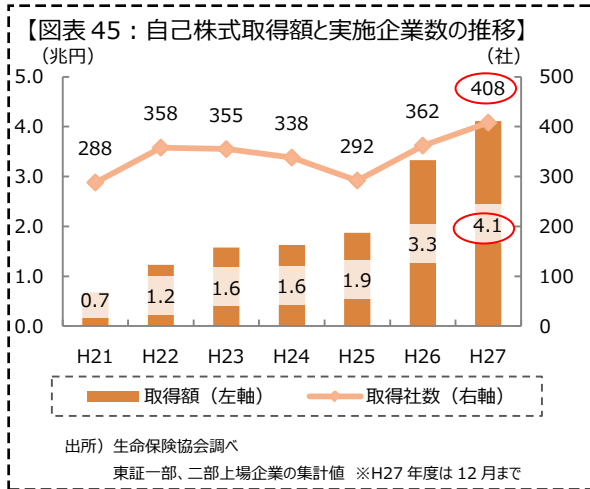
【図表 44：日本企業の配当性向の分布】

出所) 生命保険協会調べ
TOPIX 構成企業 (赤字企業を除く)

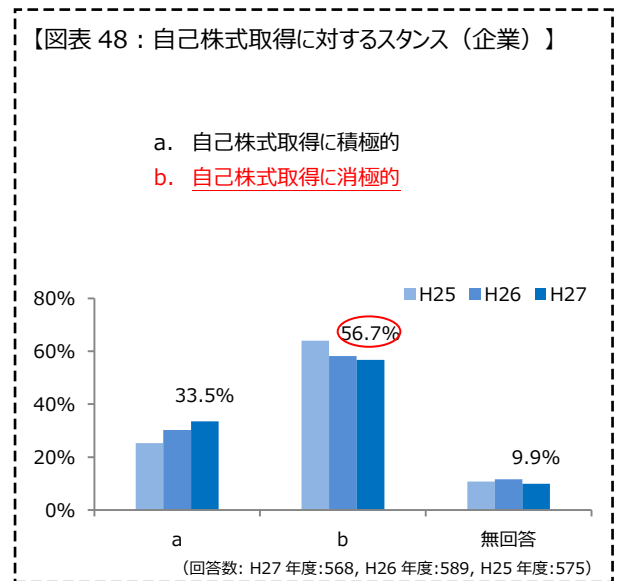
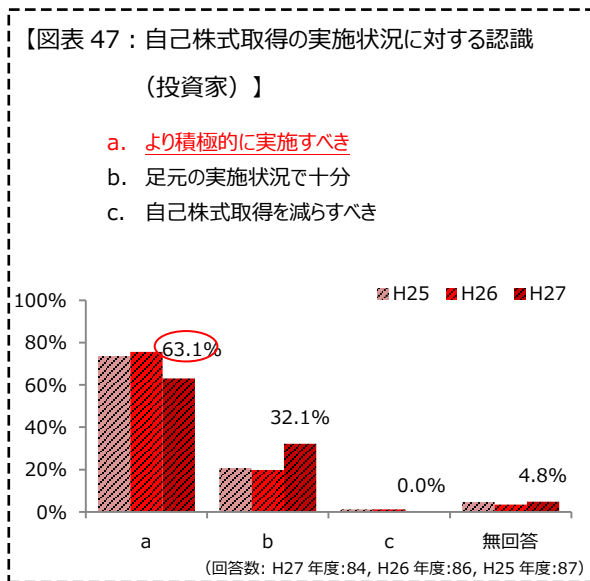
成長に向けた投資の必要性や内部留保の水準は企業の置かれた環境により異なるため、配当還元の充実は一律に求められるものではないが、多くの投資家が企業の配当水準に満足していない状況を踏まえれば、配当性向の絶対水準が低い企業を中心に、適切な配当還元がなされていないと受け止められていると解すべきである。特段の資金使途がないまま資金を余剰に抱える企業については、投資家が一つの目安と考える配当性向 30%以上の水準をターゲットに配当還元の充実に取り組むことが望まれる。

株主への配当に加えて、自己株式の取得も株主還元の有効な手段である。

企業の自己株式取得額は6年連続で増加しており、取得した企業数も大きく増加した【図表 45】。一方で、純利益に占める自己株式取得額の割合は、日米企業で大きな差が生じており、その差は拡大している【図表 46】。



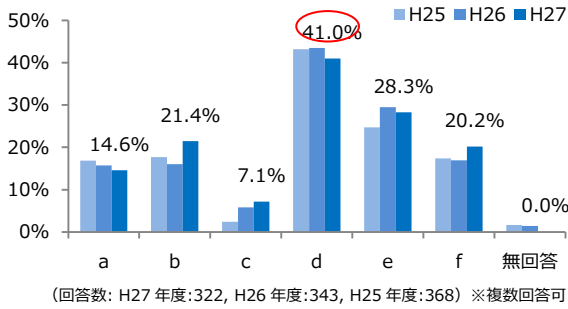
自己株式取得の実施状況については、「足元の実施状況で十分」と回答する投資家の割合は増加したものの、依然として6割近くの投資家は「より積極的に実施すべき」と認識している【図表 47】。一方、減少傾向にはあるものの、企業の過半数は、依然として自己株式取得に「消極的」と回答している【図表 48】。



企業は、自己株式取得に「消極的」なスタンスである理由として、「自己株式取得より配当還元を重視している」ことを挙げている【図表 49】。一方で、投資家は「有望な投資先がなく余剰資金を抱えている企業」「ROE の低い企業」に対して自己株式の取得を期待している【図表 50】。成長に向けた投資や内部留保の水準を踏まえつつ、企業には成長の果実として株主に対して適切な配当還元を行うことが期待されるが、余剰資金を抱える企業には、資本効率の観点も踏まえてより積極的に自己株式取得に取り組むことを期待したい。

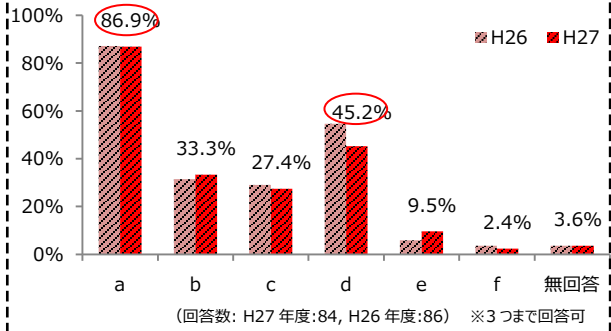
【図表 49：自己株式取得に消極的な理由（企業）】

- a. 自己資本が十分でない
- b. 手元資金を確保する必要がある
- c. 株価の水準が条件に満たない
- d. **自己株式取得より配当還元を重視している**
- e. 市場での流動性が不足してしまう恐れがある
- f. その他（具体的には)



【図表 50：自己株式取得を行って欲しい企業（投資家）】

- a. **有望な投資先がなく余剰資金を抱えている企業**
- b. 配当性向が低い企業
- c. 株価が低迷している企業
- d. **R O E の低い企業**
- e. 配当による還元があれば自己株式取得は望まない
- f. その他（具体的には)



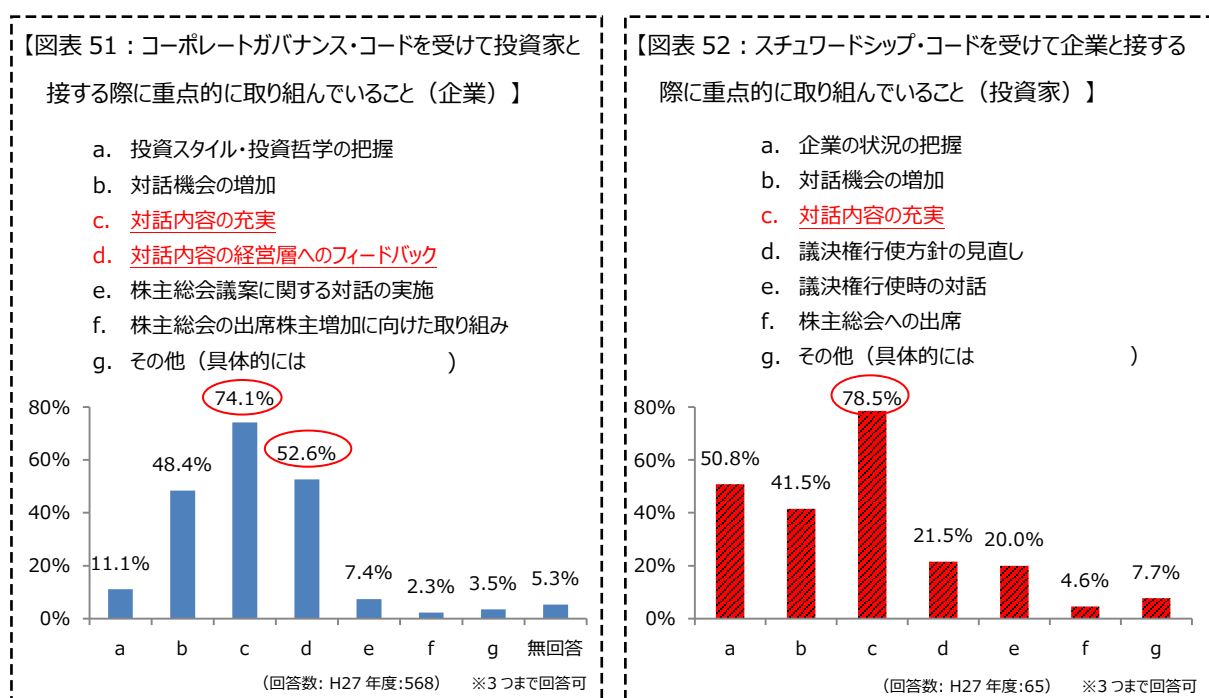
当協会では、このような状況を踏まえ、以下の点を要望したい。

【企業向け⑧】 中長期の平準的な水準として、配当性向 30%以上

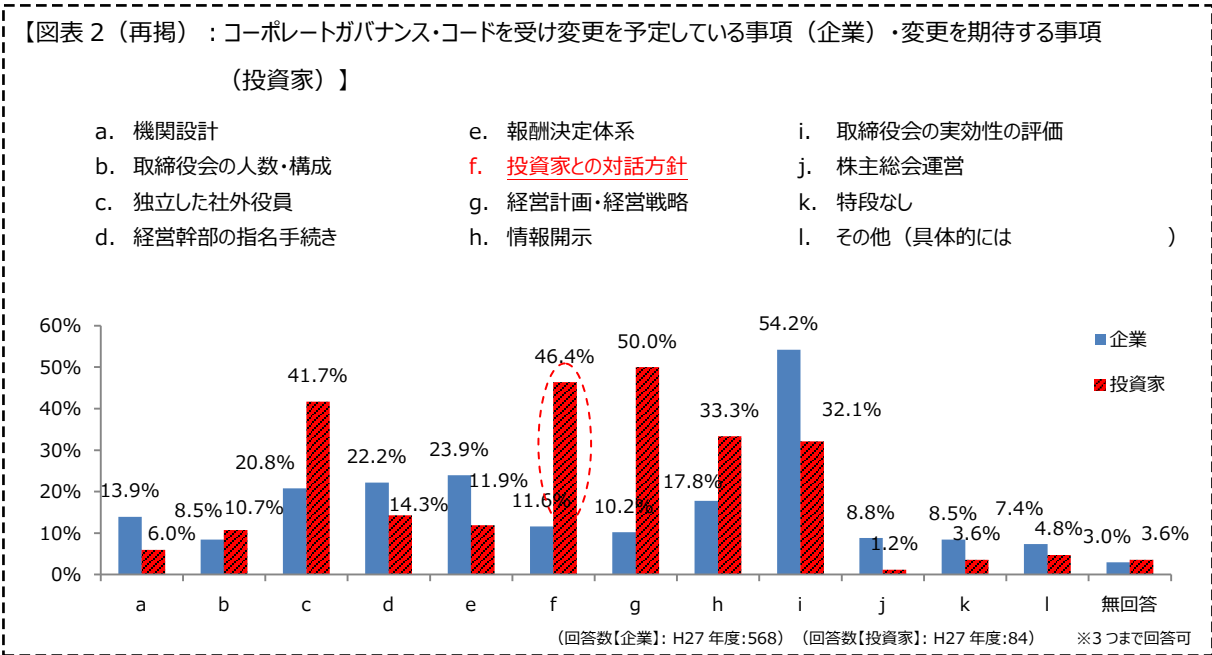
第 4 章 企業と投資家の「建設的な対話」について

企業と投資家が対話を通じて相互への理解を深め、双方の課題意識を共有化することは、企業にとっては持続的な成長に向けた新たな知見を取り込むことに繋がり、また投資家にとっては中長期的な株式投資リターン向上の可能性を高めることに繋がる。

アンケート結果からは、企業がコーポレートガバナンス・コードを受けて投資家と接する際に重点的に取り組んでいること、投資家がスチュワードシップ・コードを受けて企業と接する際に重点的に取り組んでいることは、いずれも「対話内容の充実」との回答が最も多く、企業・投資家双方の対話への強い意欲が確認された【図表 51】【図表 52】。

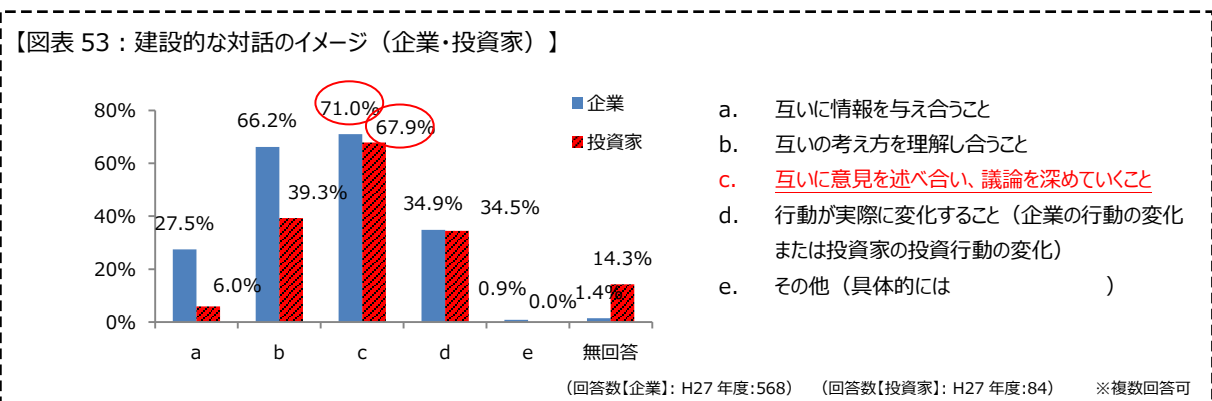


一方で、第 2 章でも言及した通り、投資家と企業で対話に関する大きな認識ギャップも存在する。投資家が、コーポレートガバナンス・コードの策定を受けて企業に変化を期待していることとして、投資家の約半数が「投資家との対話方針」を挙げているのに対し、当該項目について変更を検討している企業の割合は約 1 割に留まる【図表 2】。



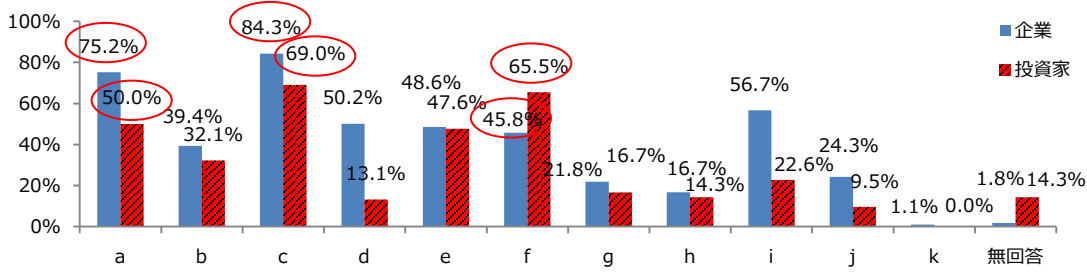
企業と投資家の認識ギャップの要因を探る上で、まずは双方が建設的な対話をどのようなものと捉えているかを知る必要がある。

コーポレート・ガバナンスへの社会的注目度が高まるにつれて、“建設的な対話”という言葉も盛んに利用されるようになったが、その確固たる定義が存在する訳ではない。アンケート結果からは、企業・投資家共に、建設的な対話のイメージとして、「互いに意見を述べ合い、議論を深めていくこと」との回答が【図表 53】、建設的な対話に相応しい対話内容については、「事業戦略」「経営ビジョン」「ガバナンス・経営体制」との回答が多かった【図表 54】。企業・投資家ともに、建設的な対話として、中長期的に企業が目指す方向性およびその実現プロセスについて、対話を通じて意見交換し、議論をしていきたいと考えている様子が窺える。



【図表 54：建設的な対話に相応しい対話内容（企業・投資家）】

- a. **経営ビジョン**
- b. 経営指標
- c. **事業戦略**
- d. 決算・業績の内容
- e. 株主還元方針
- f. **ガバナンス・経営体制**
- g. 環境（E）・社会（S）問題
- h. 株主総会議案
- i. 事業・業界環境の現状・見通し
- j. 前回の対話からの変化
- k. その他（具体的には _____）

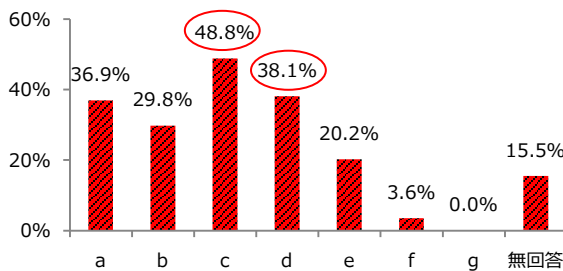


(回答数【企業】: H27 年度:568) (回答数【投資家】: H27 年度:84) ※複数回答可

続いて、企業・投資家が、それぞれ対話に対しどのような課題意識を抱いているかを掘り下げてみたい。

投資家は、対話に際して企業が特に注意すべき点について、「対話内容が経営層に届いていない」との回答が最も多い【図表 55】。この点に関しては、第 2 章で言及したアンケート結果からも同様の課題意識が窺える。多くの投資家が、取締役会の議題として今後より重点的に取り上げるべきテーマとして「投資家との対話内容」を【図表 3】、取締役会の実効性向上に向けて期待する取り組みとして「投資家の意見・評価の取締役会へのフィードバック」を挙げており【図表 4】、いずれも企業との乖離が見られた。投資家は企業が認識する以上に、対話内容を取締役会の議題として取り上げることを通じて、株主の視点が経営に活用されていくことを望んでいると言える。

【図表 55：対話に際し企業が特に注意すべき点（投資家）】

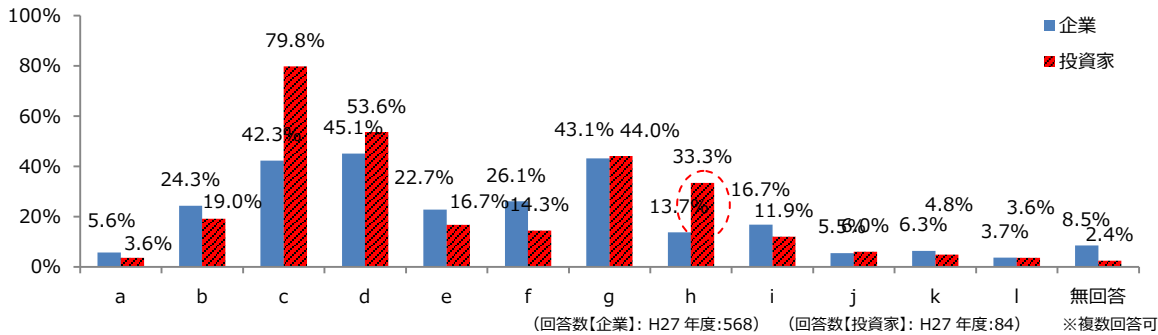


- a. 投資家向けの発言と企業の真意が異なる（ダブルスタンダード経営）
- b. 経営トップが対話に関与していない
- c. **対話内容が経営層に届いていない**
- d. **情報開示が不十分**
- e. 適切な対話担当者が設置されていない
- f. 特段なし
- g. その他（具体的には _____）

(回答数: H27 年度:84) ※複数回答可

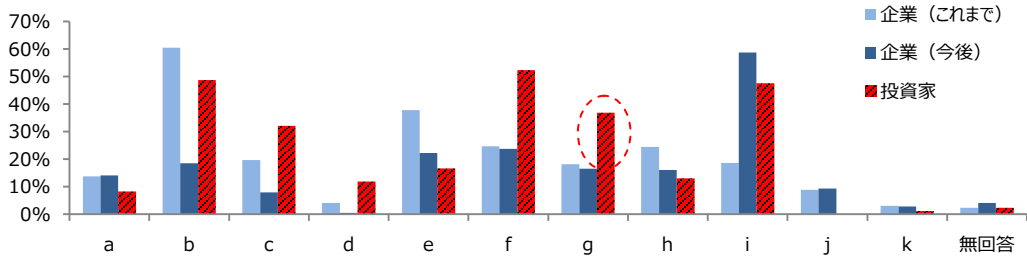
【図表 3 (再掲) : 取締役会の議題として重点的に取り上げたいテーマ (企業)・取り組むべきテーマ (投資家)】

- a. 決算
- b. 業績の進捗・振り返り
- c. 経営目標・指標の適切性
- d. 戦略立案
- e. M & A・投資
- f. リスク管理
- g. コーポレート・ガバナンス体制
- h. 投資家との対話内容
- i. コンプライアンス関連
- j. 役員報酬
- k. 人事・人材管理
- l. その他 (具体的には)



【図表 4 (再掲) : 取締役会の実効性向上に向けた取り組み (企業)・期待する取り組み (投資家)】

- a. 機関設計
- b. 社外役員の拡充
- c. 取締役会全体の経験や専門性のバランス
- d. 取締役会議長
- e. 社外役員の支援策の充実 (業務内容の理解等)
- f. 中長期の経営戦略に関する取締役会での議論の充実
- g. 投資家の意見・評価の取締役会へのフィードバック
- h. 株式連動型報酬・ストックオプション制度
- i. 取締役会の実効性の評価
- j. 特段なし
- k. その他 (具体的には)

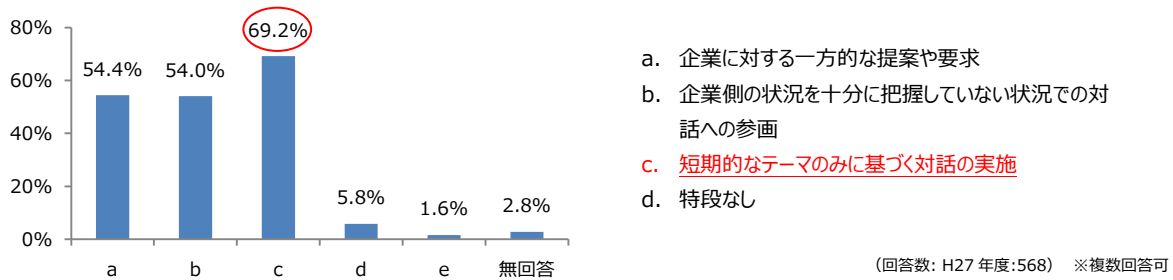


| | | | | | | | | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|
| 企業 (これまで) | 13.7% | 60.6% | 19.7% | 4.0% | 37.9% | 24.6% | 18.1% | 24.5% | 18.7% | 8.8% | 3.0% | 2.3% |
| 企業 (今後) | 14.1% | 18.5% | 7.9% | 0.5% | 22.2% | 23.8% | 16.5% | 16.0% | 58.8% | 9.3% | 2.5% | 4.4% |
| 投資家 | 8.3% | 48.8% | 32.1% | 11.9% | 16.7% | 52.4% | 36.9% | 13.1% | 47.6% | 0.0% | 1.2% | 2.4% |

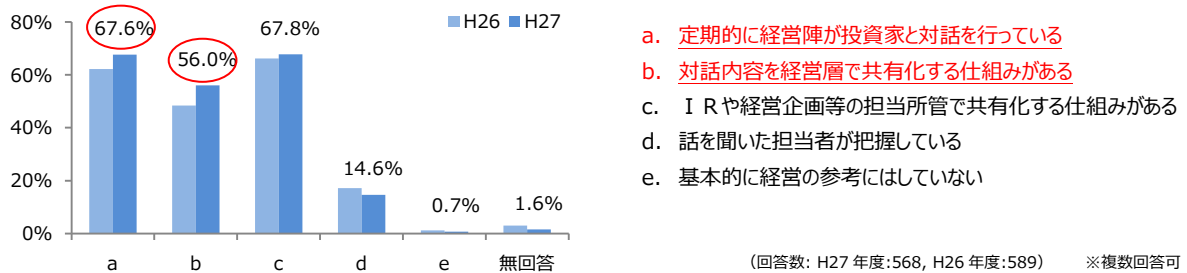
(回答数【企業】: H27 年度:568) (回答数【投資家】: H27 年度:84) ※複数回答可

一方、企業は、対話に際して投資家が最も留意すべき点として、「短期的なテーマのみに基づく対話の実施」との回答が最も多く、長期的視点での対話を期待している様子が窺えるほか、「企業に対する一方的な提案や要求」「企業側の状況を十分に把握していない状況での対話への参画」との回答も半数以上存在し、相互理解に基づく意見交換や議論の場として対話を活用していきたいとの意向が感じられる【図表 56】。また、投資家が課題意識を抱いている、対話内容を経営に活用するための体制については、企業は、「定期的に経営陣が投資家と対話を行っている」「対話内容を経営層で共有化する仕組みがある」との回答が多数見られ、かつ前年比でも増加しているほか【図表 57】、過半数の企業が、コーポレートガバナンス・コードの策定を受けて「対話内容の経営層へのフィードバック」に従来以上に力を入れて取り組んでいると回答している【図表 51】。企業は、対話内容を経営に活用するための体制整備に既に一定取り組んできたものと認識している様子が窺える。

【図表 56：対話に際し、投資家が特に注意すべき点（企業）】



【図表 57：対話内容を経営に活用するための体制（企業）】



これらのアンケート結果からは、企業は対話内容を経営に活用する体制を一定整備してきたものと認識している一方で、投資家は依然として投資家の意見が経営に活用されていくことを期待している様子が示された。経営に外部の視点を取り込むことは、規律ある経営を行うことに繋がることから、株主との対話内容や資本市場での自社への評価に関して、積極的に取締役会でフィードバックを行い、対話内容を経営に活用していくことを要望したい。ただし、企業は短期的な視点に基づく対話には特に留意して欲しいと考えていることから、投資家は、企業との対話を、双方が建設的な対話としてイメージする中長期的な企業価値向上プロセスに焦点を当てていくことを心がけ、企業がより経営に活用していきたいと思うような対話活動に努めていくことが求められる。

企業と投資家が建設的な対話を行うにあたり、実現の制約となっている点を解消していくことも、建設的な対話をより一層推進する上で重要である。

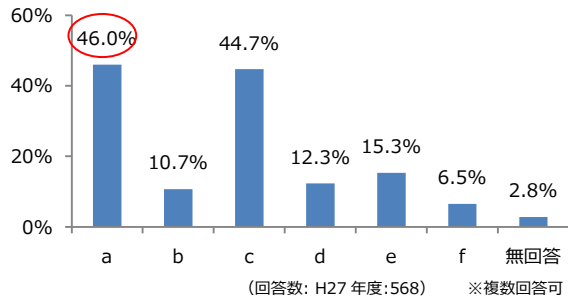
アンケート結果からは、建設的な対話の内容を充実させていく上での課題として、企業・投資家双方が、「対話に割けるリソースの不足」と捉えていることが浮き彫りとなった【図表 58】【図表 59】。

対話活動に携わる人員は、企業は「2～3人」、投資家は「11人以上」との回答が最も多いものの【図表 60】、対話を専属で行う人員については、企業、投資家ともに「0人」との回答が最も多かった【図表 61】。対話をより一層推進していく上で、要員面の拡充も重要な要素となり得ることから、企業・投資家双方において、最適な体制構築が為されることを期待したい。

なお、対話の実施回数は、企業は年平均 182 回（うち説明会 3%、スモールミーティング 6%、個別対話 91%）【図表 62】、投資家は 1 投資先当たり年平均 1～2 回という結果となった【図表 63】。企業規模や運用スタイル等に応じて、望ましい対話の実施回数が一律でないことは言うまでもないが、対話に必要な要員を検討する上で、ひとつの参考としてもらいたい。

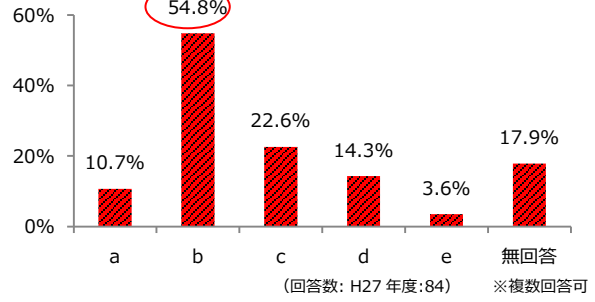
【図表 58：対話を充実させる上での自社の課題（企業）】

- a. 対話に割けるリソースの不足
- b. 投資家とのコンタクトが難しい
- c. 開示できる情報が限られる
- d. 対話を行うスキルの不足
- e. 特段なし
- f. その他（具体的には _____）



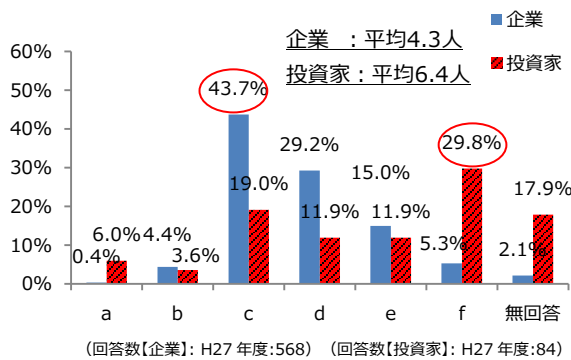
【図表 59：対話を充実させる上での自社の課題（投資家）】

- a. 企業とのコンタクトが難しい
- b. 対話に割けるリソースの不足
- c. 対話を行うスキルの不足
- d. 特段なし
- e. その他（具体的には _____）



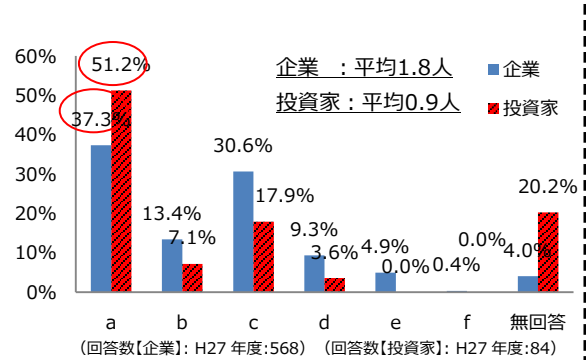
【図表 60：対話に携わる人員（企業・投資家）】

- a. 0人
- b. 1人
- c. 2～3人
- d. 4～5人
- e. 6～10人
- f. 11人以上



【図表 61：対話に専属で携わる人員（企業・投資家）】

- a. 0人
- b. 1人
- c. 2～3人
- d. 4～5人
- e. 6～10人
- f. 11人以上

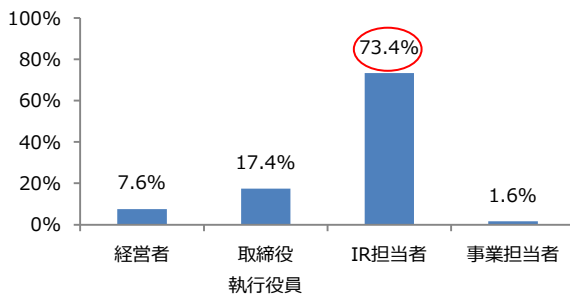


【図表 62：対話の平均実施回数（企業）】

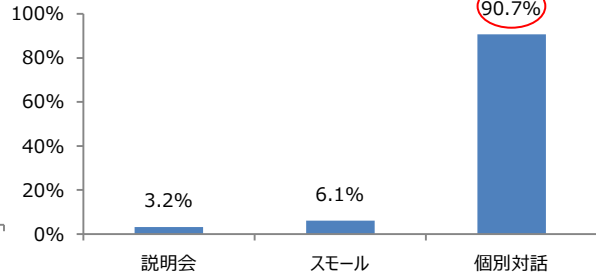
| | a. 経営者 (社長・会長) | b. 取締役・ 執行役員 | c. IR 担当者 | d. 事業部門の 担当者 | 合計 |
|-------|-------------------|-----------------|-----------|-----------------|-------|
| ①説明会 | 2.3 | 1.7 | 1.4 | 0.3 | 5.8 |
| ②スモール | 1.6 | 3.3 | 5.6 | 0.6 | 11.1 |
| ③個別対話 | 9.9 | 26.7 | 126.3 | 2.0 | 164.8 |
| 合計 | 13.8 | 31.7 | 133.3 | 2.9 | 181.7 |

(回答数: H27 年度:549)

<実施主体別 (a~d) 割合>

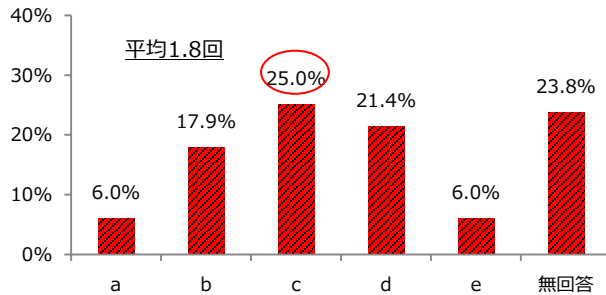


<実施種別 (①~③) 割合>



(回答数: H27 年度:549)

【図表 63：投資先 1 社当たりの対話の実施頻度（投資家）】

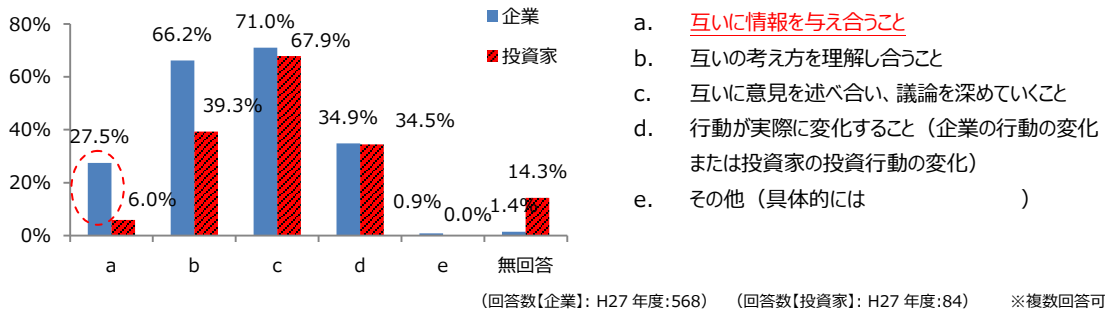


(回答数: H27 年度:84)

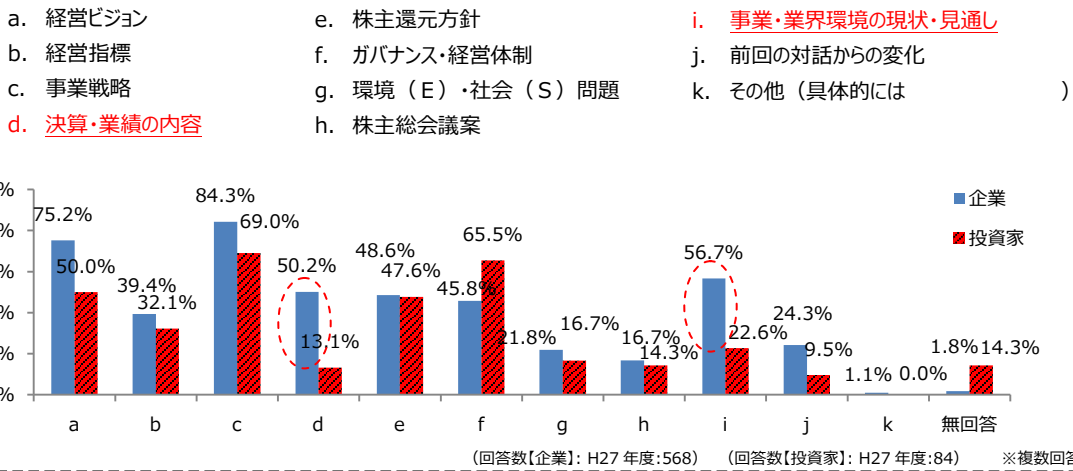
企業・投資家双方が、リソース不足を課題と捉えている中、限られた時間の中で効率的に対話を行っていく上で、ディスクローズの充実が図られることの意義も大きい。

前掲のアンケート結果（【図表 53】【図表 54】）では、建設的な対話のイメージとして、「互いに情報を与え合うこと」に、対話内容として「決算・業績の内容」や「事業・業界環境の現状・見通し」に、それぞれ企業と投資家の認識ギャップが生じている。大半の投資家は“建設的な対話”を意見交換や議論の場として捉えていることから、対話の前提となる決算・業績動向や事業・業界環境の現状に関する情報は、事前に開示されることを望んでいるものと捉えることができる。他のアンケート調査からも、投資家は、対話に当たり企業が注意すべき点を、「対話内容が経営層に届いていない」の次に、「情報開示が不十分」と捉えているほか【図表 55】、日本企業のコーポレート・ガバナンスにおける課題を「経営の透明性向上・情報開示」と捉えていることが示されている【図表 1】。要員の制約がある中で効率的に対話を行っていくためにも、企業には、最適な体制構築と並んで、対話の前提となるディスクローズの充実引き続き取り組んでもらいたい。

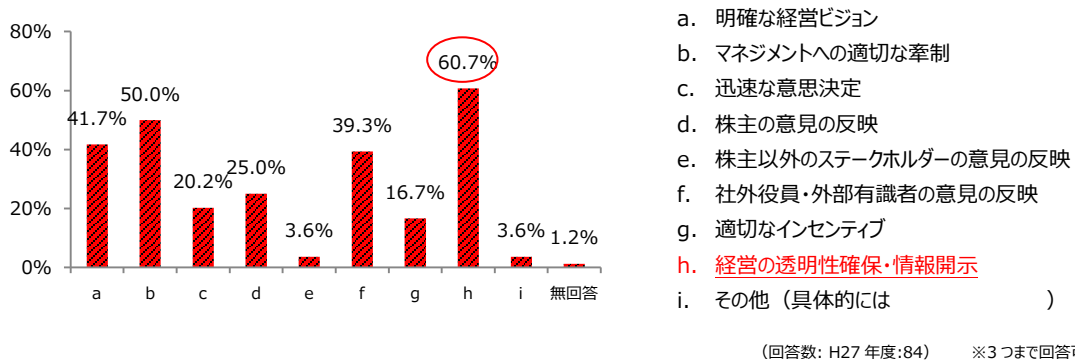
【図表 53（再掲）：建設的な対話のイメージ（企業・投資家）】



【図表 54（再掲）：建設的な対話に相応しい対話内容（企業・投資家）】



【図表 1（再掲）：日本企業のコーポレート・ガバナンス向上における課題（投資家）】



当協会では、このような状況を踏まえ、以下の点を要望したい。

【企業向け⑨】対話内容の取締役会へのフィードバック

【企業向け⑩】対話要員の拡充とディスクロージャの充実

【投資家向け②】中長期的視点での対話推進

第5章 おわりに

当調査では、株式価値向上に向けた取り組みについて、企業と投資家へのアンケート結果に基づき、両者の意識がどのように異なるのか、あるいは両者の意識・行動にどのような変化が見られるのか、といった観点から調査・分析を行い、当協会からの要望事項を取りまとめた。

今年度は、「コーポレート・ガバナンス」「経営目標」「企業と投資家の対話」の3つの観点から、企業向けに10項目、投資家向けに2項目の要望を実施しており、その内容は多岐に亘る。当調査報告書の作成にあたっては、企業の経営者や実務担当者、投資家、各方面の関係者等、少しでも多くの方々の目に触れ、行動の変化に結び付くことを願い作成した。1つ1つの要望事項に当協会の大きな期待を込めているが、内容が広範囲に及ぶことも踏まえ、最後に以下の3点を取り上げ、今年度の調査の総括としたい。

1点目は、投資家は取締役会の実効性向上を期待しているということである。コーポレートガバナンス・コードへの各種対応が一巡してきた中、企業は今後、取締役会評価を通じて、これまでの取り組みを見直し、実効性を高めていくフェーズにある。投資家は、取締役会が投資家の視点を踏まえながら経営戦略を議論する場として機能していくことを期待しており、「経営戦略」「社外取締役」「投資家との対話」の3つが取締役会の実効性向上のために重要な視点であると捉えている。これらは企業との温度差や少なからぬ認識相違が生じている項目であった点を踏まえ、企業に対し「取締役会での経営戦略に関する議論の充実」「社外取締役の拡充」「対話内容の取締役会へのフィードバック」を要望した。

2点目は、成長投資を通じた資本効率向上の必要性である。投資家は、企業が成長投資を通じて競争力を高め、投資家の期待リターンである資本コストを上回る収益性を確保することを期待している。今回の調査からは、資本コストに対する ROE 水準の見方について、企業と投資家の間に依然として大きなギャップが存在することが確認された。企業の資本コストへの認識が十分とは言えない一方、投資家は中長期的に二桁の ROE 水準の達成を期待している。日本企業の内部留保額が過去最高水準にある中、約7割の投資家が手元資金の成長投資への活用を期待していることを踏まえ、企業に対し「資本コストを踏まえた ROE の目標設定と水準向上」「成長投資への手元資金の活用」を要望した。

3点目は、企業と投資家の「建設的な対話」を一層推進する重要性である。企業・投資家の双方が、中長期的な企業価値向上プロセスについて、対話を通じて意見交換し、議論を深めていきたいと認識している。こうした双方が“建設的”と認識する対話を推進していく上で、投資家の担う責任は大きいことから、協会として初めて投資家向けの要望も提言した。短期的視点での対話ではなく、投資家の視点を経営に取り込もうとする意欲を企業に喚起するような、高い視座での対話を実現することを目指して、投資家には「中長期的視点での対話推進」を要望する。また、こうした対話を実現するための環境構築の観点から、企業には「対話要員の拡充とディスクローズの充実」を要望した。

当調査報告書が、企業・投資家の双方にとって、株式価値向上に向けた行動の変化を起こすきっかけとなり、企業の持続的な成長と株式市場全体の活性化の一助となることを切に願う。

以 上