

## 平成 26 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

生命保険協会は、株主・投資家の立場から、株式発行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 41 年間に亘り継続的に調査を行っております。

平成 26 年度は、上場企業 1,074 社、機関投資家 159 社を対象として実施したアンケート調査等をもとに、株式発行企業による株式価値向上に向けた取り組みに関する現状分析を行い、当協会の要望をまとめました。

当調査においては、同じアンケート項目に関して企業と投資家の回答を比較することで両者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企業や投資家の意識・行動にどのような変化が見られるのか、といった視点を中心に分析を行っております。

当協会では、企業と株主のコミュニケーションの充実、ならびに課題意識の共有化が株式価値を向上させ、ひいては株式市場全体の活性化に繋がるものと期待しており、当調査結果を踏まえ、『経営目標の設定・公表、株主還元の一層の充実、コーポレート・ガバナンスの充実』の 3 点を要望致します。

### アンケート実施概要

#### 【企業向けアンケート】

調査対象	: 上場企業 1,074 社 ( ) <small>時価総額上位 1,200 社のうち、実際にアンケートを送付した企業数</small>
アンケート実施期間	: 平成 26 年 10 月 10 日 ~ 11 月 10 日
回答社数	: 589 社
回答率	: 54.8%

#### 【投資家向けアンケート】

調査対象	: 機関投資家 159 社
アンケート実施期間	: 平成 26 年 10 月 10 日 ~ 11 月 10 日
回答社数	: 86 社
回答率	: 54.1%

## 目 次

1 . はじめに.....	1
2 . 経営目標について.....	2
( 1 ) 経営計画の設定・公表.....	2
投資家の意識.....	2
企業の意識.....	3
当協会の要望事項.....	5
( 2 ) 目標とする経営指標について.....	6
投資家の意識.....	6
企業の意識.....	7
日米の ROE の比較.....	9
当協会の要望事項.....	10
( 3 ) 資本政策について.....	11
投資家の意識.....	11
企業の意識.....	13
企業の内部留保と増資額の推移.....	14
当協会の要望事項.....	14
( 4 ) 投資について.....	15
投資家の意識.....	15
企業の意識.....	16
当協会の要望事項.....	17
3 . 株主還元について.....	19
( 1 ) 株主還元方針の設定・公表.....	19
投資家の意識.....	19
企業の意識.....	20
株主還元方針の公表状況.....	21
当協会の要望事項.....	21
( 2 ) 配当還元について.....	22
投資家の意識.....	22
配当実施状況.....	24
当協会の要望事項.....	25
( 3 ) 自己株式取得について.....	25
投資家の意識.....	25
企業の意識.....	26
自己株式取得状況.....	27

当協会の要望事項.....	27
<b>4 . コーポレート・ガバナンスについて.....</b>	<b>28</b>
<b>( 1 ) 企業と投資家の対話について.....</b>	<b>28</b>
投資家の意識.....	28
企業の意識.....	30
当協会の要望事項.....	32
<b>( 2 ) 株主総会での議決権行使について.....</b>	<b>33</b>
投資家の意識.....	33
企業の意識.....	34
当協会の要望事項.....	36
<b>おわりに.....</b>	<b>37</b>

## 【アンケート回答協力企業名一覧】(証券コード順に記載)

マルハニチロ、ミサワホーム、大林組、鹿島建設、不動テトラ、西松建設、熊谷組、三井ホーム、パナホーム、積水ハウス、ユアテック、中電工、協和エクシオ、日本工営、日揮、高砂熱学工業、アコーディア・ゴルフ、コシダカホールディングス、カルビー、ヤクルト本社、伊藤ハム、カカココム、ツクイ、博報堂D Y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、麒麟ホールディングス、宝ホールディングス、ダイドードリンコ、伊藤園、日清オイリオグループ、アスクル、くらコーポレーション、エディオン、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、カゴメ、ニチレイ、フジッコ、ゲンゼ、ジェイアイエヌ、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、トヨタ紡織、丸善C H Iホールディングス、野村不動産ホールディングス、東レ、三菱総合研究所、日本製紙、レンゴー、ザ・バック、昭和電工、住友精化、日産化学工業、クレハ、トクヤマ、東亜合成、ダイソー、電気化学工業、信越化学工業、堺化学工業、四国化成工業、カネカ、三菱瓦斯化学、三井化学、J S R、東京応化工業、ダイセル、積水化学工業、日本ゼオン、日本化薬、花王、三洋化成工業、武田薬品工業、アステラス製薬、大日本住友製薬、塩野義製薬、田辺三菱製薬、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、太陽ホールディングス、サカタインクス、オリエンタルランド、ヤフー、もしもしホットライン、伊藤忠テクノソリューションズ、楽天、ウェザーニューズ、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、J Xホールディングス、住友ゴム工業、日本特殊陶業、新日鐵住金、神戸製鋼所、東洋鋼鋳、日立金属、三菱マテリアル、住友金属鉱山、東邦チタニウム、タツタ電線、L I X I Lグループ、リンナイ、東プレ、三浦工業、フリークアウト、アマダ、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、日立建機、東洋エンジニアリング、月島機械、新興プランテック、ダイフク、タダノ、平和、理想科学工業、アマノ、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、イーグル工業、日立製作所、東芝、三菱電機、安川電機、デンヨー、マキタ、マブチモーター、日本電産、ダイヘン、田淵電機、オムロン、日東工業、I D E C、日本電気、富士通、沖電気工業、サンケン電気、ワコム、ジャパニディスペイ、日本無線、パナソニック、シャープ、アンリツ、ソニー、アルプス電気、パイオニア、日本トリム、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、太陽誘電、日本ケミコン、三井造船、日立造船、名村造船所、全国保証、足利ホールディングス、マツダ、スズキ、ヤマハ発動機、ヨロズ、良品計画、アズワン、ドンキホーテホールディングス、西松屋チェーン、ハイデイ日高、オリンパス、S C R E E Nホールディングス、HOY A、リコー、シチズンホールディングス、アートネイチャー、ダンロップスポーツ、エイベックス・グループ・ホールディングス、トッパン・フォームズ、大建工業、凸版印刷、日本写真印刷、アシックス、ヤマハ、ピジョン、リンテック、イトーキ、岡村製作所、伊藤忠商事、丸紅、長瀬産業、兼松、美津濃、三井物産、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、菱洋エレクトロ、阪和興業、ニプロ、ユニ・チャーム、ワキタ、サンリオ、千趣会、上新電機、ロイヤルホールディングス、リンガーハット、パルコ、アクシアル リテイリング、ユニグループ・ホールディングス、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、常陽銀行、群馬銀行、筑波銀行、八十二銀行、大垣共立銀行、京都銀行、広島銀行、阿波銀行、沖縄銀行、セブン銀行、みずほフィナンシャルグループ、興銀リース、日本証券金融、名古屋銀行、栃木銀行、リコーリース、オリックス、三菱U F Jリース、ジャフコ、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、カブドットコム証券、ソニーフィナンシャルホールディングス、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、レオパレス 2 1、イオンモール、東京急行電鉄、京浜急行電鉄、西武ホールディングス、阪急阪神ホールディングス、名古屋鉄道、山九、丸全昭和運輸、セイノーホールディングス、日本郵船、商船三井、川崎汽船、ANAホールディングス、沖縄セルラー電話、NTTドコモ、東京電力、東北電力、九州電力、沖縄電力、電源開発、東京瓦斯、大阪瓦斯、西部瓦斯、エヌ・ティ・ティ・データ、カブコン、KNT - C Tホールディングス、トーカイ、セコム、ベネッセホールディングス、ニチイ学館、ダイセキ、トラスコ中山、オートバックスセブン、ニトリホールディングス、吉野家ホールディングス、因幡電機産業、プレナス、ミニストップ、スズケン(以上 313 社)

その他協力企業 276 社

## 1. はじめに

当協会ではこれまで、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、株式価値向上に向けた取り組みについての調査を継続的に実施してきた。

当協会では平成 26 年度も、経営目標や株主還元に対する意識、コーポレート・ガバナンス向上のための取り組み等について、企業・投資家双方へのアンケート調査を実施した。企業と投資家の回答を比較すると共に、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し、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、といった観点からアンケート結果等について調査・分析を行った。

近年、我が国の対話を取り巻く環境は大きく変化している。平成 26 年 2 月に『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』（以下、「スチュワードシップ・コード」という）が策定され、多くの投資家により受け入れが表明されている。また、平成 27 年 3 月には、企業に対してコーポレート・ガバナンスに関する適切な規律を求めるものとして「コーポレートガバナンス・コード」が策定された。両コードにおいては、建設的な対話を行うことが、企業の持続的な成長や企業価値の向上を促す上で有用であるとの共通認識が示されており、企業と投資家の対話の一層の活性化が望まれる。

アンケート結果からは、企業・投資家双方が対話充実に向けて従来以上に高い意欲を示していることが確認された一方、対話を充実させる上での課題等、複数の調査項目において、企業と投資家の間に依然として認識の隔たりが見られた。企業と投資家の対話の一層の活性化を通じて、認識ギャップが解消されると共に、企業価値向上に向けた企業の取り組みが促されることで、中長期的な株式価値向上に繋がることを期待したい。

### < 今年度（平成 26 年度）の要望事項 >

#### 【要望 1】経営目標の設定・公表

- 中期経営計画の策定・公表と説明の充実
- ROE の目標設定と水準の継続的な向上
- 適切な資本政策及び手元資金の活用と説明の充実
- 株式価値向上に繋がる戦略的な投資の推進と説明の充実

#### 【要望 2】株主還元の一層の充実

- 株主還元方針の設定・公表及び内部留保や投資の必要性等を含めた説明の充実
- 中長期の平準的な水準として、配当性向 30%以上の配当還元の実施
- 積極的な自己株式取得の推進

#### 【要望 3】コーポレート・ガバナンスの充実

- 株主・投資家との対話の一層の充実と対話の前提となるディスクロージャの充実
- 株主総会議案の説明充実と議決権行使のための環境改善

## 2. 経営目標について

### 【要望 1】 経営目標の設定・公表

中期経営計画の策定・公表と説明の充実

ROE の目標設定と水準の継続的な向上

適切な資本政策及び手元資金の活用と説明の充実

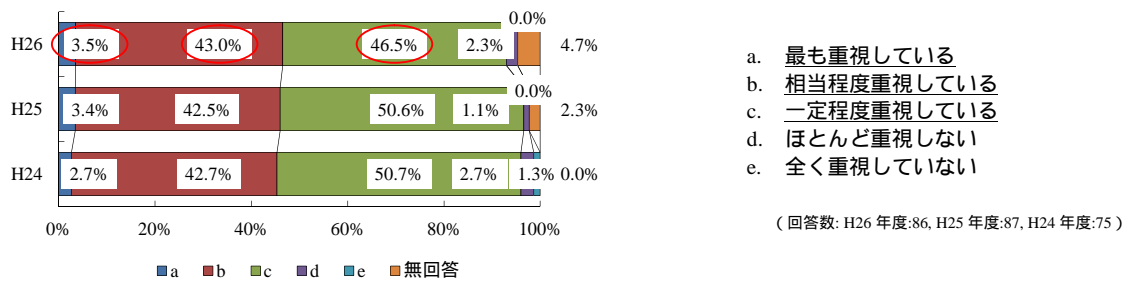
株式価値向上に繋がる戦略的な投資の推進と説明の充実

### (1) 経営計画の設定・公表

#### 投資家の意識

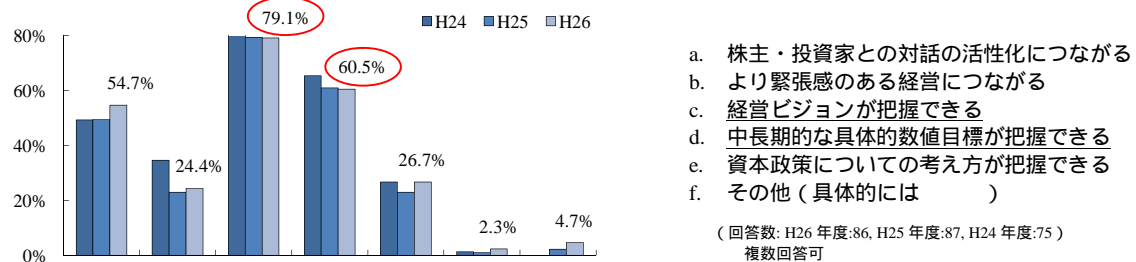
株式投資に際して企業の中期経営計画を投資判断材料として「最も重視している」(3.5%)、「相当程度重視している」(43.0%)あるいは「一定程度重視している」(46.5%)と回答した投資家は 93.0%に上り、投資家は企業の中期経営計画を重要な投資判断の材料としている【図表 1】。

【図表 1：株式投資における中期経営計画の重要度（投資家）】



中期経営計画を公表することのメリットとしては、「経営ビジョンが把握できる」と回答した投資家が 79.1%と最も多く、「中長期的な具体的数値目標が把握できる」が 60.5%と続いた【図表 2】。

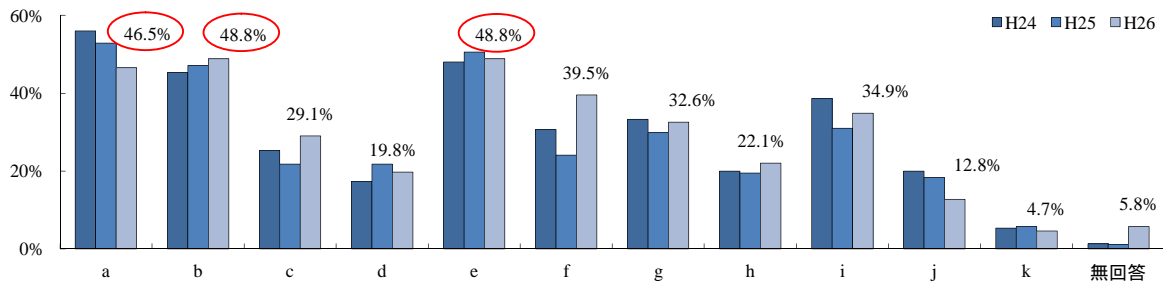
【図表 2：中期経営計画を公表することのメリット（投資家）】



中期経営計画の内容充実に向けて企業が改善すべきものとしては、「具体的な数値目標の設定」及び「事業環境や見通しに関する分析結果の説明」と回答した投資家が 48.8%と最も多く、「長期的な経営ビジョン・スタンスの説明」(46.5%)が続いた【図表 3】。

【図表 3：中期経営計画の内容充実に向けて企業が改善すべきもの（投資家）】

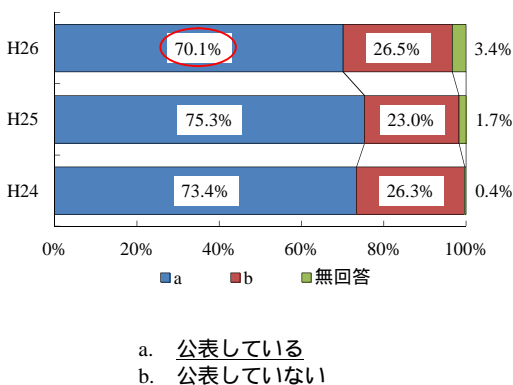
- a. 長期的な経営ビジョン・スタンスの説明
  - b. 具体的な数値目標の設定
  - c. 達成確度の高い現実的な目標設定
  - d. 計画達成に向けた組織・グループ体制の説明
  - e. 事業環境や見通しに関する分析結果の説明
  - f. 株主還元方針の説明
  - g. 資金使途（設備投資、研究開発等）の説明
  - h. 財務方針の説明（自己資本比率等）
  - i. 計画の途上評価と見直しの実施（計画のローリング）
  - j. 計画期間内での段階的な目標設定
  - k. その他（具体的には ）
- ( 回答数: H26 年度: 86, H25 年度: 87, H24 年度: 75 ) 複数回答可



企業の意識

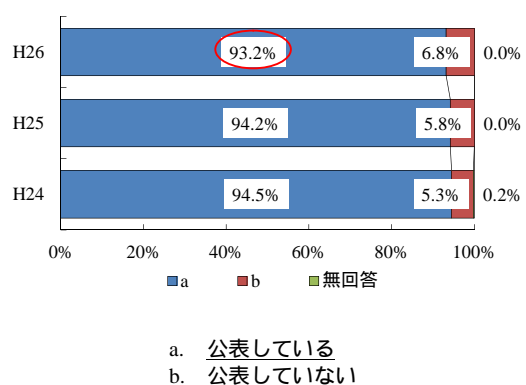
アンケート調査によれば、中期経営計画を公表している企業は全体の 70.1%、そのうち数値目標の設定・公表も行っている企業は 93.2%となり、数値目標を伴った中期経営計画を公表している企業は全体の 6 割強に達している【図表 4、5】。中期経営計画において数値目標を設定・公表することは企業へ一定程度浸透しつつある。

【図表 4：中期経営計画の公表状況（企業）】



( 回答数: H26 年度:589, H25 年度:575, H24 年度:571 )

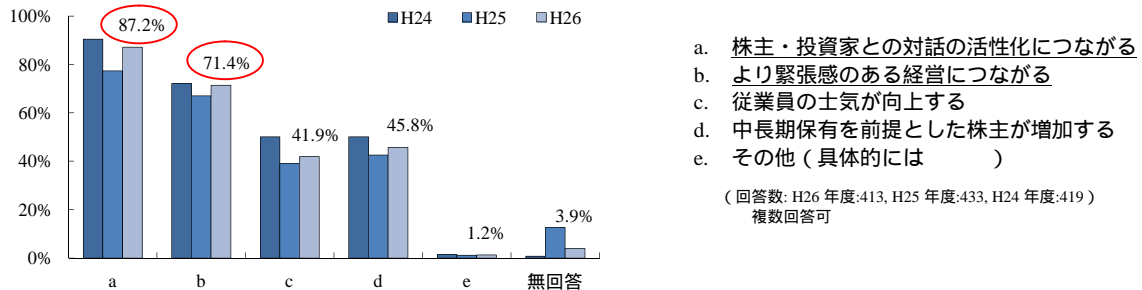
【図表 5：中期経営計画における数値目標の公表状況(企業)】



( 回答数: H26 年度:413, H25 年度:433, H24 年度:419 )

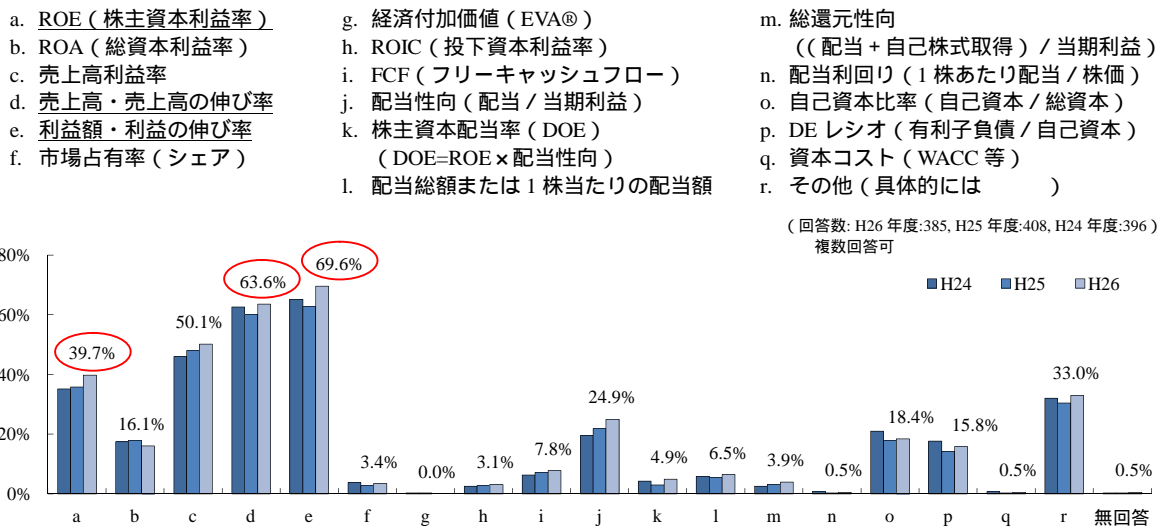
中期経営計画を公表している企業のうち、中期経営計画を公表することのメリットとしては、「株主・投資家との対話の活性化につながる」との回答が 87.2%と最も多く、「より緊張感のある経営につながる」(71.4%)が続いた【図表 6】。

【図表 6：中期経営計画を公表することのメリット（企業）】



企業が中期経営計画において公表している具体的な指標としては、「利益額・利益の伸び率」(69.6%)や「売上高・売上高の伸び率」(63.6%)が多く、投資家が経営目標として最も重視している「ROE」は 39.7%にとどまった【図表 7】。

【図表 7：中期経営計画において公表している経営指標（企業）】



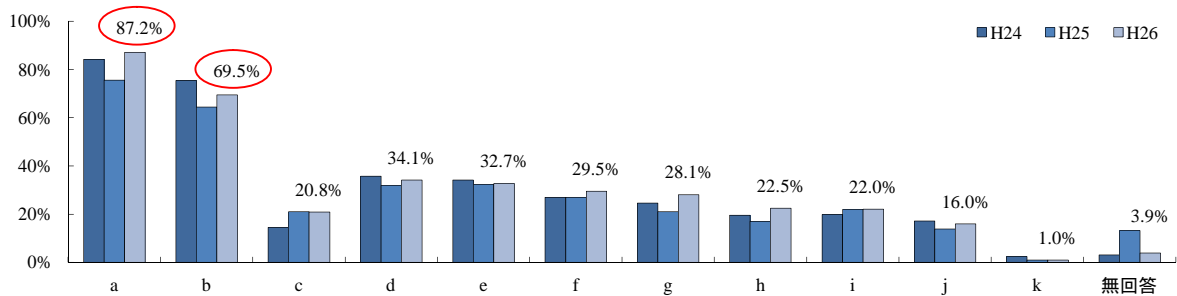


中期経営計画の内容充実に向けて企業が重視しているものとしては、「長期的な経営ビジョン・スタンスの説明」との回答が 87.2%と最も多く、「具体的な数値目標の設定」(69.5%)が続いた【図表 8】。

【図表 8：中期経営計画の内容充実に向けて重視しているもの（企業）】

- |                         |                             |
|-------------------------|-----------------------------|
| a. 長期的な経営ビジョン・スタンスの説明   | g. 資金使途（設備投資、研究開発等）の説明      |
| b. 具体的な数値目標の設定          | h. 財務方針の説明（自己資本比率等）         |
| c. 達成確度の高い現実的な目標設定      | i. 計画の途上評価と見直しの実施（計画のローリング） |
| d. 計画達成に向けた組織・グループ体制の説明 | j. 計画期間内での段階的な目標設定          |
| e. 事業環境や見通しに関する分析結果の説明  | k. その他（具体的には）               |
| f. 株主還元方針の説明            |                             |

（回答数：H26 年度：413、H25 年度：433、H24 年度：419） 複数回答可



#### 当協会の要望事項

企業には、持続的な成長に向けたロードマップである中期経営計画を策定した上で、経営を行っていくことが求められるが、その際には、策定した計画を対外的に示し、これに基づき株主・投資家との双方の建設的な対話を通じて課題意識の共有化を図ることで、株式価値向上に向けたより良い経営を実現することが望ましい。

投資家は、企業の経営ビジョンを把握できること等から企業の中期経営計画を重要な投資判断の材料と捉えており、企業も「株主・投資家との対話の活性化につながる」ことをメリットとして感じているため、中期経営計画の公表は中長期の視点から投資家と企業の相互理解を促すものであると言える。

アンケート調査によれば、企業の約 7 割が中期経営計画を公表しており、計画を公表することは企業へ一定程度浸透しつつある。中期経営計画を公表していない 2 割強の企業については、今後積極的に公表していくことを期待したい。また、企業は中期経営計画の内容充実に向けて数値目標の設定を重視しており、投資家にとっても、企業が中期経営計画において設定した具体的な数値目標を把握できることは、中期経営計画を公表することのメリットとして評価されている。

一方で、中期経営計画の 9 割以上が数値目標を伴うものの、ROE や配当性向等の投資家が重視している項目の公表状況は十分でなく、半数近い投資家は中期経営計画の内容充実に向けて数値目標の設定に改善が必要であると考えている。企業には、投資家との対話活性化に向けて、投資家の重視する数値目標を意識した中期経営計画を策定・公表することを期待したい。

また、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が、多くの投資家は当該項目の説明について改善すべきと考えているほか、「事業環境や見通しに関する分析結果の説明」の充実等も求めている。投資家が中長期の経営の方向性に対する理解を深めるためには、その前提となる事業環境や見通しについての情報も重要であるため、企業には、経営環境や先行きに関する説明の充実を図ること等により、中長期の経営の方向性についてより丁寧

に説明をすることが望まれる。

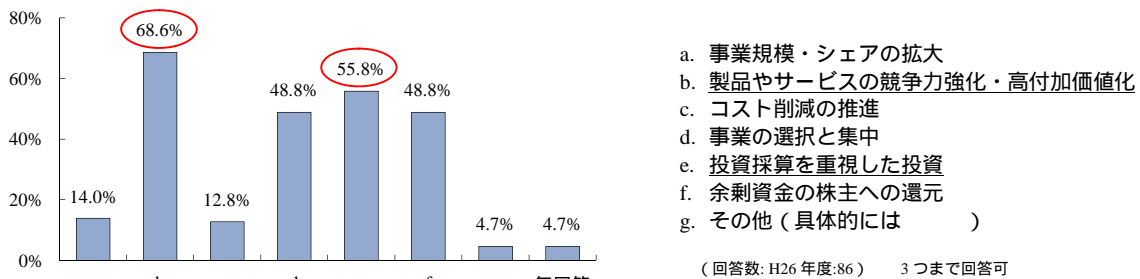
**当協会では、このような状況を踏まえ、企業に対し、ROE・株主還元目標等の投資家が重視する数値目標を含む中期経営計画の策定・公表及び説明の充実を要望したい。**

**(2) 目標とする経営指標について**

投資家の意識

中長期的な株式価値向上に向けて企業が重点的に取り組むべきものとしては、「製品やサービスの競争力強化・高付加価値化」との回答が 68.6%と最も多く、「投資採算を重視した投資」(55.8%)が続いた【図表 9】。

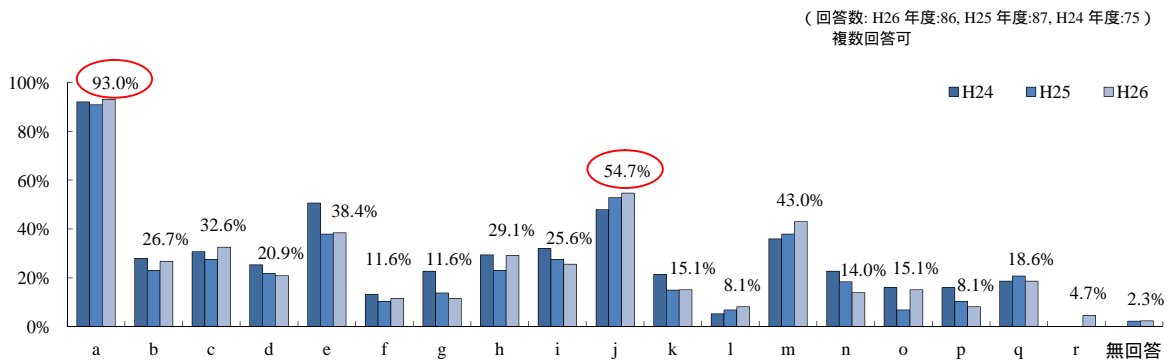
【図表 9：中長期的な株式価値向上に向けて企業が重点的に取り組むべきこと（投資家）】



また、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は「ROE」との回答が 93.0%と最も多く、「配当性向」(54.7%)が続いた【図表 10】。

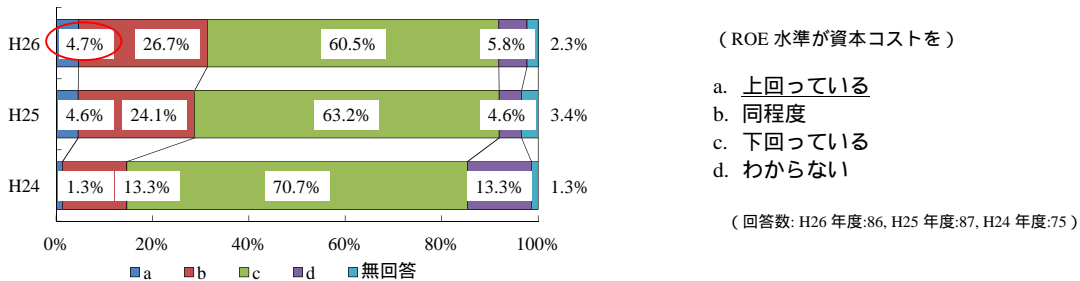
【図表 10：株式価値向上に向け企業が重視することが望ましい経営指標（投資家）】

- 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株あたり配当/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）



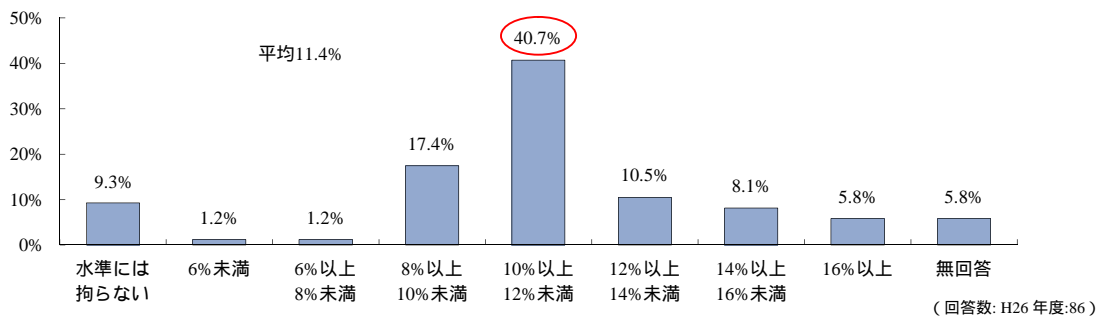
ROE は、企業が株主から調達した資金に対してどの程度効率的に利益を上げられたかを示すものであるため、株主の要求収益率である資本コストと比較され得る。日本企業の ROE 水準について資本コストを「上回っている」と回答した投資家は 4.7%にとどまる【図表 11】。

【図表 11：資本コストに対する ROE 水準の見方（投資家）】



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 40.7%と最も多く、「8%以上 10%未満」(17.4%)が続き、平均値は 11.4%となった【図表 12】。

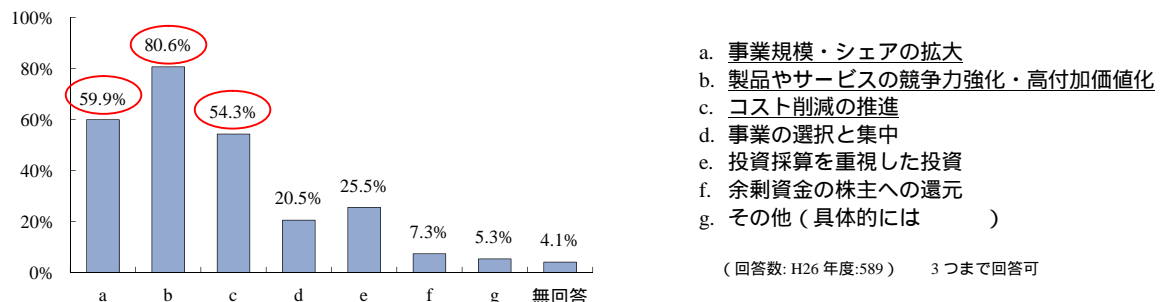
【図表 12：中長期的に望ましい ROE 水準（投資家）】



企業の意識

企業は、中期的な株式価値向上に向けて、「製品やサービスの競争力強化・高付加価値化」(80.6%)や「事業規模・シェア拡大」(59.9%)、「コスト削減の推進」(54.3%)に重点的に取り組んでいる【図表 13】。

【図表 13：中長期的な株式価値向上に向けて重点的に取り組んでいること（企業）】

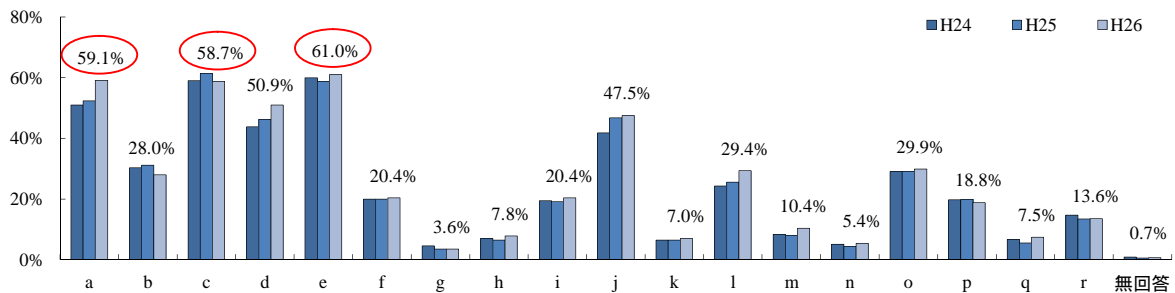


また、企業が経営目標として重視している指標としては、「利益額・利益の伸び率」との回答が 61.0%と最も多く、「ROE」(59.1%)、「売上高利益率」(58.7%)が続いた【図表 14】。

【図表 14：株式価値向上に向け経営目標として重視している指標（企業）】

- 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株あたり配当/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）

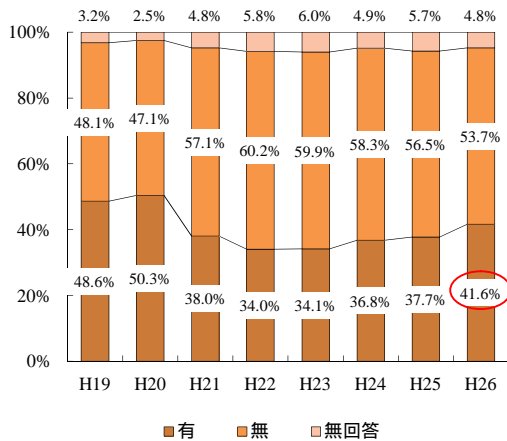
（回答数：H26 年度:589, H25 年度:575, H24 年度:571）  
複数回答可



投資家が重視する ROE の目標値を持つ企業は、41.6%と昨年度からは若干増加したものの、目標値を設定していない企業は過半に上る【図表 15】。

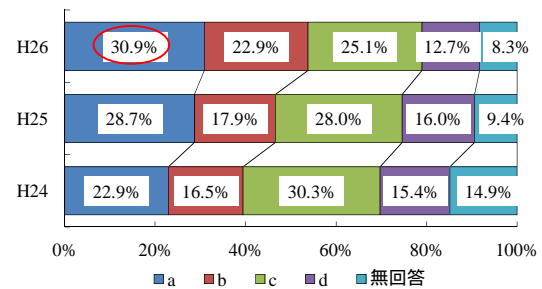
自社の ROE 水準が資本コストを「上回っている」と回答した企業は 30.9%にとどまり、企業も投資家同様に自社の ROE 水準に対して、課題意識を持っていることが窺える【図表 16】。

【図表 15：ROE 目標の設定状況（企業）】



（回答数：H26 年度:589, H25 年度:575, H24 年度:571, H23 年度:613, H22 年度:658, H21 年度:644, H20 年度:630, H19 年度:590）

【図表 16：資本コストに対する ROE 水準の見方（企業）】

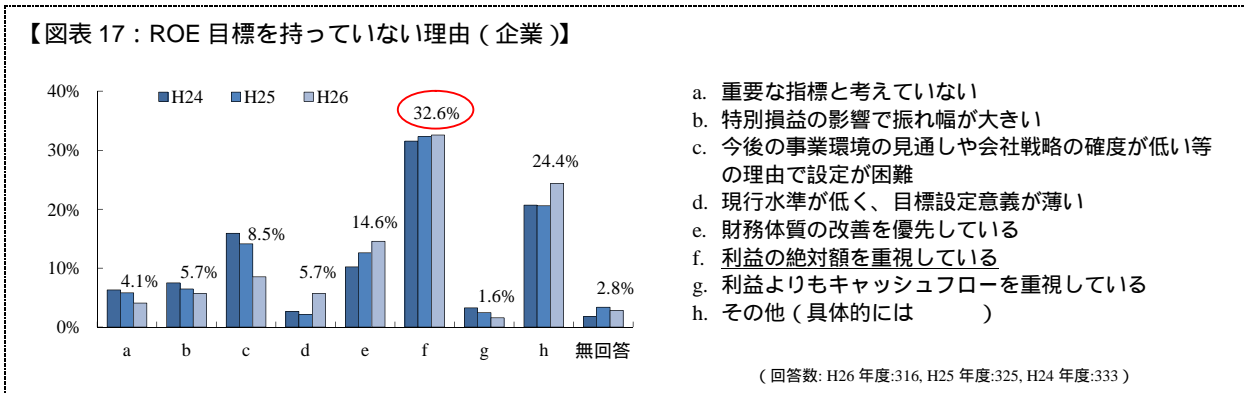


（ROE 水準が資本コストを）

- a. 上回っている
- b. 同程度
- c. 下回っている
- d. 資本コストを把握していない

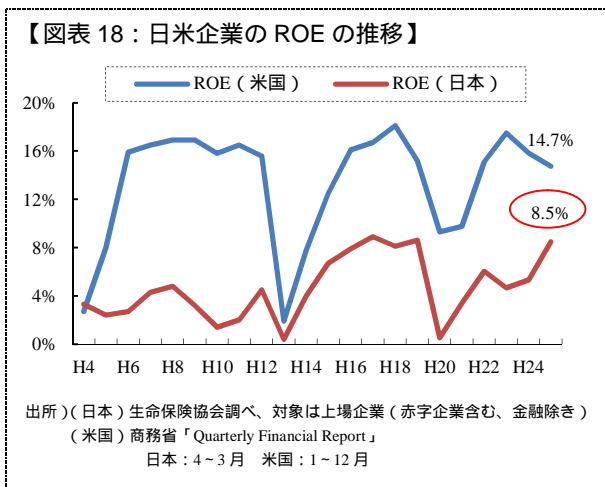
（回答数：H26 年度:589, H25 年度:575, H24 年度:571）

一方、ROE の目標値を持っていない企業のうち、ROE の目標値を持っていない理由としては、「利益の絶対額を重視している」との回答が 32.6%と最も多かった【図表 17】。



日米の ROE の比較

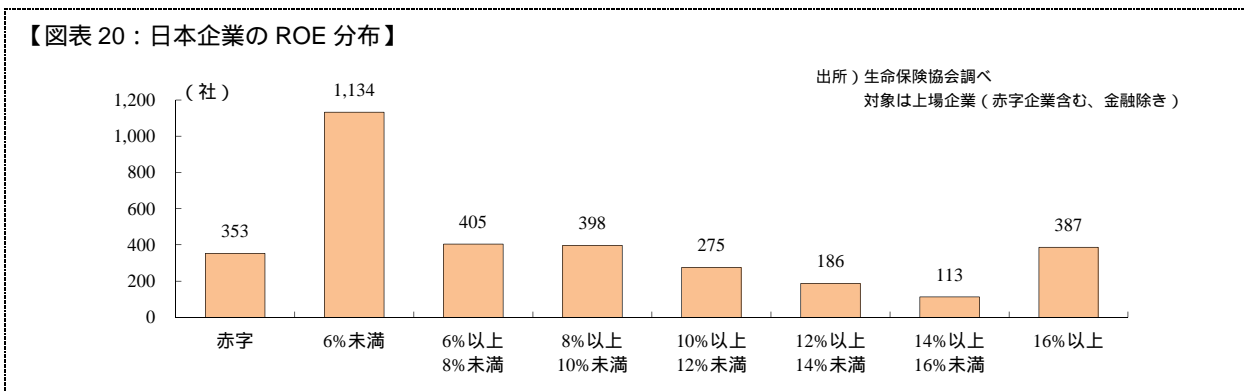
投資家が特に重視する ROE 水準について、平成 25 年度の日本企業の平均値は 8.5%と前年度の 5.3%を上回ったが、個別企業の ROE 水準にはばらつきが見られた。また日米の ROE はその水準に大きな差異がある【図表 18、20】。ROE は、「ROA（総資産利益率）」と「財務レバレッジ」に分解することができ、「ROA」は更に「売上高純利益率」と「総資産回転率」に分解することができるが、日米の ROE をこれらの項目に分解した結果、日本企業は米国企業と比較して「売上高純利益率」が低い状況にあることが見て取れる【図表 19】。



【図表 19：日米企業の ROE の比較】

	日本	米国
ROE	8.5%	14.7%
ROA	3.2%	6.6%
売上高純利益率	3.4%	8.5%
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



### 当協会の要望事項

企業には、株主から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。

投資家は、企業が株主資本をいかに効率的に活用しているかに注目しており、9割以上が経営指標の中で ROE を特に重視している。一方、「利益の絶対額を重視している」等の理由から ROE の目標値を設定していない企業は約半数に上り、資本効率の向上を望む投資家の考えと企業のスタンスの間には乖離が見られる。

足元の日本企業の ROE 水準は、企業業績の改善に伴い大きく上昇した。しかしながら、日本企業の ROE 水準が資本コストを「上回っている」との回答は企業・投資家共に少なく、ROE が資本コストを下回っているとの課題意識を持っていることが窺えるほか、投資家の多く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。

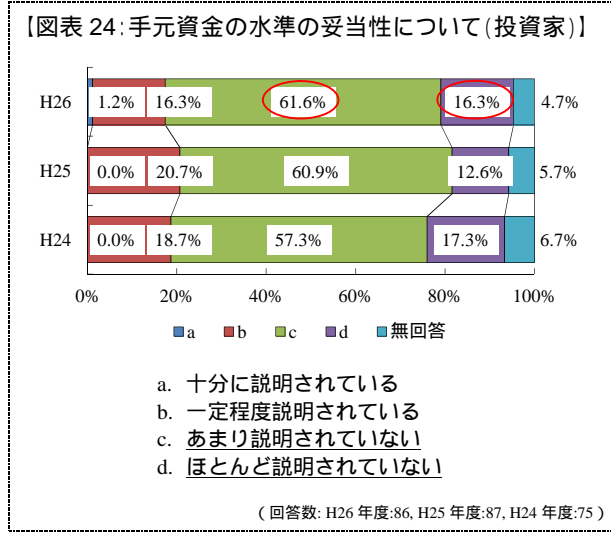
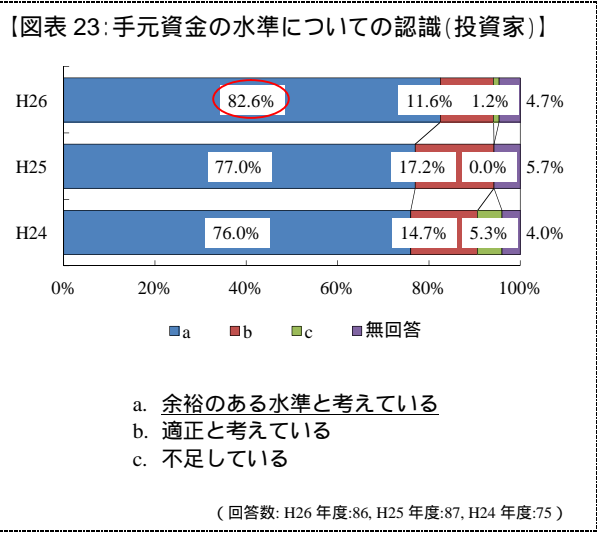
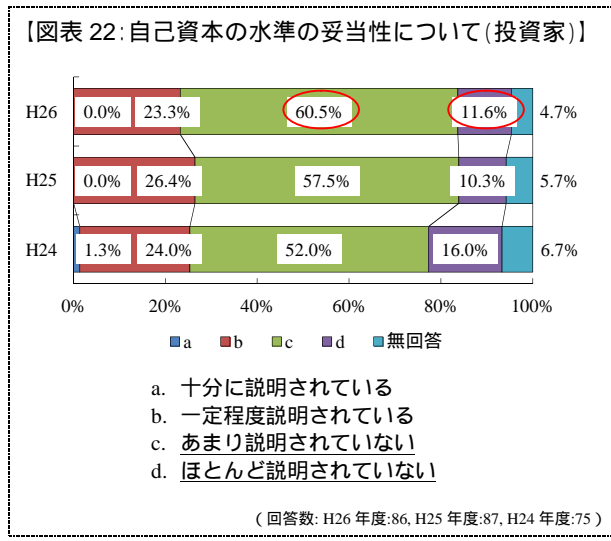
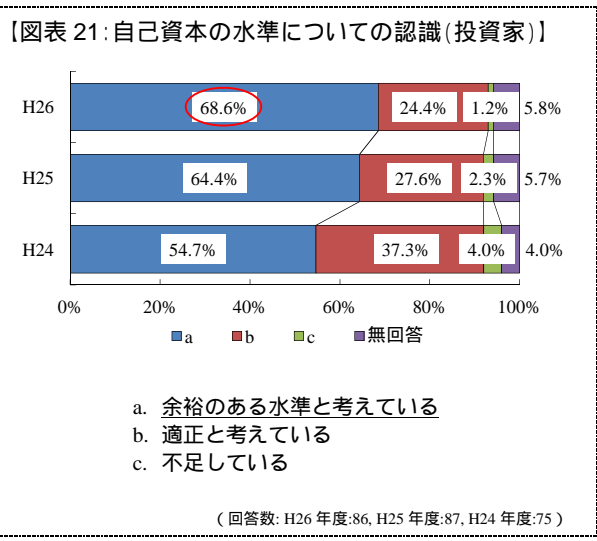
これまで相対的に ROE が低水準で推移してきた日本企業が、資本市場において国際的に高い評価を受け、国内外から更なる投資資金を呼び込む上で、ROE を高めることの重要性は高い。ROE が低水準にとどまる企業には、売上・利益の絶対額に過度にとらわれることなく、資本コストを上回る ROE 水準を目指して収益性を高めると共に、中長期的に投資家の望む水準の達成に向け ROE を継続的に向上させていくことを期待したい。

**当協会では、このような状況を踏まえ、ROE 目標の設定・公表と収益性への意識を高めた経営の実践による ROE 水準の継続的な向上を要望したい。**

### (3) 資本政策について

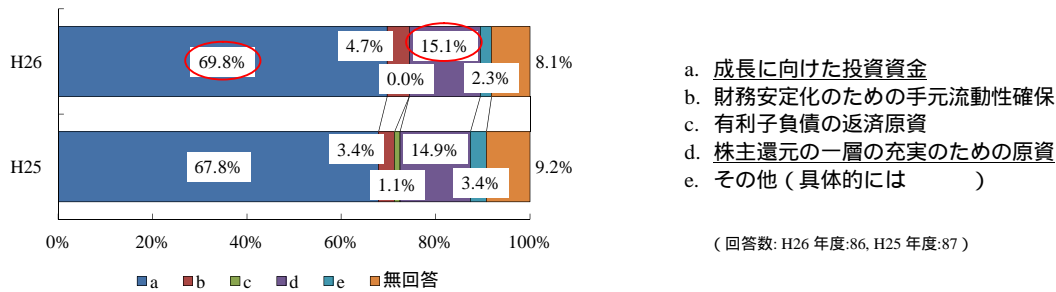
#### 投資家の意識

企業の自己資本の水準について、68.6%の投資家が「余裕のある水準と考えている」と回答しており、水準の妥当性に関して「あまり説明されていない」(60.5%)あるいは「ほとんど説明されていない」(11.6%)との回答は72.1%と大きく増加した【図表 21、22】。また、企業の手元資金の水準についても、82.6%の投資家が「余裕のある水準と考えている」と回答しており、水準の妥当性に関して「あまり説明されていない」(61.6%)あるいは「ほとんど説明されていない」(16.3%)との回答は77.9%に達した【図表 23、24】。投資家は企業が自己資本・手元資金を余剰に抱えているとの考えを強めており、企業側からの説明も不十分であると感じている。



企業の手元資金の使途として望ましいものとしては、「成長に向けた投資資金」との回答が 69.8%と最も多く、「株主還元の一層の充実のための原資」( 15.1% )が続いた【図表 25】。

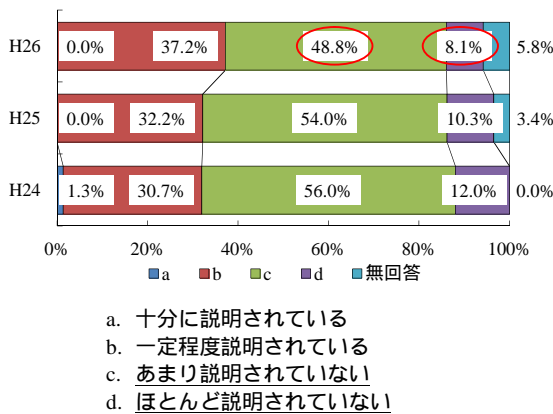
【図表 25：企業の手元資金の使途として望ましいもの（投資家）】



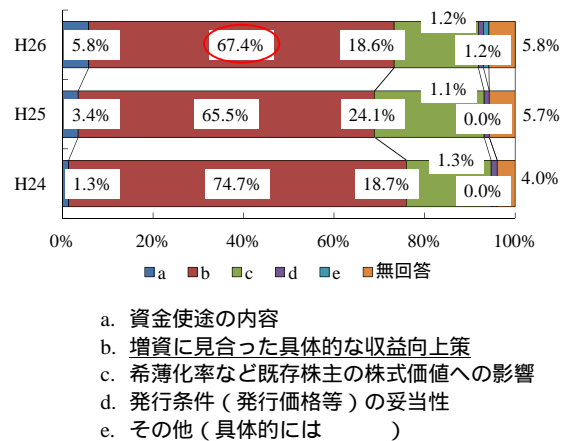
企業の増資の必要性については、企業から「十分に説明されている」と回答した投資家はなく、「あまり説明されていない」( 48.8% )あるいは「ほとんど説明されていない」( 8.1% )と回答した投資家が 56.9%に上り、企業の説明に不足があると感じている【図表 26】。

増資を実施する際の企業側の説明について、最も不足があると感じる点として「増資に見合った具体的な収益向上策」を挙げる投資家が 67.4%と最も多くなっており、増資により調達した資金がどのような形で将来的な企業価値向上に繋がるかについて企業の説明が十分ではないと投資家は考えている【図表 27】。

【図表 26：増資に関する企業の説明（投資家）】



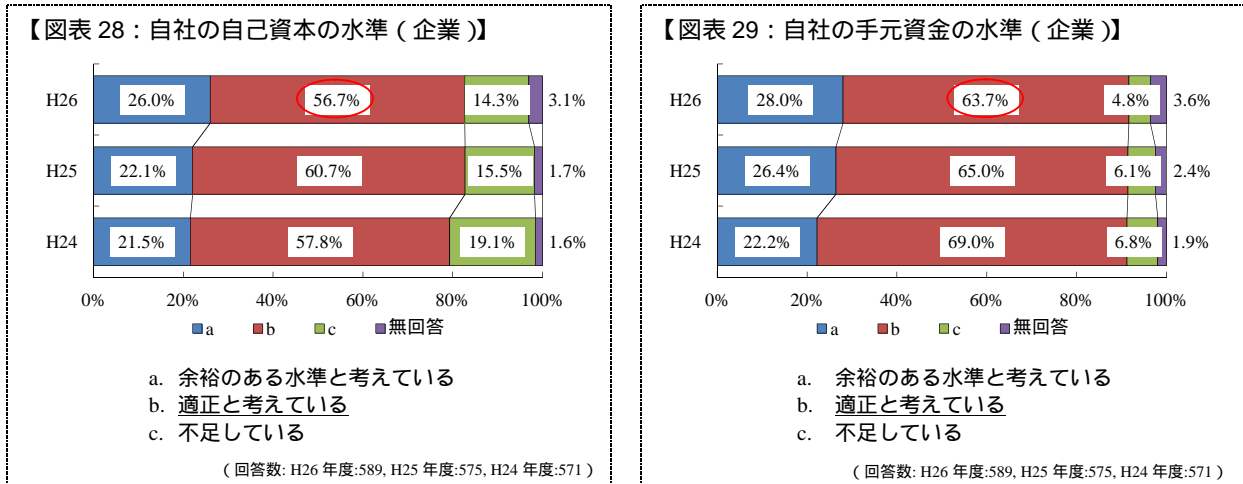
【図表 27：企業の説明に不足がある部分（投資家）】



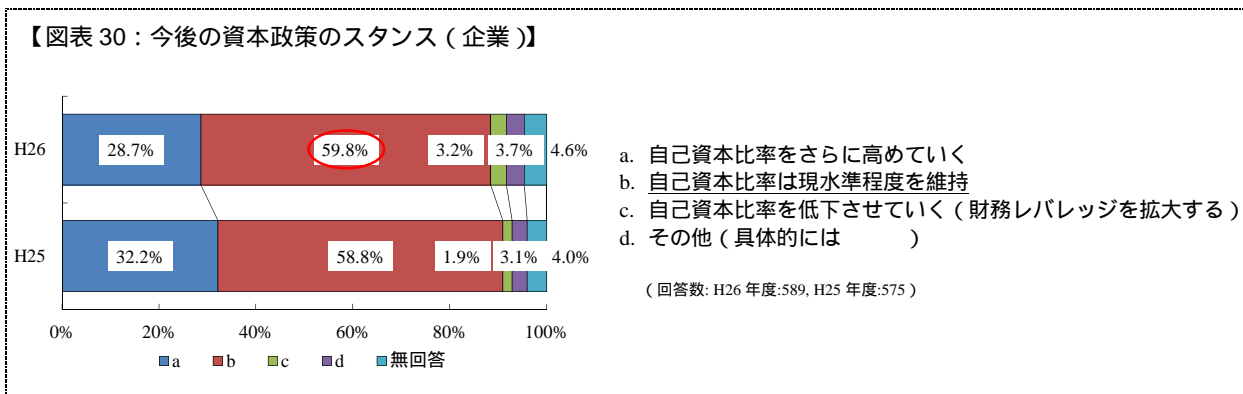


企業の意識

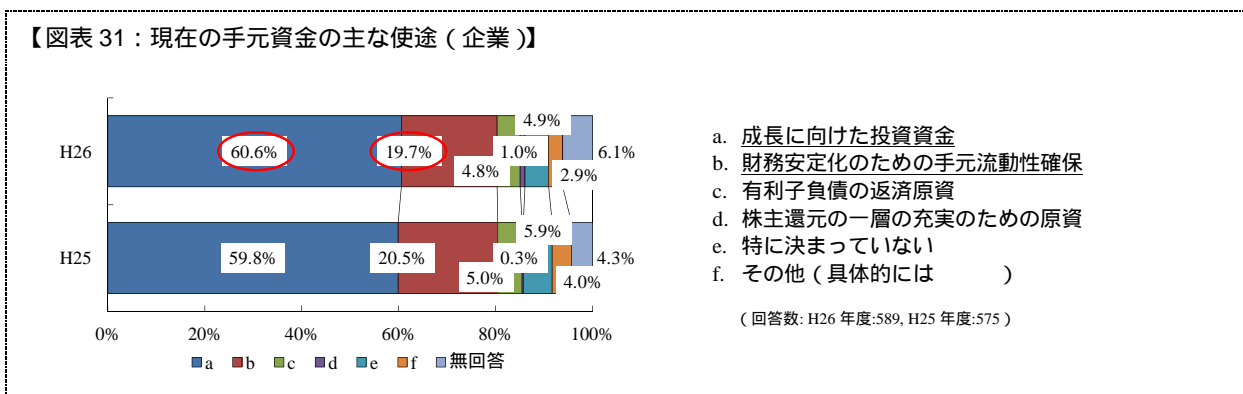
自社の自己資本の水準については、56.7%の企業が「適正と考えている」と回答した【図表 28】。また、自社の手元資金についても 63.7%の企業が「適正と考えている」と回答しており、投資家の認識との間に相違が見られた【図表 29】。



今後の資本政策のスタンスとしては、59.8%の企業が「自己資本比率は現水準程度を維持」と回答した【図表 30】。

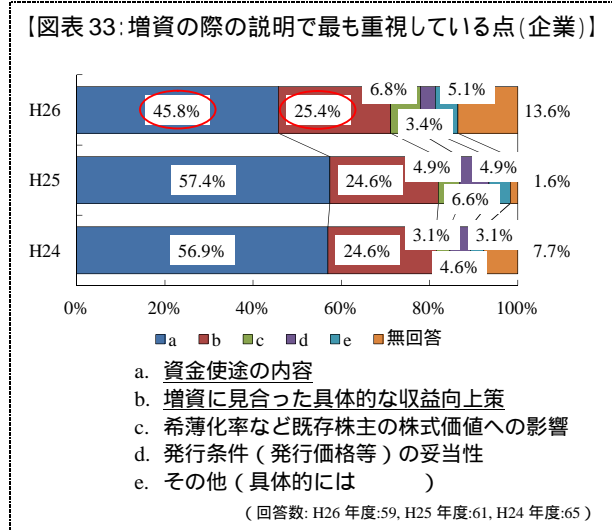
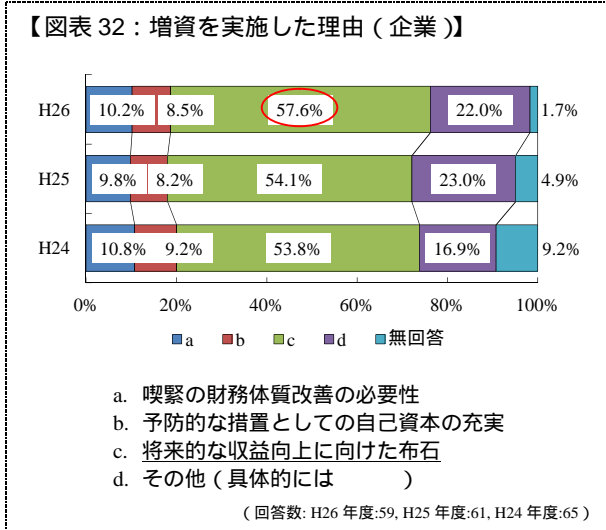


手元資金の主な用途としては、「成長に向けた投資資金」との回答が 60.6%と最も多く、「財務安定化のための手元流動性確保」( 19.7% ) が続いた【図表 31】。



企業が増資を実施した理由としては、「将来的な収益向上に向けた布石」との回答が 57.6%と最も多い【図表 32】。

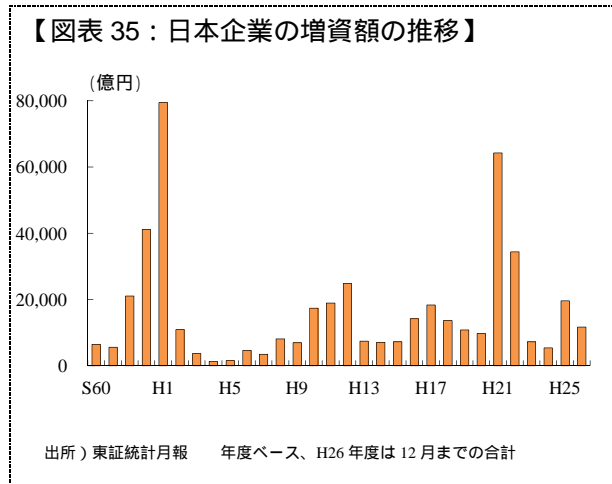
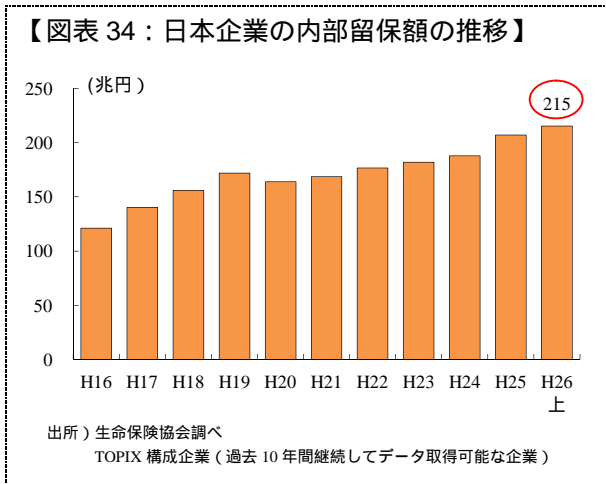
増資の際の説明において、企業が最も重視している点としては、「資金使途の内容」が 45.8%と最も多く、「増資に見合った具体的な収益向上策」( 25.4% ) が続いた【図表 33】。



### 企業の内部留保と増資額の推移

日本企業の内部留保は、リーマン・ショック前の水準を上回って過去最高水準で推移しており、資本政策に関する企業の説明がより一層求められる状況にある【図表 34】。

また、日本企業の増資額は減少しているものの、今年度も一定の規模で実施されていることから、企業が増資を実施するにあたっては、その理由を投資家に対して十分に説明する必要がある【図表 35】。



### 当協会の要望事項

企業業績が回復する中、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の考えを強めている。一方、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おり、企業と投資家との認識に依然として大きな隔りがある。

多くの企業は現水準程度の自己資本比率を維持したいと考えているが、資本政策は各々の事業リス

ク等を踏まえて適切に定められるべきであり、株式価値向上の観点からは資本を余剰に抱えることなく適切な資本構成を目指すことが望ましい。また、手元資金については、成長に向けた投資や内部留保、株主還元等に有効活用すると共に、具体的な活用方法について投資家に十分に説明を行うことを期待したい。

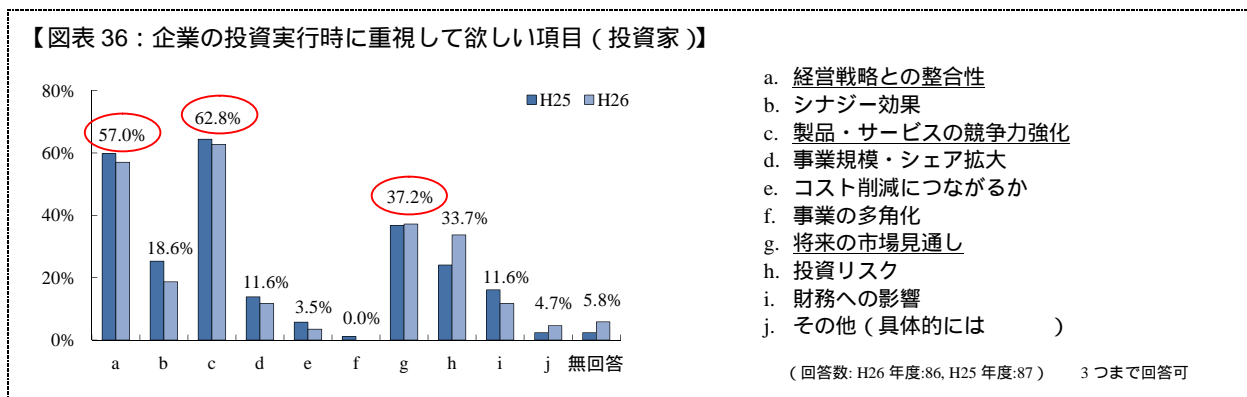
また、増資については、投資家の多くは企業が増資を実施する際の説明が不十分であると感じている。企業には、資金供給者である投資家に対する具体的な収益向上策の説明等の充実を通じて、株主から調達した資金がどのように企業価値向上に繋がるかを示すことが望まれる。

**当協会では、このような状況を踏まえ、企業に対し、適切な資本政策及び手元資金の活用と説明の充実を要望したい。**

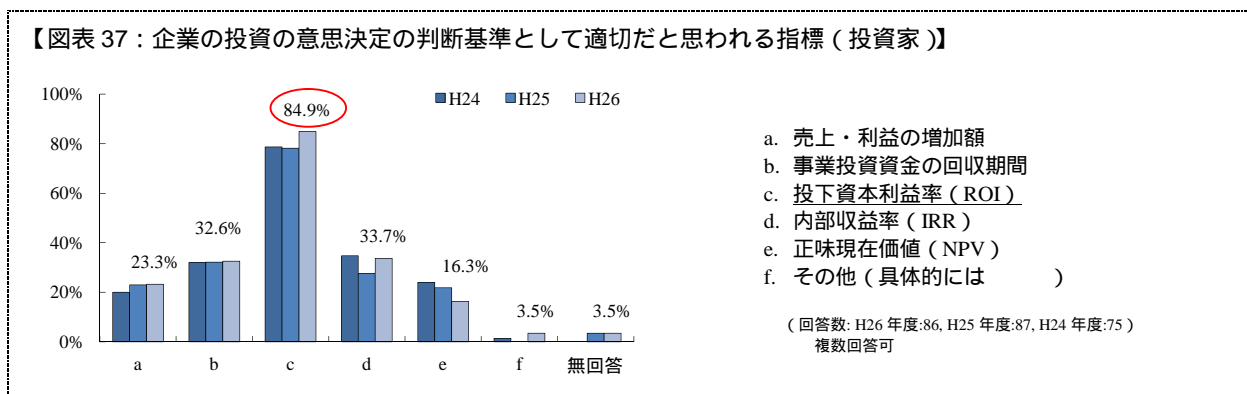
**(4) 投資について**

投資家の意識

企業の投資実行時に重視して欲しい項目としては、「製品・サービスの競争力強化」との回答が 62.8%と最も多く、「経営戦略との整合性」(57.0%)、「将来の市場見通し」(37.2%)が続く【図表 36】

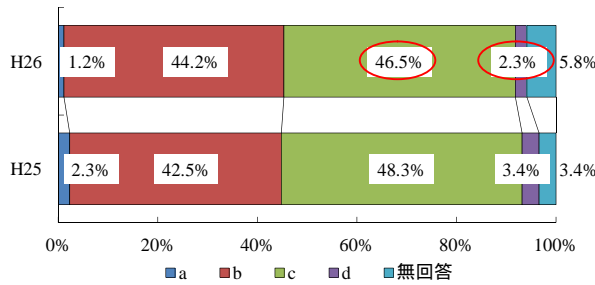


企業の投資の意思決定の判断基準としては、「投下資本利益率(ROI)」が適切であるとの回答が 84.9%と最も多かった【図表 37】。



企業の投資実行時の説明に関して、「あまり十分とは言えない」あるいは「説明は不十分」との回答が約半数に上り、投資家は企業の投資に関する説明に不足があると感じている【図表 38】。投資の説明として内容の充実を求めたい項目としては、「投資の採算性」(59.3%)との回答が最も多く、「投資の前提となる市場見通し」(44.2%)が続いた【図表 39】。

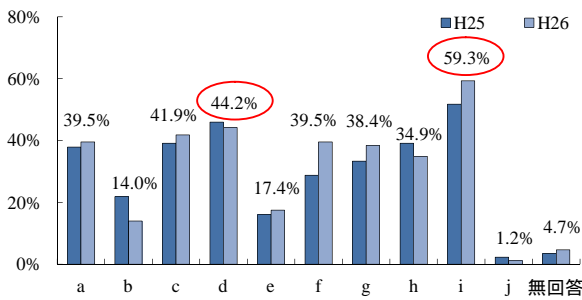
【図表 38：企業の投資実行時の説明（投資家）】



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

(回答数: H26 年度:86, H25 年度:87)

【図表 39：企業の投資の説明としてより内容の充実を求めたい項目（投資家）】



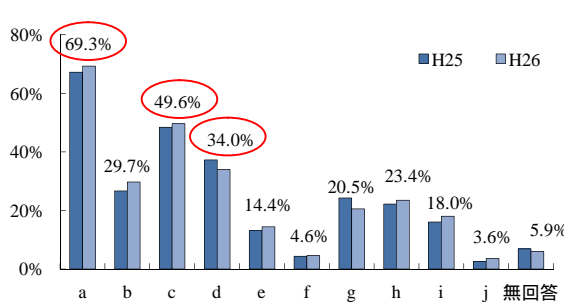
- a. 経営計画における位置づけ
- b. シナジー効果
- c. 競争力に与える影響
- d. 投資の前提となる市場見通し
- e. 財務への影響
- f. 投資のリスク
- g. 投資の収益化の時期
- h. 投資の収益貢献額
- i. 投資の採算性
- j. その他（具体的には ）

(回答数: H26 年度:86, H25 年度:87) 複数回答可

### 企業の意識

投資を実行する際に重視している項目としては、「経営戦略との整合性」との回答が 69.3%と最も多く、「製品・サービスの競争力強化」(49.6%)、「事業規模・シェア拡大」(34.0%)が続いた【図表 40】。

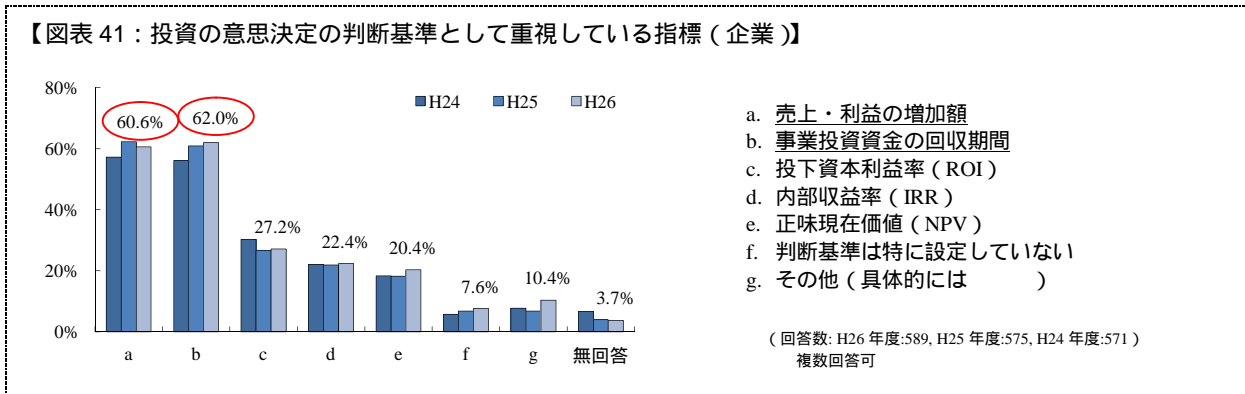
【図表 40：投資実行時に重視している項目（企業）】



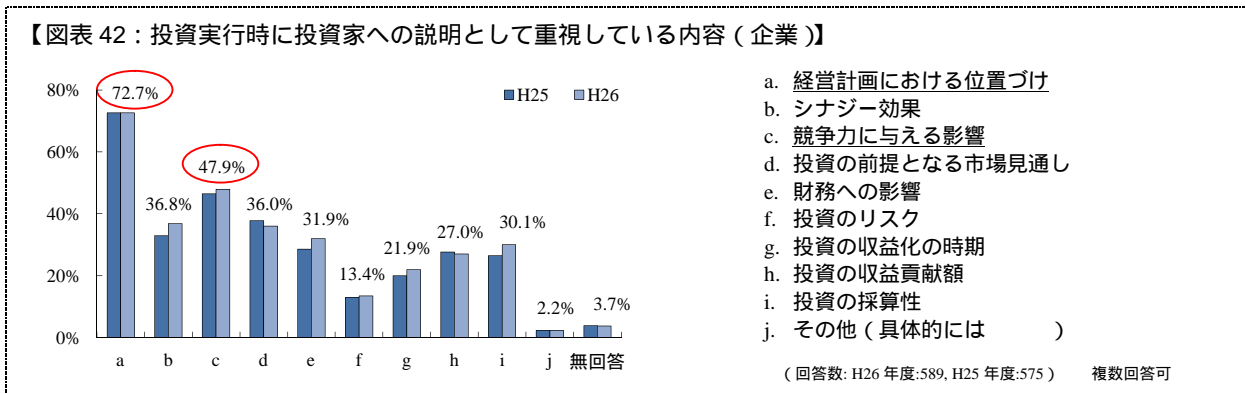
- a. 経営戦略との整合性
- b. シナジー効果
- c. 製品・サービスの競争力強化
- d. 事業規模・シェア拡大
- e. コスト削減につながるか
- f. 事業の多角化
- g. 将来の市場見通し
- h. 投資リスク
- i. 財務への影響
- j. その他（具体的には ）

(回答数: H26 年度:589, H25 年度:575) 3 つまで回答可

投資の意思決定の判断基準として重視している指標としては、「事業投資資金の回収期間」(62.0%)や、「売上・利益の増加額」(60.6%)との回答が多かった【図表 41】。



投資を実施する際に、投資家への説明にあたり重視している内容としては、「経営計画における位置づけ」との回答が72.7%と最も多く、「競争力に与える影響」(47.9%)が続いた【図表 42】。



### 当協会の要望事項

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、戦略的な投資を実施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ている。

企業が投資を実行する際に重視すべき項目として、企業と投資家は共に「製品・サービスの競争力強化」や「経営戦略との整合性」を挙げており、企業の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分かる。企業には株式価値向上に向けて、競争力を高め、収益性向上に繋がるような戦略的な投資を実施することが望まれる。

一方、投資の意思決定をする際の判断基準については、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。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、企業にはより投資効率を意識して投資を行うことを期待したい。

また、投資の説明については、投資効果や前提となる市場見通しといった項目の充実を求める投資家と、経営計画における位置づけを重視する企業との間には認識ギャップがあり、投資家は企業側からの説明に不足を感じている。企業が、投資を実施する際に、どのような市場見通しに基づき、どの程度の効果を見込んでいるのかについては、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、投資効果等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、株式価値向上に繋がる戦略的な投資の推進と、投資の採算性等の投資家が望む説明の充実を要望したい。**

### 3. 株主還元について

#### 【要望 2】株主還元の一層の充実

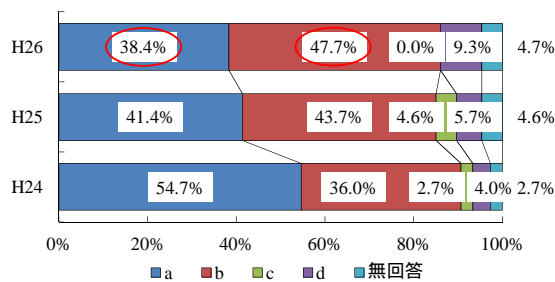
株主還元方針の設定・公表及び内部留保や投資の必要性等を含めた説明の充実  
 中長期の平準的な水準として、配当性向 30%以上の配当還元の実施  
 積極的な自己株式取得の推進

#### (1) 株主還元方針の設定・公表

##### 投資家の意識

株主への利益還元の具体的な目標値を「公表すべき」(38.4%)あるいは「公表が望ましい」(47.7%)と回答した投資家は 86.1%に達し、大半の投資家は具体的な目標値の公表を望んでいる【図表 43】。目標値として具体的に公表を望む指標としては、「配当性向」が 70.3%と最も多く、「総還元性向」(67.6%)が続いた【図表 44】。

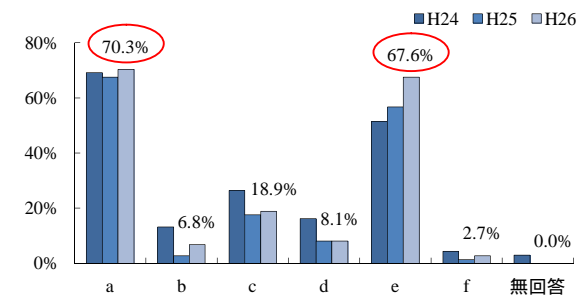
【図表 43：株主還元目標の公表について（投資家）】



- a. 公表すべき
- b. 公表が望ましい
- c. 公表は不要
- d. どちらでも構わない

(回答数: H26 年度:86, H25 年度:87, H24 年度:75)

【図表 44：目標値として公表が望ましい指標（投資家）】

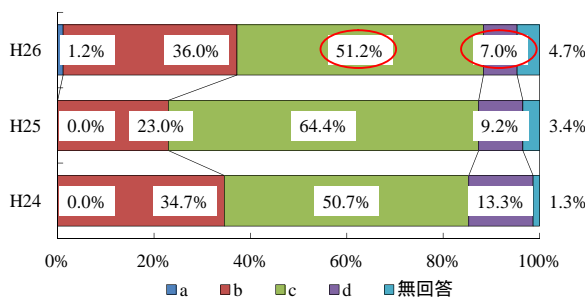


- a. 配当性向
- b. 配当利回り
- c. 株主資本配当率 (DOE) (DOE=ROE × 配当性向)
- d. 配当総額または 1 株当たりの配当額
- e. 総還元性向 ((配当 + 自己株式取得) / 当期利益)
- f. その他 (具体的には )

(回答数: H26 年度:74, H25 年度:74, H24 年度:68) 複数回答可

配当政策に関して、内部留保・投資の必要性等を交えて企業から十分な説明がなされているかとの問いに対しては、「あまり説明されていない」(51.2%)、「ほとんど説明されていない」(7.0%)との回答が 58.2%を占めており、投資家は配当政策に関する企業の説明に不足があると感じている【図表 45】。

【図表 45：配当政策に関する説明（投資家）】



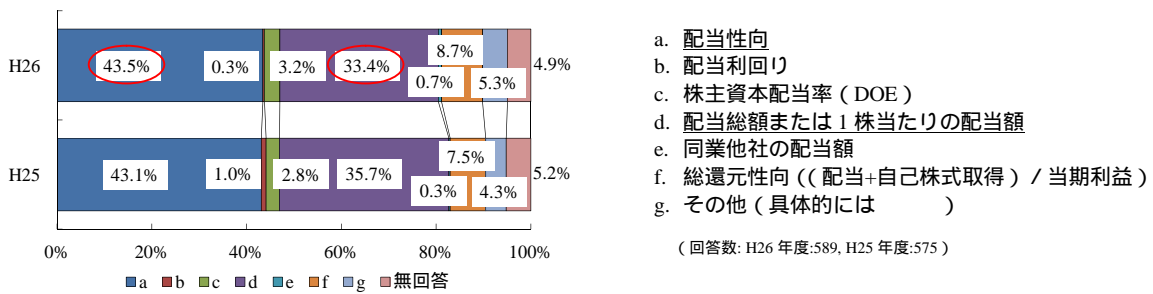
- a. 十分に説明されている
- b. 一定程度説明されている
- c. あまり説明されていない
- d. ほとんど説明されていない

(回答数: H26 年度:86, H25 年度:87, H24 年度:75)

企業の意識

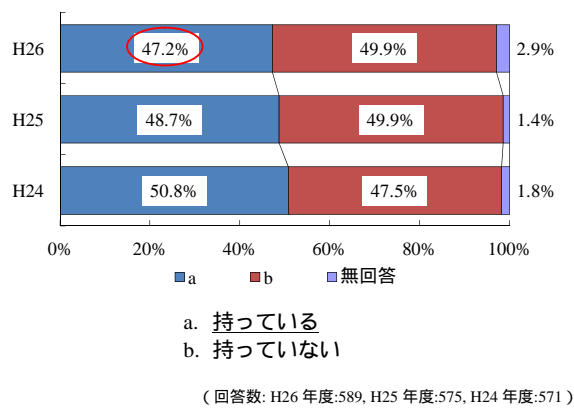
株主への利益還元に関して最も重視している指標は、「配当性向」が 43.5%と最も多く、投資家と同じく配当性向を最も重視しているとの結果になった。一方、投資家が公表を望む指標として回答率の低かった「配当総額または 1 株当たりの配当額」が 33.4%と第 2 位になっており、投資家と考え方の異なる企業も多い【図表 46】。

【図表 46：重視している株主還元指標（企業）】

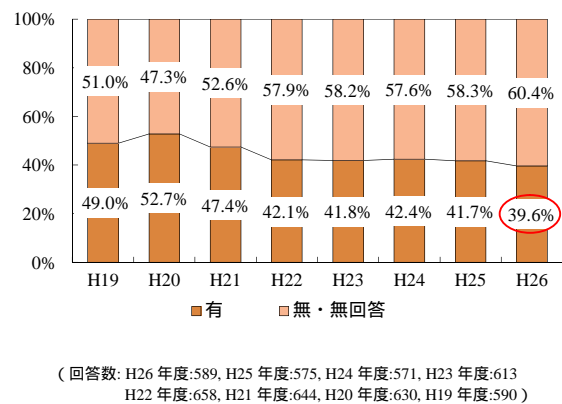


株主への利益還元に関して数値目標を持っている企業は、47.2%と約半数にとどまった【図表 47】。特に、配当性向の数値目標を持つ企業は 39.6%となっており、依然として低水準にとどまっている【図表 48】。

【図表 47：株主還元目標の設定状況（企業）】

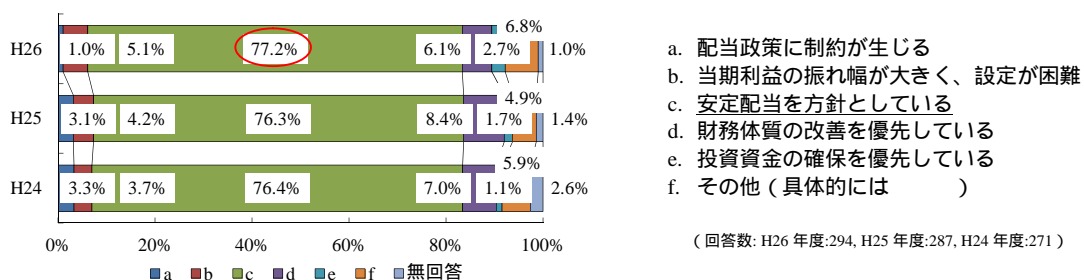


【図表 48：配当性向の目標値の有無（企業）】



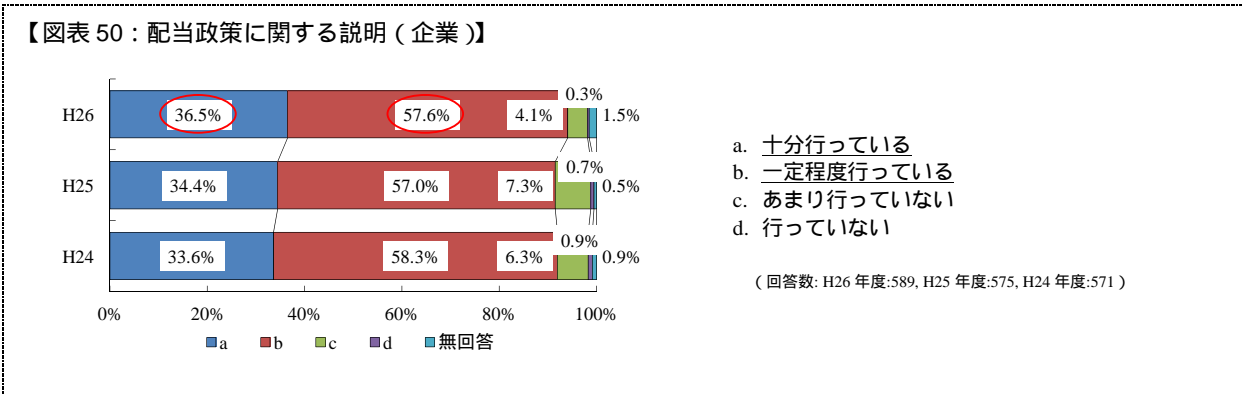
株主還元に関して数値目標を持っていない企業のうち、株主還元の数値目標を持っていない理由としては、「安定配当を方針としている」との回答が 77.2%と大半を占めた【図表 49】。

【図表 49：株主還元の数値目標を持っていない理由（企業）】





配当政策に関して、内部留保・投資の必要性等を交えて株主・投資家に対して説明を「十分行っている」(36.5%)あるいは「一定程度行っている」(57.6%)と回答した企業は94.1%となっており、投資家の認識との間に相違が見られた【図表50】。



株主還元方針の公表状況

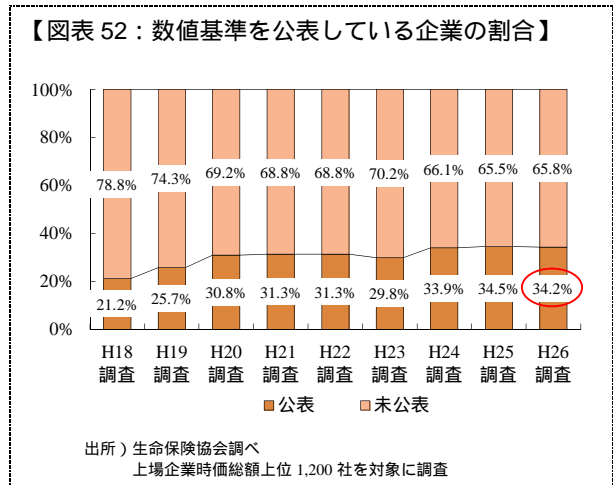
時価総額上位 1,200 社を対象に、株主還元の具体的な数値目標を公表している企業を調査したところ、公表している企業は延べ 431 社（前年度 432 社）と、前年度とほぼ同水準となった。公表している指標としては「配当性向」が 345 社と圧倒的に多く、「DOE」は 35 社、「総還元性向その他」が 51 社であった。また、配当性向目標 30%以上を掲げている企業は 250 社であった【図表 51】。

株主還元の数値目標を公表している企業の割合は 34.2%となっており、約 3 分の 2 の企業が未公表となっている【図表 52】。

【図表 51：企業の数値基準の公表状況】

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

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



当協会の要望事項

株主還元について、投資家の 9 割弱が具体的な数値目標の設定・公表が望ましいと考えている。一方で、「安定配当を方針としている」といった理由により数値目標を持っていない企業は依然として約 5 割に上り、数値目標を公表している企業は約 3 割にとどまる。

また、企業の説明が不十分であると感じている投資家の割合は減少しているものの、5 割強の投資家は依然として説明は不十分であると感じており、両者の認識ギャップは小さくない。

企業は、持続的な成長を目指して、投資を行い、競争力を高めることが求められるが、株式価値向

上の観点から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も重要である。企業と投資家との間の認識ギャップの解消に向けて、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上で、内部留保や投資の必要性等を含め、投資家に対して一層説明の充実を図ることが求められる。

**当協会では、このような状況を踏まえ、企業に対し、具体的な数値目標を伴う株主還元方針の設定・公表及び内部留保や投資の必要性等を含めた説明の充実を要望したい。**

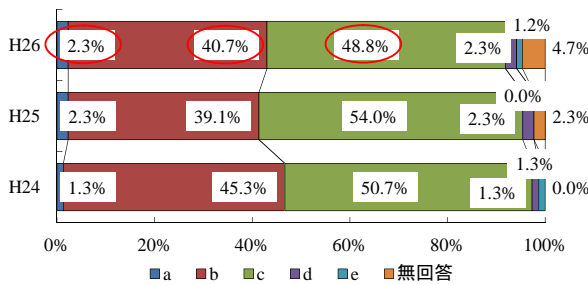
**(2) 配当還元について**

投資家の意識

投資家が株式投資に際して企業の配当政策をどの程度重視しているかとの問いに対して、「最も重視している」(2.3%)、「相当程度重視している」(40.7%)あるいは「一定程度重視している」(48.8%)との回答が91.8%に上り、大半の投資家は配当政策を投資の判断基準として重視している【図表53】。

また、投資指標としての配当の重要性に関して、「重要性は増している」(30.2%)あるいは「重要性はやや増している」(29.1%)との回答が59.3%となった【図表54】。

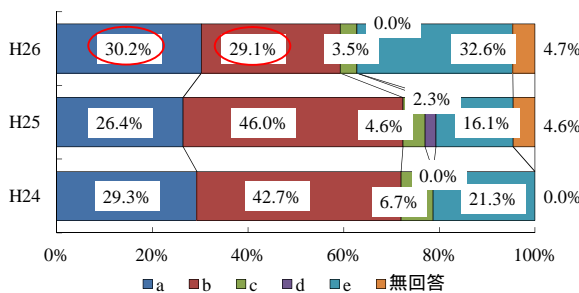
【図表 53：株式投資における配当政策の重要性（投資家）】



- a. 最も重視している
- b. 相当程度重視している
- c. 一定程度重視している
- d. ほとんど重視していない
- e. 全く重視していない

(回答数: H26 年度:86, H25 年度:87, H24 年度:75)

【図表 54：投資指標としての配当の重要性の変化（投資家）】

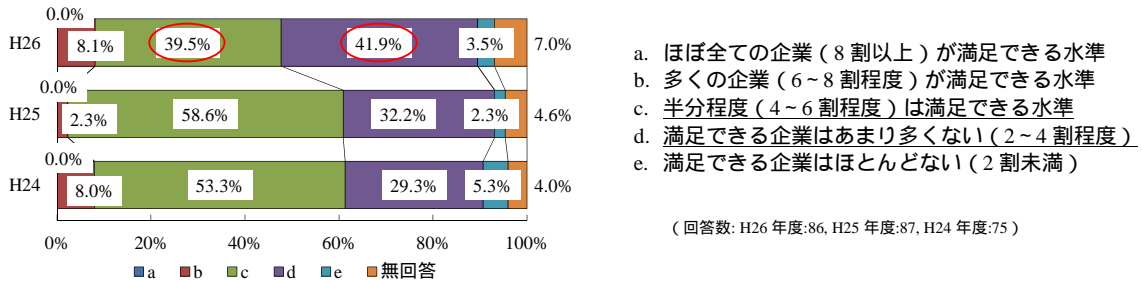


- a. 重要性は増している
- b. 重要性はやや増している
- c. 重要性はやや低下している
- d. 重要性は低下している
- e. 変化はない

(回答数: H26 年度:86, H25 年度:87, H24 年度:75)

企業の配当水準に対する投資家の満足度については、「満足できる企業はあまり多くない(2~4割程度)」(41.9%)あるいは「半分程度(4~6割程度)は満足できる水準」(39.5%)との回答が81.4%を占めており、企業の配当水準には依然として改善余地があろう【図表 55】。

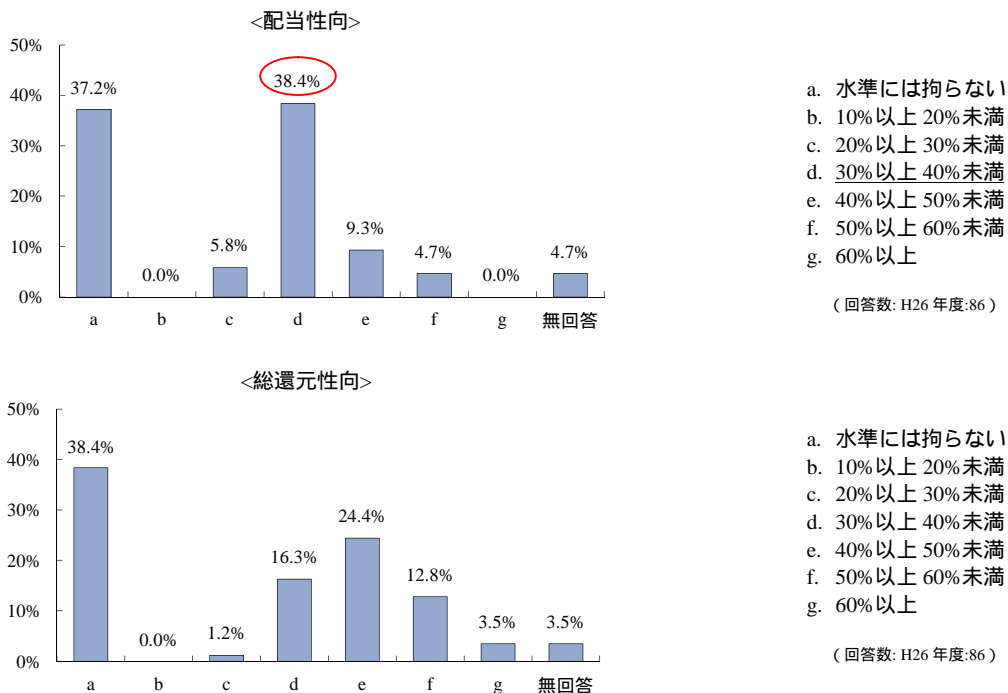
【図表 55：配当水準に対する満足度（投資家）】



- a. ほぼ全ての企業（8割以上）が満足できる水準
- b. 多くの企業（6~8割程度）が満足できる水準
- c. 半分程度（4~6割程度）は満足できる水準
- d. 満足できる企業はあまり多くない（2~4割程度）
- e. 満足できる企業はほとんどない（2割未満）

投資家が中長期的に望ましいと考える株主還元的水準について、配当性向に関しては「30%以上 40%未満」との回答が38.4%と最も多く、「水準には拘らない」(37.2%)が続いた。総還元性向に関しては「水準には拘らない」との回答が38.4%と最も多く、「40%以上 50%未満」(24.4%)が続いた【図表 56】。

【図表 56：中長期的に望ましい配当性向・総還元性向（投資家）】



配当実施状況

アンケート調査によれば、平成 25 年度実績では、純損益が増益・黒字化・損失の減少となった企業が 81.8%となったが、うち増配を実施した企業は全体の 53.5%となった【図表 57】。平成 26 年度の会社予想についても、純損益が増益・黒字化・損失の減少となる見込みの企業が 62.1%となったが、うち増配を予想する企業は全体の 29.7%にとどまった【図表 58】。

【図表 57:平成 25 年度の企業の純損益と配当(実績)】

		配当			計
		増配	据え置き	減配	
純損益	増益・黒字化・損失の減少	53.5%	27.5%	0.8%	81.8%
	減益・赤字転落・損失の拡大	3.6%	10.7%	2.2%	16.5%
計		57.0%	38.2%	3.1%	98.3%

(無回答：1.7%)

(回答数: H26 年度:589)

【図表 58:平成 26 年度の企業の純損益と配当(予想)】

		配当予想				計
		増配	据え置き	減配	未定	
純損益予想	増益・黒字化・損失の減少	29.7%	26.0%	1.2%	5.3%	62.1%
	減益・赤字転落・損失の拡大	6.3%	15.4%	3.2%	1.7%	26.7%
	未定	1.5%	3.7%	0.0%	4.4%	9.7%
計		37.5%	45.2%	4.4%	11.4%	98.5%

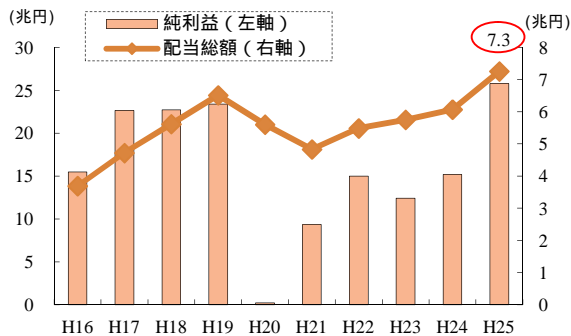
(無回答：1.5%)

(回答数: H26 年度:589)

平成 25 年度の日本企業の配当総額 (TOPIX 構成銘柄かつ過去 10 年間継続してデータ取得可能な企業) は 7.3 兆円となり、前年度比で 19.5%増加した【図表 59】。

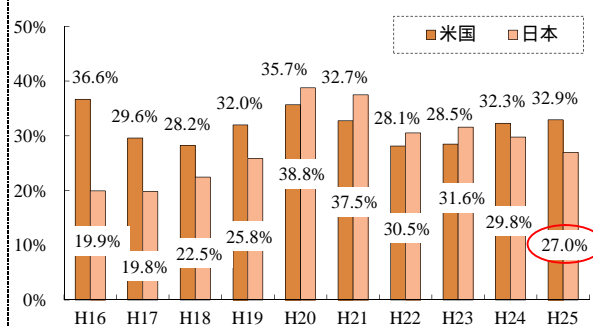
一方、平成 25 年度の配当性向 (赤字企業を除く) は、27.0%と前年度 (29.8%) を下回った【図表 60】。

【図表 59：日本企業の配当額と純利益の推移】



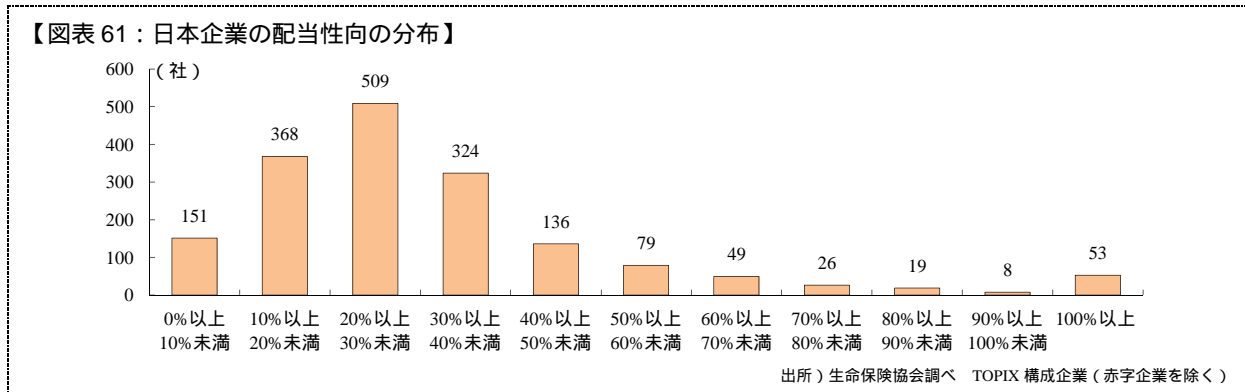
出所) 生命保険協会調べ  
TOPIX 構成企業  
(過去 10 年間継続してデータ取得可能な企業)

【図表 60：日本企業の配当性向の推移】



出所) 生命保険協会調べ  
日本: TOPIX 構成企業 米国: S&P500 構成企業  
(過去 10 年間継続してデータ取得可能な企業、赤字企業を除く)

日本企業の配当性向は概ね 30%程度で推移しているものの、個別企業の配当性向にはばらつきが見られ、依然として配当性向が低水準にとどまる企業も相当数見受けられる【図表 61】。



### 当協会の要望事項

大半の投資家は企業の配当政策を投資の判断基準として重視しており、投資指標としての配当の重要性も増していると回答している等、配当還元は投資家が投資を実施する際の判断材料として重要な位置づけにある。

中長期的に望ましい配当性向の水準について、投資家の回答は「30%以上 40%未満」と「水準には拘らない」がそれぞれ約 4 割を占めており、30%から 40%程度の配当性向を一つの目安としつつ、各企業が投資や内部留保とのバランスを踏まえ、適切な配当を行うことを期待していることが窺える。

近年の日本企業の配当額は、企業の業績改善に伴い増加傾向にあるほか、配当性向に関しては概ね 30%程度で推移しており、米国企業との差もほぼ無くなってきている。しかしながら、個別企業の配当性向にはばらつきがあり、低水準にとどまる企業も相当数見られた。また、配当水準について満足できる日本企業の割合が「半分程度」または「あまり多くない」と回答している投資家が 8 割に上る等、投資家は依然として企業の配当還元について改善の余地があると考えている。

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。特段の資金用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。

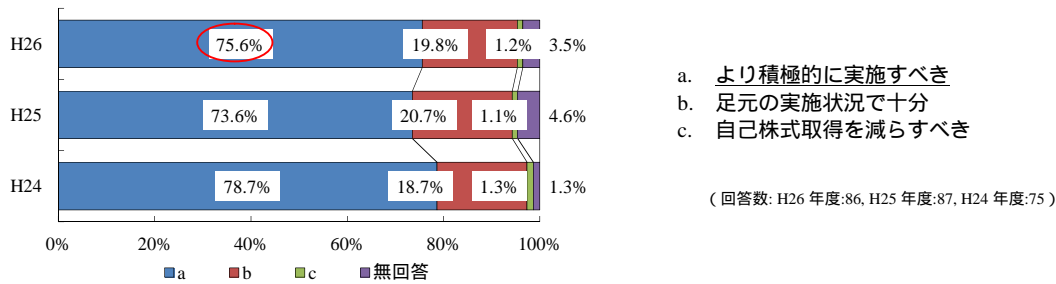
**当協会では、このような状況を踏まえ、企業に対し、中長期の平準的な水準として、継続的に配当性向 30%以上の配当還元がなされるよう要望したい。**

### (3) 自己株式取得について

#### 投資家の意識

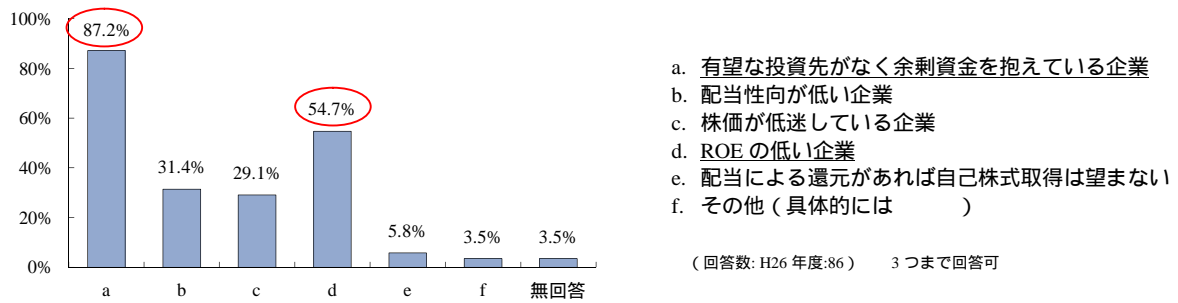
足元の日本企業の自己株式取得の実施状況について、「より積極的に実施すべき」との回答が 75.6%に上り、投資家は自己株式取得の積極化を期待している【図表 62】。

【図表 62：自己株式取得の実施状況に対する認識（投資家）】



自社株式取得を行って欲しい企業としては、「有望な投資先がなく余剰資金を抱えている企業」との回答が 87.2% と最も多く、「ROE が低い企業」( 54.7% ) が続いた【図表 63】。

【図表 63：自己株式取得を行って欲しい企業（投資家）】

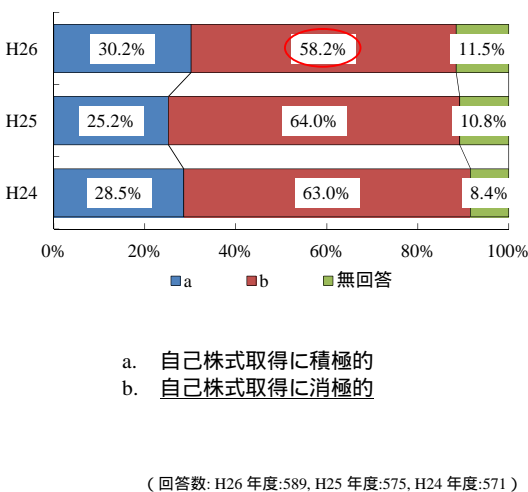


企業の意識

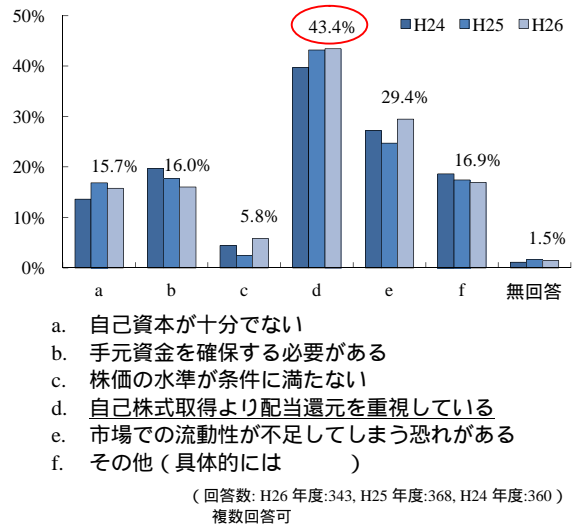
自己株式取得に対するスタンスに関して、「消極的」スタンスであると回答した企業が 58.2% を占め、「積極的」スタンスとの回答は 30.2% にとどまった【図表 64】。

自己株式取得に消極的な企業のうち、自己株式取得に消極的である理由としては、「自己株式取得より配当還元を重視している」との回答が 43.4% と最も多かった【図表 65】。

【図表 64：自己株式取得に対するスタンス（企業）】



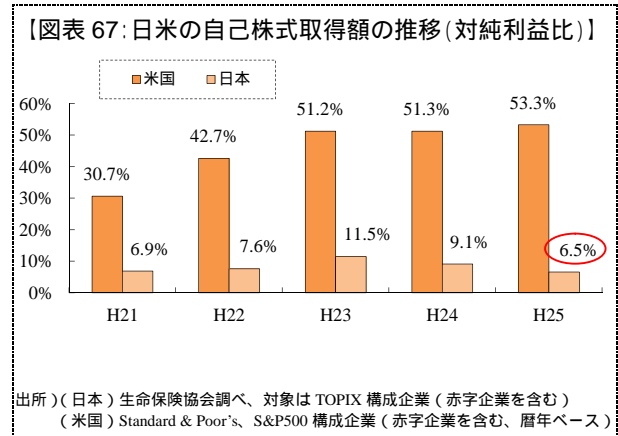
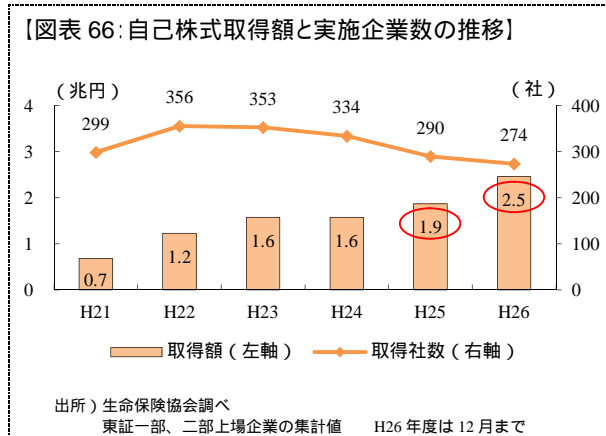
【図表 65：自己株式取得に消極的な理由（企業）】



### 自己株式取得状況

平成 25 年度の日本企業の自己株式取得額は 4 年連続で増加し、平成 26 年度についても増加が見込まれる。また、自己株式取得を実施企業数は概ね横ばいで推移している【図表 66】。

また、日米の純利益に対する自己株式取得額を比較すると、日本の水準は米国に比べて低い水準にとどまっている【図表 67】。



### 当協会の要望事項

平成 25 年度の自己株式取得額は前年度水準を上回って 4 年連続で増加しており、平成 26 年度も大幅な増加が見込まれるものの、自己株式取得を実施した企業数には大きな変化は見られない。

日本企業の内部留保が高水準で推移している中、投資家は「余剰資金を抱えている企業」に対して自己株式の取得を期待しており、8 割弱の投資家が自己株式の取得を「より積極的に実施すべき」としている。一方で、6 割弱の企業は自己株式取得に「消極的」であるとしており、企業と投資家との認識の違いは依然として大きい。

企業は、自己株式取得に対して「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」ことを挙げているが、自己株式取得は配当還元と並び株主還元の重要な手段である。日本企業の自己株式取得は米国に比べて低い水準にとどまっており、配当還元とのバランスを取った適切な自己株式取得を実施することが求められる。

自己株式の取得は株主還元の充実だけでなく、資本効率の向上にも繋がるものであり、株式価値向上の観点からメリットは大きい。株主還元の充実や資本効率向上の観点から自己株式の取得方針やその活用方法等について投資家に十分な説明がなされると共に、より多くの企業が積極的に自己株式取得に取り組むことを期待したい。

**当協会では、このような状況を踏まえ、企業に対し、積極的な自己株式取得の推進を要望したい。**

## 4 . コーポレート・ガバナンスについて

### 【要望 3】コーポレート・ガバナンスの充実

株主・投資家との対話の一層の充実と対話の前提となるディスクロージの充実  
株主総会議案の説明充実と議決権行使のための環境改善

#### ( 1 ) 企業と投資家の対話について

##### 投資家の意識

コーポレート・ガバナンスの充実に向けて、今後企業がより一層取り組むべき内容は、「株主・投資家との対話の充実」が 69.8%と最も多く、「ディスクロージの充実・迅速化」( 53.5% )が続く【図表 68】。

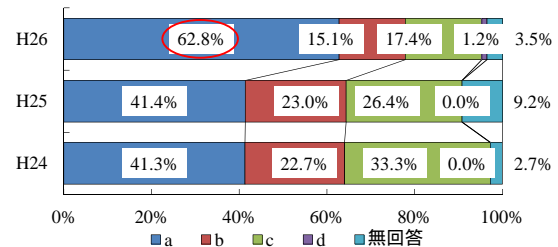
投資家自身が取り組むべき内容についても、「経営者・IR 担当者との対話の充実」が 62.8%と最も多く、「コーポレート・ガバナンス体制を重視した投資行動」( 17.4% )が続いた【図表 69】。

【図表 68: コーポレート・ガバナンスの充実に向けて、企業に期待する取り組み ( 投資家 )】

順位	項目	期待する取り組み
1位	株主・投資家との対話の充実	69.8%
2位	ディスクロージの充実・迅速化	53.5%
3位	社外取締役の選任・拡充	51.2%
4位	業績連動型の役員報酬制度の導入・拡充	30.2%
5位	社外監査役の選任・拡充	14.0%
6位	社外役員等の第三者による取締役及び監査役の指名・報酬に関する助言	14.0%
7位	社外者を中心としたアドバイザー・ボード等の経営諮問機関の設置	12.8%
8位	株主総会の活性化	7.0%
9位	委員会設置会社制の導入	7.0%
10位	監査役会の強化	4.7%

( 回答数: H26 年度:86 ) 上位 10 項目、複数回答可

【図表 69: コーポレート・ガバナンスの充実に向けて投資家が取り組むべき内容 ( 投資家 )】

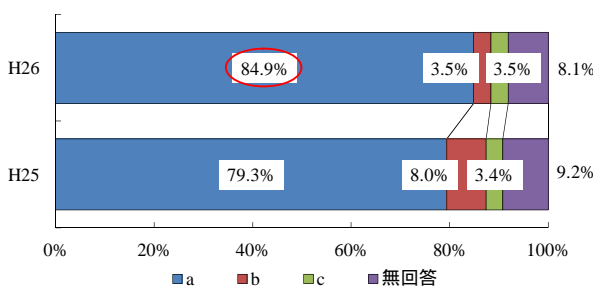


- a. 経営者・IR 担当者との対話の充実
- b. コーポレート・ガバナンス体制を重視した議決権行使活動
- c. コーポレート・ガバナンス体制を重視した投資行動
- d. その他 ( 具体的には )

( 回答数: H26 年度:86, H25 年度:87, H24 年度:75 )

投資先企業との対話活動について、84.9%の投資家が今後さらに充実させていきたいと回答している【図表 70】。また、スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した投資家、あるいは受け入れ予定の投資家が、従来と比べて重点的に取り組んでいることは、「企業との対話内容の充実」が 77.4%と最も多く、「課題意識の表明」( 50.0% )が続いた【図表 71】。

【図表 70: 対話をさらに充実させたいか ( 投資家 )】

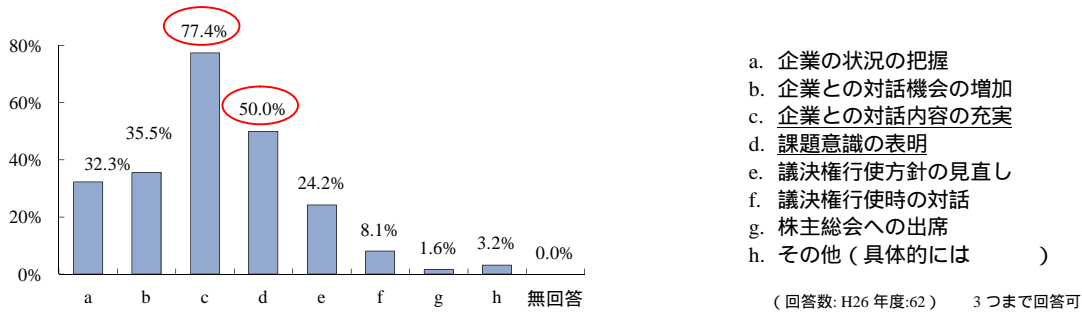


- a. はい
- b. いいえ
- c. その他 ( 具体的には )

( 回答数: H26 年度:86, H25 年度:87 )

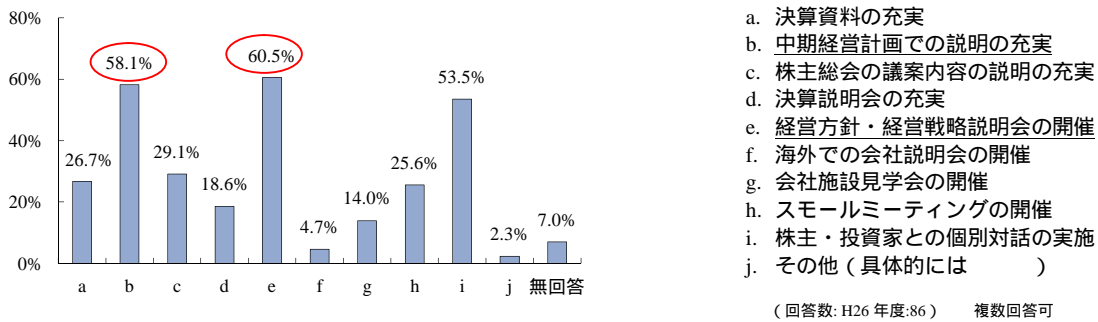


【図表 71：スチュワードシップ・コードの受け入れに伴う取り組み（投資家）】



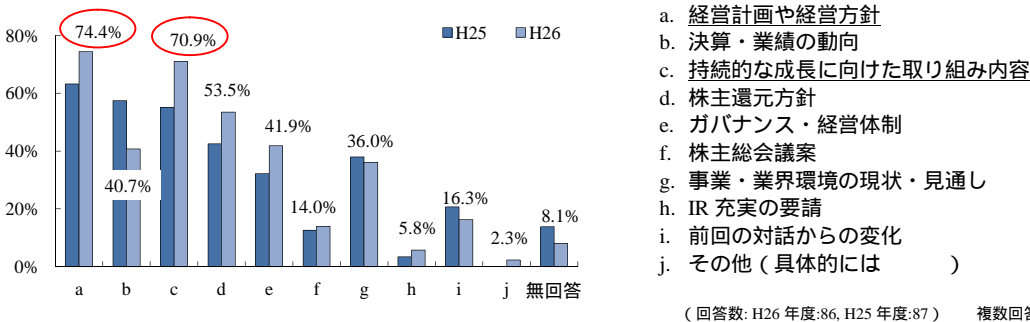
対話の充実に向けて、企業に今後より一層の充実を求めたい取り組みとしては、「経営方針・経営戦略説明会の開催」が 60.5% と最も多く、「中期経営計画での説明の充実」( 58.1% ) が続いており、中長期的な経営ビジョンについて対話を充実させたいとの期待が窺えた【図表 72】。

【図表 72：対話の充実に向け、企業に今後より一層の充実を求めたい取り組み（投資家）】

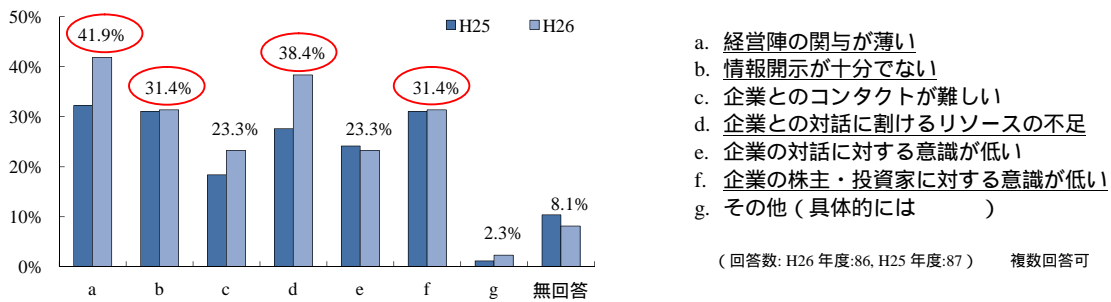


企業との対話に際し、重視する項目としては、「経営計画や経営方針」との回答が 74.4% と最も多く、「持続的な成長に向けた取り組み内容」( 70.9% ) や「株主還元方針」( 53.5% ) が続いた【図表 73】。  
対話活動を充実させる上での課題としては、「経営陣の関与が薄い」との回答が 41.9% と最も多く、「企業との対話に割けるリソース不足」が 38.4%、「情報開示が十分でない」及び「企業の株主・投資家に対する意識が低い」が 31.4% と続いた【図表 74】。

【図表 73：重視する対話内容（投資家）】

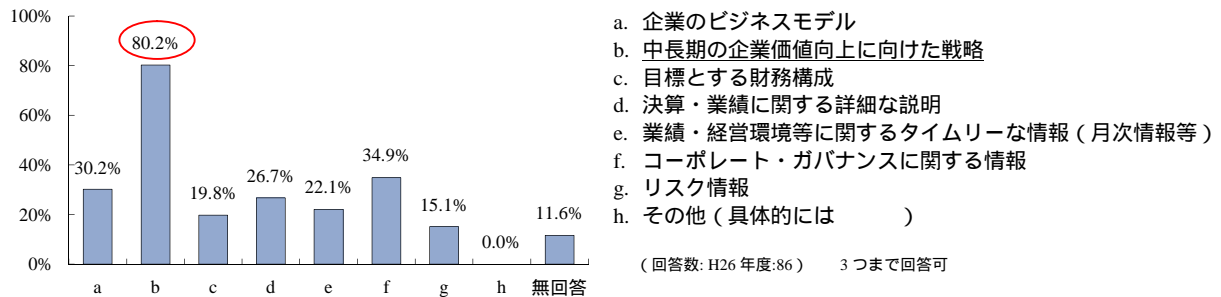


【図表 74: 対話活動を充実させる上での課題 (投資家)】



また、企業との建設的な対話を行うにあたり、企業のディスクロージャー資料に関してより充実を求めたい項目は、「中長期の企業価値向上に向けた戦略」との回答が 80.2%と最も多く、「コーポレート・ガバナンスに関する情報」( 34.9% ) が続いた【図表 75】。

【図表 75: 対話を行うにあたり、ディスクロージャー資料に関して充実を求めたい項目 (投資家)】



### 企業の意識

コーポレート・ガバナンスの充実に向けて、これまで企業が重点的に取り組んできた内容としては、「株主・投資家との対話の充実」が 76.6%と最も多く、「社外取締役の選任・拡充」( 76.2% ) が続いた。また、今後企業が重点的に取り組むべき内容としては、「株主・投資家との対話の充実」が 82.3%と最も多く、「ディスクロージャーの充実・迅速化」( 67.4% ) が続いており、投資家との認識は一致している【図表 76】。

また、株主・投資家との対話の充実に向けて、重点的に取り組んでいる項目としては、「決算説明会の充実」が 74.5%と最も多く、「決算資料の充実」( 72.5% ) が続いた。今後充実させたいと考えている項目としては、「株主・投資家との個別対話の実施」が 47.5%と最も多く、「決算説明会の充実」が 44.5%と続いた【図表 77】。

株主・投資家との対話内容について、重要と考えている項目としては、「経営計画や経営方針」との回答が 87.6%と最も多く、「持続的な成長に向けた取り組み内容」( 81.8% ) が続いた【図表 78】。

【図表 76：コーポレート・ガバナンスの充実に  
向けた取り組み（企業）】

順位	項目	これまでの取り組み	今後の取り組み
1位	株主・投資家との対話の充実	76.6%	82.3%
2位	ディスクロージャの充実・迅速化	71.6%	67.4%
3位	株主総会の活性化	54.5%	39.0%
4位	社外取締役の選任・拡充	76.2%	32.8%
5位	社外監査役の選任・拡充	72.3%	10.4%
6位	業績連動型の役員報酬制度の導入・拡充	34.8%	10.4%
7位	監査役会の強化	26.5%	6.1%
8位	社外役員等の第三者による取締役及び監査役の指名・報酬に関する助言	15.8%	4.8%
9位	執行役員制の導入・拡充	60.3%	4.6%
10位	その他	4.1%	3.9%

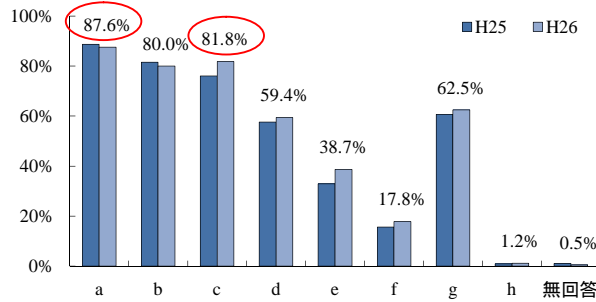
今後の取り組みの回答の多い項目順、上位 10 項目  
( 回答数: H26 年度:589 ) 複数回答可

【図表 77：対話の充実に向けた取り組み（企業）】

順位	項目	重点的に取り組んでいる	今後充実させたい
1位	株主・投資家との個別対話の実施	70.6%	47.5%
2位	決算説明会の充実	74.5%	44.5%
3位	決算資料の充実	72.5%	39.9%
4位	スモールミーティングの開催	51.1%	39.0%
5位	中期経営計画での説明の充実	43.8%	38.2%
6位	会社施設見学会の開催	29.9%	29.9%
7位	株主総会の議案内容の説明の充実	36.8%	26.0%
8位	経営方針・経営戦略説明会の開催	23.4%	24.6%
9位	海外での会社説明会の開催	15.1%	20.0%
10位	その他	7.3%	9.2%

今後充実させたい項目の回答の多い項目順  
( 回答数: H26 年度:589 ) 複数回答可

【図表 78：重視する対話内容（企業）】



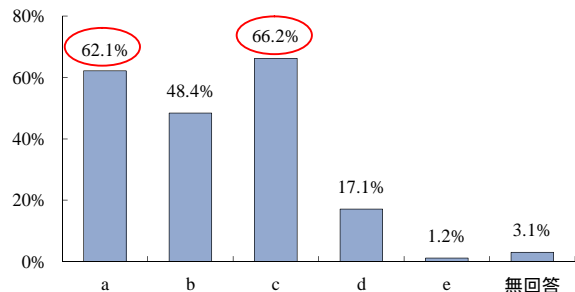
- a. 経営計画や経営方針
- b. 決算・業績の動向
- c. 持続的な成長に向けた取り組み内容
- d. 株主還元方針
- e. ガバナンス・経営体制
- f. 株主総会議案
- g. 事業・業界環境の現状・見通し
- h. その他（具体的には ）

( 回答数: H26 年度:589, H25 年度:575 ) 複数回答可

対話内容を経営に活用するための体制としては、66.2%の企業が「IR や経営企画等の担当所管で共有化するしくみがある」と回答しており、「定期的に経営陣が投資家と対話を行っている」(62.1%)が続いた【図表 79】。

対話活動を充実させる上での課題としては、「開示できる情報が限られる」との回答が 43.3%と最も多く、「株主・投資家のスタンス（短期志向等）」(40.1%)が続いた【図表 80】。

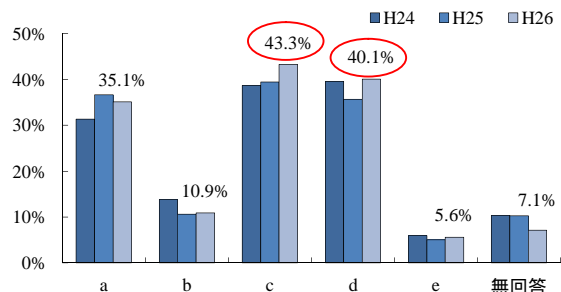
【図表 79：対話内容の経営への活用状況（企業）】



- a. 定期的に経営陣が投資家と対話を行っている
- b. 対話内容等を経営層で共有化するしくみがある
- c. IR や経営企画等の担当所管で共有化するしくみがある
- d. 話を聞いた担当者が把握している
- e. 基本的に経営の参考にはしていない

( 回答数: H26 年度:589 ) 複数回答可

【図表 80：対話活動を充実させる上での課題（企業）】

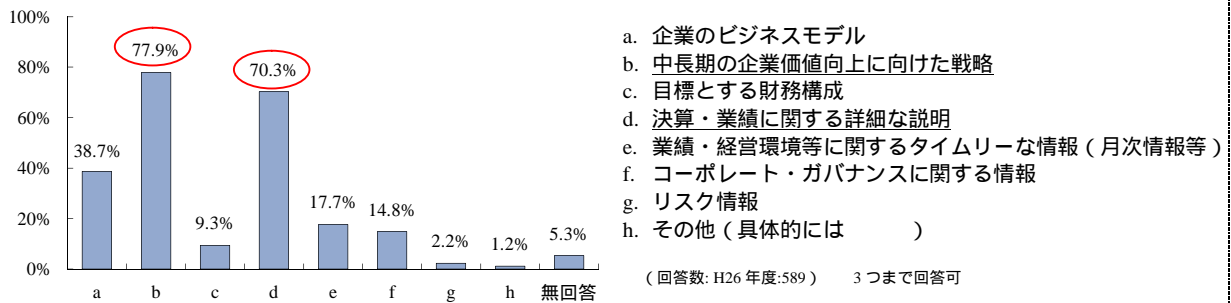


- a. 対話に割けるリソースの不足
- b. 株主・投資家とのコンタクトが難しい
- c. 開示できる情報が限られる
- d. 株主・投資家のスタンス（短期志向等）
- e. その他（具体的には ）

( 回答数: H26 年度:589, H25 年度:575, H24 年度:571 ) 複数回答可

対話の充実に向けて、ディスクロージャー資料の内容充実に関して重視する項目は、「中長期の企業価値向上に向けた戦略」が 77.9%と最も多く、「決算・業績に関する詳細な説明」(70.3%)が続いた【図表 81】。

【図表 81：対話の充実に向けて、ディスクロージャー資料の内容充実に関して重視する項目（企業）】



### 当協会の要望事項

コーポレート・ガバナンス向上は、企業価値を持続的に向上させるための規律ある経営を企業に促すものであり、中長期的な株式価値向上の観点から、企業の不断の取り組みが求められる。平成 27 年 3 月に「コーポレートガバナンス・コード」が策定される等、企業には、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、持続的な成長に繋げていくことが従来以上に期待されている。

企業・投資家が建設的な対話を行うことは、企業経営に適度な緊張感を生み出し、双方の課題意識の共有化に繋がることから、コーポレート・ガバナンスを充実させる上で企業と投資家が対話を深めることの意義は大きい。アンケート調査からは、企業・投資家共にコーポレート・ガバナンスの充実に向けて対話が重要であると回答しているほか、双方の 8 割強がさらに対話を充実させていきたいと回答しており、従来以上に高い意欲を示していることが確認された。

「スチュワードシップ・コード」が策定されたことも踏まえ、投資家の 7 割強は「企業との対話内容の充実」に重点的に取り組んでいる。対話内容としては、企業・投資家共に決算・業績といった足元の動向だけでなく、「経営計画や経営方針」や「持続的な成長に向けた取り組み内容」といった中長期の視点から意見を交換することを重視しており、持続的な企業価値向上に向けて建設的な対話を行うことが期待される。

一方、対話活動を充実させる上での課題として、投資家は「経営陣の関与が薄い」や「情報開示が十分でない」といった点を挙げている。約 6 割の企業の経営陣が投資家と定期的に対話を行っているほか、約半数の企業は投資家との対話内容を経営層で共有化する仕組みがあるとしており、対話の活性化に向けては、企業のこうした取り組みが一層進むことが望ましい。

また、対話が建設的に行われるには、投資家が企業の事業特性や事業戦略等について十分に理解した上で対話に臨むことが前提条件となることから、「ディスクロージャーの充実・迅速化」も一層求められる。企業には、対話の充実に向けて「中長期の企業価値向上に向けた戦略」や「コーポレート・ガバナンスに関する情報」等、投資家の望む内容を積極的に開示することが求められる。

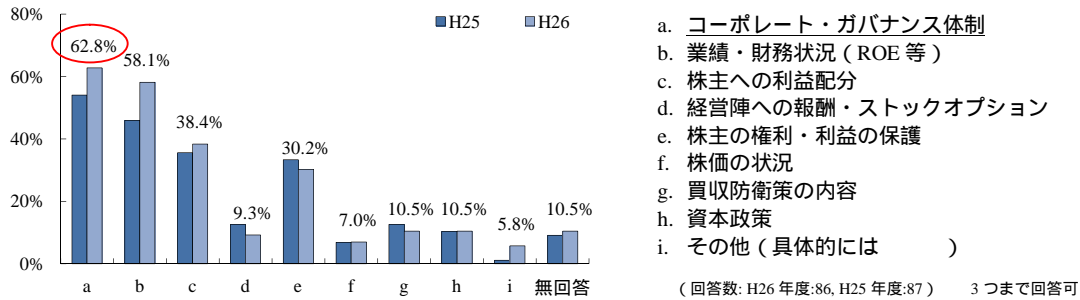
**当協会では、「コーポレートガバナンス・コード」の策定等も踏まえ、企業に対し、株主・投資家との対話の一層の充実と、対話の前提となるディスクロージャーの充実を要望したい。**

(2) 株主総会での議決権行使について

投資家の意識

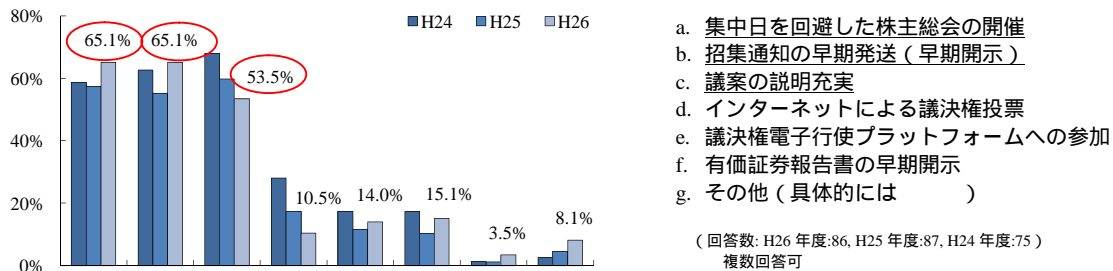
議決権行使の際に、特に重視している観点は、「コーポレート・ガバナンス体制」が 62.8%と最も多く、「業績・財務状況 (ROE 等)」(58.1%) が続いた【図表 82】。

【図表 82：議決権行使の際に、特に重視している観点（投資家）】



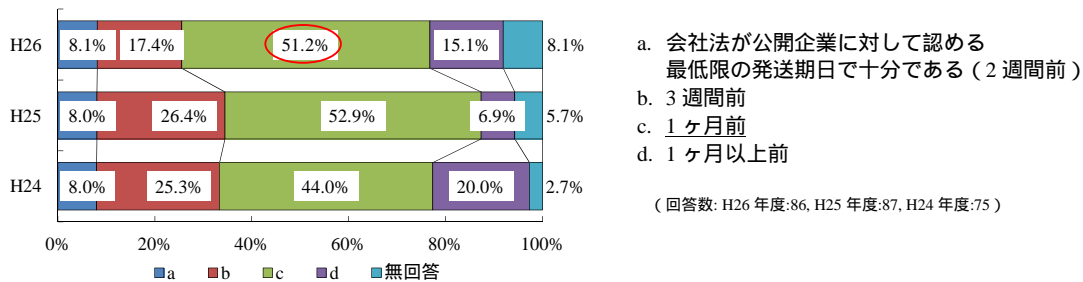
株主の議決権行使を充実させるために企業が取り組むべき項目としては、「集中日を回避した株主総会の開催」及び「招集通知の早期発送 (早期開示)」が 65.1%と最も多く、「議案の説明充実」(53.5%) が続いた【図表 83】。

【図表 83：議決権行使の充実のために企業が取り組むべき項目（投資家）】



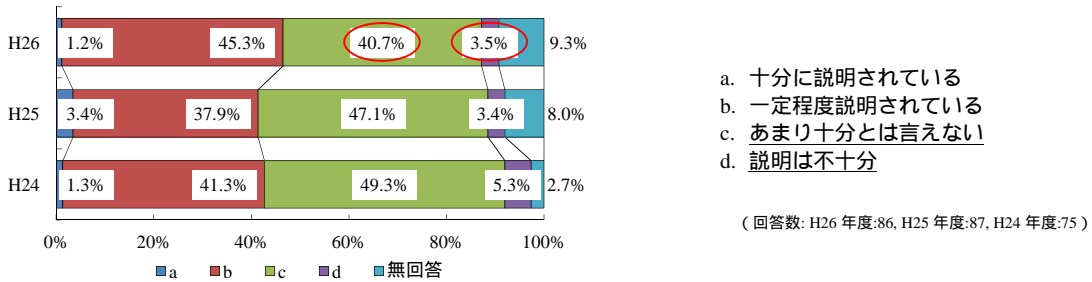
招集通知について、議案精査の関係上、株主総会日どのくらい前に到着することが望ましいかとの問いに対しては、「1ヶ月前」との回答が 51.2%と最も多く、「3週間前」(17.4%)が続いた【図表 84】。

【図表 84：望ましい招集通知の到着日（投資家）】

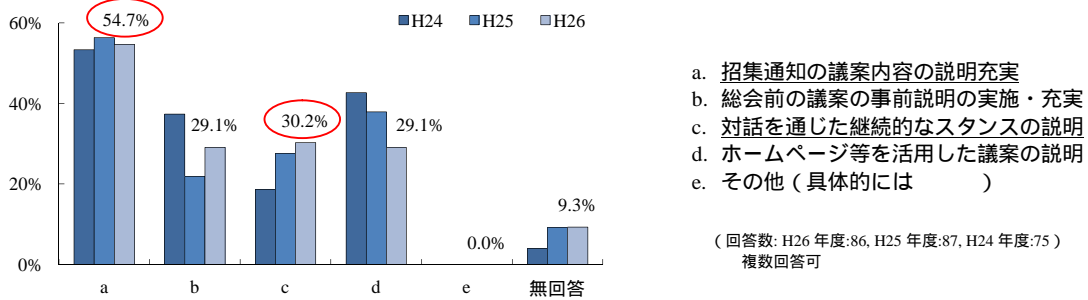


個別議案の説明について、「あまり十分とは言えない」(40.7%)あるいは「説明は不十分」(3.5%)と回答した投資家は44.2%となった【図表 85】。また、議案の説明を充実させるための手段として望ましいものとしては、「招集通知の議案内容の説明充実」が54.7%と最も多く、「対話を通じた継続的なスタンスの説明」(30.2%)が続いた【図表 86】。

【図表 85：企業の個別議案の説明に対する認識（投資家）】



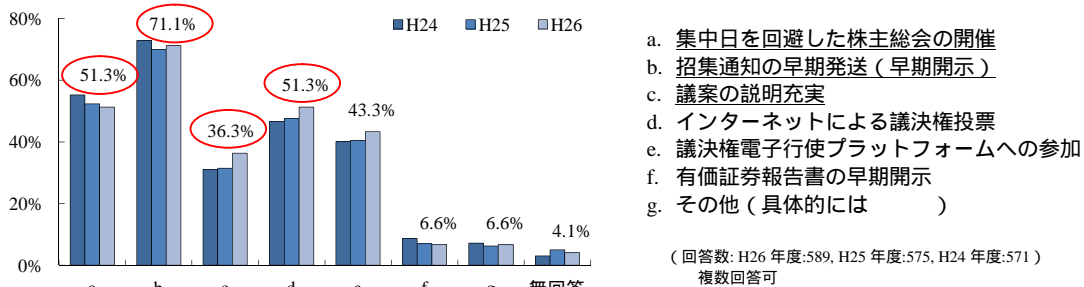
【図表 86：議案の説明を充実させるための手段（投資家）】



企業の意識

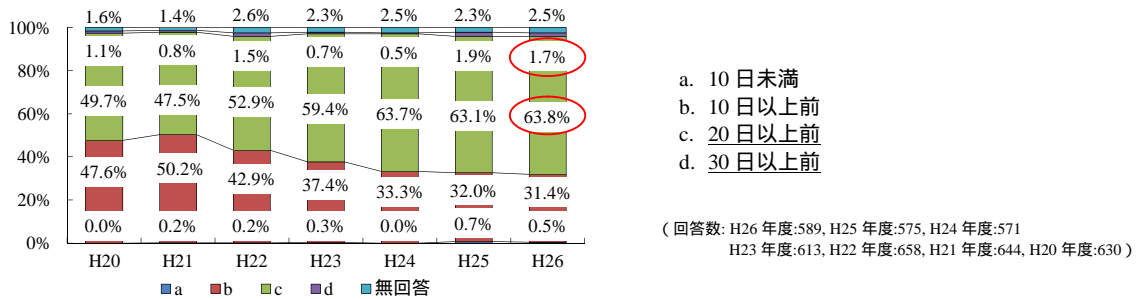
株主の議決権行使の充実のために企業が取り組んでいる項目としては、「招集通知の早期発送（早期開示）」が71.1%と最も多く、「集中日を回避した株主総会の開催」及び「インターネットによる議決権投票」(51.3%)が続いた。一方で、「議案の説明充実」については36.3%にとどまり、投資家の認識との間に相違が見られた【図表 87】。

【図表 87：議決権行使の充実のために企業が取り組んでいる項目（企業）】



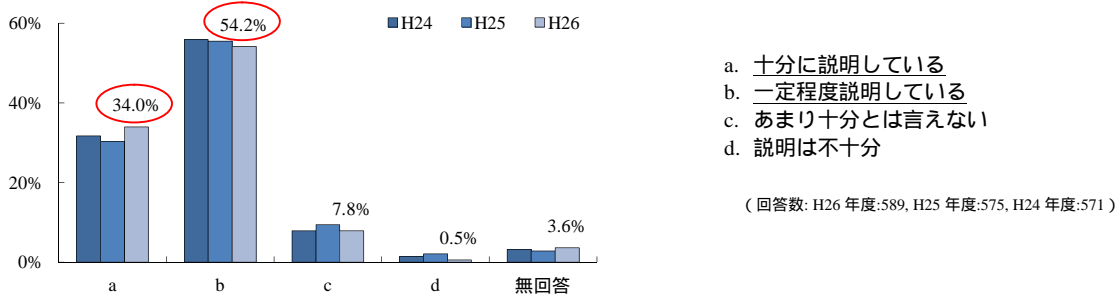
招集通知を株主総会の何日前に発送しているかとの問いに対しては、「20 日以上前」(63.8%) あるいは「30 日以上前」(1.7%) に発送している企業が 65.5% となっており、招集通知の発送の早期化が着実に進展している点は評価できる【図表 88】。

【図表 88：招集通知の発送日（総会日までの日数）(企業)】

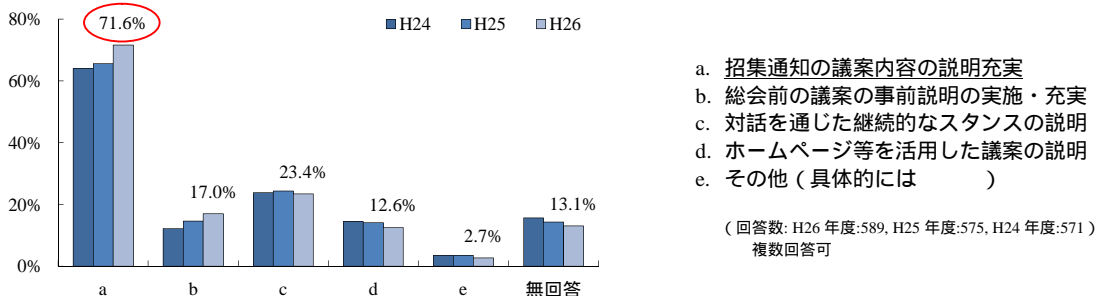


個別議案の説明について、「十分に説明している」(34.0%) あるいは「一定程度説明している」(54.2%) と回答した企業は 88.2% を占めた【図表 89】。また、議案の説明を充実させるための手段として取り組んでいるものとしては、「招集通知の議案内容の説明充実」が 71.6% と最も多い【図表 90】。

【図表 89：個別議案の説明に対する認識（企業）】

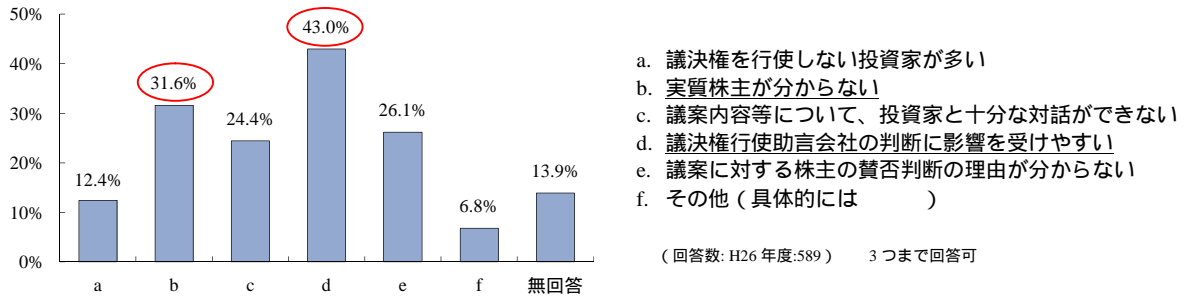


【図表 90：議案の説明充実に向けて、重点的に取り組むもの（企業）】



投資家の議決権行使に関する課題としては、「議決権行使助言会社の判断に影響を受けやすい」が 43.0%と最も多く、「実質株主が分からない」が続いた【図表 91】。

【図表 91：投資家の議決権行使に関する課題（企業）】



### 当協会の要望事項

投資家は議決権行使の際に企業のコーポレート・ガバナンス体制を最も重視しており、議決権行使はコーポレート・ガバナンス向上に向けた働きかけの中で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、投資家が議決権行使の考え方を企業に示すと共に、必要に応じて適宜企業と対話を行いながら議案内容を十分に検討し、各々が適切と考える判断を下すための十分な情報と時間が必要である。

しかしながら、企業は個別議案に対して一定以上の説明を行っているとの認識しているのに対し、投資家は個別議案に関する企業の説明は十分でないと考えており、双方の認識ギャップは大きい。企業には付議理由等も含めて議案内容を投資家へ十分に説明することが求められる。

また、招集通知の早期発送や集中日を回避した株主総会の開催等といった環境改善を訴える投資家の声は高まっている。招集通知の発送の早期化は進展しているものの、半数以上の投資家が 1 ヶ月前の到着を望んでいるのに対し、30 日以上前に発送している企業は 1.7%にとどまる。また、株主総会の開催日が集中することも、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るため、検討時間を確保する上での制約となっている。投資家は限られた時間の中で膨大な数の議案について判断を下す必要があるため、十分な検討時間を確保するために、早期発送の一段の進展・定着や、ウェブ等を活用した早期開示、株主総会開催日の分散化等、議決権行使の環境改善に向けた企業の取り組みが求められる。

**当協会では、このような状況を踏まえ、企業に対し、付議理由を含めた議案の説明充実と、招集通知の早期発送・開示や集中日を回避した株主総会の開催等による議決権行使の環境改善を要望したい。**



## 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調査の結果等に基づき、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、企業への要望を取りまとめた。

投資家は、企業が競争力を高めることで持続的な成長を果たし、株式価値向上を実現することを期待しており、企業には、こうした投資家の期待を踏まえ、投資家から調達した資金である株主資本を元手に投資家の期待リターンを上回る収益性を確保することが求められる。このような観点から、多くの投資家は経営指標として ROE を重視しているが、アンケート調査からは、ROE が資本コストを下回る水準にとどまっていることに対して課題意識を持っていることや、ROE 目標の設定状況が不十分であることが確認された。企業が資本コストを上回る ROE を安定的に確保することは、株主の期待に応えるために不可欠な取り組みである。投資家は中長期的に二桁の ROE 水準の達成を期待しており、日本企業の ROE 水準の継続的な向上を期待したい。

企業が株式価値向上を実現するためには、収益性向上に繋がる戦略的な投資を積極的に行い、競争力を高めると共に、株主還元も含めた最適な資金配分を行うことが重要であり、投資家に対しては、中期経営計画等を通じてその方針を示すことが求められる。依然として、手元資金や自己資本の活用方法についての説明が不十分と考える投資家は多く、企業には、こうした認識ギャップの解消に向けて、成長に向けた投資や資本政策、株主還元について、十分な説明を行うことを要望した。

また、コーポレート・ガバナンスの向上は、企業が企業価値向上に向けた取り組みを規律をもって実行するための重要な要素であり、企業の不断の取り組みが求められる。企業と投資家が建設的な対話を通じて課題意識の共有化を図ることは、企業経営に適切な緊張感をもたらし、企業価値向上に向けた取り組みの実効性を高めることに繋がることから、コーポレート・ガバナンスを充実させる上で対話を行うことの意義は大きい。当協会からは、こうした点を踏まえ、企業と投資家との対話の一層の充実を要望した。

当該アンケート調査を実施した後、平成 27 年 3 月に「コーポレートガバナンス・コード」が策定された。当コードにおいては、企業が、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、持続的な成長に繋げていくことが期待されている。企業は自らが真に適切と考える取り組みを推進するべきであるが、その際には、自らの考えや取り組みについて投資家をはじめとしたステークホルダーに対して十分に説明することが欠かせない。「コーポレートガバナンス・コード」と「車の両輪」とされる「スチュワードシップ・コード」では、投資家が企業への理解を深め、中長期の資金の出し手として対話や働きかけを充実させることを通じて、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。当協会では、企業と投資家が両コードの趣旨を踏まえ、株式価値向上に向けた建設的な対話を行うことは、当調査で示された認識ギャップの解消や課題意識の共有化に繋がるものであると考えている。足元の環境変化を契機に、投資家と企業の建設的な対話が従来以上に活性化し、企業の持続的な成長が促されることで、中長期的な株式価値向上に繋がることを期待したい。