

平成 28 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 28 年 10 月 4 日～11 月 4 日		
企業向け	<送付>上場企業 1,088 社	<回答>572 社	(回答率 52.6%)
投資家向け	<送付>機関投資家 167 社	<回答>93 社	(回答率 55.7%)

## ○ アンケート回答協力企業・投資家名一覧

【企業】マルハニチロ、石油資源開発、大林組、鹿島建設、西松建設、青木あすなろ建設、大東建託、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、三機工業、NEC ネットエスアイ、昭和産業、ジェイエシーリクルートメント、アコーディア・ゴルフ、カルビー、六甲バター、ヤクルト本社、いちご、カカクコム、ディップ、博報堂DYホールディングス、アサヒグループホールディングス、宝ホールディングス、サントリー食品インターナショナル、ダイドードリンコ、伊藤園、アスクル、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、日清食品ホールディングス、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、トヨタ紡織、クリエイティブSDホールディングス、ジョイフル本田、日本調剤、セブン&アイ・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、三菱総合研究所、日本製紙、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、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、日立化成、日本化薬、電通、扶桑化学工業、ADEKA、花王、アステラス製薬、大日本住友製薬、田辺三菱製薬、日本新薬、エーザイ、参天製薬、キッセイ薬品工業、生化学工業、東和薬品、沢井製薬、第一三共、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、ダスキン、ヤフー、りらいあコミュニケーションズ、フューチャー、楽天、総合メディカル、コニカミノルタ、資生堂、マンダム、コニシ、長谷川香料、アース製薬、日本農薬、JXホールディングス、横浜ゴム、住友ゴム工業、新日鐵住金、神戸製鋼所、日新製鋼、大同特殊鋼、日立金属、三菱マテリアル、住友金属鉱山、東邦チタニウム、フジクラ、LIXILグループ、日本発條、三浦工業、テクノプロ・ホールディングス、アマダホールディングス、ディスコ、ソラスト、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、新興ブランテック、アネスト岩田、タダノ、理想科学工業、三共、サンデンホールディングス、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、キッツ、日立製作所、東芝、三菱電機、安川電機、明電舎、マブチモーター、日本電産、ダイヘン、オムロン、日東工業、IDEC、日本電気、富士通、沖電気工業、サンケン電気、ワコム、ジャパディディスプレイ、日本信号、能美防災、パナソニック、シャープ、アンリツ、ソニー、パイオニア、日立マクセル、アルパイン、横河電機、アズビル、堀場製作所、フェローテック、オプテックスグループ、ローム、京セラ、双葉電子工業、三井造船、日立造船、川崎重工業、全国保証、九州フィナンシャルグループ、かんぽ生命保険、河西工業、アイシン精機、マツダ、本田技研工業、スズキ、富士重工業、ヤマハ発動機、ヨロズ、ジャムコ、良品計画、アズワン、西松屋チェーン、東京精密、ニコン、オリンパス、SCREENホールディングス、タムロン、キヤノン、リコー、シチズン時計、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、タカラスタンダード、コクヨ、岡村製作所、伊藤忠商事、丸紅、兼松、ユニー・ファミリーマートホールディングス、三井物産、東京エレクトロン、山善、住友商事、三菱商事、キヤノンマーケティングジャパン、阪和興業、稲畑産業、ワキタ、千趣会、日本瓦斯、リンガーハット、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、群馬銀行、八十二銀行、大垣共立銀行、北國銀行、京都銀行、阿波銀行、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、第三銀行、栃木銀行、リコーリース、オリックス、三菱UFJリース、トモニホールディングス、大和証券グループ本社、野村ホールディングス、岡三証券グループ、SOMPOホールディングス、日本取引所グループ、MS&ADインシュアランスグループホールディングス、ソニーフィナンシャルホールディングス、第一生命ホールディングス、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、イオンモール、エヌ・ティ・ティ都市開発、東武鉄道、東京急行電鉄、西武ホールディングス、日本通運、ヤマトホールディングス、商船三井、日本航空、三井倉庫ホールディングス、近鉄エクスプレス、沖縄セルラー電話、NTTドコモ、東京電力ホールディングス、中部電力、九州電力、電源開発、東京瓦斯、大阪瓦斯、西部瓦斯、カプコン、藤田観光、KNT-CTホールディングス、セコム、丹青社、メイテック、ベネッセホールディングス、ニチイ学館、ダイセキ、日鉄住金物産、トラスコ中山、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、日本KFCホールディングス、プレナス、スズケン（以上 302 社）※証券コード順に記載  
その他協力企業 270 社

【投資家】 あいおいニッセイ同和損害保険、秋田銀行、朝日ライフアセットマネジメント、アストマックス投信投資顧問、アセットマネジメントOne、アフラック、アムンディ・ジャパン、アライアンス・パーンスタイン、いちよしアセットマネジメント、HCアセットマネジメント、鹿児島銀行、企業年金連合会、キャピタル・インターナショナル、コモンズ投信、ジブラルタ生命保険、十六銀行、住友生命保険、セゾン投信、ソニー生命保険、損保ジャパン日本興亜アセットマネジメント、第一生命保険、大同生命保険、大和証券投資信託委託、T&Dアセットマネジメント、ドイチェ・アセット・マネジメント、東京海上アセットマネジメント、日興アセットマネジメント、ニッセイアセットマネジメント、日本生命保険、ネオファースト生命保険、ピクテ投信投資顧問、フィデリティ投信、百十四銀行、フコクしんらい生命保険、富国生命投資顧問、富国生命保険、ブラックロック・ジャパン、北陸銀行、三井住友アセットマネジメント、三井住友信託銀行、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三井生命保険、三菱UFJ国際投信、明治安田アセットマネジメント、明治安田生命保険、メットライフ生命保険、レオス・キャピタルワークス（以上 47 社）※五十音順に記載

その他協力投資家 46 社

## &lt; 目次 &gt;

第1章	はじめに	P1
第2章	コーポレート・ガバナンスについて	P3
	(1) 取締役会の実効性の評価について	P3
	(2) 社外取締役について	P7
	(3) 役員報酬について	P12
第3章	持続的成長に向けた経営戦略について	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	P22
	(4) 株主還元について	P26
第4章	企業と投資家の「建設的な対話」について	P33
	(1) 対話の現状について	P33
	(2) 対話の課題について	P34
	(3) 株主総会での議決権行使について	P38
第5章	おわりに	P43

**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43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つながるなどの考えの下、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、運営の改善につなげていく所存であることを申し添える。

### (2) 平成28年度調査と当協会からの要望事項

今回のアンケート調査期間（平成28年10月4日～11月4日）は、コーポレートガバナンス・コードの適用から1年以上が経過しており、企業と同コードへの対応が一巡したタイミングとなった。平成28年6月に閣議決定された「日本再興戦略2016」でも示されたように、コーポレート・ガバナンスを巡る議論は、「形式」から「実質」へとシフトしており、企業は、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、持続的な成長につなげていくことが期待されている。また同コードは、持続的な成長に資するとの観点から、企業に対して投資家と建設的な対話を行うべきとしており、企業は投資家との対話充実に向けた体制整備を図っている。かねてより対話を通じて企業の持続的な成長を促すことが期待されていた投資家だけでなく、企業においても対話への主体的な取り組みが求められたことにより、企業・投資家双方が対話の在り方について模索し、実効性を高めていくことが期待されている。

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・ガバナンスや資本効率、対話等を中心に新たな視点を取り入れている。コーポレート・ガバナンスに関しては、今後強化していくべき取り組みとして企業・投資家双方の関心が高い取締役会評価に新たに焦点を当てると共に、企業の関心が高い役員報酬についても調査項目として取り上げている。資本効率に関しては、企業の実態と投資家の期待する水準に乖離があることから、資本効率の向上に向けた具体的な取り組みについて調査している。また、対話については、対話の現状や課題について新たな調査項目を加えている。

これらアンケート結果の分析を踏まえ、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、持続的成長に向けた経営戦略、対話の3つの観点から、企業に対し11項目、投資家に対し3項目を提言する。

アンケート結果からは、企業による取締役会の実効性向上や資本効率に対する意識の高まりが確認された一方、取締役会の実効性向上に向けた課題や資本効率を高める取り組みなど、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つな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 取締役会評価の充実とその結果の開示 ② 社外取締役の拡充
持続的成長に向けた 経営戦略	③ 数値目標と事業戦略を伴う経営計画の公表 ④ 資本コストを踏まえた ROE の目標設定と水準向上 ⑤ 経営ビジョンに則した事業ポートフォリオの見直し ⑥ 成長投資への手元資金の活用 ⑦ 中長期の平準的な水準として、配当性向 30%以上
対 話	⑧ 経営陣による対話内容の共有と対話への積極的な参加 ⑨ 対話要員の拡充
議決権行使	⑩ 投資家からの反対理由の分析も踏まえた議案内容の説明充実 ⑪ 検討時間確保のための環境改善

#### 《投資家向けの要望事項》

対 話	① 中長期的視点での対話推進 ② 対話要員の拡充
議決権行使	③ 企業の状況を踏まえた議決権行使と賛否判断理由の説明

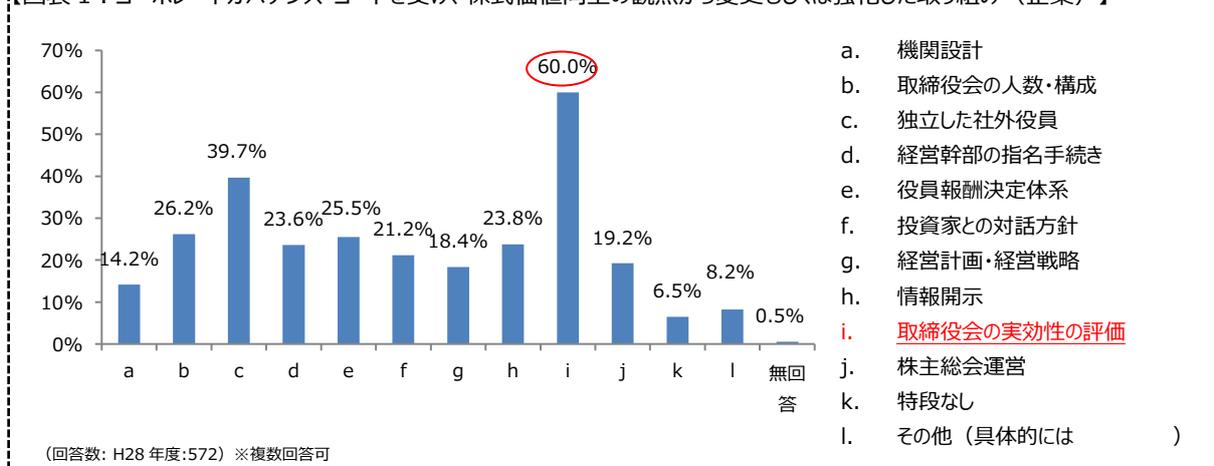
## 第2章 コーポレート・ガバナンスについて

### (1) 取締役会の実効性の評価について

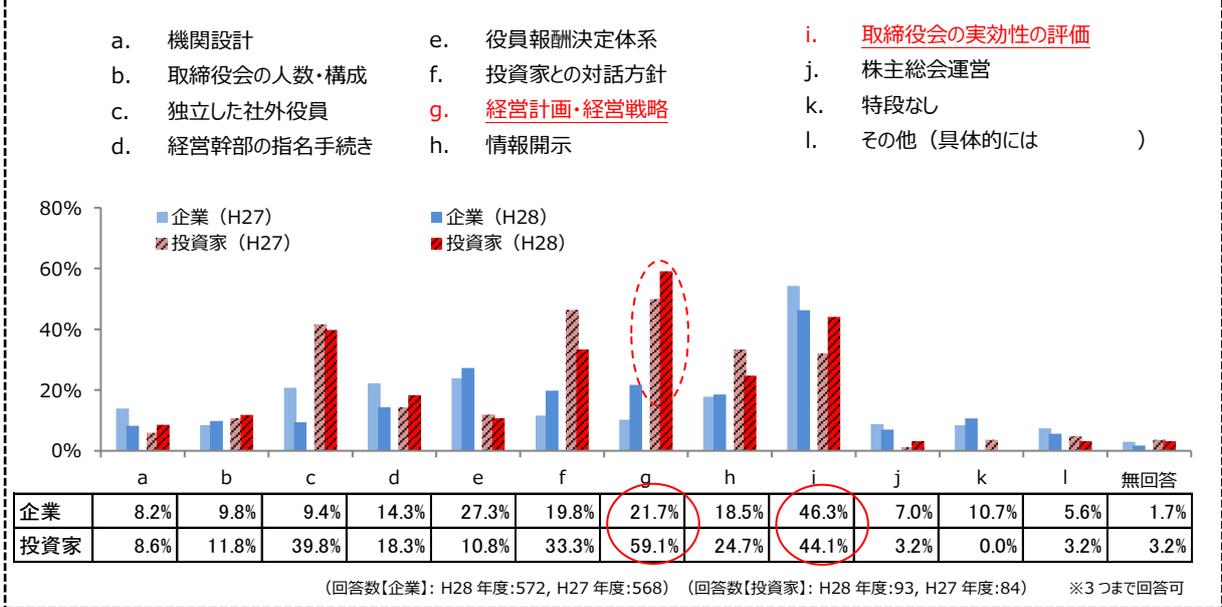
企業の持続的な成長に向けた取り組みが絶えず見直され充実したものとなるためには、取締役会の実効性向上が不可欠である。取締役会の実効性の評価（以下「取締役会評価」）は、取締役会が有効に機能しているかを検証するPDCAプロセスの一環であり、評価を通じて浮き彫りとなった課題を取締役会で共有し、改善に向けた対応策を検討・実施していくことは取締役会の実質的な機能強化につながる。

コーポレートガバナンス・コードの策定を受けて、これまで企業が強化してきた取り組みとしては、「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1】、企業は取締役会が企業価値向上の観点から適切に機能しているかを検証する取り組みを積極的に推し進めていることが窺える。今後強化していくべき取り組みとしても、多くの企業・投資家は「取締役会の実効性の評価」を挙げており、両者の同取り組みに対する関心は極めて高い【図表2】。

【図表1：コーポレートガバナンス・コードを受け、株式価値向上の観点から変更もしくは強化した取り組み（企業）】



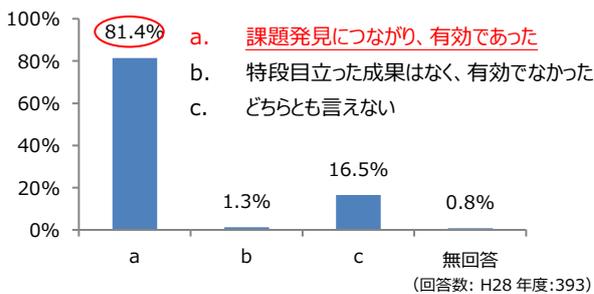
【図表 2：コーポレート・ガバナンスに関して今後取り組みを強化する事項（企業）・強化を期待する事項（投資家）】



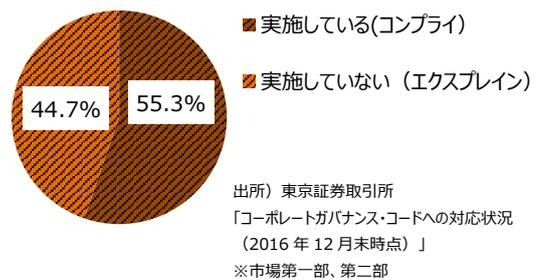
取締役会評価を実施した企業の 8 割以上は、「課題発見につながり、有効であった」と回答しており【図表 3】、取締役会評価を実施することは、取締役会の機能強化に向けた有効な取り組みであると考えられる。

取締役会評価を実施している企業の割合は 55.3%と約半数に留まるものの(平成 28 年 12 月末時点)【図表 4】、現時点で取締役会評価を実施していない企業の 6 割が「取締役会の在り方や評価軸について検討中」と今後の実施に向けて前向きに検討していることが示唆され【図表 5】、今後更なる取り組みの拡大が期待される。

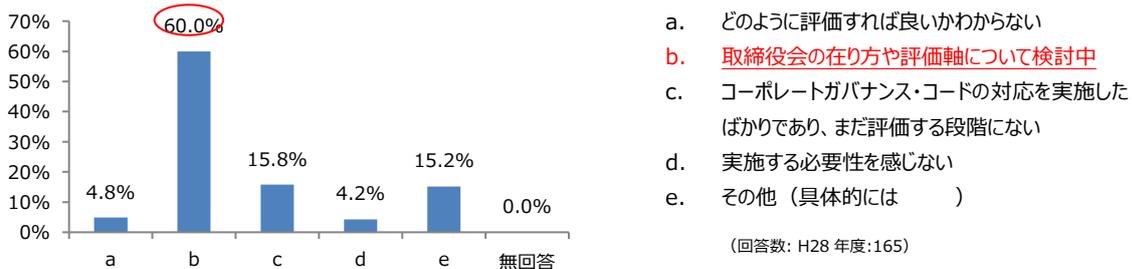
【図表 3：取締役会評価の有効性（企業）】



【図表 4：取締役会評価の実施状況】



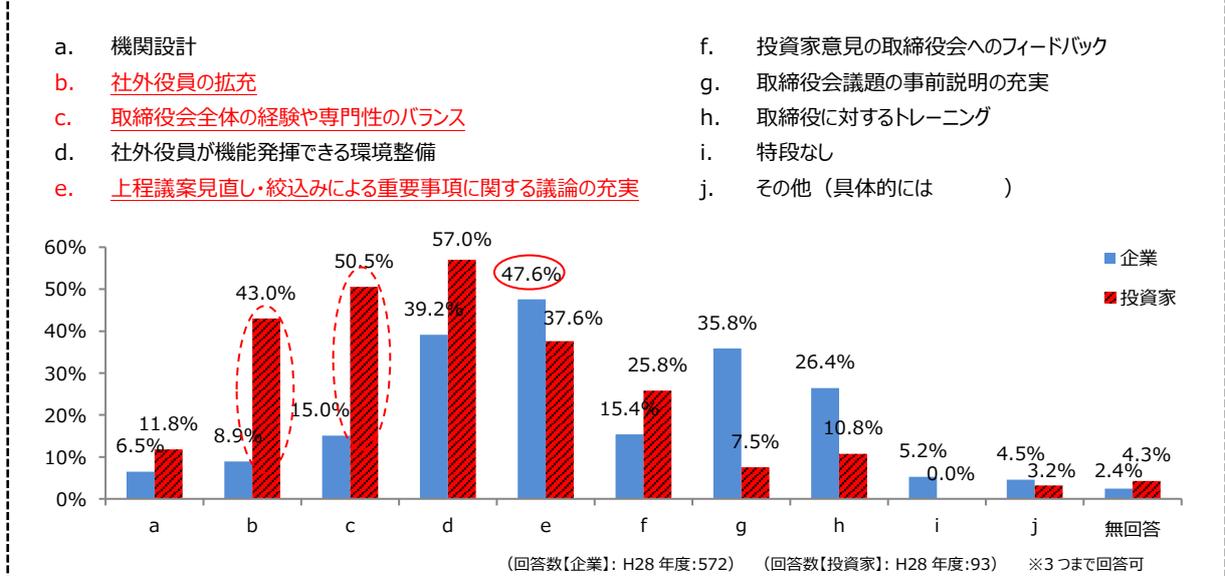
【図表 5：取締役会評価を実施していない理由（企業）】



取締役会の実効性向上に向けた課題として、企業は「上程議案見直し・絞込みによる重要事項に関する議論の充実」との回答が最も多く【図表 6】、真に重要な案件に絞った上で実質的な議論を行う必要性を感じていることが窺える。取締役会の議題として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「経営戦略立案」と回答しており【図表 7】、何を重要事項として議論するべきかについての両者の認識は一致している。しかしながら、「経営計画・経営戦略」は、投資家が最も強化を期待する取り組みである一方、今後取り組みを強化しようとする企業の割合は低く、双方の認識ギャップが最も大きい事項となっている【図表 2】。以上を踏まえれば、投資家は、「経営計画・経営戦略」が取締役会で十分に議論されているとまでは認識していないものと捉えられ、企業は、策定した経営計画の適切性や経営指標を実現するための経営戦略について、議論を充実させるための取り組みが求められると言える。

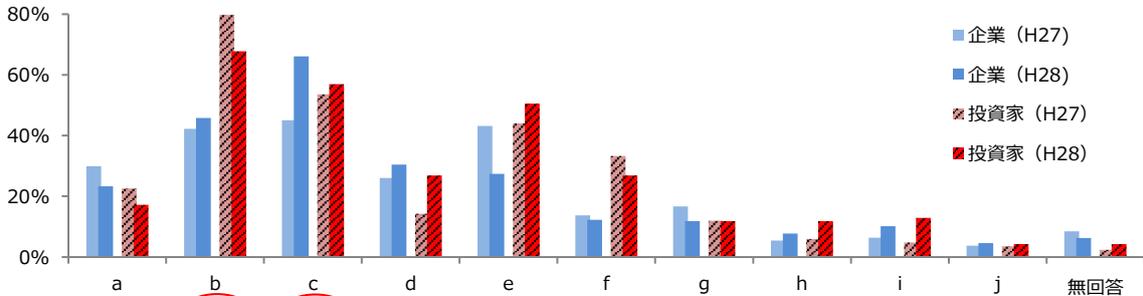
また、取締役会の実効性向上に向けた課題に関するアンケートからは、企業・投資家が実効性向上を考える上でどのような観点を重要と捉えているのかについて認識の相違も読み取れる。企業は、「上程議案見直し・絞込みによる重要事項に関する議論の充実」に加えて、「社外役員が機能発揮できる環境整備」「取締役会議題の事前説明の充実」との回答が多く、総じて現状の取締役会の運営強化に力点が置かれていると捉えられる【図表 6】。一方、投資家は「社外役員の拡充」「取締役会全体の経験や専門性のバランス」といった取締役会の構成自体にも強く課題を感じていることが示された【図表 6】。目まぐるしく変化する事業環境や国内外で激化する競争環境に迅速かつ適切に対応するためには、取締役各人が培ってきた経験や知識を軸に多面的な視点で「経営計画・経営戦略」を深く議論する必要があるため、投資家は、多様なバックグラウンドを有する取締役を確保することを求めていると解される。企業には、取締役会の構成において経験・専門性や独立性などの多様性を考慮し、どのような組み合わせが取締役会の実効性向上に向け望ましいのかについて議論を深めることが求められる。

【図表 6：取締役会の実効性向上に向けて、課題に感じていること（企業・投資家）】



【図表 7：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・業績の進捗・振り返り（\*）
- b. 経営目標・指標の適切性
- c. 経営戦略立案
- d. リスク管理
- e. コーポレート・ガバナンス体制
- f. 投資家との対話内容
- g. コンプライアンス関連
- h. 役員報酬
- i. 人事・人材管理
- j. その他（具体的には ）



企業	23.3%	45.8%	66.1%	30.4%	27.4%	12.2%	11.9%	7.7%	10.1%	4.5%	6.3%
投資家	17.2%	67.7%	57.0%	26.9%	50.5%	26.9%	11.8%	11.8%	12.9%	4.3%	4.3%

\* 選択肢の修正あり（H27 の選択肢「決算」、「業績の進捗・振り返り」を一元化）

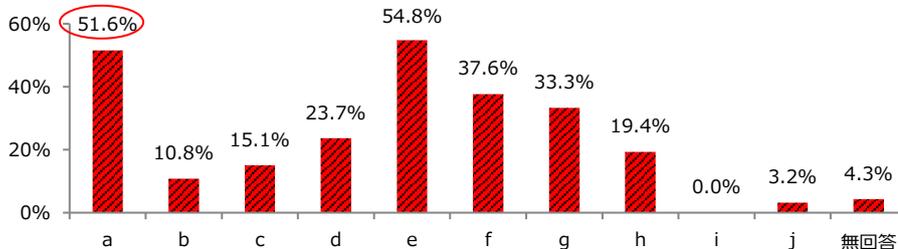
（回答数【企業】：H28 年度：572, H27 年度：568）（回答数【投資家】：H28 年度：93, H27 年度：84）

※複数回答可

また、多くの投資家は、企業に開示内容の充実を期待する項目として「取締役会の実効性の評価」を挙げている【図表 8】。実効性の評価に関する議論の中には機密性の高いものが含まれるため、開示内容については留意する必要があるものの、取締役会の実効性を高めるためにどのようなことが議論され、浮き彫りになった課題に対してどのように対処していくのかという PDCA プロセスを通じた自律的な取り組みについて、投資家をはじめとしたステークホルダーに対して真摯に伝えていくことは、コーポレート・ガバナンスにおける企業と投資家の認識ギャップを縮める上で重要であると考えられ、企業には積極的な開示を期待したい。

【図表 8：開示内容の充実を期待する項目（投資家）】

- a. 取締役会の実効性の評価
- b. 役員報酬の方針
- c. 役員指名の方針
- d. CEO 等の後継者の育成計画
- e. 業績の分析・経営陣の見解
- f. 社外取締役の選任理由や活動状況
- g. 環境（E）・社会（S）等の非財務情報
- h. 決算に関する補足・詳細データ
- i. 特段なし
- j. その他（具体的には ）



（回答数：H28 年度：93）※3 つまで回答可

企業は、取締役会が適切な成果を上げているかについて評価を行い、抱える課題を的確に把握することではじめて、取締役会の実効性を高めるための適切な措置を講じていくことが可能となる。企業には、経営計画・戦略に関する議論の充実や取締役会の構成といった観点も含め、取締役会運営に関

する取り組みを検証し、PDCA プロセスの確立を通じて実効性を高めていくことを期待したい。その上で浮き彫りになった課題に対してどのように対処していくのかを投資家と共有することを通じて、両者の相互理解が更に深まることを期待したい。

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。

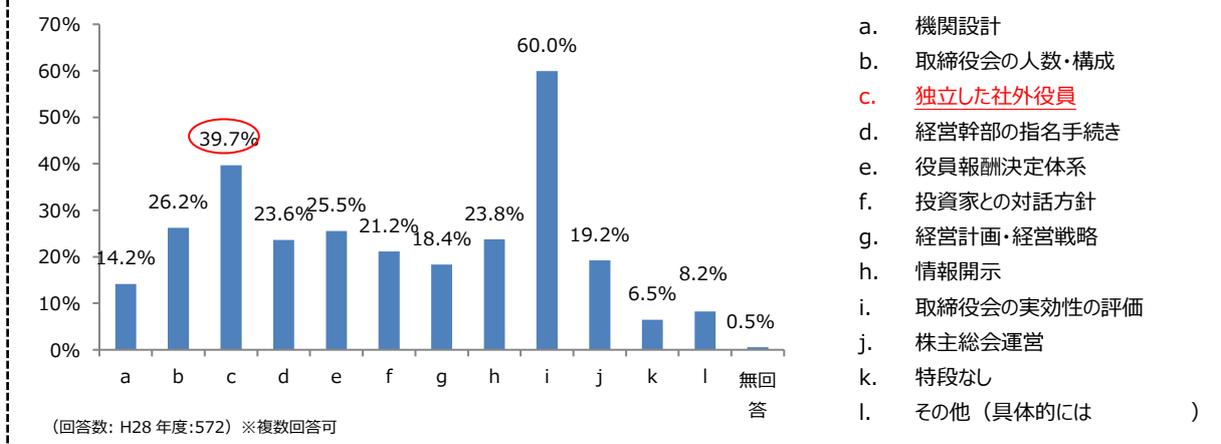
**【企業向け①】取締役会評価の充実とその結果の開示**

(2) 社外取締役について

企業が内部の理屈や慣習に囚われることなく、多様な知見を取り込み、意思決定を行っていく上で、社外取締役が果たす役割への期待は大きい。

コーポレートガバナンス・コードの策定を受けて、これまで企業は「独立した社外役員」に注力してきたものの【図表 1】、今後強化する取り組みとして同項目を挙げる企業は、昨年度から減少している【図表 2】。企業側の「独立した社外役員」に対する取り組み強化への意向が低下していることが示唆される一方、投資家の同取り組みに対する期待は引き続き高く、両者の認識には乖離が見られる。

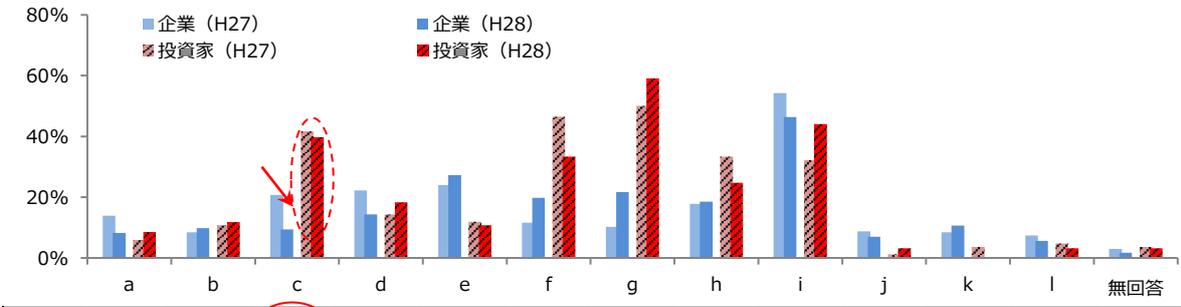
【図表 1 (再掲) : コーポレートガバナンス・コードを受け、株式価値向上の観点から変更もしくは強化した取り組み (企業)】



【図表 2（再掲）：コーポレート・ガバナンスに関して今後取り組みを強化する事項（企業）・

強化を期待する事項（投資家）】

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



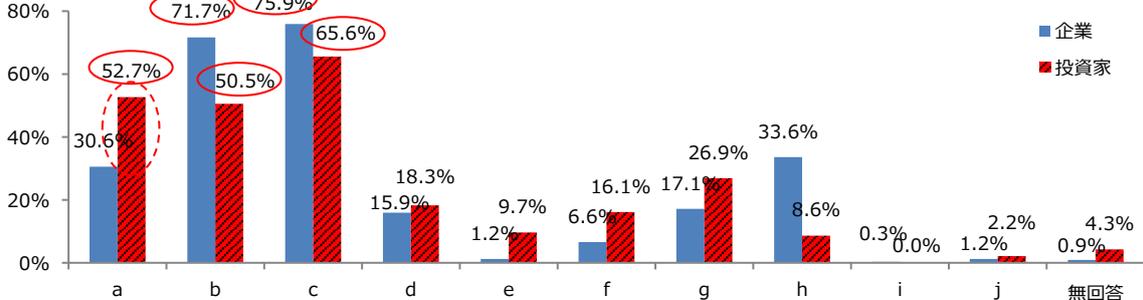
企業	8.2%	9.8%	9.4%	14.3%	27.3%	19.8%	21.7%	18.5%	46.3%	7.0%	10.7%	5.6%	1.7%
投資家	8.6%	11.8%	39.8%	18.3%	10.8%	33.3%	59.1%	24.7%	44.1%	3.2%	0.0%	3.2%	3.2%

(回答数【企業】: H28 年度:572, H27 年度:568) (回答数【投資家】: H28 年度:93, H27 年度:84) ※3 つまで回答可

社外取締役に期待する役割は、企業・投資家共に「経営戦略・重要案件等に対する意思決定を通じた監督」との回答が最も多く【図表 9】、社外取締役が経営陣の意思決定に関して妥当性をチェックする監督機能に最も重きを置いていると言える。続く回答としては、投資家は、「経営執行に対する助言」と「経営陣の評価（選解任・報酬）への関与・助言」を同程度に重視している一方、企業は、「経営執行に対する助言」に強く重きを置いている。投資家が重視している「経営陣の評価（選解任・報酬）への関与・助言」を社外取締役に期待する役割として挙げる企業の割合は、相対的に低い結果となっており、両者の見方は分かれている。

【図表 9：社外取締役に期待している役割の中で特に重要だと感じるもの（企業・投資家）】

- a. 経営陣の評価（選解任・報酬）への関与・助言
- b. 経営執行に対する助言
- c. 経営戦略・重要案件等に対する意思決定を通じた監督
- d. 不祥事の未然防止に向けた体制の監督
- e. 投資家との対話
- f. 利益相反行為の抑止
- g. 少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を経営に反映
- h. 会計や法律等の専門家としての助言
- i. 特に期待していない
- j. その他（具体的には ）

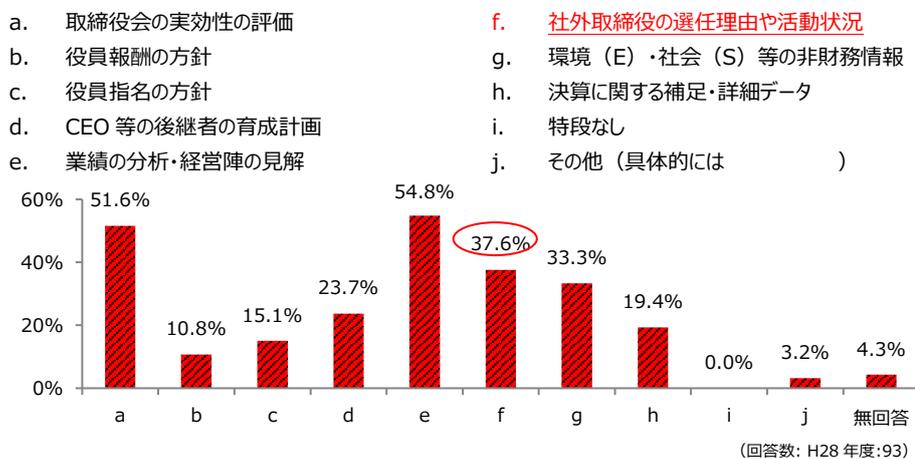


(回答数【企業】: H28 年度:572) (回答数【投資家】: H28 年度:93) ※3 つまで回答可

投資家は、役員の選解任や報酬に関する経営陣の評価プロセスが外部から見えにくいため、透明性や客観性を確保することを求めていると言える。企業内部者による決定だけでは、客観的な評価を行えない可能性があることに加え、外部から見て透明性に欠ける印象を抱かれ易い。「経営陣の評価（選解任・報酬）への関与・助言」を社外取締役期待している投資家が多いことを踏まえれば、経営陣から独立した立場で客観的な評価を行える体制を構築することは、実効的なコーポレート・ガバナンスの実現につながるものと考えられる。

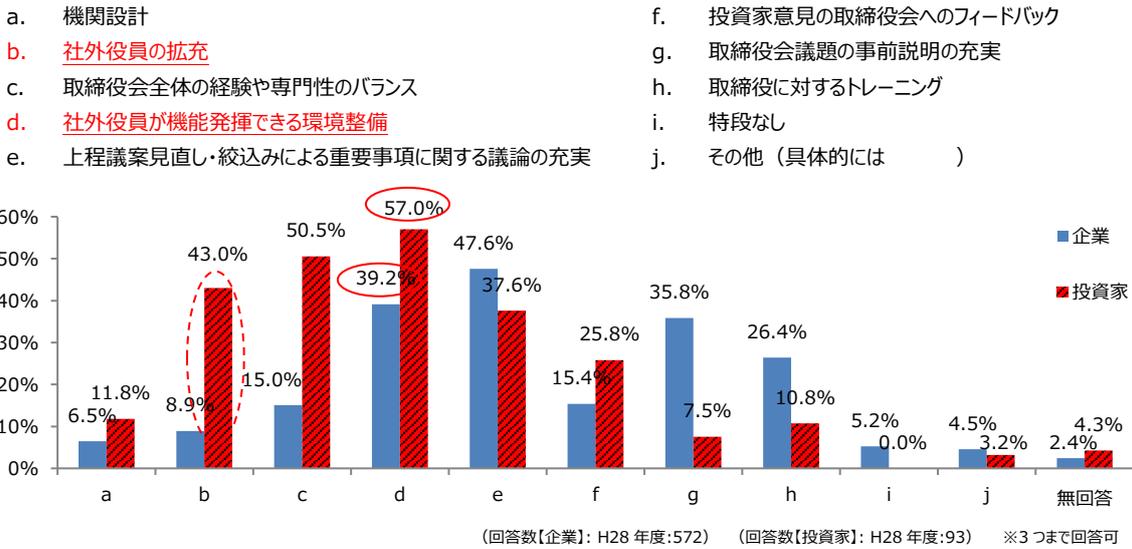
また、開示内容の充実を期待する項目として、「社外取締役の選任理由や活動状況」と回答する投資家は少なくない【図表 8】。当該社外取締役を選任することがどう企業価値向上につながるのか、また選任された社外取締役が実際にどのように企業価値向上に貢献しているのかということに対して投資家の関心が集まっている。企業は、社外取締役を選任するにあたり、期待する役割を明確にした上で得られた効果について説明していくことが求められる。

【図表 8（再掲）：開示内容の充実を期待する項目（投資家）】

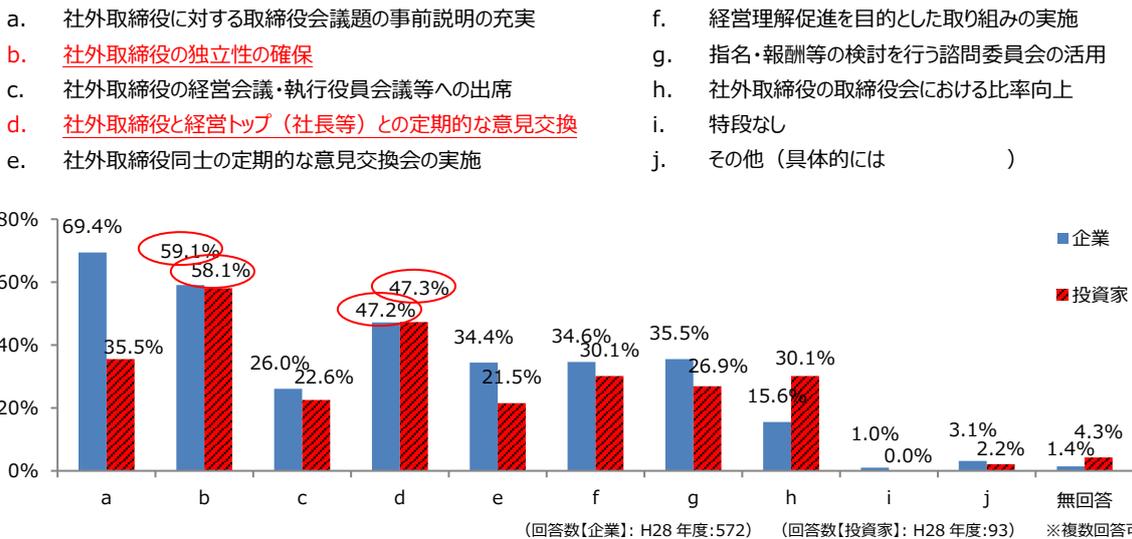


企業・投資家の双方は、「社外役員が機能発揮できる環境整備」を取締役会の実効性向上に向けた課題として位置付けている【図表 6】。社外取締役には、経営に対する厳しい指摘や耳の痛い話も含め、中期的な企業価値向上の観点から取締役会で闊達に発言していくことが期待されているが、そのためには社外取締役が期待される機能を適切に発揮するための仕組みが重要となる。社外取締役の機能発揮に向けた取り組みとして、投資家・企業共に「社外取締役の独立性の確保」や「社外取締役と経営トップ（社長等）との定期的な意見交換」を重視しており、同取り組みに向けた両者の認識は概ね一致している【図表 10】。独立した立場にある社外取締役が経営トップ含めた経営陣に対して自由かつ忌憚なく意見を述べ、議論することができる環境整備に取り組むことを期待したい。

【図表 6（再掲）：取締役会の実効性向上に向けて、課題に感じていること（企業・投資家）】

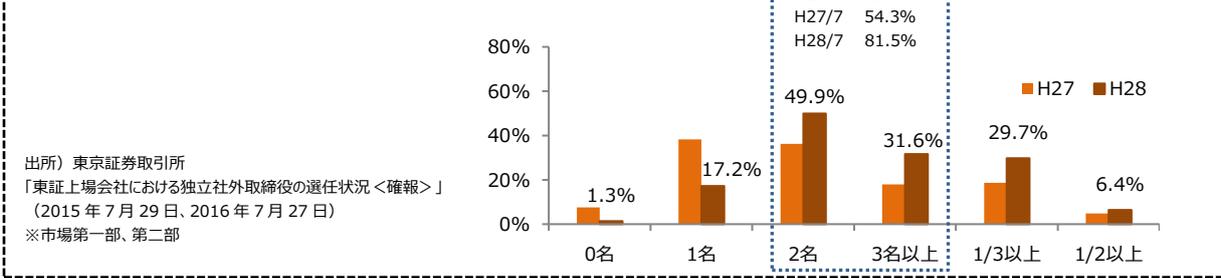


【図表 10：社外取締役の機能発揮に向けて、実施している取り組み（企業）・期待する取り組み（投資家）】

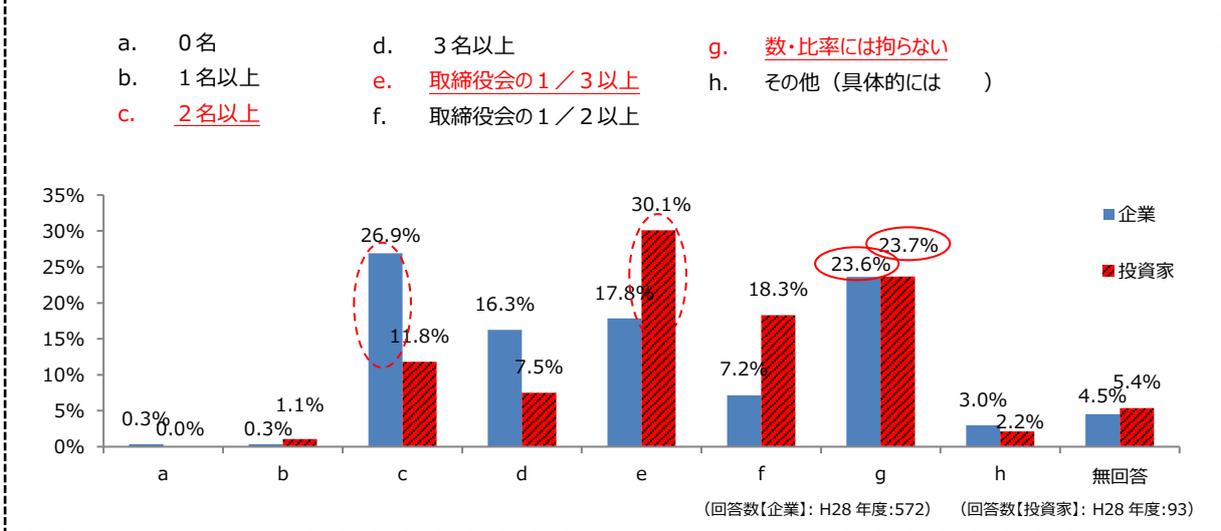


コーポレートガバナンス・コードでは、2名以上の独立社外取締役の選任が推奨されており、2名以上の社外取締役を選任する企業の割合は、平成 27 年 7 月時点の 54.3%から、平成 28 年 7 月時点では 81.5%と大きく増加している【図表 11】。社外取締役の人数・取締役会に占める比率について望ましい水準に関しては、企業は「2名以上」との回答が最も多かった一方、投資家は「取締役会の 1/3 以上」が最も多く、投資家は更なる社外取締役の選任を求めている【図表 12】。取締役会の実効性向上に向けた課題に関して「社外役員の拡充」における認識ギャップが大きいこと【図表 6】、企業側の「独立した社外役員」に対する取り組み意欲が低下していることも踏まえれば【図表 2】、企業は 2 名以上の社外取締役の選任が進み、社外取締役に関する取り組みが一段落したと考えている一方、投資家は社外取締役の拡充について十分な対応が講じられたとまでは認識していないものと捉えられる。

【図表 11：社外取締役の選任状況】



【図表 12：社外取締役の人数・取締役会に占める比率について中長期的に望ましいと思う水準（企業・投資家）】



当然ながら、社外取締役の人数をはじめ、目指すべきコーポレート・ガバナンス体制に正解はなく、各社がその時々置かれた状況に応じて、創意工夫を凝らして判断していくことが望ましい。「数・比率には拘らない」と回答する投資家が一定数いることを踏まえると【図表 12】、投資家は形式的な人数や比率だけでなく、社外取締役の独立性やその期待される役割を適切に発揮するための仕組みが構築されていることも重要と捉えていることが示唆される。

しかしながら、望ましい社外取締役の人数・比率に関する企業・投資家の認識に少なからずギャップがあることを踏まえれば、投資家は、企業に対して単にコーポレートガバナンス・コードで最低限求められている独立社外取締役2名の確保だけでなく、より闊達な議論を促す観点から、取締役会の規模等を考慮した上で社外取締役が発言しやすい環境の構築など実効的な取り組みを求めていると解される。

企業は、独立社外取締役を2名選任して形式的に原則を遵守することで社外取締役に関する議論を終えるのではなく、自社に合った社外取締役を含めた取締役会の在り方について丁寧の説明していく姿勢が求められる。その上で社外取締役に求める役割や機能発揮できる仕組み、取締役会の規模等を踏まえ、必要とあれば更に社外取締役を拡充していくことが期待される。

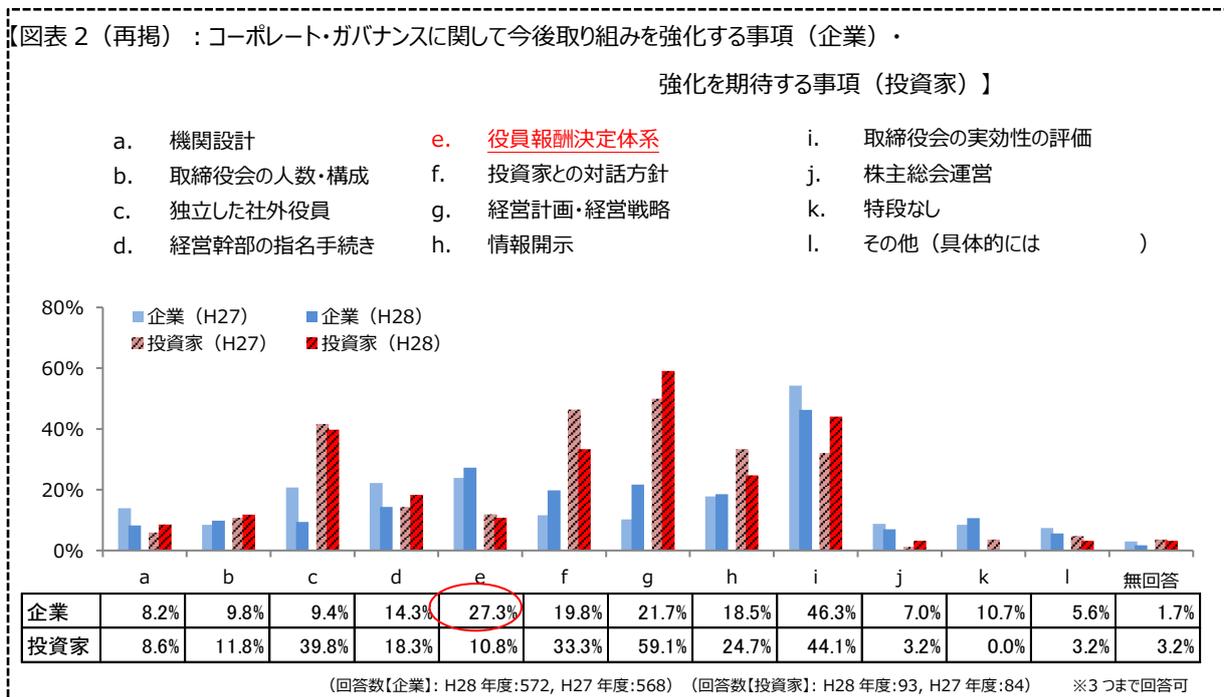
当協会では、このような状況を踏まえ、以下の点を要望したい。

**【企業向け②】社外取締役の拡充**

### (3) 役員報酬について

役員報酬は、コーポレートガバナンス・コードにおいて「中期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべき」とされており、経営陣の適切なリスクテイクを促し、新たな経営戦略に果敢に挑戦するインセンティブを与える手段として捉えられている。

こうした議論の高まりもあり、企業は、コーポレート・ガバナンスに関して今後強化したい取り組みとして「役員報酬決定体系」を2番目に挙げており【図表 2】、自社の役員報酬の在り方について模索する動きがこれまで以上に進展していくものと思われる。

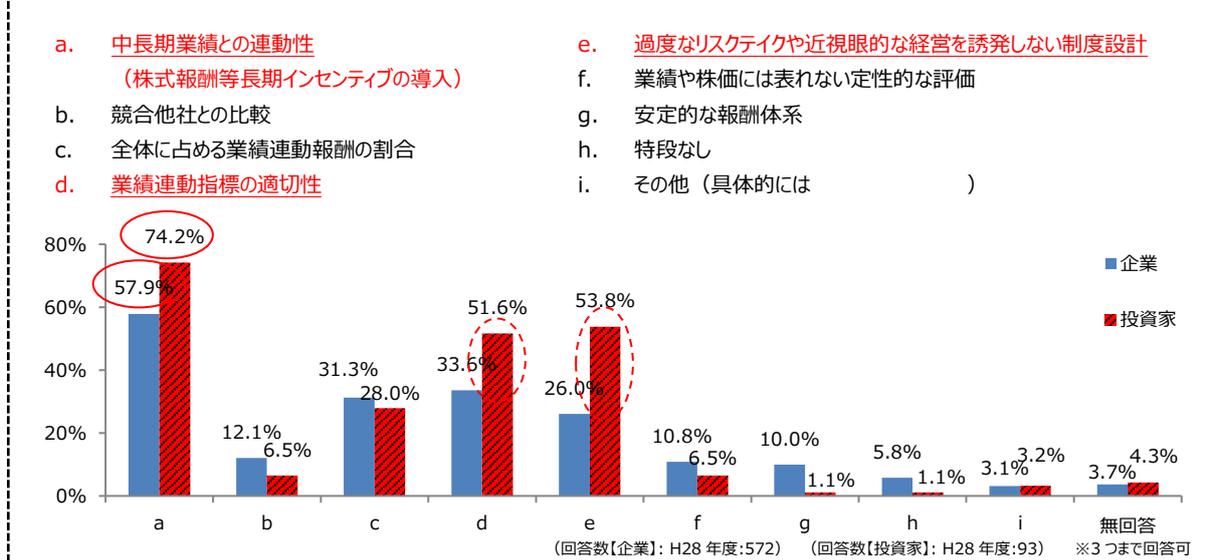


役員報酬について重視するものとして、企業・投資家共に「中長期業績との連動性 (株式報酬等長期インセンティブの導入)」との回答が最も多く、「業績や株価には表れない定性的な評価」や「安定的な報酬体系」との回答は少なかった【図表 13】。企業・投資家共に、定性的な評価や安定性ではなく、役員報酬を中長期業績と連動させることにより、経営陣の業績向上への意識を高めることを重視している。また、投資家は企業以上に、「過度なリスクテイクや近視眼的な経営を誘発しない制度設計」や「業績連動指標の適切性」への関心も高く、過度なインセンティブ付けとならないよう配慮することや報酬と連動するよう設定される業績評価指標の適切性について考慮することも期待していると言え【図表 13】。

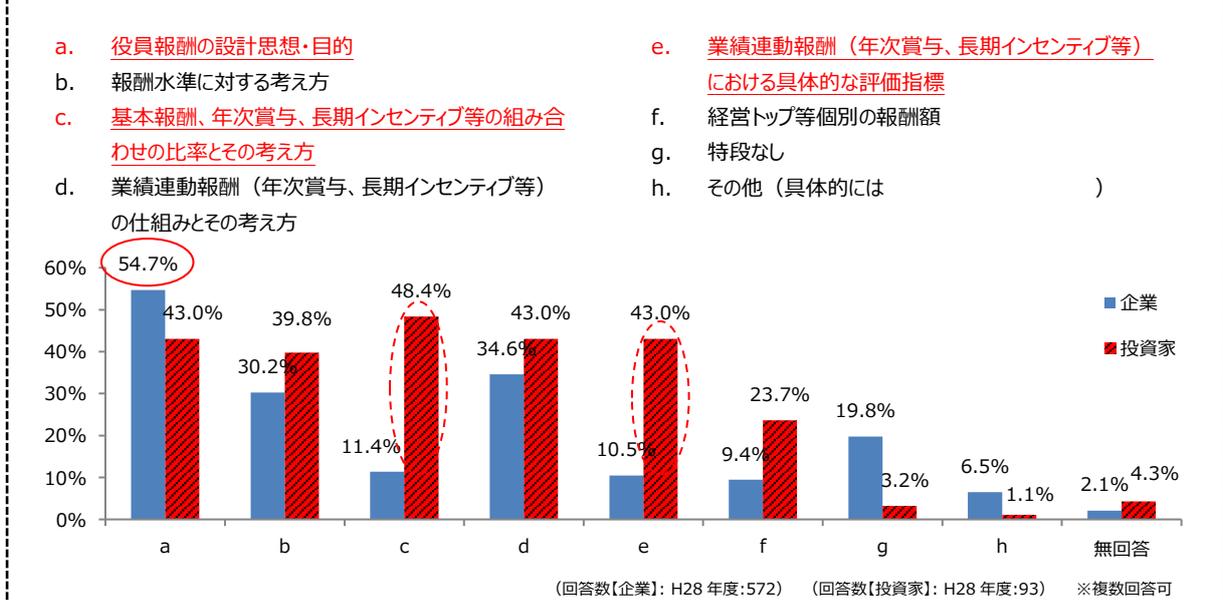
役員報酬について開示している項目として、「役員報酬の設計思想・目的」を挙げる企業が多かった一方、「基本報酬、年次賞与、長期インセンティブ等の組み合わせの比率とその考え方」や「業績連動報酬 (年次賞与、長期インセンティブ等) における具体的な評価指標」といった内容にまで踏み込んで開示している企業は少なく、また同項目については開示してほしい投資家とのギャップも大きかつ

た【図表 14】。相応の数の投資家が役員報酬設計の詳細な開示について期待していることを踏まえれば、投資家は、役員報酬の狙いや価値観だけでなく、具体的にどのように中長期の企業業績と役員報酬が結びついているかについて把握し、役員報酬の適切性について判断したいものと捉えられる。

【図表 13：役員報酬について、特に重視しているもの（企業）・重視するべきだと思うこと（投資家）】



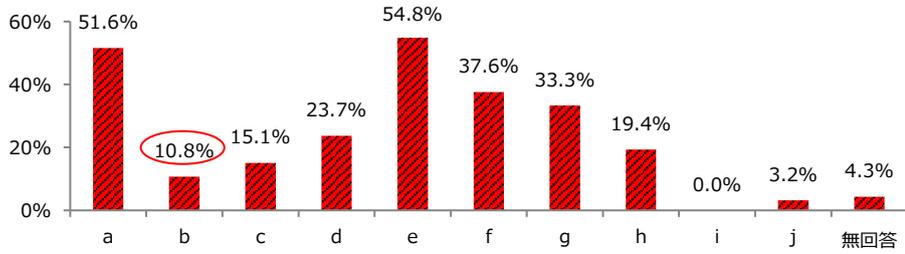
【図表 14：役員報酬について開示している項目（企業）・開示してほしい項目（投資家）】



但し、開示内容の充実を期待する項目として「役員報酬の方針」と回答する投資家は、現状では少なく、コーポレート・ガバナンスという枠組みにおける役員報酬への関心が高いとは言い難い状況にある【図表 8】。しかし、経営陣の適切なリスクテイクを促し、経営戦略に挑戦するインセンティブを与える観点から役員報酬の活用が進むに連れて、どのように中長期業績と結びついているかについて議論が高まっていくものと考えられる。当協会としては、役員報酬が適切なインセンティブとして機能しているかに対する投資家の関心が高まり、両者の認識ギャップが解消されるかについて注目していきたい。

【図表 8（再掲）：開示内容の充実を期待する項目（投資家）】

- a. 取締役会の実効性の評価
- b. 役員報酬の方針
- c. 役員指名の方針
- d. CEO 等の後継者の育成計画
- e. 業績の分析・経営陣の見解
- f. 社外取締役の選任理由や活動状況
- g. 環境（E）・社会（S）等の非財務情報
- h. 決算に関する補足・詳細データ
- i. 特段なし
- j. その他（具体的には ）



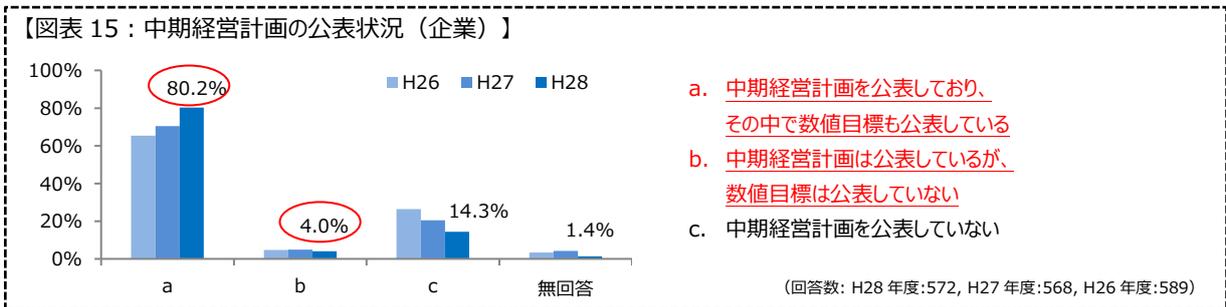
(回答数: H28 年度:93) ※3 つまで回答可

### 第3章 持続的成長に向けた経営戦略について

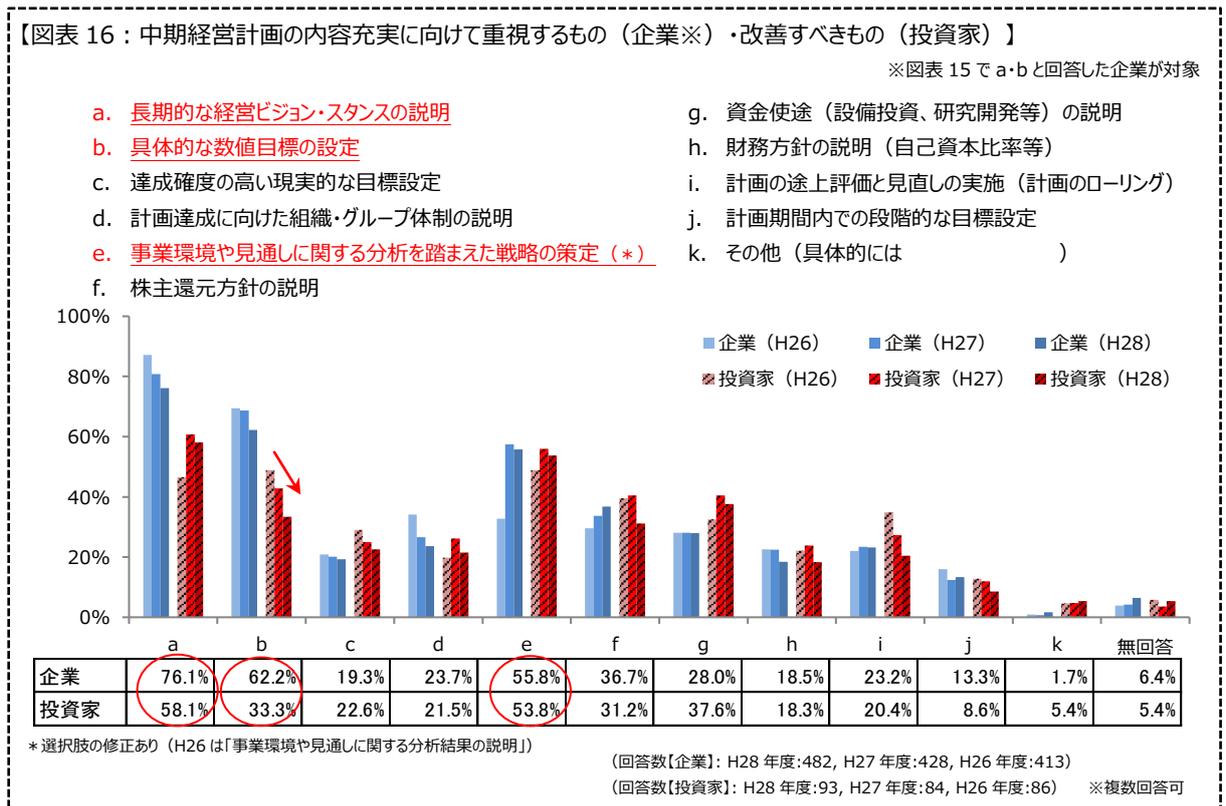
#### (1) 経営計画の設定・公表

企業が実効的な経営計画を策定し、その目指す姿と実現プロセスを対外的に明示することにより、投資家は、企業の価値創造に向けた道筋を明確に捉えることができるため、その意義は大きい。

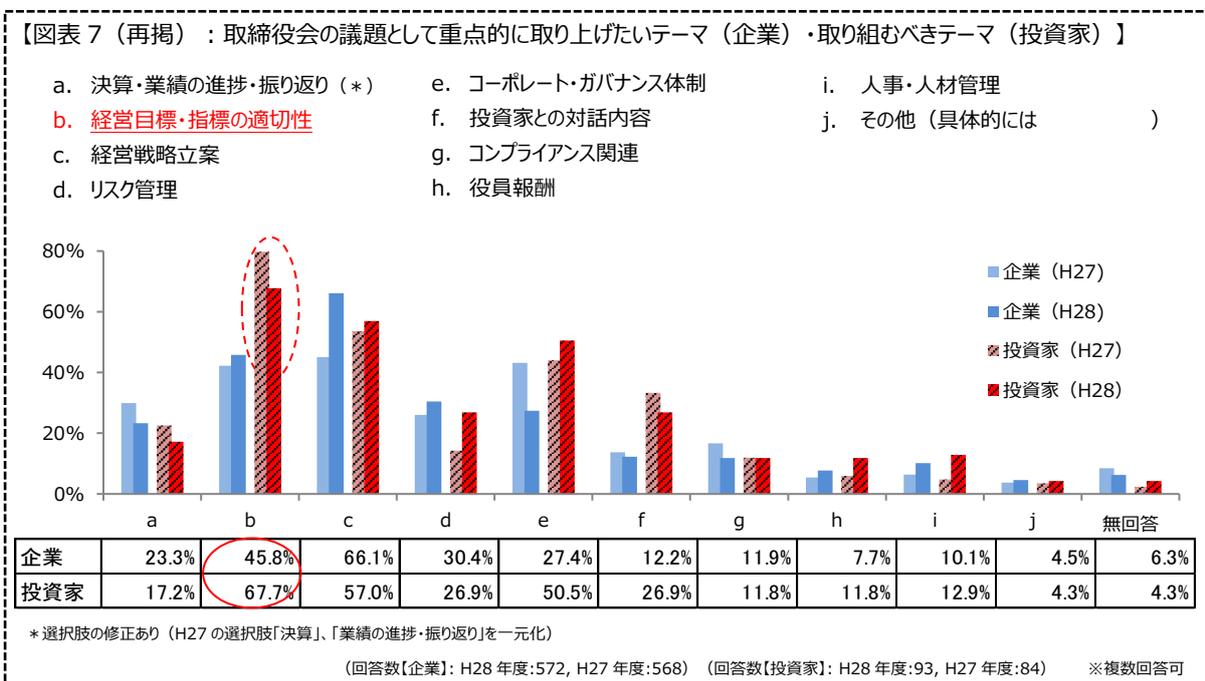
中期経営計画を公表している企業の割合は8割に上るなど、年々増加傾向にあり、計画の公表は一定程度浸透したものと捉えることができる【図表 15】。中期経営計画を公表していない企業については、今後積極的に公表していくことを期待したい。



投資家は、中期経営計画の内容充実に向けて最も改善すべきものとして、「長期的な経営ビジョン・スタンスの説明」を挙げており【図表 16】、経営陣が自社の強みや経済・社会の構造変化を踏まえ、中長期的にどのような価値創造を行おうとしているのかについて説明されることを求めている。企業は同項目を既に重視していると回答しているが、投資家は企業の取り組みに対して更なる改善の余地があると捉えていることが示唆される。



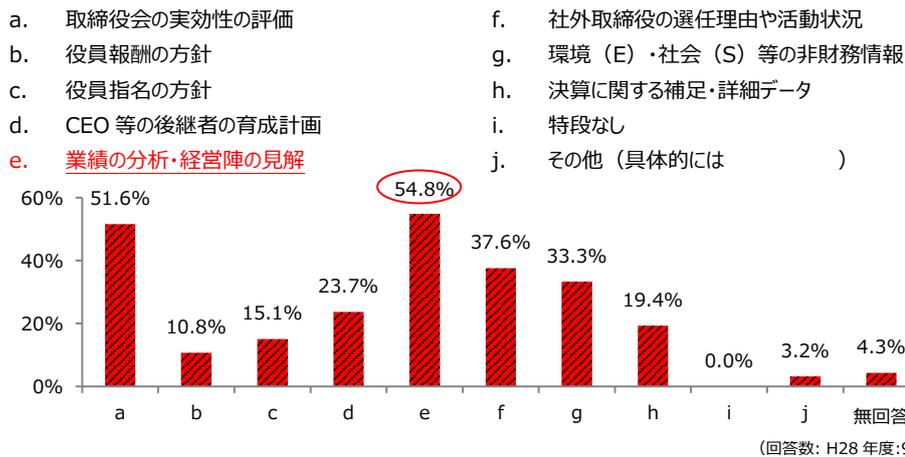
経営計画は、目標とする経営指標が企業価値向上につながるよう設定される必要がある。中期経営計画の内容充実に向け、企業は2番目に「具体的な数値目標の設定」を重視していると回答している【図表 16】。企業の8割は、数値目標を伴う中期経営計画を公表しており【図表 15】、定性的な目標だけでなく定量的な目標も踏まえて計画が公表されている点は、会社の目指す姿をより具体的に把握することにつながるため望ましい。「具体的な数値目標の設定」をより改善すべきと捉える投資家は、数値計画を伴う中期経営計画を発表する企業数増加を受け、大きく減少している【図表 16】。ところが多くの投資家は、取締役会の議題として今後重点的に取り組むべきテーマを「経営目標・指標の適切性」と回答しており【図表 7】、企業との乖離も大きい項目であった。数値目標を伴う中期経営計画の策定は一定浸透してきた一方で、経営目標とするべき指標の在り方については引き続き多くの投資家が課題意識を抱いているものと捉えられる。



経営計画は、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、数値目標だけでなく、具体的な実現プロセスを明示してこそ意味を持つ。多くの投資家は「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おり【図表 16】、目標を達成するための具体的な実現プロセスが事業環境等の分析を踏まえ、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。

開示内容の充実を期待する項目として、多くの投資家は「業績の分析・経営陣の見解」を挙げており【図表 8】、目標値と実績値が乖離する場合にはその理由がわかるように、経営陣自らが積極的に説明していくことも期待される。

【図表 8 (再掲) : 開示内容の充実を期待する項目 (投資家)】



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、企業の長期的な経営ビジョン・スタンスが示されることを望んでいる。その上で数値目標と、それを達成するための事業戦略が有機的に結びつき、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価値創造に向けた意思をより明確に捉えることができる。当協会では、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③】 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。

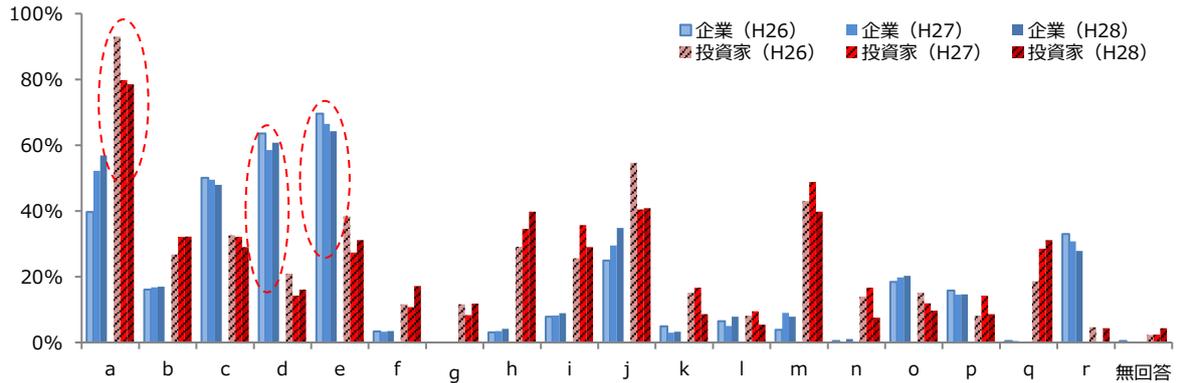
アンケート調査では、投資家は、経営目標として企業が重視することが望ましい指標について「ROE」との回答が最も多かったほか、「ROA」「ROIC」との回答も一定見られ、投資家が効率性を重視している様子が窺える【図表 17】。一方で、企業は、中期経営計画において公表している指標として「ROE」との回答も増加しているものの、「利益額・利益の伸び率」「売上高・売上高の伸び率」との回答が最も多く、企業と投資家の認識ギャップは依然として大きい。

投資家の回答が最も多かった ROE については、目標値を設定・公表している企業の割合は増加したものの、依然として全体の 5 割弱に留まる【図表 18】。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 19】。

【図表 17：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）】

※図表 15 で a と回答している企業が対象

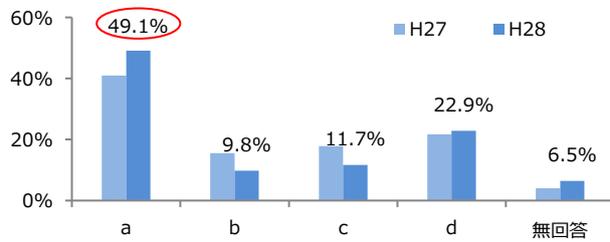
- a. ROE（株主資本利益率）
- b. ROA（総資本利益率）
- c. 売上高利益率
- d. 売上高・売上高の伸び率
- e. 利益額・利益の伸び率
- f. 市場占有率（シェア）
- g. 経済付加価値（EVA®）
- h. ROIC（投下資本利益率）
- i. FCF（フリーキャッシュフロー）
- j. 配当性向（配当／当期利益）
- k. 株主資本配当率（DOE）（DOE=ROE×配当性向）
- l. 配当総額または 1 株当たりの配当額
- m. 総還元性向（（配当＋自己株式取得）／当期利益）
- n. 配当利回り（1 株当たり配当／株価）
- o. 自己資本比率（自己資本／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



(回答数【企業】: H28 年度:459, H27 年度:400, H26 年度:385)

(回答数【投資家】: H28 年度:93, H27 年度:84, H26 年度:86) ※複数回答可

【図表 18：ROE 目標値の設定・公表状況（企業）】

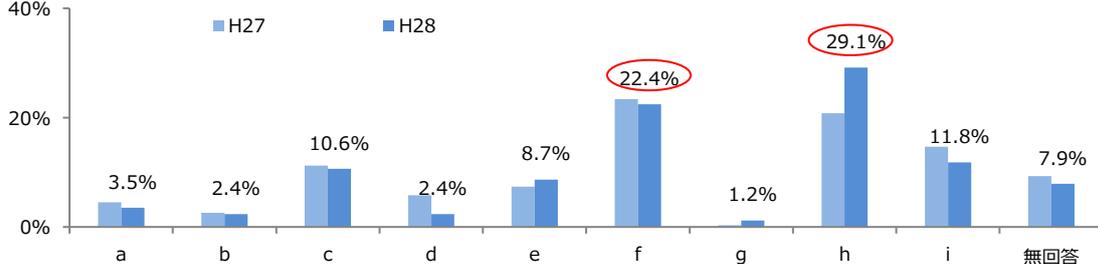


(回答数: H28 年度:572, H27 年度:568)

【図表 19：ROE 目標値を設定・公表しない理由（企業※）】

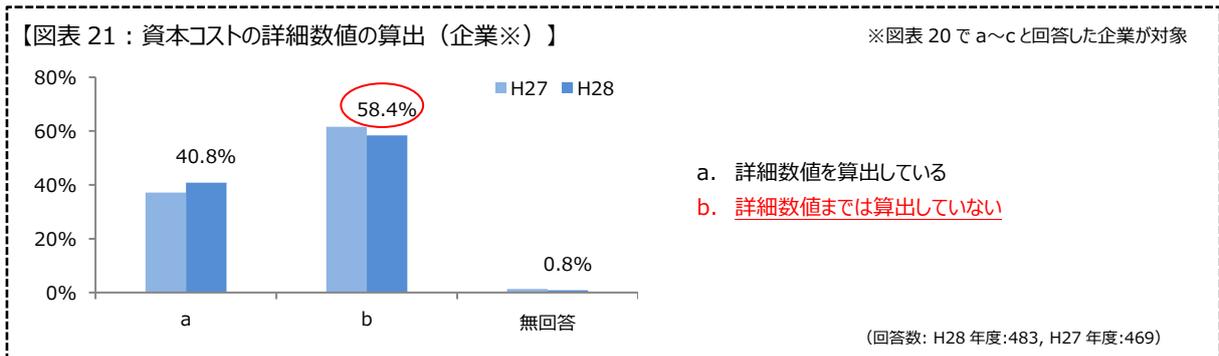
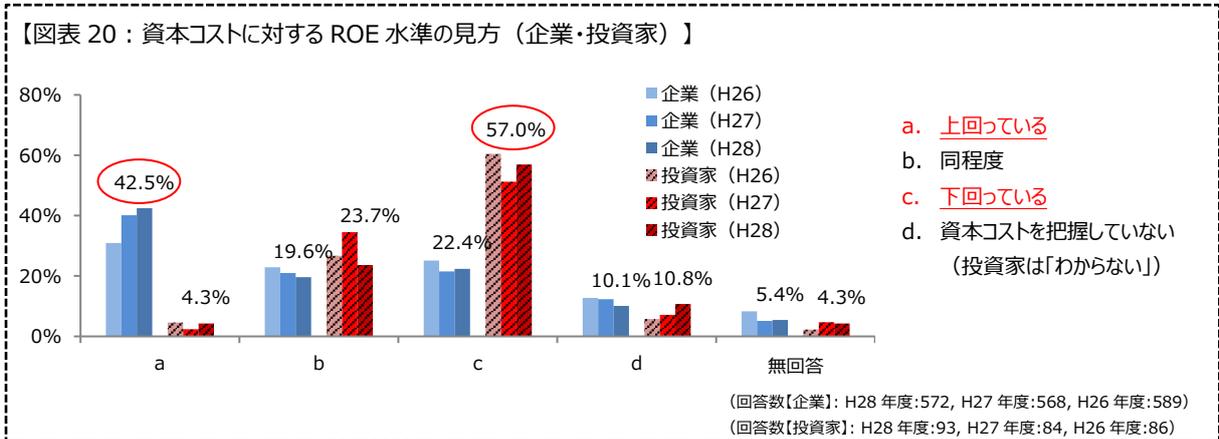
※図表 18 で b～d と回答した企業が対象

- a. 重要な指標と考えていない
- b. 特別損益の影響で振れ幅が大きい
- c. 今後の事業環境の見通しや会社戦略の確度が低い等の理由で設定が困難
- d. 現行水準が低く、目標設定意義が薄い
- e. 財務体質の改善を優先している
- f. 利益の絶対額を重視している
- g. 利益よりもキャッシュフローを重視している
- h. ROE以外の指標を設定している
- i. その他（具体的には）

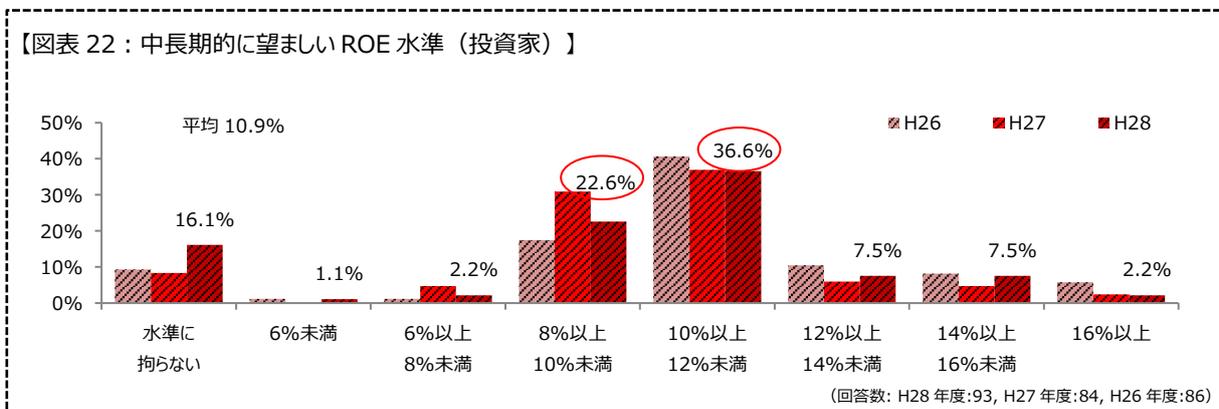


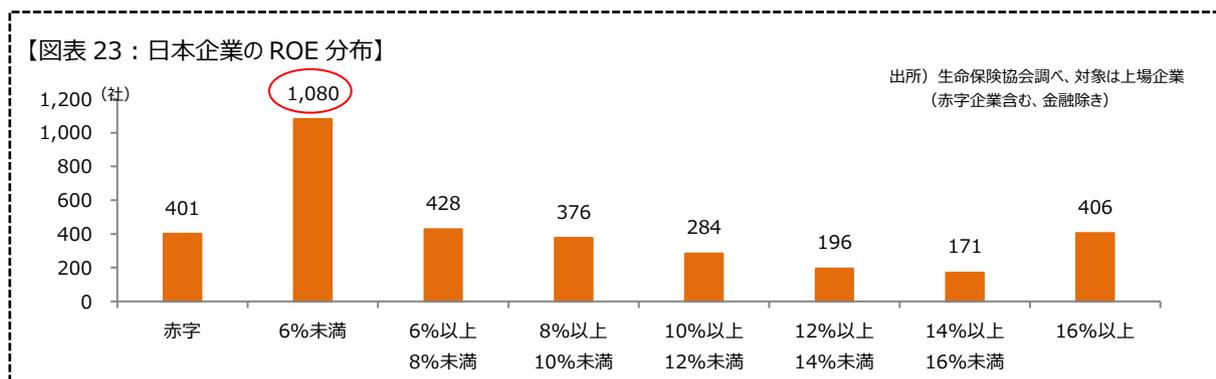
(回答数: H28 年度:254, H27 年度:312)

資本コストに関する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 20】。また、資本コストを把握している企業【図表 20 で a~c と回答】でも、資本コストの詳細数値を算出している企業は 4 割程度に留まり、過半数は詳細数値を算出していなかった【図表 21】。



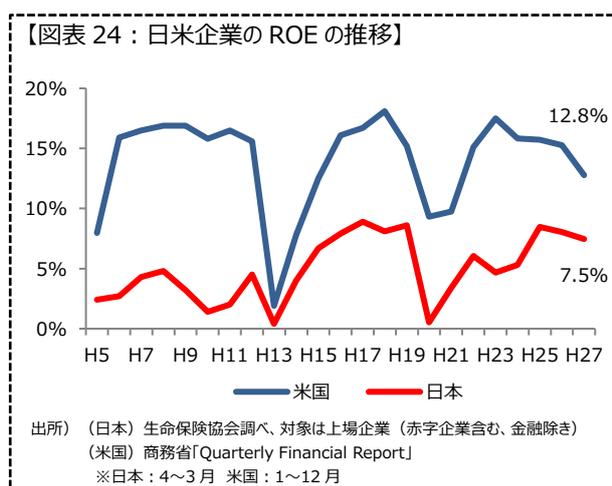
投資家が中長期的に望ましいと考える ROE 水準としては、「10%以上 12%未満」との回答が最も多く、次いで「8%以上 10%未満」となり、平均値は 10.9%となった。投資家は、中長期的に望ましい水準として、二桁の ROE を期待していることが窺える【図表 22】。一方で、企業の ROE 水準は、ばらつきが見られるものの「6%未満」が最も多かった【図表 23】。





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。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。

平成 27 年度の日本企業の平均 ROE は 7.5% 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 24】【図表 25】。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。



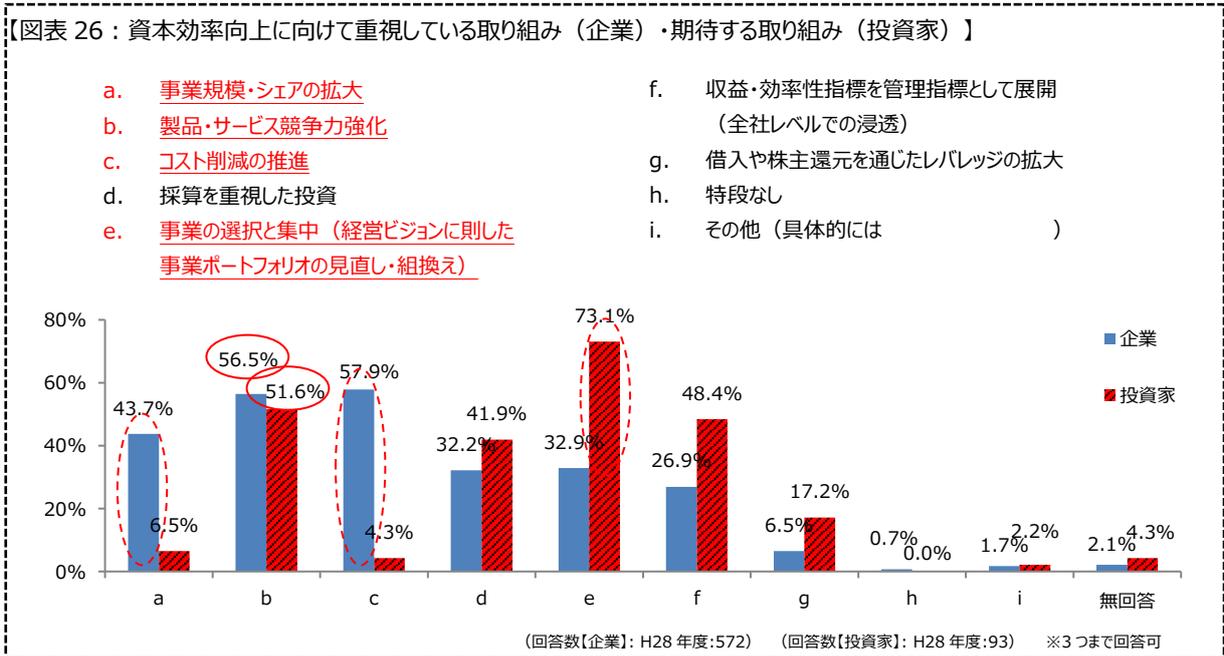
【図表 25：日米企業の ROE の比較】

	日本	米国
ROE	7.5%	12.8%
ROA	2.9%	5.4%
売上高純利益率	3.5%	7.9%
総資産回転率	0.8	0.7
財務レバレッジ	2.6	2.3

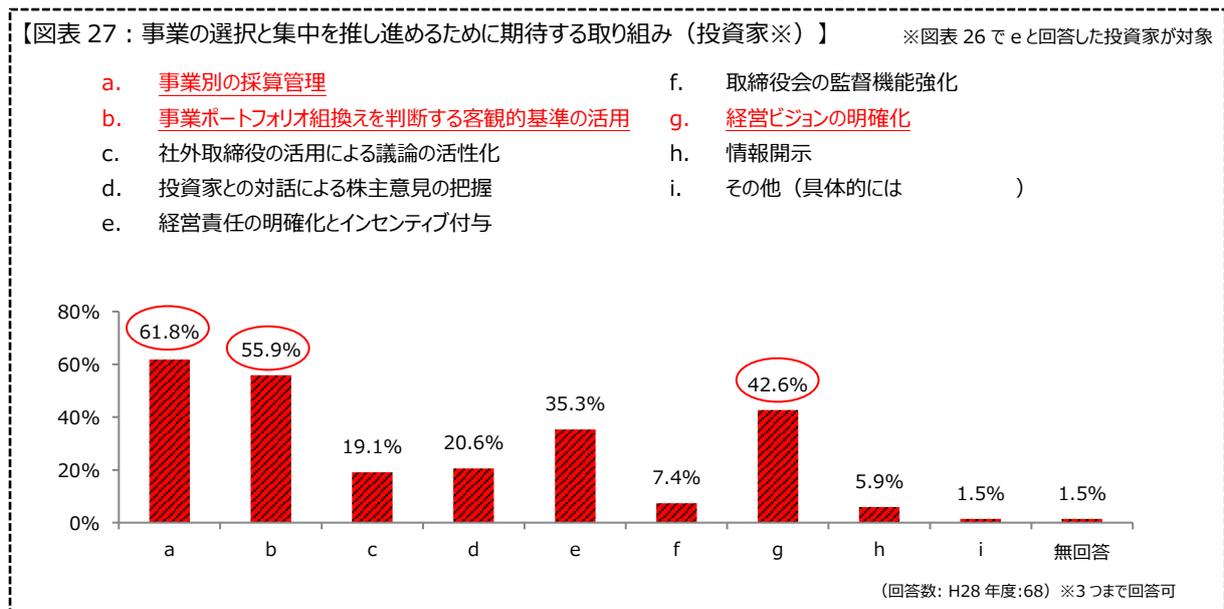
出所) (日本) 生命保険協会調べ、対象は上場企業 (赤字企業含む、金融除き)  
(米国) 商務省「Quarterly Financial Report」  
※日本：4～3月 米国：1～12月

資本効率の向上に向けて企業に期待する取り組みとして、投資家は「事業の選択と集中（経営ビジョンに則した事業ポートフォリオの見直し・組換え）」との回答が最も多かった一方、同項目に注力する企業は少なかった【図表 26】。また、企業は「事業規模・シェアの拡大」「コスト削減の推進」を重視している一方、同項目を挙げた投資家は限定的で両者のスタンスには乖離が見られる。投資家は、企業に対して既存事業の売上拡大やコスト削減だけでなく、現在の事業ポートフォリオが自社にとっ

て本当に最適であるかという視点から資本効率向上を目指すことを求めていると言える。



事業の選択と集中を推し進める観点から企業に期待する取り組みとして、投資家は「事業別の採算管理」「事業ポートフォリオ組換えを判断する客観的基準の活用」「経営ビジョンの明確化」と回答している【図表 27】。投資家が求める選択と集中とは、単に多角化を否定するものではなく、企業が各事業の収益性を把握し、合理的な意思決定の裏付けとして事業の参入・撤退を判断する基準を設けた上で、自社が掲げる経営ビジョンとの整合性から事業ポートフォリオに関する意思決定を行う経営を指すと読み取れる。



自社内での成長が難しい事業を抱え続けることは、成長が見込まれる分野や自社の強みを活かせる事業に十分な経営資源を配分できず、企業・投資家共に重視する「製品・サービス競争力強化」が図れなくなることにつながりかねない【図表 26】。資本効率向上に向けた取り組みとして、「事業の選択と集中（経営ビジョンに則した事業ポートフォリオの見直し・組換え）」の認識ギャップが大きいことを踏まえれば、企業は、収益性を高めていくために成長分野や中核的事業を見極めた上で、事業ポートフォリオの見直し・組み換えを不断に行うことが求められていると考えられる。企業は、自社の経営ビジョンと合致する成長分野や中核的事業に経営資源を投入することによって、製品・サービスの競争力を高め、資本効率の向上につなげていくことが期待される。

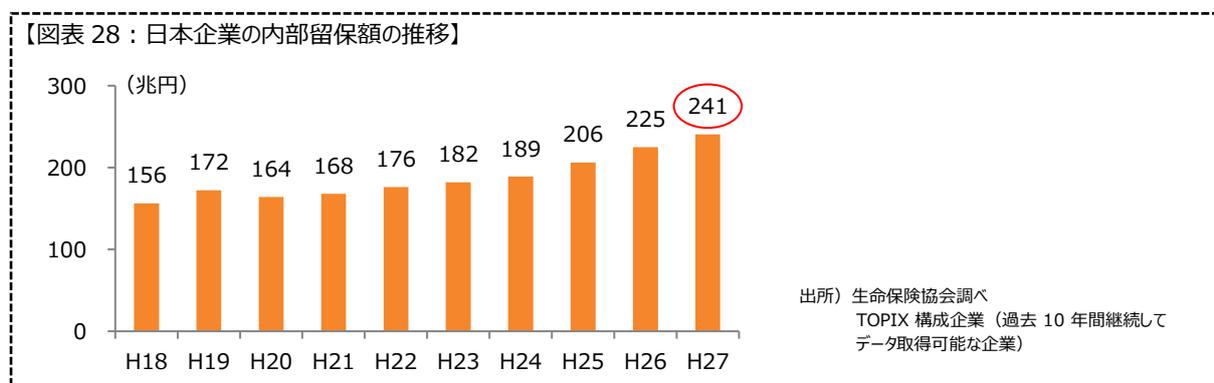
当協会では、このような状況を踏まえ、以下の点を要望したい。

【企業向け④】 資本コストを踏まえた ROE の目標設定と水準向上

【企業向け⑤】 経営ビジョンに則した事業ポートフォリオの見直し

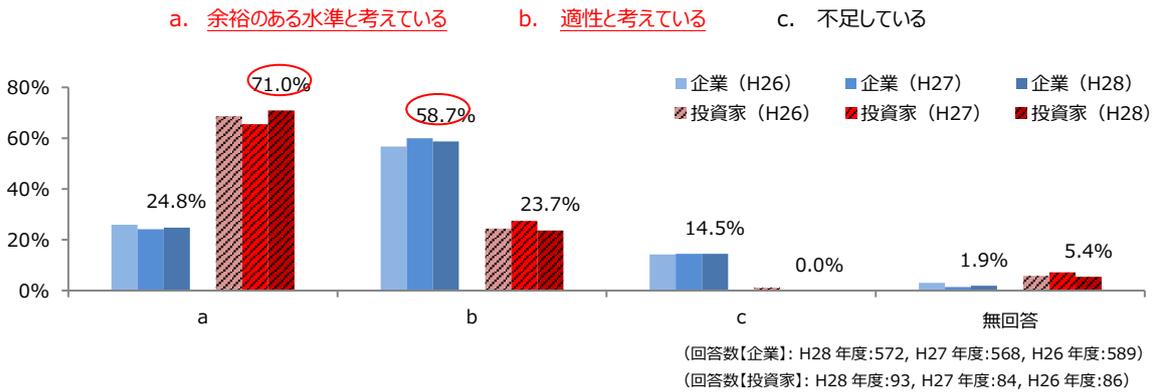
### (3) 投資について

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 28】。

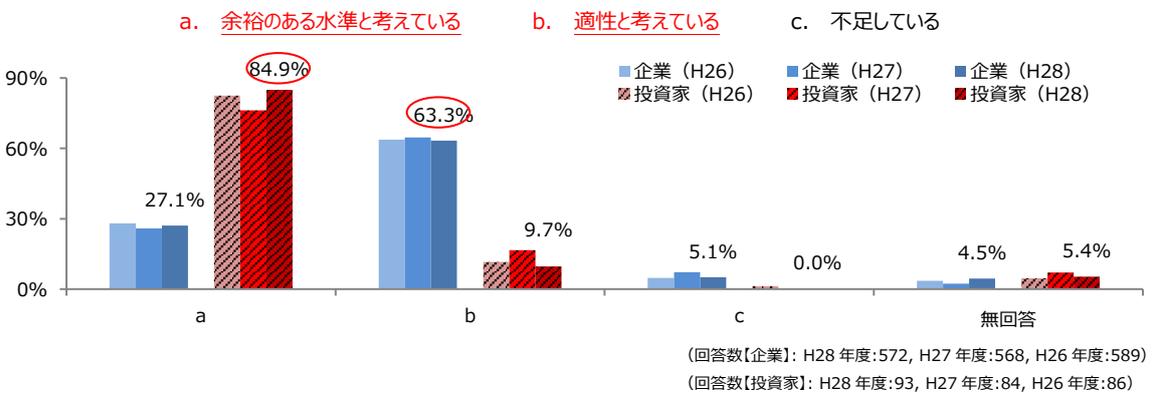


企業の大半は現在の自己資本・手元資金は適正な水準にあると考えているが、多くの投資家は、企業が自己資本や手元資金を余剰に抱えていると考えており【図表 29】【図表 30】、企業と投資家の認識に依然として大きな隔りがある。多くの企業は、手元資金の適切な水準を決定する際、「売上高や利益、運転資金、キャッシュフロー等に対して一定の比率を目安にしている」としている【図表 31】。投資家の半数以上が、企業の手元資金の水準の妥当性について「あまり説明されていない」「ほとんど説明されていない」と回答していることを踏まえると【図表 32】、適切な手元資金の水準に対する考え方や客観的な基準が投資家に示されることで、両者の認識ギャップは縮まることが期待される。

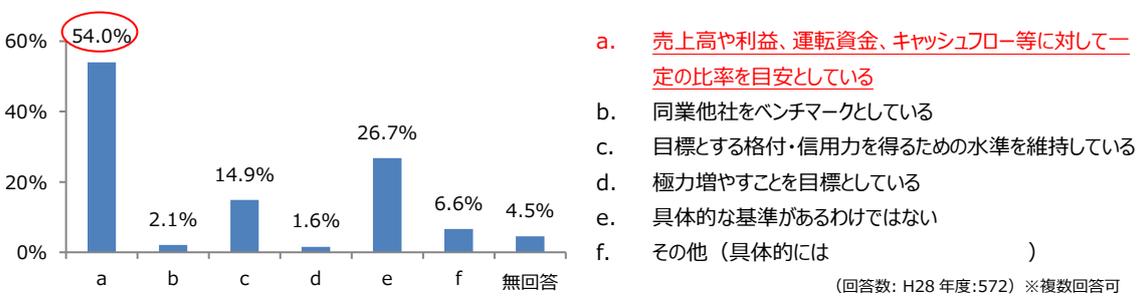
【図表 29：自己資本の水準についての認識（企業・投資家）】



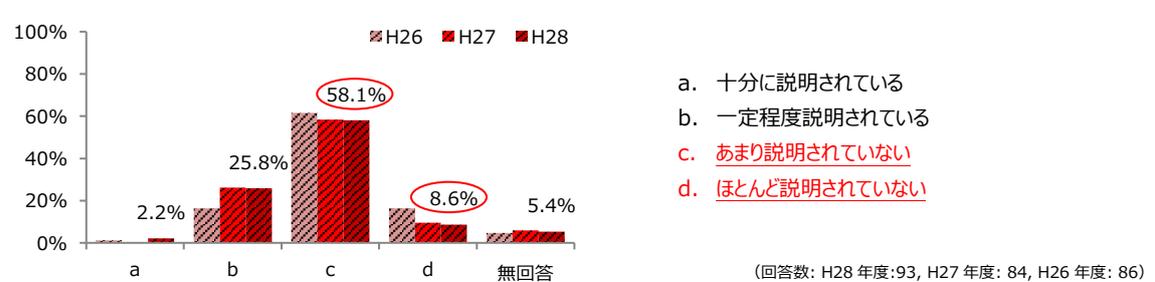
【図表 30：手元資金の水準についての認識（企業・投資家）】



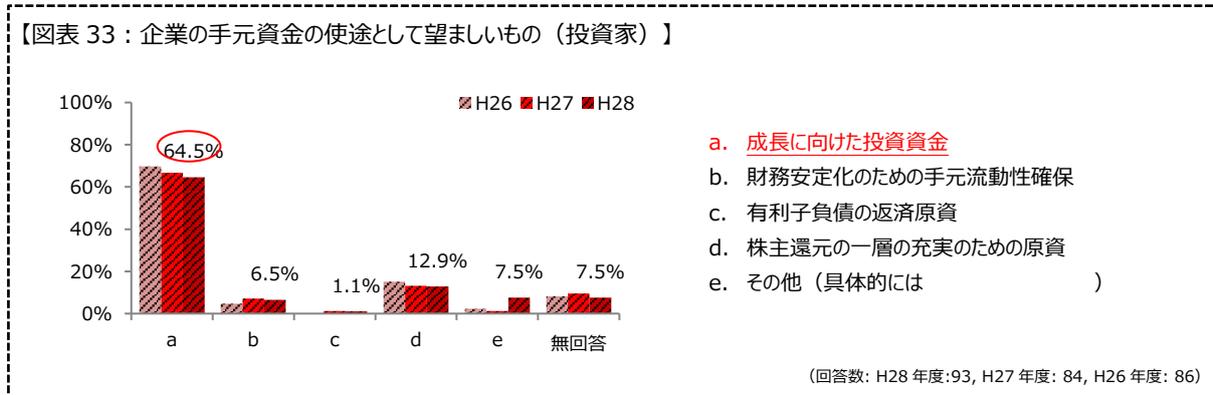
【図表 31：手元資金の適切な水準を決定する際に重視しているもの（企業）】



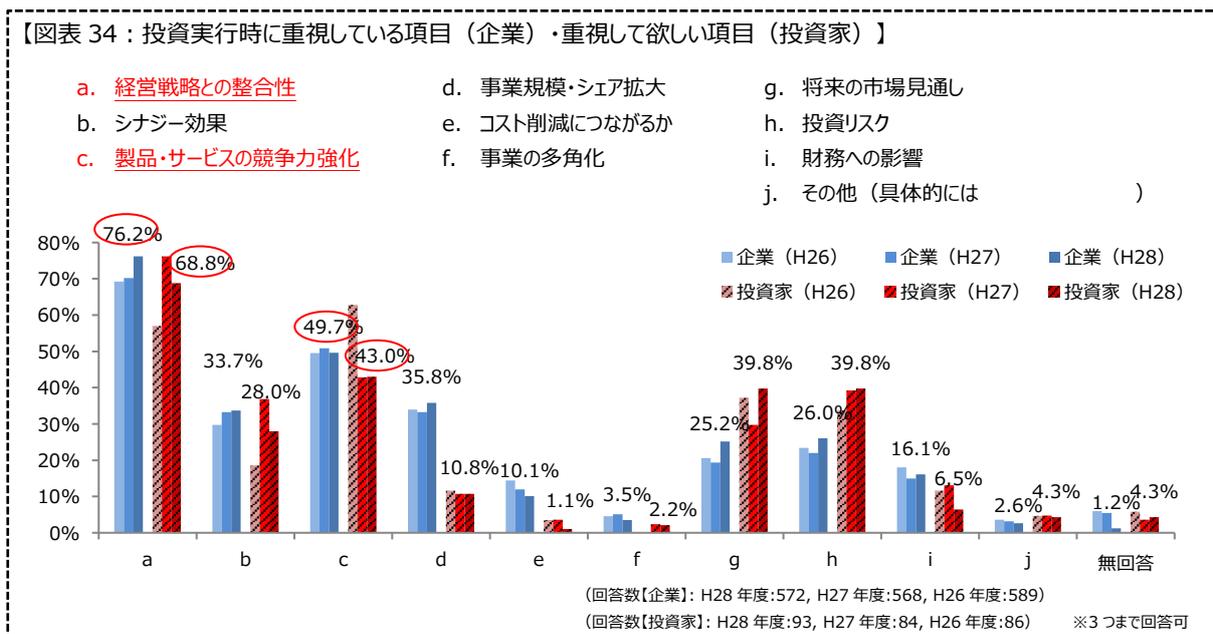
【図表 32：企業の手元資金の水準の妥当性に関する説明（投資家）】



多くの企業は現水準の手元資金が適正と考えている一方で、約 6 割の投資家は、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 33】。

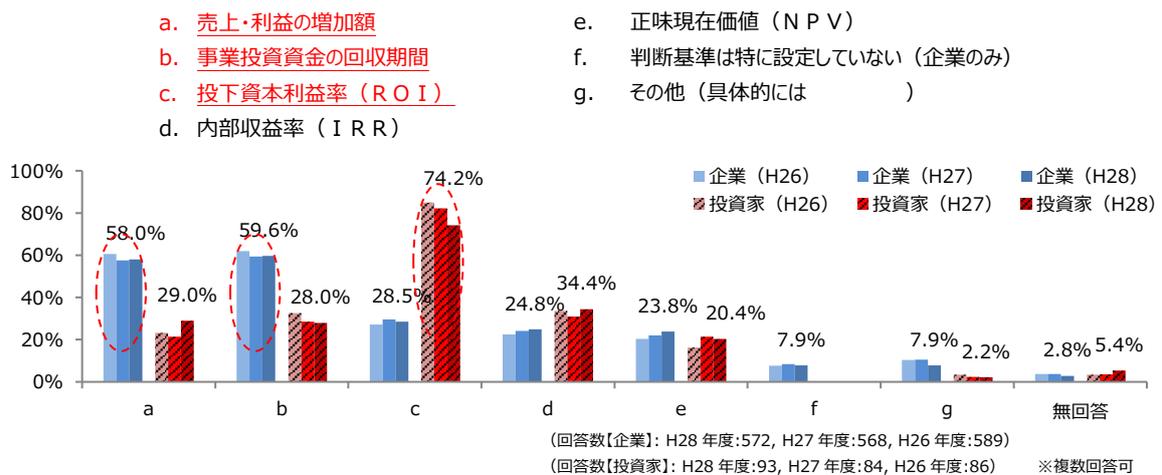


企業が投資を実行する際に重視すべき項目として、企業・投資家双方は、「経営戦略との整合性」や「製品・サービスの競争力強化」を挙げている【図表 34】。双方共に、中長期的な経営の方向性に沿った形で競争優位性を築くための投資を行うことを重視しており、両者の認識は一致している。



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 35】。

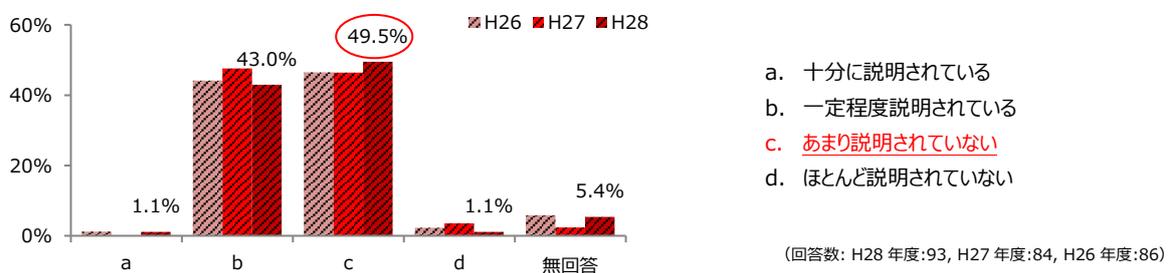
【図表 35：投資の意思決定時の判断基準として重視している指標（企業）・適切だと思われる指標（投資家）】



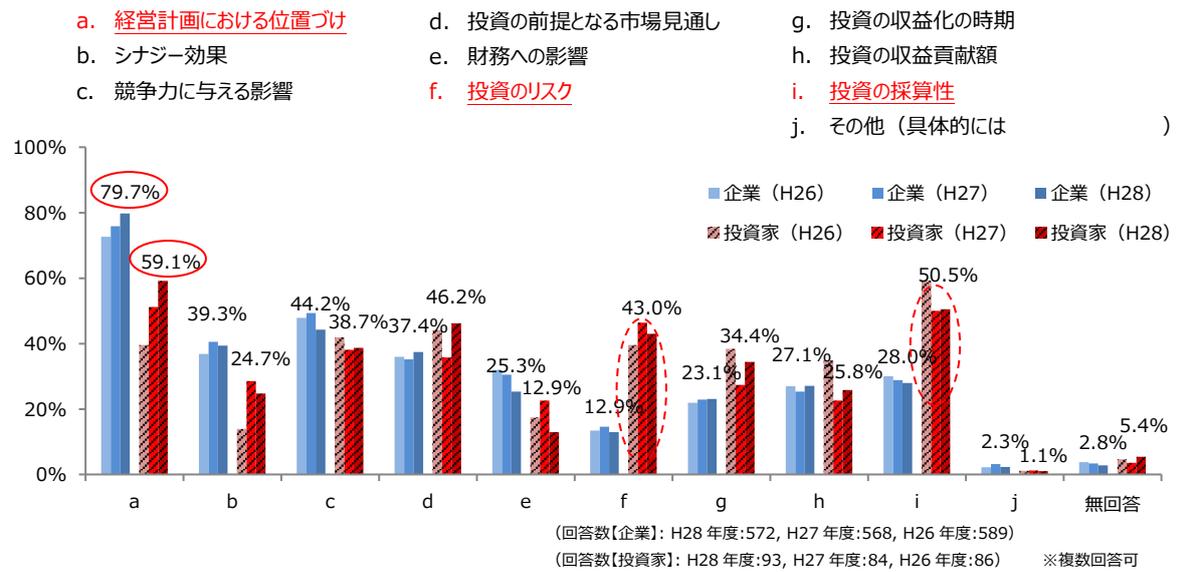
企業業績が回復し内部留保額が過去最高水準で推移する中、企業には、手元資金を戦略的な投資に活用することで持続的な成長を実現し、企業価値向上につなげていくことが期待される。投資の尺度は様々であり、それぞれに一長一短があるものの、資金の出し手である投資家が投資リターンの高さを重視していることを踏まえ、企業には、投資効率を意識しつつ、競争優位性を築くための戦略的な投資に手元資金を活用していくことを期待したい。

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 36】。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 37】。投資を実施する際に、どの程度の収益性が見込まれ、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つながるかを投資家に十分に説明することが望まれる。

【図表 36：企業の投資実行時の説明（投資家）】



【図表 37：投資実行時の説明として重視している内容（企業・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⑥】 成長投資への手元資金の活用

(4) 株主還元について

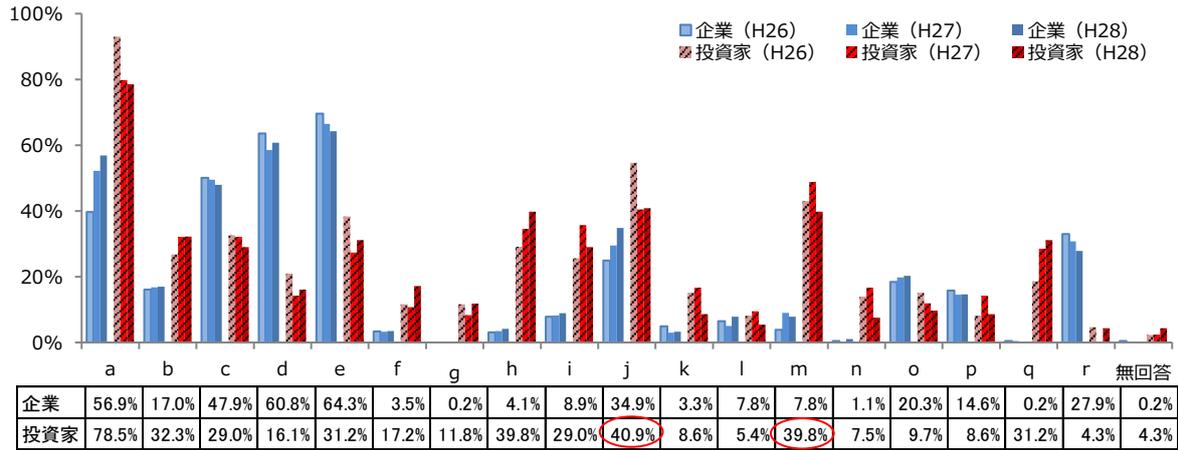
株主還元は投資家が投資判断を行う際の重要な判断材料の一つであり、企業には利益成長の成果配分として株主還元を適切に行うことが求められる。

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 17】。

【図表 17 (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)】

※図表 15 で a と回答している企業が対象

- 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 )



(回答数【企業】: H28 年度:459, H27 年度:400, H26 年度:385)  
 (回答数【投資家】: H28 年度:93, H27 年度:84, H26 年度:86) ※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 557 社と、前年度から増加した【図表 38】。また、公表している指標としては「配当性向」が 430 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増加した。

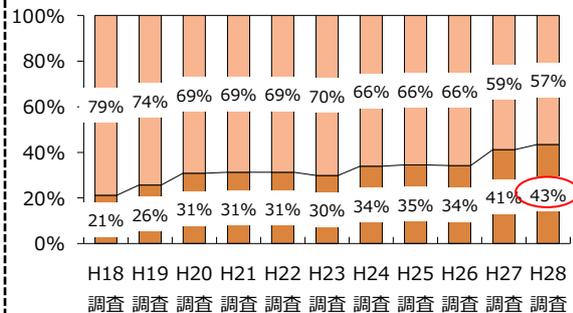
ただし、数値目標を公表している企業の割合は 43%と、増加傾向にはあるものの 6 割近くの企業が未公表の状況にある【図表 39】。株主還元目標を公表していない理由については、大半の企業が「安定配当を方針としている」ことを挙げている【図表 40】。

【図表 38 : 株主還元に関する数値目標の公表状況】

	H22 調査	H23 調査	H24 調査	H25 調査	H26 調査	H27 調査	H28 調査
配当性向	336	324	353	343	345	399	430
30%以上	228	229	239	244	250	306	336
30%未満	108	95	114	99	95	93	94
配当性向以外	59	55	71	89	86	128	127
DOE	32	35	31	35	35	37	37
総還元性向ほか	27	20	40	54	51	91	90
合計	395	379	424	432	431	527	557

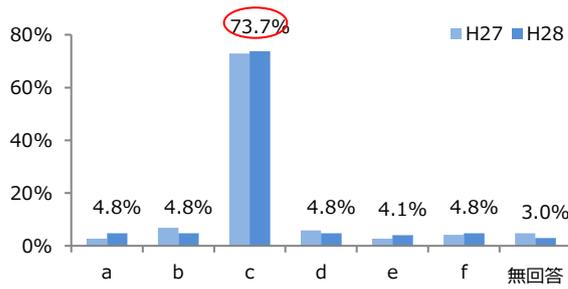
出所) 生命保険協会調べ  
 上場企業時価総額上位 1,200 社を対象に調査

【図表 39 : 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 40：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

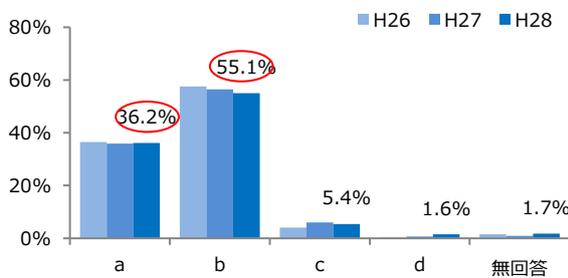
- a. 配当政策に制約が生じる
- b. 当期利益の振れ幅が大きく、設定・公表が困難
- c. 安定配当を方針としている
- d. 財務体質の改善を優先している
- e. 投資資金の確保を優先している
- f. その他（具体的には ）

(回答数: H28 年度:270, H27 年度:291)

株主還元・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。企業の大半が株主還元・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、投資家の約半数は「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 41】【図表 42】。投資家は、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 41：株主還元・配当政策に関する説明（企業）】

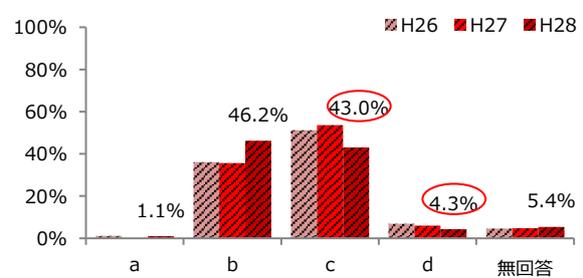
- a. 十分行っている
- b. 一定程度行っている
- c. あまり行っていない
- d. ほとんど行っていない



(回答数: H28 年度:572, H27 年度:568, H26 年度:589)

【図表 42：株主還元・配当政策に関する説明（投資家）】

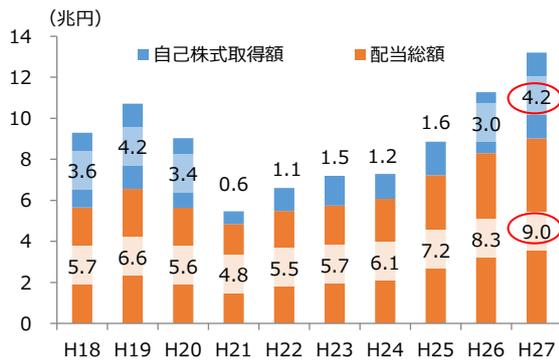
- a. 十分に説明されている
- b. 一定程度説明されている
- c. あまり説明されていない
- d. ほとんど説明されていない



(回答数: H28 年度:93, H27 年度:84, H26 年度:86)

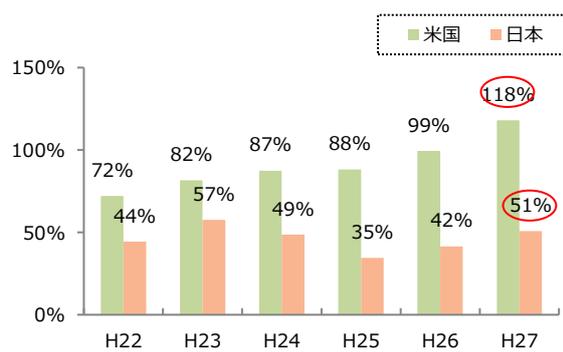
平成 27 年度の配当総額は約 9 兆円と企業業績の改善に伴い引き続き増加傾向にあるほか、配当性向は概ね 30%程度で推移している【図表 43】【図表 45】。しかし、個別企業の配当性向にはばらつきが見られ、最も多い水準は「20%以上 30%未満」となった【図表 47】。

【図表 43: 日本企業の株主還元推移】



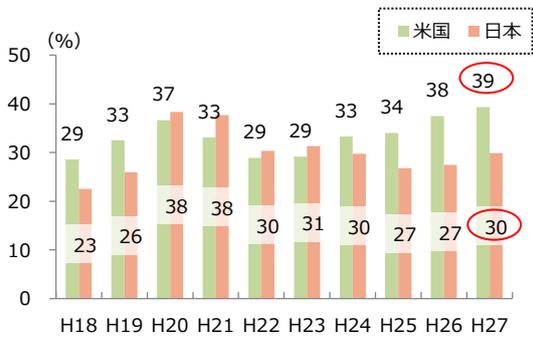
出所) 生命保険協会調べ  
TOPIX 構成企業 (過去 10 年間継続してデータ取得可能な企業)

【図表 44: 日米企業の総還元性向の推移】



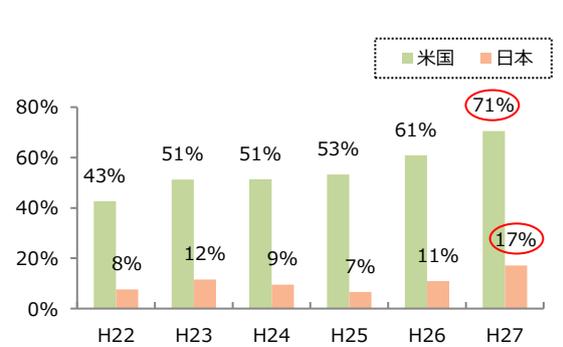
出所) 生命保険協会調べ  
(日本) TOPIX 構成企業 (赤字企業含む)  
(米国) S&P500 構成企業 (赤字企業を含む、暦年ベース)

【図表 45: 日米企業の配当性向の推移】



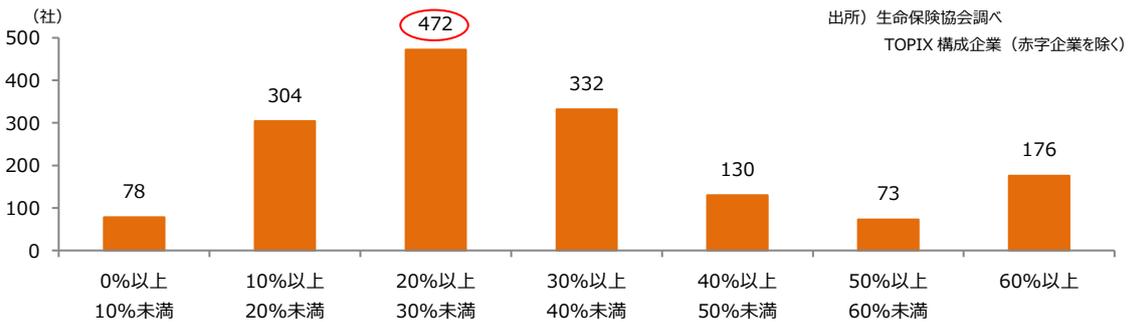
出所) 生命保険協会調べ  
日本: TOPIX 構成企業 米国: S&P500 構成企業  
(過去 10 年間継続してデータ取得可能な企業、赤字企業を除く)

【図表 46: 日米の自己株式取得額の推移 (対純利益比)】



出所)  
(日本) 生命保険協会調べ、対象は TOPIX 構成企業 (赤字企業を含む)  
(米国) Standard & Poor's、S&P500 構成企業 (赤字企業を含む、暦年ベース)

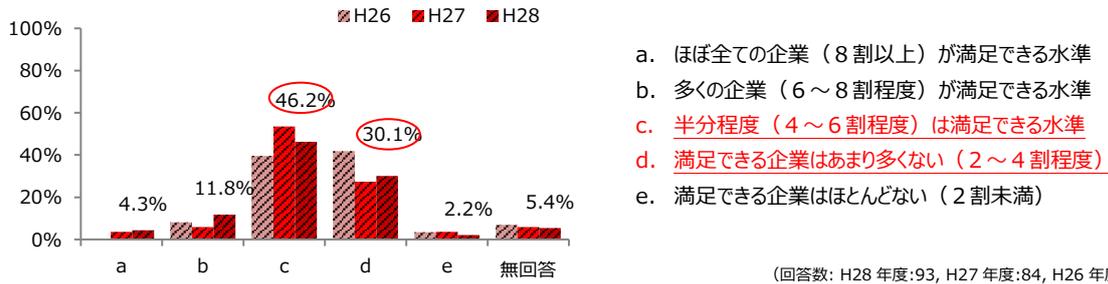
【図表 47: 日本企業の配当性向の分布】



出所) 生命保険協会調べ  
TOPIX 構成企業 (赤字企業を除く)

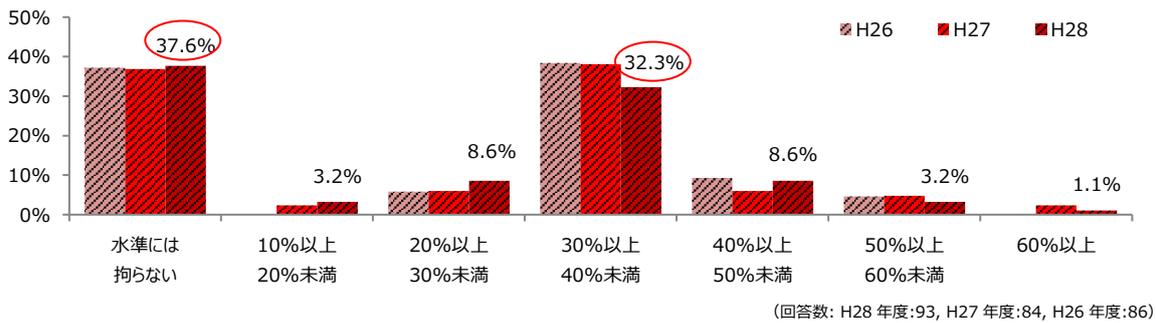
株主還元・配当の水準について、「半分程度は満足できる水準」、「満足できる企業はあまり多くない」との回答が 7 割以上を占めるなど、依然として株主還元・配当水準に課題を感じている投資家が多い状況が続いている【図表 48】。

【図表 48：株主還元・配当水準に対する満足度（投資家）】

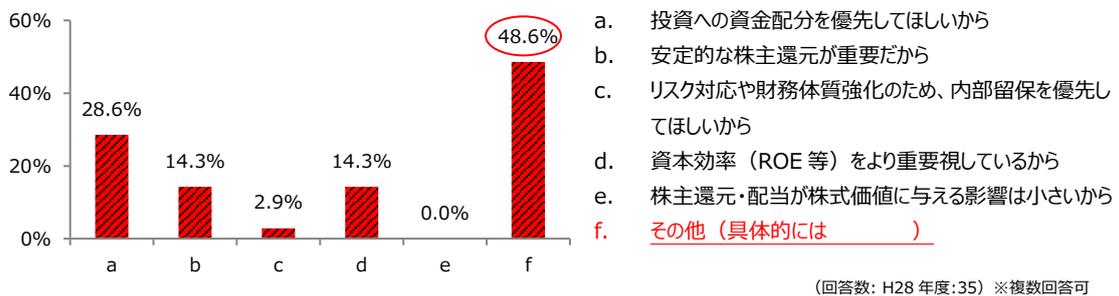


投資家が中長期的に望ましいと考える配当性向については、「水準には拘らない」「30%以上 40%未満」との回答が最も多かった【図表 49】。「水準に拘らない」とする理由は、「その他」が最も多く【図表 50】、具体的には、「企業の状況に応じて求められる株主還元的水準は異なる」という意見が大勢を占めた。

【図表 49：中長期的に望ましい配当性向（投資家）】



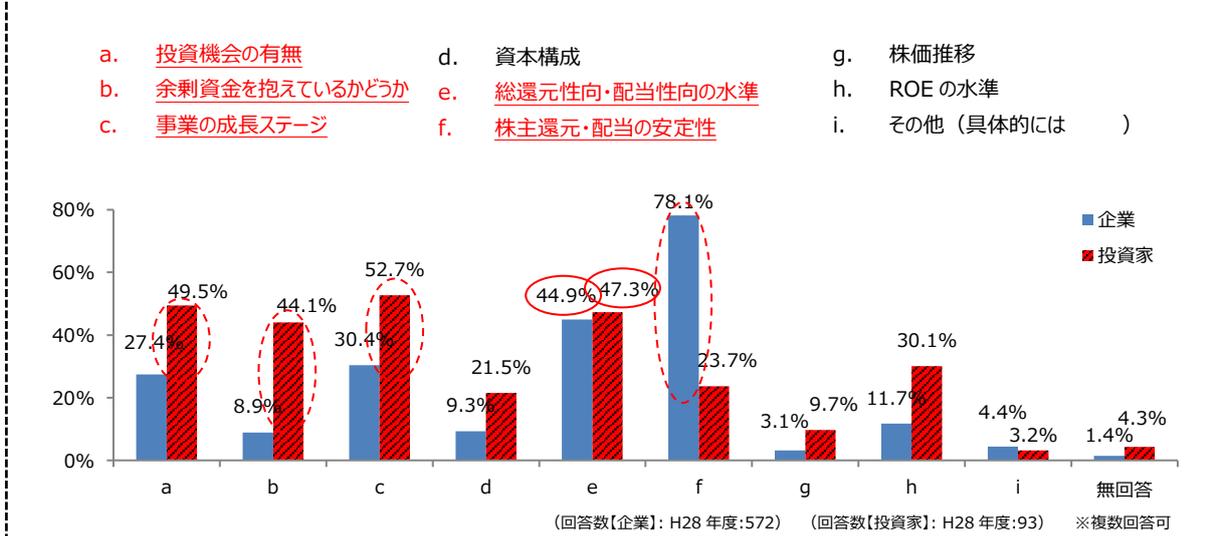
【図表 50：配当性向・総還元性向の水準に拘らない理由（投資家）】 ※図表 49 で「水準には拘らない」と回答した投資家が対象



こうした点については、株主還元の適切性について、投資家が「総還元性向・配当性向の水準」だけでなく、「投資機会の有無」「余剰資金を抱えているかどうか」「事業の成長ステージ」など幅広い観点から評価していることから読み取れる【図表 51】。一方で、多くの企業は、株主還元の適切性について「株主還元・配当の安定性」「総還元性向・配当性向の水準」の観点から説明している。企業・投資家双方は、稼いだ利益のうちどれだけ株主に還元しているかを示す「総還元性向・配当性向の水準」

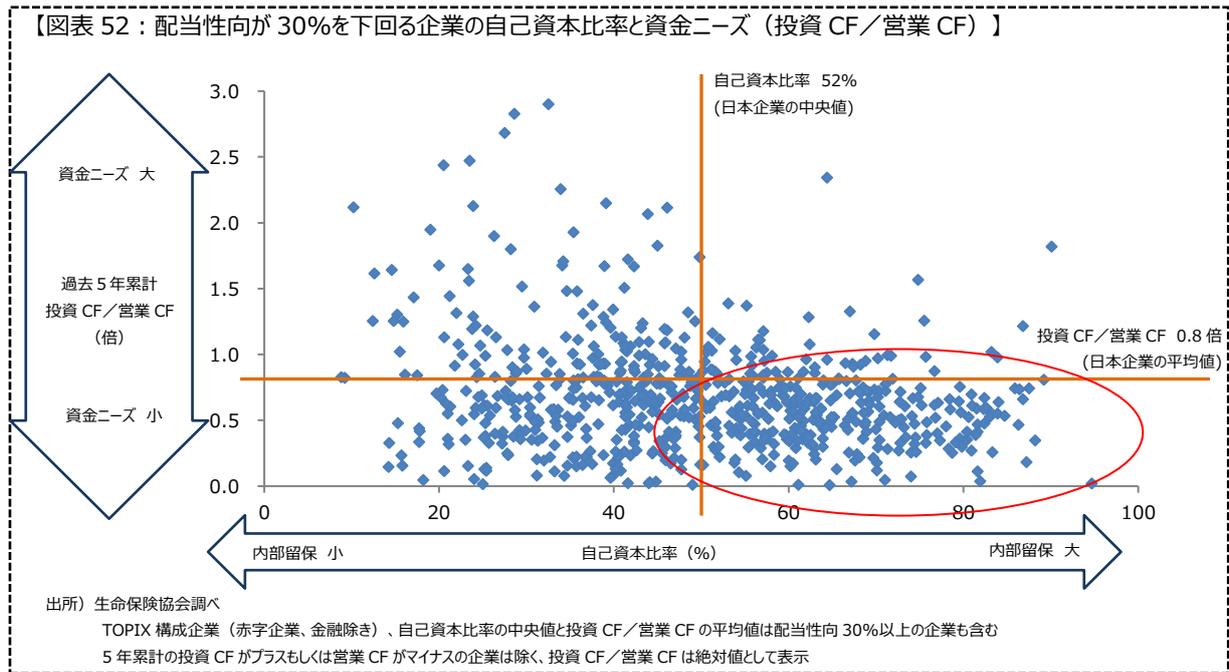
を重視している点では一致しているものの、その他の点では大きな乖離が見られる。企業は安定性を特に意識した説明を行っている一方、投資家は、企業の置かれている状況を様々な視点から考慮し、株主還元方針を決定・説明することを望んでいると言える。

【図表 51：株主還元の適切性について説明する観点（企業）・評価する観点（投資家）】



企業が配当を決定する際に個人投資家等への配慮から安定的な配当を重視する点は理解できる。その場合は、利益水準に応じた自己株式取得が株主還元を充実させる有力な手段となり得る。日本と米国企業の配当性向は概ね同水準で推移している一方【図表 45】、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】。成長に向けた投資や内部留保の水準を踏まえつつ、企業には投資家に対して適切な株主還元を行うことが期待されており、余剰資金を抱える企業には、「株主還元・配当の安定性」以外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。

中長期的に望ましい配当性向について、「水準には拘らない」は「30%以上 40%未満」を上回る結果となつてはいるが、依然として「30%以上 40%未満」を中心に一定の配当性向を求める声は多数を占める【図表 49】。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。日本企業全体での配当性向は、平均では 30%程度で推移しているが【図表 45】、配当性向の分布を見ると 30%未満の企業が半数以上を占める【図表 47】。これらの企業群には特段の資金使途がないまま資金を余剰に抱える企業も多く含まれていると考えられる【図表 52】。こうした企業については、投資家が一つの目安と考える配当性向 30%以上の水準を中期的な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、以下の点を要望したい。

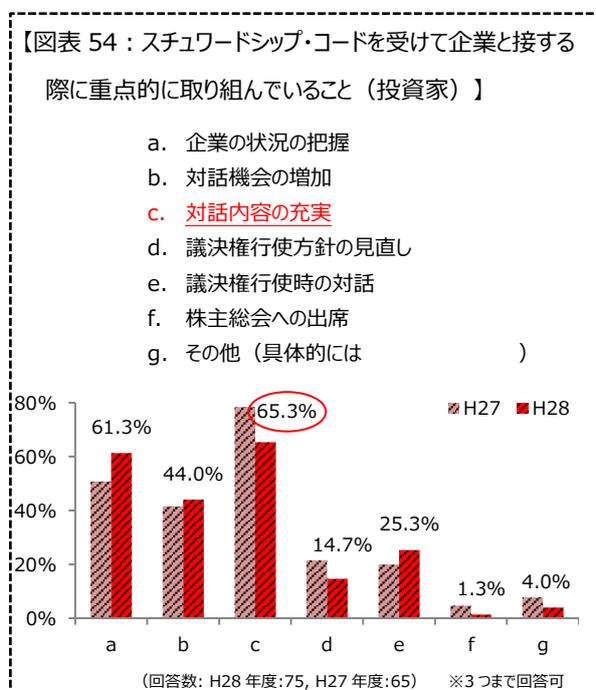
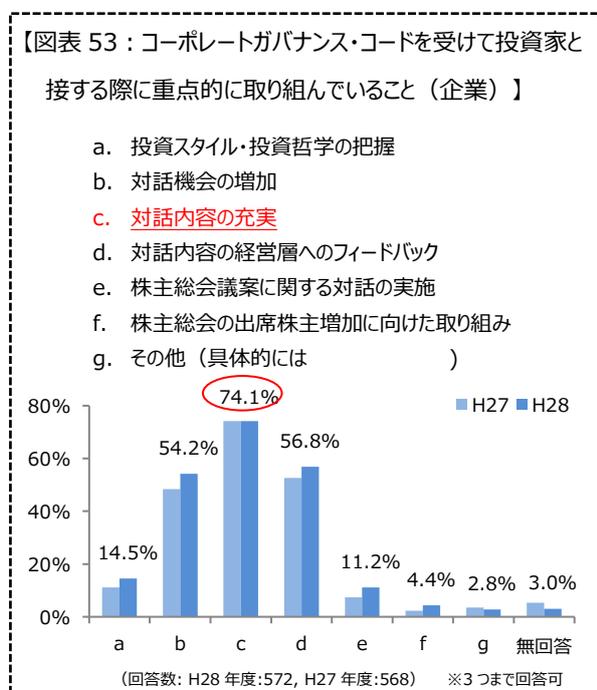
【企業向け⑦】 中長期の平準的な水準として、配当性向 30%以上

## 第4章 企業と投資家の「建設的な対話」について

### (1) 対話の現状について

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つながり、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つながる。

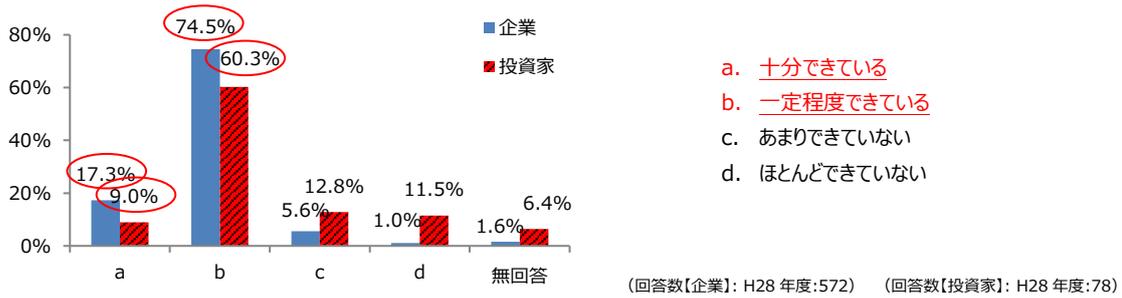
企業と投資家が相手と接する際に重点的に取り組んでいることは、いずれも昨年度に続き「対話内容の充実」との回答が最も多く、企業・投資家の双方の対話への強い意欲が確認された【図表 53】【図表 54】。



企業の約9割、投資家の約7割は、「中長期的な株式価値向上につながる意味のある対話ができているか」との問いに「十分できている」「一定程度できている」と回答しており、企業・投資家の双方が対話を企業価値向上に向けた有益な手段と認識している【図表 55】。

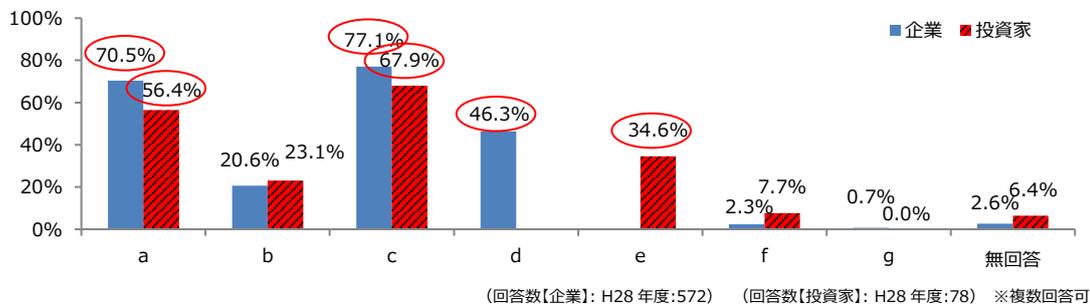
企業・投資家の約7割は、対話の利点として「相手の考えに対する理解が深まり、相互理解につながる」を挙げており、企業・投資家双方とも相互理解に基づく意見交換・議論の場として対話を前向きに活用していることが窺える【図表 56】。また約半数近くの企業は「経営に活かすことのできるような気づきを得られる」と回答しているほか、3割程度の投資家は「対話の結果、企業に変化・改善が見られた」と回答している【図表 56】。対話内容が新たな知見として経営に活かされ、企業価値を高めることにつながっている例も相応にあると見られ、現状の対話については一定の成果をあげており、前向きに評価される。

【図表 55：中長期的な株式価値向上につながる意味のある対話ができているかに対する認識（企業・投資家）】



【図表 56：対話において良いと感じること（企業・投資家）】

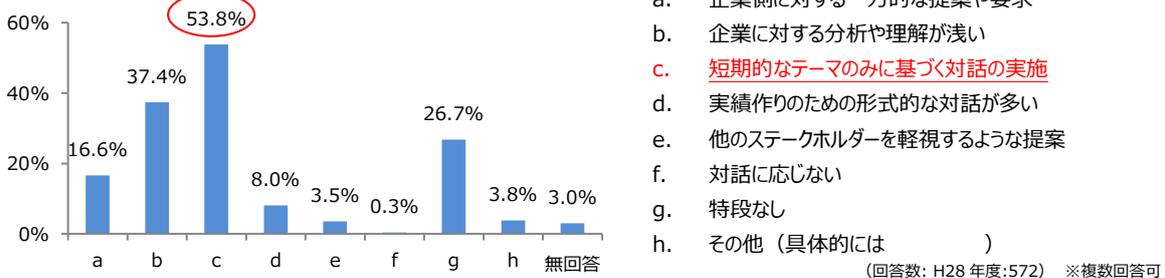
- a. 経営戦略等中長期的な視野に立った議論の充実
- b. ESG 等の非財務情報に関する議論の充実
- c. 相手の考えに対する理解が深まり、相互理解につながる
- d. 経営に活かすことができるような気づきを得られる（企業のみ）
- e. 対話の結果、企業に変化・改善が見られた（投資家のみ）
- f. 特段なし
- g. その他（具体的には \_\_\_\_\_）



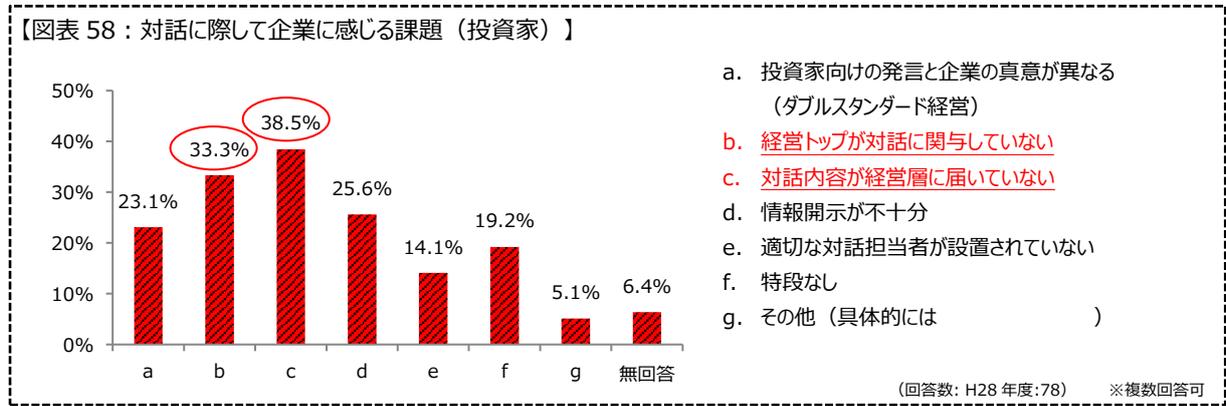
## (2) 対話の課題について

対話に際して企業が投資家に感じている課題は、「短期的なテーマのみに基づく対話の実施」との回答が最も多い【図表 57】。企業の 7 割以上は、対話の利点として「経営戦略等中長期的な視野に立った議論の充実」と回答しており、長期的な視点で今後の経営戦略についての議論を深めることを望んでいる【図表 56】。投資家は、目先の業績動向に捉われず、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。

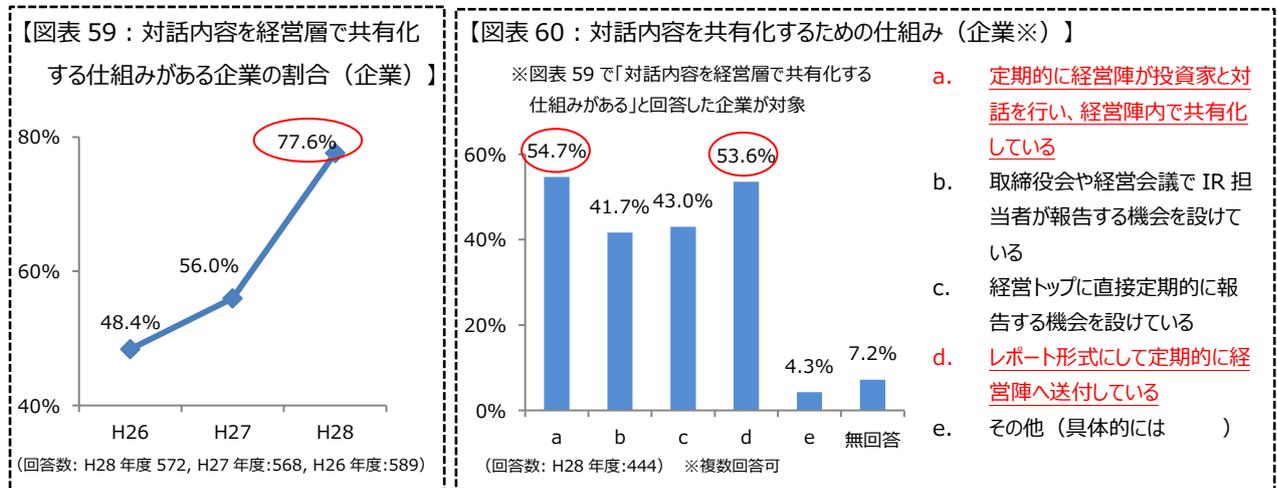
【図表 57：対話における投資家の課題（企業）】



対話に際して投資家が企業に感じている課題は、「経営トップが対話に関与していない」「対話内容が経営層に届いていない」との回答が多かった【図表 58】。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つながると考えられ、当協会では、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てきた。



約 8 割の企業が「対話内容を経営層で共有化する仕組みがある」と回答するなど、その割合は昨年度から大きく上昇している【図表 59】。対話内容を経営陣内で共有化する仕組みは、「定期的に経営陣が投資家と対話を行い、経営陣内で共有化している」「レポート形式にして定期的に経営陣へ送付している」など様々ではあるが、企業は対話内容を経営に活用する体制を整備してきている【図表 60】。



しかしながら、依然として多くの投資家が「対話内容が経営層に届いていない」と回答しており、投資家是对話内容を経営に活用する取り組み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ものと捉えられる【図表 58】。投資家の「経営トップが対話に関与していない」との回答も踏まえると、投資家は、経営トップからの情報発信や投資家と向き合う機会が限られることで、投資家からの助言や指摘がどう経営に反映されたのか、もしくはなぜ反映されなかったのかということについての説明が十分になされていないことに課題を抱いているとも読み取れる。

経営トップ（社長・会長）とその他の経営陣（取締役・執行役員）を合わせた対話の実施回数は、年平均 50 回程度となっているが【図表 61】、対話実施回数の分布を見ると、経営陣の対話回数が一行に留まる企業も 3 割程度いるなど、各社の取り組みにはばらつきが見られる【図表 62】。また、経営トップの対話回数についても同様に、年に 3 回以内の対話に留まる企業が約 4 割を占める一方、年に 10 回以上対話を実施している企業が 4 割程度いるなど濃淡がある【図表 63】。時間的制約は当然ながらあるものの、経営トップをはじめとする経営陣が説明会や内外投資家との個別対話等を通じて対話の機会を持ち、将来のビジョンや成長戦略について投資家と意見を交わすことは、相互理解を深める上で有用な機会であると考えられる。

企業は、「対話内容を経営層で共有化する仕組みがある」と回答している一方、投資家は、「対話内容が経営層に届いていない」と回答しており、両者の認識にはギャップがある。投資家の「経営トップが対話に関与していない」という課題意識も踏まえると、企業は、投資家からの助言や指摘を理解した上で、経営トップ自らが関与する形で対話活動や情報発信を率先していくことが求められている。経営トップをはじめとする経営陣は、積極的に対話活動に参加し、共有化された対話内容を踏まえ、企業価値向上に向けた取り組みを実行・説明していくことが望まれる。

【図表 61：対話の年間平均実施回数（企業）】

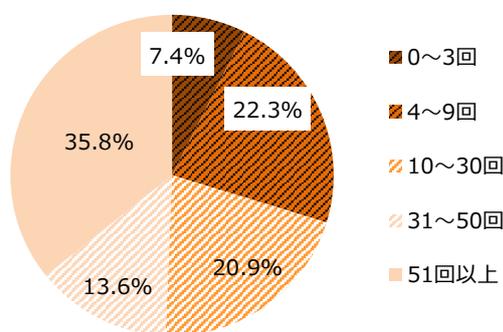
	a. 経営トップ (社長・会長)	b. 経営トップを 除く取締役・ 執行役員	c. IR 担当者	d. 事業部門の 担当者	合計
①説明会	2.4	2.0	1.7	0.4	6.5
②スモール	1.6	3.3	5.3	0.6	10.7
③個別対話	11.5	28.5	134.1	1.5	175.6
合計	15.4	33.8	141.0	2.5	192.8

(回数)

(回答数: H28 年度:556)

【図表 62：経営陣（※）の対話実施回数（企業）】

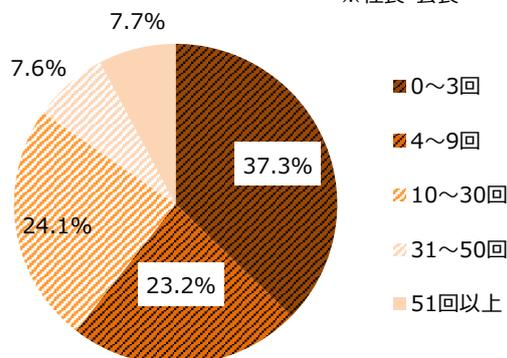
※経営トップとその他の取締役・執行役員



(回答数: H28 年度:556)

【図表 63：経営トップ（※）の対話実施回数（企業）】

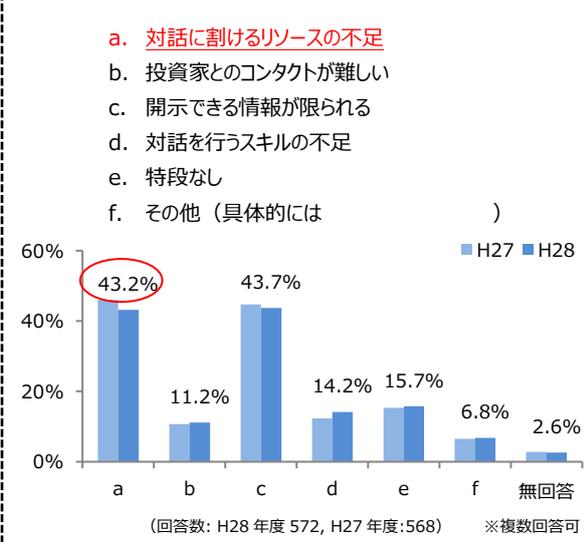
※社長・会長



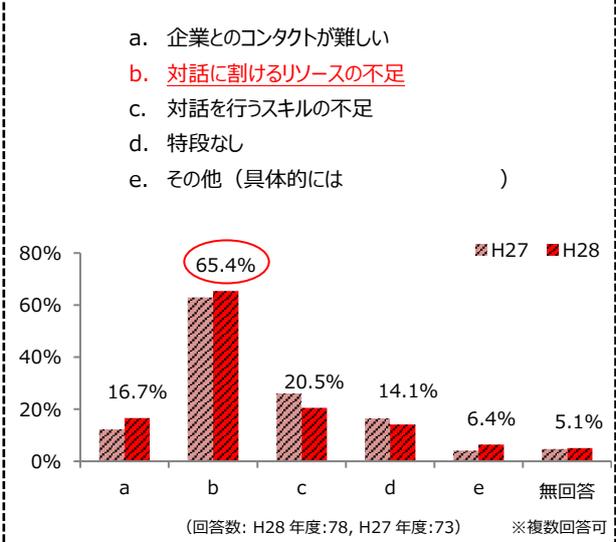
(回答数: H28 年度:556)

企業・投資家双方は、対話を充実させていく上で「対話に割けるリソースの不足」を課題として捉えていることが浮き彫りとなった【図表 64】【図表 65】。企業の対話活動に携わる人員は「2～3 人」と「4～5 人」が多く、半数以上の企業は、対話に専属で携わる人員を置いている【図表 66】【図表 67】。投資家は、対話を専属で行う人員を確保している割合は少なく、対話活動に携わる人員は「2～3 人」から「11 人以上」まで様々となっている。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なされることを期待したい。

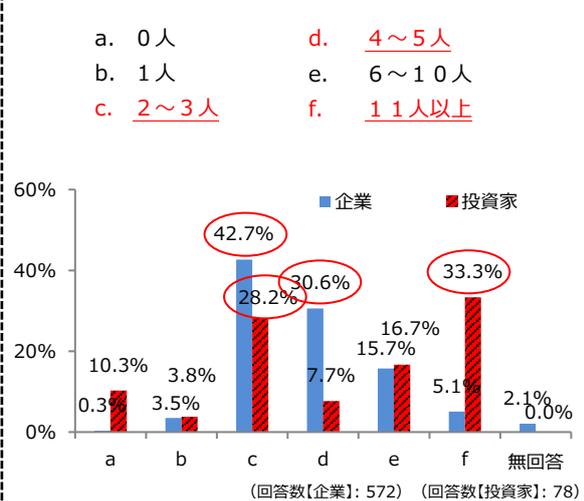
【図表 64：対話を充実させる上での自社の課題（企業）】



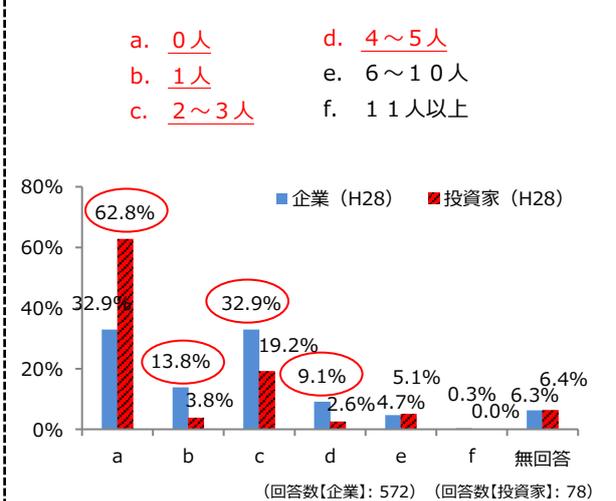
【図表 65：対話を充実させる上での自社の課題（投資家）】



【図表 66：対話に携わる人員（企業・投資家）】



【図表 67：対話に専属で携わる人員（企業・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⑧】 経営陣による対話内容の共有と対話への積極的な参加

【企業向け⑨】 対話要員の拡充

【投資家向け①】 中長期的視点での対話推進

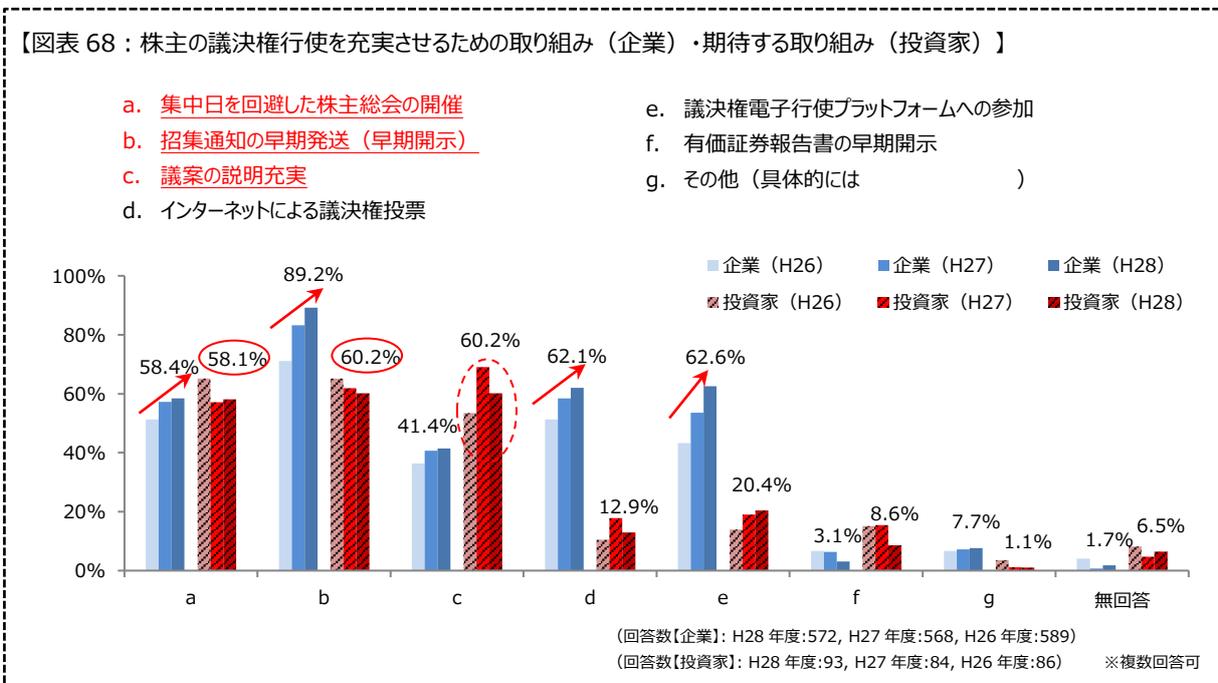
【投資家向け②】 対話要員の拡充

### (3) 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 1 つであり、対話の実効性を高める 1 つの手段として捉えることができる。

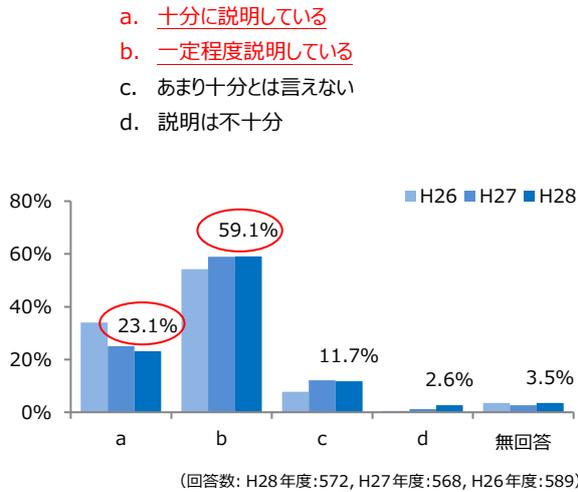
企業と投資家が議決権行使を通じて相互への理解を深め、課題意識を共有化するためには、双方の取り組みが求められる。具体的には、企業は、議案の付議理由について、背景にある自社の考え方・価値観や自社の置かれた状況を投資家に十分に説明すると同時に、投資家においては、それらを十分に理解した上で賛否を判断し、判断に至った考え方や課題意識を伝えるといった取り組みが欠かせない。

株主の議決権行使を充実させるための取り組みとして、投資家は企業以上に「議案の説明充実」を重視している【図表 68】。

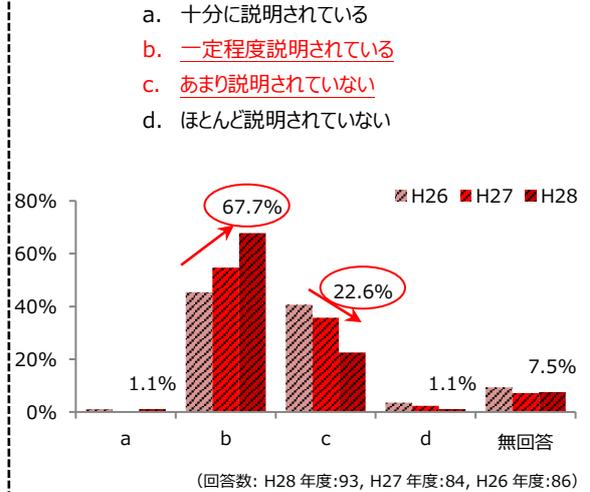


個別議案の説明に関して、従来「あまり説明されていない」と回答していた投資家が「一定程度説明されている」との回答にシフトしており、企業の個別議案の説明の質は改善していることが示唆される【図表 70】。

【図表 69：個別議案の説明（企業）】

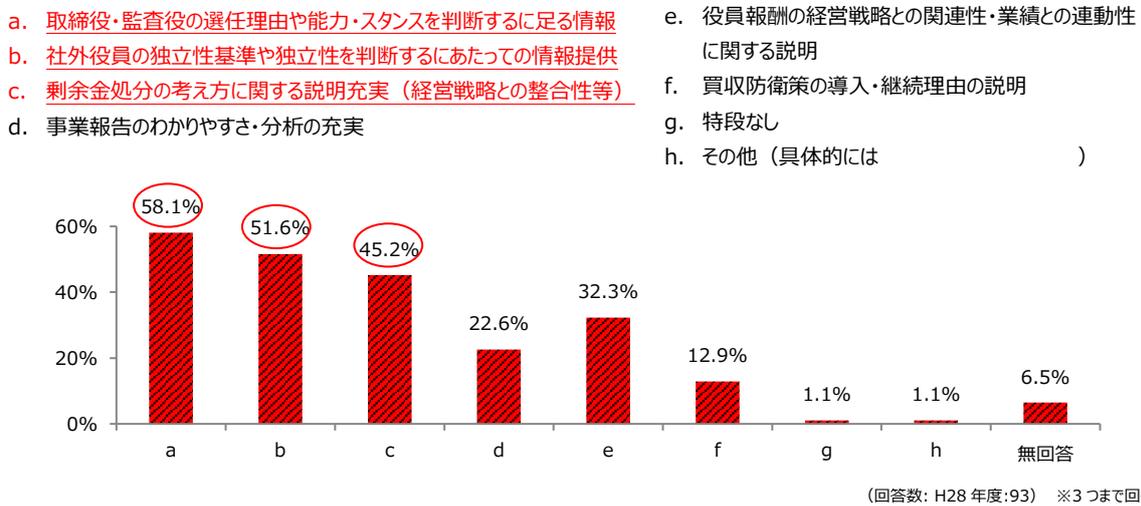


【図表 70：個別議案の説明（投資家）】



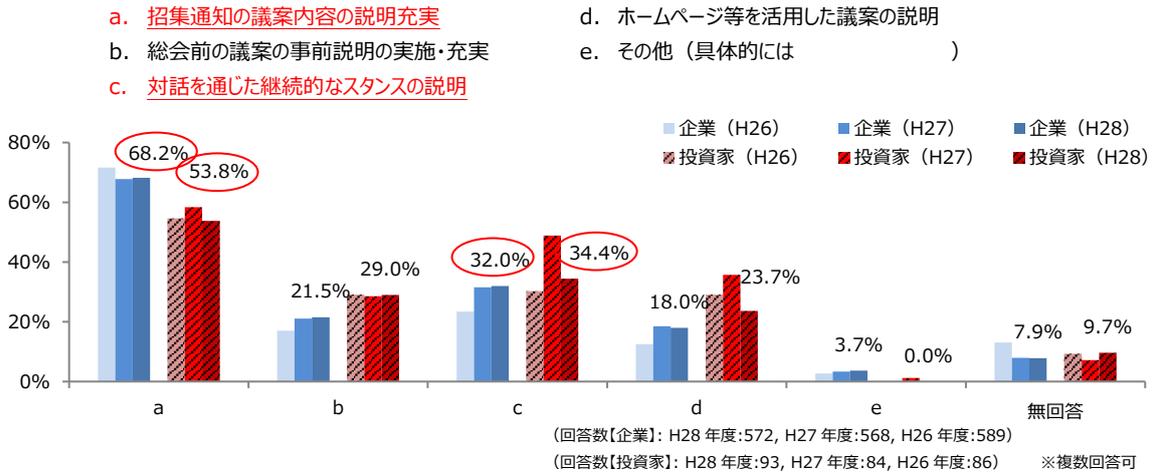
但し、依然として議案内容の説明充実を期待する項目として、「取締役・監査役の選任理由や能力・スタンスを判断するに足る情報」「社外役員の独立性基準や独立性を判断するにあたっての情報提供」「剰余金処分の考え方に関する説明充実」を挙げる投資家は多く、企業には引き続き投資家目線に立った議案の説明充実への取り組みが求められる【図表 71】。

【図表 71：議案内容の説明充実を期待する項目（投資家）】



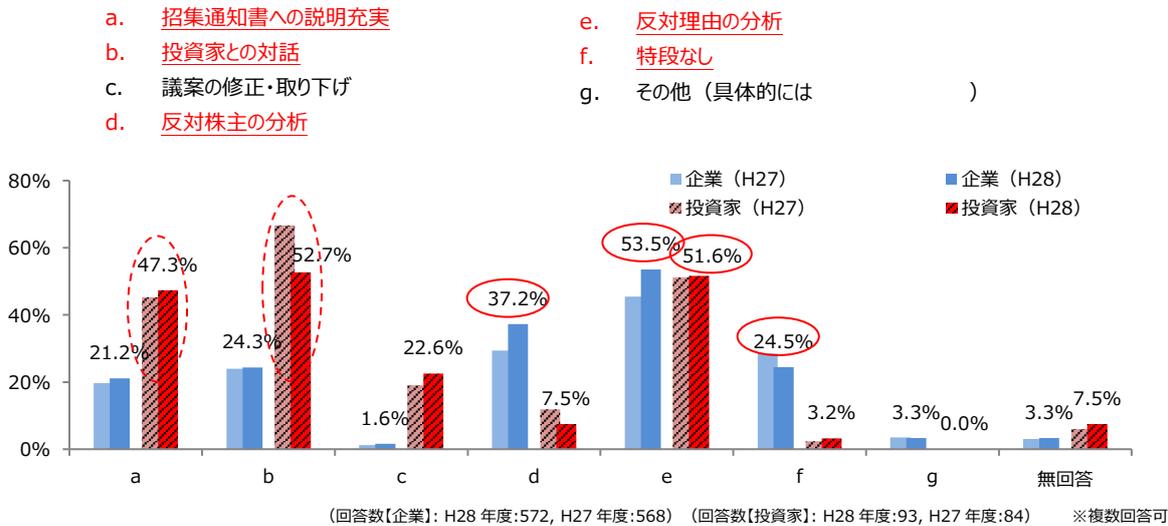
議案の説明充実に向けた具体策については、企業・投資家共に「招集通知の議案内容の説明充実」や「対話を通じた継続的なスタンスの説明」を挙げており、両者の認識は概ね一致していると言える【図表 72】。

【図表 72：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）】



しかし、過年度に反対数の多かった議案に対して、多くの投資家は「招集通知書への説明充実」や「投資家との対話」を期待している一方、同項目に取り組んでいると回答した企業は少なく、投資家との乖離が示された【図表 73】。企業は、「反対理由の分析」「反対株主の分析」との回答が多かったものの、「特段なし」との回答も 2 割以上見られた。

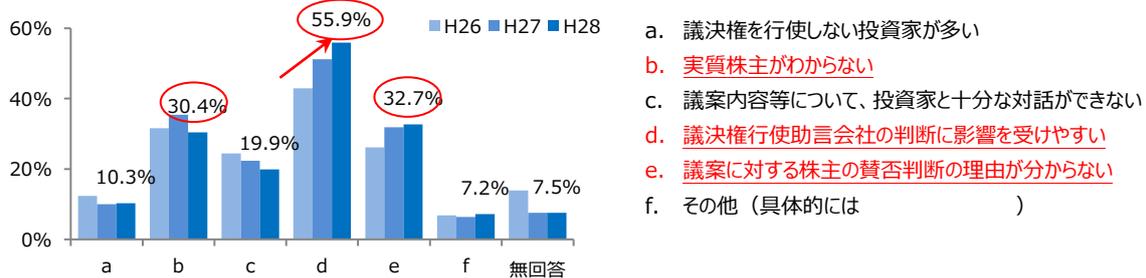
【図表 73：過年度に反対の多かった議案に対する取り組み（企業）・期待する取り組み（投資家）】



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。企業は過年度に反対票が多い場合には、投資家に反対された理由をしつかりと分析した上で、対話や招集通知を通じて、付議した議案が企業価値向上にどうつながっていくのかを含め付議理由について考え方を示していく必要がある。

投資家の議決権行使における課題については、「議決権行使助言会社の判断に影響を受けやすい」との回答が最も多く、かつその割合は増加傾向にある【図表 74】。また、「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」との回答も多い。

【図表 74：投資家の議決権行使における課題（企業）】



(回答数: H28 年度:572, H27 年度:568, H26 年度:589) ※3 つまで回答可

議案に対する株主の賛否判断理由がわからなければ、企業は投資家が真に求めていることを理解することは難しく、企業と投資家の相互理解にはつながらない。

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わ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。

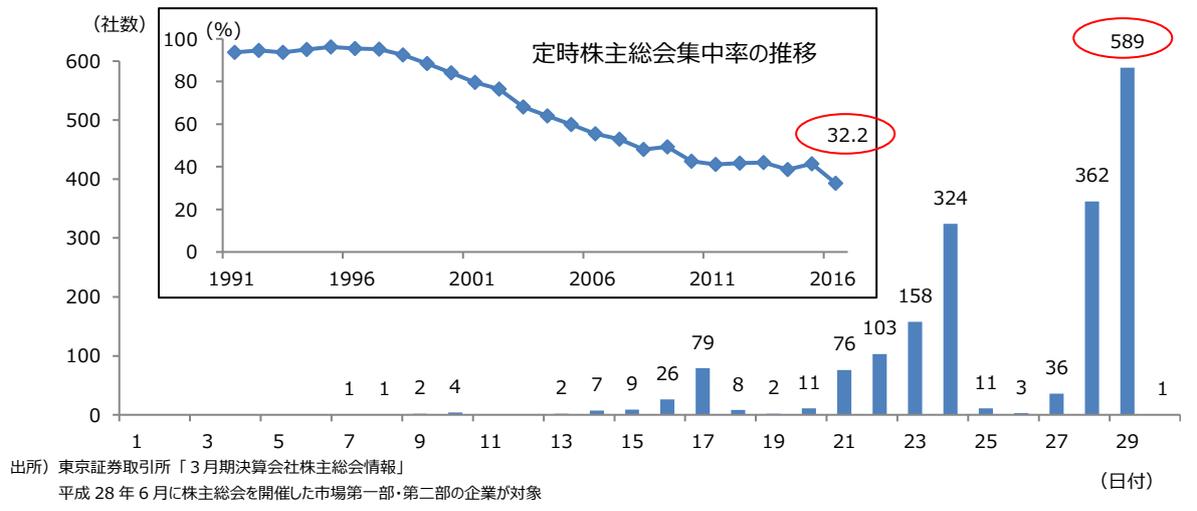
議決権行使に際しては、投資家の検討時間を確保するための企業の取り組みも重要である。投資家は、株主の議決権行使を充実させるための取り組みとして、「集中日を回避した株主総会の開催」や「招集通知の早期発送（早期開示）」を望んでおり、企業の状況を十分に把握した上で議案内容を検討するため、適切な検討時間が確保されることを重視している【図表 68】。この点に関しては、企業も「集中日を回避した株主総会の開催」「招集通知の早期発送（早期開示）」「インターネットによる議決権投票」「議決権電子行使プラットフォームへの参加」に前年以上に取り組んでいることが示され、環境改善に向けて取り組む企業の姿勢が確認された【図表 68】。

特に招集通知の早期発送（早期開示）については、約 9 割の企業が取り組むなど相当程度定着しているものと捉えられる【図表 68】。議決権行使を充実させる上で投資家の期待が大きい項目であることから、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期待したい。

集中日に株主総会を開催する企業数は減少の一途を辿っているが【図表 75】、「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 68】。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つながり、株主にかかる負担は大きいことから、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期待したい。

【図表 75：定時株主総会集中率の推移と平成 28 年 6 月定時株主総会開催日・開催企業数】



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⑩】 投資家からの反対理由の分析も踏まえた議案内容の説明充実

【企業向け⑪】 検討時間確保のための環境改善

【投資家向け③】 企業の状況を踏まえた議決権行使と賛否判断理由の説明

## 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」「持続的成長に向けた経営戦略」「対話」の3つの観点から、企業向けに11項目、投資家向けに3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つの要望事項には、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、コーポレート・ガバナンス向上に向けた取り組みである。投資家は、企業において経営戦略が社外取締役や投資家の視点を踏まえながら議論され、開示された経営計画の進捗状況や結果が適切に評価されることを望んでいる。こうした一連の取り組みが絶えず見直され充実したものとなるためには、取締役会における議論を通じて浮き彫りとなった課題に対して企業が自律的に取り組むことにより、取締役会の実効性を向上させることが不可欠である。こうしたPDCAプロセスを企業が投資家に対して真摯に伝えていくことは、企業と投資家の認識ギャップを縮める上でも重要であると考えられ、企業に対しては、これまで要望してきた「社外取締役の拡充」「数値目標と事業戦略を伴う経営計画の公表」に加え、新たに「取締役会評価の充実とその結果の開示」を要望した。

2点目は、資本効率向上に向けた取り組みである。投資家は、企業が競争力を高め、投資家の期待リターンである資本コストを上回る収益力を確保することを期待している。今回の調査からは、資本コストの見方に対して、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は十分ではなく、投資家の求めるROEの水準と企業の実態に大きな乖離がある状況が続いている。更に、資本効率の向上に向けた取り組みについては、投資家が期待する事業ポートフォリオの見直しに積極的に取り組む企業は少なく、双方の認識にギャップが見られた。以上を踏まえ、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」「経営ビジョンに則した事業ポートフォリオの見直し」を要望した。

3点目は、対話の実効性を高める取り組みである。企業は、長期的な視点で今後の経営戦略について議論を深めることを望んでいる。短期的な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高い視座での対話を期待し、投資家には「中長期的視点での対話推進」を要望した。また、企業においては、経営トップ自らが関与する形で対話活動や情報発信を率先し、投資家からの助言や指摘を理解した上で、経営体制や方針を説明し、投資家との相互理解を深めていくことが求められている。投資家意見を経営に活かすため、対話内容を経営陣内で共有化する仕組み作りと共に、経営トップをはじめとする経営陣自らが対話を積極的に推進していくことを期待し、「経営陣による対話内容の共有と対話への積極的な参加」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