

平成 29 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 29 年 10 月 4 日～11 月 6 日		
企業向け	<送付>上場企業 1,136 社	<回答>581 社	(回答率 51.1%)
投資家向け	<送付>機関投資家 213 社	<回答>116 社	(回答率 54.5%)

## ○ 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, 鹿島建設, 西松建設, 前田建設工業, 三井ホーム, 大東建託, 前田道路, 五洋建設, 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, ジェイエイシーリクルートメント, ヤクルト本社, いちご, 日本駐車場開発, 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, ダイドールグループホールディングス, くらコーポレーション, 双日, アルフレッサホールディングス, キッコマン, 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, クオール, 神戸物産, ビックカメラ, 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, クリエイトSDホールディングス, チムニー, 東急不動産ホールディングス, シップヘルスケアホールディングス, セブン&アイ・ホールディングス, 東レ, TOKYOBASE, トーカロ, コメダホールディングス, セーレン, 三菱総合研究所, KL a b, コロプラ, テクマトリックス, 日本製紙, ラクス, 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, デンカ, イビデン, 大陽日酸, 四国化成工業, カネカ, 協和発酵キリン, 三井化学, ダイセル, 積水化学工業, 日本ゼオン, 日本化薬, 野村総合研究所, 電通, セコム上信越, 扶桑化学工業, ADEKA, 花王, 武田薬品工業, 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, 日医工, みらかホールディングス, キッセイ薬品工業, 生化学工業, 東和薬品, 沢井製薬, DIC, サカタインクス, ダスキン, ヤフー, トレンドマイクロ, りらいあコミュニケーションズ, 楽天, 総合メディカル, 資生堂, ミルボン, ポーラ・オルビスホールディングス, 長谷川香料, デクセリアルズ, アース製薬, 日本農薬, 出光興産, JXTGホールディングス, 横浜ゴム, 住友ゴム工業, 日本特殊陶業, フジミインコーポレーテッド, 新日鐵住金, 日新製鋼, 大同特殊鋼, 日立金属, 住友金属鉱山, ノーリツ, 日本発條, 三浦工業, テクノプロ・ホールディングス, ソディック, ソラスト, 豊田自動織機, やまびこ, 三井海洋開発, 小松製作所, 住友重機械工業, 日立建機, 東洋エンジニアリング, 月島機械, 椿本チエイン, CKD, 理想科学工業, 三共, サンデンホールディングス, ブラザー工業, セガサミーホールディングス, 日本精工, NTN, ミネベアミツミ, キッツ, 日立製作所, 東芝, 三菱電機, 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, 沖電気工業, サンケン電気, ワコム, ジャパンディスプレイ, 日本信号, 能美防災, パナソニック, シャープ, ソニー, アルプス電気, パイオニア, フォスター電機, 日本航空電子工業, マクセルホールディングス, アルパイン, スミダコーポレーション, 横河電機, アズビル, 堀場製作所, アドバンテスト, イリソ電子工業, オプテックスグループ, レーザーテック, ローム, 京セラ, 日東電工, 日本ケミコン, 三井造船, 全国保証, 九州フィナンシャルグループ, かんぽ生命保険, 西日本フィナンシャルホールディングス, 日信工業, タチエス, マツダ, スズキ, SUBARU, ヤマハ発動機, ジャムコ, 良品計画, IDOM, 島津製作所, オリパス, 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, パイロットコーポレーション, トップラン・フォームズ, 大建工業, NISSHA, ヤマハ, リンテック, イトーキ, 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, 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, 菱洋エレクトロ, 阪和興業, 稲畑産業, ユニ・チャーム, ワキタ, 東邦ホールディングス, サンリオ, リンガーハット, エイチ・ツー・オーリテイリング, ケーズホールディングス, りそなホールディングス, 群馬銀行, 山形銀行, 八十二銀行, 大垣共立銀行, 北國銀行, 京都銀行, ほくほくフィナンシャルグループ, 阿波銀行, 佐賀銀行, 琉球銀行, 芙蓉総合リース, 興銀リース, 東京センチュリー, 日本証券金融, 栃木銀行, リコーリース, オリックス, 三菱UFJリース, 大和証券グループ本社, 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, 三菱地所, 平和不動産, 住友不動産, テーオーシー, 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, 京浜急行電鉄, 小田急電鉄, 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, 日本通運, ヤマトホールディングス, 近鉄エクスプレス, テレビ朝日ホールディングス, 沖縄セルラー電話, 東京電力ホールディングス, 中部電力, 東北電力, 九州電力, 電源開発, 東京瓦斯, 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, 応用地質, 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, 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, 加藤産業, 日本KFCホールディングス, プレナス, ミニストップ, パローホールディングス, ベルーナ

(以上 305 社) ※証券コード順に記載  
その他協力企業 276 社

【投資家】アクサ生命保険, 朝日生命保険, 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, NN インベストメント・パートナーズ, カレラアセットマネジメント, かんぽ生命保険, 企業年金連合会, キャピタル・インターナショナル, さわかみ投信, ジブラルタ生命保険, シュローダー・インベストメント・マネジメント, 住友生命保険, セゾン投信, 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, 大和住銀投信投資顧問, 大和ファンド・コンサルティング, ちばぎんアセットマネジメント, T&D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, 野村アセットマネジメント, パインブリッジ・インベストメンツ, ピクテ投信投資顧問, 百十四銀行, 富国生命投資顧問, フコクしんらい生命保険, 富国生命保険, 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, 三菱UFJ 信託銀行, 明治安田アセットマネジメント, 明治安田生命保険, 山形銀行, ユニオン投信, りそな銀行, レオス・キャピタルワークス (以上 49 社) ※五十音順に記載  
その他協力投資家 67 社

## &lt; 目 次 &gt;

序章 (はじめに)	P1
(1) 株式価値向上に向けた生命保険協会調査について	P1
(2) 平成 29 年度調査と当協会からの要望事項について	P1
(3) 生命保険会社のスチュワードシップ活動について (特集)	P2
第一部 企業による持続的成長に向けた取り組み	P4
第 1 章 コーポレート・ガバナンスについて	P4
(1) 取締役会の実効性について	P4
(2) 社外取締役の役割について	P8
(3) 役員報酬について	P13
第 2 章 経営戦略について	P15
(1) 経営計画の設定・公表について	P15
(2) 社会課題 (ESG等) への取り組みについて	P17
第 3 章 財務戦略について	P21
(1) 資本効率について	P21
(2) 投資について	P26
(3) 株主還元について	P30
第二部 企業と投資家の価値協創に向けた取り組み	P37
第 1 章 企業と投資家の対話について	P37

(1) 「建設的な対話」について	P37
(2) 議決権行使について	P42
<u>特集 生命保険会社のスチュワードシップ活動について</u>	<u>P48</u>
(1) 生命保険会社のスチュワードシップ活動に関する研究について	P48
(2) WG参加各社のスチュワードシップ活動の取組共有について	P48
(3) 生命保険会社以外の機関投資家・発行体企業との情報交換	P50
(4) 集团的エンゲージメント	P52
<u>終章 (おわりに)</u>	<u>P54</u>

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

## 序章（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 44 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のと考えの下、継続的に調査を実施している。

当調査では、コーポレート・ガバナンスや経営戦略、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ともに、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 29 年度調査と当協会からの要望事項について

昨今、コーポレート・ガバナンスや投資家のスチュワードシップ活動のあり方への注目がかつてないほど高まっている。平成 29 年 5 月に改訂された「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、「日本版スチュワードシップ・コード」）では、投資家が企業との間で深度ある「建設的な対話」を行っていくため、機関投資家によるスチュワードシップ活動の実効性向上を企図した変更が行われた。また、平成 29 年 6 月に閣議決定された「未来投資戦略 2017」では、企業の「コーポレート・ガバナンス改革が、コーポレートガバナンス・コード等への形式的な対応に留まって」おり、機関投資家においても「実効的なスチュワードシップ活動が必ずしも行われていない」など、企業・機関投資家双方に対する厳しい課題認識が示された。

今年度の調査では、このように、コーポレート・ガバナンス改革やスチュワードシップ活動を巡る議論や具体的な施策が「形式から実質へ」シフトしていることを踏まえ、コーポレート・ガバナンスや企業の情報開示、対話や投資家の議決権行使などについてアンケート項目や要望事項の追加・変更を行った。

コーポレート・ガバナンスについては、昨今急速に普及している取締役会評価のあり方や、拡充が進む社外取締役の役割について調査項目として取り上げている。企業の情報開示については、ESG 情報の重要性について新たに調査を実施した。また、対話や議決権行使については、対話テーマや投資家の議決権行使のあり方などについて調査している。

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、経営戦略、財務戦略、対話の4つの観点から、企業に対し12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対話の意義に対する企業・投資家双方の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ともに、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 取締役会運営におけるPDC Aサイクルの確立 ② 社外取締役の機能発揮に向けた取り組みの充実
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 ESG情報の開示の充実
財務戦略	⑤ 資本コストを踏まえたROEの目標設定と水準向上 ⑥ 経営ビジョンに則した事業ポートフォリオの見直し ⑦ 成長投資への手元資金の活用 ⑧ 中長期の平準的な水準として、配当性向30%以上
対 話	⑨ 経営陣による対話内容の共有と対話への積極的な参加 ⑩ 対話要員の拡充
議決権行使	⑪ 過年度議案に対する投資家の反対理由の分析も踏まえた議案内容の説明充実 ⑫ 投資家による議案内容の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賛否判断と議決権行使プロセスの透明性向上

### (3) 生命保険会社のスチュワードシップ活動について (特集)

上記のとおり平成29年5月に日本版スチュワードシップ・コードが改訂されたことを踏まえ、生命保険会社としても、従来以上に投資先企業に対する実効的なスチュワードシップ活動を行っていくため、当協会に設置した「株式価値向上ワーキング・グループ」においてスチュワードシップ活動に

関する研究を行った。当研究においては、参加する生命保険各社が知見を持ち寄り、他の機関投資家や発行体企業との情報交換なども行いながら、各社がスチュワードシップ活動の実力をより高めていくべく活動を行った。当研究における活動成果の概要を今年度の特集としてまとめているので、合わせてご参照頂きたい。



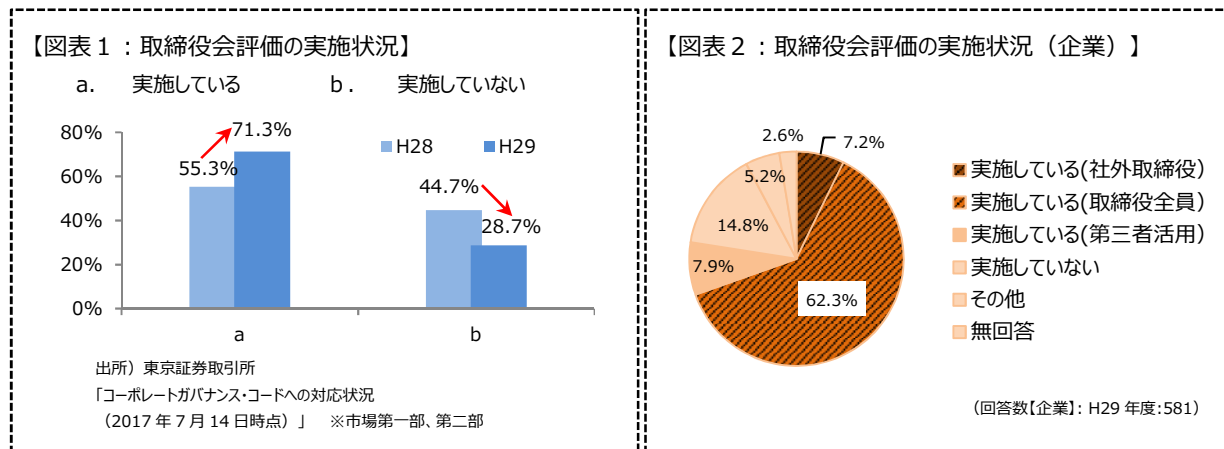
## 第一部 企業による持続的成長に向けた取り組み

### 第 1 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

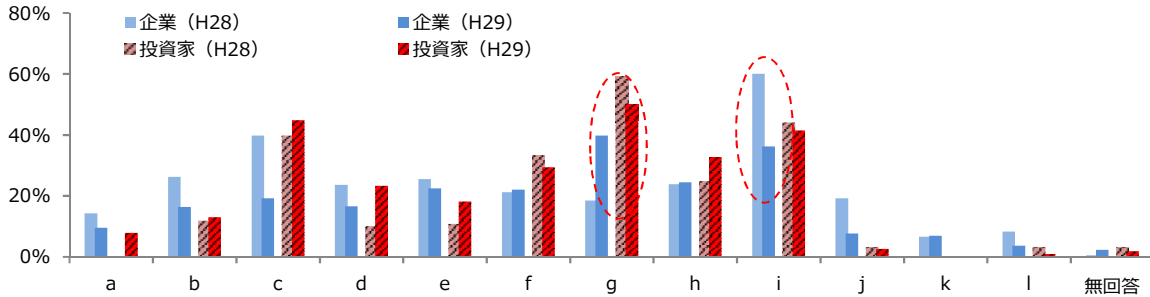
企業の持続的な成長に向けた取り組みが絶えず見直され充実したものとなるためには、取締役会の実効性向上が不可欠である。取締役会の実効性評価（以下「取締役会評価」）は、取締役会が有効に機能しているかを検証する PDCA プロセスの一環であり、評価を通じて浮き彫りとなった課題を取締役会で共有し、改善に向けた対応策を検討・実施していくことは取締役会の実質的な機能強化につながる。

取締役会評価を実施している企業は昨年度から大きく増加しており【図表 1】、今年度アンケートでは約 8 割の企業が実施していると回答している【図表 2】。このため、コーポレート・ガバナンスに関して今後強化していくべき取り組みとして、「取締役会の実効性の評価」を挙げる企業は今年度アンケートでは減少したものの、依然として関心は高い【図表 3】。取締役会評価の実施の主体としては、「取締役全員」が最も多く、「第三者（外部コンサル等）」の活用や、「社外取締役」のみの評価を行っているケースもあった。



【図表 3 : 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 ）

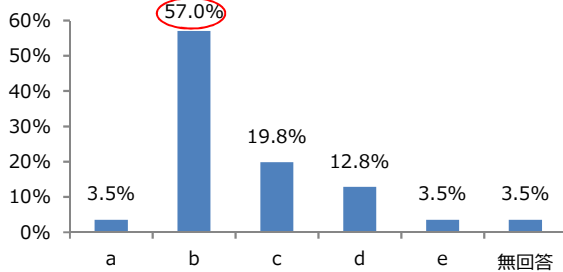


企業	9.5%	16.4%	19.1%	16.5%	22.4%	22.0%	39.8%	24.4%	36.1%	7.6%	6.9%	3.6%	2.2%
投資家	7.8%	12.9%	44.8%	23.3%	18.1%	29.3%	50.0%	32.8%	41.4%	2.6%	0.0%	0.9%	1.7%

(回答数【企業】: H29 年度:581, H28 年度:572) (回答数【投資家】: H29 年度:116, H28 年度:93) ※3 つまで回答可

また、現時点で取締役会評価を実施していない企業の半数以上が「取締役会の在り方や評価軸について検討中」としており【図表 4】、評価の方法を模索しながらも、多くの企業が取締役会評価の実施に前向きに取り組んでいることが伺える。

【図表 4 : 取締役会評価を実施していない理由（企業）】



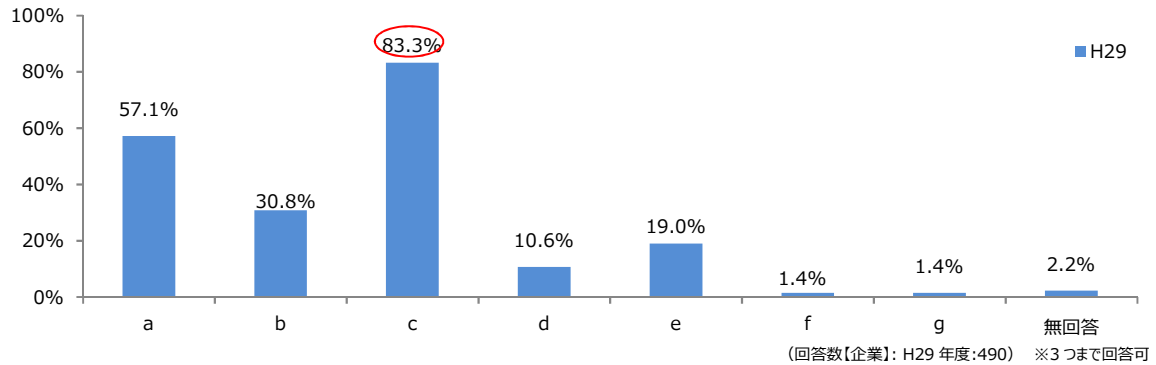
- a. どのように評価すれば良いかわからない
- b. **取締役会の在り方や評価軸について検討中**
- c. コーポレートガバナンス・コードの対応を実施したばかりであり、まだ評価する段階にない
- d. 実施する必要性を感じない
- e. その他（具体的には ）

(回答数: H29 年度:86)

取締役会評価の実施に際しては、「評価結果に基づく PDCA の実施」が重要と答えた企業は 8 割に達しており【図表 5】、単に取締役会評価を実施するだけでなく、取締役会評価を踏まえた具体的取り組みを実施していくことの重要性について、企業側に十分な認識があると考えられる。

【図表 5：取締役会評価の実施に際して重要だと考えていること（企業）】

- |                               |                      |
|-------------------------------|----------------------|
| a. 適切な評価軸の設定                  | e. 取締役会評価の開示         |
| b. 評価結果の社内共有化                 | f. 取締役会評価の有効性を感じていない |
| c. <u>評価結果に基づく PDCA の実施</u>   | g. その他（具体的には）        |
| d. 社外取締役・社外監査役を中心とした諮問委員会等の活用 |                      |

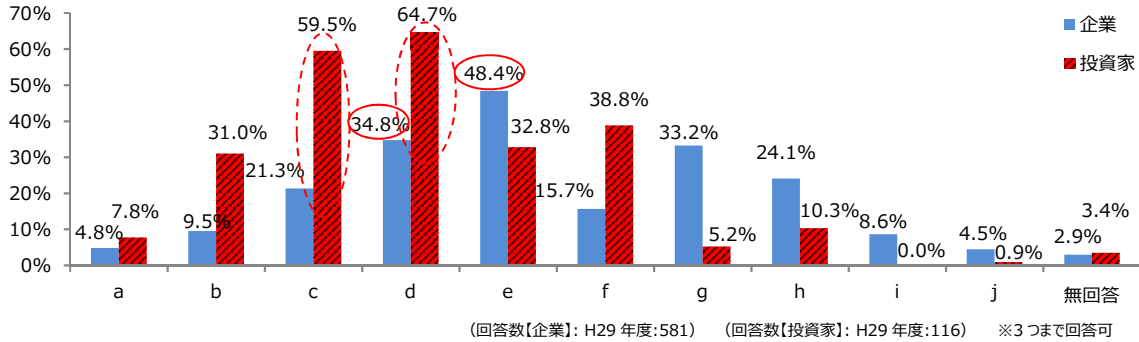


取締役会の実効性向上に向けた課題として、企業は「上程議案見直し・絞込みによる重要事項に関する議論の充実」との回答が最も多く【図表 6】、真に重要な案件に絞った上で実質的な議論を行う必要性を感じていることが窺える。取締役会の議題として重点的に取り上げるべきテーマについては、企業・投資家ともに「経営目標・指標の適切性」や「経営戦略立案」と回答しており【図表 7】、何を重要事項として議論するべきかについての両者の認識は一致している。「経営計画・経営戦略」は、取り組みを強化しようとする企業の割合が増加し、強化を期待する投資家との認識ギャップが縮小したものの、依然として双方の認識ギャップが大きい事項となっている【図表 3】。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に課題を感じていると言える【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、取締役を選任していくことが求められる。

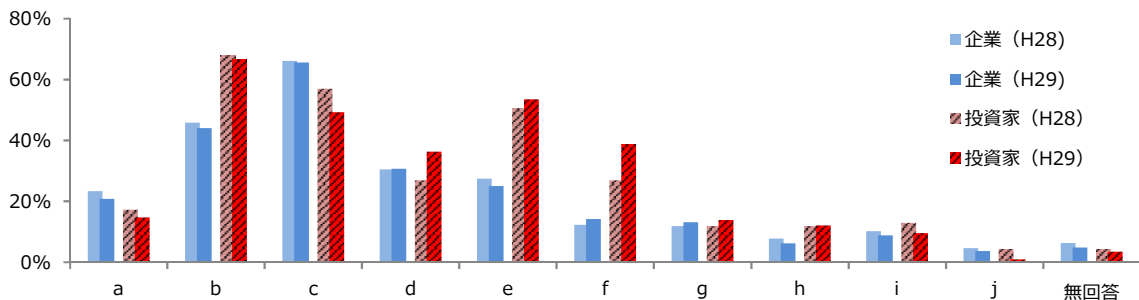
【図表 6：取締役会の実効性向上に向けて、課題に感じていること（企業・投資家）】

- a. 機関設計
- b. 社外役員の拡充
- c. 取締役会全体の経験や専門性のバランス
- d. 社外役員が機能発揮できる環境整備
- e. 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
- f. 投資家意見の取締役会へのフィードバック
- g. 取締役会議題の事前説明の充実
- h. 取締役に対するトレーニング
- i. 特段なし
- j. その他（具体的には ）



【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 ）

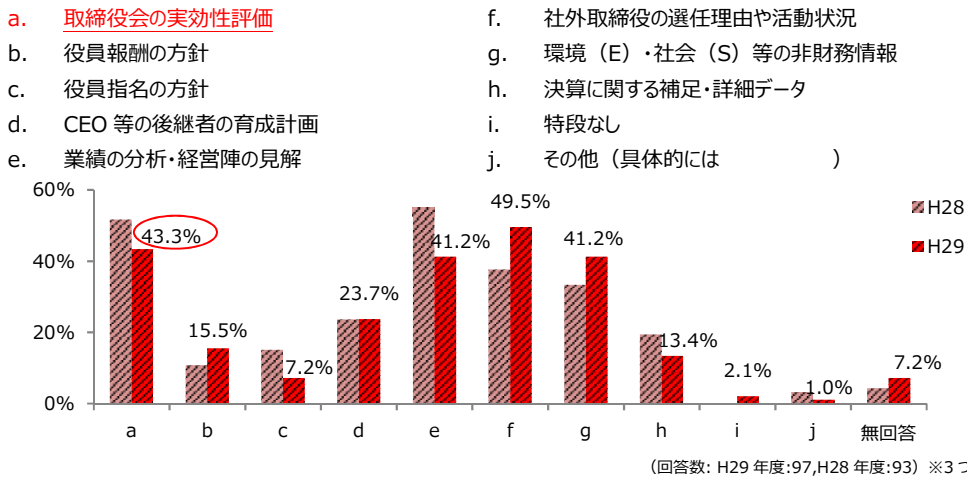


企業	20.8%	44.1%	65.6%	30.6%	25.0%	14.1%	13.1%	6.2%	8.8%	3.6%	4.8%
投資家	14.7%	66.4%	49.1%	36.2%	53.4%	38.8%	13.8%	12.1%	9.5%	0.9%	3.4%

(回答数【企業】: H29 年度:581, H28 年度:572) (回答数【投資家】: H29 年度:116, H28 年度:93) ※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などについて、投資家等に対して真摯に伝え、そのフィードバックを踏まえて更なる改善に向けた取り組みを行うことは、PDCA サイクルの効果性を高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）】



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幅広く検証し、浮き彫りになった課題へどのように対処するのかを、投資家等へ開示し、そのフィードバックを踏まえて更なる改善に向けた取り組みを行う、といった PDCA プロセスの確立を通じて、取締役会の実効性を高めていくことを期待したい。

**当協会では、このような状況を踏まえ、以下の点を要望したい。**

#### **【企業向け①】取締役会運営における PDCA サイクルの確立**

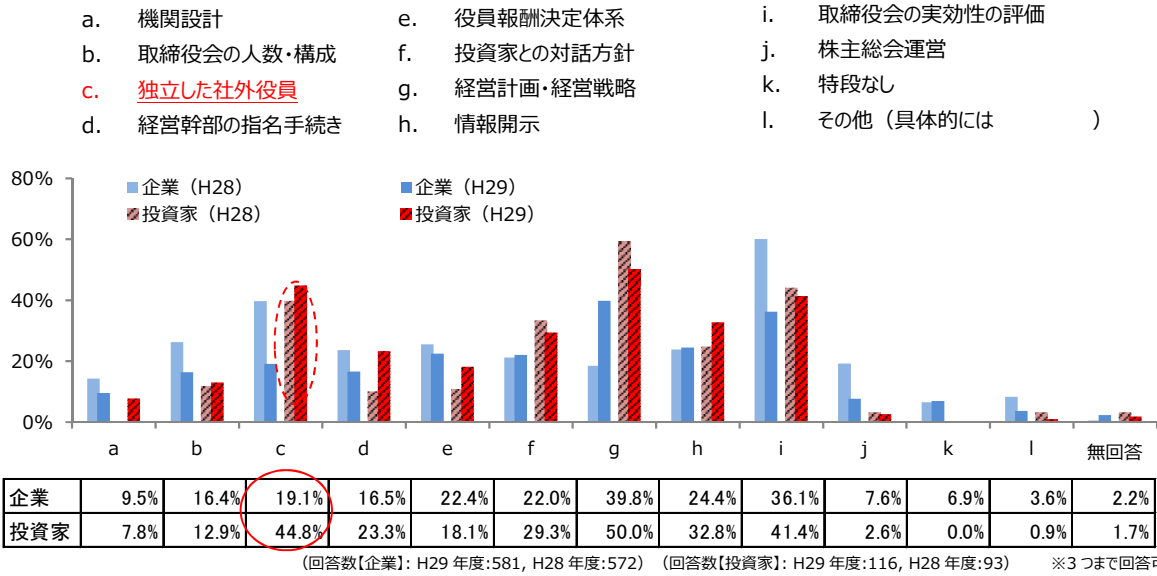
### (2) 社外取締役の役割について

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・ガバナンスに関して今後強化する取り組みとして、「独立した社外役員」を挙げる企業は、昨年度から減少している【図表 3】。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。

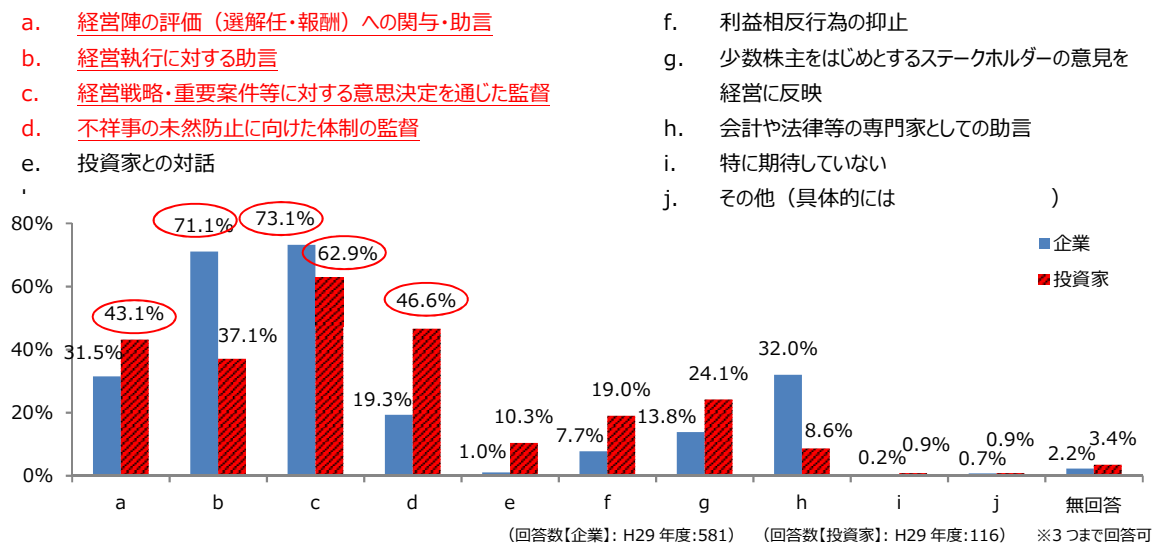
【図表 3 (再掲) : コーポレート・ガバナンスに関して今後取り組みを強化する事項 (企業) ・

強化を期待する事項 (投資家)】



社外取締役に期待する役割は、企業・投資家ともに「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を最も重視していると言える。続く回答として、投資家は、「不祥事の未然防止に向けた体制の監督」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「不祥事の未然防止に向けた体制の監督」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)】



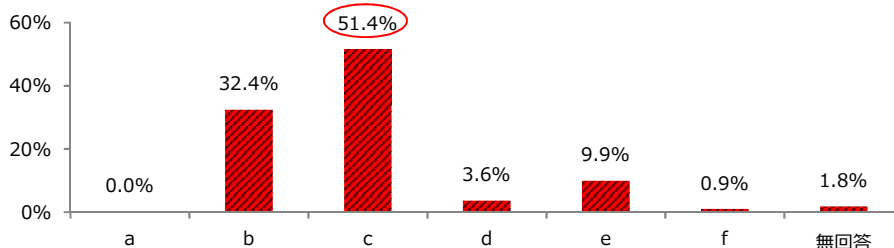


「不祥事の未然防止に向けた体制の監督」については、投資家において昨年度（18.3%）から大幅に上昇しており、昨今、立て続けに発覚している日本企業における一連の不祥事を受けて、投資家が社外取締役を求める役割として重要視していると考えられる。投資家は、企業内部者だけでは不祥事の未然防止は困難であり、社外取締役の監督による内部統制体制の強化を求めていると言える。こういった投資家の厳しい認識も踏まえ、社外取締役には、企業の内部統制に対する関与を従来以上に積極的に行っていくことを期待したい。

また、投資家の半数は、社外取締役に期待しているこれらの役割が現状果たされているかについて、「不十分であり、改善の余地がある」と考えているほか【図表 10】、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」と回答している【図表 8】。当該社外取締役を選任することがどのように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、説明を充実させていくことが求められる。

【図表 10：社外取締役に期待している役割が現状果たされているかに対する評価（投資家）】

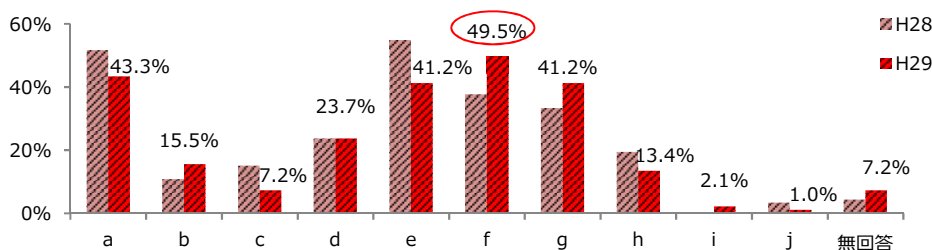
- a. 期待どおり十分に果たされている
- b. 一定程度果たされている
- c. **不十分であり、改善の余地がある**
- d. 全く果たされていない
- e. 投資家からは評価できない
- f. その他（具体的には ）



(回答数: H29 年度:111)

【図表 8（再掲）：開示内容の充実を期待する項目（投資家）】

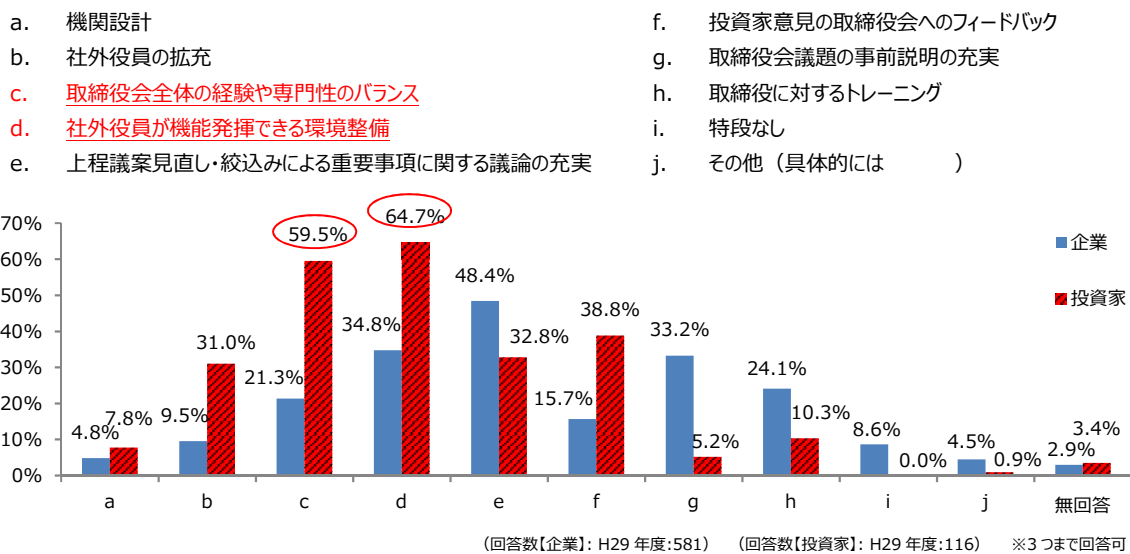
- a. 取締役会の実効性評価
- b. 役員報酬の方針
- c. 役員指名の方針
- d. CEO 等の後継者の育成計画
- e. 業績の分析・経営陣の見解
- f. **社外取締役の選任理由や活動状況**
- g. 環境（E）・社会（S）等の非財務情報
- h. 決算に関する補足・詳細データ
- i. 特段なし
- j. その他（具体的には ）



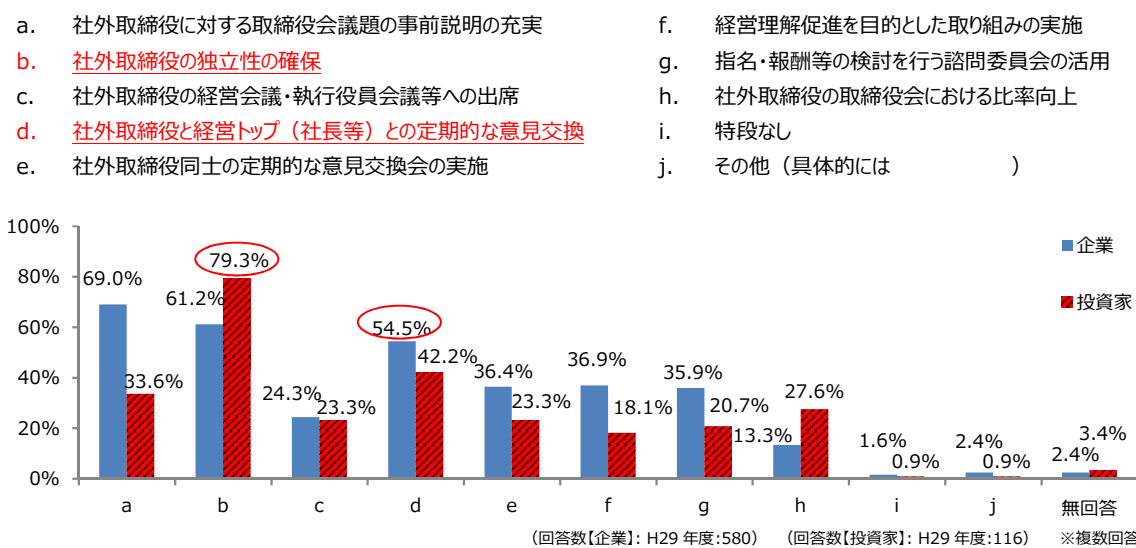
(回答数: H29 年度:97,H28 年度:93) ※3 つまで回答可

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、企業・投資家ともに「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 11】。独立した立場にある社外取締役が経営トップを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）】



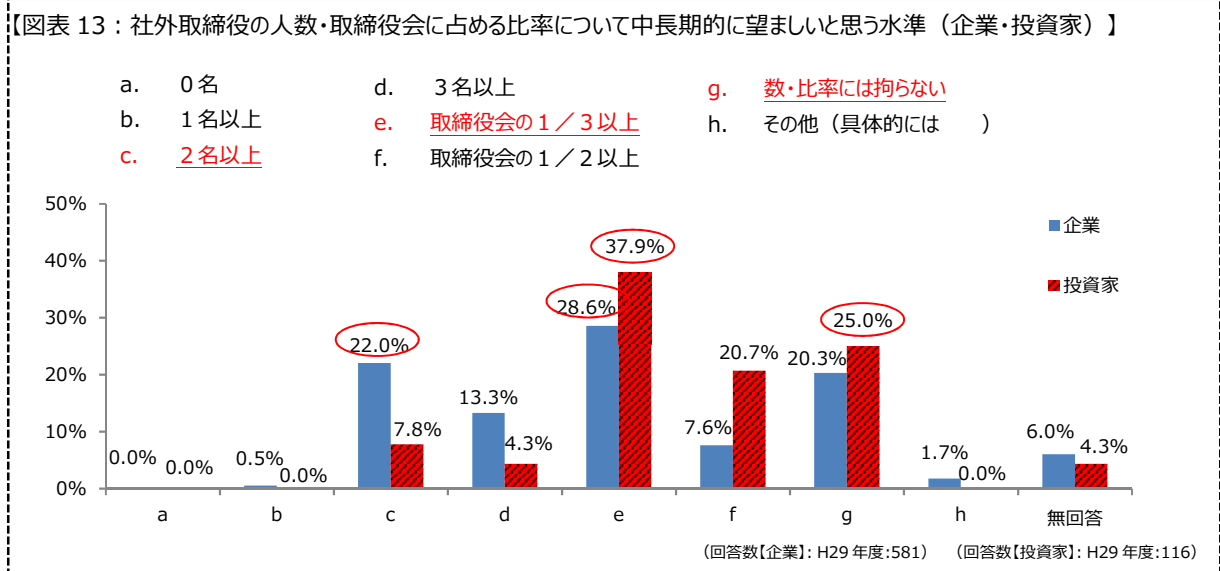
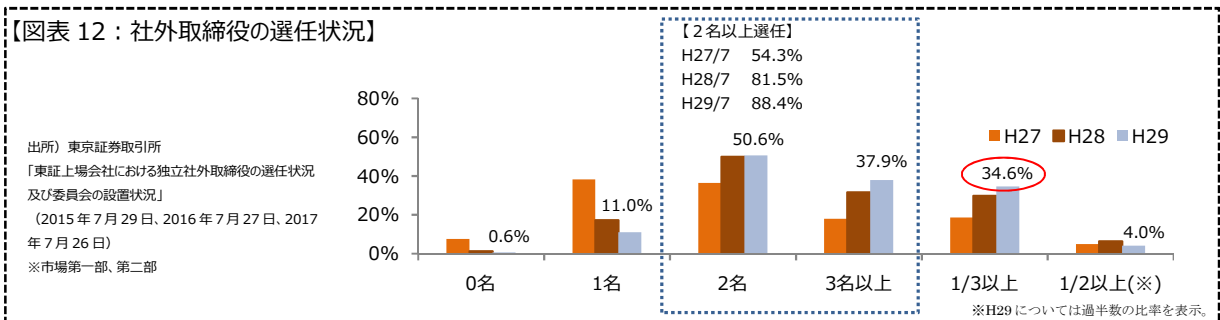
【図表 11：社外取締役の機能発揮に向けて、実施している取り組み（企業）・期待する取り組み（投資家）】



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 29 年 7 月時点で



は 88.4%とこの 2 年間で大きく増加している【図表 12】。取締役会の実効性向上に向けて、「社外役員の拡充」が課題と答えた投資家は 31%と、昨年度（43%）から大幅に減少していることから、社外取締役の拡充が一定程度進捗したと評価することができる。しかしながら、減少したとはいえ、未だ 3 割の投資家が「社外役員の拡充」を課題だと感じていること、また企業・投資家とも社外取締役の人数・取締役会に占める比率について「取締役会の 1 / 3 以上」が最も望ましいと回答している【図表 13】なか、現状は 3 割の企業しか達成していない【図表 12】。



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、各社が置かれた状況を踏まえ、あるべき水準に向け社外取締役の拡充を進めるなど、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 13】、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。

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、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、社外取締役がその期待された役割を発揮していくための実効的な取り組みが期待される。その上で、取締役会のあり方やそのなかでの社外取締役の活動結果や機能発揮の状況を投資家等に丁寧に説明していく姿勢が求められる。

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。

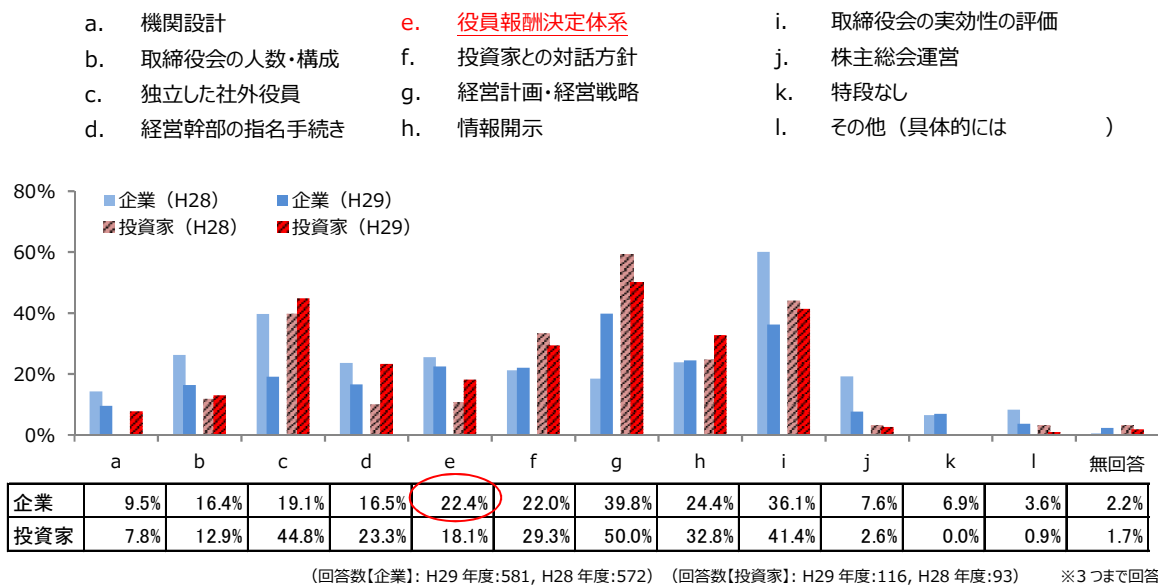
【企業向け②】社外取締役の機能発揮に向けた取り組みの充実

### (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」を上位に挙げており【図表 3】、自社の役員報酬の在り方について模索する動きが引き続き進展していくものと思われる。

【図表 3 (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)】

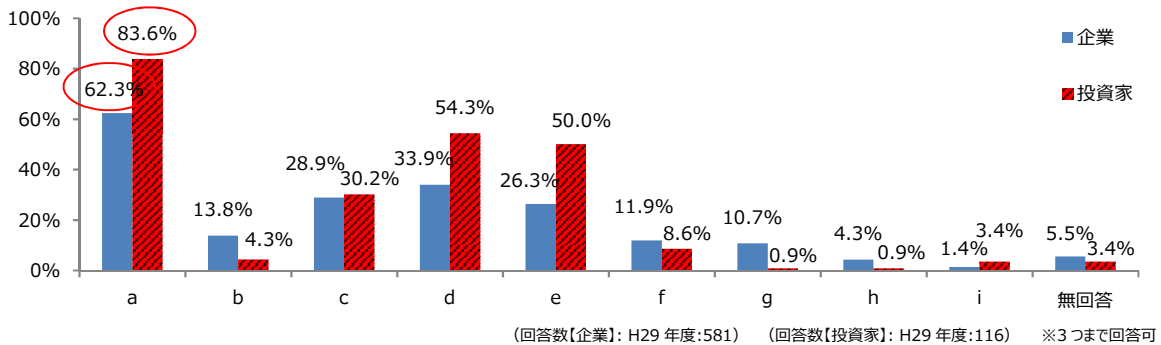


役員報酬について重視するものとして、企業・投資家ともに「中長期業績との連動性 (株式報酬等長期インセンティブの導入)」との回答が最も多く、「業績や株価には表れない定性的な評価」や「安定的な報酬体系」との回答は少なかった【図表 14】。企業・投資家ともに、定性的な評価や安定性ではなく、役員報酬を中長期業績と連動させることにより、経営陣の業績向上への意識を高めることを重視している。また、投資家は企業以上に、「業績連動指標の適切性」や「過度なリスクテイクや近視眼的な経営を誘発しない制度設計」への関心も高く、報酬と連動するよう設定される業績評価指標の適切性について考慮することや、過度なインセンティブ付けとならないよう配慮することも期待していると言える【図表 14】。

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」といった内容ま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った【図表 15】。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くかについて把握し、役員報酬の適切性について判断したいと考えていると言え、企業が役員報酬制度に関して、より一層踏み込んだ開示を行っていくことを期待したい。

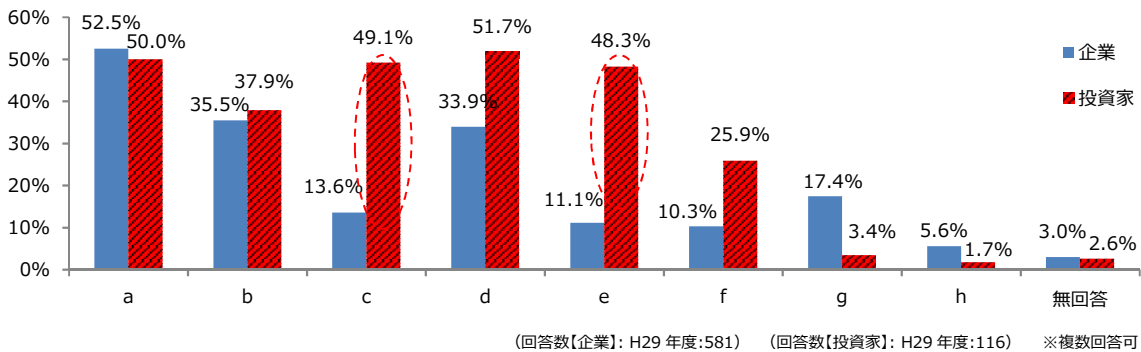
【図表 14：役員報酬について、特に重視しているもの（企業）・重視するべきだと思うこと（投資家）】

- |   |                                       |
|---|---------------------------------------|
| a. <u>中長期業績との連動性</u><br>(株式報酬等長期インセンティブの導入) | e. <u>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</u> |
| b. 競合他社との比較                                 | f. 業績や株価には表れない定性的な評価                  |
| c. 全体に占める業績連動報酬の割合                          | g. 安定的な報酬体系                           |
| d. <u>業績連動指標の適切性</u>                        | h. 特段なし                               |
|   | i. その他（具体的には )                        |



【図表 15：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）】

- |   |   |
|---|---|
| a. <u>役員報酬の設計思想・目的</u>                        | e. <u>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</u> |
| b. 報酬水準に対する考え方                                | f. 経営トップ等個別の報酬額                               |
| c. <u>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</u> | g. 特段なし                                       |
| d. <u>業績連動報酬（年次賞与、長期インセンティブ等）の仕組みとその考え方</u>   | h. その他（具体的には )                                |

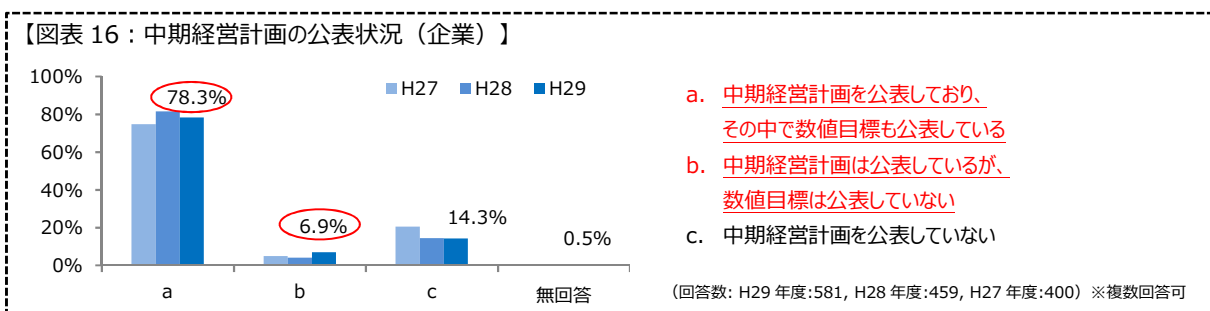


## 第2章 経営戦略について

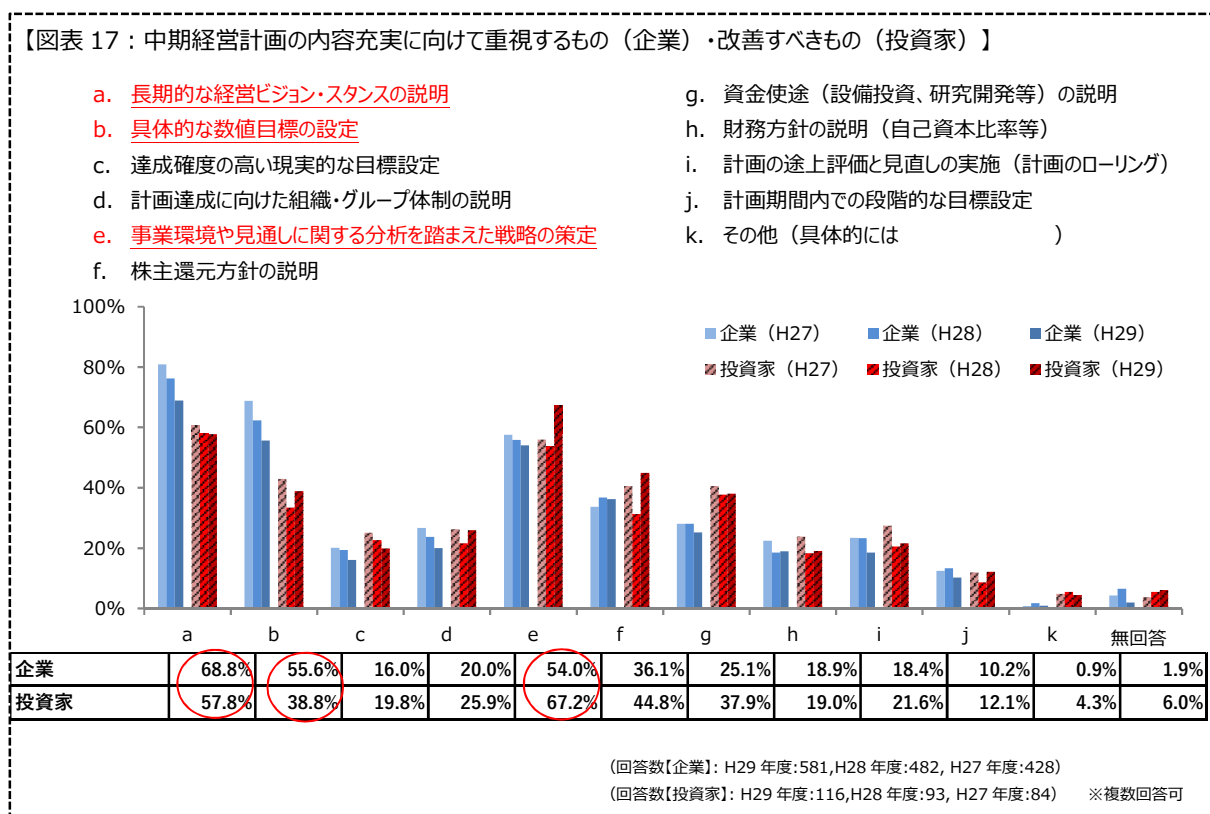
### (1) 経営計画の設定・公表について

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。

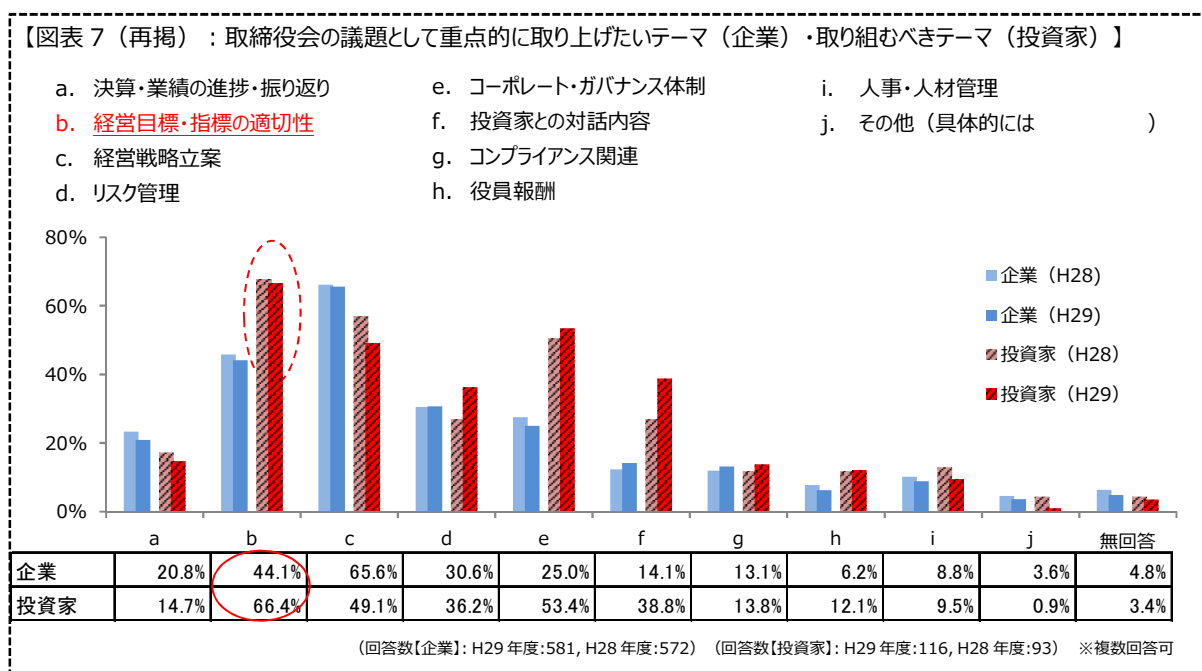
中期経営計画を公表している企業の割合は8割近くに上るなど、計画の公表は一定程度浸透したものと捉えることができる【図表16】。中期経営計画を公表していない企業については、今後積極的に公表していくことを期待したい。



投資家は、中期経営計画の内容充実に向けて改善するべきものとして、「事業環境や見通しに関する分析を踏まえた戦略の策定」「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17】、経営陣が自社の強みや経済・社会の構造変化を分析した上で戦略を策定し、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の十分な説明を期待している。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。



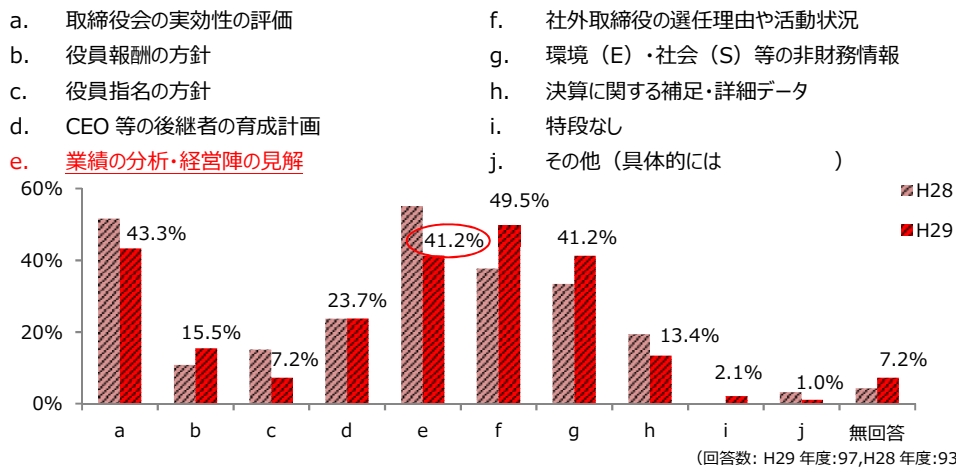
経営計画は、目標とする経営指標が企業価値向上につながるよう設定される必要がある。中期経営計画の内容充実に向け、企業は2番目に「具体的な数値目標の設定」を重視していると回答している【図表 17】。企業の8割は、数値目標を伴う中期経営計画を公表しており【図表 16】、定性的な目標だけでなく定量的な目標も踏まえて計画が公表されている点は、会社の目指す姿をより具体的に把握することにつながるため望ましい。多くの投資家は、取締役会の議題として今後重点的に取り組むべきテーマを「経営目標・指標の適切性」と回答しており【図表 7】、企業との乖離も大きい項目であった。数値目標を伴う中期経営計画の策定は一定程度浸透してきた一方で、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 17】、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) 社会課題 (ESG等) への取り組みについて

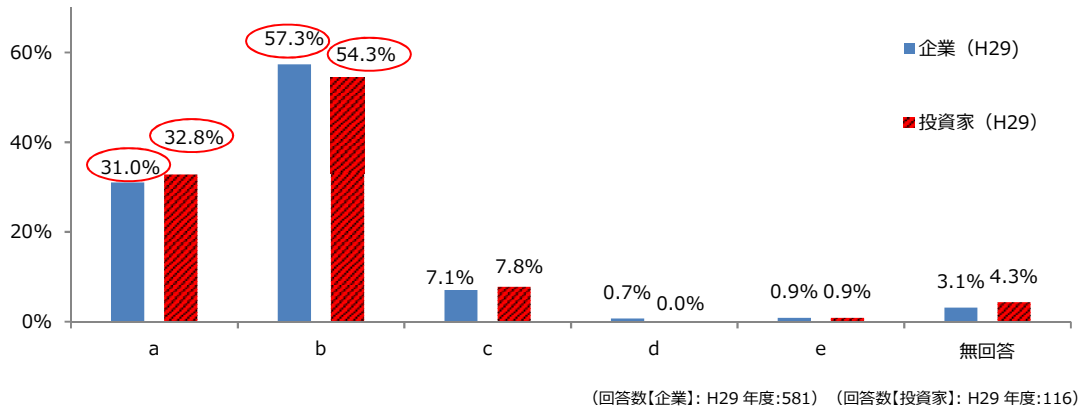
企業が継続的に事業活動を実施していくにあたっては、個々の企業がどのような社会課題に対して関係性を有し、どのように対処しているのか、もしくは今後どのように対処しようとしているのかなどについてステークホルダーに対して丁寧に説明することが重要であり、そのような姿勢は、社会課題解決と企業価値向上の両立にもつながる。

アンケートでは、環境 (E)・社会 (S)・ガバナンス (G) 要素の特定・企業戦略への組み込み・開示が、持続的な成長と中長期的な株式価値向上の観点から「非常に重要」もしくは「重要」と回答した割合が、企業・投資家ともに8割を超えている【図表 18】。一方、投資家の多くは、企業の「情報開示が不十分」【図表 19】と考えており、特に、「環境 (E)・社会 (S) 等の非財務情報」の開示の強化を求めている【図表 8】。いずれの数値も昨年度から大きく上昇しており、環境 (E)・社会 (S)・ガバナンス (G) に関する重要性の認識が高まっているなか、投資家は、企業の情報開示の一層の充実を期待していると言える。

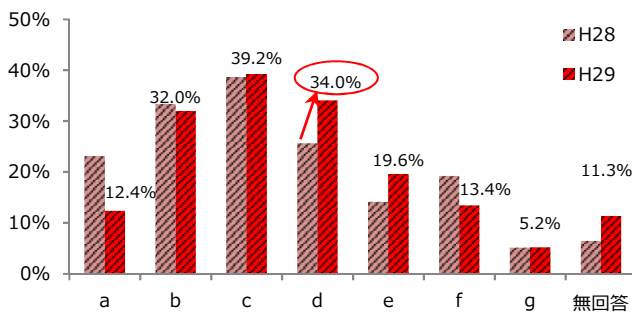


【図表 18：ESG 要素を特定し企業戦略に組み込み、開示することの重要性（企業・投資家）】

- a. 非常に重要である
- b. 重要である
- c. あまり重要とは思わない
- d. 重要でない
- e. その他（具体的には）



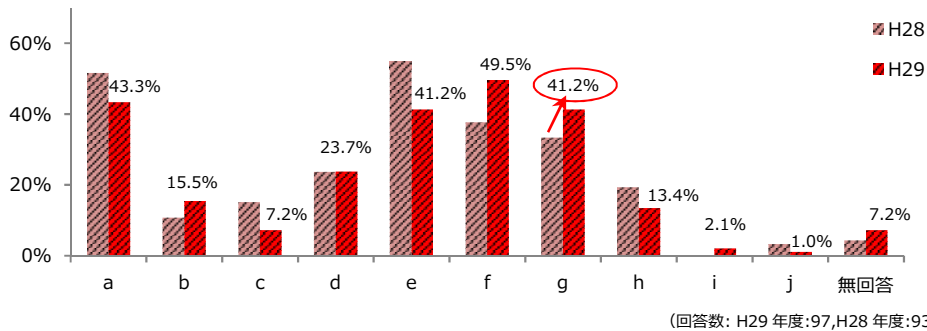
【図表 19：対話に際して企業に感じる課題（投資家）】



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

【図表 8（再掲）：開示内容の充実を期待する項目（投資家）】

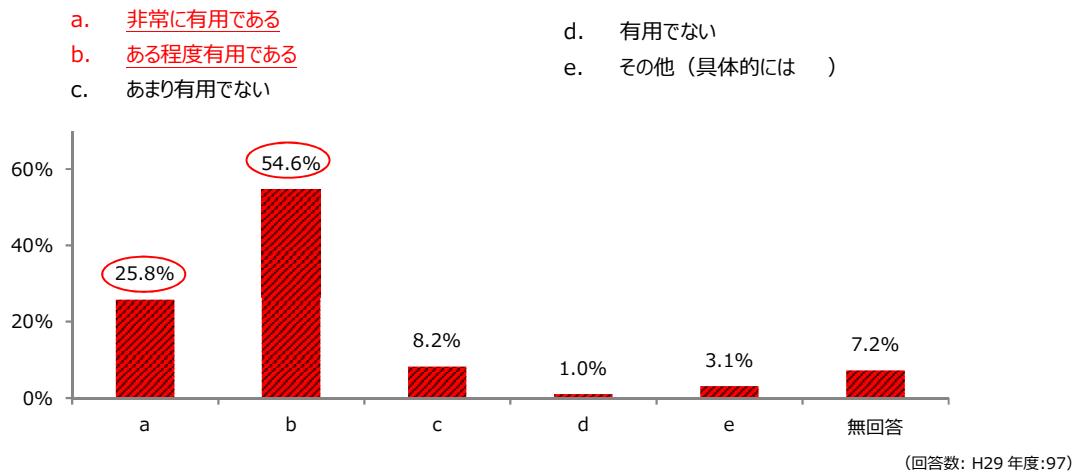
- a. 取締役会の実効性評価
- b. 役員報酬の方針
- c. 役員指名の方針
- d. CEO 等の後継者の育成計画
- e. 業績の分析・経営陣の見解
- f. 社外取締役の選任理由や活動状況
- g. 環境 (E)・社会 (S) 等の非財務情報
- h. 決算に関する補足・詳細データ
- i. 特段なし
- j. その他（具体的には）



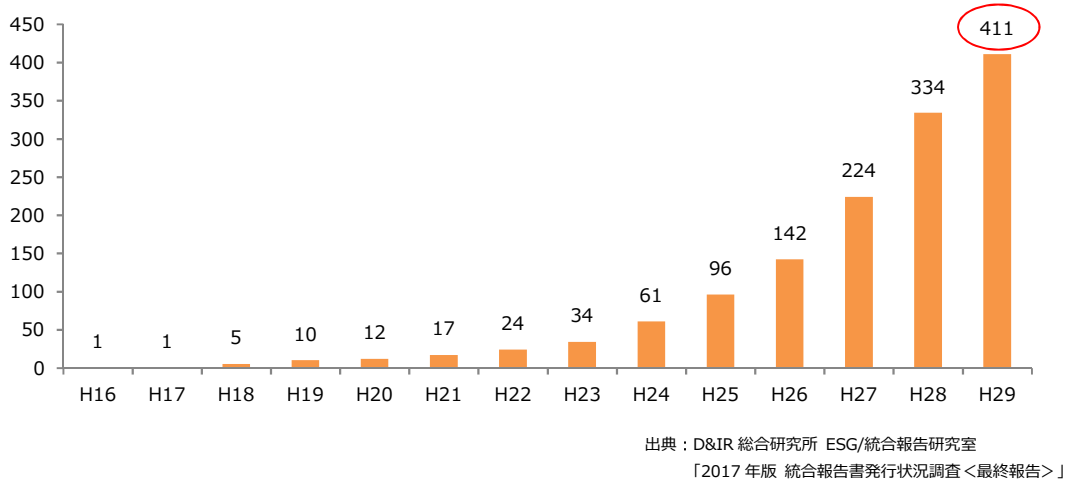
投資家の大半は、財務情報に加え、環境 (E)・社会 (S)・ガバナンス (G) に関する情報 (以下「ESG 情報」) なども統合的に開示する統合報告書を有用であると評価している【図表 20】。統

合報告書の発行は年々増加しているものの、実際に発行しているのは上場企業の一部に留まっており【図表 21】、今後、発行する企業の更なる増加を期待したい。

【図表 20：対話を行ううえでの統合報告書への評価（投資家）】

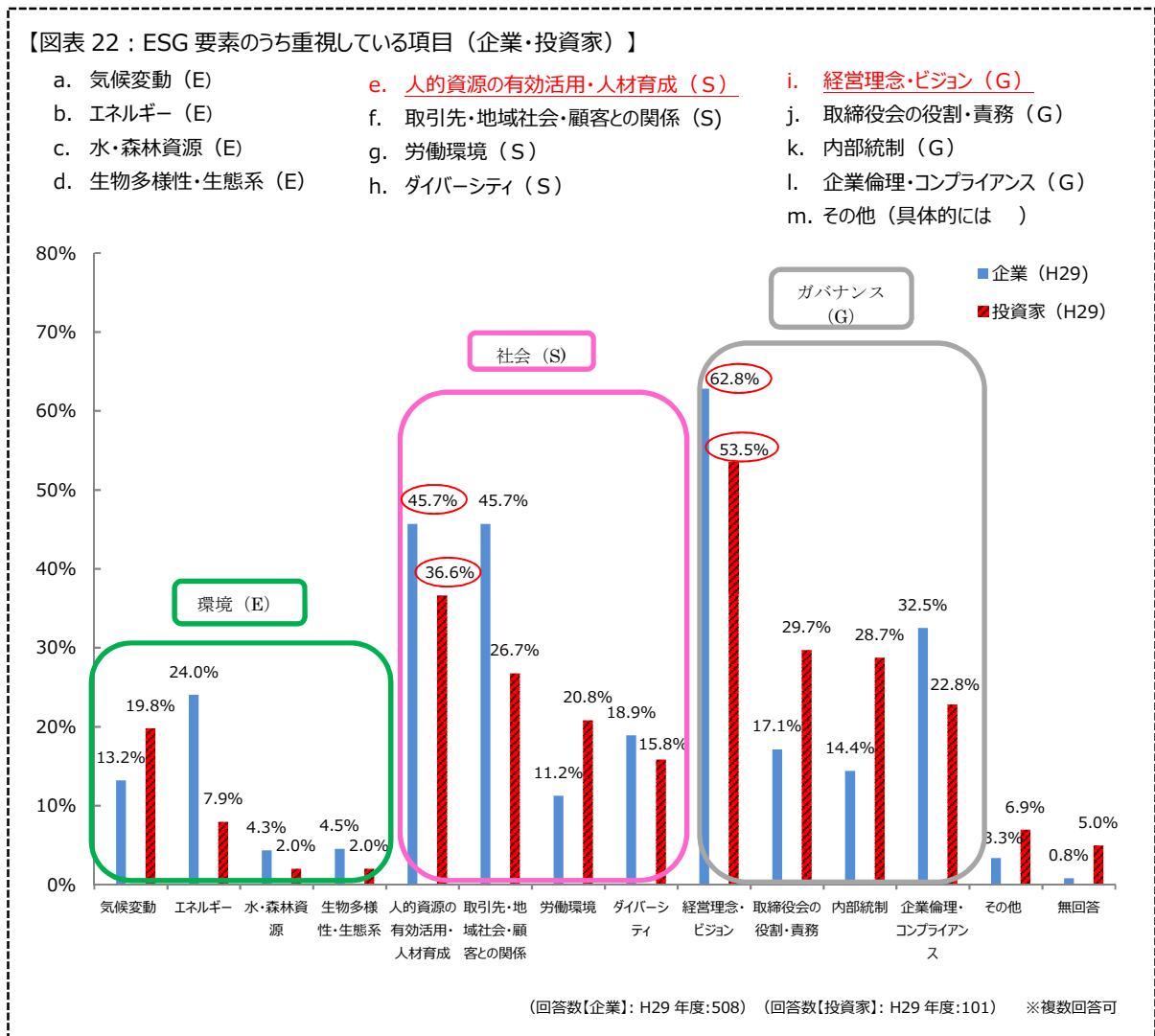


【図表 21：統合報告書の発行状況】





ESG要素のうち重視している項目をカテゴリー毎にみると、企業・投資家とも、環境（E）に比べ、ガバナンス（G）や社会（S）をより重要と捉えており、個別項目では特に「経営理念・ビジョン」「人的資源の有効活用・人材育成」が企業・投資家ともに高い【図表 22】。



企業は、経営の中核的な考え方を「経営理念・ビジョン」として明示のうえ、「経営理念・ビジョン」を具現化していくための体制（ガバナンス（G））を整備する必要がある。更に、企業を取り巻く様々な社会課題（環境（E）・社会（S））を経営戦略に組み込み、社会課題解決への取り組みを重要な成長機会と捉えることが、企業の持続的な成長に向けて重要である。特に、環境（E）・社会（S）課題への対応は、社会貢献といったCSRの概念だけでなく、企業経営の持続可能性に直結する重要課題であると認識した上で、企業は重要なESG情報を特定し、経営戦略との関係を分かりやすく開示することが重要であり、当協会では、企業に対してESG情報の開示の充実を期待したい。

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④】 ESG情報の開示の充実**

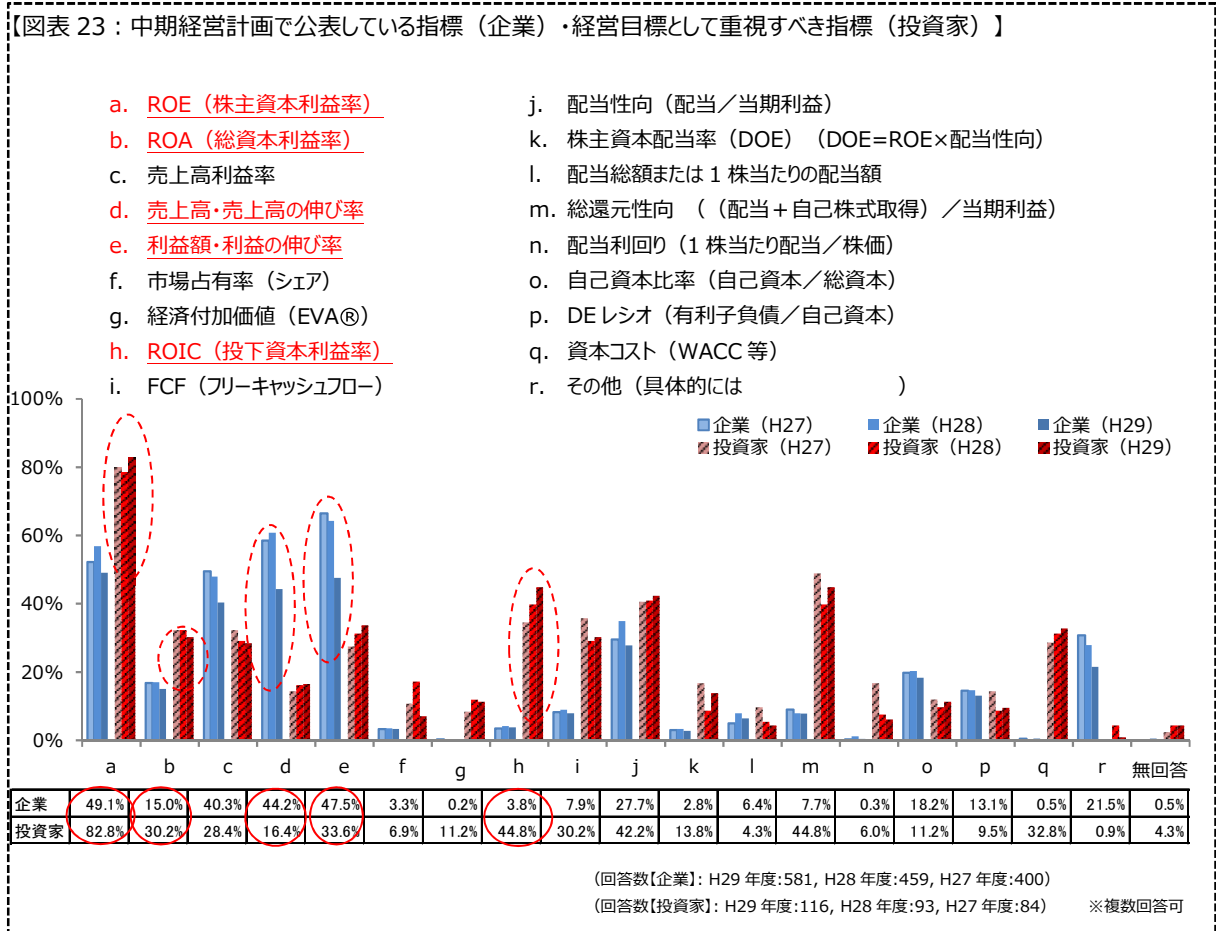
### 第3章 財務戦略について

#### (1) 資本効率について

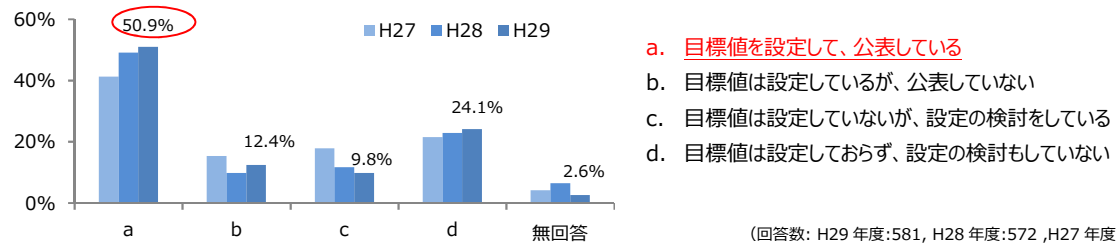
企業には、調達した資金を有効活用し、株主の要求収益率である資本コストを上回る収益性を実現することで、持続的に株式価値を高めることが求められる。

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 23】。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」との回答が最も多いものの、「利益額・利益の伸び率」「売上高・売上高の伸び率」との回答が「ROE」に次いで多く、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割に留まる【図表 24】。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 25】。



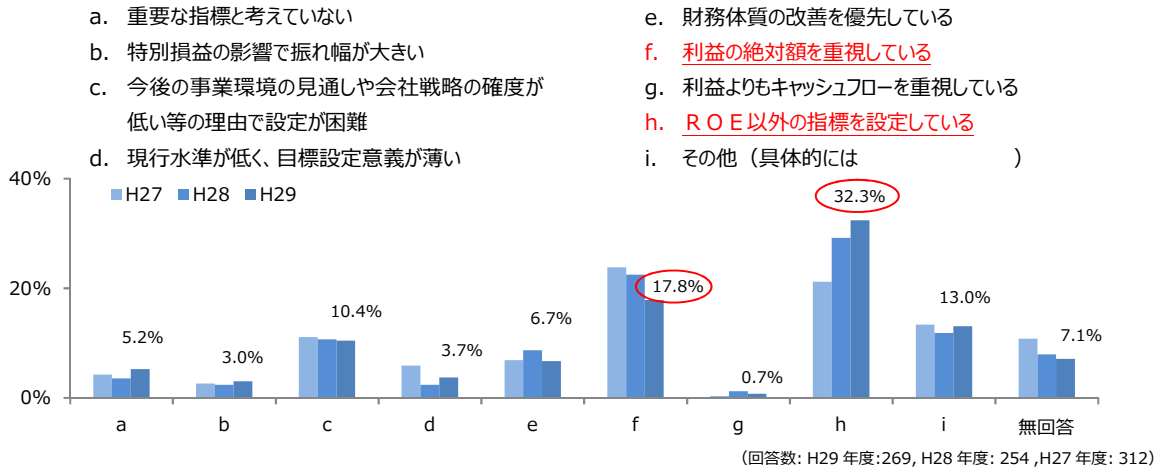
【図表 24：ROE 目標値の設定・公表状況（企業）】



- a. 目標値を設定して、公表している
- b. 目標値は設定しているが、公表していない
- c. 目標値は設定していないが、設定の検討をしている
- d. 目標値は設定しておらず、設定の検討もしていない

【図表 25：ROE 目標値を設定・公表しない理由（企業※）】

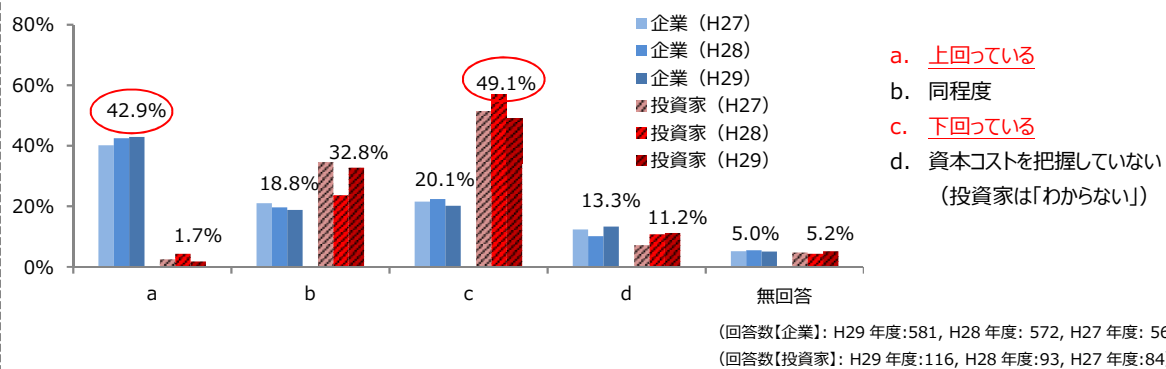
※図表 24 で b～d と回答した企業が対象



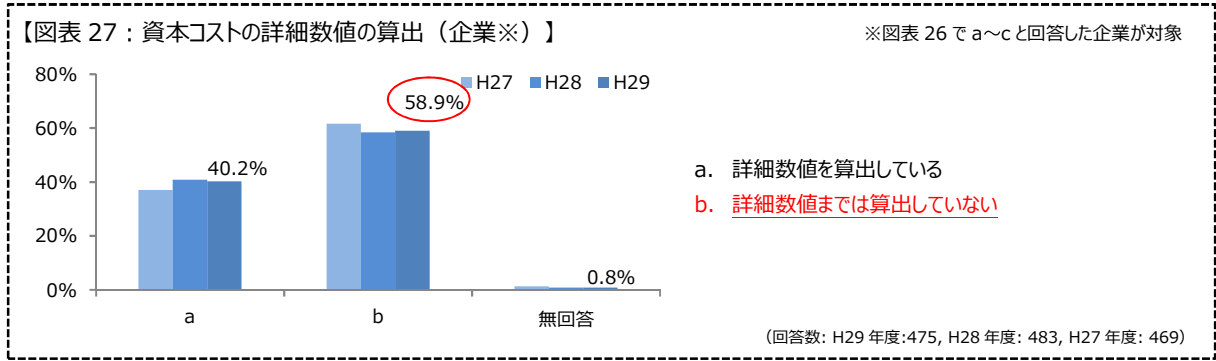
- a. 重要な指標と考えていない
- b. 特別損益の影響で振れ幅が大きい
- c. 今後の事業環境の見通しや会社戦略の確度が低い等の理由で設定が困難
- d. 現行水準が低く、目標設定意義が薄い
- e. 財務体質の改善を優先している
- f. 利益の絶対額を重視している
- g. 利益よりもキャッシュフローを重視している
- h. ROE以外の指標を設定している
- i. その他（具体的には）

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 26】。また、資本コストを把握している企業【図表 26 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 27】。

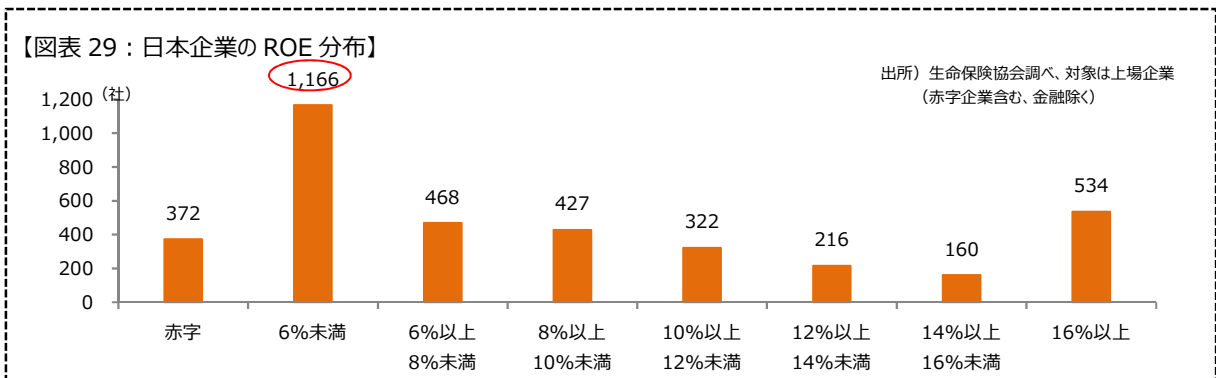
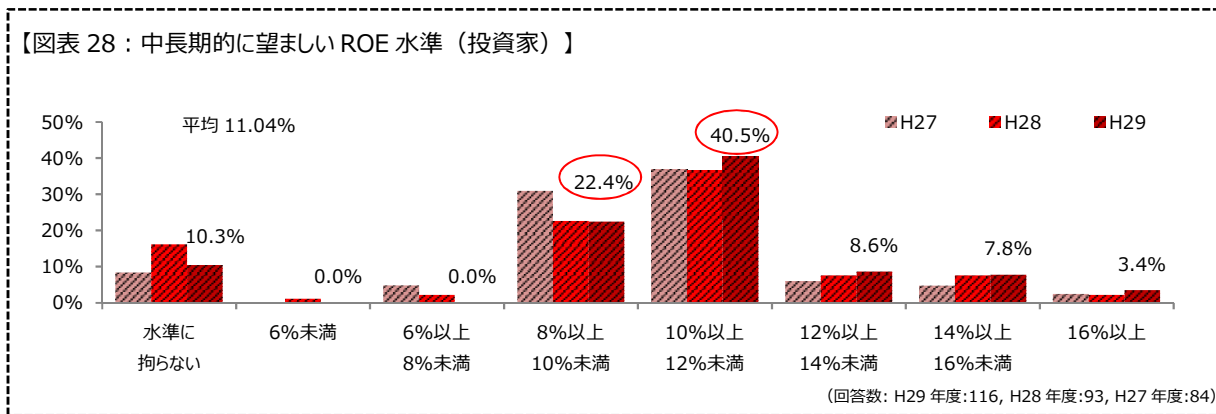
【図表 26：資本コストに対する ROE 水準の見方（企業・投資家）】



- 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（投資家は「わからない」）



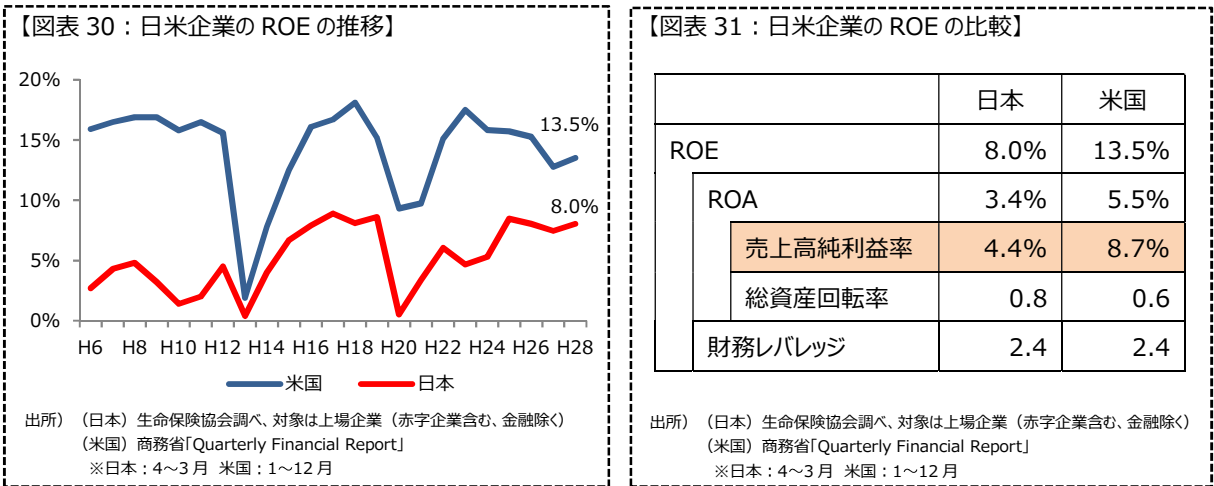
投資家が中長期的に望ましいと考える ROE 水準としては、「10%以上 12%未満」との回答が最も多く、次いで「8%以上 10%未満」となり、平均値は 11.04%となった。投資家は、中長期的に望ましい水準として、二桁の ROE を期待していることが窺える【図表 28】。一方で、企業の ROE 水準は、ばらつきが見られるものの「6%未満」が最も多かった【図表 29】。



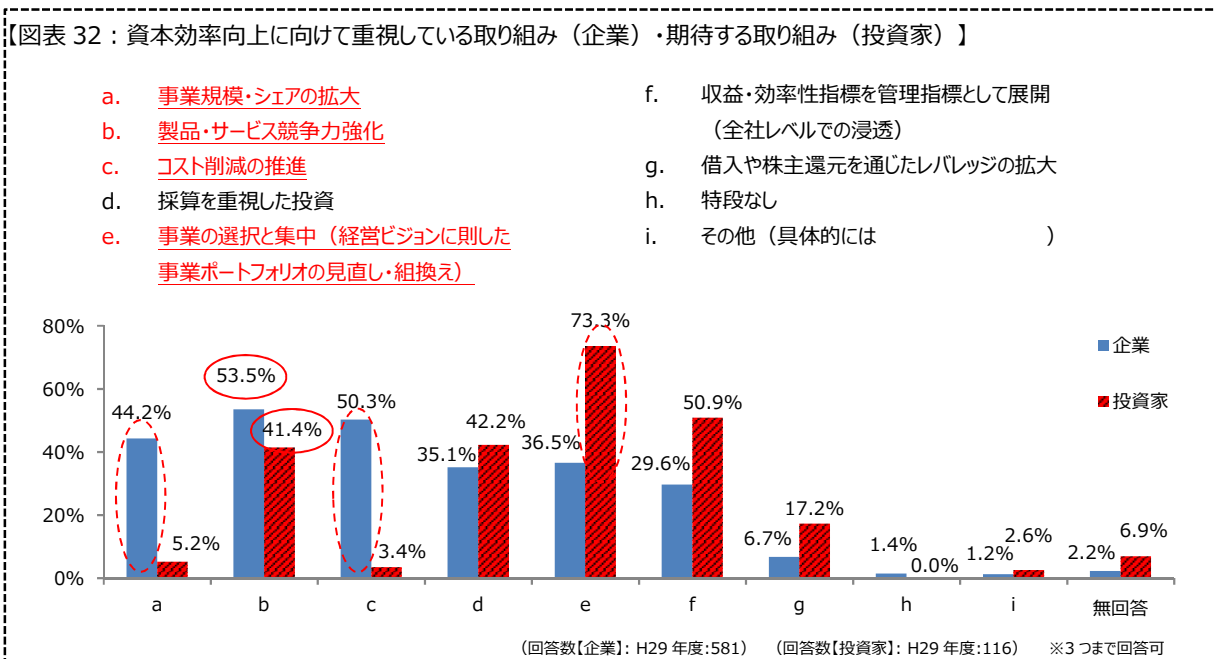
調達した資金を効率的に活用し、収益性を高めることを期待する投資家と、売上・利益の絶対額を重視する企業のスタンスの乖離が大きい点を踏まえれば、企業には従来以上に投資家の視点を踏まえた経営目標を設定・公表し、効率性・収益性を高める経営姿勢が求められていると解するべきである。企業が目標とする経営指標やその水準は、事業特性や業界環境に応じて適切に設定されることが望ましいことは言うまでもないが、その中でも、ROE は多くの場合において投資家が特に重視する指標である。ROE が低水準にとどまる企業を中心に、まずは投資家の要求収益率である資本コストをしっかりと分析・把握した上で、ROE の目標値を設定・公表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。

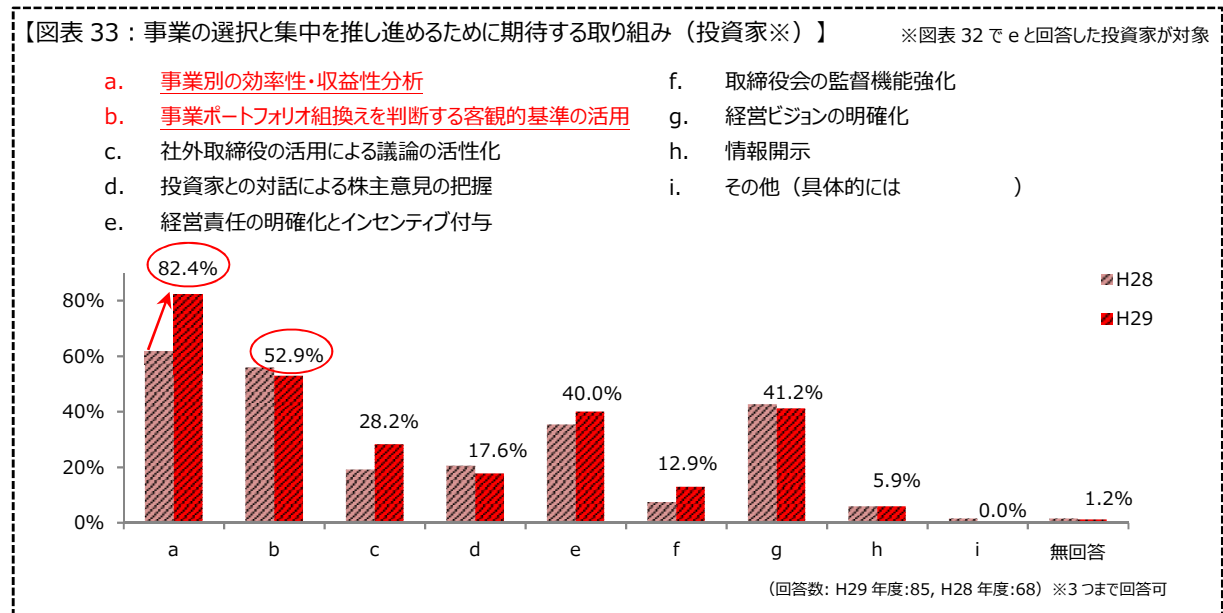
平成 28 年度の日本企業の平均 ROE は 8.0% となり、売上高純利益率が低いことを主因に、引き続き日米の ROE 水準には大きな乖離のある状況が続いている【図表 30】【図表 31】。これまで相対的に ROE が低水準で推移してきた日本企業が、資本市場において国際的に高い評価を受け、国内外から更なる投資資金を呼び込む上で、ROE を高める意義は大きい。



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、同項目を重視する企業は少なかった【図表 32】。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」と回答している【図表 33】。特に、日本企業の ROE を更に高めるための「事業別の採算管理」への投資家の期待は高まっている。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・投資家ともに重視する「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 32】。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。

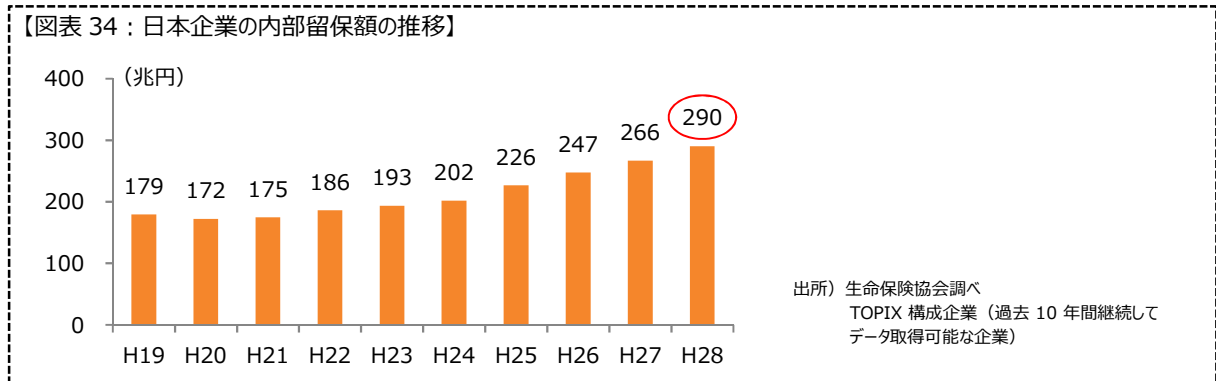
【企業向け⑤】資本コストを踏まえた ROE の目標設定と水準向上

【企業向け⑥】経営ビジョンに則した事業ポートフォリオの見直し

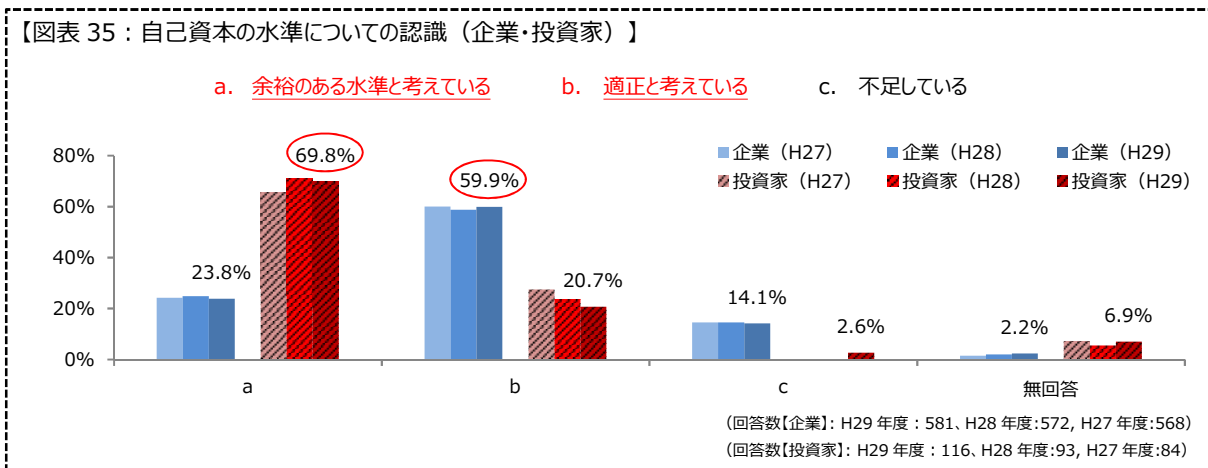


## (2) 投資について

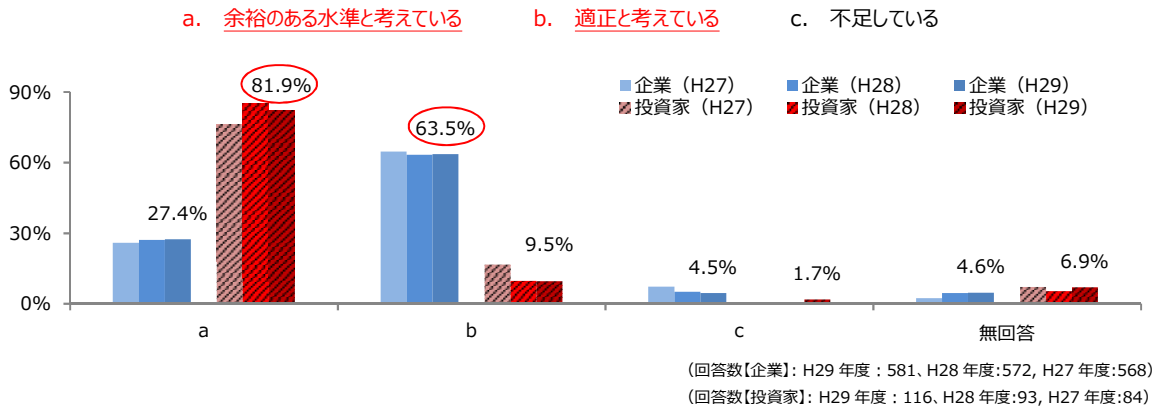
投資家が資金の効率的な活用と収益性向上を期待する一方で、日本企業の内部留保額は過去最高水準にある【図表 34】。



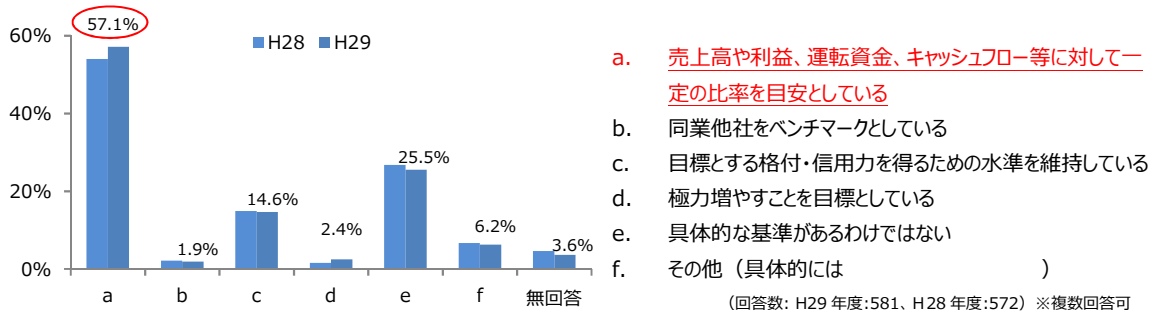
企業の大半は現在の自己資本・手元資金は適正な水準にあると考えているが、多くの投資家は、企業が自己資本や手元資金を余剰に抱えていると考えており【図表 35】【図表 36】、企業と投資家の認識に依然として大きな隔りがある。多くの企業は、手元資金の適切な水準を決定する際、「売上高や利益、運転資金、キャッシュフロー等に対して一定の比率を目安にしている」としている【図表 37】。投資家の半数以上が、企業の手元資金の水準の妥当性について「あまり説明されていない」「ほとんど説明されていない」と回答していることを踏まえると【図表 38】、適切な手元資金の水準に対する考え方や客観的な基準が投資家に示されることで、両者の認識ギャップは縮まることが期待される。



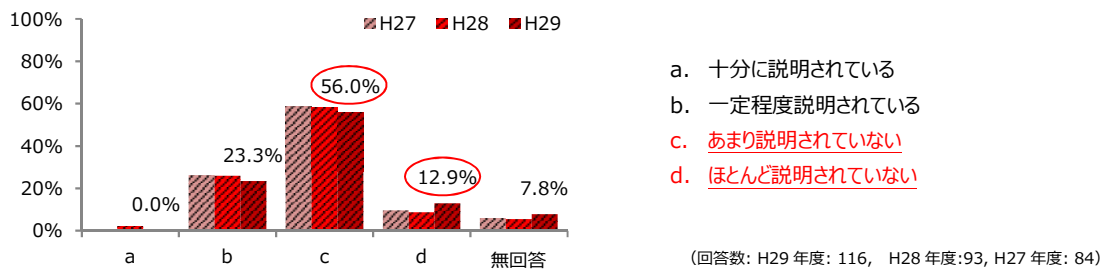
【図表 36：手元資金の水準についての認識（企業・投資家）】



【図表 37：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）】

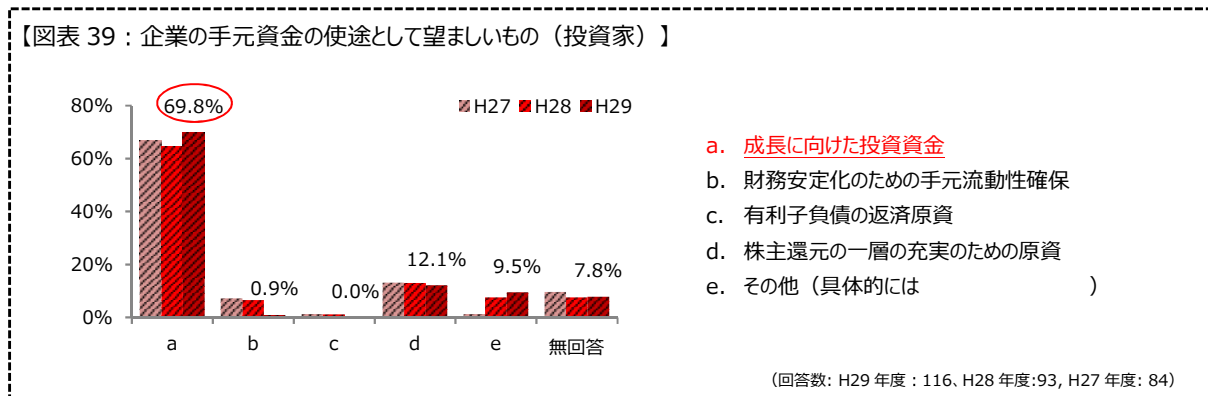


【図表 38：企業の手元資金の水準の妥当性に関する説明（投資家）】

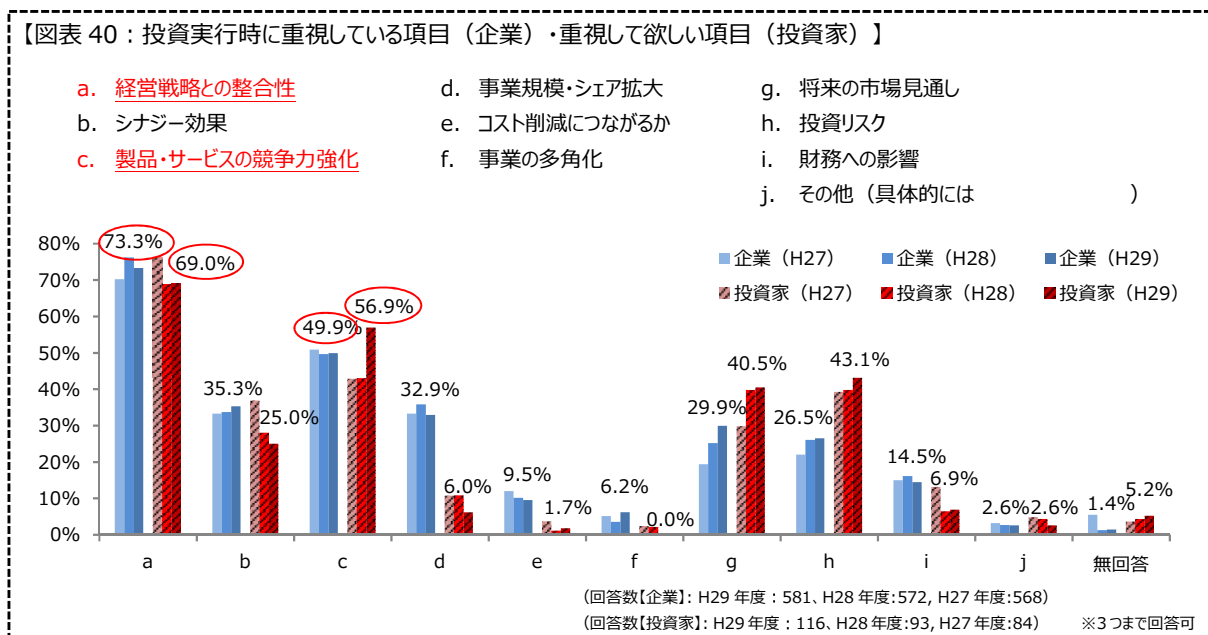




多くの企業は現水準の手元資金が適正と考えている一方で、約 7 割の投資家は、手元資金が成長に向けた投資に活用されることを最も望んでいる【図表 39】。

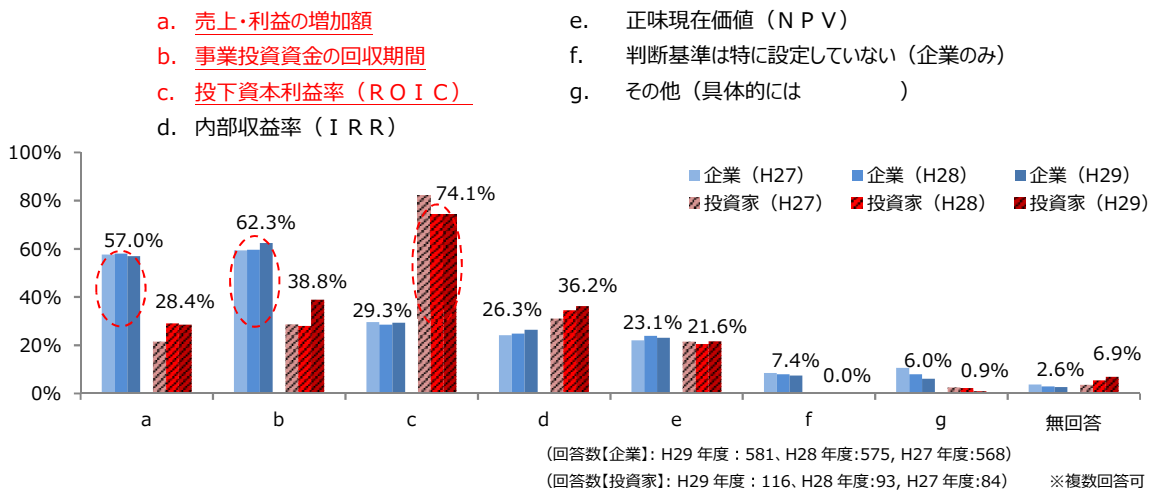


企業が投資を実行する際に重視すべき項目として、企業・投資家双方は、「経営戦略との整合性」や「製品・サービスの競争力強化」を挙げている【図表 40】。双方ともに、中長期的な経営の方向性に沿った形で競争優位性を築くための投資を行うことを重視しており、両者の認識は一致している。



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 (ROIC)」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 41】。

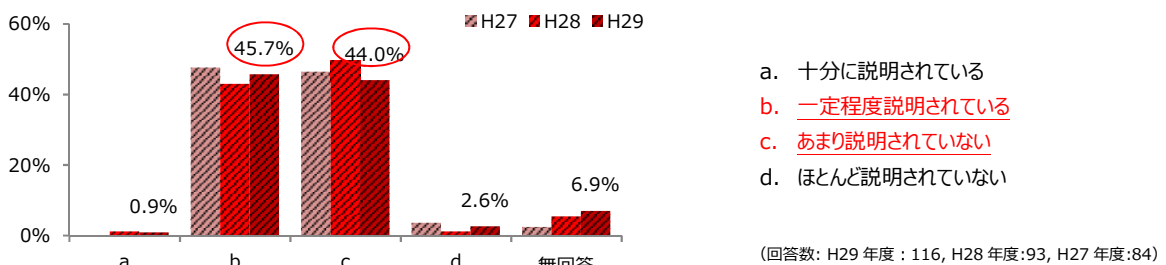
【図表 41：投資の意思決定時の判断基準として重視している指標（企業）・適切だと思われる指標（投資家）】



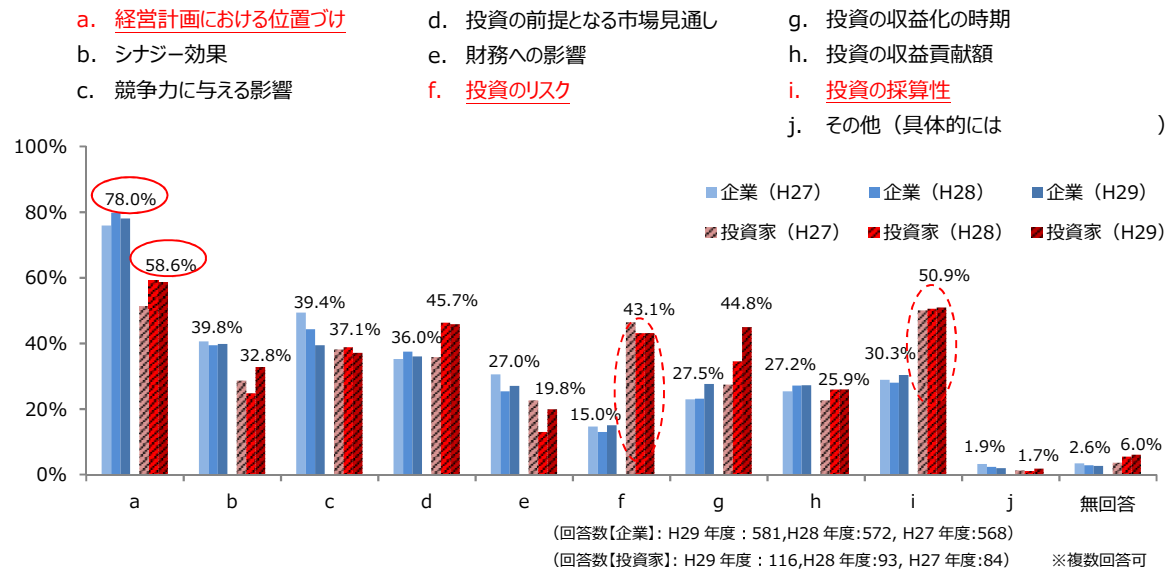
企業業績が回復し内部留保額が過去最高水準で推移する中、企業には、手元資金を戦略的な投資に活用することで持続的な成長を実現し、企業価値向上につなげていくことが期待される。投資の尺度は様々であり、それぞれに一長一短があるものの、資金の出し手である投資家が投資リターンの高さを重視していることを踏まえ、企業には、投資効率を意識しつつ、競争優位性を築くための戦略的な投資に手元資金を活用していくことを期待したい。

投資を実施する際の説明については、「一定程度説明されている」と「あまり説明されていない」と答えた投資家が拮抗しており、企業からの説明に不足を感じている投資家の割合も多いといえる【図表 42】。また、説明内容については、企業・投資家ともに「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 43】。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 42：企業の投資実行時の説明（投資家）】



【図表 43：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⑦】 成長投資への手元資金の活用

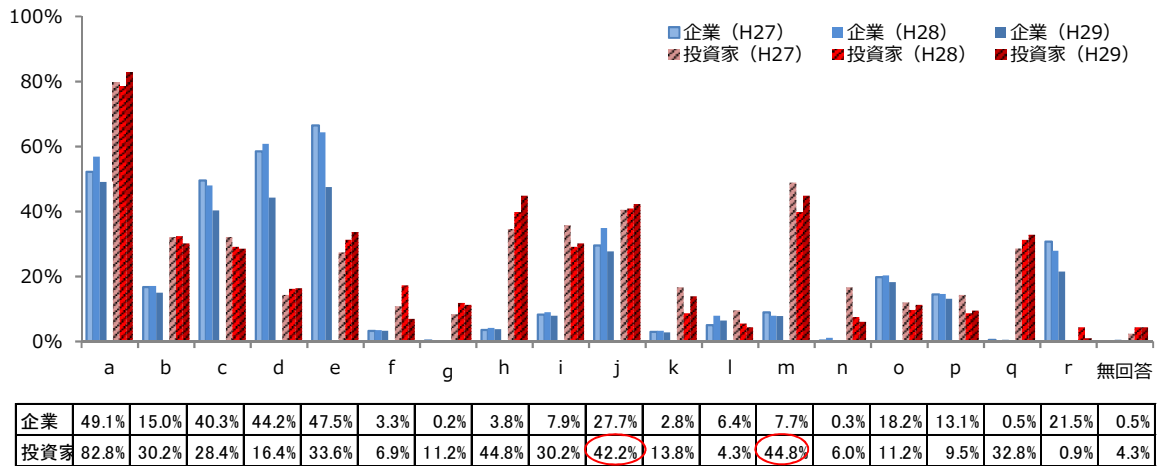
(3) 株主還元について

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」「ROIC」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 23】。

【図表 23 (再掲) : 中期経営計画で公表している指標 (企業)・経営目標として重視すべき指標 (投資家)】

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



(回答数[企業]: H29 年度:581, H28 年度:459, H27 年度:400)  
 (回答数[投資家]: H29 年度:116, H28 年度:93, H27 年度:84) ※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 586 社と、前年度から増加した【図表 44】。また、公表している指標としては「配当性向」が 469 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。

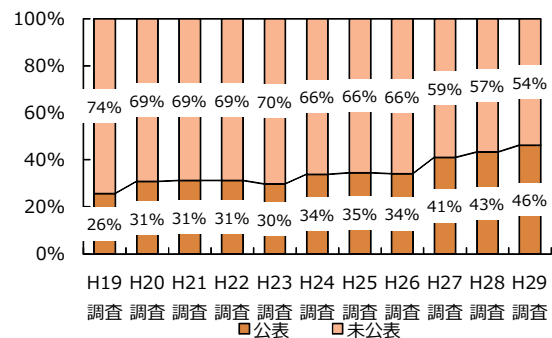
ただし、数値目標を公表している企業の割合は 46%と増加傾向にはあるものの、5 割以上の企業が未公表の状況にある【図表 45】。株主還元目標を公表していない理由については、大半の企業が「安定配当を方針としている」ことを挙げている【図表 46】。

【図表 44 : 株主還元に関する数値目標の公表状況】

	H23 調査	H24 調査	H25 調査	H26 調査	H27 調査	H28 調査	H29 調査
配当性向	324	353	343	345	399	430	469
30%以上	229	239	244	250	306	336	373
30%未満	95	114	99	95	93	94	96
配当性向以外	55	71	89	86	128	127	117
DOE	35	31	35	35	37	37	37
総還元性向ほか	20	40	54	51	91	90	80
合計	379	424	432	431	527	557	586

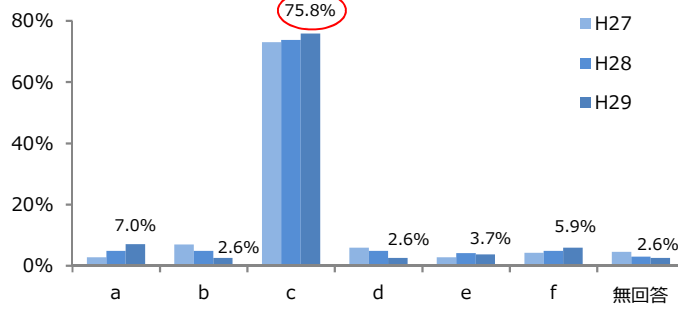
出所) 生命保険協会調べ  
 上場企業時価総額上位 1,200 社を対象に調査

【図表 45 : 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 46：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

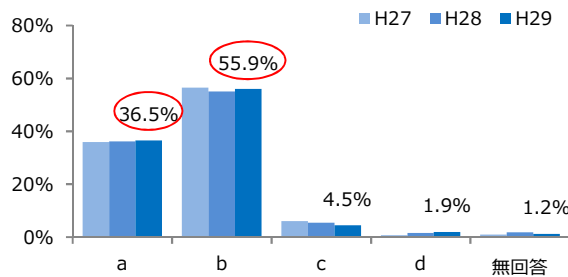
- a. 配当政策に制約が生じる
- b. 当期利益の振れ幅が大きく、設定・公表が困難
- c. 安定配当を方針としている
- d. 財務体質の改善を優先している
- e. 投資資金の確保を優先している
- f. その他（具体的には ）

(回答数: H29 年度:273, H28 年度:270)

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 47】【図表 48】。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 47：株主還元・配当政策に関する説明（企業）】

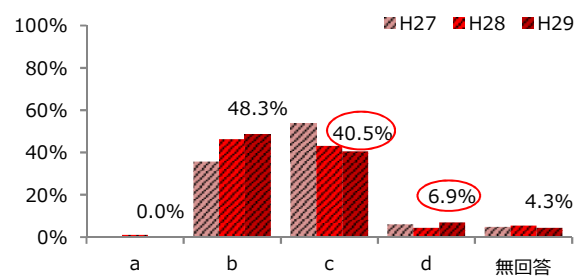
- a. 十分行っている
- b. 一定程度行っている
- c. あまり行っていない
- d. ほとんど行っていない



(回答数: H29 年度:581, H28 年度:575, H27 年度:568)

【図表 48：株主還元・配当政策に関する説明（投資家）】

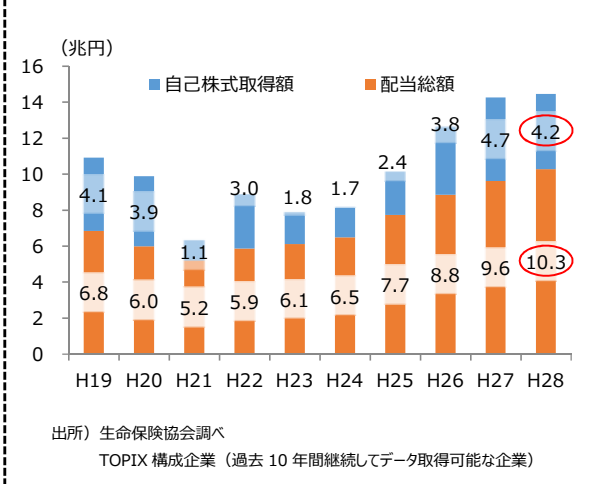
- a. 十分に説明されている
- b. 一定程度説明されている
- c. あまり説明されていない
- d. ほとんど説明されていない



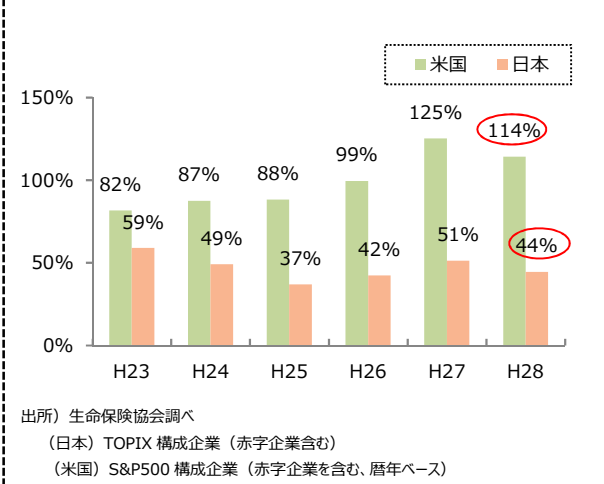
(回答数: H29 年度:116, H28 年度:93, H27 年度:84)

平成 28 年度の配当総額は約 10 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 49】【図表 51】。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 53】。

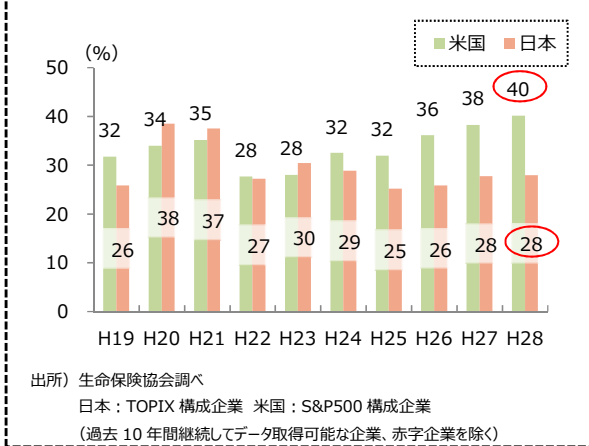
【図表 49: 日本企業の株主還元推移】



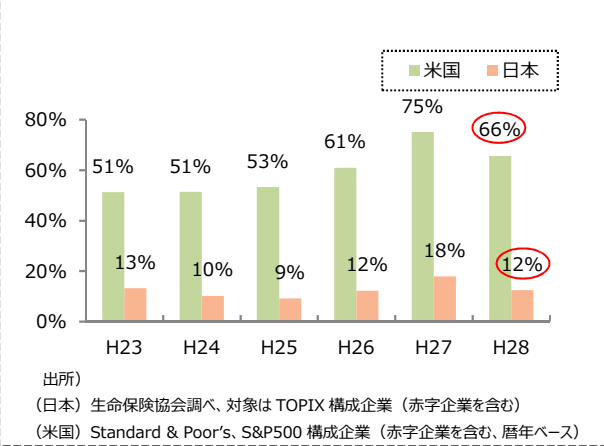
【図表 50: 日米企業の総還元性向の推移】



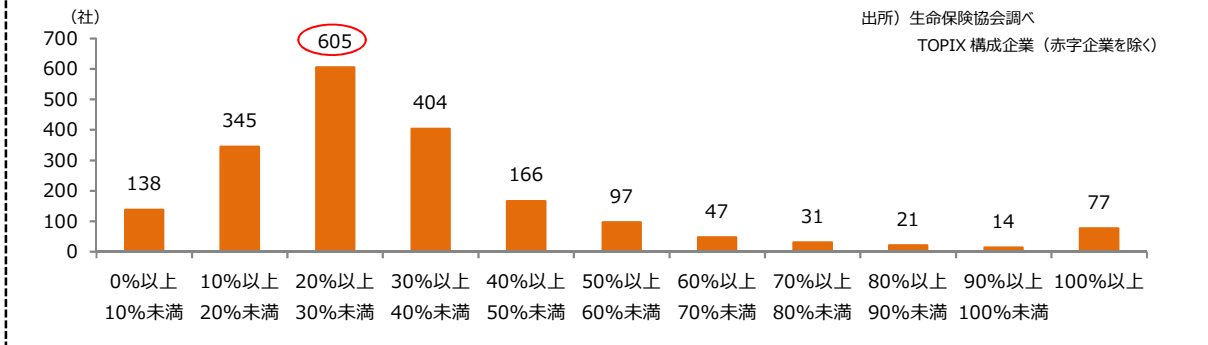
【図表 51: 日米企業の配当性向の推移】



【図表 52: 日米の自己株式取得額の推移 (対純利益比)】

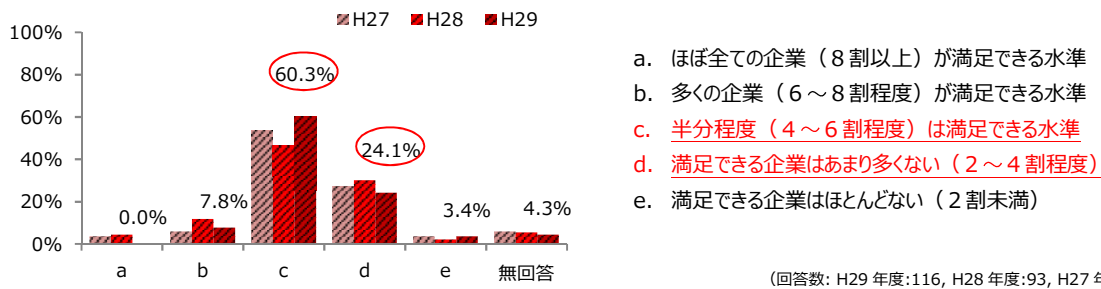


【図表 53: 日本企業の配当性向の分布】



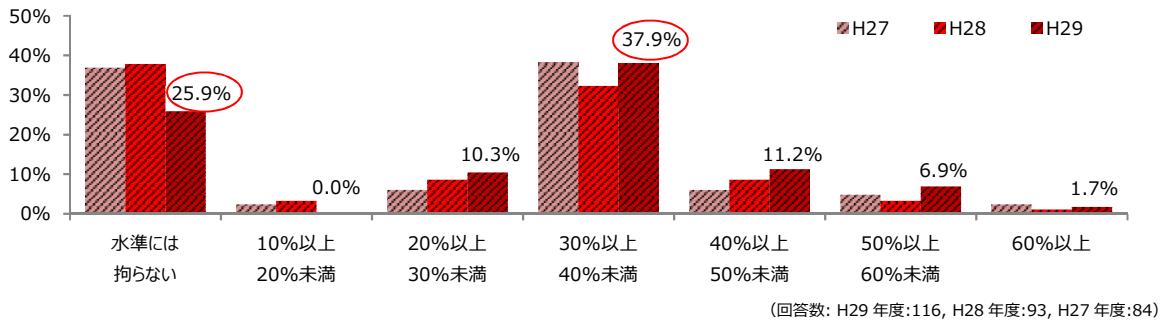
株主還元・配当の水準について、「半分程度は満足できる水準」、「満足できる企業はあまり多くない」との回答が 8 割以上を占めるなど、依然として株主還元・配当水準に課題を感じている投資家が多い状況が続いている【図表 54】。

【図表 54：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、「30%以上 40%未満」が最も多く、「水準には拘らない」との回答が続いた【図表 55】。

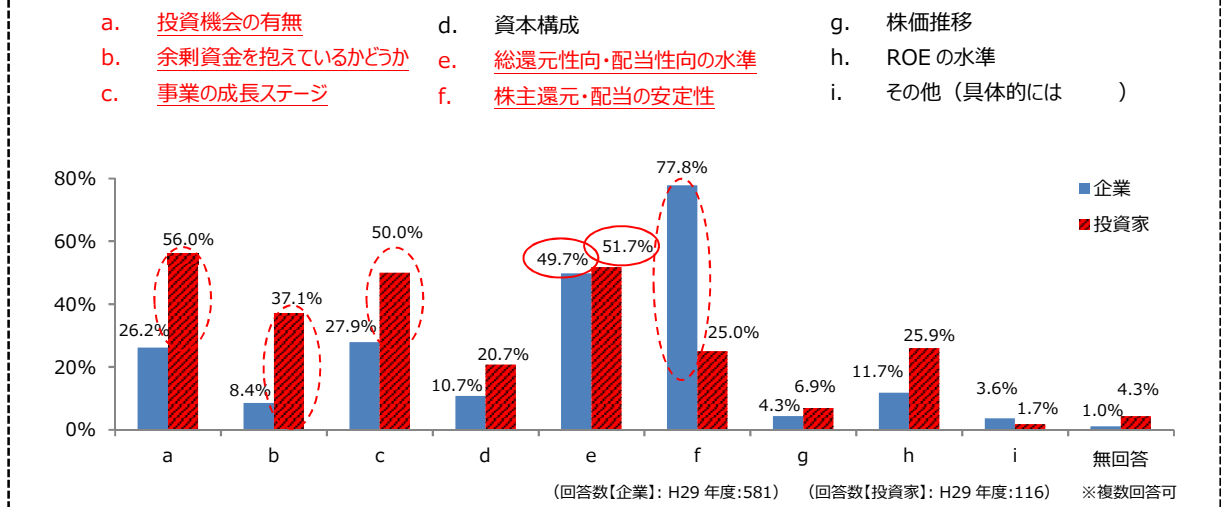
【図表 55：中長期的に望ましい配当性向（投資家）】



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 56】。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 56：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 51】、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いる【図表 52】。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。

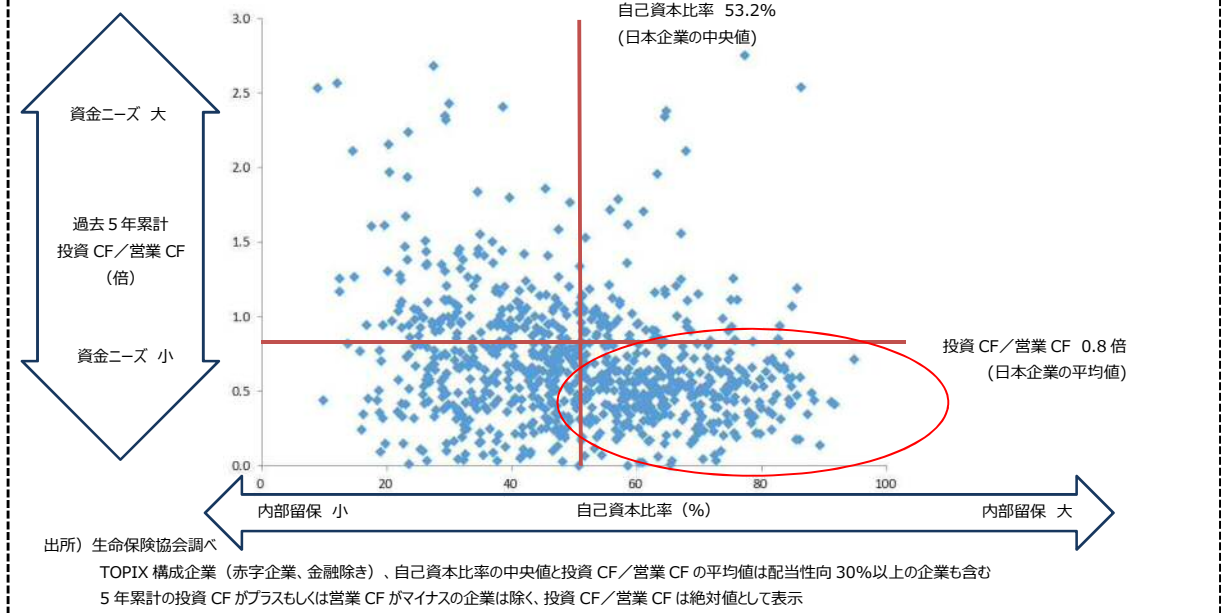
中長期的に望ましい配当性向について、「30%以上 40%未満」を中心に一定の配当性向を求める声は多数を占める【図表 55】。成長に向けた投資の必要性や内部留保の水準は企業の置かれた環境により異なるため、配当還元の充実は一律に求められるものではないが、多くの投資家が企業の配当水準に満足していない状況を踏まえれば、配当性向の絶対水準が低い企業を中心に、適切な配当還元がなされていないと受け止められていると解すべきである。日本企業全体での配当性向は、平均では 30%程度で推移しているが【図表 51】、配当性向の分布を見ると 30%未満の企業が半数以上を占める【図表 53】。これらの企業群には特段の資金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 57】。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⑧】 中長期の平準的な水準として、配当性向 30%以上



【図表 57：配当性向が 30%を下回る企業の自己資本比率と資金ニーズ（投資 CF／営業 CF）】



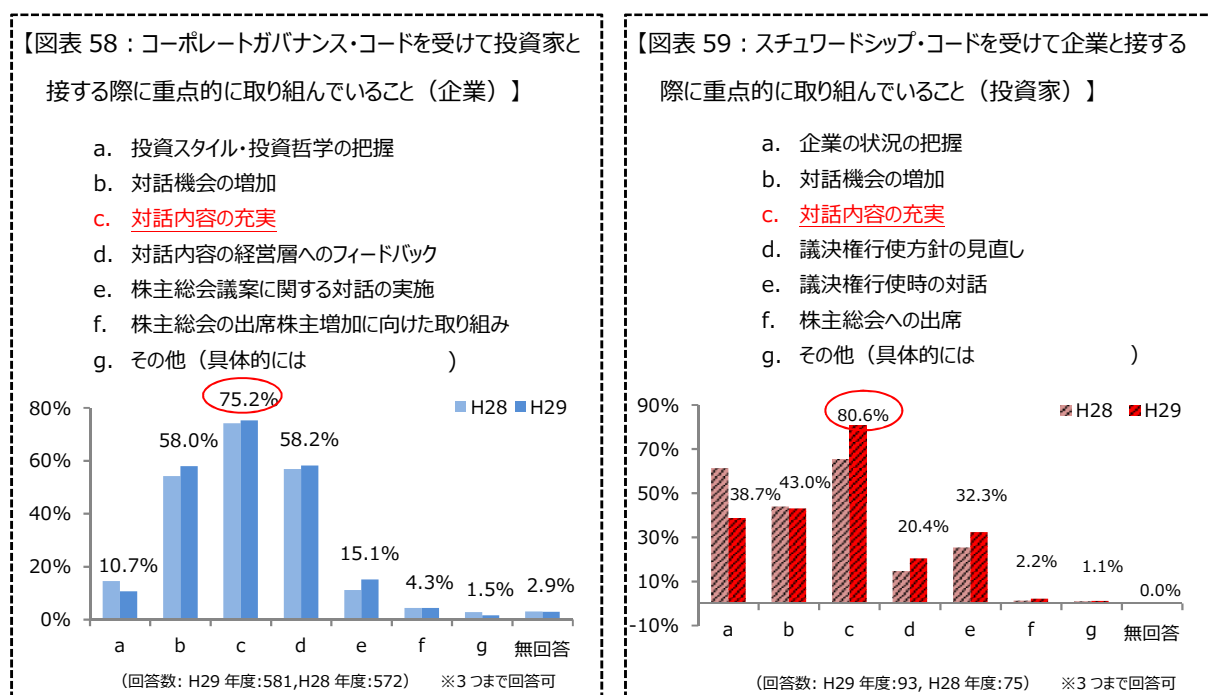
## 第二部 企業と投資家の価値協創に向けた取り組み

### 第1章 企業と投資家の対話について

#### (1) 「建設的な対話」について

企業と投資家が対話を通じて相互への理解を深め、双方の課題意識を共有化することは、企業にとっては持続的な成長に向けた新たな知見を取り込むことにつながり、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。

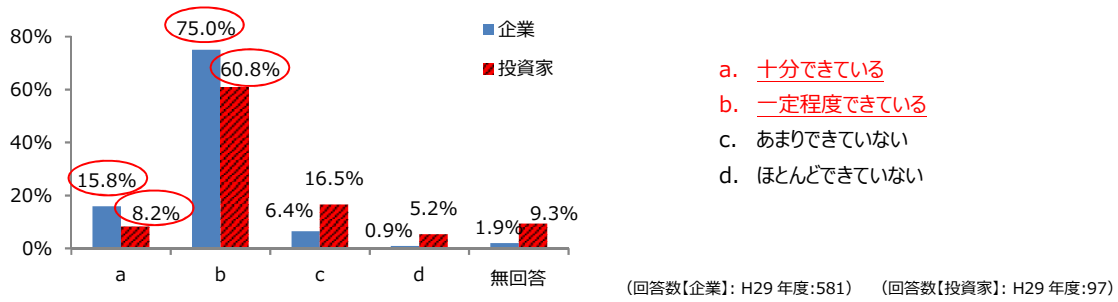
企業と投資家が相手と接する際に重点的に取り組んでいることは、いずれも昨年度に続き「対話内容の充実」との回答が最も多く、企業・投資家ともに対話への強い意欲が確認された【図表 58】【図表 59】。



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 60】。

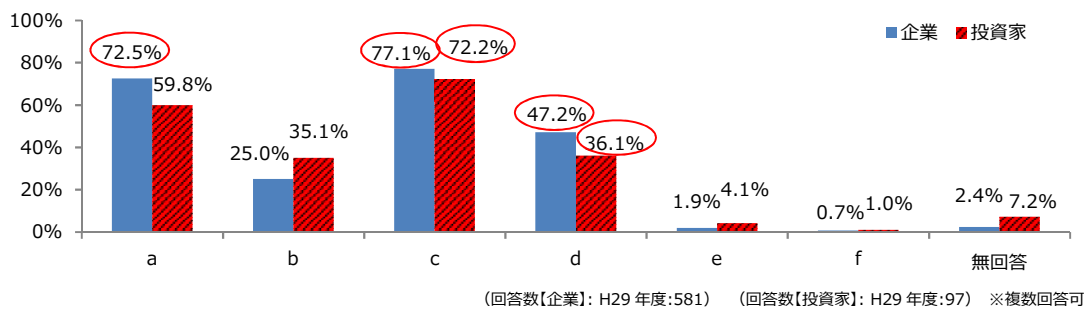
企業・投資家の約7割は、対話の利点として「相手の考えに対する理解が深まり、相互理解につながる」を挙げており、企業・投資家双方とも相互理解に基づく意見交換・議論の場として対話を前向きに活用していることが窺える【図表 61】。また約半数近くの企業は「経営に活かすことのできるような気づきを得られる」と回答しているほか、4割程度の投資家は「対話の結果、企業に変化・改善が見られた」と回答している【図表 61】。対話内容が新たな知見として経営に活かされ、企業価値を高めることにつながっている例も相応にあると見られ、対話については現状で一定の成果をあげており、この動きが定着していくことが期待される。

【図表 60：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）】



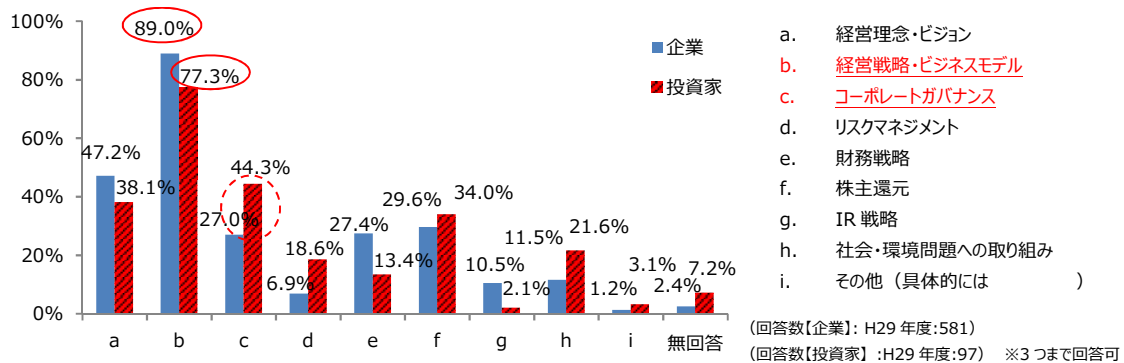
【図表 61：対話において良いと感じること（企業・投資家）】

- 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. (企業のみ) 経営に活かすことができるような気づきを得られる
- d. (投資家のみ) 対話の結果、企業に変化・改善が見られた
- e. 特段なし
- f. その他（具体的には \_\_\_\_\_）

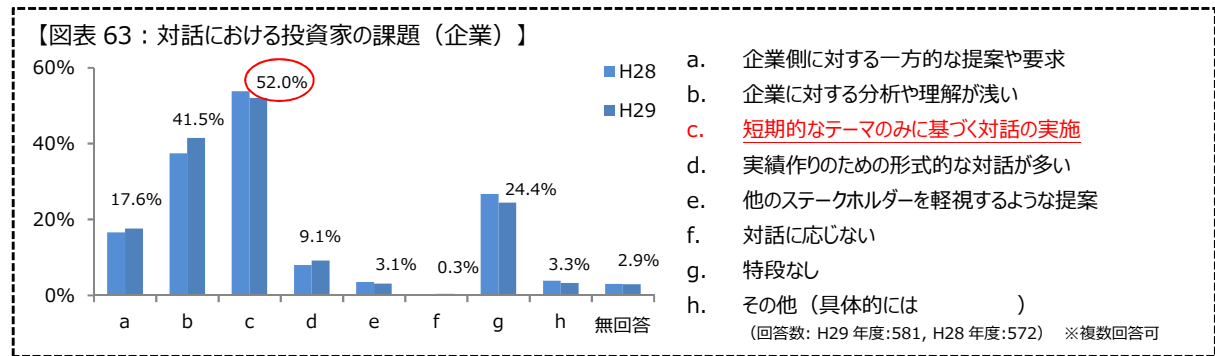


対話において重要だと考えるテーマとしては、企業・投資家ともに「経営戦略・ビジネスモデル」が最も多く、両者の認識が一致している【図表 62】。一方、「コーポレート・ガバナンス」は、投資家が重要だと考えているほど、企業は重要とは考えておらず、両者の認識に差がみられた。各社のガバナンス体制に関しては、一定の外形的な情報が開示されているものの、各社がそのガバナンス体制を採用している理由や、現状の評価と課題などの定性的な情報については、投資家は企業との対話を通じて理解を深めているケースも多いと推測される。企業には、投資家が重要だと考える対話テーマについても、真摯に向き合っていくことを期待したい。

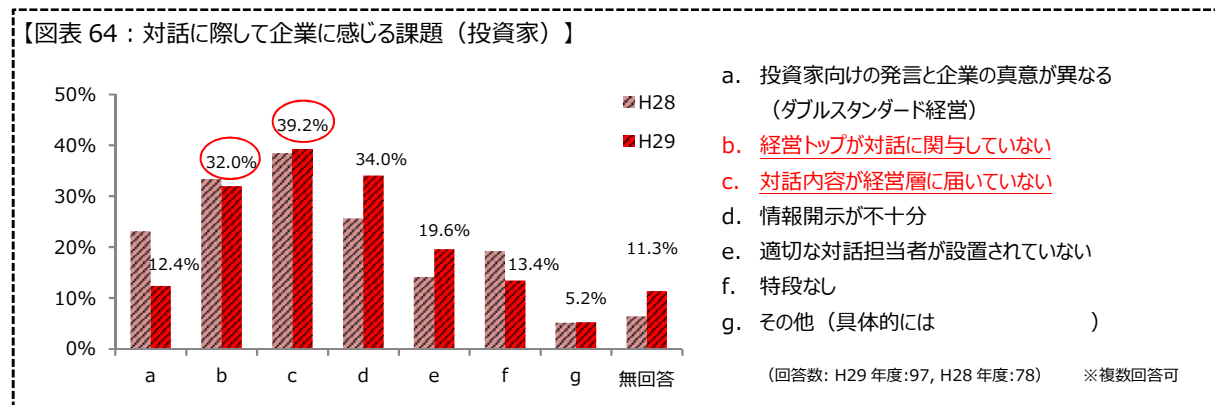
【図表 62：深度ある「建設的な対話」を行うため、重要だと考えるテーマ（企業・投資家）】



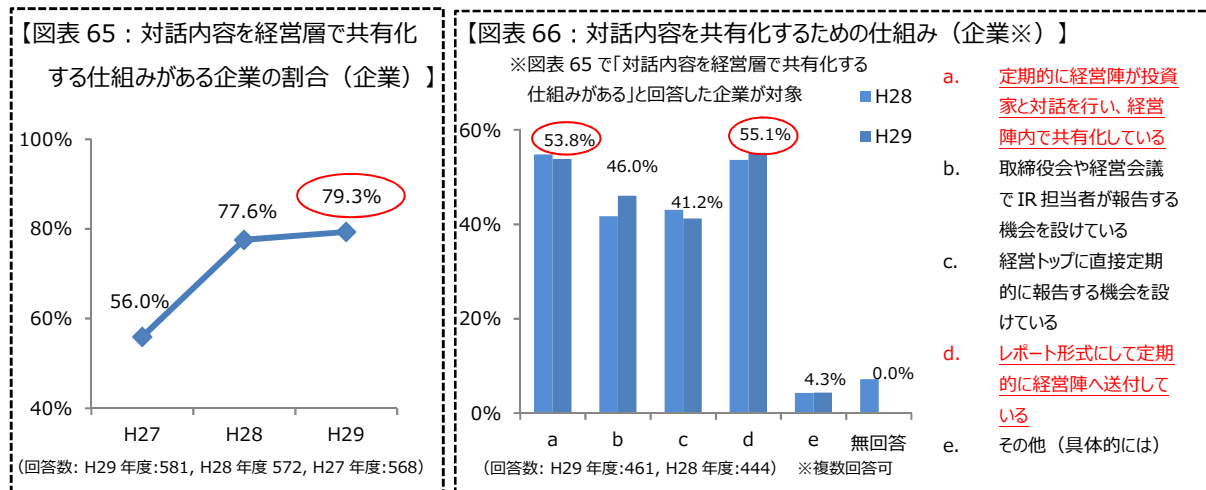
対話に際して企業が投資家に感じている課題は、「短期的なテーマのみに基づく対話の実施」との回答が最も多い【図表 63】。企業の7割以上は、対話の利点として「経営戦略等中長期的な視野に立った議論の充実」と回答しており、長期的な視点で今後の経営戦略についての議論を深めることを望んでいる【図表 61】。投資家は、目先の業績動向に捉われず、中長期的な企業価値向上プロセスに焦点を当てていくことを心がけ、企業がより経営に活用していきたいと思うような対話活動に努めていくことが求められる。



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 64】。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、その割合はここ2年間で大きく上昇している【図表 65】。対話内容を経営陣内で共有化する仕組みは、「レポート形式にして定期的に経営陣へ送付している」「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」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 66】。



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、投資家は対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 64】。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・社外取締役）を合わせた対話の実施回数は、年平均 60 回程度となっているが【図表 67】、対話実施回数の分布を見ると、経営陣の対話回数が一斤に留まる企業も 5 割程度あるなど、各社の取り組みにはばらつきが見られる【図表 68】。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半数近い一方、年に 10 回以上対話を実施している企業が 4 割程度あるなど濃淡がある【図表 69】。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。また、社外取締役の対話への参加は非常に少ないが、社外取締役の助言・監督機能を強化するために、社外取締役の対話への参加は有益であると考えられることから、今後の広がり期待したい。

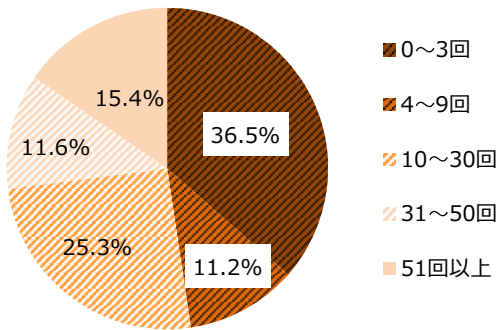
【図表 67：対話の年間平均実施回数（企業）】

	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. 社外取締役	d. IR 担当者	合計
①説明会	2.6	2.3	0.0	2.5	7.4
②スモール	2.0	3.9	0.1	5.5	11.4
③個別対話	14.1	35.0	0.6	132.0	181.8
合計	18.6	41.2	0.8	140.0	200.6

(回答数: H29 年度:581)

【図表 68：経営陣（※）の対話実施回数（企業）】

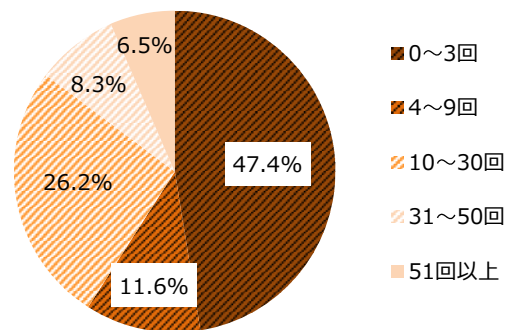
※経営トップとその他の取締役・執行役員



(回答数: H29 年度:581)

【図表 69：経営トップ（※）の対話実施回数（企業）】

※社長・会長

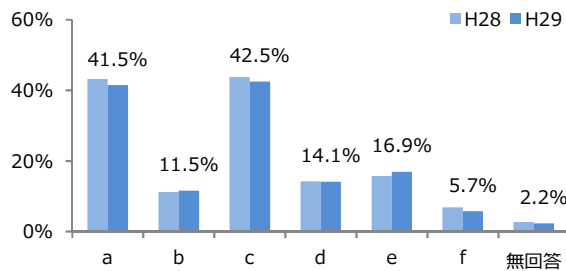


(回答数: H29 年度:581)

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 70】【図表 71】。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 72】【図表 73】。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 70：対話を充実させる上での自社の課題（企業）】

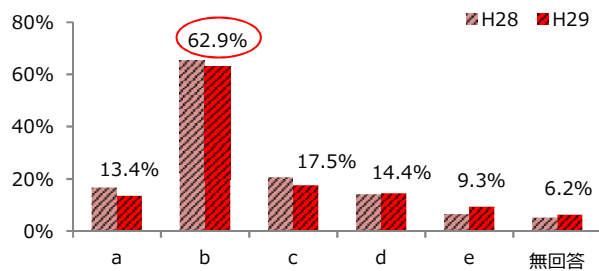
- a. 対話に割けるリソースの不足
- b. 投資家とのコンタクトが難しい
- c. 開示できる情報が限られる
- d. 対話を行うスキルの不足
- e. 特段なし
- f. その他（具体的には )



(回答数: H29 年度:581, H28 年度:572) ※複数回答可

【図表 71：対話を充実させる上での自社の課題（投資家）】

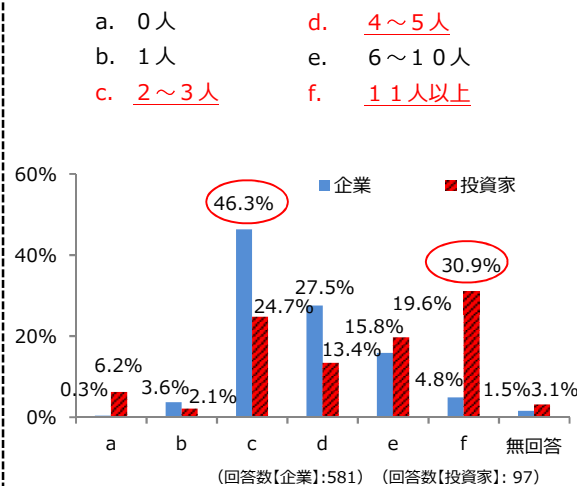
- a. 企業とのコンタクトが難しい
- b. 対話に割けるリソースの不足
- c. 対話を行うスキルの不足
- d. 特段なし
- e. その他（具体的には )



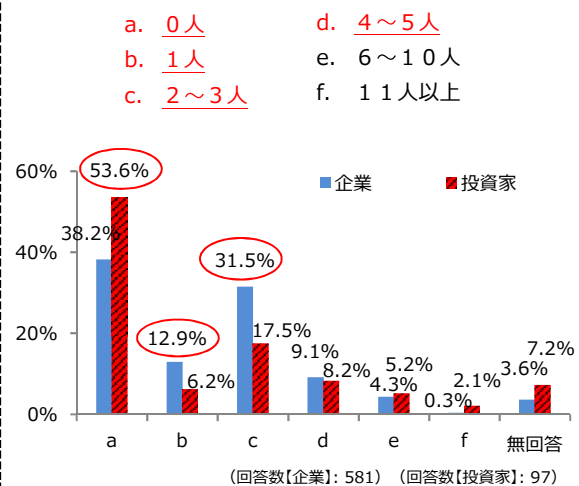
(回答数: H29 年度:97, H28 年度:78) ※複数回答可



【図表 72：対話に携わる人員（企業・投資家）】



【図表 73：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⑨】 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⑩】 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

## (2) 議決権行使について

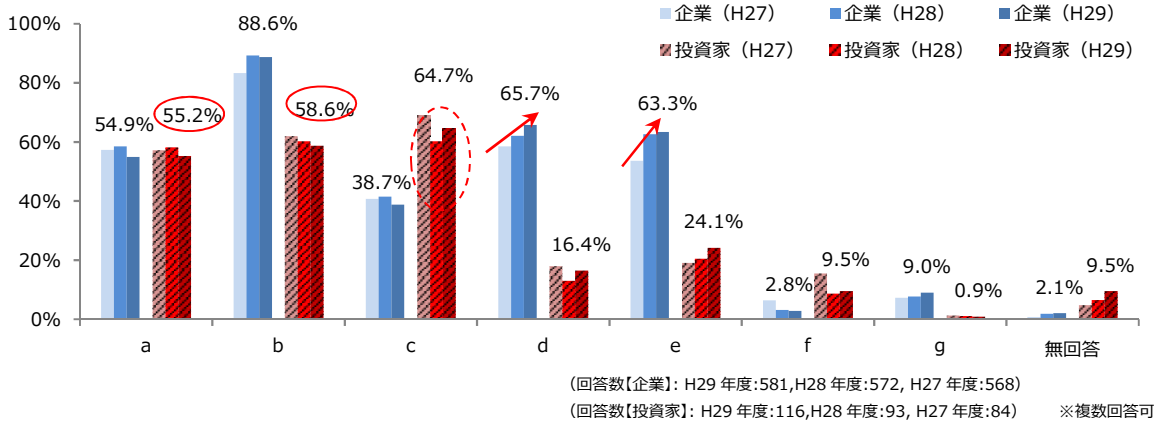
議決権行使は、投資家が企業に対し、意思表示を行う貴重な機会の1つであり、対話の実効性を高める1つの手段として捉えることができる。

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 74】。

【図表 74：株主の議決権行使を充実させるための取り組み（企業）・期待する取り組み（投資家）】

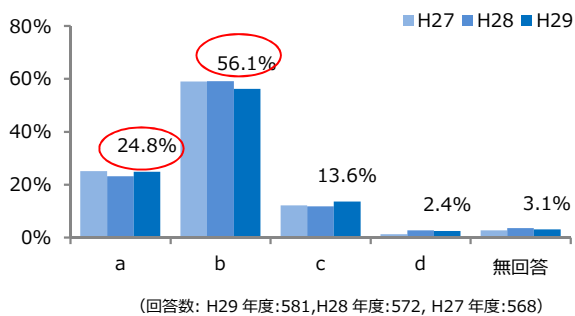
- a. 集中日を回避した株主総会の開催
- b. 招集通知の早期発送（早期開示）
- c. 議案の説明充実
- d. インターネットによる議決権投票
- e. 議決権電子行使プラットフォームへの参加
- f. 有価証券報告書の早期開示
- g. その他（具体的には ）



個別議案の説明に関して、「あまり説明されていない」と回答している投資家は依然として多い【図表 76】。また、議案内容の説明充実を期待する項目として、「取締役・監査役を選任理由や能力・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 77】。

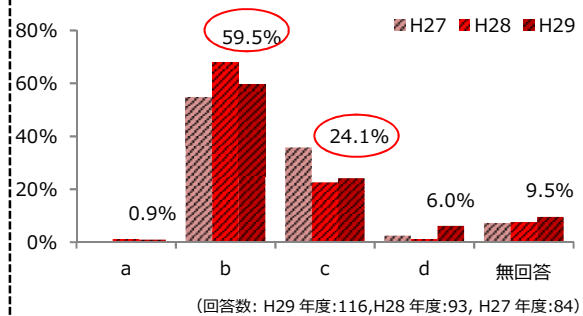
【図表 75：個別議案の説明（企業）】

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



【図表 76：個別議案の説明（投資家）】

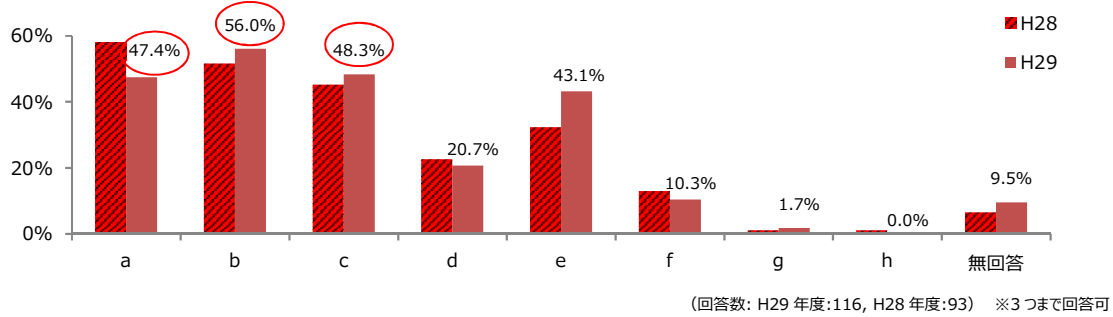
- a. 十分に説明されている
- b. 一定程度説明されている
- c. あまり説明されていない
- d. ほとんど説明されていない





【図表 77：議案内容の説明充実を期待する項目（投資家）】

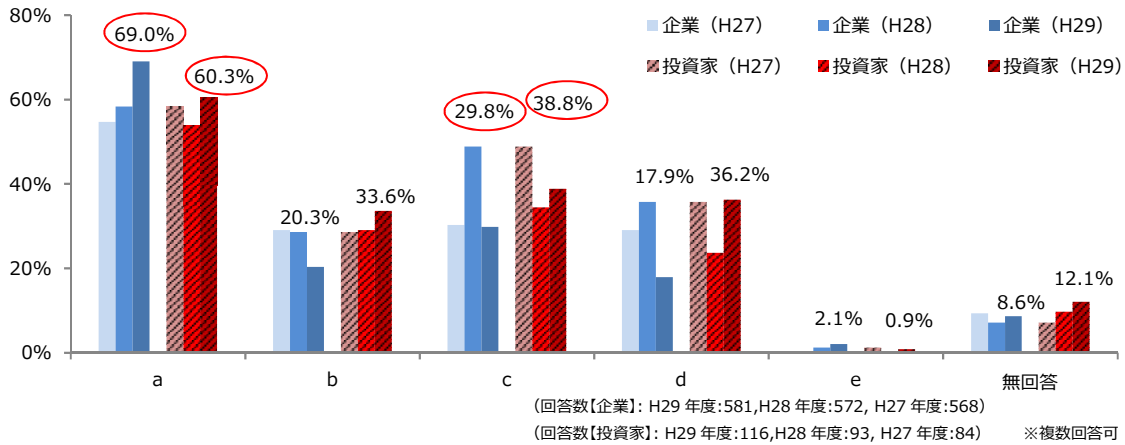
- a. 取締役・監査役の選任理由や能力・スタンスを判断するに足る情報
- b. 社外役員の独立性基準や独立性を判断するにあたっての情報提供
- c. 剰余金処分の考え方に関する説明充実（経営戦略との整合性等）
- d. 事業報告のわかりやすさ・分析の充実
- e. 役員報酬の経営戦略との関連性・業績との連動性に関する説明
- f. 買収防衛策の導入・継続理由の説明
- g. 特段なし
- h. その他（具体的には )



議案の説明充実に向けた具体策については、企業・投資家ともに「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 78】。

【図表 78：議案の説明充実に向けた取り組み（企業）・期待する取り組み（投資家）】

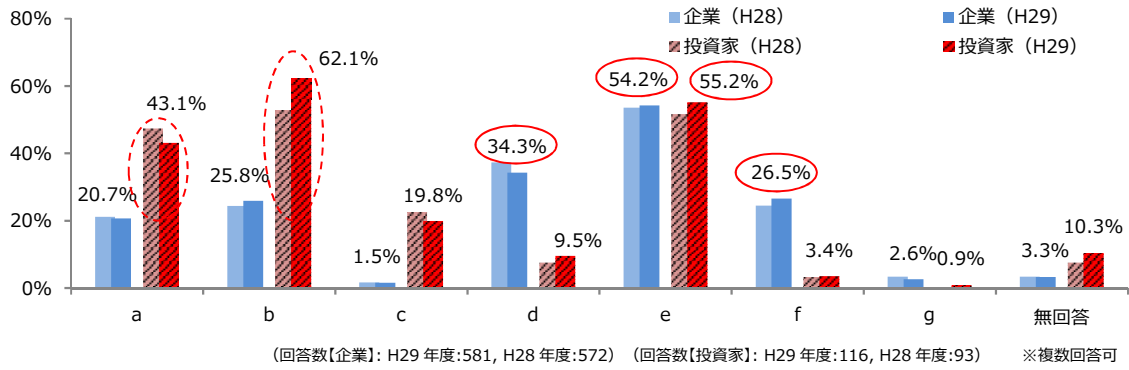
- a. 招集通知の議案内容の説明充実
- b. 総会前の議案の事前説明の実施・充実
- c. 対話を通じた継続的なスタンスの説明
- d. ホームページ等を活用した議案の説明
- e. その他（具体的には )



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 79】。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 79：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）】

- a. 招集通知書への説明充実  
 b. 投資家との対話  
 c. 議案の修正・取り下げ  
 d. 反対株主の分析  
 e. 反対理由の分析  
 f. 特段なし  
 g. その他（具体的には )



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っ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のように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。

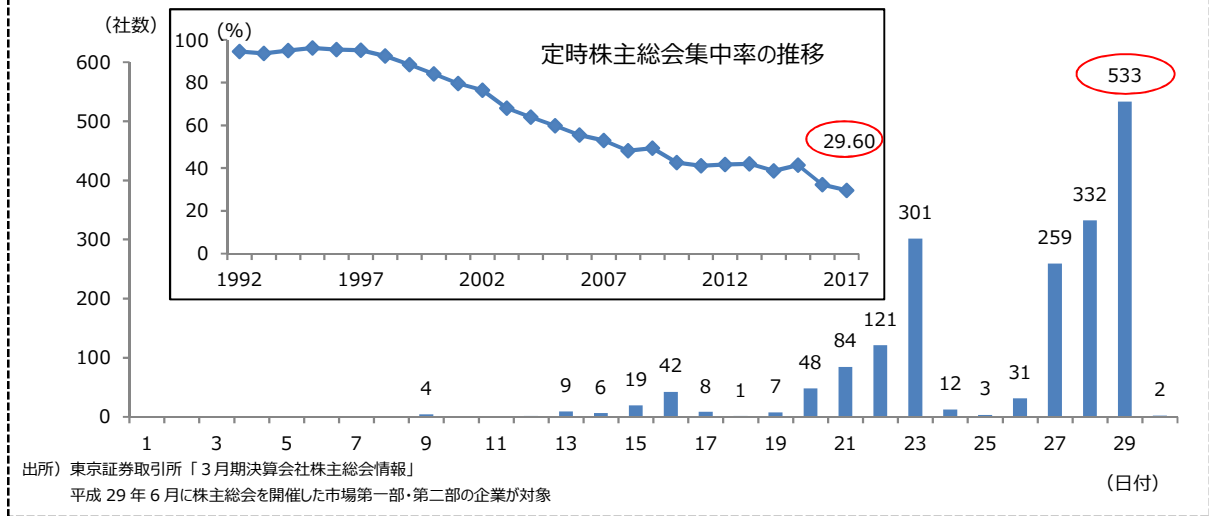
議決権行使に際しては、投資家の検討時間を確保するための企業の取り組みも重要である。投資家は、株主の議決権行使を充実させるための取り組みとして、「集中日を回避した株主総会の開催」や「招集通知の早期発送（早期開示）」を望んでおり、企業の状況を十分に把握した上で議案内容を検討するため、適切な検討時間が確保されることを重視している【図表 74】。この点に関しては、企業も「集中日を回避した株主総会の開催」「招集通知の早期発送（早期開示）」「インターネットによる議決権投票」「議決権電子行使プラットフォームへの参加」に前年に引き続き意識して取り組んでいることが示され、環境改善に向けて取り組む企業の姿勢が確認された【図表 74】。

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 74】。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 80】、「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 74】。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。

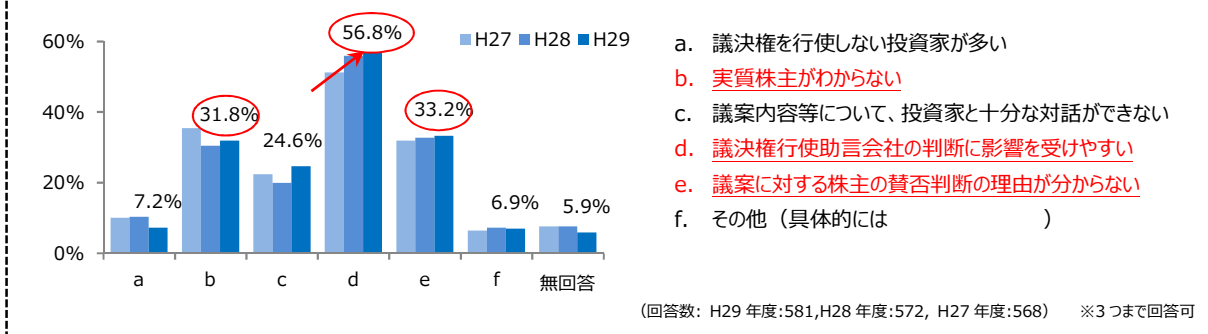
限られた時間の中で、投資家が企業の状況を把握し、適切に議決権行使を行っていく上でも、検討時間確保のための環境改善に向けて様々な工夫が凝らされることを期待したい。

【図表 80：定時株主総会集中率の推移と平成 29 年 6 月定時株主総会開催日・開催企業数】



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 81】。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。

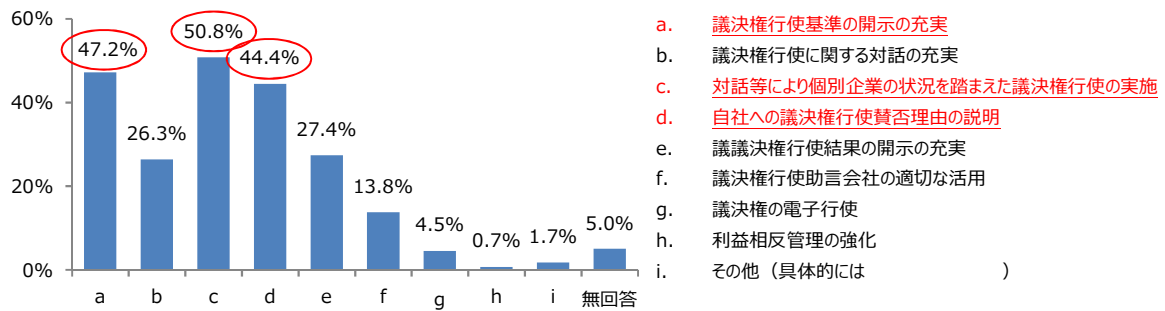
【図表 81：投資家の議決権行使における課題（企業）】



企業が投資家の議決権行使について今後期待することとしては、「個別企業の状況を踏まえた議決権行使」が最も多い【図表 82】。「議決権行使助言会社の判断に影響を受けやすい」という課題認識も踏まえると、投資家が第三者の賛否判断に過度に依拠することなく、明確な方針を持って企業の持続的成長に資するべく、企業の状況を踏まえた賛否判断を投資家自らの知見で行うことを企業は求めていると言える。

また、企業は投資家の「議決権行使基準の開示の充実」「自社への議決権行使賛否理由の説明」への期待も高い【図表 82】。議案に対する株主の賛否判断基準とその考え方が分からなければ、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。投資家は議決権行使プロセスの透明性を向上させること、つまり議決権行使に関する基準とその考え方、および具体的議案に対する判断理由を企業に分かりやすく伝えていくよう努力していくことが求められる。

【図表 82：投資家の議決権行使に関して、今後投資家に期待すること（企業）】



(回答数: H29 年度:581) ※3 つまで回答可

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⑪】 過年度議案に対する投資家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⑫】 投資家による議案内容の検討時間確保のための環境改善

【投資家向け⑬】 企業の状況を踏まえた賛否判断と議決権行使プロセスの透明性向上

## 特集 生命保険会社のスチュワードシップ活動について

### (1) 生命保険会社のスチュワードシップ活動に関する研究について

日本は急速な高齢化と人口減少に直面しており、今後より一層、限りある様々な資源の効率性を高め、長期的な国富の維持・形成を図ることが必須となっている。このような状況のなか、平成26年2月に日本版スチュワードシップ・コード、翌年にはコーポレートガバナンス・コードが制定され、企業が「稼ぐ力」を高めて持続的な価値創造を実現し、長期的なリターンを得られる仕組み、すなわち経済の「インベストメントチェーン」の全体最適化による好循環及び持続的な成長を確保するには、投資家と企業との対話が重要であることが改めて認識されている。

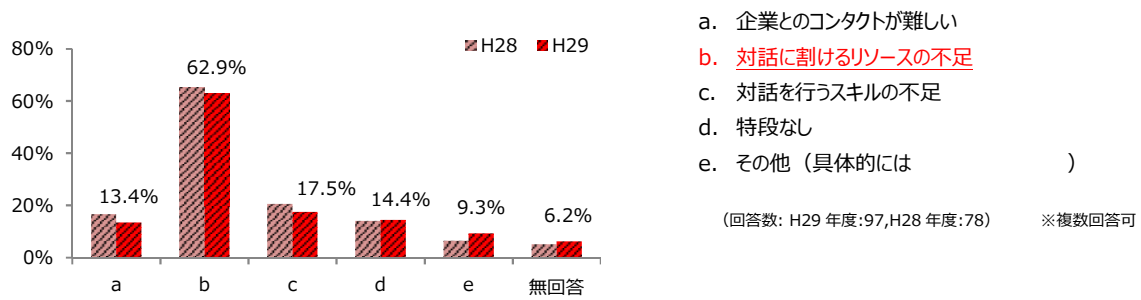
そうした状況のもと、21兆5,146億円（2017年3月末時点）の株式を有し、中長期的な観点から投資を行っている生命保険会社は、スチュワードシップ・コードの主旨に賛同し、機関投資家としての責任・役割を果たすべく、各社が創意工夫を重ねながら、投資先企業との対話を通じて企業価値向上に努めてきた。

平成29年5月に日本版スチュワードシップ・コードが改訂されたこと等を踏まえ、生命保険会社として、スチュワードシップ活動の実効性を更に高めるため、当協会に設置している「株式価値向上ワーキング・グループ」（以下、WG）においてスチュワードシップ活動に関する研究活動を実施した。研究活動においては、WGに参加する生命保険会社10社がそれぞれの知見を持ち寄り、他の機関投資家や発行体企業との情報交換なども行いながら、各社がスチュワードシップ活動の実力を高めていくための活動を行っており、本特集では、当該活動の概要を取りまとめている。本特集が、生命保険会社のスチュワードシップ活動に対する理解の一助になれば幸いである。

### (2) WG参加各社のスチュワードシップ活動の取組共有について

WG参加各社のスチュワードシップ活動について、以下のテーマに沿って取組内容の共有を行った。スチュワードシップ活動に対する取り組みの具体的内容は各社各様であるものの、中長期的な観点から資産運用を行うという生命保険会社としての特性を活かし、企業の持続的な成長を促すべく活動を行っているという点は共通していた。また、アンケートによると、対話を充実させる上で、「対話に割けるリソースの不足」が課題だと考える投資家は多く【図表71】、機関投資家としてのWG参加生命保険各社は、株式投資の規模や投資方針等に応じて対話要員の拡充を順次進めつつも、限られた人員のなかで、より効果的なスチュワードシップ活動を行う必要がある。今回の取組共有で確認できた好事例（以下参照）を参考とし、今後各社のスチュワードシップ活動の更なる実効性向上につなげて参りたい。

【図表 71 (再掲) : 対話を充実させる上での自社の課題 (投資家)】



## 【WG参加各社におけるスチュワードシップ活動の効果的な取組事例】

## ➤ 人員・体制

- 株式アナリストと対話専任担当者がペアで対話準備や実際の対話に臨むことで、相互の知見を効果的に活用
- 高度な対話ノウハウを有する運用会社等との定期的な情報交換や、運用会社等へのトレーニー派遣等により対話人材を計画的に育成

## ➤ 対話・議決権行使

- 自社のポートフォリオのなかでの重要性 (保有額・時価ウェイト等) や投資先企業からみた重要性 (株主順位・保有比率等) の双方を勘案しつつ、対話対象先を選定
- 業界として共通の課題を抱える業種を「対話重点取組業種」として位置づけ、テーマを絞った対話活動を実施
- 対話の主要テーマをあらかじめ設定のうえ、当該テーマに関する自社の考え方をまとめた資料を手交し、企業の状況に応じた説明を実施
- ESGに関するレーティングやレポートを外部調査会社から購入し、自社調査内容を補完
- 対象企業の特徴・課題や対話実績等をまとめたフォーマットを策定し、当該フォーマットを用いて効率的な対話準備を実施
- 対話の効果検証項目を特定し、対話前後の状況を定期的に確認することで対話の振返りを実施
- 対話の改善点を洗い出すべく、対話後に対話内容等に関するアンケートへの回答を対象企業へ依頼
- 専用システム (外部システムまたは自社構築) 導入により、議決権行使業務を大幅に効率化/対話実績や対話後のフォロー管理を一元化し、対話のPDCAを強化
- 議決権行使基準に抵触することが予め想定される企業には、株主総会シーズン前に対話を行うことで、課題意識を共有化
- 議決権行使の予見可能性を高めるために、議決権行使基準の詳細 (原則的な基準に加え、原則と異なる判断を行う際の基準も含む) を開示/個別企業の状況を踏まえた賛否判断のポイントやその事例を開示

### (3) 生命保険会社以外の機関投資家・発行体企業との情報交換

#### ① 生命保険会社以外の機関投資家との情報交換

生命保険会社以外の機関投資家がどのようなスチュワードシップ活動を行っているかを知り、自らに不足している視点等に気づき、改善を図ることは、生命保険会社のスチュワードシップ活動の質的向上につながる。このような考えから、投資先企業数が非常に多く、豊富なアナリストが数多くの対話を行っている信託銀行と、投資先企業を厳選し、より踏み込んだ対話によって投資先企業の価値向上を目指すエンゲージメントファンドを運用する運用会社の2社との間で、「企業価値を高めるためのエンゲージメントの取り組み」をテーマに情報交換を行った。

今回、情報交換を行った2社と生命保険会社では、対話のための陣容や投資目的等が大きく異なるものの、企業価値向上に向けて行っている様々なアプローチ・手法について学ぶべき点は多く、今後の各社の活動の参考としたい。

#### 【生命保険会社以外の機関投資家の企業価値を高めるためのエンゲージメントの取組例】

- 議決権行使のみで課題解決に資する部分は限定的であるため、エンゲージメントを主な取り組みとするスチュワードシップ活動を行っている。
- エンゲージメント実施後のアフターフォローについては、意見表明に対する対象企業のその後の行動が確認できたところで、一連のエンゲージメントが完了したと結論付けている。その後の行動に変化が無い場合は、何度も繰り返し働きかけを行っている。
- 以下2つのエンゲージメントを組み合わせを行っている。①がメインだが効果が発現するまでに時間がかかるため、②によって短期的な価値向上も目指している。
  - ① 事業価値そのものの向上を目指す方法（中長期）
 

企業に入り込み、成長戦略等の策定・再構築、オペレーション改善に向けた働きかけを行なう。売買を止め、インサイダーとなってプロジェクトを進める場合もある。
  - ② 企業価値と株価のギャップ解消を目指す方法（短期）
 

流動性ディスカウント解消、投資家とのコミュニケーションディスカウントの解消、ガバナンスディスカウント解消
- スチュワードシップを推進する部門が主体となり経験豊富なリサーチ運用部門のアナリストと協働して、相当数のエンゲージメントを実施。
- エンゲージメントは、国内企業に留まらず、PRIにおける環境課題解決に向けたワーキング・グループ等にも参加し、ESGの視点から世界各国の企業への働きかけを行っている。
- 企業は自社の事業に関するプロではあるが、必ずしも視野は広いといえず、競争相手、他業界、世界の同業他社の動向については詳しくはない。一方で、様々な企業を評価する機関投資家は、企業を俯瞰的に評価できることに優位性があるため、他社の取り組みなどを紹介することにより企業への気付きを与えることを意識しながら、対話を実施している。



## ② 発行体企業との情報交換

日本版スチュワードシップ・コード制定後3年が経過し、投資家と企業における対話の実績が積み上がってきている。生命保険各社も企業との対話を重ねてきたが、企業が投資家に求める建設的な対話像を聞く機会は多くはない。これまでの投資家との豊富な対話経験を踏まえて、建設的な対話に対する考え方や、対話における国内機関投資家への要望等について忌憚のない意見を頂くべく、発行体企業3社との情報交換を行った。

今回、発行体企業から頂いた意見を真摯に受け止め、中長期的な視点での対話内容の改善や対話を担う人材の質の向上などに向けた取り組みを一層推進して参りたい。

### 【発行体企業との情報交換会で頂いたご意見等（一部）】

#### ▶ 建設的な対話とはどのような対話か

- 中長期的な取り組みにフォーカスした対話
- 持続可能な成長を後押しするような対話
- 海外を含む他社との比較や他社の好事例の紹介など、何らかの示唆がある対話
- 企業が気づいていない課題を指摘するような対話

#### 《対話を踏まえて経営の改善に至った事例等》

- 投資家との協働による独自経営指標の策定
- 投資家の助言を受けた IR 資料の見直し
- 機関投資家の後押しを受けた働き方改革に関する組織の設置および事務効率化に向けた取り組みの実施

#### ▶ 対話における国内機関投資家への要望等

- セルサイドアナリストと比べると事業環境を含めた事業への理解が浅く、議論が噛み合わないこともある。
- 中長期の対話と言いつつも2～3年程度であるケースも多く、まだまだショートターミズムだと感じる。（一方、10年程度の長期的な経営戦略等を尋ねる投資家が徐々に増えているとの意見も別途あった）
- 反対の議決権行使を経営の改善につなげるために、議決権行使基準を開示している場合や助言会社を活用している場合は、その旨を明示していただきたい。
- 集团的エンゲージメントについては、複数の投資家によって練られた内容に期待している。

#### (4) 集团的エンゲージメント

生命保険各社は従来、単独で投資先企業との対話を行ってきたが、平成 29 年 5 月の日本版スチュワードシップ・コードの改訂において、「必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（集团的エンゲージメント）が有益な場合もあり得る」との内容が盛り込まれたことなども踏まえ、当協会の要望事項の実現に向けた新たな取り組みとして、集团的エンゲージメントの実施について検討を行った。検討にあたっては、法務面の課題についても慎重に確認しながら、集团的エンゲージメントの具体的手法・内容等についてWG内で協議を重ねた。

集团的エンゲージメントの手法としては、対面での対話によるものと書簡送付によるものとに大別される。対面での対話については、双方向での深い議論が期待できるものの、投資先企業に求める事項・水準感等について、集团的エンゲージメントの参加者間で課題意識を共有していないと、企業との実効的な対話を成立させるのは困難であり、また対面での対話という性質上、限られた企業との間でしか対話を実施することが出来ないという難点もある。一方、書簡送付によるものは、多くの企業に対して投資家としての要望事項を正確に伝えることができるものの、対象とする企業の選定や要望する事項によっては、企業側の実態を反映しきれない一方的な内容になる恐れもある。

生命保険会社として中長期的な視点で企業へ投資するという点については各社共通しているが、各社の議決権行使基準や投資先企業に求める課題意識・その水準に加え、期待する達成時期についても様々であることから、対面での対話をWG（10社）としての集团的エンゲージメントの主な手法とし、企業との間で実効的な対話を行うことは困難であると判断した。一方、当協会がアンケート調査結果に基づいて要望事項としているテーマに基づいた書簡送付を集团的エンゲージメントとして実施するのであれば、対面での対話に比べてより多くの企業に対しアプローチが可能であり、企業の持続的成長を促し、株式市場全体の活性化を図るというWGの目的にも合致する。

以上から、WG参加各社としては、当協会の要望事項の実現に向けたより実効的な取り組みとして、書簡送付による集团的エンゲージメントを採用することとし、合わせて、企業の実態を反映していないという懸念を可能な限り払拭するような基準を慎重に検討のうえ、対象企業の選定を行うこととした。具体的には、生命保険協会がこれまで実施してきたアンケート調査をもとに、公開情報から対象企業を抽出可能なガバナンス・情報開示・株主還元の3つの視点を取り上げ、WGで議論を重ねた上で、書簡送付先の基準を策定している。また、書簡送付先企業からの要望に応じて、送付した書簡に関するテーマに関して対面による対話を実施することとし、エンゲージメントとしての双方向性を確保した。

WGとして書簡送付による手法を採用したとはいえ、集团的エンゲージメントを対面での対話で行うこと自体を否定するものではない。また、情報開示に関しては、投資環境整備の観点から投資家として課題意識を共有しやすく、多数の投資家による集团的エンゲージメントとしては親和性があるとも考えられる。今後、より効果的な取り組みのあり方について引き続き議論していくとともに、今回の検討結果を踏まえ、生命保険会社同士、もしくは他の機関投資家との間など、各社それぞれの考え方に応じて集团的エンゲージメントへの取り組みを検討して参りたい。

## 【WG参加各社による集团的エンゲージメントの概要】

➤ 目的  
当協会の要望事項の実現に向けたより実効的な取り組みとして、WGに参加する全生保（10社）が協働で、企業に対して課題意識を伝え、企業の取り組みを促していくことで、株式価値向上を図る。

➤ 手法・対象先  
東証一部上場企業のうち、当協会がアンケート結果等を踏まえて要望している事項が実現できていない企業（下記のテーマ毎の基準のいずれかに該当する企業 計約 100 社）に対して書簡を送付。

テーマ	基準の概要
ガバナンス	社外取締役の任命がなく、ガバナンス体制が不十分であると考えられる企業
情報開示	中期経営計画の開示や環境（E）、社会（S）等に関する非財務情報の開示が不十分であると考えられる企業
株主還元	長期間配当性向 30%未満かつ、財務内容が健全であること、豊富なキャッシュフローがあるにもかかわらず投資が不十分であると考えられる企業等（業種等によって条件は異なる）

## 終章（おわりに）

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

今年度は、「コーポレート・ガバナンス」「経営戦略」「財務戦略」「対話」の4つの観点から、企業向けに12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4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、企業が取締役会評価等を通じ、取締役会の課題を把握し、改善に向けた具体的取り組みを検討・実施するなど、取締役会の実効性向上に向けて自律的にPDCAサイクルを回すことに加え、社外取締役がより機能発揮できるような環境整備が不可欠である。こうした取り組み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、「取締役会運営におけるPDCAサイクルの確立」「社外取締役の機能発揮に向けた取り組みの充実」を要望した。

2点目は、経営戦略に関する情報開示の充実に向けた取り組みである。投資家は、企業の経営理念・ビジョン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。また、経営理念・ビジョンを具現化していくための体制（ガバナンス（G））を整備し、企業を取り巻く様々な社会課題（環境（E）・社会（S））と経営戦略との関係を分かりやすく開示することも重要であると考えられ、企業に対しては、「数値目標と事業戦略を伴う経営計画の公表」「ESG情報の開示の充実」を要望した。

3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。

4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。投資家の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ともに、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