

研究所 レポート

■ 第8回プロネクサス懸賞論文優秀賞

「役員報酬上限設定の盲点」

「政策保有株式に関する情報開示制度の改善案の提言」

■ 第8回プロネクサス懸賞論文佳作

「個人株主向けIR活動と株式長期保有促進効果」

■ 2016年 研究所活動記録

はじめに	1
第8回プロネクサス懸賞論文	
審査委員会委員長講評	2
優秀賞受賞論文	
「役員報酬上限設定の盲点」	
上坂 夏未（一橋大学商学部 4年）	
日江井 麻里（一橋大学商学部 4年）	6
「政策保有株式に関する情報開示制度の改善案の提言」	
花塚 勇矢（一橋大学商学部 3年）	
柳下 嶺（一橋大学商学部 3年）	21
佳作受賞論文	
「個人株主向けIR活動と株式長期保有促進効果」	
青 柚希（法政大学経済学部 3年）	35
表彰式開催模様	44
第9回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ	45
ディスクロージャー基本問題研究会 活動報告	47
クローズアップ	51
株主通信 実態調査報告Vol.13の概要	
2016年 研究所活動記録	60

はじめに

プロネクス総合研究所は、「企業ディスクロージャーに関する基礎研究及び実務研究を行い、その研究成果等を社会に還元することにより、資本市場の発展に貢献する」ことを目的として、2006年10月1日に開設いたしました。その後2007年3月29日に常設の研究会として「ディスクロージャー基本問題研究会」を設置することにより、その活動を本格化させました。それから今年の4月で10年目を迎えます。この間、当研究所は、本目的の趣旨に基づき、大変お忙しい中、研究所顧問及び研究会委員の方々をはじめ多くの関係者の皆様に、多大なるご支援とご協力を賜り、厚く御礼申し上げます。

2016年における当研究所の活動としましては、「ディスクロージャー基本問題研究会」を3回（累計では55回）開催いたしました。そのなかで、企業会計基準委員会（ASBJ）に対して、「収益認識に関する包括的な会計基準の開発についての意見の募集」、「『修正国際基準（国際会計基準と企業会計基準委員会による修正会計基準によって構成される会計基準）』の改正案」、「リスク分担型企業年金の会計処理等に関する実務上の取扱い（案）」等の意見表明を行いました。そして「ディスクロージャー研究会議」を3回開催いたしました。1回目は、日本公認会計士協会 副会長の山田治彦氏を講師に招き「開示・監査制度の在り方に関する提言－会社法と金融商品取引法における開示・監査制度の一元化に向けての考察－」をテーマに開催しました。2回目は、会計教育研修機構 理事・事務局長の新井武広氏を講師に招き「ASBJでの会計基準開発を振り返って－金融資本市場のグローバル化と会計基準のコンバージェンス－」をテーマに開催しました。そして、3回目は、金融庁／企業会計審議会委員・監査部会長、明治学院大学名誉教授の脇田良一氏を講師に招き「財務諸表の利用に、監査情報をどのように活用するか」をテーマに開催しました。

また、当研究所より銀行・生損保のディスクロージャー誌の実態調査レポートを発行しました。

その他に、当社のCSR活動の一環として、若手研究者の支援等を目指し、今回第8回目となる「プロネクス懸賞論文」の論文募集を行い、今回は、過去最多の10本の応募論文があり、2016年12月に受賞作品に優秀賞2本と佳作1本、あわせて3本を決定し公表しました。引き続き、当研究所の2016年の1年間に亘る活動報告をとりまとめ、「研究所レポート」第11号として発行することといたしました。

「当研究所といたしましては、今後も、ディスクロージャーに関する基礎研究及び実務研究に係る活動状況を、「研究所レポート」として逐次刊行することにしております。

2017年1月
プロネクス総合研究所
理 事 齋藤 良治

「第8回プロネクス懸賞論文」

優秀賞2作品、佳作1作品が受賞。

株式会社プロネクスは2009年5月から、CSR活動の一環として「プロネクス懸賞論文」の募集を開始し、2016年にその第8回目を実施しました。当懸賞論文は、当社が企業のディスクロージャー・IRにおける実務サポートを提供する専門企業であり、事業そのものが資本市場と密接に関わる重要な社会的責任を負っていることから、資本市場の健全な発展に寄与することを目指して実施しております。

当年度は、「上場会社のディスクロージャー・IRをより効果的、効率的なものにするための研究お

よび提案」というテーマに対して、10件の論文の応募があり、優秀賞2本、佳作1本の論文を選定しました。

「プロネクス懸賞論文」募集も今回で第8回目となりました。懸賞論文を募集する趣旨の一つに若い研究者や学生の研究の支援があります。来年度も同じテーマおよび締切日を延長して第9回目の募集をすることになっていますので、今回の優秀賞受賞論文等を参照していただき、より多くの論文の投稿を期待いたします。

【審査結果】

最優秀賞 該当なし

優秀賞 2本

上坂 夏未（うえさか なつみ）（一橋大学 商学部4年）

日江井 麻里（ひえい まり）（一橋大学 商学部4年）

「役員報酬上限設定の盲点」

花塚 勇矢（はなつか ゆうや）（一橋大学 商学部3年）

柳下 嶺（やぎした れい）（一橋大学 商学部3年）

「政策保有株式に関する情報開示制度の改善案の提言」

佳作 1本

青 柚希（あお ゆずき）（法政大学 経済学部3年）

「個人株主向けIR活動と株式長期保有促進効果」

第8回プロネクス懸賞論文 審査委員会委員長講評

「上場会社のディスクロージャー・IRをより効果的、効率的なものにするための研究および提案（但し、実証結果を出すための実証分析は不可。なお、提案を補強するための実証分析を論文の一部に含めることは可。また、IRの具体的な表示方法の工夫を提案することも可とする）」というテーマに対して10件の論文の応募があり、審査委員会は、厳正かつ多面的に検討を行い、優秀賞2本、佳作1本の論文を選定した。審査委員会で各委員から出された意見等を紹介しつつ、審査委員会を代表して講評を行う。

1本目の優秀賞は、上坂夏未氏と日江井麻里氏の共著「役員報酬上限設定の盲点」である。以下、本論文の要旨及び評価結果の要点を記述する。

本論文の目的は、日本での株主総会での役員報酬

上限額設定と実際の役員報酬支払額との関係を調査し、株主総会役員上限額に関する開示情報の意義を検証することにある。検証は4つのパートから構成されているので、段階を追って紹介する。

第1に、2000年から2015年の16年間に6月の株主総会で役員報酬上限の改定決議をした3月末決算の企業2431社（2回以上改定をする企業があり延べ3495件）のデータを手で集め分析した結果、約半数の1017社はこの間に1度も改定していないことが判明した。

第2に、2014年度に上限を改定した188件に焦点をあて、上限改定の開示の実態について、①表記の改定か金額の改定か、②役員人数の変更があるのか否か、③一人当たりの上限がupか、downか、変更なしか等に分類して調査した結果、各社の開示方法は全く統一されていないことが分かった。

第3に、2016年9月時点の日経225銘柄のうち3月末決算198社を分析対象として、2000年から2015年までに上限改定実施回数を調査した結果、1回が55社、2回が58社、3回が28社、0回が23社、これらが上位4カテゴリーであった。なお、最大改定回数は11回で4社存在した。

第4に、198社のうち、社内取締役の基本報酬の上限改定を行った110社をサンプルとして、上限に対する実際支払額の到達割合を調査した。その結果、「もし改定しなかった場合の旧上限に対する実際支給額の割合は平均74.2%、改定後の新上限に対する実際支給額の割合は63.1%と推定された。また、到達割合と改定からの年数の関係をプロットしてみると、目立つような相関関係はなく、旧上限に対する実際支給額の割合が平均74.2%と、上限突破には未だ余裕がありそうなことを併せて考えると、「条件改定はお手盛りでない」とは言い切れない」という結論に至った。

本研究に対する意見を紹介する。コーポレートガバナンスの観点から海外で高額報酬が問題となっていることもあり、役員報酬をテーマとして取り上げた点は時宜を得たものである。また、文章が軽妙で読者を論文に引き込む妙がある。分析が順を追って進み、各分析から得られる知見の導出が自然で無理がない。「過去ほとんどの企業が報酬上限を改定していないか、あるいは、あまり意味のない改定をしている」という発見や、「開示実態が不明朗」という指摘は面白い。最終的な考察から、「改定する根拠を明示する、支払額の根拠を示す」という提案には説得力がある。

ただし、基本報酬と報酬上限の比較を中心としてしまったため、課題として述べられている業績連動やストックオプションという、支給実態の変化があったのかという視点が加えられなかった点が惜しい。「企業は上限のみしか知らせる義務はない」として有価証券報告書から抜粋しているが、1億円以上の報酬を得た役員の開示も金融商品取引法では求められている。また、「お手盛りで上限が改訂されているのではないか」という結論は、上限額と報酬支払額の相関関係だけでなく、開示情報を含め、もう少しフィールド・リサーチが必要である。「上限改定の必然性があったとはいえない」程度が、穏当な推論であろう。

以上の指摘事項があるとはいえ、大量のデータを集めて分析した労作であり、上記の長所を大とし、優秀賞とする結論に至った。

2本目の優秀賞は、花塚勇矢氏と柳下嶺氏の共著

「政策保有株式に関する情報開示制度の改善案の提言」である。以下、本論文の要旨及び評価結果の要点を記述する。

本研究の目的は、コーポレートガバナンス・コードが設定され、株式の政策保有に関する経済合理性が問われるなか、政策保有株式について十分な情報開示が行われていないため、投資家は政策保有の実態が把握されていないことに鑑み、政策保有株式の投資リターンを推定することで、その実態把握と経済合理性を検証しようとするものである。

政策保有株式の個別銘柄ごとのリターンの推定について、以下の方法をとった。国内の全上場会社のうち、2015年3月期の企業を抽出し、有価証券報告書に記載されている政策保有株式情報を一覧化する。なお、政策保有株式の記載のある会社は2,010社、政策保有株式の銘柄数は延べ38,271銘柄で、すべてを分析サンプルとする。株式リターンは、年間受取配当額と年間値上がり益の合計から構成され、銘柄ごとに計算する。保有会社ごとの政策保有株式収益額を、会社が保有する各株式数と上記の株式リターンを掛け合わせて推計する。そして、期末の政策保有株式B/S計上額を分母にし、各政策保有収益額の合計金額を分子において、会社ごとに政策保有株式リターン率を求めた。次に比較対象となる各会社の本業リターン率を、営業利益÷総資産で計算した。以上の結果、①政策保有リターン率が本業リターン率より高い会社が1,770社、低い会社が240社という、興味深い知見を得た。

次に、政策保有リターンが本業リターンよりも低い企業のうち、日経225採用26社を分析対象に保有株式数の動向を調査した結果、保有株式数を増加させた会社が15社、減少させた会社が10社、変化なしが1社であった。

以上の調査によって実態が推定できたのであるが、それを知るためには、現状のままでは今後も膨大な作業が必要である。そこで、以下の3つの情報開示に関する提案を行なう。

- ① 有価証券報告書で政策保有株式のリターンを個別銘柄ごとおよび全体について開示する。
- ② 政策保有リターンと本業リターンを比較・分析し、それを公表する。
- ③ 本業と比べ、非効率な政策保有株式を保有している場合、その対策と説明を行う。

本研究は、企業の政策保有株式の収益性の実態を明らかにし、現行の情報開示制度の問題点を指摘したうえで、コーポレートガバナンス・コードとの関係も踏まえて改善策を提言するものであり、分析手法もユニークであり、高く評価できる。また、推定

結果が、必ずしも株式の政策保有が非効率的な投資ではないことを確認していることが重要である。

なお、単年度でもリターンがマイナスの企業、本業のリターンを下回っている企業には、コーポレートガバナンス・コードとの関係でも適切な情報開示を求めるべきという改善案の提言は評価できるという意見がある一方、政策保有株式の適否は、中・長期的な経済合理性や将来の可能性、本業とのシナジー効果などを通じて判断すべきであり、検証結果は1年限りの財務リターンから得られたものであり、これは結局、短期業績であって、この短期業績と本業リターンとを比較し、政策保有株式保有の適否を判断することが、論理的に矛盾していないのか。また、政策保有株式リターン率の計算式の分母には、投下資本に対するリターンという考え方からすると、当期末ではなく、少なくとも期首、つまり前期末の政策保有株式B/S計上額とすべきではなかったか。できれば、政策保有株式の性格に照らして、長期間での政策保有株式リターン率を示してもらいたかった。また、本業リターンの計算式の分母である「総資産」には、政策保有株式評価額が除かれているのか否かが不分明であるという指摘があった。

しかしながら、上記の指摘に関連する本研究の主要な限界について、研究者2人は自覚している。そして、何よりも、企業の政策保有株式によるリターンの実態を明らかにする為、膨大な企業の決算データを分析した労力を評価し、優秀賞とした。

佳作は、青柚希氏の「**個人株主向けIR活動と株式長期保有促進効果**」である。以下、本論文の要旨及び評価結果の要点を記述する。

本論文の目的は、IR活動（とくに、個人株主向けIR活動）の効果として、株式の保有日数が増加するの否か、配当や株主優待と比較してIR活動の効果は大きいのか否かを検証することである。

IR優良企業賞受賞会社23社とペアサンプリング法で選択した比較対象会社23社をデータとして使用する。分析期間は、IR優良企業賞発表前後を加えて3年間とし、各社の発行株式が株主に保有されている平均日数を、①月ごとの取引出来高と終値の積で各月の売買累計額を推定し、12カ月分（1年間）の合計売買累計額を計算、②発行株式数と終値の積で時価総額を推定、③時価総額÷1年間の売買累計額×365、により計算する。個人株主数については、有価証券報告書から入手する。

その結果、IR優良受賞企業株主の保有日数は458日であるのと比較して、受賞なしの企業株主の保有日数は380日であり、IR活動には保有日数を

長くする効果があると結論する。

次に、株主優待制度の有無とIR優良受賞の有無の2×2の4分類で株主保有日数を比較すると、株主優待制度とIR優良受賞をともに満たす企業の保有日数は532日、ともになしの企業のそれは321日であった。なお、IR優良受賞の方が株主優待制度有りよりも、若干保有日数増加効果が大きいことが観測された。同様に、配当が分析対象会社の中央値よりも多いか少ないかで2分し、IR優良受賞の有無とあわせた4分類で保有日数を比較し、その結果、配当が多くIR優良受賞の企業の保有日数は508日、配当が少なくIR優良受賞が無い企業のそれは330日であったが、配当額が多い企業ではIR優良受賞の有無で大きな差はなかった。

最後に、IR優良受賞前年から当年にかけて個人株主数が増加したか減少したかとIR優良受賞の有無、当年から翌年についても同様の方法で4分類し、株式保有日数を比較する。その結果、前者の4分類では株主数増加でIR優良受賞企業の株式保有日数が541日、後者の4分類で408日と1番長かった。しかし、追加検証で、IR優良受賞（および非受賞企業）の前年から当年、当年から翌年にかけての株主数の変化をみると、ともに株主数減少企業の方が増加企業よりも多かった。

以上の結果から、①優れていると判断されるIR活動は株式の保有日数を伸長させること、②優れたIR活動と株主優待制度または相対的に大きい金額の配当を同時に行うと、保有日数を伸ばす効果がさらに大きくなること、③IR活動の日数を伸長させる効果は、高額配当を行うことによる保有日数伸長効果と比較すると小さいものであること、の3点が分かった。また、追加検証で、IR活動で個人株主の数は増加しないが、株主が増加した会社の保有日数を比較すると、IR活動に熱心な会社の方が保有日数は長かったことから、優れたIR活動をしていくことで獲得した株主は、長期的に株式を保有する傾向を持つことが多いという知見が得られた。

本研究に対する評価は以下のとおりである。IR活動の効果については、IRの現場で大きなテーマでありながら、あまり分析がされていなかったため、得られた知見は、興味深く価値がある。IR活動の効果測定の方法は重要な課題であり、個人株主向けIRの効果を測定する指標として株式の保有日数を使用した点はユニークなものであり、野心的なものであるといった意見があった。

しかしながら、株式の保有日数の算定に売買回転率を使用して算定しているため、「個人株主」だけでなく、「外国人」も含まれる。とくに最近の東証

の市場第一部では委託注文の売買高の6割から7割以上を外国人が占めている。したがって、分析数値との関係が整合しているとは言い難く、推論と検討結果が結びついていない。「個人株主」に絞らず、I R活動に積極的な企業と株式の長期保有との関係で知見を整理することが考えられたのではないかな。また、「企業は個人株主が「モノ言わぬ株主」であるなら、企業が企業側の思うように経営を行いたいという動機から、個人株主を増やす可能性がある」という記述があるが、I R活動の実態の調査結果だけでなく、なぜ、企業が個人株主を増やそうとしているのか、長期保有促進を図っているのか、その点の分析もしっかりとしてほしかった。

以上の賛否の意見を総合的に勘案した結果、本作を佳作と評価することに至った。

「プロネクサス懸賞論文」募集も第8回目となり周知度も上がっている。とくに今回は、大規模にデータを収集し分析する力作が多く、応募論文の質

の向上を感じる。具体的に研究名を公表することはできないが、佳作に漏れた応募作品の中で少なくとも2件は、佳作に相当する研究ではないかと迷い、真剣な討議を行った。受賞を逃した皆さんは、どうか落胆しないでいただきたい。さらに、一つの論文中で使用される分析方法も一つだけでなく、手順を追って検証結果を強化していこうとする努力が見られ、本講評での論文要旨の紹介も必然的に長くなっている。研究目的および仮説の設定は難しいものであるが、社会科学の魅力の一つは、現下の社会の実態に潜む課題を明らかにすることであり、公共社会への直接的な貢献も大きい。来年度も同じテーマおよび締切日を延長して第9回目の募集をすることになっているので、今回の優秀賞及び佳作受賞論文等を参照していただき、より多くの論文の投稿を期待するものである。

以上

【第8回プロネクサス懸賞論文 審査委員会】

- 委員長 黒川 行治（慶應義塾大学商学部 教授）
- 委 員 新井 武広（会計教育研修機構 理事・事務局長）
- 委 員 川村 義則（早稲田大学商学学術院 教授）
- 委 員 小宮山 賢（早稲田大学大学院経営管理研究科 教授）
- 委 員 佐藤 明（株式会社バリュークリエイト パートナー）
- 委 員 多賀谷 充（青山学院大学大学院 教授）
- 委 員 上野 守生（株式会社プロネクサス 取締役会長）

「役員報酬上限設定の盲点」

上坂 夏未（一橋大学 商学部4年）
日江井 麻里（一橋大学 商学部4年）



第1節 はじめに

本稿の目的は、日本での役員報酬開示に焦点を当て、とりわけ上限額の実態を明らかにし、その上で問題点を指摘し改善案を提言することである。

近年、役員報酬についての関心は高まりを見せている。政府は日本企業の国際競争力を高めるために、2015年6月からコーポレートガバナンス・コード（以下CGコード）を導入し、その中で取締役会等の責務に関連して、「経営陣の報酬については中長期的な会社の業績や潜在的なリスクを反映させ、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である」（CGコード原則4-2）とし、「経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである」

（CGコード補充原則4-2①）としている。

株主の関心も高く、神田〔2005〕によると、株主総会が「総会屋対策型の株主」から「一般株主向けの開かれた総会」に変化したことに伴い、一般株主の出席、発言が増えたことから一般株主からの役員報酬、退職慰労金の個別開示に関する定款変更についての株主提案が増えたという。ソニー、トヨタ自動車、みずほフィナンシャル・グループにおいてはこの提案が2年連続で株主オンブズマンからなされ、30%を超える賛成票が得られたそうだ。株主が報酬・退職慰労金に対する関心を高め、役員報酬の個別開示を求める動きが活発であることがわかる。図表1は関西電力の平成27年3月期の株主総会招集通知より抜粋したものである。

図表1 役員報酬開示を求める招集通知例（抜粋）

第11号議案 定款一部変更の件(1)

▼提案の内容

「第4章 取締役及び取締役会」に以下の条文を追加する。

（取締役の報酬開示）

第31条の2 取締役の報酬に関する情報を全て個別に開示する。

（平成27年3月期関西電力株主総会招集通知より抜粋）

なぜ役員報酬、退職慰労金に対する株主提案がなされるのだろうか。考えられる理由として役員報酬の支払い状況が非常に不透明で分かりにくいことがあげられる。その理由は第2節で詳述するが、株主は企業の役員報酬について上限のみしか決定権を持っておらず、したがって企業は上限のみしか知らせる義務がないからだ。では、実際どのように企業の役員報酬上限額は投資家に伝えられているのだろうか。図表2は関西電力の平成26年3月期の有価証券報告書から抜粋したものである。

図表 2 役員報酬の開示事例（抜粋）

⑦役員報酬の内容等

イ．役員区分ごとの報酬等の総額、報酬等の種類別の総額および対象となる役員の員数

役員区分	報酬等の総額（100万円）	報酬等の種類別の総額（100万円）		対象となる役員の員数（人）
		基本報酬	賞与	
取締役（社外取締役を除く）	268	268	—	15
監査役（社外取締役を除く）	61	61	—	3
社外役員	54	54	—	8

ロ．役員の報酬額等の額またはその算定方法の決定に関する方針の内容および決定方法

役員報酬等の額またはその算定方法の決定に関する方針は定めていないが、取締役の報酬は、職務執行の対価である月例の基本報酬および当事業年度の業績や配当状況などを総合勘案して決定する賞与で構成し、基本報酬については、各取締役の地位等に応じて求められる職責などを総合勘案し、株主総会の決議に基づき月額75百万円以内で、賞与については業績等を勘案し、支給の都度、株主総会において総額を決議したうえで、それぞれ取締役会において各取締役の地位等に応じて支給額を決定している。

（平成26年3月期関西電力株式会社有価証券報告書より抜粋）

<報酬に関する方針>

<上限額>

<決議の仕方>

この事例をみると、役員報酬について具体的算定方法は定められておらず、ただその上限だけを株主総会で定めていると分かる¹。報酬の内容の開示が進まなかった理由に「上限を総会で定められるため株主の監視が行き届くからだ」という意見がある（石山・高岸〔2000〕）。しかしここまでみたところ取締役の報酬は取締役会で、監査役の報酬は監査役会で決められており不透明である。高崎・野中

〔2015〕も指摘するように、現状の役員報酬開示が投資家にとって十分なものであるかは疑問である。では上限は実際どのように決められ、開示されているのだろうか。また上限としての機能を果たしているのだろうか。その点の研究は日本ではまだ少ないため本研究を行う。

¹ 監査役も同様の記載である。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では役員報酬改定の実施方法と規定を調べ、問題提起をした。第3節では役員報酬上限改定の実態の外観を掴むべく膨大なデータを調査し全体像を掴んだ。第4節では開示に焦点をあて、役員報酬上限の開示について調査した。第5節では第3節を深堀し、より詳細に行った調査について結果を考察した。第6節では上限と実際支払額の関係についてみた。第7節ではこれまでの調査を総括して上限について多角的に考察し、第8節では結びとしてこの論文の成果と課題について言及した。

第2節 役員報酬上限改定に関する規定と問題提起

本節では役員報酬の上限改定に関わる規定の現状を把握する。前節に示した通り企業は株主総会で役員報酬の上限を定めている。これは日本の商法の規定による。商法を受け継いだ会社法では361条で「取締役の報酬等については定款に定めていないときは、株主総会の決議による」としている。昭和60

年3月26日の最高裁の判決では取締役全員の報酬総額を株主総会で決議し、その配分を取締役会に一任することは可能であるとしている。さらに、昭和31年10月5日の判決で取締役会が各々の取締役の報酬の決定を代表取締役に再委任することも有効とされている。つまり、株主総会で上限だけを決め、その分配は取締役（代表取締役）に一任されている。

株主総会で役員報酬を決める手続きは以下の通りである。企業はまず招集通知で株主に知らせる。招集通知に記載する内容は以下の3点である（味村・品川〔1987〕）。図表3は招集通知の記載例である。

1. 提案の理由
2. 取締役の報酬の総額を定める場合において使用人兼取締役がいる場合はその数および給与の額
3. 監査役の報酬について監査役の意見があるときは、その要旨

図表3 株主招集通知における役員報酬改定の事例（抜粋）

第5号議案 取締役報酬改定の件	
現在の取締役の報酬額は、平成18年6月29日開催の第115期定時株主総会において、「 <u>年額5億円以内</u> 」としてご承認をいただき今日に至っております。	<決定時期>
その後の経済情勢の変化、今般の役員報酬制度の見直しに伴う役員退職慰労金制度の廃止及び取締役の報酬の業績連動の強化等諸般の事情を勘案し、取締役の報酬額を「 <u>年額6億5000万円以内（うち社外取締役分は年額5000万円以内）</u> 」に改定をお願いするものであります。	<改定前上限額>
なお、この報酬額には、従来どおり使用人兼取締役の使用人としての職務に対する報酬は含まないものといたしたいと存じます。	
現在の取締役の員数は10名（うち社外取締役3名）ですが、第2号議案が原案どおり承認可決されますと、取締役の員数は9名（うち社外取締役3名）となります。	<改定前対象人数>
（旭化成 第123回定時株主総会招集通知より抜粋）	<改定後対象人数>

では、このように決定された役員報酬の上限値は、企業情報の主要な入手源である有価証券報告書や決算短信のような法定書類に記載されているのだろうか。数社の有価証券報告書を調べてみたが、記載のある企業も多いが必ずしも記載されているというわけではなく、記載方法も統一的ではなかった。さらに近年ではコーポレート・ガバナンス報告書の中で、役員報酬の支払い額の項目に注釈として上限額と決定した株主総会の時期を記載している企業もあるが、記載していない企業の方が依然として多かった。このことから現行の上限の開示を義務づける規定はないことが分かる。投資家が役員報酬に対し関心を持っているのにも関わらずこの現状は好ましくない。改定がある場合前述の会社法361条に従って招集通知を通じて知ることができる。改定が頻繁であれば投資家は企業の招集通知を通じて報酬上限を知ること

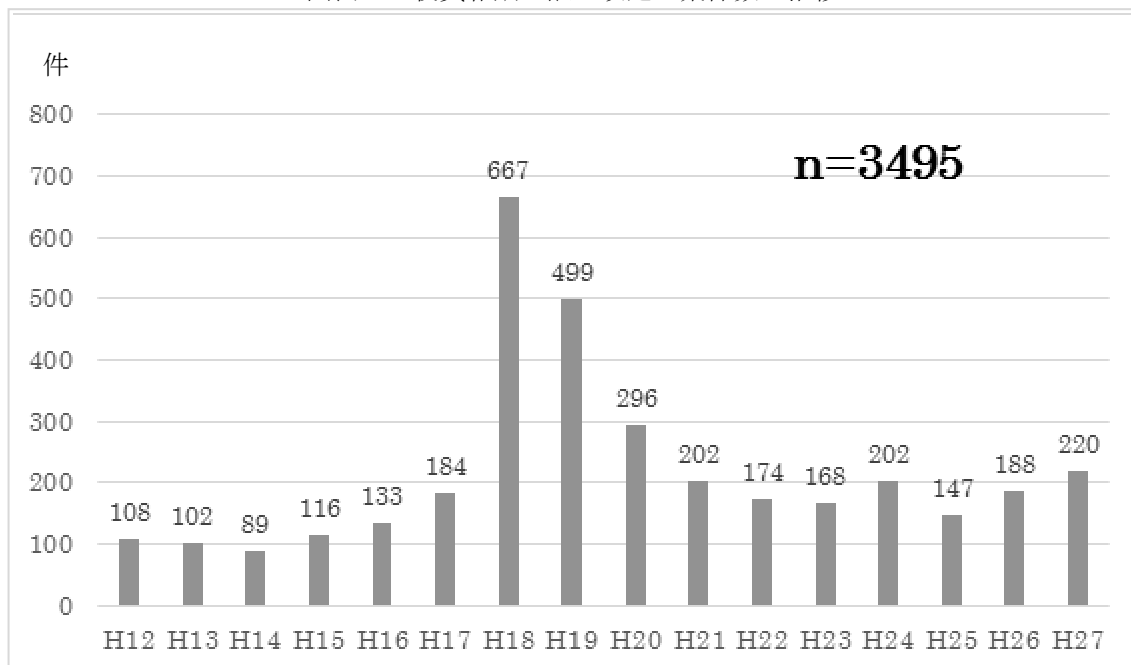
ができ、この問題は緩和される。では改定はどのくらいの頻度で行われているのだろうか。次節で明らかにする。

第3節 役員報酬上限改定の実態

本節では、役員報酬の上限改定がどのようになっているか掴むために、2000年から2015年までの16年間に改定が行われた延べ3495件、合計2431社についてサンプルを手で集めて分析した。

この調査のサンプルは、2000年から2015年の16年の間に6月の株主総会において役員報酬上限の改定決議をした3月末決算の企業の重複含む延べ3495件で構成される。なお、抽出にあたっては「資料版／商事法務」の各年版に記載されている6月総会役員報酬改定状況の特集欄から抽出し、全体像を掴んだ。

図表4 役員報酬上限の改定企業件数の推移

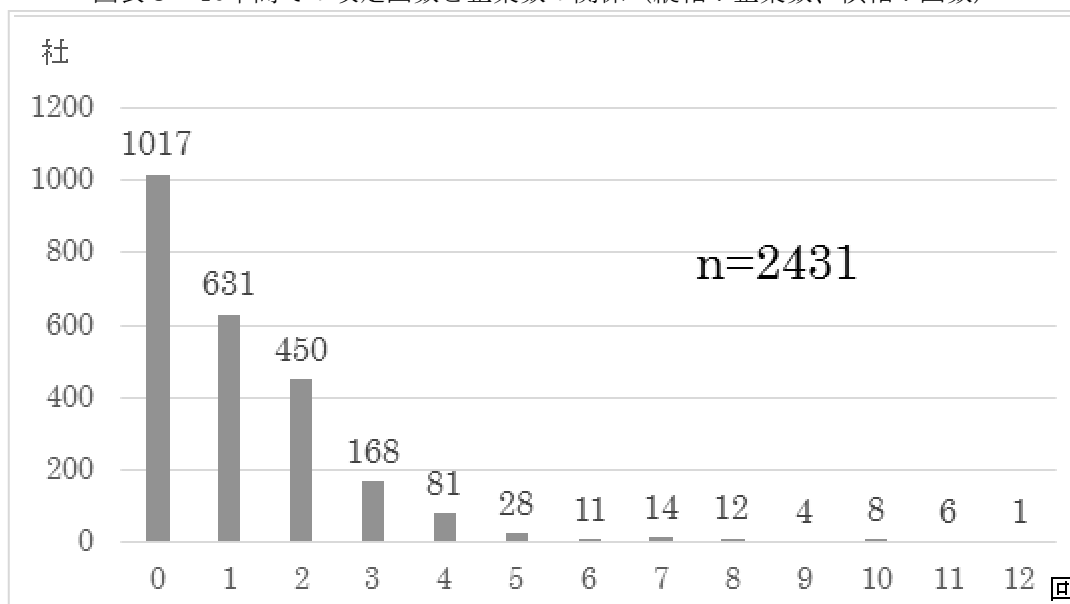


(「資料版／商事法務」各年版をもとに筆者作成)

図表4は、役員報酬の上限を改定した件数の推移を示している。図表4をみると、毎年平均して200件前後上限改定が株主総会で決議されていることが分かる。平成18年の件数が突出して多くなっているが、これは会社法の施行に伴い役員報酬を改定した企業が多かったためである。毎年、一定程度の改定が行われていることが分かる。

次に、各企業が過去16年間に何回上限を改定しているのかを調査した。3月末決算である2431社を上限改定の実施回数ごとに分けたグラフが図表5である。

図表5 16年間で改定回数と企業数の関係（縦軸：企業数、横軸：回数）



（「資料版／商事法務」各年版をもとに筆者作成）

図表5からは、3月末決算の上場企業の約半数がこの16年間に1度も役員報酬の上限改定を行っていないことが分かる。役員報酬の上限改定に関する情報開示は株主総会招集通知にしか記載されていない。しかし企業のIR情報は多くても過去10年分しか自

社IRサイトに掲載していない企業がほとんどだ。したがって株主は企業がどの程度の役員報酬の上限を設けているかを調べようとしても、十分な情報がないことが多いということがわかる。

問題① 株主は簡単に役員報酬の情報を得ることができない

日本は株主が役員報酬の上限に関する賛否を投票できる分、役員報酬への監視の役割を担っているという意見（石山・高岸〔2000〕）もあるが、果たして本当にそうなのであろうか。次節ではより詳細に記載内容を調査する。

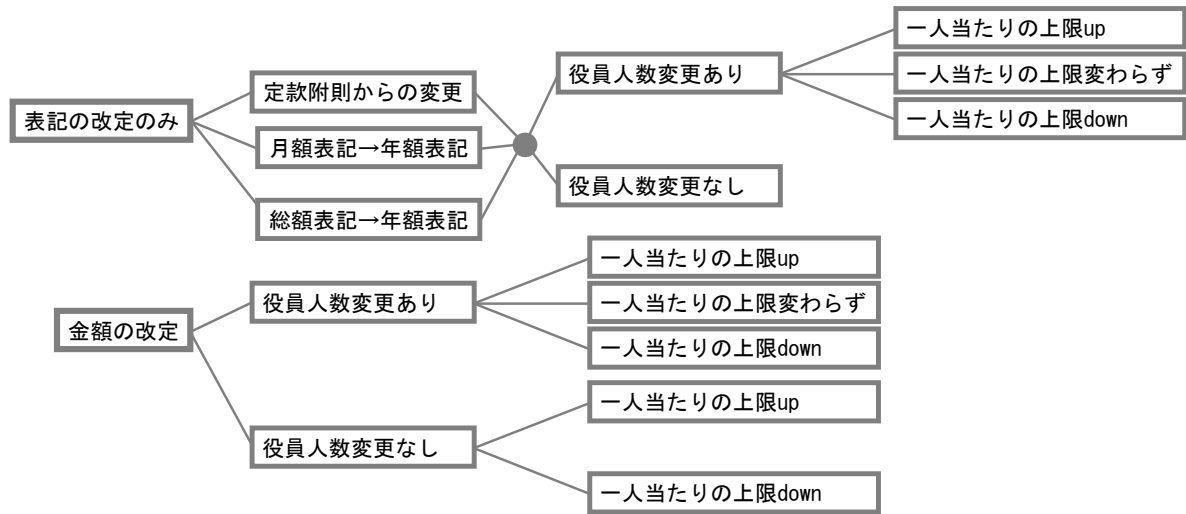
第4節 役員報酬の上限改定に関する開示の実態調査

本節では、第3節で示した上限の改定が、どのようになされているのかをより詳細に調査した。その目的は現在の上限の開示方法が株主にとって分かりやすく透明性のあるものなのかを確かめるためである。前節で抽出したサンプルをもとに行った詳細な調査について、その方法と結果について説明する。ここでは、企業の役員報酬の上限改定の際の情報開示の実態がどのようになっているのかを明らかにするため、平成26年度の1年間に行われた役員報酬上限改定の案件188件に焦点を当て、改定内容について調査を行った。調査方法は、「資料版／商事法務」No. 373（2015年4月号）を参考に、改定前報酬額、改定後報酬額、取締役の人数の増減、前回の改定時期を1件ずつ調べデータベース化した。

1年分の改定内容をデータベース化し明らかになった役員報酬の上限改定に関する開示内容の分類は図表6に示すとおりである。実際の改定はないが、開示の仕方のみを改定したものを「表記の改定のみ」とし、実際の金額の変更があったものを「金額の改定」とする。両方を同時に行う場合もある。表記の変更がある場合は、表記の改定内容は図に示す通り、3種類に分けることが出来る。一方で実際の上限の改定を行う場合には役員人数の変更の有無によって2種類に分けられる。図表6からも分かるように変更内容は企業によって多岐にわたる。

さらに図表7は、同じ内容の改定に関してある企業A、Bを取り上げて比較したものである。図表7より、改定後の報酬を企業Aは年額で表記している一方、企業Bは月額で表記している。また、企業AとBともに社外取締役を設置しているが、企業Aでは社外取締役独自の上限が設けられていない一方で企業Bには、全体の上限とは別に社外取締役の報酬額の上限も定められている。

図表6 改定内容の分類



(筆者作成)

図表 7 開示事例 企業Aと企業Bの比較

【改定前】

<企業A>	
改定前報酬額	月額2200万円
(内社外取締役報酬額 記載なし)	
改定前ストックオプション	なし
取締役人数	14人
(社外取締役人数)	1人)

<企業B>	
改定前報酬額	月額1500万円
(内社外取締役報酬額 50万円)	
改定前ストックオプション	なし
取締役人数	9人
(社外取締役人数)	2人)

【改定後】

<企業A>	
改定後報酬額	年額 4 億円
(内社外取締役報酬額 記載なし)	
改定後ストックオプション	
株式報酬型	
年額 1億円 上限57万株	
取締役人数	14人
(社外取締役人数)	1人)

<企業B>	
改定後報酬額	月額1550万円
(内社外取締役報酬額 100万円)	
改定後ストックオプション	
業績連動型報酬	
連結当期純利益の5%以内	
5年間 2億4000万円	
取締役人数	10人
(社外取締役人数)	2人)

(調査結果をもとに筆者作成)

このように単に役員報酬の上限改定と一言で言っても、企業によって表記の仕方や上限を設定する報酬を月額表記にするか、年額表記にするか、事業年度表記にするかが違うこと、企業によって社外取締役に係る取り決めの有無が異なるなど統一性がないことが明らかになった。このような比較可能性が

著しく低い情報は情報利用者にとってはあまり有用であるといえない。そもそも上限額を知ることができないという点を問題①としてあげたが、ここでは改定時の開示情報の比較可能性が低いという問題が浮き彫りになった。

問題② 上限改定の情報開示方法に統一性がない

第3節、第4節を通じて報酬上限に関する情報が入手困難であることと、その情報に記載の統一性がなく分かりにくいということが明らかになった。開示の実態がどのように変遷していったのかを次の第5節で日経225銘柄に絞って時系列で調査した。

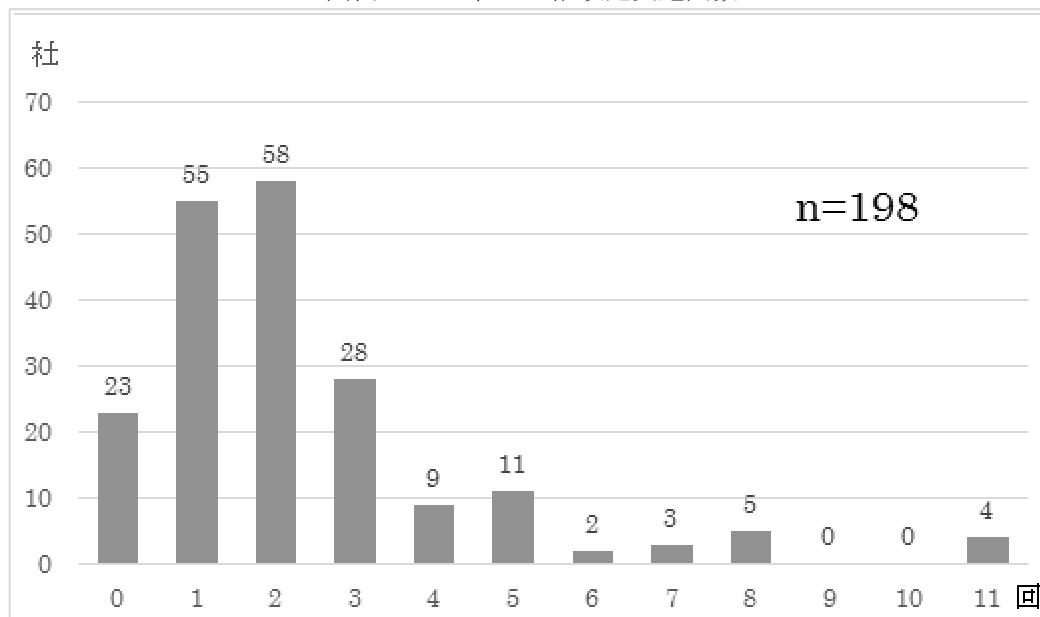
第5節 上限改定の実態

これまでの調査では改定の頻度と内訳に焦点を当てた。その結果、開示面での不備があることが明らかになった。第3節で表記の改定のみ行い、実際の金額の上限改定をしていないものも上限改定に含まれることが分かったため、実際に上限を変えている上限改定件数がどれだけあるのか実態を明らかにする。比較可能性が低いことによりサンプルを集計することが困難であるため本節では対象を2016年9月

時点の日経225銘柄のうち3月末決算である198社²に絞った。

調査方法は、第3節での調査と同様、「資料版／商事法務」を参考に、改定前報酬額、改定後報酬額、取締役の人数の増減、前回の改定時期を調べ、2000年から2015年までの16年間の改定内容に関してデータベースを作成した。

図表8 198社の上限改定実施回数



(調査結果をもとに筆者作成)

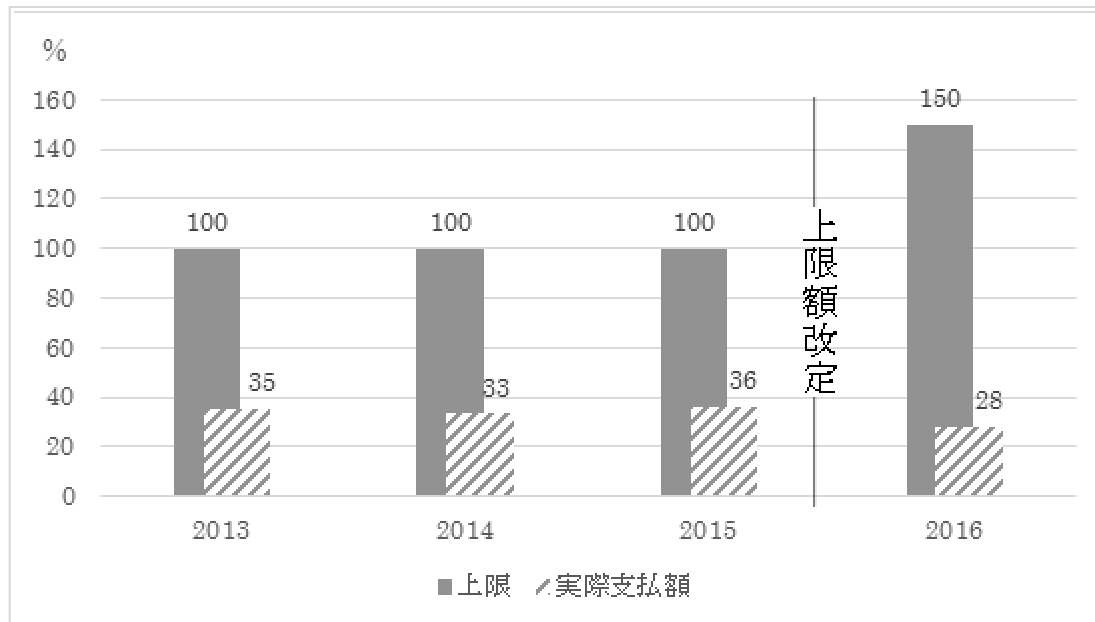
図表8は、この198社が2000年から2015年の16年間に何回役員報酬の上限を改定したかを示したグラフである。このグラフから、日経225の企業では16年間の間に役員報酬の改定をまったく行っていない企業もあれば、一方で最多で11回改定を行っている企業もあることが分かる。しかし11回と改定回数が多い企業に関しては、その内容を見てみるとストックオプションの内容変更がほとんどであるため、基本報酬の上限の改定頻度に絞ってしてみると頻度はさらに少なくなる。基本報酬のみの改定の頻度は198社の平均で16年間に0.9回と少ない回数で収まっていた。16年間に改定が1回程度しか行われていな

いということは、そもそも上限自体が報酬を決める際のお手盛り防止として機能しているのか疑問である。なぜなら、16年間のうち改定が1回で済むということは上限値が実際支払う金額よりも高く設定されている可能性があり、高い上限の中で任意に報酬を決めている可能性があると考えられるからだ。

図9は、2015年の株主総会で役員報酬の上限の改定を行ったある企業Cについて、改定前の上限額を100としたときの社内取締役への報酬支払額割合の推移を表したものである。

² 16年間の間に決算時期を変更している6社については今回のサンプルから除外した。

図表9 企業Cの報酬支払額割合の変遷



(調査結果をもとに筆者作成)

C社は2015年の株主総会での報酬改定で、社内役員報酬の上限を改定前に比べ1.5倍にした。しかし改定前年までも実際支払額の割合は上限の35%前後しかない。つまり、上限に届くどころか上限額の35%しか払っていないのだから、まだ65%分は実績報酬額を増額しても問題はないはずであるが、改定理由も「その後の経済情勢および経営環境の変化その他の諸般の事情を勘案し、業績等に基づく賞与の支給を可能とするため」(C社の株主総会招集通知より抜粋)と、あいまいなものとなっており、なぜ2015年に上限を改定する必要があったのかその詳しい理由は開示されてない。実際2016年の実際支払額は、改定前の上限に収まっており、なぜ改定する必要があったのかますます不明である。この事例により上限は機能していないと言える。C社は例外であろうか。もし例外ならば大きな問題はない。そこで全社で同様の調査を行った。その結果を次の第6節で示す。

第6節 上限と実際支払額の関係の推移

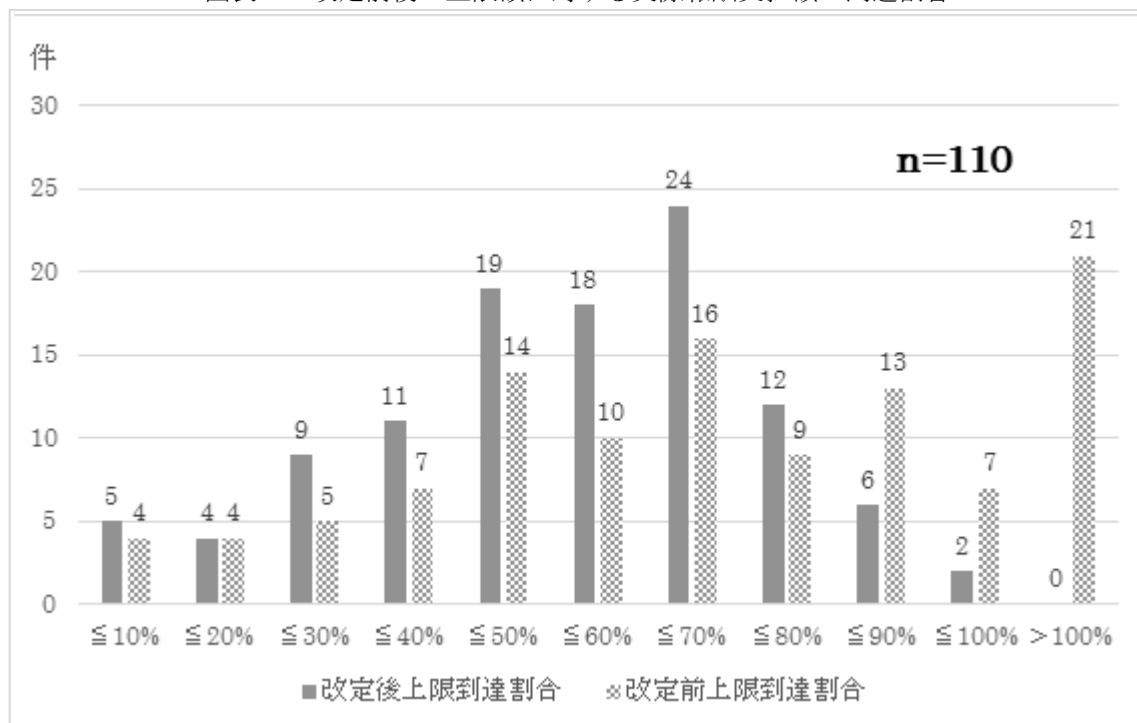
この節では第5節で立てた仮説を検証するために、役員報酬の上限改定は、実際の報酬支払額が上限に迫ったために行われているのか否かを検証した。

ここからは、ストックオプションの内容だけの改定企業など、支払上限額に変化のない企業を取り除くために、第5節でのサンプル198社のうち、社内取締役の基本報酬の上限改定を行った企業に絞り、

計110社をサンプルとした。

調査は、110社の現在の社内取締役への基本報酬額の上限を過去の招集通知を確かめることで調べ³、それを2016年3月期の有価証券報告書より抽出した社内取締役の基本報酬の実際報酬支払額と比較する方法で行った。

図表10 改定前後の上限額に対する実際報酬支払額の到達割合



(調査結果をもとに筆者作成)

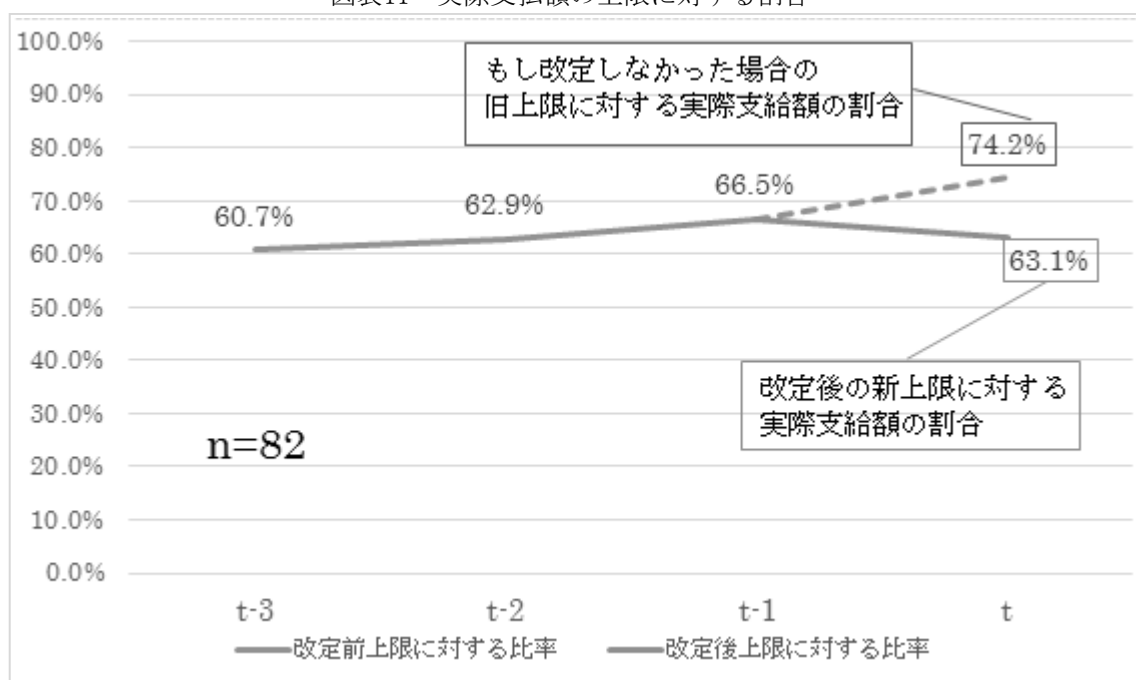
³ 社内取締役の基本報酬の上限を改定した110社の年の分布は以下に示すとおりである。

2000年1社、2001年1社、2002年1社、2003年0社、2004年1社、2005年6社、2006年15社、2007年27社、2008年6社、2009年8社、2010年6社、2011年9社、2012年9社、2013年4社、2014年5社、2015年11社。

図表10は、直近の2016年3月期の有価証券報告書に記載された社内取締役への実際報酬支払額が、現在の社内取締役の基本報酬の上限に対してどのくらいの割合になるかのグラフと、仮に現行の上限に改定される前の上限だった場合、どのくらいの割合になるかを比較して示したグラフである。上限の改定率⁴は、平均で30.8%、全体の改定率を取締役の人数で割って求めた一人当たりの人数の改定率は平均で43.8%だった。図表10を見ると、実際支給額が上限に達していない（つまり、改定割合が100%未満の）企業が多く、現行の上限に対する割合を見てみると、多くの企業が上限に大きく余裕を持たせて報

酬を支払っていることが分かる。110社の平均で見ても52.1%と上限から大きくかい離していることが分かった。これは、上限額の約半額しか実際には支払われておらず、現在の約2倍まで支払う余裕があることを意味する。さらに改定前の上限に対する割合を見てみると、21社は現在の報酬支払額が改定前の上限を超えている一方で、全体の81%にあたる89社が現在の報酬支払額が改定前の上限に収まっていることが分かる。つまり、ほとんどの企業が上限を改定しなくとも、旧上限であっても報酬の支払いに支障はなかったわけである。

図表11 実際支払額の上限に対する割合⁵

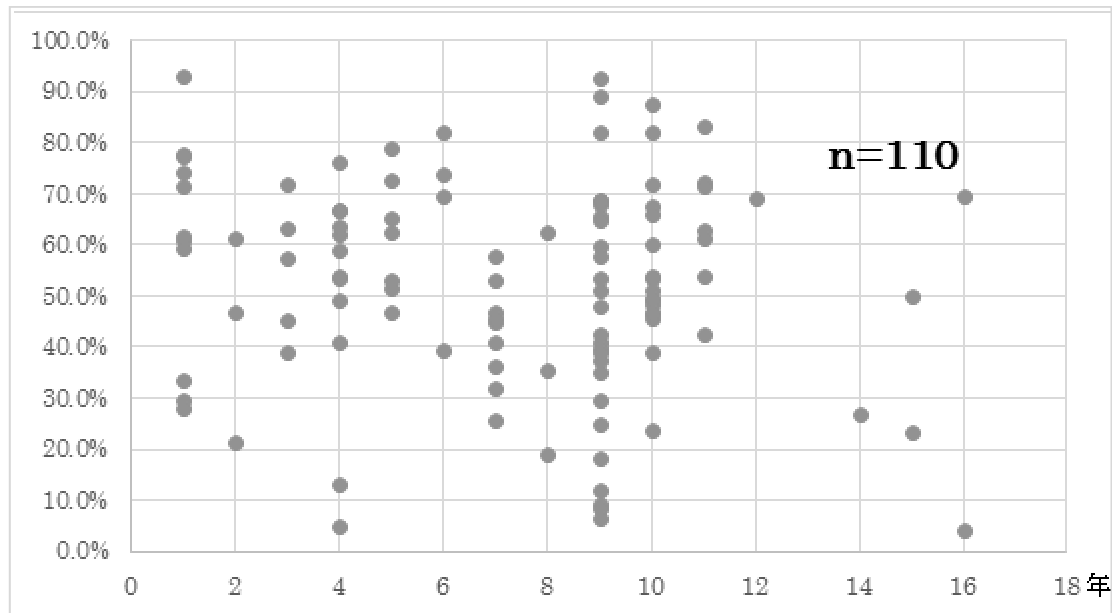


(調査結果をもとに筆者作成)

⁴ (改定後の上限額 ÷ 改定前の上限額 - 1) × 100%で算出している。

⁵ 110社のうち、社内取締役の基本報酬の実際支払額のデータが4年間分揃わなかった28社はこの調査のサンプルからは取り除いた。

図表12 上限額と報酬支払額の相関関係（縦軸：到達割合 横軸：改定からの年数）



（調査結果をもとに筆者作成）

図表11は、実際支払っている報酬額と上限額、改定前の上限額の間を平均値で示したものである。役員報酬の上限改定があった年をt年とし、それ以前の3年間の社内取締役への基本報酬支払額の上限に対する到達率を、110社のデータの平均をとることで実際の報酬支払額の到達率が改定前の過去3年間でどのように推移したかを示したグラフである。このグラフをみると、年を経るにつれ少しずつ上限に対する到達率は上がっていることが分かるが、上限が改定されたt年の実際支払額を改定前の上限と比べてもまだ到達率が74.2%と余裕があることが分かる。このことから上限が差し迫ったために上限改定を行ったとは言い難い。

一方で図表12は、直近の改定からの年数が経てば経つほど上限に対する実際支払額の到達率が高まるかどうかの相関関係を示したものである。グラフを見れば分かる通り、直近の改定からの年数が経つにつれて実際報酬支払額の上限に対する到達率に強い相関関係があるとは言い難い。

これらの調査結果から、実際報酬支払額と上限には大きな乖離があるということを実証することができたと言える。そしてその結果役員報酬の上限改定は、実際報酬支払額が上限に近づいたために改定を迫られたというよりは、お手盛りで上限が改定されているのではないかという問題が提起される。

問題③ 上限改定はお手盛りでないとは言い切れない

第7節 役員報酬上限の設定の意味

ここまでの調査から分かった問題点は3つある。

- ① 株主は簡単に役員報酬の情報を得ることができない
- ② 上限改定の情報開示方法に統一性がない、すなわち比較可能性が低い
- ③ 上限改定はお手盛りでないとは言い切れない

この結果より、現状の制度においては株主が役員報酬の実態を把握しにくいのではという仮説を実証できたと考える。なぜなら、まず株主は役員報酬の情報を十分にアクセスできる環境にないうえ、仮にアクセスできたとしてもその開示内容は各社違うため、分かりにくくかつお手盛りの役員報酬である可能性があるからだ。そう考えると日本は株主が役員報酬の上限に関する賛否を投票できる分、役員報酬への監視の役割を担っているという意見（高山・高岸〔2000〕）に賛成できない。現状において役員報酬の上限を設定することがコーポレートガバナンスの健全性を確保することについて十分機能していないと筆者は推察する。

また、上限を設定する理由を調査すると、「同条⁶の立法趣旨に関しては従来、政策規定説と非政策規定説に分かれていた。前者は取締役の報酬決定は業務執行行為として本来は代表取締役や取締役会の権限に属する事項であるものの、「お手盛り」防止のために政策的に株主総会の権限事項になっていると解する立場である。一方、後者は取締役の選任権者

たる株主総会があわせてその報酬額を決定することは当然のことと解する立場であるが、通説、判例は前説に立っている」とある（高山・高岸〔2000〕）。しかし現状上限を設定してもお手盛りでないとはいえないのであるから、上限を設定する意味はないのではないだろうか。

さらに近年、報酬諮問委員会の設置が増えてきている。日経225のコーポレート・ガバナンス報告書から報酬諮問委員会の設置の有無を筆者が独自に調べたところ、現状日経225銘柄の中で60%の企業がこれを設置していることが分かった。報酬諮問委員会は、取締役・執行役員の報酬等の内容に係る決定に関する方針及び個人別の報酬等の内容について諮問を受け、意見を述べることで、各取締役の報酬に係る機能の客観性を確保するものだ。また、客観性の確保のため社外の調査データ等を積極的に活用しながら報酬等の決定プロセスの妥当性についても審議する。この委員会が設置されるのであれば株主総会で上限を決定する意味はまた薄れるのではないだろうか。なぜなら、一般の株主が上限額の客観性を検証することは難しいからだ。2015年6月からコーポレートガバナンス・コードが公表されコーポレートガバナンスが注目を集めている現状においては、設置企業は今後一層増えると予測される。この現状の中で、上限を株主総会で決める今のやり方について、その意味とともに開示方法などをもう一度考える必要があると筆者は考える。

⁶ 会社法361条のこと。

第8節 改善案の提示と課題

本節ではこれまでに提起した問題点を再掲し、その改善案を提言する。

問題点① 株主が簡単に役員報酬の情報を得られない

問題①は役員報酬について株主に知らせるのは上限の改定に関する招集通知のみであるため、株主が現時点の上限を知りたい場合には、過去の招集通知を遡ることしか方法がないということである。実際に、調査で16年間一度も上限を改定していなかった日経225のうちの23社について上限を調べようとしたが、定款（各社の定款はプロネクス社e o lの書類検索により入手した）に載っていた1社を除き22社は有価証券報告書にも記載がない上、招集通知も16年前のものが見つからなかったため上限を把握することはできなかった。この問題が起きる原因は、上限を何らかの法定開示資料に掲載する規定がないことにある。したがって規定を策定することが望ましい対策だと考えられる。

問題点② 上限改定の情報開示方法に統一性がない

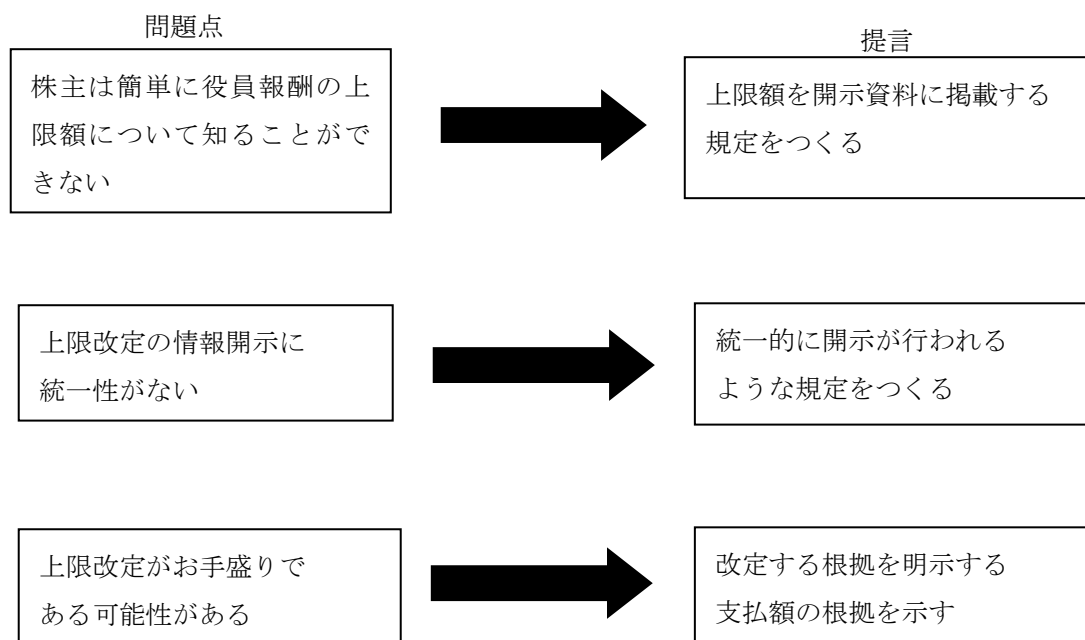
調査に当たり最も苦勞した点が問題②であった。表記方法が異なるため上限改定内容は非常に分かりにくかった。具体的に苦勞した点は、

1. 上限額を月額で表記する企業と年額で表記する企業と事業年度で記載する企業があるため比較しにくい
2. 改定後報酬額、改定前報酬額について社外取締役の分を含めて記載する企業と別で記載する企業があるため比較しにくい
3. ストックオプションについて上限金額、株数ともに記載する企業と片方のみ記載する企業があるため比較しにくい

これらの問題については統一するための規定をつくることで解決され则认为。

問題点③ 上限改定がお手盛りである可能性がある

この問題については、改定時に根拠となる数値を出してなぜ改定する必要があるのか理由を述べる必要があると考える。また、役員報酬は年ごとに大きく差がでることも今回の調査で分かったため、なぜその差が出たのかについても有価証券報告書の役員報酬に関する項目に記載するべきだと考える。



(筆者作成)

今回の研究においての成果は、これまで研究対象であることが少なかった役員報酬の上限値について、16年分の膨大な調査によりその実態を明らかにすることができたことだ。今回の研究によって役員報酬の開示内容には多くの改善すべき点が見つかった。さらに通説であった「日本は株主が役員報酬の上限に関する賛否を投票できる分、役員報酬への監視の役割を担っているという意見」（高山・高岸〔2000〕）に疑問を投げかけることができた。この2点において大きな成果をあげることができたといえる。

一方で今回の研究においては課題も残る。第1に、役員報酬の上限と実際の報酬支払額との比較調査が、社内取締役の基本報酬に限られている点である。近年では、役員報酬にストックオプションのような業績連動型報酬を取り入れる企業が増えてきており、報酬の上限に関する規定はますます複雑になってきている。こうした全体の役員報酬の実態について本稿で触れられなかった点は課題が残る。そして第2に、本稿では実際の報酬支払いについて、その額についてのみ触れたが、報酬の支払元がどうなっているのかという実態については触れることができなかった。最近では、ソフトバンクのニケシュ・アローラ元代表取締役副社長が2016年3月期の役員報

酬額が64億7800万円で、歴代の最高役員報酬額を更新したことに記憶が新しいが、実際にソフトバンクの役員報酬の上限は8億円であり、アローラ氏が受け取った報酬額は上限を大きく上回る。これは、親会社であるソフトバンクに加え、子会社からも報酬が支払われていることから起こる現象である。このように子会社が報酬を支払うケースについては、親会社の株主が親会社の株主総会を通じて直接的に意思決定に関わる権限はない。このような親会社と子会社のガバナンスに関する問題について深く言及することができなかった点は課題である。

今回の調査では、企業の役員報酬の上限に関する情報は、株主にとって情報を得ることが難しいものであり、その内容についても分かりづらいということが明らかになった。高崎・野中〔2015〕が明らかにしたように、実際支給額の決定プロセスの開示においても日本企業にはまだ改善の余地が大きい。役員報酬の決定については株主の利益と相反関係にあるために株主にとっては非常に重要な情報である。それにもかかわらず上記に述べたような不備があることは株主と企業の関係において好ましくない。コーポレートガバナンスに対する社会的な注目度がますます高まる中で、今後改善されることを望む。

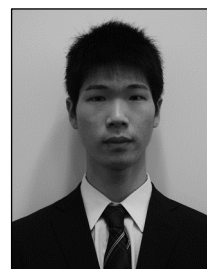
【参考文献】

- 商事法務（2000-2016）「資料版／商事法務」
平山昇(1994)「役員の報酬・賞与・退職金」中央経済社
味村治・品川芳宣(1982)「役員報酬の法律と実務」商事法務
神田秀樹(2005)「コーポレートガバナンスにおける商法の役割」中央経済社
石山卓磨・高岸直樹(2015)「役員報酬の法務・税務」中央経済社
高崎祥徳・野中菜央(2015)「研究所レポート」プロネクサス総合研究所

「政策保有株式に関する情報開示制度の 改善案の提言」

花塚 勇矢（一橋大学 商学部3年）

柳下 嶺（一橋大学 商学部3年）



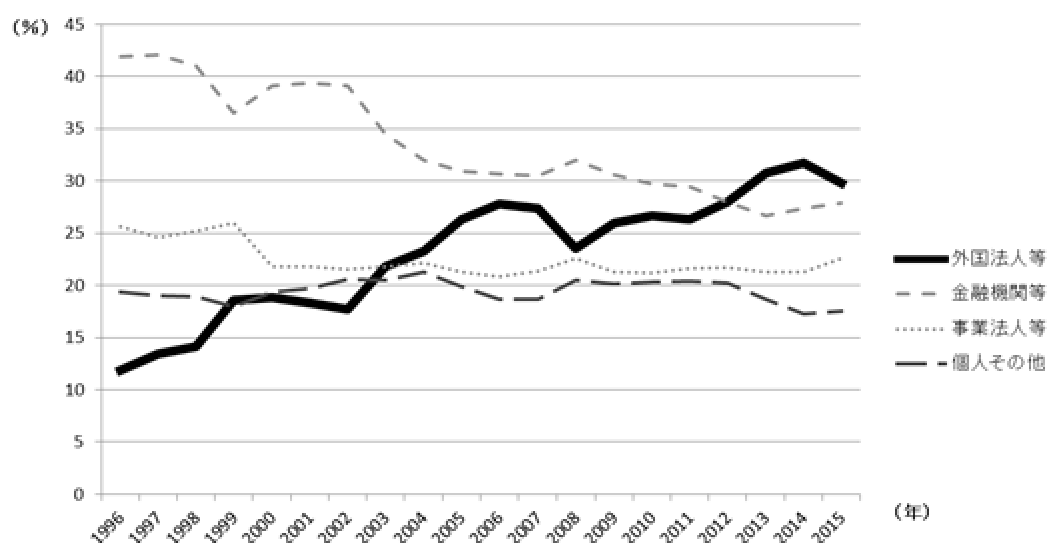
第1節 はじめに

本稿の目的は、日本企業の政策保有株式に関する情報開示について、その収益性に焦点を当てながら実態を明らかにするとともに、本業によるリターンとの比較を行うことで問題点を深掘りし、それに際する改善案を提言することにある。

近年、政府はアベノミクス第三の矢として「日本再興戦略」を策定し、日本企業の「稼ぐ力」の強化

という観点からも改革を行うべきであると主張している。稼ぐ力、すなわち収益力を強化するためには、現在よりも資本効率の高い経営が必要となってくる。このような戦略が打ち出された背景の一つに、日本企業の株主構成が変化してきたことが挙げられる（図表1）。

図表1 部門別持ち株比率の推移



（日本取引所グループ「株式分布状況調査」（2016年6月）より筆者作成）

企業相互間の政策保有株式の保有（いわゆる株式の持ち合い）が徐々に解消されていき、その結果、海外投資家や機関投資家の株主構成比率が上がってきた。そうした「モノ言わぬ株主」から「モノ言う株主」への変化を受け、より収益性を重視した国際的に通用するコーポレートガバナンス体制を整える必要性が高まったのである。

このような現状があり、コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議は「コーポレートガバナンス・コード原案」を取りまとめ、2015年3月5日に公表した。それを受け、東京証券

取引所は同年6月に「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」¹を策定した。そのコードの【原則1－4. いわゆる政策保有株式】（図表2）においては、上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合に、保有方針の開示や「リターンやリスクを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明」を求めている。

図表2 コーポレートガバナンス・コード原則1－4

【原則1－4. いわゆる政策保有株式】

上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである。

（東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」より引用）

東京証券取引所が2016年1月20日に公表した「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2015年12月末時点）」によると、原則1－4に関して、実施している企業は1708社、実施していない企業は150社であり、91.9%もの企業はこの原則を実施しているという状況となっている。しかしながら、ほとんどの企業がこの原則1－4の実施を表明しているのにも関わらず、企業からは政策保有株式のリターンについての情報開示が一切行われていない。そのため投資家は政策保有の経済合理性を判断することが困難であり、そもそもこの原則に則った企業行動が行われているのかということも知ることができない。このような現状を受け、筆者らは政策保有リターンが未知であるという問題点に着目し、政策保有株式に関する情報開示の改善を目的として、今回の研究を行うに至った。

本稿では、企業の政策保有株式によるリターンの実態を明らかにするとともに分析を加えた後、現行の情報開示制度の問題点と、その改善案を提言する。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では政策保有株式の問題点と情報開示の実態を明らかにする。第3節では政策保有によるリターンを推計するにあたって、個別銘柄ごとのリターンを調査する。第4節では政策保有によるリターンの実態を明らかにし、分析を行う。第5節では、政策保有によるリターンを本業によるリターンと比較し、政策保有の効率性を検証する。第6節では、収益性が低い政策保有株式の保有数の変化を調べる。第7節では分析結果を踏まえ、政策保有に関する情報開示の問題点と改善案を提言する。最後に第8節で、本稿のまとめを行うとともに残った課題を提示する。

¹ 本コードに法的拘束力はなく、コードの原則を実施することは強制されないが、実施しない場合にはその説明が求められる。

第2節 政策保有株式の問題点と開示情報の実態

そもそも政策保有株式とは、投資リターン獲得以外の保有目的があり、事業提携や敵対的買収のリスク削減を意図して拡大していったものである。1980年代のいわゆるバブル期においては、欧米企業による強圧的な敵対的買収に際する取引制度も整備されておらず、企業間で株式を保有し合うことでそうした危機を回避していた。しかしながら金融商品取引法や取引所のルール改正等により、そのような強圧的な敵対的買収が横行する危険性はかなり低くなった。

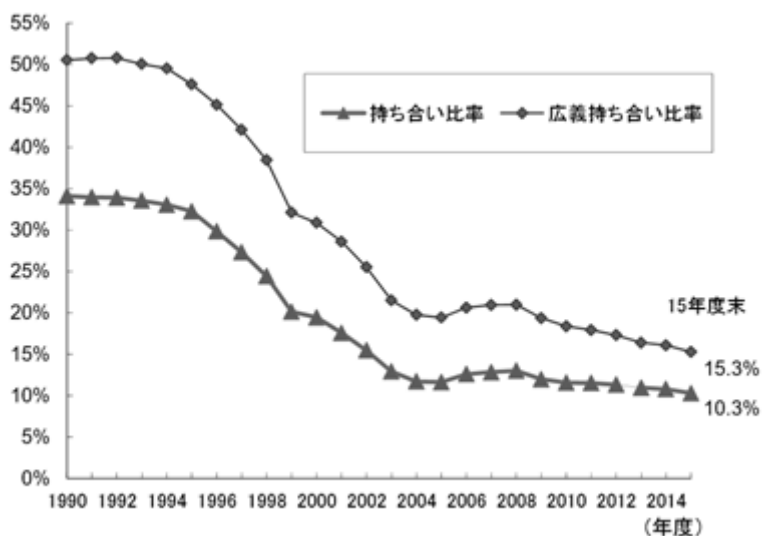
そのため、敵対的買収に対する不安が小さくなった今、政策保有株式を保有し続けることは、投資家の立場からすれば、自らの不利益に成り替わる危険性が考えられる。例えば、経営者が事業提携先のメリットのために、より高コストの取引を行ったり、よりよい取引先を探すインセンティブを弱めてしまったりすることで、本業の収益性を低下させ、投資家の利益が損なわれる可能性がある。また、企業

の資本が他の企業への投資に充てられることで、詳細な説明がない以上、それが事業上どのような意味合いを持つのか、経営の不透明さが増すこととなる。そういった資本効率の低下につながる可能性をはらんでいる政策保有株式は、今一度大幅な見直しを図る必要があった。

コーポレートガバナンス・コードはこのような政策保有株式の保有に起因する日本型経営における収益力の低下、財務の不安定化といった懸念に対処するために提示されたという面もある。まずはそれらの情報、将来の展望を企業側が開示、あるいは説明することで、市場との対話を進め、より効率的な経営を目指そうというものである。

そのような背景もあり、最近では政策保有株式の保有のあり方について見直しがなされている。政策保有株式の保有は、1990年代以降減少傾向にあるが、ここ10年ほどに関してはほぼ横ばいとなっている（図表3）。

図表3 株式持ち合い比率の推移



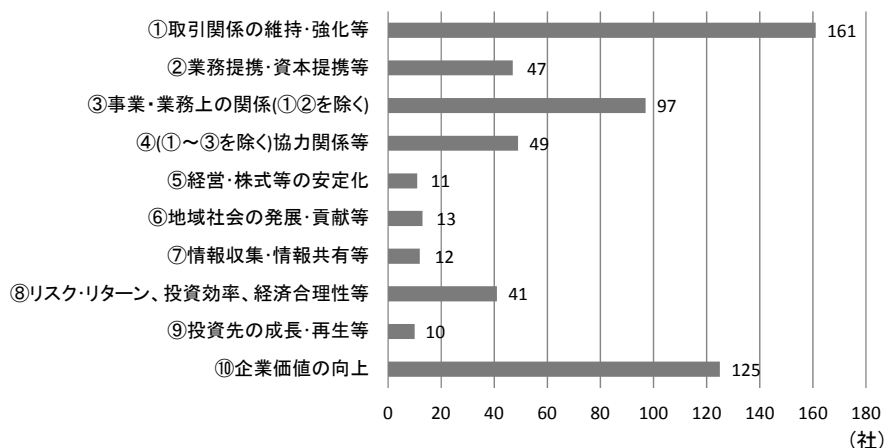
注：持ち合い比率は、上場会社（ただし、上場保険会社を除く）が保有する他の上場会社株（時価ベース）の、市場全体の時価総額に対する比率（ただし、子会社、関連会社株式を除く）

出所：大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査（全国4証券取引所）より野村作成

（野村證券「日本の『株式持ち合い比率（15年度確定値）』」（2016年9月）より引用）

このように政策保有株式の縮減が進むなか、その保有を続ける目的とは何なのだろうか。
流れに逆らうかのように未だなお一部の企業が政策

図表 4 政策保有に関する方針



(大和総研「政策保有株式に関する方針等の現況」(2016年3月)より引用)

図表4を見ると、政策保有株式を企業が持ち続けるインセンティブとして「取引関係の維持・強化等」「企業価値の向上」というのが大きな保有目的であるといえる。しかしながら、そのような目的のもとで政策保有を続けることによって、事業活動の

収益性の向上を図れているのか否かということは、現行の情報開示では定量的に把握することはできない。図表5は、実際に有価証券報告書に記載されている保有株式情報の一例である。

図表 5 保有株式情報の記載例

(当事業年度)
特定投資株式

銘柄	株式数 (株)	貸借対照表計上額 (百万円)	保有目的
株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ	466,630.00	347	円滑な取引を維持するため。
イオンモール株式会社	62,874.67	149	円滑な取引を維持するため。
株式会社みずほフィナンシャルグループ	408,700.00	86	円滑な取引を維持するため。

(注) 貸借対照表計上額が資本金額の100分の1を超えるものが30銘柄に満たないため、保有しているすべての銘柄を記載しております。

(カプコン「有価証券報告書」(2015年3月期)より引用)

有価証券報告書において開示されている情報は、保有銘柄、株式数、貸借対照表計上額（以下、BS計上額）、保有目的のみであり、投資家にとって重要な情報である、保有銘柄の年間配当やキャピタル・ゲインなどの基本的な情報ですら開示されていないことがわかる。このような開示情報からは、企業が政策保有によってリターンを得ているのか、投資家が判断するには不十分である。そこで本稿では、まず上場企業の2015年3月期の政策保有株式によるリターンを独自に推計する。その後、本業によるリターンと比較することで、政策保有株式が非効率な投資であるか否かを明らかにする。

第3節 政策保有株式の個別銘柄ごとのリターン調査

本節では上場企業の政策保有株式のリターンを推計するにあたって、まず上場企業が保有している個別銘柄ごとのリターンを推計する。具体的な分析サンプルの収集方法は以下の通りである。

□国内の全上場会社のうち、2015年3月末決算の企業を抽出する（全業種）。

□抽出した企業の2015年3月期の有価証券報告書に記載されている政策保有株式情報を、プロネクス社のe o lを用いて一社ずつ手作業で取得し、政策保有株式を保有している企業すべての政策保有株式情報を一覧化する。

上記(1)によって2015年3月末に決算を行っている2,429社を抽出した。そのうち419社は政策保有株式に関する記載がなかった。これらは政策保有株式を1株も保有していないと判断し、サンプルから除外する。残りの2,010社が本稿の分析サンプルとなる。2,010社が保有する政策保有株式の銘柄数はのべ3万8,271銘柄である。これらすべてのリターンを推計するために、まずは上記3万8,271銘柄に証券コードを手入力した。株式会社カプコン（以下、カプコン）の事例で証券コード貼り付けの作業手順を示したのが図表6である。カプコンが保有している政策保有株式3銘柄の「銘柄名」「株式数」「BS計上額」は同社の有価証券報告書に記載されている。記載されていない情報（図表6の太枠で囲った部分）を手作業で追加した。

図表6 作業1：証券コードの貼り付け

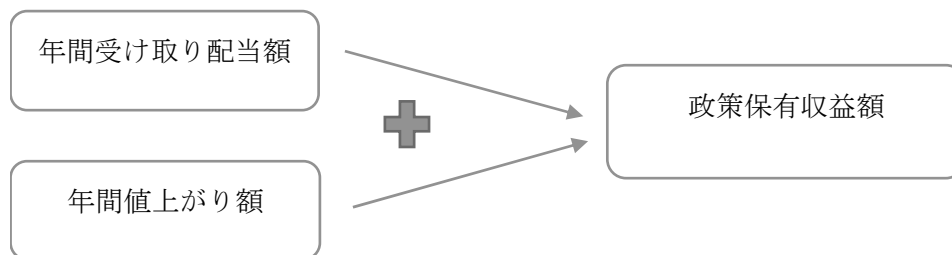
①	②	③	④	⑤	⑥
コード	社名	銘柄	銘柄コード	株式数 (株)	BS計上額 (百万円)
9697	カプコン	三菱UFJフィナンシャル・グループ	8306	466,630	347
9697	カプコン	イオンモール	8905	62,875	149
9697	カプコン	みずほフィナンシャルグループ	8411	408,700	86

追加入力
追加入力

続いて、政策保有銘柄のリターンを推計する。本節では、2015年3月期の1年間の政策保有による収益額（以下、政策保有収益額）を推計する。政策保有収益額は図表7に示すように2015年3月期での年

間受取配当額と年間値上がり額²によって構成されると考えた（ただし、税金等は一切考慮しない）。

図表7 個別株式の政策保有収益額の考え方



以降では、のべ3万8,271銘柄の政策保有収益額を個別に推計する。政策保有収益額は年間受取配当額と年間値上がり額の和であるので、まずは各銘柄の年間受取配当額を計算する。

各銘柄の年間受取配当額の計算

まず、全上場株式の2015年3月期の一株当たり年間配当額を入手する。ただし、決算期が3月期でない株式については、もっとも近い年度の一株当たり年間配当額を用いる。年間配当額を図表6の右列に加え、カプコンが保有している株式数と掛け算することで、カプコンが受け取った各政策保有株式の配当金を計算することができる（図表8）。

図表8 作業2：銘柄ごとの受取配当額の計算

①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧(=⑦×⑤)
コード	社名	銘柄	銘柄コード	株式数 (株)	BS計上額 (百万円)	一株当たり 配当額(円)	総配当額 (百万円)
9697	カプコン	三菱UFJフィナンシャル・グループ	8306	466,630	347	18	8.4
9697	カプコン	イオンモール	8905	62,875	149	22	1.4
9697	カプコン	みずほフィナンシャルグループ	8411	408,700	86	7.5	3.1

1株当たり配当額 配当合計

² キャピタルゲインを意味する。もちろん、値下がりしていることも考えられるが、本稿では便宜上、以降は「値上がり額」と統一して表記する。値上がり額がマイナスの場合は値下がりしたことを意味する。

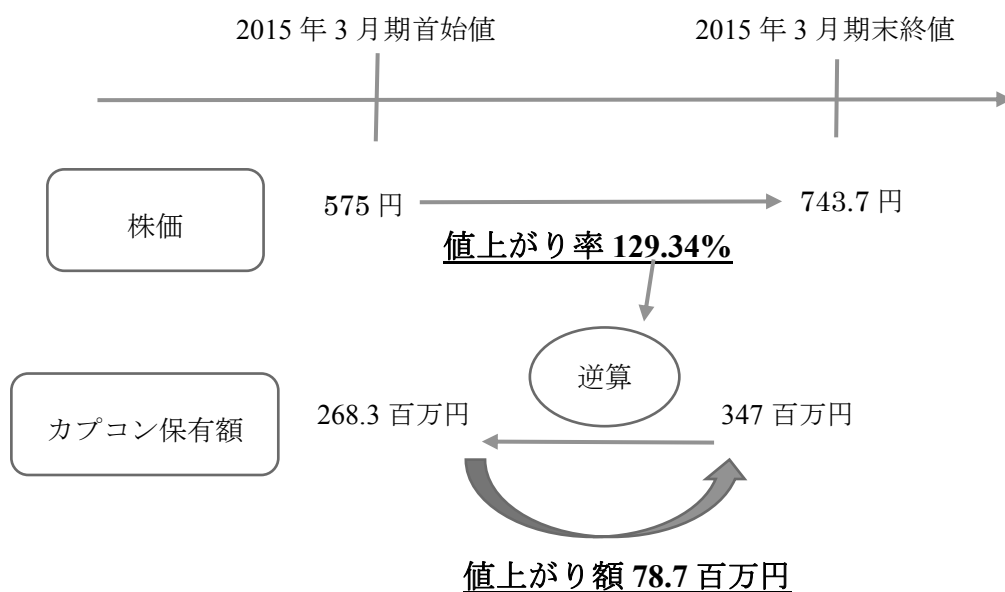
たとえば、カプコンが政策保有する三菱UFJフィナンシャル・グループは2014年度に年間18円の配当を実施している。カプコンは同銘柄を46万6,630株保有しているので、年間の受取配当額は839万9,340円（＝@18円×46万6,630万株）となる。同様に他の銘柄も計算することで年間受取配当額を計算する。その結果、三菱UFJフィナンシャル・グループから8.4百万円、イオンモールから1.4百万円、みずほフィナンシャルグループから3.1百万円の計12.9百万円を受け取ったことがわかる。

各銘柄の年間値上がり額の計算

続いて年間値上がり額を計算する。まず、各銘柄の2015年3月期の期首株価始値と期末株価終値を入手する。たとえば、三菱UFJフィナンシャル・グループの2015年3月期における期首株価始値は575円で、期末株価終値は743.7円であった。年間値上がり率は、743.7円÷575円によって求められるので、三菱UFJフィナンシャル・グループの年間値上がり率は129.3%と計算される。

ここからはややテクニカルな計算となる。カプコンが保有する三菱UFJフィナンシャル・グループの2015年3月期末のBS計上額は347百万円であるので、2015年3月期首のBS計上額は、347百万円を値上がり率129.34%で割れば推計できる。これを計算すると、2015年3月期首のBS計上額は268.3百万円と推計される。差額の78.7百万円が三菱UFJフィナンシャル・グループ株からカプコンが得たキャピタル・ゲインと考える。

図表9 作業3：値上がり額の計算方法（三菱UFJフィナンシャル・グループの例）



他の政策保有銘柄についても同様にそれぞれ値上がり額を推計する。その結果を示したのが図表10で

図表10 作業4：銘柄ごとの値上がり額の推計

③ 銘柄	④ 銘柄コード	⑤ 株式数 (株)	⑥ BS計上額 (百万円)	⑨ 値上がり率	⑩(=⑥÷⑨) 1年前のBS計 上額(百万円)	⑪(=⑥－⑩) 値上がり額 (百万円)
三菱UFJフィナンシャル・グループ	8306	466,630	347	129.3%	268.3	78.7
イオンモール	8905	62,875	149	83.4%	178.8	-29.8
みずほフィナンシャルグループ	8411	408,700	86	102.5%	83.9	2.1

各銘柄の政策保有収益額の推計

上記の一連の推計から、カプコンが保有する三菱UFJフィナンシャル・グループ株の2015年3月期の年間受取配当額は8.4百万円、年間値上がり額は78.7百万円と推計される。したがって、年間の政策保有収益額は8.4百万円＋78.7百万円＝87.1百万円と計算できる。こうした作業をカプコンが保有する他の2銘柄についても行う。

ここではカプコンの事例で説明したが、こうした作業を分析サンプル2,010社が保有するのべ3万8,271銘柄すべてについて行った³。

第4節 政策保有によるリターンの実態調査と分析

前節では、企業が保有する個別銘柄ごとのリターンを推計した。本節では、それぞれの企業において保有する銘柄すべてによるリターンを算出することで、企業ごとの政策保有によるリターンの実態を明らかにし、分析する。

すでに述べているように、カプコンは政策保有株式を3銘柄保有している。それぞれの2015年3月期のBS計上額、年間受取配当額、年間値上がり額、政策保有収益額は図表11のようになる。3銘柄の政策保有収益額を合計すると、カプコンが政策保有株式全体から得た収益額の合計が計算される。この合計した政策保有収益額を、3銘柄の2015年3月期のBS計上額合計で割れば、カプコンの政策保有株式のリターンが計算される。

図表11 作業5：政策保有収益額の合計と政策保有リターンの計算（百万円）

	2015年3月期 BS計上額	年間受取 配当額	年間値上がり 額	政策保有収益額
三菱UFJフィナンシャル・グループ	347	8.4	78.7	87.1
イオンモール	149	1.4	-29.8	-28.4
みずほフィナンシャルグループ	86	3.1	2.1	5.2
合計	582			63.9

政策保有リターン 11.0%

³ 非上場株式や外国株式など株価が入手できない銘柄や、配当などの必要データが欠損している銘柄は分析サンプルから削除した（全体の約3%）。ただし、削除した銘柄数は全体から見れば少ないため、分析結果に大きな影響は与えないと考えられる。

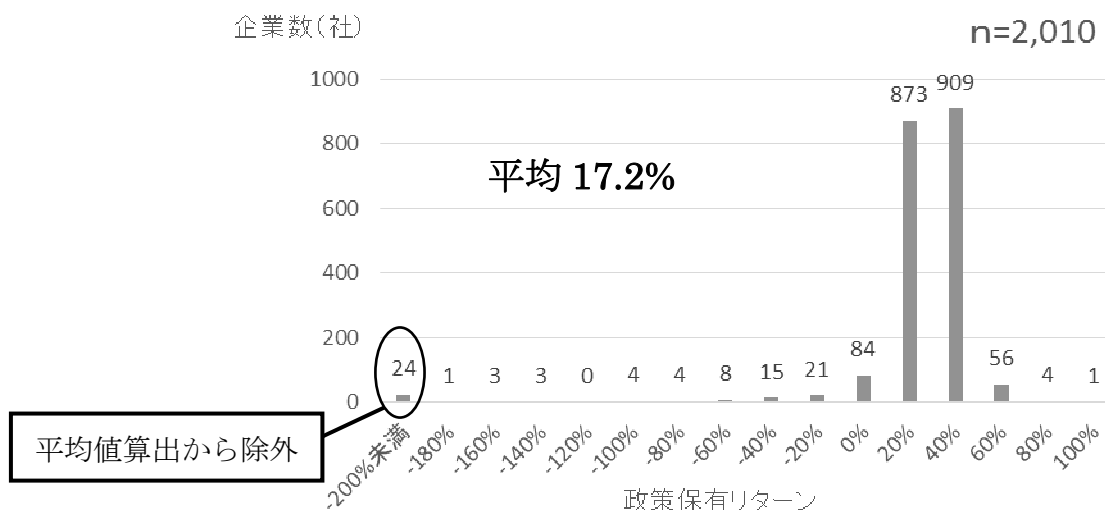
カプコンの政策保有株式3銘柄の2015年3月期末のBS計上額は582百万円であり、当該年度における合計の政策保有収益額は63.9百万円であった。したがって、カプコンの政策保有株式の保有によるリターンは11.0%と計算される。

こうした作業を、本稿でサンプルとした2,010社すべてで行った。その結果2,010社のうち、政策保有リターンがプラスとなった企業は1,843社（91.7%）、マイナスとなった企業は167社

（8.3%）であった。また、平均政策保有リターンは17.2%という数値となった。この際、政策保有リターンがマイナス200%未満の企業24社は外れ値として除外した。この結果から、多くの企業においては政策保有株式を保有することでプラスのリターンが生じているということが判明した。

図表12は政策保有株式の保有によるリターンの分布を示したものである。

図表12 政策保有リターンの分布



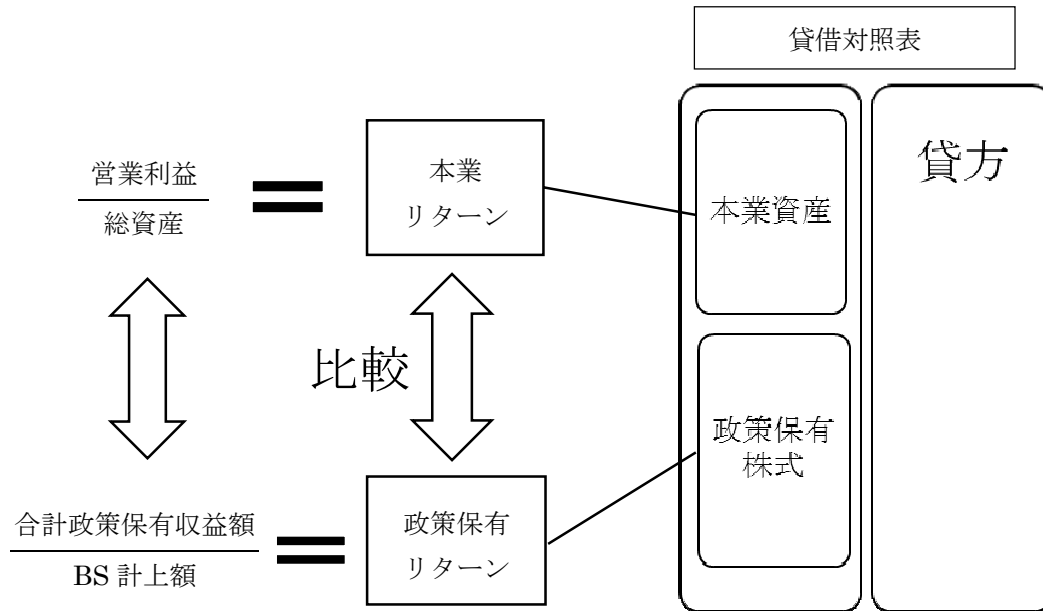
(筆者作成)

本節では、それぞれの企業において保有銘柄ごとのリターンを平均することで、上場企業2,010社すべてについて、政策保有株式の保有によるリターンを算出した。本節の調査によって、企業から情報が開示されておらず、不透明であった政策保有によるリターンの実態を明らかにすることができた。また、こうした作業を行っている研究は筆者らがサーベイした限りでは国内では行われておらず、膨大なデータを用いて前例のない作業を独自に行ったことは本研究の貢献であると考えられる。

第5節 政策保有によるリターンと本業によるリターンの比較

次に、政策保有によるリターンと、本業によって得られるリターンを比較する。政策保有リターンが本業リターンを上回る場合、本業が相対的に不振であるということを示し、逆に政策保有リターンが本業リターンを下回る場合、政策保有は非効率的な投資であるということを示す。図表13はその計算概念を表したものである。

図表13 政策保有リターンと本業リターンの計算概念



本業リターン<政策保有リターン ⇒ 本業が相対的に不振

本業リターン>政策保有リターン ⇒ 政策保有は相対的に非効率

手順は以下の通りである。

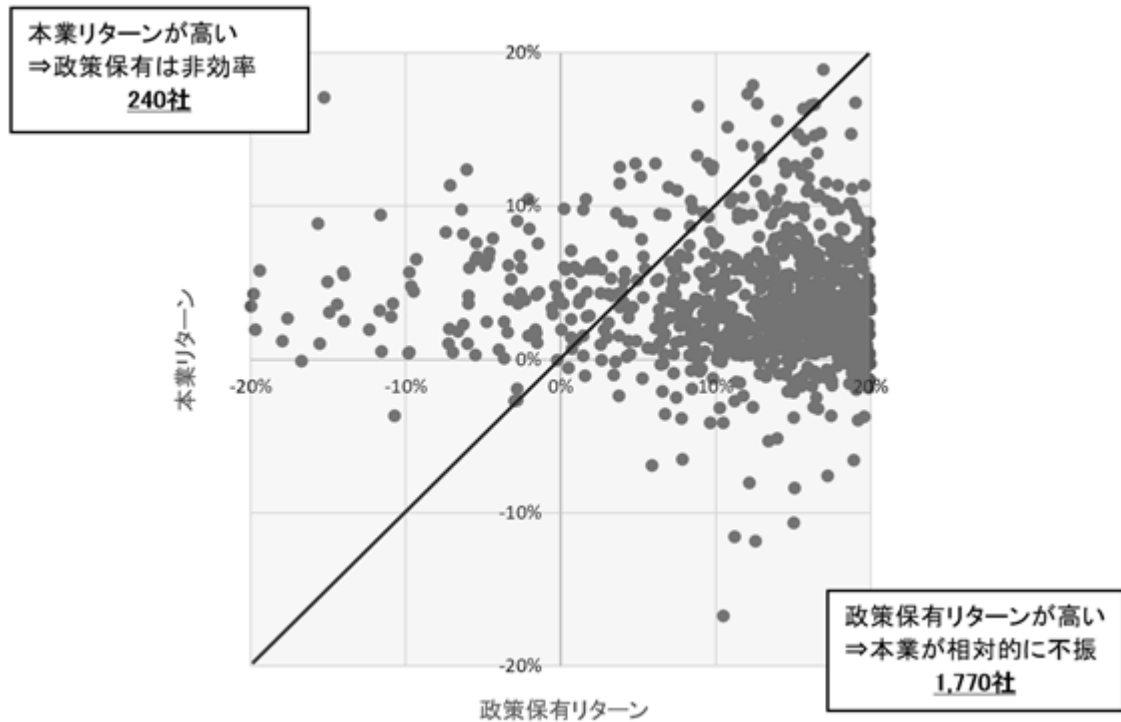
まず、政策保有リターンとの比較を行うために、本業リターンを推計する。本稿では、本業リターンを総資産に対する営業利益の比率と考えた。

たとえば、カプコンの事例では、同社は2015年3月期の総資産は79,072百万円、営業利益は8,070百万円であるため、本業リターンは10.2% (=8,070百万円÷79,072百万円)と推計される。したがって、カプコンの政策保有リターンは11.0%であるので、本業リターンよりも0.8%上回っているということがわかった。こうした作業を分析サンプル2,010社すべてについて行った⁴。

その結果、本業リターンがプラスとなった企業は1,820社(90.5%)、マイナスとなった企業は190社(9.5%)となった。そして政策保有リターンが本業リターンを上回った(政策保有リターン-本業リターン>0)企業は1,770社(88.1%)となり、下回った企業は240社(11.9%)という結果になった(図表14)。このことから、ほとんどの企業においては本業が相対的に不振であり、政策保有株式の保有によって、本業よりも多くのリターンを見越しているということがわかる。

⁴ 営業利益のデータがない一部金融企業は経常利益で代用した

図表14 政策保有リターンと本業リターンの比較



(筆者作成)

本節では、政策保有株式の保有によるリターンを、本業によるリターンと比較することで、政策保有株式の保有が収益性という面で非効率であるのか否かということを検証した。その結果、ほとんどの企業において政策保有リターンは、本業リターンを上回っているということが判明した。現状では、企業が政策保有によるリターンの情報を開示しておらず、政策保有株式の収益性を定量的に把握することが困難であるという問題点があった。しかし、本節においては、政策保有によるリターンを算出した上で本業によるリターンと比較し、実際にその差を数値で表すことによって、多くの企業で政策保有株式の保有は企業の収益性を高めているという実態を解明し、可視化することができた。その点で、ひとつの成果を本節で上げることができた。

本節の調査によって、多くの企業において政策保有によるリターンが本業によるリターンよりも高い収益性があることがわかったが、その一方で本業に比べて収益性の低い政策保有を続けている企業があることも明らかとなった。そうした企業は、資本効率改善のために、それらの株式を手放しているのだろうか。次節では、そのような政策保有による採算が取れていない、つまり本業のリターンよりも政策保有によるリターンが低かった企業について保有株式数の変化を調査し、その実態を解明する。

第6節 収益性の低い政策保有株式を企業は売却しているのか

前節での調査によって、2015年3月期においては政策保有株式によるリターンが本業によるリターンを下回っている企業も少なからず存在することが判明した。その結果を受け、本節ではそのような企業は、政策保有による収益性は低いと判断し、2016年3月期にかけて保有株式数を減らしているのかどうか調査する。

対象とする企業は、2015年3月期で政策保有によるリターンが本業によるリターンを下回っている企業のうち、日経225に採用されている26社とした⁵。

調査方法としては、この26社について、2016年3月期の有価証券報告書における「コーポレート・ガバナンスの状況」をもとに、一社ずつ手作業で、政策保有株式数の変化を調べた。この際、2016年3月期において、ある企業との政策保有株式を全売却、または一部売却している場合は株式数の減少とし、新しく取得している場合、既存の政策保有株式を追加取得している場合は増加とした。なお、みなし保有株式数についても政策保有株式数に含んだ。調査結果は以下の通りである（図表15）。

図表15 保有株式数の増減

増加	減少	変化なし
15社	10社	1社

2015年3月期において、政策保有株式のリターンが本業のリターンを下回っていたにも関わらず、2016年3月期では、政策保有株式数が増加している企業が26社中15社あった。これらの企業は、コーポレートガバナンス・コードの原則1－4を実施しているにも関わらず、その原則に従うどころかむしろ逆の企業行動を取ってしまっているということになる。こうした企業行動によって、日本の政策保有株式の保有は解消されず、海外投資家たちからも敬遠されるきっかけとなり、日本の株価が上昇へと転向

しない一因となってしまうと考えられる。上記の15社においては、コーポレートガバナンス・コードの原則1－4に基づいて、政策保有株式によるリターンを検証し、政策保有のねらいや合理性について説明するとともに、政策保有によるリターンなどの情報を開示することで、より収益性の高まる企業行動について投資家とも対話をする必要があると考える。

⁵ クレディセゾン、ディー・エヌ・エー、KDDI、京セラ、日本電信電話、NTTドコモ、大和ハウス工業、エーザイ、中部電力、三井不動産、マルハニチロ、第一三共、アステラス製薬、丸井グループ、トヨタ自動車、沖電気工業、大和証券グループ本社、塩野義製薬、大日本住友製薬、伊藤忠商事、リコー、長谷コーポレーション、ヤフー、武田薬品工業、日本碍子、パイオニア

第7節 政策保有株式における情報開示制度の問題点とその改善案の提言

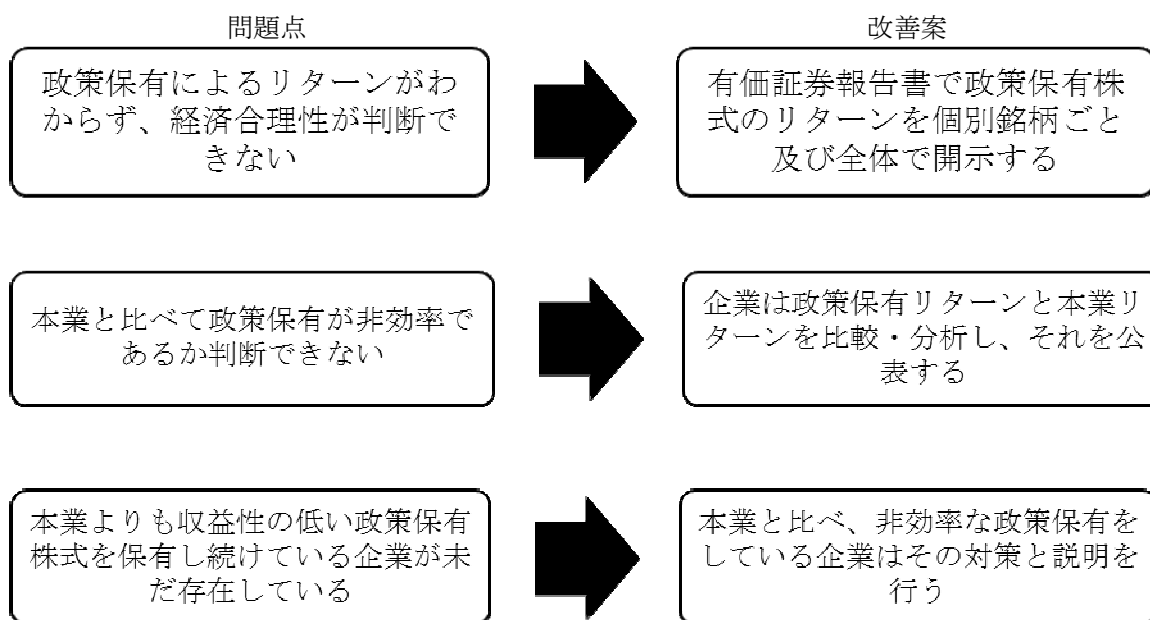
本稿における研究を踏まえると、政策保有株式における現状の問題点として、以下の3つが挙げられる。1つ目は、政策保有による収益性についての情報が開示されていないため、投資家は、企業が政策保有によってどれほどのリターンを得ているのか、あるいは損失を出しているのかを把握することができず、政策保有株式を保有し続けることの経済合理性を判断することが難しいという点。2つ目は、政策保有によるリターンを、本業によるリターンと比較することもできないため、政策保有が本業と比べ、非効率な投資であるか否かを判断することが困難だという点。3つ目は、政策保有株式の収益性が本業に比べて低く、非効率であるにも関わらず、保有を続ける企業が少なからず存在している点である。

こうした現状の問題点を受け、企業の政策保有株式についての情報開示が不十分であるという問題を再認識し、本稿では政策保有株式を保有する企業に対して、3つの改善案を提言する。

- I 有価証券報告書において、政策保有株式の個別銘柄ごとのリターンと、政策保有株式全体によるリターンを開示する。

- II 政策保有によるリターンと本業によるリターンを比較・分析し、それを公表する。
III 本業に比べて収益性が低く、非効率な政策保有株式を保有している場合、その対策と説明を行う。

改善案Iを実施することで、投資家は、企業が政策保有によってどのくらい利益や損失を出しているのかという実態を数値によって知ることができ、経済合理性を判断するにあたっての重要な材料とすることができる。改善案IIでは、政策保有が本業と比べて非効率であるかどうかを一目で判断することができるようになり、さらにそれに対する企業自身による分析を公表することで、政策保有の合理性や将来の見通しについて知ることができる。最後に、改善案IIIによって、企業が非効率な政策保有株式を保有し続ける理由や今後の対応策を聞くことで、投資家はそうした政策保有株式を本当に保有する必要があるのか、あるいは自らが不利益を被る可能性がないか、ということ判断することができる。以上のような対策を講じることで、企業と投資家の対話が促進され、企業も自らの経営を見直すきっかけとなり、収益力を強化することにつながると考える。



第8節 おわりに

本稿では、企業の政策保有株式によるリターンの実態を明らかにするとともに、政策保有における現行の情報開示制度について問題点を指摘し、改善案を提言することに焦点を当て、調査、分析を行った。

最後に本稿の成果と課題について言及する。1つ目の成果は、手作業で膨大なデータを取得・分析することで、2015年3月期における、のべ3万8,271銘柄のリターンと、上場企業2,010社の政策保有株式によるリターンを推計し、実態を明らかにしたことである。2つ目の成果は、政策保有によるリターンを本業によるリターンと比較することで、政策保有株式の効率性について検証したことである。その結果、2,010社中1,770社と、ほとんどの企業においては政策保有によるリターンが本業によるリターンを上回っており、必ずしも非効率な投資ではないということを確認することができた。しかしながら、同時に政策保有によるリターンが本業によるリターンを下回っている企業も一定数存在しているということも判明した。3つ目の成果は、そのような政策保有株式の収益性が本業よりも低かった企業に関して保有株式数の変化を調査し、一年後に保有株式数を増やしている企業が少なからず存在しているという現状を明らかにしたことである。コーポレートガバナンス・コードの原則1－4に基づいて、政策保有株式によるリターンを検証し、政策保有のねらいや合理性についての説明が求められる。

しかし本稿において課題が3つ残った。1つ目は、政策保有株式の実態調査が2014年度に限定されている点である。2つ目は、政策保有株式によるリターンを本業によるリターンと比べる際、政策保有のリターンが本業のリターンよりも低い場合でも、政策保有によって直接的に金銭には換算できない事業上の価値が生まれている可能性を排除できていないという点である。3つ目は、政策保有によるリターンが本業によるリターンよりも低い企業の保有株式数の変化を調査した際、保有株式数を増加させた企業は、収益性の高い銘柄の株式を取得し、結果的に収益力を高めたという可能性を否定できないという点である。

今回の調査によって、企業の政策保有株式に関する情報開示は十分に行われておらず、改善の余地はまだあるということがわかった。しかしながら政府主導の政策保有解消に向けた動きは徐々に広がっていき、企業に政策保有についての合理的な説明や、情報開示を促すことによって、収益性の低い政策保有株式を中心として確実に減っていくものと考えられる。まだ一部の企業のみであるが、実際に、政策保有の解消を打ち出したり、政策保有株式を保有する際の基準を明示したりと、政策保有株式に起因する日本型経営にとらわれず、積極的に収益力の強化を図ろうとする例も現れ始めている。本稿で提案したような政策保有株式の情報開示への取り組みは、投資家だけに恩恵を与えるわけではなく、結果的に企業自身の収益性を高め、成長させることにもつながるものである。つまり、積極的に企業の情報開示制度を整えることは、投資家との対話の機会を増やし、日本企業が収益力を高め、発展していくための重要な施策なのだと考える。

「個人株主向け I R活動と株式長期保有促進効果」

青 柚希（法政大学 経済学部 3年）



第1節 はじめに

近年 I R活動は企業に浸透し、I R活動を行うのが企業の当たり前になってきている。2016年の「I R活動の実態調査」（日本 I R協議会）では、2016年時点で I R活動を実施している企業は全体の97.7%にまでのぼり、過去10年間すべての年で90%以上の実施率を記録している。中でも企業は個人株主向け I R活動を積極的に行っており、その実施率は例年80%以上である。

しかし、I R活動の効果について検証されているのだろうか。2010年の個人投資家向けアンケート¹によると、株式投資の際、どの情報源やイベントをどの程度活用するかという問いに対し、新聞の経済面などの記事が60%、新聞の株式・マネー面などの記事が58%と続く中、企業の I Rサイトを活用していると回答した割合は36.9%であった。企業の個人株主向け I R活動が個人投資家にどの程度に浸透しているのか、表立った効果検証が見受けられない今判断することが困難である。したがって I R活動の成果を測定することは、I R活動を今後より発展させていくために必要だと考える。

そこで本論文では、詳細は後述するが個人向け I R活動と長期保有株主の形成に注目した。なぜなら、株式の長期保有が個人株主向け I R活動の主な目的であるだけでなく、現在投資家や企業のショートターミズムが大きな問題となっているからだ。投資家たちの短期主義的な行動が指摘されている。また、企業も長期的な目線から投資活動を行うべきと言われている。このような事実は通称「伊藤レポート」

（2014）等でも主張されている。だが、現在株式の長期保有に係る検証は非常に少ない。I R活動の目的に沿っているというだけでなく、現在の日本の投資に関する問題の側面から考えても株式の長期保有について研究が進められるべきだと考える。

本論文の構成は以下の通りである。第2節では、

アンケートや統計的調査の情報を用いて I R活動について見解を深める。第3節で I R活動の効果測定についての先行研究に触れ、それを踏まえて第4節で2つの仮説を設定する。第5節でリサーチ・デザインを示したのち、第6節で I R活動の効果を株式の長期保有という観点から検証する。第7節で I R活動と個人株主向け施策を比較し、それぞれの施策の効果の程度を探る。第8節で株式の長期保有と個人株主の増減との間に規則性がないかを確認したのち、第9節では検証結果から本論文の結論を述べる。本検証を通じて企業の I R活動戦略や I R活動の方針の策定に示唆を与えたい。

第2節 I R活動の現状

I R活動の定義

I R活動の現状について話を進める前に、I R活動とはどのようなものを指すかを改めて確認する必要がある。日本 I R協議会の定義では、I R活動とは「企業が株主や投資家に対し、投資判断に必要な企業情報を、適時、公平、継続して提供する活動のこと」であり、「投資判断に必要な情報といえ、開示が義務づけられている有価証券報告書など、制度的開示（ディスクロージャー）があげられますが、I Rは制度的開示にとどまらず、企業が自主的に行なう情報提供活動を指します。」²としている。

つまり I R活動は情報提供を行うことである。ここで情報提供という言葉が包括する範囲がどこまでか、について疑問が生じるが、複数の資料を見たとこ I R活動に情報提供以外のものも含めるか否か明確に定められていない。本論文で検討する個人株主向け I R活動は、後述する柏田・井上 [2012] に倣い、あくまで個人投資家向けに情報を提供することのみにとどめ、配当や株主優待、株主分割などは I R活動とは独立した活動と考える。

¹ 「個人投資家の投資意識と I Rニーズに関するアンケート」（日本 I R協議会）

² 日本 I R協議会ウェブサイト（<https://www.jira.or.jp/>）より引用。

I R活動の現状・展望

「I R活動の実態調査」によると、I R活動を実施していると回答した企業の割合は、直近10年間（2007年から2016年まで）の平均値で96.5%であり、企業全体にI R活動は浸透しているといえる。

「I R活動の実態調査」の調査結果のうち、図1はI R活動の課題、図2は特に力を入れていきたい活動の回答結果で、挙げられた回答を、選択された割合の高い順に左から並べた。2010年以降、I R活動の課題、力を入れたい活動どちらにおいても「非財務的な企業価値の説明」「個人投資家向けI R活動」が1位2位を独占している。

さらに、I R活動を実施していると回答した企業に占める、個人投資家向けI Rの実施率は、2007年から2016年までの平均で84.4%である。このことから、I R活動の中でも企業価値を説明するI R、個人投資家向けI Rに対する注目が集まっていると想定される。

I R活動の実施目的

次に、I R活動の実施目的を見てみると、「I R活動の実態調査」において、個人株主向けI R活動の目的の上位になる項目はほとんど同じであった。例年首位を独占していたのは長期保有である。また、久多里〔2016 a〕でも、「個人株主の獲得に積極的な企業の主な狙いは、長期的に株式を保有してくれる安定株主の獲得であると言われている。」と述べられていることから個人株主向けI R活動は個人株主を獲得したいだけでなく、長期保有してくれる株主を確保したいのだと推測できる。

I R活動の成果

では、個人株主向けI R活動は目的にかなった効果測定が行われているのだろうか。I R活動の成果は目に見えて現れるものではない。「I R活動の実態調査」によれば、I R活動全体の効果を測定していると回答した企業は例年70%前後を推移している。

個人投資家向けI R活動の効果測定指標の上位には「個人株主数」「個人株主向けアンケート」「個人株主比率」が挙げられていた。断定はできないが、個人投資家向けI R活動の一番の目的である長期保有を測定するための指標になりうるものが、企業の回答結果には存在していないように見受けられる。

個人株主向けI R活動は積極的に行われており、その主な目的は長期保有促進であった。しかし、目的と対応する測定指標を用いて効果を測られているとは言い難い状況である。そのためI R活動の効果があるかは不明瞭である。そこで本論文では、個人

株主向けI R活動の効果を、個人株主向けI R活動の目的にあった効果測定指標を用いて測定する。具体的にはI R活動が株式の長期保有を促しているのかを検証し、他の個人株主向けI R活動と保有日数に与える効果の大きさを比較検討する。

第3節 先行研究

株式の長期保有と個人株主向けI R活動について取り上げている研究は調べた限りでは存在していない。だが、間接的に関係性があるものはいくつか存在した。

まず、個人株主向け施策の中でも、株主優待とその影響について述べた論文として、安武〔2016〕がある。安武〔2016〕は株主優待が一定の投資家の株式取引にとってグッドトピックであるという立場に立ち、株主優待が株式へ及ぼす影響を検証している。その結果、権利落ち日の株価下落や、権利落ち日前後の売買高の変化を確認し株主優待がから一定の投資家の株式取引のモチベーションになっている可能性を指摘した。

次に株式の長期保有と企業の個人株主に対する行動の関係性を述べた論文として、柏田・井上〔2012〕が挙げられる。柏田・井上〔2012〕は個人株主が株式を長期保有するという考えに懐疑的で、個人株主向け施策が株価のボラティリティを安定化させるかを、重回帰分析を用いて検証している。結果として、株価上昇時に個人株主比率が下落する傾向にあることを明らかにした。このことから個人株主はキャピタルゲインを選好し、個人株主向け施策が株価の上昇、買収防衛に寄与しないとしている。したがって個人株主は安定株主に必ずしもなりうるわけではないと現行の個人株主向け施策に警鐘を鳴らしている。

しかし、柏田・井上〔2012〕ではあくまで株主優待・株式分割が長期保有に結びつかないとしているだけで、本論文の検証対象である個人向けI R活動の効果については「個人向けI Rの質的效果を検証することは困難である」とし、研究の対象外としている。安武〔 〕も株主優待を研究対象としている。このように、個人株主向けI R活動は目に見えないものであり、研究対象になりにくいといえる。

個人株主向けI R活動がどのような効果をもたらすかについて検証した研究としては、佐藤〔2013〕が挙げられる。ここでは、個人株主向けI R活動を3年連続で行った企業19社と、3年間1度も行わなかった企業16社について、2006年から2011年間の個人株主数割合の増減を比較している。その結果、個人向けI R活動を行った企業の方が行わなかった企

業より個人株主数割合が上回っていた。このことから、佐藤〔 〕では、個人投資家向け I R の継続には一定の効果があると主張している。

最後に、久多里〔2016 a〕を取り上げる。前節で、個人株主向け I R 活動の効果として、企業側は個人株主による長期保有を想定しているらしいことを指摘したが、この想定に疑問を呈したのが久多里〔2016 a〕である。個人株主を闇雲に増加させても、個人株主が安定株主になるのかは不透明だと捉え、個人株主比率と株価リターンの関係性を検証した。結果として、個人株主比率が上昇すると株価リターンは統計的に有意に低下することを明らかにし、個人株主の増加が必ずしも企業にとってプラスに働かない可能性を示している。

佐藤〔2013〕では、I R 活動と個人株主数の関係性を考察してはいるが、I R 活動と株式の長期保有との関連性については検証していない。また、久多里〔2016 a〕も個人株主比率と株価リターンについては取り上げたが、長期保有と個人株主向け I R 活動の関連性は分からないままである。したがって個人株主向け I R 活動と株式の長期保有との関係性を検証する新規性は非常に大きく、実施する意義が大きいと考える。

第 4 節 仮説設計

第 2 節と第 3 節を踏まえて、本研究では 2 つの仮説を設定した。

第 1 の仮説は、I R 活動の効果があるのか、つまりは I R 活動が株式の長期保有を促しているのかである。長期保有の測定指標として株式回転日数を使用する。

また個人株主に対して企業が実施する、長期保有株主を増やすための施策は個人株主向け I R 活動以外にもいくつか存在する。そこで第 2 の仮説として、個人株主向け I R 活動は他の個人株主の長期保有を狙いとする活動と比較して保有日数を伸ばすかを検証する。

仮説 1：I R 優良企業賞を受賞した企業の株式保有日数は長い

仮説 2：個人株主向け I R は他の個人株主向け施策よりも株式保有日数を伸長させる

第 5 節 リサーチ・デザイン

個人向け I R 活動の質

個人向け I R 活動の質の測定指標として、I R 優良企業賞を使用する。I R 優良企業賞とは I R 協議会が毎年 11 月に優れた I R 活動を行う企業を表彰する活動であり、ここから、I R 優良企業賞は I R 活動の総合指標であるといえる。I R 優良企業賞のウェブサイト³に、「I R 優良企業」は株価や時価総額を高水準に保つ傾向が見られます。そのため「I R 優良企業賞」は、企業にとどまることなく、個人投資家など市場関係者からも注目を集めています。」³とあることから、I R 優良賞受賞は個人投資家にとっても魅力的な I R の称号と言え、非受賞企業の I R より株式の長期保有を誘引すると捉えられる。

I R 優良企業賞は厳密には個人投資家向け I R 活動を評価した賞ではないが、個人株主向け I R 活動を限定的に評価する活動は現行では存在していないため、次善の策として本論文では I R 優良企業賞を個人株主向け I R が優れていることの指標として使用する。

株式の長期保有

株式の長期保有の測定指標としては、株式保有日数を使用する。これは、2015 年 4 月 6 日の日本経済新聞の記事「個人の株保有、再び長く 14 年度 3.3 カ月伸びる」で使用されていた保有期間（本論文では株式保有日数と呼称）を参考に算出した指標である。なお、本論文で使用するすべての株式保有日数は数値を分かりやすくするために小数点第一位で四捨五入している。

株式保有日数の算出方法は次の通りである。まず、売買回転率を算出するために、各月の売買累計額と時価総額を算出する。

各月の売買累計額＝月毎の調整後終値×各月の出来高の合計
時価総額＝一時点の調整後終値×発行済み株式数

次に、各月の売買累計額を 12 ヶ月合計すると一年間の売買累計額となる。ここから売買回転率を算出する。

$$\text{売買回転率} = \frac{\text{年間}^4 \text{の売買累計額}}{\text{一時点}^5 \text{の時価総額}}$$

³ 日本 I R 協議会ウェブサイト (<https://www.jira.or.jp/activity/bluechip.html>) より引用。

最後に、売買回転率の逆数を求める。逆数を年単位から日単位にするために365をかけ、株式保有日数とした。

$$\text{株式保有日数} = \frac{1}{\text{売買回転率}} \times 365$$

なお、売買累計額と時価総額を算出する際に出来高・終値はYahoo!ファイナンス、発行済み株式数は各社決算短信のデータを使用している。

株式の保有日数は、式の構造から見て取れるように、売買累計額に左右される。機関投資家や持ち合いなど、法人系の株主は基本的に株式を保有し続ける傾向にあることが予想される。したがって売買累計額に最も大きな影響を与えるのは個人投資家たち、つまり保有日数を動かすのは実質的に個人株主であると考えられる。

しかし、本検証の対象期間中に、合併など法人による大きな株式の変動があった可能性がある。ただ、同時にすべての企業が合併買収を行っていたとも言いきれない。今回の検証では、全ての対象企業の株式変動が相殺され、結果として合併等の影響が保有日数に大きくは反映されないと考える。

個人株主数

追加検証で用いる個人株主数については、有価証券報告書の「提出会社の状況」の項目から引用している。

サンプル抽出

I R活動は長期的な視点で研究すべき課題と考える。昨年度は評価されないI R、今年度は非常に優れたI Rと劇的に変わるものではなく、徐々に変化していくものだからだ。したがって受賞年だけでなく、受賞した年とその前年・翌年の計3年間を調査対象期間とした。ただし、2年連続でI R優良賞を受賞している企業とそれに対応する企業は、受賞した2年とその前後で計4年間とした。

さらに、I R優良企業賞を受賞した企業に対して、同業であり、可能な限り総資産が近い非受賞企業を、コントロールサンプルとして抽出した。抽出されたサンプル数は以下の通りである。

2013年と2014年⁶度の日本I R優良企業賞を受賞し、かつ株式市場に上場している企業 計23社

…①

受賞各企業に対応する過去5年間⁷受賞経験のない同業他社 計23社…②

①+②計46社

第6節 仮説1検証結果

まず、仮説1：I R活動が株式の長期保有を促しているのか、を検証する。2014年度・2013年度にI R優良企業賞を受賞した企業群とそれに対応する非受賞企業で2011年度以降I R優良企業賞を受賞していない企業群とで株式保有日数の平均値を算出した。

もし優れたI R活動に効果があるなら、I R優良企業賞を受賞した企業群の株式保有日数が非受賞企業群より長くなるはずだ。結果は表の通りである。

表1 仮説1検証結果

受賞年度全平均	418日
I R優良企業賞受賞あり	458日
受賞なし	380日

⁴ 期間の設定としてI R優良企業賞を中心に考える（表彰されたI RとそうでないI Rの対比を比較するべきと判断するため）。優れたI Rとして評価されているのは受賞年度の11月以前の1年間と考える。受賞月11月から遡り、受賞1年前12月までの1年間の累計額を分母とする。前後の年に関しても同様に受賞前（後）年の11月から遡りその1年前の12月の1年間の売買累計額を用いた。

⁵ 各年度の11月末時点。

⁶ 対象期間が受賞年を中心に前後計3年間であるため、2015年度受賞企業は受賞後一年間のデータが取れないため対象外とした。2012年度受賞企業は前年の2011年度は震災の影響が大きく、経済状況に大きなバイアスがかかるため対象外とした。

⁷ 2015年度から2011年度までの過去5年間。

表1の「受賞年度全平均」は、今回検証に使用した全企業の、受賞年時点での株式保有日数の平均値を示している。次いで二列目はI R優良企業賞受賞企業のみ、三列目は受賞していない企業の平均値をそれぞれ算出した。受賞企業群の保有日数の平均のほうが非受賞企業群より株式保有日数が大きく、保有日数が長いといえる。したがって現時点ではI R活動には株式の長期保有を促進する効果があるといえる。

結果：I R活動は株式の保有日数を伸ばす効果がある

第7節 仮説2検証結果

次に、仮説2：個人株主向けI Rは他の個人株主

向け施策よりも株式保有日数を伸長させる を検証する。

検証方法には座標平面を用いる。y軸にI R優良賞受賞の有無、x軸にはI R活動の他に株式の長期保有に結びつきそうな施策を設定する。具体的には、株主優待と配当を選定した。

y軸とx軸の2つの要素から4つの象限が形成されることになり、各象限に分類された企業群の株式保有日数を比較することで、個人投資家向け活動のうちどちらの方が保有日数を伸ばしているかを考察する。

なお、読み手側から見て右上を第一象限、左上を第二象限、左下を第三象限、右下を第四象限と本検証でも呼ぶ。

表2 仮説2検証方法

		x 軸	
		なし	あり
y 軸	I R 優良企業受賞あり	××日（第二象限）	××日（第一象限）
	I R 優良企業受賞なし	××日（第三象限）	××日（第四象限）

x軸に入れる要素1：株主優待

企業が株主に対し、株式保有を感謝する行動として代表的なものが株主優待である。株主側からすると株式を持っていることで一定の価値をもつ物品を得ることができるのは一種の企業の利益還元と捉えられる。更に、一定期間・一定量の株式を保有している株主に対しては、その他の株主より優遇した株主優待を行う企業も存在している。前田[2016]によると、株主優待の実施率は、2015年8月末時点で1,227社、実施率も33.5%と、実施企業数、実施率ともに過去最高となった。それだけではなく、株主優待の中でも長期保有者への優遇措置の増加が著しいと述べられている。

このような点から企業としては長期保有の株主を獲得する手段として株主優待を実施していると考えられ、株主優待の有無が株式の保有日数に影響を与えたと考えた。

x軸に入れる要素2：配当

配当も企業の株主に対する利益還元である。配当額が大きければそれだけ株主を重要視している企業だといえる。株主としては目先の利益を手に入れられるグッドイベントであるため、配当額の多さや配当の有無で保有日数が変化する可能性があると考え

た。

なお、y軸に用いたI R優良企業賞の審査項目において、株主優待は取り扱われていない。配当については審査項目にはなっているが、受賞決定に与える影響は軽微であることが調査により判明した。したがって本論文ではI R優良企業賞と株主優待・配当を異なる軸に置くことに重複はないと考える。

検証2-1 株主優待

検証2では株主優待とI R活動を比較する。x軸にI R優良企業賞受賞の有無、y軸に優待を置くことでI R活動と株主優待に関する、「I R優良企業賞受賞・株主優待あり」、「I R受賞・株主優待なし」、「I R非受賞・株主優待あり」、「I R非受賞・株主優待なし」、といった4つの場面わけが可能となる。もしI Rが保有日数を伸ばすのであれば、株主優待を実施していなくても日数が長くなるはずだ。

表4 仮説3 検証結果1 x軸：株主優待

	株主優待無	株主優待有
I R 有	424日	532日
I R 無	321日	401日

表3はI R活動と株主優待を比較している。象限内の日数は各象限該当企業の平均株式保有日数である。右側（第一象限・第四象限）は株主優待を、I R優良企業賞を受賞した年に実施した企業、左側（第二象限・第三象限）は株主優待を実施していない企業である。保有日数を長い順に象限を列举すると第一象限、第二象限、第四象限、第三象限である。

まず、下側（第三象限・第四象限）と上側（第一象限・第二象限）を縦に比較すると、424日と321日、532日と401日である。どちらにおいてもI R優良企業賞受賞の方が保有日数が長くなっている。続いて、右側と左側を横に比較する。ここでは、424日と532日、321日と401日と株主優待がある方が日数が長い。したがって、I R活動・株主優待どちらにも株式の保有日数を伸長させる効果がある事が分かる。また、第一象限の日数が最も大きいことから、I R活動と株主優待を同時に実施すると保有日数を伸長することがうかがえる。

注目したいのは、第二象限の424日の方が第四象限の401日より保有日数が長いことである。株主優待のみを実施した企業群よりもI R優良企業賞受賞のみの企業群のほうが日数が大きい。これは優待を実施しているよりも優良と認められたI Rの方が

株式の長期保有を促していることを意味する。つまり、株主優待に注力するよりもI R活動に力を入れた方が長期保有を促進するといえる。

検証2－1 結果 i 株主優待には株式の保有日数を伸ばす効果がある

検証2－1 結果 ii 優良なI R活動は株主優待よりも株式の保有日数を伸ばす効果がある

検証2－2 配当

検証2－2では配当とI R活動を比較する。今回の対象企業のうち、配当を実施していない企業は1社のみであった。したがって株主優待のように実施の有無で検証を実施しても偏った結果が出ることが予想されるため、x軸には配当金額の大小をおく。大小の基準は全サンプル企業の1年間の配当金額の中央値である37.5円とした⁸。また37.5円以下の企業の方がやや多いことから、基準金額を超える（第一象限・第四象限に分類される）企業に当てはまる範囲を広げるため、超・以下ではなく以上・未満という形をとった。結果は表5の通りである。

表4 仮説2 検証結果2 x軸：配当額

	配当額37.5円	
	未満	以上
I R 有	377日	508日
I R 無	330日	504日

⁸ 平均値にすると、各象限で対象となる企業数に偏りが生じるため中央値を使用した。

表4はx軸に1年間の各企業合計配当金額を置いた。第一象限・第四象限は37.5円以上、第二象限・第三象限は37.5円未満である。最も保有日数が大きいのは第一象限の、配当額37.5円以上かつI R優良企業受賞企業である。高額配当と優れたI R活動を併せて行うことにより保有日数が長くなったと考察する。

更に、配当金額の大きさが保有日数を大きく伸ばすことが分かる。日数の差に着目すると508日・504日と377日・330日の間に100日以上大きな差が生じている。前者は配当額が大きい企業群、後者は配当額が少ない企業群である。また、優れたI R活動と配当額のどちらが、より保有日数を伸ばすかを考えると、優れたI R活動のみの第二象限は377日、高額配当のみの第四象限は504日となっている。

以上のことから、I R活動よりも高額な配当の方が長期保有に対する効果が大きいと予想される。当該株式を長期保有する魅力は事業内容や企業理念といった情報開示よりも目先の利益、つまりは金銭的側面からのアプローチの方が株主に伝わりやすいのかもしれない。

- 検証2-2結果i 高額配当とI R活動を併せて行うことで株式の長期保有は促進される
- 検証2-2結果ii 配当金額が大きいと株式の保有日数を伸ばす
- 検証2-2結果iii I R活動より、配当金額に資金を注力する方が保有日数は伸びる

第8節 追加検証 株主数の変化

ここまでで、I R活動の効果を保有日数で計測し、株主優待・配当と比較することによって考察してきた。だが、他の個人株主向けの施策と比較するだけでは施策と保有日数の関係しかわからず、保有日数の伸長がどのようにして導かれたものかわからない。そこで追加検証として、個人株主の増減と保有日数の関係性を検証する。方法としては、x軸に個人株主数が1年で増加したか、減少したかで区分する座標平面を作成する。保有日数が長い企業は個人株主が増加するのか、それとも減少しているのか、日数と個人株主の動きに規則性がないかを検証する。

表5 追加検証 x軸：受賞前年→受賞年の株主数変化

	受賞前年→受賞年 個人株主数変化	
	減少	増加
I R有	421日	541日
I R無	373日	392日

表6 追加検証 x軸：受賞年→受賞翌年の株主数変化

	受賞年→受賞翌年 個人株主数変化	
	減少	増加
I R有	339日	408日
I R無	391日	319日

表5は受賞年の前年から受賞年における個人株主数の増減をx軸においた。表6は表5から時系列を一年後ろ倒しにし、受賞年からその一年後にかけての個人株主数の増減を置いている。個人株主数が増加した企業を読み手から見て右側、減少した企業を左側に表示している。各象限の保有日数平均は、表5は受賞年度、表6は受賞一年後の数値を使用して算出した。それまでの1年間の個人株主数の増減による保有日数の変化を捉え、ここから個人株主数の増減とI R活動の成果との関係性を探る。

2つの表のどちらにも共通して言えることは、第一象限が最も保有日数が長くなっているということだ。個人株主が増加した企業群でも、第四象限の数値よりも第一象限の数値のほうが大きい。また、表5・表6において、受賞企業の第二象限と第一象限の日数の差は、それぞれ表5で120日、表6では69日、第一象限の方が長い。同じように非受賞の企業群同士の第三象限から第四象限を比べると、第四象限の方が表5では19日長い、表6では72日短くなっている。

つまり、I R優良企業賞受賞企業は個人株主が増加した企業群の方が、圧倒的に保有日数が長くなるが、非受賞企業の場合、個人株主数の増減で分けても保有日数に大きな差は生じていない。個人株主をI R活動によって手に入れた場合は長期保有に繋がるが、そうでない場合は長期的に保有することには繋がらないことを示しているといえる。

株式市場には短期的な売買で利益を得ることを目的に活動する個人投資家が存在する。よいI R活動を行っていない企業の場合、個人株主数の増加は、短期的取引を重視する個人株主に強く影響を受けると推定される。だが、今回のサンプルで行った検証では佐藤〔2013〕と同じような、I R活動が個人株主の増加を導くような結果は得られなかった⁹。したがってあくまでも、個人株主がI R活動にひきつけられて当該企業の株式を購入した場合、その個人株主が長期保有を行う傾向があるにとどまる。

追加検証結果：魅力的なI R活動により株式を購入した個人株主は株式を長期保有する傾向がある

第9節 結論

本研究では、個人株主向けのI R活動に効果があるのか、その効果を株式の保有日数を用いて検証した。その結果、優れていると判断されるI R活動は、優れた評価を外部から近年受けたことのないI R活動よりも、株式の保有日数を伸長させることが明らかになった。

また、優れたI Rの長期保有促進効果は、株主優待や相対的に大きい金額の配当と同時に進むとさらに大きくなることも判明した。しかし、I R活動が

長期保有に与える増分効果は、高額配当を行っている場合の増分効果と比較すると小さいものであり、I R活動に注力するよりも高額配当を意識した方が株式の長期保有に結びつきやすいといえる。

なお、個人株主向けのI R活動は、個人株主数の増加を導くわけではないが（脚注9参照）、個人株主に対して優れたI R活動をしていくことで獲得した個人株主は、長期的に保有する個人株主であることが多い可能性をやや感じさせる結果を得た。本論文の検証結果は、個人株主は金銭的側面に強く魅力を感じることを予測させる結果をもたらし、現在の短期主義的な個人株主達の行動を裏付けているように思われる。

個人株主が長期保有を一様にするわけではないにも関わらず、なぜ企業は個人株主を増やしたいのだろうか。その一つの可能性として、久多里〔2016b〕が示した、個人株主が議決権を行使しない傾向を指摘したい¹⁰。個人株主が「モノ言わぬ株主」であるなら、企業が企業側の思うように経営を行いたいという動機から、個人株主を増やす可能性はある。

本論文の結果は、配当金額を増やすことが長期保有をする個人株主を増やす一番の近道であり、個人株主が求める企業の対応であることを示している。だが、個人株主が経営に参加する意識に薄く、企業側が目先の経営を重視する現状は、放置しがたい問題である。個人株主の求める情報に適した、金銭的利点を強調した情報を提供するだけでは、結局、経営に無関心な、企業に魅力を感じ長期保有しているわけではない個人株主を増やすだけにとどまるのではないか。

⁹ I R活動を行う企業は個人株主数が増加する傾向にあるかを、I R優良企業賞を受賞する前年から受賞年にかけての変化、受賞年から受賞1年後にかけての株主数の変化に着目して検証した。

企業区分・時系列の変化		減少	増加
I R受賞企業	受賞前年から受賞年	19社	7社
	受賞年から受賞1年後	18社	8社
I R非受賞	受賞前年から受賞年	18社	8社
	受賞年から受賞1年後	16社	10社

表を見ると、受賞前年から受賞年にかけて、受賞年から受賞1年後にかけてのどちらでも、I R優良企業賞を受賞していない企業群の方が、個人株主が増加した企業数が多いといえる。また、受賞企業・非受賞企業において増加企業数に大きな差はない。このことからI R活動による際立った個人株主の増加を本検証では見出すことができなかった。

¹⁰ 2010年から2015年の取締役選任議案における議決権不行使率の変化と、同期間における個人持株比率の関係を分析し、両者が有意に正の相関を持つことを確認している。

こうした状況を踏まえて長期保有をする個人株主を増やすためには、個人株主が欲している情報だけでなく、個人株主は気づいていないが、提供されると欲していることに気付くような情報を提供する必要があると考える。

2010年のアンケートで、80%近くの個人投資家が現在のI R活動に満足はしていなかった¹¹。しかし、今後企業に求められるI R活動は何かという設問に対し、最も票を集めた項目の選択割合は45.5%であった。80%近い投資家が現状に満足していないのであれば、本来であればもっと多くの票を集める項目があっても不自然ではないように思う。

この結果はI R情報の作成者側が個人株主のニーズを掘みきれていないだけでなく、個人投資家自身が、自分が今どのような情報が欲しいのか理解できていないことを表しているのではないだろうか。それならば、今以上に企業は金銭的利点に依存しない企業価値を示してみるのも一つの戦略であるだろう。追加検証で明らかになったように、現在の状況でも

I R活動によって株式を購入した個人株主は長期保有をする傾向があるからだ。非財務的情報の開示のアプローチが不十分であり長期保有に踏みとどまっている株主も一定数いる可能性はある。

もちろん、企業が長期保有をする個人株主を待つだけでは、本当に長期保有する個人株主が増えるか不確実である。この状況を打破するために効果測定が重要である。個人投資家が考えて投資活動を行っていても、企業が個人株主向けに積極的に情報開示を行っても、目的に沿った効果を残しているかを知らなければ適切なI R戦略を打つことは困難だ。I R活動の効果測定はI Rの実施状況と比較するとまだ発展途上である。I R活動の目的は数多くあり、期待される効果を特定するのは困難だろう。様々な指標でI R活動の効果は測定されるのが望ましい。その指標の一つに株式の保有日数も加えられるべきだと考えている。

参考文献

経済産業政策局企業会計室（2014）「「持続的成長への競争力とインセンティブー企業と投資家の望ましい関係構築一」プロジェクト最終報告書」

柏田顕吾・井上光太郎（2012）「個人株主向け施策の意義」（慶応義塾大学修士論文）

久多里桐子（2016 a）「個人株主の増加と株式リターンの関係に関する実証研究」『経営研究』第66巻第4号。

久多里桐子（2016 b）「個人株主の増加と議決権の不行使にみる規律付けの低下にの関する実証研究」『会計プロGRESS』（17）、日本会計研究学会。

佐藤淑子（2012）「株価形成と企業のI R活動ー個人投資家を視野に入れてー」『証券経済学会年報』第47号。

日本I R協議会第（2013）18回I R優良企業賞発表。

日本I R協議会第（2014）19回I R優良企業賞発表。

日本I R協議会（2005～2016）第12回～第23回「I R活動の実態調査」結果概要。

前田昌孝（2016）「個人株主を重視する時代に」『月刊資本市場』2016年4月号。

安武妙子（2016）「株主優待の価値に関する考察」『創価経済論集』第45号。

各社有価証券報告書・決算短信・株主通信。

Yahoo!ファイナンス。

¹¹ 第6回個人投資家の投資意識とI Rニーズに関するアンケート（日本I R協議会・2010）I R活動に満足していると回答した割合は21.2%。今後企業に求められるI Rで多くの票を集めたのは「企業にとってネガティブな情報の開示」で45.5%であった。

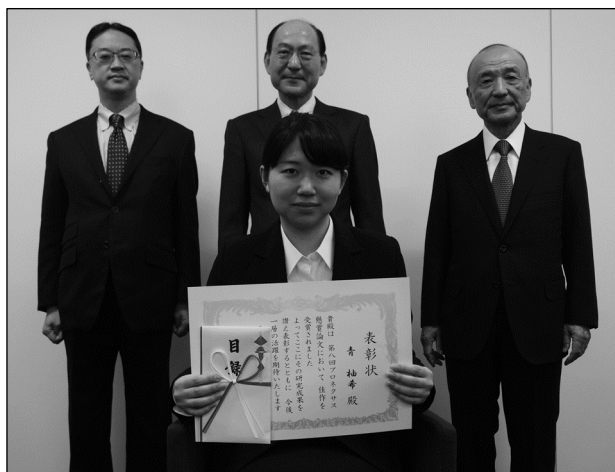
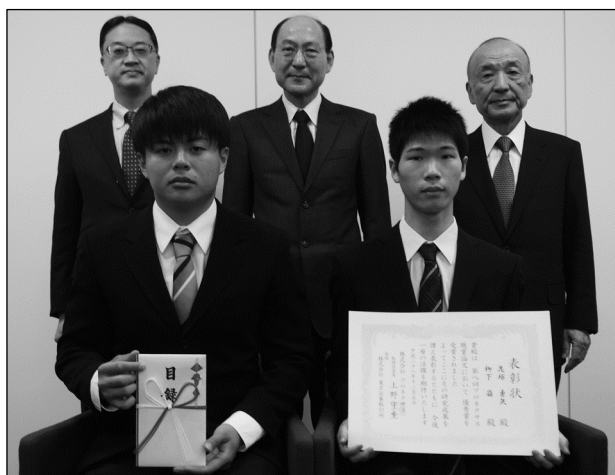
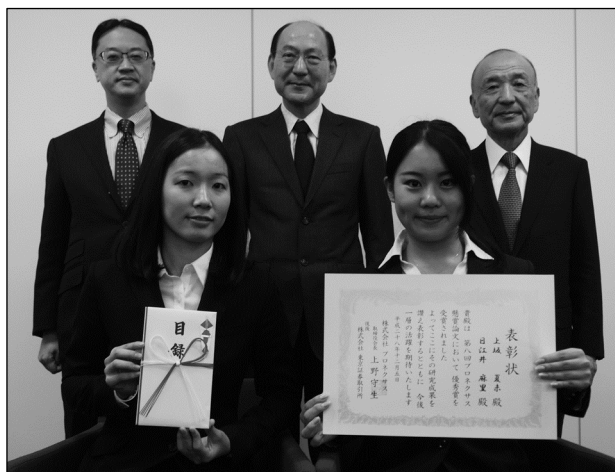
「第8回プロネクサス懸賞論文」授賞式を弊社にて開催

2016年12月5日（月）午前10時30分より、弊社において授賞式を開催し、優秀賞を受賞された上坂夏未氏および日江井麻里氏、花塚勇矢氏および柳下嶺氏、ならびに佳作を受賞された青柚希氏に、表彰状の授与などを行いました。

授賞式には、はじめに、弊社取締役会長 上野守生より挨拶、次いで、表彰状の授与へと移り、優秀賞を受賞された上坂夏未氏および日江井麻里氏、花塚勇矢氏および柳下嶺氏に表彰状と懸賞金（30万円）の目録が、また、佳作を受賞された青柚希氏に、表彰状と懸賞金（10万円）の目録が、弊社会長 上野守生よりそれぞれに対し贈呈されました。

その後、黒川行治審査委員長（慶應義塾大学商学部教授）から、受賞論文に関するご講評をいただきました。

2017年1月12日（木）第56回基本問題研究会において、優秀賞を受賞された花塚勇矢氏および柳下嶺氏に研究内容を発表していただきました。その後、懇談会において受賞された2氏からそれぞれ、受賞についての感想や論文執筆に際してご苦労されたことなどについてお話をいただきました。



第9回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ
応募締切予定 2017年10月20日（金）

弊社では、本年も引き続き「プロネクサス懸賞論文」を募集いたします。

日本の企業ディスクロージャー・IRをより効果的で効率的なものにする研究活動支援を目的に、学生、若手研究者、社会人等の方々から、研究レポートやご提案をいただき、資本市場の健全な発展に寄与し

ていきたいと考えております。

なお、株式会社東京証券取引所に当懸賞論文の趣旨にご賛同いただき2016年よりご後援をいただいております。

《募集要項（概要）》

・テーマ

上場会社のディスクロージャー・IRをより効果的、効率的なものにするための研究および提案。

（但し、実証結果を出すための実証分析は不可。
なお、提案を補強するための実証分析を論文の一部に含めることは可。また、IRの具体的な表示方法等の工夫を提案することも可とする。）

・応募資格

40歳以下（2017年10月20日現在）の日本在住の方。
大学生・大学院生・研究者・一般社会人等。
個人または共同執筆（2名まで）。

・懸賞金額

最優秀賞50万円（1本）、優秀賞30万円（1本）、佳作10万円（若干名）

・応募締切

2017年10月20日（金）当日消印有効（持参不可・応募先は下記参照）

※従来の9月20日から1ヵ月期限を延長しました。ご注意ください。

・後援

株式会社東京証券取引所

◎詳細は、弊社プロネクサス総合研究所サイトをご覧ください。

<http://www.pronexus.co.jp/home/souken/info/index.html>

お問合せ先

株式会社プロネクサス プロネクサス総合研究所
懸賞論文係 原口・小川

TEL:03-5777-3032（平日9:00～17:30）

E-mail:souken@pronexus.co.jp

★プロネクサス懸賞論文 受賞作品一覧★

開催回	受賞 内容	氏名 (敬称略)	所属	テーマ	受賞論文・ 講評掲載誌
第8回	優秀賞	上坂 夏末 日江井 麻里	一橋大学 商学部4年	役員報酬上限設定の盲点	研究所 レポート 第11号 (本号)
	優秀賞	花塚 勇矢 柳下 嶺	一橋大学 商学部3年	政策保有株式に関する情報開示制度の改善案の提 言	
	佳作	青 柚希	法政大学 経済学部3年	個人株主向けIR活動と株式長期保有促進効果	
第7回	最優秀 賞	上坂 夏末 日江井 麻里	一橋大学 商学部3年	日本における自己株式取得の実態と開示内容改善 への提言	研究所 レポート 第10号
	佳作	河野 直樹 岸本 実	一橋大学 商学部3年	日本企業は中期経営計画とどのように向き合っ ていくべきか	
	佳作	中野 智絵	東京経済大学 経営学部3年	銀行における株式保有の実態とその積極的開示に 関する提案	
		横田 眞奈弥	東京経済大学 経営学部2年		
第6回	優秀賞	高崎 祥徳 野中 菜央	一橋大学 商学部4年	役員報酬開示の実態と有用性向上への提言	研究所 レポート 第9号
	佳作	栗田 奈津希 宮内 拓郎	北九州市立大学 経済学部3年	どのようなディスクロージャー情報が株主資本コ ストを引き下げるのか ーSAAJによるディスクロージャーランキングを利用 した実証研究ー	
	佳作	松尾 剛行	桃尾・松尾・難波 法律事務所 弁護士	金融商品取引法上のディスクロージャーにおいて 虚偽記載等として禁じられる『誤解を生じさせ ないために必要な重要な事実』と『記載すべき重 要な事項』の意義	
第5回	優秀賞	円谷 昭一	一橋大学大学院 商学研究科准教授	外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR	研究所 レポート 第8号
	佳作	井上 隆文	東京大学大学院 経済学研究科修士 2年	IFRS基準に基づいて作成された有価証券報告書 を利用するにあたっての問題点	
	佳作	飯尾 英晃	京セラ株式会社 経理部	包括利益と表示通貨の選択問題の考察	
第4回	優秀賞	鈴木 智大	亜細亜大学 経営学部専任講師	業績予想の開示戦略と経済的帰結	研究所 レポート 第7号
	佳作	飯泉 潤	東京経済大学 経済学部4年	有価証券報告書における情報開示の課題と改正案 ー第2「事業の状況」の総括的な研究とさらなる 企業内容開示制度の展望ー	
		木村 大樹	東京経済大学 経営学部4年		
第3回	優秀賞	金 鉦玉	東京経済大学 経営学部専任講師	リスク情報開示とリスクマネジメント体制整備に 向けた新たな視点 ーディスクロージャー制度の次なるステップへの 展望ー	研究所 レポート 第6号
		安田 行宏	東京経済大学 経営学部准教授		
	佳作	加藤 良治	一橋大学 商学部3年	マネジメント・アプローチがセグメント情報の開 示に与えた影響	
第2回	佳作	國見 真理子	慶應義塾大学大学 院 商学研究科修士課 程	日本の資本市場における非財務情報ディスクロ ージャーに関する一考察 ー効果的なCSR情報開示に向けたルール作成の必 要性についてー	研究所 レポート 第5号
	佳作	宮川 宏	専修大学大学院 経営学研究科 博士後期課程	経済的実質セグメントを機軸とした新たなディス クロージャー	
第1回	優秀賞	円谷 昭一	埼玉大学 経済学部准教授 日本IR協議会 客員研究員	事業セグメント情報にみるディスクロージャー制 度の展望 ーIRを踏まえた基準作成の必要性ー	研究所 レポート 第4号 (優秀賞作 品のみ掲 載)
	佳作	山崎 麻美 郡司 麻未	成城大学 経済学部3年	気候変動関連情報の投資家向け開示をめぐっ てー国際的な開示フレームワークとの関連を 中心にー	

受賞論文・講評掲載誌『研究所レポート』のバックナンバーは、「プロネクサス総合研究所」ホームページのプロネクサス懸賞論文サイト<http://www.pronexus.co.jp/home/souken/info/ichiran.html>からご覧いただけます。

ディスクロージャー基本問題研究会は、ディスクロージャーを巡る諸問題・論点を調査研究するための常設の研究会として、2007年3月に当研究所内に設置された。当研究会は、その都度の先端的テーマを中心に取り上げて外部講師なども招いた研究報告会を行い、知識の蓄積を図るとともに、その成果等を必要に応じて広報または提言していくことを目的としている。2016年においては、収収益認識に関する包括的な会計基準の開発についての意見の募集について企業会計基準委員会の方からの解説を中心に研究会を開催した。なお、企業会計基準委員会（ASBJ）や金融庁の公開草案については、必要と思われるテーマに対し、意見表明も行うこととしており、2016年においてはASBJに3件の意見表明を行った。

研究会の委員は、複眼的な討議が行われるよう、研究者、公認会計士、事業会社というディスクロージャーに関わる様々な立場の方々に委嘱している。ご多忙の中、座長・委員の方々にも積極的にご参加いただいており、厚く御礼を申し上げる次第である。

第53回基本問題研究会

日時 2016年4月18日（月）

議題 「収益認識に関する包括的な会計基準の開発についての意見の募集」

「収益認識に関する包括的な会計基準の開発についての意見の募集」について、講師による解説、及び質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

講師より、平成27年2月4日に企業会計基準委員会（以下、「ASBJ」）から公表された「収益認識に関する包括的な会計基準の開発についての意見の募集」について、解説を受けた。

(1) 公表の経緯

我が国においては、売上高は企業会計原則に定められる実現主義により計上されるが、包括的な収益認識基準はない。一方、IASBやFASBは、共同して収益認識に関する包括的な収益認識基準「顧客との契約から生じる収益」（IASB：IFRS第15号 FASB：Topic606）を公表している。これらの状況を踏まえ、平成27年3月に開催されたASBJにおいて、我が国における収益認識に関する包括的な会計基準の開発に向けた検討に着手することが決定された。

収益認識に関する包括的な会計基準を開発することは、会計基準の体系の整備につながり、日本基準の高品質化及び企業間の財務諸表の比較可能性を向上させること等に寄与する意義がある。一方で、財務諸表作成者である企業にとっては収益認識に関する開示情報の大幅な拡充等、適用上の課題が生じることも想定される。

そこで、ASBJでは仮にIFRS第15号と同様の内容を我が国における収益認識に関する包括的な会計基準として連結財務諸表及び個別財務諸表に導入

した場合に（つまり、IFRS第15号の内容を出発点として包括的な会計基準開発の検討を始めた場合に）生じ得る適用上の課題や今後の検討の進め方に対する意見を幅広く把握するため、今般の意見募集文書を公表することとした。（コメント期限：平成28年5月31日）

なお、意見募集文書には6つの質問項目が設けられている。

(2) 最終的な基準化の時期

これまでの審議の過程において、下記の意見が聞かれている。

- ・広範な業種や企業に重要な影響を与える可能性がある
⇒慎重に進めるべきとの意見
- ・指定国際会計基準や米国会計基準を適用する企業
⇒IFRS第15号やTopic606の強制適用日（平成30年1月1日以後開始する事業年度）に適用することが可能になるよう、開発を進めていくべきという意見

上記より、「平成30年1月1日以後開始する事業年度に適用が可能となること（3月決算企業の場合：平成30年4月1日以後開始する事業年度）」に適用が可能となることを当面の目標として検討を進めている。

(3) IFRS第15号の概要

・基本原則

約束した財・サービスの顧客への移転を、当該財・サービスと交換に企業が得ると見込んでいる対価を反映する金額で描写するように、企業は収益を認識しなければならない。

・収益認識への5つのステップ

- ① 顧客との契約を識別
- ② 契約における履行義務を識別
- ③ 取引価格を算定
- ④ 取引価格を契約における履行義務に配分
- ⑤ 履行義務の充足時に（又は充足につれて）収益を認識

(4) 予備的に識別している適用上の論点

(1)に記載のとおり、仮にIFRS第15号の基準本文の内容のすべてを、我が国の収益認識に関する包括的な会計基準として連結財務諸表及び個別財務諸表に導入した場合の論点について予備的に識別した上で、適用上の課題を分析している。

収益認識の金額や時期に影響を与える可能性のある論点として、17の論点が識別されたが、例えば以下のものが挙げられている。

- ・顧客との契約において移転することが約束された財・サービスを、どのように収益認識の単位（履行義務）として識別するか（論点3）
- ・他の当事者が顧客への財・サービスの提供に関与している場合、収益はどのように表示されるか（収益を総額で表示するか、純額で表示するか）（論点13）
- ・企業が顧客に支払う金額（クーポンによる減額分や売上リベート等）を収益金額から控除するか、営業費用として計上するか（論点15）

(5) 開示

日本基準では収益認識に関する注記は限定的であるが、IFRS第15号では詳細な定量的情報・定性的情報の開示が求められている。主な開示項目としては以下のとおり。

・収益の分解

（どの程度分解するのかは企業をとりまく状況等に応じて企業自身が決める）

- ・期末に未充足の履行義務に配分した取引価格総額

（イメージ：受注残高）

- ・期末に未充足の履行義務に配分した取引価格総額について収益として認識される時期

（投資家・アナリスト等にとって非常に有益な情報）

上記の他にも詳細な開示を求める項目が挙げられており、日本基準に比べ、追加的な情報を入手するための体制を整備する負担が増加する可能性がある。

第54回基本問題研究会

日時 2016年5月6日（金）

議題 ASBJ『収益認識に関する包括的な会計基準の開発についての意見の募集』『修正国際基準（国際会計基準と企業会計基準委員会による修正会計基準によって構成される会計基準）の改正案』に対する意見表明について

2016年2月4日に企業会計基準委員会（ASBJ）より公表されたASBJの「収益認識に関する包括的な会計基準の開発についての意見の募集」、3月17日に公表されたASBJの「修正国際基準（国際会計基準と企業会計基準委員会による修正会計基準によって構成される会計基準）の改正案」に関して討議し、意見書を取りまとめた。同意見書は5月30日にASBJに提出した。

収益認識に関する包括的な会計基準を開発することは、会計基準の体系の整備につながり、日本基準の高品質化及び企業間の財務諸表の比較可能性を向上させること等に寄与する意義がある。一方で、財務諸表作成者である企業にとっては収益認識に関する開示情報の大幅な拡充等、適用上の課題が生じることも想定され、IFRS第15号と同様の内容を我が国における収益認識に関する包括的な会計基準として連結財務諸表及び個別財務諸表に導入した場合に（つまり、IFRS第15号の内容を出発点として包括的な会計基準開発の検討を始めた場合に）生じ得る適用上の課題や今後の検討の進め方に対する意見表明を行った。

第55回基本問題研究会

日時 2016年7月4日（月）

議題 ASBJ『リスク分担型企業年金の会計処理等に関する実務上の取扱い（案）』等に対する意見表明について

2016年6月2日に企業会計基準委員会（ASBJ）より公表されたASBJの「リスク分担型企業年金の会計処理等に関する実務上の取扱い（案）」等に関して討議し、意見書を取りまとめた。同意見書は7月29日にASBJに提出した。

リスク分担型企業年金が確定拠出に該当すると判断された場合でも、旧制度の終了は、リスク対応掛金の負担が前提となっており、その拠出又は未払金を計上した上で、終了損益が認識されるのではない。

また、リスク担型企業年金を採用することにより、これまで貸借対照表で認識されてきた退職給付の消滅の認識が行われることになり、これまでの財務諸表開示との比較可能性が著しく害されるおそれがあるなど、討議が行われ、その内容をまとめ意見表明を行った。

〈ディスクロージャー基本問題研究会 メンバー〉

座 長	黒川 行治	慶應義塾大学商学部 教授、当研究所顧問
委 員	上田 晋一	成城大学経済学部 教授
委 員	大塚 成男	千葉大学法経学部 教授
委 員	片山 智二	JFEホールディングス株式会社 財務部 経理室長
委 員	金子 裕子	新日本有限責任監査法人、公認会計士
委 員	小林 伸行	名古屋商科大学大学院 教授、公認会計士
委 員	中條 祐介	横浜市立大学国際総合科学部 教授
委 員	松田 嘉弘	日本板硝子株式会社経理部アジア統括部長
委 員	山岡 信一郎	山岡信一郎公認会計士事務所所長、公認会計士
顧 問	新井 武広	会計教育研修機構 理事・事務局長、公認会計士
顧 問	川村 義則	早稲田大学商学学術院 教授
顧 問	小宮山 賢	早稲田大学大学院経営管理研究科 教授
顧 問	多賀谷 充	青山学院大学大学院 教授

研究所事務局

(2016年12月末現在、委員・顧問の氏名は50音順)

株主通信 実態調査報告V o l . 13の概要

I はじめに

ディスクロージャー研究部では毎年、事業年度にかかる株主通信に関する実態調査を行い、その記載傾向を「株主通信 実態調査報告」として取りまとめております。

今回作成いたしました、「株主通信 実態調査報告V o l . 13」の全文は、冊子としてご提供しているほか、弊社会員向けディスクロージャー実務支援サイト“PRONEXUS SUPPORT”からご覧いただけます。本稿ではその調査報告のうち、いくつかのポイントに絞って、その概要をご紹介しますものです。

II 調査・分析対象

今回の調査においては、前回対象とした874社（※）について、2015年4月から2016年3月までの間に終了した本決算に係る年次株主通信を追跡調査し、印刷物又は各社ホームページ等でデータによる掲載が確認できたのは746社（前回より128社減）を、最終的な調査母数といたしました。

※前回調査で対象としたのは

- ① 2015年7月時点における、時価総額50億円以上500億円未満の上場企業
- ② 2014年4月から2015年3月までの間に終了した本決算に係る年次株主通信
- ③ 印刷物又は各社ホームページ等でデータによる掲載が確認できたもの
- ④ 内容が株主総会招集通知添付書類と同内容と判断できるものを除く

以上を満たす874社でした。

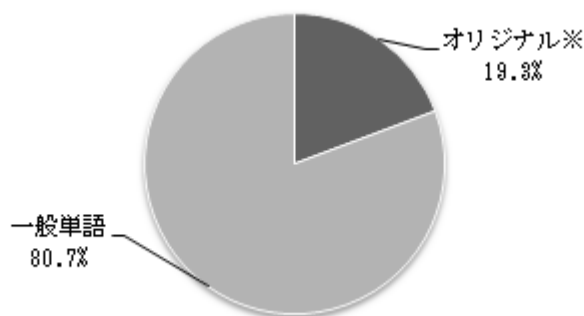
Ⅲ 調査結果概要

1. 表紙

○ 株主通信にオリジナルタイトルを付けているのは19.3%となる。

独自の愛称や社名を冠したタイトル等を付けた事例の割合は19.3%となっています。

オリジナルタイトルで、社名と組み合わせる言葉は「レポート」「ビジネスレポート」「通信」が多くなっています。このような、独自性を打ち出したタイトルを採用することで、メッセージ性や親近感のアピールを意図しているものと思われます。



調査方法：冊子の表紙に記載されているタイトルによる集計。

独自の愛称を使用しているものと、社名（略称や英文表記含む）と「通信」「レポート」など文言をつなげてタイトル化しているものを「オリジナル」に、単に「株主通信」「年次報告書」「第〇期 事業のご報告」などのみのタイトルを「一般単語」とした。

■独自の愛称を付けている事例（株式会社は略、証券コード順）

証券コード	社名	タイトル
2599	ジャパンフーズ	J ANGLE
4350	メディカルシステムネットワーク	minamina通信
6402	兼松エンジニアリング	Business Reportへんしも
6430	ダイコク電機	DIK VOICE
7555	大田花き	Flower Message
8148	上原成商事	You通信
9776	札幌臨床検査センター	WELLNESS 2016

■社名を冠している事例（株式会社は略、証券コード順）

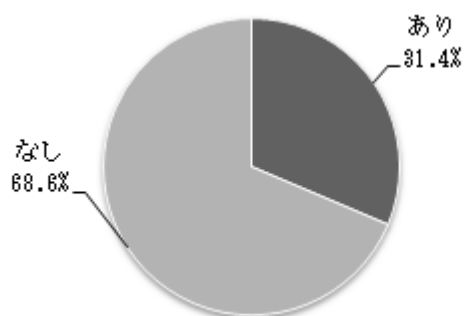
証券コード	社名	タイトル
2818	ピエトロ	ピエトロ通信
3075	銚子丸	銚子丸通信
6837	京写	京写レポート
7435	ナ・デックス	ナ・デックスレポート
7885	タカノ	タカノ通信 Vol.41

（注）区分は調査メンバーの判断による分類。

2. 企画項目および事業の概況

① 経営理念を掲載する企業が3割に。

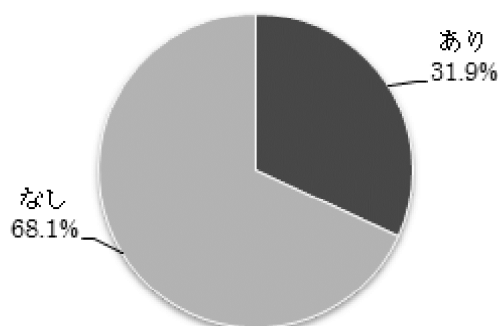
自社の経営理念を株主と共有するために、経営理念を独立した項目として掲載している事例が31.4%となりました。掲載箇所は、本文最初の見開きページ（巻頭）や、代表者あいさつと同ページ内、または経営戦略を記載したページ内が多くなっています。



② 中期経営計画の掲載が3割を超える。

中期経営計画を策定している企業数は不明だが、中期経営計画の掲載比率は当期31.9%となっています。株主・投資家の関心が高いこともあり、掲載している会社の割合は増加傾向にあります。

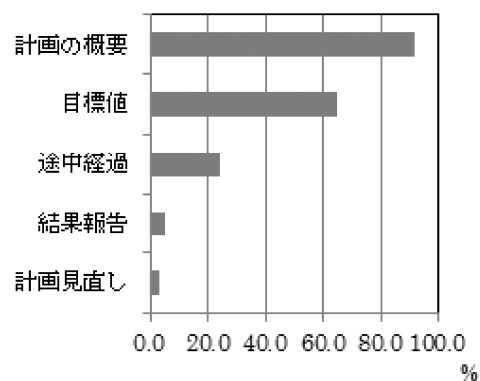
また、そのうち「計画の概要」の掲載比率は92.0%、具体的な「目標値」は65.1%が掲載。計画の途中経過の状況を記載している会社が24.4%となっています。



※ありの場合の掲載内容

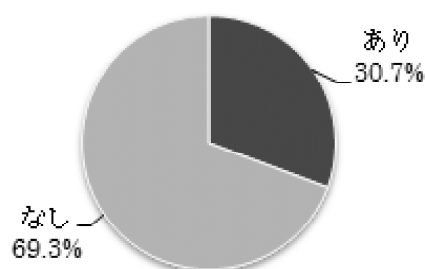
掲載内容（複数選択）	当期	
	件	%
計画の概要	219	92.0
目標値	155	65.1
途中経過	58	24.4
結果報告	13	5.5
計画見直し	7	2.9
分 母	238	

（注）中期経営計画を掲載している事例を対象に集計している。



③ 経営陣インタビューを、4社に1社が掲載。直接対話形式のような印象を与えることから定着。

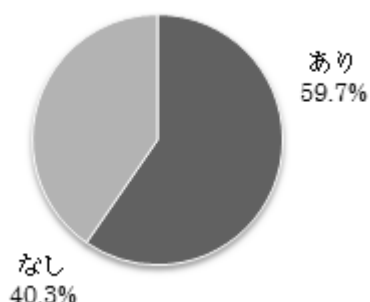
トップインタビューは30.7%となり、こちらも前回より増加しています。当期の概況の説明を社長・会長が語るようなインタビュー形式で掲載することにより、経営トップの誠実さや会社の状況をよりリアルに印象づけることができる方法と考えられています。株主通信巻頭のコンテンツとして徐々に定着してきています。



調査方法：見出しに「インタビュー」とある、またはQ&Aなど語る方式になっている事例で、かつ対象者が社長・会長などの経営陣の場合をカウントした。

④ トピックス記事や特集記事を掲載している事例は約6割。自社の魅力をいかに伝えるかを工夫。

事業の概況等の記載に加えて、トピックス記事や特集記事を掲載している事例は59.7%に及びます。写真・イラストを多用し、構成を工夫し、単なる製品紹介、事業拠点紹介にとどまらず、いかに自社の事業の特徴や魅力を伝えるかに各社の創意工夫がみられます。



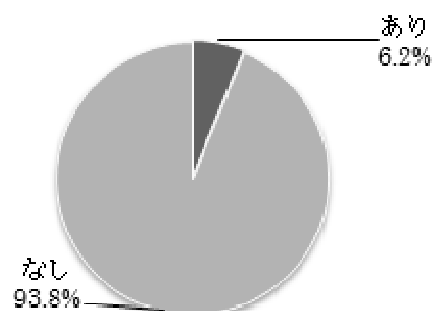
■ トピックス・特集等の例（株式会社は略、証券コード順）

証券コード	社名	例
2217	モロゾフ	社内体制変更のお知らせ (監査等委員会設置会社への移行、執行役員の新設)
2305	スタジオアリス	女性の活躍推進およびワークライフバランスについて
2335	キューブシステム	寄付講座の紹介
7455	三城ホールディングス	モンドセレクション2016を受賞 熊本地震においての支援実施
7726	黒田精工	「くるみんマーク」の取得／機械要素技術展への出展／ 人財育成マネジメントシステムの運用
7885	タカノ	夏の暑さ対策展2016に出展／タカノハートワークスショップ神田のオープン／ 監査等委員会設置会社への移行
8142	トーホー	C Gコード関連／営業所の開設／支店の移転／ 「連載企画 v o l . 4 」記載
8208	エンチャー	D I Y活動／「カーサ30周年イベント」
8844	コスモスイニシア	グッドデザイン賞14年連続受賞
9057	遠州トラック	創立50周年記念／静岡県経営者協会にて社長出演
9687	K S K	「5S PLATINUMクラブ」新設／新人研修

⑤ コーポレート・ガバナンスについての記載が増加傾向。

株主通信において、コーポレート・ガバナンスについて言及している事例が46社見受けられました。母集団が減っている中で、前回の31社より増加しています。会社のガバナンスについて株主及び会社自身の関心が高まっている背景が読み取れます。

主な記載内容としては、ガバナンスの体制図やガバナンス方針の説明などが挙げられます。



■コーポレート・ガバナンス関連の記載をしている例（株式会社は略、証券コード順）

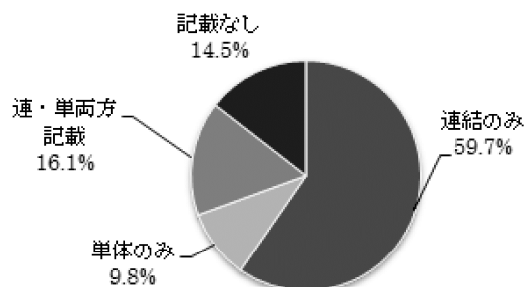
証券コード	社名	例
2335	キューブシステム	・「指名・報酬諮問委員会」ならびに「ガバナンス委員会」を設置。 ・コーポレート・ガバナンス機能強化に向けた取組み方針、コーポレート・ガバナンス体制図を記載。
4709	インフォメーション・デイベロップメント	・コーポレート・ガバナンスへの取組み、コーポレートガバナンス・コードへの取組みを記載。
5261	リゾートソリューション	・コンプライアンス体制とリスクマネジメント能力の強化のための取組みを記載。 ・全社員にコンプライアンスハンドブックを配布。
6070	キャリアリンク	・「監査等委員会設置会社」への移行。 ・コーポレート・ガバナンス機能を強化に向けた取組み。 ・コーポレート・ガバナンス体制図を記載。
8101	G S I クレオス	・「監査等委員会設置会社」への移行と「執行役員制度」の導入。「監査等委員会設置会社」の特徴について記載。 ・コーポレート・ガバナンス機能強化に向けた取組み、コーポレート・ガバナンスの新体制図。

3. 財務情報関連

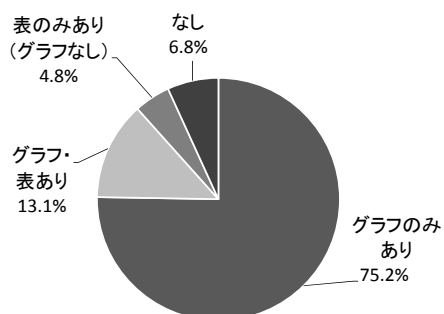
① 株主通信における財務諸表を掲載はほぼ一般化し、その様式は多様に。

株主通信に財務諸表を掲載している会社は85.5%となりました。そのなかで、財務諸表を図解することや解説コメントを付記することにより、財務関連情報のわかりやすさを工夫している事例が増えてきています。

財務諸表の掲載 連結・単体の掲載内訳	当期	
	件	%
連結のみ	445	59.7
単体のみ	73	9.8
連・単両方記載	120	16.1
記載なし	108	14.5
合 計	746	100.0



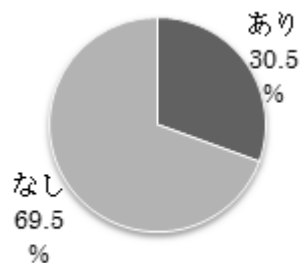
財務ハイライト	当期	
	件	%
グラフのみあり	561	75.2
グラフ・表あり	98	13.1
表のみあり (グラフなし)	36	4.8
なし	51	6.8
合 計	746	100.0



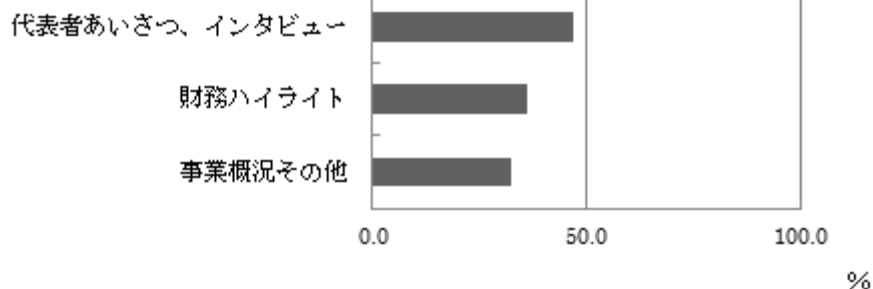
② 株主通信で業績予想を掲載している会社は30.5%で、うち5割弱が巻頭の代表者あいさつや経営陣インタビューのなかで具体的に説明。

企業のほとんどが決算短信で業績予想を公表しているなかで、株主通信に掲載している会社が30.5%でした。業績予想は投資家からの注目度が高いため、およそ半数の企業が巻頭の代表者あいさつや経営陣インタビューのなかで業績予想値を具体的に掲げています。

■業績予想



■業績予想ありの場合の掲載場所（複数選択）



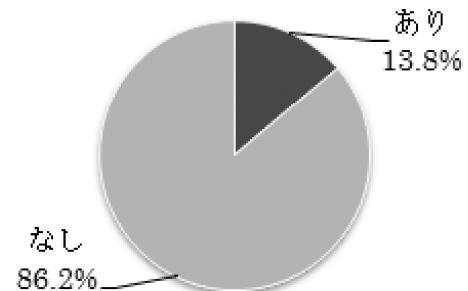
4. 株主関連

○ 配当政策について掲載している会社は13.8%で、一株当たり配当金のグラフ掲載は23.9%。

当期の配当額及び配当の方針のについて社長あいさつやトップインタビューのなかで触れたり、独立した項目として掲載している会社は13.8%となり、前回から横ばいの結果となりました。また、一株当たり配当金のグラフを配当政策や財務ハイライトに表示している会社は23.9%となりました。

■配当政策の記載

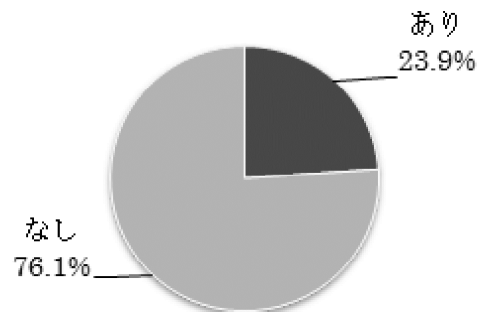
配当政策	当期	
	件	%
あり	103	13.8
なし	643	86.2
合 計	746	100.0



調査方法：配当予定金額の告知だけではなく、配当に関する会社方針を掲載している場合をカウントした。

■「一株当たり配当金」グラフ

「一株当たり配当金」グラフ	当期	
	件	%
あり	178	23.9
内、「財務ハイライト」の項目としてグラフを記載	(62)	(8.3)
なし	568	76.1
合 計	746	100.0



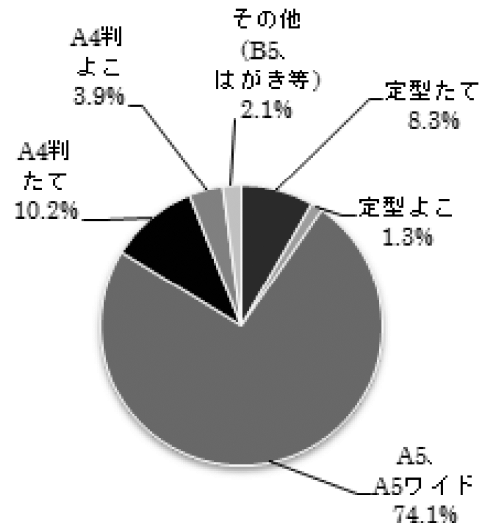
5. 仕様

① サイズは縦横20cm前後のA5、A5ワイド判が全体の8割弱を占める。

「サイズ」はA5、A5ワイド判が74.1%となっていますが、そのほとんどが最近招集通知でも多く採用されているA5ワイド判（200mm×200mm）となっています。

情報量をより多く確保するため、また、見やすさへの配慮などから、A4の大きな紙面を採用する会社も一定数あります。

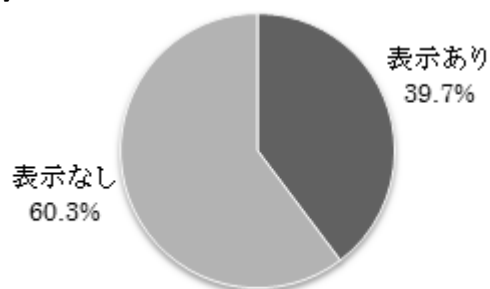
サイズ	当期	
	件	%
定型たて (縦20cm前後×横10cm前後)	62	8.3
定型よこ	10	1.3
A5、A5ワイド判 (縦20cm前後×横20cm前後)	553	74.1
A4判たて (縦29.7cm×横21.0cm)	76	10.2
A4判よこ	29	3.9
その他(B5、はがき等)	16	2.1
合 計	746	100.0



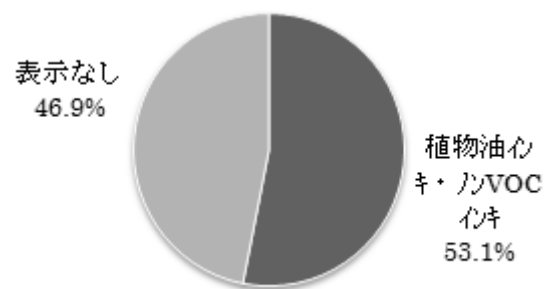
② 読みやすさを考慮した「UD（ユニバーサルデザイン）フォント」の使用表示が39.7%に。環境問題に配慮したことを示すものとして植物由来のインキの利用表示が半数を超えている。

仕様面では、読みやすさを考慮した「UD（ユニバーサルデザイン）フォント」に関する表示が39.7%となり、これは徐々に増えつつあります。植物由来のインキ使用表示も半数を超え、再生紙・森林紙の利用とともに定着しています。

■UD（ユニバーサルデザイン）フォントの使用表示



■インキの表示



調査方法：裏表紙などに掲載されている表示マークをカウントした。

6. 株主通信の発行状況について

○ 招集通知のカラー化に伴い、株主通信の発行は減少傾向か。

今回は、前回調査において対象とした874社を引き続いて調査対象としましたが、このうち128社については印刷物及び各社ホームページにおけるデータ掲載のどちらでも「年次株主通信」等の存在が確認できませんでした。このすべてが今回から廃止したと言うことは必ずしもできませんが、少なからず「年次株主通信」の発行を取り止めた会社があると考えられます。

特に最近では、株主総会招集通知のカラー化・ビジュアル化がいつそう進み、写真や図表・グラフがふんだんに使用されるようになってきたことにより、従来その役割を担ってきた年次株主通信の役割が薄くなってきた、あるいは差別化が難しくなってきたということが大いに影響していると考えられます。また、インターネット上の会社ホームページにおける会社紹介やIR情報の充実も、要因の一つと言えるかもしれません。

以 上

2016年 研究所活動記録

年 月 日	活 動 内 容
2016年 1 月 27 日	第45回ディスクロージャー研究会議 テーマ「開示・監査制度の在り方に関する提言－会社法と金融商品取引法における開示・監査制度の一元化に向けての考察－」 講 師：山田 治彦氏 日本公認会計士協会 副会長 場所・時間：一般財団法人機械振興協会 機械振興会館 ホール 14：00～16：00
1 月 29 日	『研究所レポート 第10号』を刊行
3 月 24 日	『ディスクロージャー研究 第44号』を刊行
4 月 18 日	第53回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「収益認識に関する包括的な会計基準の開発についての意見の募集」
5 月 6 日	第54回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：ASBJに対する意見表明検討会 ① 「収益認識に関する包括的な会計基準の開発についての意見の募集」 ② 「修正国際基準（国際会計基準と企業会計基準委員会による修正会計基準によって構成される会計基準）」の改正案
5 月 30 日	「収益認識に関する包括的な会計基準の開発についての意見の募集」と「修正国際基準（国際会計基準と企業会計基準委員会による修正会計基準によって構成される会計基準）」の改正案に対する意見書をASBJに提出
7 月 4 日	第55回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：ASBJに対する意見表明検討会 「リスク分担型企業年金の会計処理等に関する実務上の取扱い（案）」等
8 月 2 日	「リスク分担型企業年金の会計処理等に関する実務上の取扱い（案）」等に対する意見書をASBJに提出
9 月 8 日	第46回ディスクロージャー研究会議 テーマ「ASBJでの会計基準開発を振り返って－金融資本市場のグローバル化と会計基準のコンバージェンス－」 講 師：新井 武広氏 会計教育研修機構 理事・事務局長 場所・時間：一般財団法人機械振興協会 機械振興会館 6 階 会議室 14：00～16：00
9 月 30 日	『銀行業・保険業ディスクロージャー誌調査レポート』を刊行
12 月 5 日	「第 8 回プロネクサス懸賞論文」受賞者発表
12 月 6 日	第47回ディスクロージャー研究会議 テーマ「財務諸表の利用に、監査情報をどのように活用するか」 講 師：脇田 良一氏 金融庁／企業会計審議会委員・監査部会長、明治学院大学 名誉教授 場所・時間：株式会社プロネクサス セミナールーム 14：00～16：00
12 月 7 日	『ディスクロージャー研究 第45号』を刊行

編集後記

◇懸賞論文受賞作品は、今回は、優秀賞2本、佳作1本の3本の作品に決定した。また、今回の応募は例年より多く、10件となった。昨年度の最優秀賞をはじめ、今回もこの懸賞論文の存在がかなり周知され、研究テーマの広がりを実感している。これまで以上に多くの方からの力のこもった作品の応募を期待したい。

研究所レポート 2017 第11号

2017年1月発行

©編集・発行 プロネクサス総合研究所

株式会社プロネクサス

〒105-0022

東京都港区海岸1-2-20 汐留ビルディング5階

代表メールアドレス：souken@pronexus.co.jp

電話：03-5777-3032

※本報告は、当研究所の著作物であり、著作権法により保護されております。
当研究所の事前の承諾なく、本報告の全部もしくは一部を引用または転載、複写等により使用することを禁じます。

研究所 レポート

株式会社プロネクサス
プロネクサス総合研究所