

## スチュワードシップ活動報告（2015年度）

当社は、2014年5月、「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》の趣旨に深く賛同し受入れを表明しており、投資先企業との対話と議決権行使を中心としたスチュワードシップ活動方針を定めています。当該活動方針に則り実施した2015年度（※）における議決権行使結果と対話活動取組み結果をお知らせします。

※当社投資先企業の定時株主総会が6月に集中していることから、7月から翌年6月までを当社のスチュワードシップ活動における年度区分としています。

（2015年度:2015年7月～2016年6月、2016年度:2016年7月～2017年6月、以下同様）

## I. 株主総会における議決権行使結果（2015年度）

当社は投資先企業の持続的成長をサポートし、中長期的な投資リターンの拡大を図ることを目的として、議決権行使基準を定めており、当該基準に則り、議決権行使を実施しています。

2015年度に株主総会が開催された国内上場企業のうち、当社の議決権行使の対象となった企業数は2,247社、議案数は8,945議案（会社提案8,799議案、株主提案146議案）でした。

その結果、会社提案に対して1件以上反対した企業数は286社、反対した会社提案の議案数は313議案となりました。（※）

具体的には、主に以下のような会社提案に対して反対しました。

- 内部留保の水準が高いにもかかわらず配当性向が著しく低い場合の剰余金処分
- 業績の著しい低迷が長期に亘って継続しており、回復が見込めない場合の取締役選任（経営トップの再任）
- 長期在任監査役（12年超）の選任
- 監査役に対する退職慰労金の贈呈
- 監査役に対するストックオプションの付与
- 金員交付の可能性のある買収防衛策の導入・更新

スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの相次ぐ導入により、国内上場企業のコーポレートガバナンスに関する意識が大きく変化し、ガバナンス態勢の強化が図られています。

このような大きな環境変化に加え、当社としても議決権行使に関する対話を積極的に実施したこともあり、2015年度の議決権行使結果では、会社提案に対して反対した社数、議案数の割合は、ともに2014年度より減少しました。

---

※当社では、当社株主や保険契約者等の利益が損なわれないよう社内規程に基づき、投資所管が議案を精査し議決権を行使しています。

図表 1：議決権行使結果

<企業数ベース>

	合計	会社提案に 全て賛成	会社提案に 1件以上反対	反対 の割合
議決権行使の対象企業数	2,247	1,961	286	12.7%

(参考)2014年度

	合計	会社提案に 全て賛成	会社提案に 1件以上反対	反対 の割合
	2,191	1,888	303	13.8%

<議案数ベース>

議案項目	合計	賛成	反対	反対 の割合
<b>1. 会社提案</b>	8,799	8,486	313	3.6%
①剰余金処分	1,616	1,613	3	
②取締役選任	2,151	2,139	12	
③監査役選任	2,161	2,000	161	
④定款一部変更	938	938	0	
⑤退職慰労金支給	310	231	79	
⑥役員報酬額改訂	1,101	1,096	5	
⑦新株予約権発行	162	155	7	
⑧会計監査人選任	47	47	0	
⑨再構築関連	43	43	0	
⑩その他の会社提案	270	224	46	
(うち買収防衛策)	118	74	44	
<b>2. 株主提案</b>	146	0	146	
<b>1. および2. の合計</b>	8,945	8,486	459	

議案項目	合計	賛成	反対	反対 の割合
	8,417	8,089	328	3.9%
	1,604	1,598	6	
	2,124	2,112	12	
	2,143	1,984	159	
	1,135	1,133	2	
	358	247	111	
	667	665	2	
	156	147	9	
	25	25	0	
	43	43	0	
	162	135	27	
	101	75	26	
	152	0	152	
	8,569	8,089	480	

※1:「再構築関連」には、合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等含む

※2:「その他の会社提案」には、自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、買収防衛策等を含む

※3:2014年度は、反対に棄権を含む

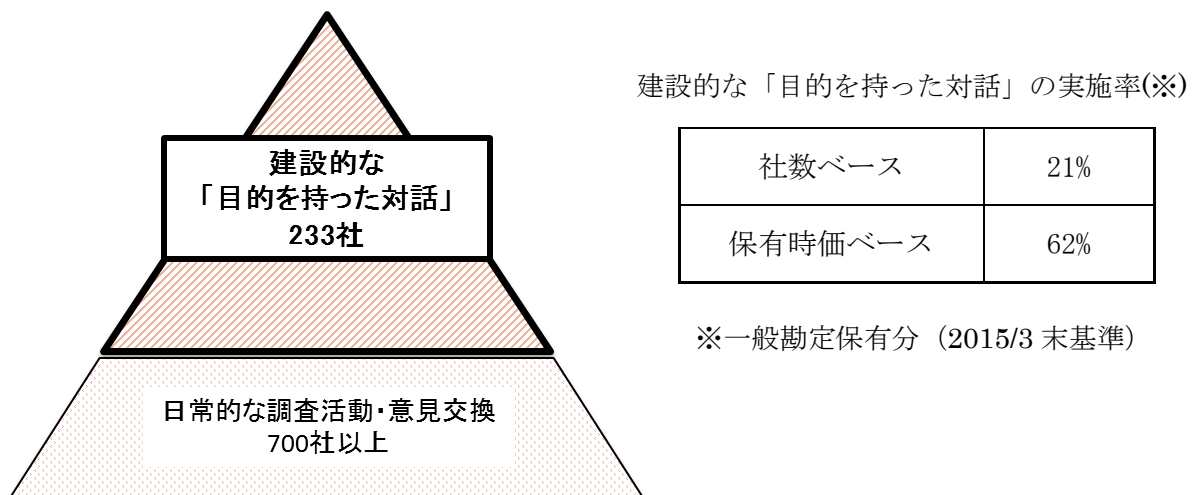
## II. 対話活動取組み結果 (2015 年度)

### 1. 対話活動の実施状況

2015 年度は、当社・投資先企業双方にとっての重要性（投資金額・株主順位）、課題意識等を総合的に勘案した上で 233 社（2014 年度 110 社）との建設的な「目的を持った対話」を実施しました。その他、投資先企業と幅広い接点を持って行う日常的な調査活動・意見交換については、計 700 社以上と実施しました。（図表 2）

また、建設的な「目的を持った対話」を行った 233 社の対話出席者については、60%が経営企画・財務戦略等の担当役員となっています。（図表 3）

図表 2：対話実施状況

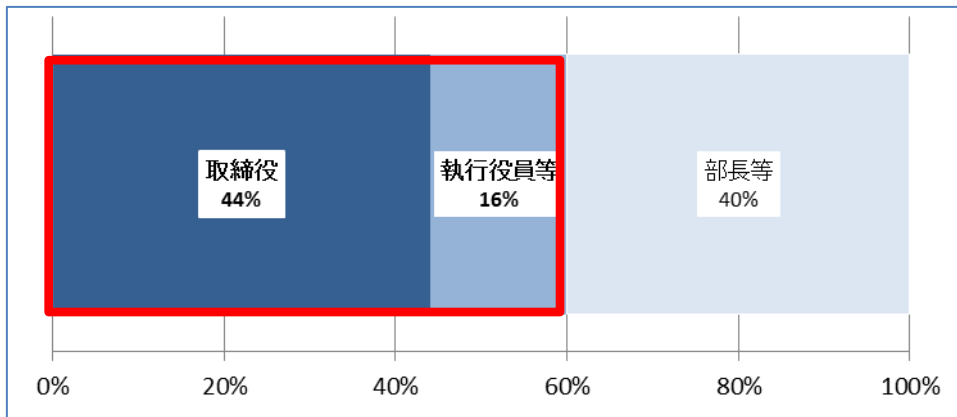


< 日常的な調査活動・意見交換の内訳 >

議決権行使時における対話:105 社、企業との個別ミーティング:239 社、その他アナリスト活動:360 社

対話の区分	位置づけ
建設的な 「目的を持った」対話	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中長期的な企業価値向上の取組みについて、当社と投資先企業、それぞれの立場から建設的な議論を行う双方向の意見交換の場</li> <li>・経営戦略や財務戦略等を担う役員・経営幹部の方と、ワンオンワン形式（面談）にて、少なくとも約 1 時間の面談を実施</li> <li>・株主総会の直前に総会議案について意見交換（日常的な調査活動に分類）することも行っていますが、十分な時間を確保することが難しいため、当社の対話は主に 7 月から翌年 3 月にかけて実施</li> </ul>
日常的な 調査活動・意見交換	<ul style="list-style-type: none"> <li>・議決権行使時における対話、企業との個別ミーティング、その他アナリスト活動等、投資先企業と幅広い接点を持って行う活動</li> </ul>

図表 3 : 対話出席者 (最高職位)



## 2. 対話の内容

当社は中長期的な観点で株式投資を行っており、投資先企業の企業価値向上や持続的成長をサポートすることを目的に、対話活動を推進しています。2015 年度においても、コーポレートガバナンス態勢の強化、業績・資本効率の持続的な向上、株主還元の充実等を主な観点として建設的な「目的を持った対話」を実施しました。

### <建設的な「目的を持った対話」の主な観点>

<p><b>コーポレートガバナンス態勢の強化</b></p> <p>■ 【コーポレートガバナンス・コードへの対応状況】</p> <p>コーポレートガバナンス・コードへの対応状況、今後の対応予定を確認した上で、ガバナンスの重要性や実効性を高める具体的な取組み等について、意見交換を行いました。</p> <p>■ 【独立社外取締役の活用】</p> <p>独立社外取締役の役割や重要性について、独立社外取締役の人数といった形式的な要件だけでなく、助言機能と監督機能の両面から、いかに実効性を高めるかといった点について意見交換を行いました。</p> <p>■ 【監査役の独立性】</p> <p>ガバナンスにおいて重要な役割を担う監査役について、いかに取締役会への牽制機能の実効性を高めていくかといった点について意見交換を行いました。</p>
<p><b>業績・資本効率の持続的な向上</b></p> <p>■ 【中期経営計画や KPI の策定・開示】</p> <p>中期経営計画や目標とする主要業績数値（KPI：Key Performance Indicator）を策定・開示することの重要性を伝えるとともに、業績や資本効率を着実に向上させるための事業戦略や KPI の水準について意見交換を行いました。</p> <p>■ 【中長期的な成長戦略】</p> <p>海外戦略、戦略的な設備投資、M&amp;A 等、稼ぐ力を高めるための成長投資について、企業の財務戦略や還元方針を踏まえた上で、意見交換を行いました。</p> <p>■ 【資本コストを踏まえた事業戦略】</p> <p>想定する資本コストを踏まえ、収益性が課題の事業に対する改善に向けた取組み、撤退基準の枠組み、他の事業とのシナジー等の観点から意見交換を行いました。</p>
<p><b>株主還元の充実</b></p> <p>■ 【還元方針の策定・開示】</p> <p>企業の成長ステージや成長戦略・資本政策を踏まえた上で、株主還元方針を設定し、それを適切に開示することの重要性について意見交換を行いました。</p>

■ 【株主還元の水準】

安定配当を継続する企業に対して、今後の成長投資や現金・内部留保の水準感等を踏まえた上で、還元性向の水準について意見交換を行いました。

■ 【自己株式の活用】

自己株式を多く保有する企業については、今後の自己株式の活用方法や消却についての意向を確認しました。

### 3. 課題の進捗状況を確認する仕組みの導入 <2015年度 新規> **NEW**

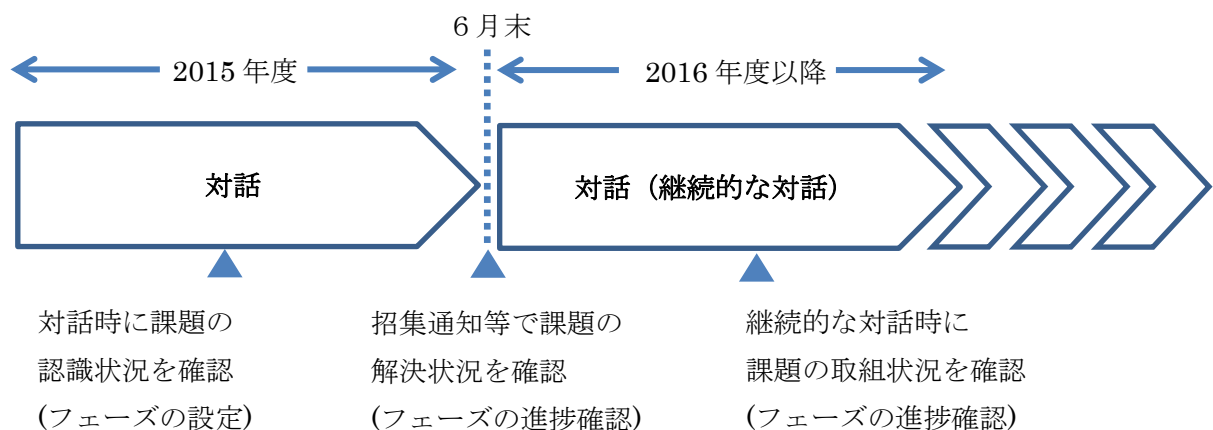
投資先企業との対話では、当社が投資家としての観点から独自に認識する課題に関して意見交換をさせていただいています。これらの課題については、必ずしも投資家と企業側とで共有できていないケースもあり、また課題の改善には一定の時間を要することも多くみられます。

当社としては、課題の最終的な解決のみならず、課題解決に至るまでのプロセスも重要と考え、投資先企業との対話の際に当社が独自に認識した課題に対して、課題解決に至るまでの進捗状況を以下の4つのフェーズに類型化し（図表4）、定期的にその状況を確認してフォローする社内的な仕組みを2015年度より新たに導入しました（図表5）。今後は、当該仕組みを活用することで、投資先企業との対話活動の質的向上に取り組んでいきます。

図表4：課題解決に至るまでの進捗状況

	投資先企業における認識や取組状況
フェーズⅠ	・現時点において、課題に対する <b>認識が不十分</b>
フェーズⅡ	・将来的な対応の必要性について <b>認識</b>
フェーズⅢ	・具体的な取組みを行う旨を <b>表明</b>
フェーズⅣ	・具体的な対応を <b>実施</b> し、課題解決

図表5：課題の設定およびその後のフォローの流れ





図表 6：課題解決に至るまでのプロセス<具体的イメージ>

2015年X月（対話実施）	2016年Y月（継続的な対話による定点観測）
<p>配当性向が20%と同業他社比で低い、配当水準について、どのように考えているか。</p> <p>第一生命</p> <p>投資先企業：当社は業績に関わらず安定配当を継続してきた。</p> <p>投資家は明確な資本政策を求めている。最近、配当性向の目標を掲げる企業も増えている。</p> <p>第一生命</p>	<p>依然として安定配当だが、その後、何か議論はあったか。</p> <p>第一生命</p> <p>投資先企業：配当性向目標を公表することの重要性は理解できた。ただし、具体的な水準について、悩んでいる。</p> <p>配当性向目標は30%が平均値。ただし、自己資本比率が高い企業程、高くなる傾向。</p> <p>第一生命</p>
<p>以下の2つの課題に対して認識が不十分と判断し、フェーズⅠを設定</p> <p>【課題1】配当性向が低い ⇒ フェーズⅠ</p> <p>【課題2】還元方針が未策定 ⇒ フェーズⅠ</p>	<p>以下の2つの課題に対して、対応の必要性を認識したと判断し、フェーズⅡに引上げ</p> <p>【課題1】配当性向が低い ⇒ フェーズⅡ</p> <p>【課題2】還元方針が未策定 ⇒ フェーズⅡ</p>
2017年Z月（継続的な対話による定点観測）	2018年6月末（年度末の定点観測）
<p>投資先企業：配当性向の目標を公表する方向で検討を始めている。</p> <p>第一生命：配当目標は、中計の公表とあわせて、打ち出す企業も多い。引き続き、還元性向の引上げもご対応頂けると有難い。</p>	<p>【決算説明会】</p> <p>配当性向は30%を目安とする。それに伴い、配当額を従来の●円から■円に引き上げる。</p>
<p>課題2については、具体的な対応に着手したと判断し、フェーズⅢに引上げ</p> <p>【課題1】配当性向が低い ⇒ フェーズⅡ</p> <p>【課題2】還元方針が未策定 ⇒ フェーズⅢ</p>	<p>両課題とも課題解決したと判断し、フェーズⅣに引上げ</p> <p>【課題1】配当性向が低い ⇒ フェーズⅣ</p> <p>【課題2】還元方針が未策定 ⇒ フェーズⅣ</p>

#### 4. 課題の改善状況

2015年度は233社との対話の結果、企業価値向上の観点から199社に対して523件の課題を当社として認識しました。(1企業において複数の課題を設定することもあります)

523件の課題について、2016年6月までの開示情報等から、その取組状況を確認したところ、全体では24%の課題について具体的な進捗・課題解決を確認することが出来ました。

テーマ別に見ますと、コーポレートガバナンス・コードの導入を受けて、独立社外取締役の増員などによりガバナンス関連で比較的高い進捗率を示す一方、必ずしも毎年見直しを行わない中期経営計画等を含む業績・資本効率関連のテーマについては進捗・解決の割合は低くなりました。(図表7)

課題の解決については一定の時間がかかる内容も含まれていることから、中長期的な視点から取組状況をフォローするとともに、当社としても企業への働きかけや情報提供を通じたサポートをしていきたいと考えております。

なお、投資先企業全体の総還元性向について、継続的な向上傾向を確認することができました。(図表8)

図表7：課題の進捗・解決が認められた割合（2016年6月末時点）

対話のテーマ	対話実施時の課題意識		改善状況(2016年6月末時点)		
	社数	件数	社数	件数 (改善の割合)	主な改善事例
ガバナンス	161	263	76	89 (34%)	・独立社外取締役の増員(34社) ・長期在任監査役の非選任(22社)
業績・資本効率	120	154	19	20 (13%)	・KPIの開示(10社) ・中期経営計画の開示(5社)
株主還元	96	106	18	18 (17%)	・還元性向の向上(14社) ・株主還元方針の開示(3社)
合計	199	523	96	127 (24%)	

※招集通知やコーポレートガバナンス報告書等のリリース資料にて確認

図表8. 当社投資先企業の総還元性向の構成比

総還元性向	企業数ベース(単純平均)					
	当社一般勘定保有(東証1部)			全上場銘柄(東証1部)		
	2015/03	2016/03	変化	2015/03	2016/03	変化
20%未満	19%	18%	-1%	24%	21%	-2%
20%以上30%未満	30%	24%	-6%	27%	24%	-4%
30%以上40%未満	19%	20%	+1%	17%	19%	+2%
40%以上	32%	38%	+6%	32%	36%	+4%

※総還元性向は、総配当額と自己株式の取得額を合算して算出。  
※3月決算以外の企業は、直近の年度で集計。

5. 対話活動の内容、具体的な改善事例

(1) コーポレートガバナンス態勢の強化、(2) 業績・資本効率の持続的な向上ならびに(3) 株主還元の充実の3つの観点について、主な対話内容や具体的な改善事例はそれぞれ以下の通りです。

(1) コーポレートガバナンス態勢の強化

A社	対話の概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 上場会社の子会社(親会社の保有比率 50%超)で、指名委員会等設置会社。</li> <li>・ 2名の独立社外取締役が3委員会を全て兼務していることについて、①少数株主保護への取組み、②独立社外取締役の適切な人数(当時2名)等について意見交換を行いました。</li> <li>・ 対話時において、適切な人材を見つけるのは現状困難ながらも、今後独立社外取締役の増員も検討していく旨の回答をいただきました。</li> </ul>
	投資先企業における取組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 定時株主総会で新たに2名の独立社外取締役が選任され、1名純増となりました。</li> </ul>

B社	対話の概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 先進的なガバナンス取組みが見られる指名委員会等設置会社。</li> <li>・ 外国人を含む複数の独立社外取締役が就任していますが、各委員会が全て日本人で構成されていることについて意見交換を行いました。</li> </ul>
	投資先企業における取組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 独立社外取締役でグローバル企業の経営に関する経験が豊富な外国人女性が指名委員会メンバーに就任されました。</li> </ul>

C社	対話の概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 企業系列に属しており、独立社外取締役5名のうち2名が系列グループ企業出身である企業。</li> <li>・ この2名に関して、取締役会への出席率が低いこと、独立社外取締役としての在任期間が長期であること、取締役選任議案への賛成比率が低いこと等について意見交換を行いました。</li> <li>・ 対話時において、他の投資家からも同様の指摘が多い事項であると会社側と課題認識を共有しました。</li> </ul>
	投資先企業における取組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 定時株主総会で、系列グループ企業出身の社外取締役を1名減員し、新たに系列グループ外の女性経営者を独立社外取締役として選任されました。</li> </ul>

(2) 業績・資本効率の持続的な向上

D社	対話の概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>幅広い事業を手がける素材系メーカー。</li> <li>2015年を最終年度とする中期計画の進捗が芳しくなく、ROEの水準も低迷していたことから、その時点での評価や採用しているKPI(営業利益率、ROA等)の考え方等について意見交換を行いました。</li> </ul>
	投資先企業における取組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>2016年を初年度とする新中期経営計画を公表。新たにROE目標及び配当性向目標30%を設定、フリーキャッシュフロー創出力強化策や財務戦略(D/Eレシオ等)の詳細も開示されました。</li> </ul>

E社	対話の概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>特定の分野における国内リーディングカンパニー。</li> <li>投資家向け決算説明会未開催、中期経営計画非開示等、IRに積極的な取組みが見られませんでした。</li> <li>取締役と対話において、IR方針や中期計画策定等について意見交換するとともに、積極的な情報開示の検討を依頼しました。</li> </ul>
	投資先企業における取組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015年度決算発表時に中期経営計画概要が初めて公表されました。</li> </ul>

F社	対話の概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>成長が続く小売分野のホールディング会社。</li> <li>一部低収益の子会社があり、業況確認及び今後の方針について意見交換を行い、ホールディングとしての企業価値向上について検討を求めました。</li> </ul>
	投資先企業における取組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>低収益かつ改善見込みが乏しい事業からの撤退を進めることとし、連結子会社1社の全株式譲渡を発表されました。</li> </ul>

(3) 株主還元の充実

G社	対話の概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>成長株ファンド枠での当社が新規投資した企業。</li> <li>大規模設備投資が不要でキャッシュがたまりやすいビジネスモデルでありながら、株主還元に対する考え方が不明瞭だったため、成長を維持した上での適切な還元水準について、継続的に意見交換を行いました。</li> </ul>
	投資先企業における取組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015年度に上場以来初の配当を実施され、2016年度は配当金額を大幅に増加、配当性向も1桁%→20%台へと大きく上昇しました。</li> </ul>

H社	対話の概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>株主還元の水準が利益に対して低位のため 2014 年度から継続して対話を実施している製造業。</li> <li>2015 年度も株主還元向上を要望、意見交換を行いました。</li> </ul>
	投資先企業における取組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>従来 of 安定配当方針を変更し、2 期連続増配を実施され、さらに「利益配分に関する基本方針」に自己株式取得も明記されました。</li> </ul>

I 社	対話の概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>株主還元の水準が利益に対して低位のため 2014 年度から継続して対話を実施している製造業。</li> <li>今回も株主還元の考え方、水準等について副社長と意見交換を行い、株主還元水準の向上への理解が確認できました。</li> </ul>
	投資先企業における取組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015 年度以降 2 期連続増配され、配当性向目標も 20% から 30% へ引き上げられました。</li> </ul>

以上