

METRICAL INC.

corporate governance, investment research & solutions

コーポレートガバナンスの現状と分析

METRICAL INC.

2017年4月

METRICAL INC.

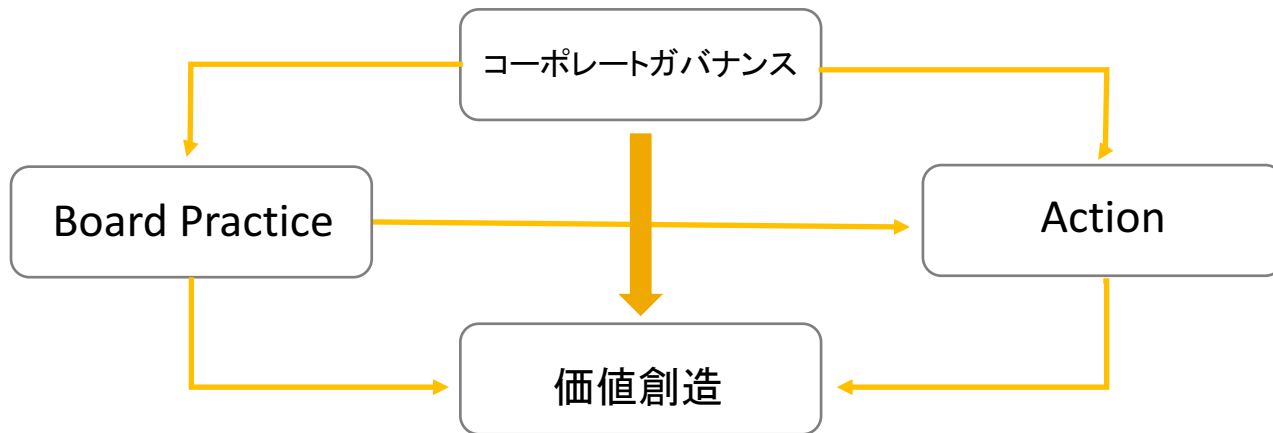
Suite 3113, 28-10 Ebisu 2 chome, Shibuya-Ku, Tokyo 150-0013 Japan

Phone: +81-3-4405-6223 <http://www.metrical.co.jp/>

サマリー

■ 今回のBDTI/Metrical共同研究の背景

- 適正なActionと価値の創造が伴わなければコーポレートガバナンスが有効に機能しているとは言えないのではないか？



■ 分析

- Board Practice（取締役会の運営、基本方針）、Actionと価値の創造とのリンクと相関関係を分析する
- 今回の分析によって何らかの結論を導き出して、今後の分析につなげる

コーポレートガバナンスのResearch



METRICALのCG評価の目的

■上場会社と投資家にズレ？



2015年6月コーポレートガバナンス評価モデル開発以来進化。
上場会社約500社のCGスコアリング（月次アップデート）。
要因分析および個別会社のCG調査レポート作成。

METRICAL CG評価モデル

■投資家目線のCG評価モデル

投資家



上場会社



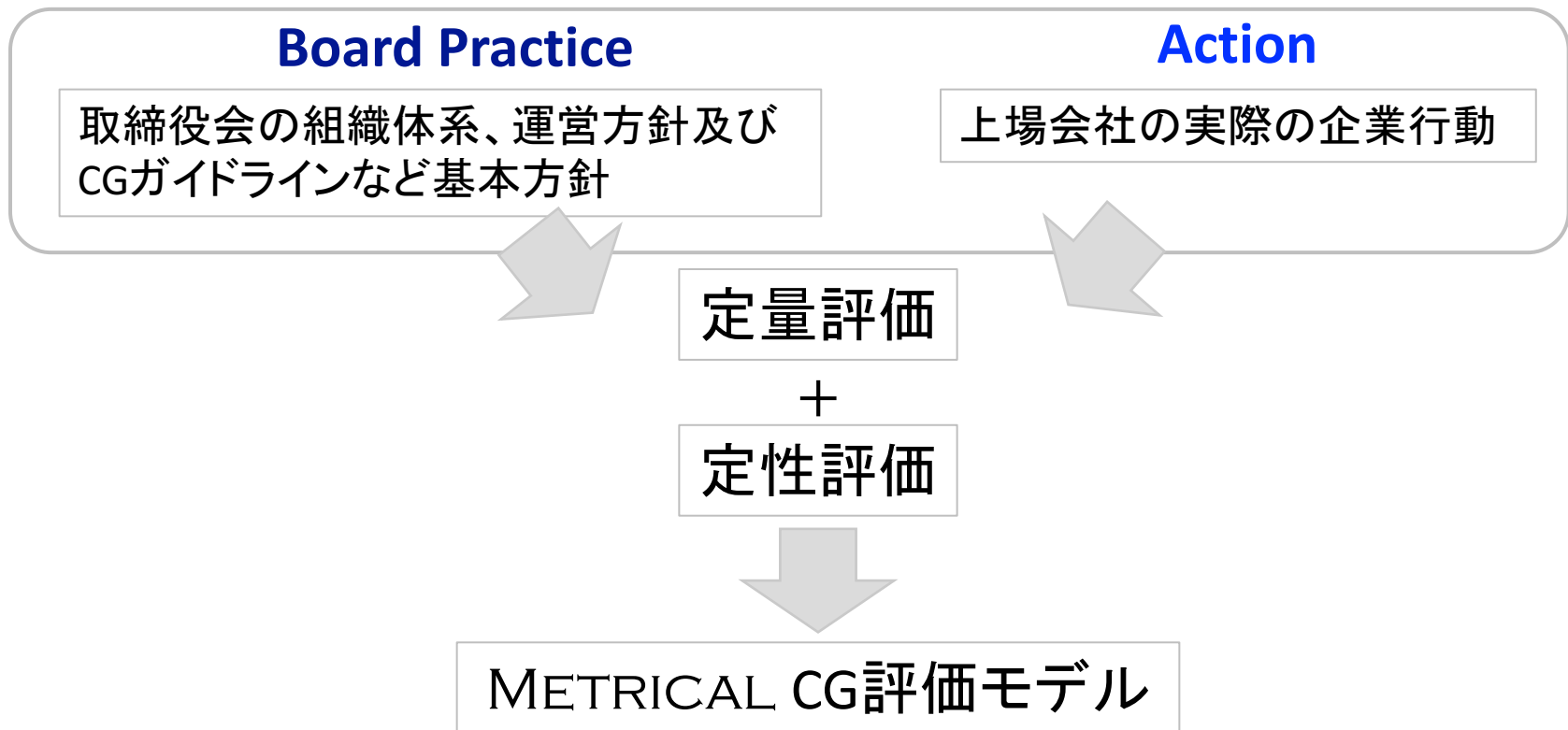
長期の株主価値の持続的成長

METRICAL CG評価モデル

METRICAL CG評価モデル

- Board Practice (取締役会) + Action (行動)
- 定量評価 + 定性評価の融合

コーポレートガバナンス



METRICAL CGスコアリング

■CGリサーチのコアユニバース

➤ 約500社(TOPIX100とJPX400構成銘柄中心)

TOPIX100およびJPX400に2015年6月時点の構成銘柄＋当時TOPIX100選定基準相当*およびJPX400選定候補**の銘柄＋その後各インデックスに追加された銘柄および除外された銘柄も継続調査

TOPIX100選定基準相当*時価総額及び流動性の高い100社相当

JPX400選定候補***既存JPX400銘柄相当の市場流動性、過去3期黒字、3年平均ROEおよび2名以上の独立取締役等参考に候補

■スコアのクライテリア

クライテリア	データタイプ	説明	データ値が高くなる場合
Board Practice (35-45%)			
指名方針	Score	指名委員会、委員会を構成する独立取締役	委員会がある、>50%の独立取締役で構成されている
報酬方針	Score	報酬委員会、委員会を構成する独立取締役	委員会がある、>50%の独立取締役で構成されている
取締役のダイバーシティ	%	取締役に占める女性取締役比率	比率が高いほどポジティブ
独立取締役比率	%	取締役に占める独立取締役比率	比率が高いほどポジティブ
インセンティブ・プラン	Score	業績連動報酬、ストックオプション導入、開示、方針	インセンティブ・プラン、開示、方針がある
株主総会・IR	Score	AGMのディスクロージャー、IR	集中日回避、電子投票、英語による翻訳などポジティブ
Action (55-65%)			
株式保有	Score	売上高/株式保有額	比率が高いほどポジティブ
配当政策	Score	配当性向もしくは配当性向目標のどちらか低い方	配当性向50%まではポジティブ
株式発行	Score	普通株、優先株、CBなどの発行	株式等の発行が少ないほどポジティブ
株式消却	Score	株式消却	消却はポジティブ、買い戻しだけではスコアなし
買収防衛策	Score	買収防衛策	買収防衛策条項がなければポジティブ
成長戦略	Score	中期経営計画、数値目標、KPI、売上高/現金保有額及びROE(E)	明示的・明確な目標、合理的な計画・参照指標、低いCash/Sales、高いROE (E)
親会社・大株主	Score	親会社、>20%の大株主	親会社・大株主がない方がポジティブ

(Source) METRICAL INC.

(Note) 株式保有は有価証券報告書に掲載されている「純投資目的以外の保有株式」

METRICAL CGスコアリング

■METRICAL CGスコア(2017年3月31日現在)

順位	証券コード	会社名	CGスコア	Rating
1	7741	HOYA	94.3%	A
2	4503	アステラス製薬	88.6%	A-
3	4911	資生堂	86.7%	A-
4	4452	花王	86.4%	A-
5	2651	ローソン	86.3%	A-
6	4544	みらかホールディングス	84.0%	A-
7	6645	オムロン	83.8%	A-
8	6,762	T D K	82.9%	A-
9	4902		82.0%	A-
10	9433	KDDI	81.5%	A-
11	8697	日本取引所グループ	80.4%	A-
12	4732	ユー・エス・エス	79.7%	B+
13	6869	シスメックス	79.6%	B+
14	7832	バンダイナムコホールディングス	79.3%	B+
15	4185	J S R	79.1%	B+
16	4502	武田薬品工業	78.9%	B+
17	6301	小松製作所	78.7%	B+
17	5108	ブリヂストン	78.7%	B+
19	6268	ナブテスコ	77.8%	B+
20	8591	オリックス	77.7%	B+
20	7752	リコー	77.7%	B+
22	5857	アサヒホールディングス	77.4%	B+
22	3098	ココカラファイン	77.4%	B+
24	6754	アンリツ	77.2%	B+
24	6988	日東電工	77.2%	B+
26	8725	MS&ADホールディングス	77.0%	B+
27	2503	麒麟ホールディングス	76.9%	B+
28	4666	パーク 2 4	76.3%	B+
29	5012	東燃ゼネラル石油	76.2%	B+
30	8002	丸紅	76.1%	B+
30	3407	旭化成	76.1%	B+

一部抜粋

弊社HPには上位100社まで掲載されています。

METRICAL CGスコアの利用

■ 時系列分析

- 期間中のCG改善度合い - CGスコア増減要因分析

■ クライテリアの横断的分析

- ファクター間の相関分析 - マルチファクター(重回帰)分析

■ 個別会社の分析

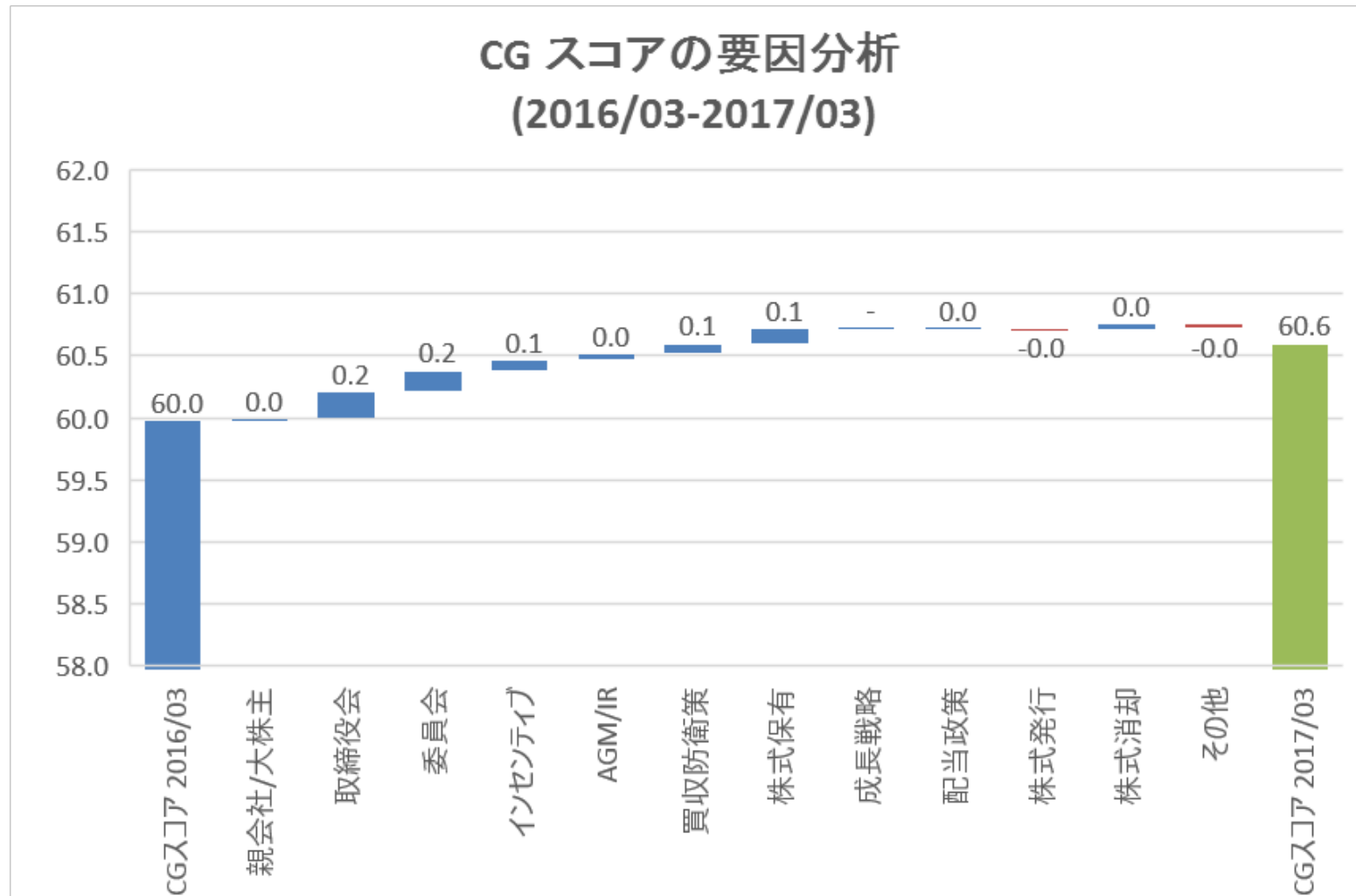
- 取材を含め、より深い定性分析、投資調査とも連携した総合分析

■ 株価パフォーマンス分析

- CG Top20株価指数とTOPIX, JPX400比較

METRICAL CGスコアの利用

■時系列分析(ユニバース全体)



CG score is average score of 463 companies , which are composites of TOPIX100, JPX400 and candidates of composites of the both Indices.

METRICAL CGスコアの利用

■時系列分析(個別会社ごと)

一部抜粋

CG スコア改善度 (2016/3-2017/3)
CGスコア評価項目

JP Sec #	銘柄名	親会社/大株主	取締役会	委員会	インセンティブ	AGM/IR	買収防衛策	株式保有	成長戦略	配当政策	株式発行	株式消却	その他	CG Score change	CGスコア 2017/03	CGスコア 2016/03
4183	三井化学	0	5	0	0	0	10	1	6	0	0	0	0	20.5	71.2	51.0
3659	ネクソン	0	4	0	1	0	0	9	-3	1	0	2	0	18.5	62.0	44.0
4063	信越化学工業	0	3	0	0	0	10	2	0	0	0	0	0	17.5	57.1	40.0
8242	エイチ・ツー・オー リテイリング	0	5	4	0	0	0	2	6	0	0	0	0	16.5	69.2	53.0
2607	不二製油	0	1	0	0	0	10	2	4	0	0	0	0	15.5	64.7	49.0
9766	コナミ	0	0	0	0	0	10	0	5	0	0	0	0	12.5	65.2	53.0
2871	ニチレイ	0	1	0	-1	0	10	0	3	0	0	0	0	11.5	73.8	62.0
9041	近畿日本鉄道	0	0	0	0	0	10	0	2	0	0	0	0	11.5	64.9	53.0
7733	オリンパス	0	1	0	0	0	10	0	-1	0	0	0	0	11.5	70.7	59.0
7951	ヤマハ	0	0	0	0	0	10	0	1	0	0	0	0	11.5	68.9	57.0
7272	ヤマハ発動機	0	0	0	0	0	10	-1	-1	0	0	0	0	10.5	69.2	59.0
4004	昭和電工	0	0	2	0	0	10	-1	4	0	0	0	-5	10.5	60.7	50.0
8725	MS&ADホールディングス	0	0	5	4	0	0	0	1	0	0	0	0	10.5	77.0	66.0
7912	大日本印刷	0	4	4	0	0	0	0	1	0	0	2	0	10.5	47.3	37.0
9001	東武鉄道	0	0	4	0	0	0	2	5	0	0	0	0	9.5	45.8	36.0
9719	SCSK	0	3	2	0	0	0	1	4	0	0	0	0	9.5	62.1	53.0
6849	日本光電工業	0	4	4	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	9.5	61.5	52.0
2127	日本M&Aセンター	0	5	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	8.5	64.5	56.0
3315	日本コークス工業	0	1	4	2	0	0	0	5	0	0	0	0	8.5	54.4	46.0
3861	王子ホールディングス	0	0	0	2	0	0	2	5	0	0	2	0	8.5	53.9	45.0
8802	三菱地所	0	2	4	0	0	0	1	0	0	0	0	0	8.5	56.2	48.0
9843	ニトリホールディングス	0	4	4	0	-1	0	0	2	0	0	0	0	8.5	60.2	52.0
2670	エービーシー・マート	0	8	0	0	1	0	0	-2	0	0	0	0	8.5	63.6	55.0
9086	日立物流	5	0	0	0	2	0	0	3	0	0	0	0	7.5	74.0	66.0
8566	リコーリース	0	2	2	0	0	0	0	4	0	0	0	0	7.5	61.2	54.0
4502	武田薬品工業	0	4	1	1	0	0	0	1	0	0	0	0	7.5	78.9	71.0
3098	コカカラファイン	0	5	0	0	0	0	0	3	2	0	0	0	7.5	77.4	70.0
8689	シスメックス	0	6	0	0	0	0	0	-2	0	0	0	0	6.5	79.6	73.0
6367	ダイキン工業	0	0	4	0	0	0	2	0	0	0	0	0	6.5	62.0	55.0
6305	日立建機	0	5	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	6.5	65.8	59.0
7988	ニフコ	0	3	0	2	2	0	0	-1	0	0	0	0	6.5	67.3	61.0
8002	丸紅	0	3	1	3	0	0	0	-1	0	0	0	0	6.5	76.1	70.0
5406	神戸製鋼所	0	2	4	0	0	0	0	1	0	0	0	0	6.5	50.2	44.0
7606	ユナイテッドアローズ	0	2	4	0	0	0	1	0	0	0	0	0	6.5	73.8	67.0
4661	オリエンタルランド	5	0	0	0	0	0	2	-1	0	0	0	0	6.5	58.4	52.0
1925	大和ハウス工業	0	0	2	2	0	0	2	2	0	0	0	0	6.5	65.8	59.0
2503	キリンホールディングス	0	5	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	6.5	76.9	70.0
4508	田辺三菱製薬	0	0	2	0	0	0	2	1	0	0	0	0	5.5	49.1	44.0
4507	塩野義製薬	0	3	0	1	0	0	0	0	0	0	2	0	5.5	66.5	61.0
9007	小田急電鉄	0	0	4	0	1	0	0	2	0	0	0	0	5.5	50.2	45.0
4751	サイバーエージェント	0	4	0	0	0	0	1	-2	0	0	0	0	5.5	61.1	56.0
5706	三井金属鉱業	0	3	0	0	0	0	0	8	0	0	0	0	5.5	64.5	59.0
6481	THK	0	4	2	0	0	0	0	1	0	0	0	0	5.5	74.0	68.0
6594	日本電産	0	4	0	0	0	0	1	-1	0	0	0	0	5.5	71.3	66.0
7205	日野自動車	0	0	2	1	0	0	3	-3	0	0	0	0	5.5	47.4	42.0

METRICAL CGスコアの利用

■ クライテリアの横断的分析(重回帰分析の例)

➤ 「外国人投資家が好む会社とは？」

✓ 外国人持株比率が高くなるのはBoard Practice, Action, 予想ROA, 予想ROEのどのファクター？

ファクター	有意性	相関係数
指名委員会	△	-
報酬委員会	○	+
取締役のダイバーシティ	△	+
独立取締役比率	X	+
インセンティブ・プラン	X	+
株式保有/売上高が少ない	X	+
配当政策	X	+
株式発行	X	-
株式消却	X	+
買収防衛策	X	-
成長戦略	X	-
親会社・大株主	△	+
株主総会・IR	X	-
ROE (E)	X	+
ROA (E)	○	+

(Note) 有意性○は統計的95%信頼水準、△は統計的90%信頼水準

494社の外国人持株比率を13クライテリアと予想ROEとROAのファクターで重回帰分析

✓ 指名委員会はその実効性に対して評価を見極めているのか。

→詳細はAppendix 1をご参照ください。

METRICAL CGスコアの利用

21th February 2017

■個別会社のCG分析

Corporate Governance Research [REDACTED]

Summary:

[REDACTED] corporate governance is in the initial stage and has a lot of things to do from now (details are described below). The founder's family keeps 1/3 of its outstanding shares. Family company would perform better than 'salary-man managed' company, but it is not the case right now. Higher level of cash and stock holdings put downward pressure on low OP margin. Regarding board practice, [REDACTED] hesitate to move forward its governance scheme such as committees at this moment. However, first of all, the company should set clear guideline of nomination and compensation that should match its mid-term vision. Additionally, mid-term management plan should include concrete growth strategy. If so, excess cash or stock will be lower.

CG Rating

B -
54 (02/2017)

Shareholders:

1) [REDACTED] (19.34%), 2) [REDACTED] Holdings (13.92%), 3) Goldman Sachs & Co. Reg (4.38%), 4) Nippon Life Insurance (3.10%), 5) Fusao Wada (2.90%), 6) [REDACTED] (2.49%), 7) Japan Trustee trust a/c (2.40%), 8) BBH FOR BBHSTIA NOMURA FUNDS (IRELAND) PLC /JAPAN STRATEGIC VALUE FUND (2.30%), 9) Japan Master Trust trust a/c (2.23%), 10) MSCO CUSTOMER SECURITIES (1.87%)

[REDACTED] family keeps 1/3 of ownership.

Organizational Structure:

Company with corporate auditors

According to interview with legal officer, [REDACTED] plans to hold this structure and has no plan to set up advisory committees of nomination and compensation for the time being."

Board of Directors:

Term of office: 2 year

Chair of board: president

Number of directors: 8

Outside directors: 2 (Independent directors: 2)

Takashi Sano - accountant

Yoichi Arai - lawyer

Nomination committee: No (Outside directors:)

Compensation committee: No (Outside directors:)

Corporate Auditors: 3

Outside auditors: 2 (Independent auditors: 2)

Yasushi Ozaki - ex-Nippon Life Insurance

Takashi Handa - accountant

Total independent directors + auditors: 4

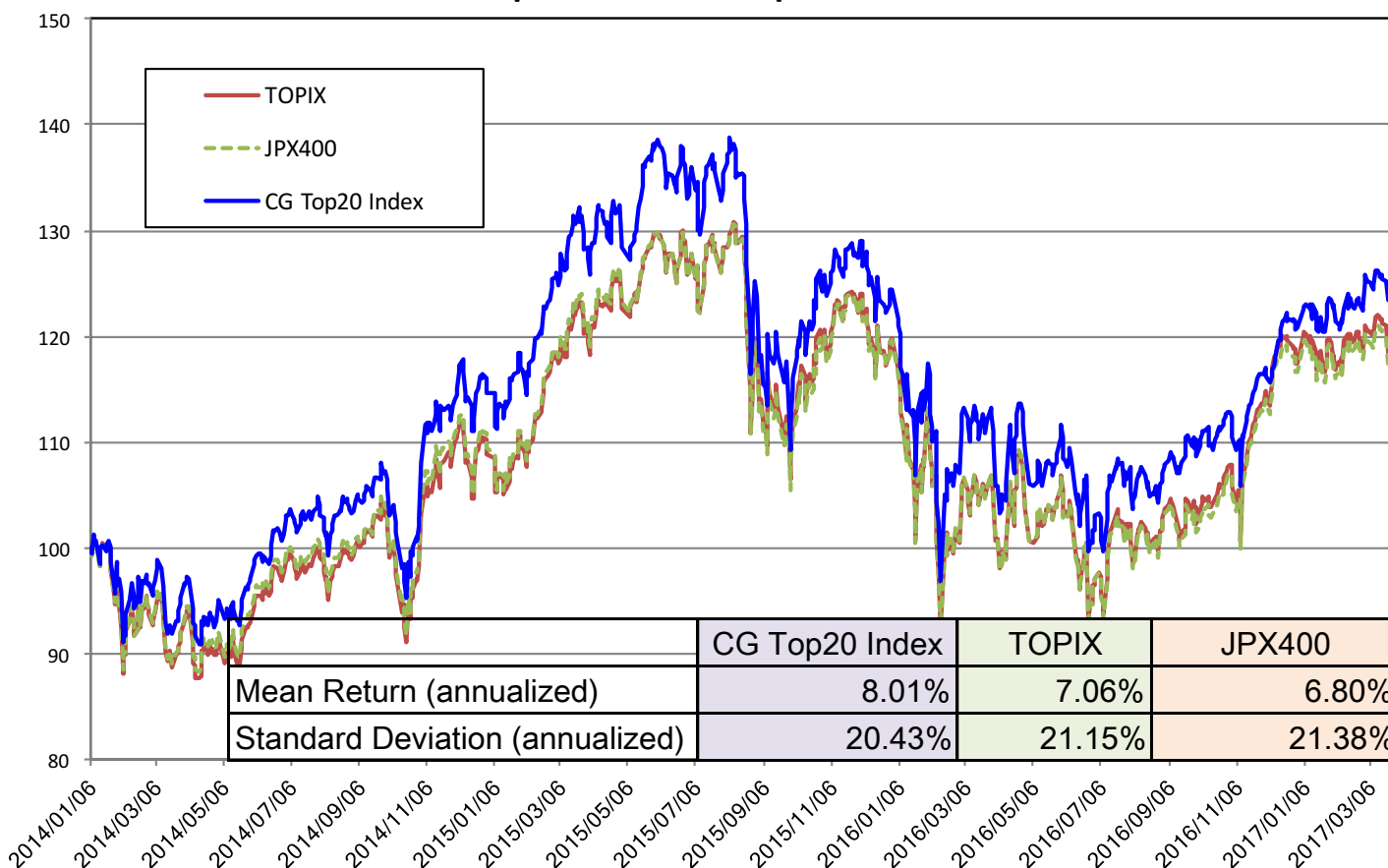
Relatively compact board is good for the not-large company. Ideally the majority of the Board of Directors should be independent of management. In real, gradual but steady improvement should be expected. First of all, directors should be elected every year. Diversity would be the next step.

一部抜粋

METRICAL CGスコアの利用

■株価パフォーマンス分析

CG Top 20 Index Vs. Topix and JPX400



(Note) Data period is from January 2014. January 6 2014=100.

CG Top20 Index is equal-weighted dollar amount invested in each 20 company.

(Source) Tokyo Stock Exchange

METRICAL CGスコアの利用

■株価パフォーマンス分析

➤CG Top20 composites は毎年7月に見直される。

CGR 07/2015			
Rank	Company	会社名	CG score
1	HOYA	HOYA	90.70
2	Kao	花王	84.80
3	Miraca Holdings	みらかホールディ	84.60
4	Shiseido	資生堂	82.30
5	BRIDGESTONE	ブリヂストン	81.70
6	Astellas Pharma	アステラス製薬	81.10
7	Japan Exchange Group	日本取引所グルー	80.00
8	ORIX	オリックス	79.00
9	ANRITSU	アンリツ	78.70
10	Lawson	ローソン	78.40
11	KONICA MINOLTA HOLDINGS	コニカミノルタ	78.00
12	MISUMI Group	ミスミグループ本	77.50
13	NITTO DENKO	日東電工	76.60
14	OMRON	オムロン	76.30
15	Resona Holdings	りそなホールディ	76.10
15	USS	ユー・エス・エス	76.10
17	KOMATSU	小松製作所	75.50
18	DISCO	ディスコ	75.40
18	TDK	TDK	75.40
20	SANTEN PHARMACEUTICAL	参天製薬	75.30
Average		平均値	79.18

CGR 07/2016			
Rank	Company	会社名	CG score
1	HOYA	HOYA	95.10
2	Astellas Pharma	アステラス製薬	89.90
3	Lawson	ローソン	88.30
4	Miraca Holdings	みらかホールディ	87.20
5	Shiseido	資生堂	86.40
6	Kao	花王	85.80
7	TDK	TDK	85.40
8	KDDI	KDDI	82.60
9	USS	ユー・エス・エス	82.30
10	Japan Exchange Group	日本取引所グルー	81.70
10	KONICA MINOLTA HOLDINGS	コニカミノルタ	81.70
12	BRIDGESTONE	ブリヂストン	81.30
13	OMRON	オムロン	81.20
13	ORIX	オリックス	81.20
15	SYSMEX	シスメックス	80.70
16	JSR	JSR	80.60
17	ANRITSU	アンリツ	80.50
18	NAMCO BANDAI Holdings	バンダイナムコホ	80.00
19	NITTO DENKO	日東電工	79.70
20	Nabtesco	ナブテスコ	79.60
Average		平均値	83.56

掲載される情報が信頼できると判断した情報源をもとにメトリカル(以下、「当社」と称します。)が作成・表示したのですが、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性について、当社は保証を行なっておりません。また、いかなる責任を持つものでもありません。本資料に記載された内容は、作成時点において作成されたものであり、予告なく変更する場合があります。本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権は当社に帰属し、事前に当社への書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。当社が提供する投資情報は、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。当社が提供する投資情報は、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

BDTI/METRICAL共同研究

■ 共同研究の目的

- Board Practiceのどのクライテリアがコーポレートガバナンスの「リトマス紙」として有効なのか探る。
- Board Practiceの各クライテリアとActionを含めたコーポレートガバナンス、ROE, ROA等との因果関係を探る。

■ 分析方法

- TOPIX100を構成する100社について、CG報告書およびCGガイドラインを読み込んで、Board Practiceの指名方針、研修方針、報酬方針、取締役会評価について詳細分析する。
- Board Practiceの詳細評価とMETRICALスコアと比較分析する。

BDTI / METRICAL 共同研究

■ 比較分析のためのデータ収集問題

- 多様な情報ソースにデータが分散し収集が大変。
- 収集した情報ソースの中にはデータをコピー＆貼り付けできないPDFファイルがある。

■ BDTIサーチエンジンを使えば

- ワンストップで最新のデータを収集できる。
- PDFファイルのデータまたは検索結果の内容をコピー＆貼り付けできる上、様々な形式に変換できる。

データ収集問題(1)のソリューション

最新情報を探すのが大変！一度に様々な種類の情報を集めるには時間がかかる。

➤BDTI”**開示情報検索エンジン**”は、①企業を検索、②メニューから様々な種類の最新情報をワンストップで収集。

▼その他資料

ニュースリリース
IRライブラリー
決算短信
有価証券報告書等
大株保有報告書
自己株券買付状況報告書
公開買付等（発行者情報）
IFRS決算書
説明会資料
経営計画
アニュアルレポート
統合報告書
CSR報告書
環境報告書
企業理念
行動基準
ダイバーシティ
女性の活躍推進サイト情報

適時開示速報 ガバナンス報告書 CGガイドライン 株主総会参考書類 議決権行使結果

キリンホールディングス [2503]

東証一部 | 食料品

【議決権行使結果】

議決権行使結果 決議通知

BDTIサーチ ウェブ全体で検索

データ収集お助けツール スプレッドシート

キリンホールディングス：臨時報告書 - EDINET

株主総会 過去の株主総会 | 株式関連情報 | IR・投資家情報 | キリン ...

www.kirinholdings.co.jp/irininfo/stock/archive.html

第176回定時株主総会招集ご通知(2.81MB)・第176回定時株主総会決議ご通知(110KB)・第176回定時株主総会招集ご通知 ... 連結計算書類の連結注記表、計算書類の個別注記表) (240KB)・第176回定時株主総会における議決権行使の結果について ...

株主総会 当年定時株主総会 | 株式関連情報 | IR・投資家情報 | キリン ...

データ収集問題(1)のソリューション

- 例えば、企業のCGガイドライン、議決権行使結果、CG報告書等を調べるときに、EDINETや企業のHP等多数のサイトを確認しなくても検索エンジンを使えば簡単に最新情報を見つけることができる。

BDTI

公益社団法人
 会社役員育成機構

A certified "public interest" nonprofit

適時開示速報

ガバナンス報告書

CGガイドライン

株主総会参考書類

議決権行使結果

LIXILグループ [5938]

東証一部 | 金属製品

【CGガイドライン】

コーポレートガバナンスガイドライン

BDTIサーチ

データ収集お助けツール

スプレッドシート

LIXIL グループ・コーポレートガバナンス・ガイドライン 株式会社 LIXIL ...

<https://www.lixil.com/jp/about/.../CorporateGovernanceGuideline160215.pdf>

2015年12月22日 ... LIXIL グループ・コーポレートガバナンス・ガイドライン. 第 1 章 総則. 第 1 条 目的. 1. このガイドライン（以下「本ガイドライン」という。）は、株式会社 LIXIL グループ。（以下「当社」という。）並びに当社の子会社及び関連会社（以下「当社グループ」）。

ガバナンスガイドライン・報告書 | IR資料 | 株主・投資家向け情報 ... - lixil

https://www.lixil.com/jp/investor/.../governance_guidelines.html

LIXILグループ・コーポレートガバナンス・ガイドライン

第1章 総則

第1条 目的

1. このガイドライン（以下「本ガイドライン」という。）は、株式会社 LIXIL グループ（以下「当社」という。）並びに当社の子会社及び関連会社（以下「当社グループ」という。）におけるコーポレートガバナンスに関する基本的な考え方を示すものである。
2. 当社は、本ガイドライン第 2 条で定めるグループ経営理念の実現に向けて持続的な企業価値の向上を最大限実現することのできる最良の企業統治システムを構築するよう日々努力するものとし、本ガイドラインにおいてその内容を示すことで、株主その他のステークホルダーに対する当社のコミットメントとし、かつ当社の自己規範として機能させる。
3. 当社は、本ガイドラインの最新版を、当社のウェブサイト上で公開する。

第2条 グループ経営理念

当社のコーポレートガバナンスに関する最も基本的な考え方は、グループ経営理念を実現するために必要な企業統治システムの構築である。当社のグループ経営理念の概要は以下

データ収集問題(2)のソリューション

PDFはコピーができない！文章がグチャグチャに表示される！

- BDTI”**開示情報検索エンジン**”ではほとんどのPDFの内容をコピー＆貼り付けが出来る状態に変え、文章のライン・ブレイクなどを簡単に補整することができる。

取締役会は取締役
13
名(うち社外取締役
2
名)と監査役
5
名(うち社外監査役
3
名)(平成
27
年
6
月末現在)で構成され、重
要な業務執行を決定し、取締役の職務の執行を監督しています。(社外
取締役
2
名及び社外監査役
3
名は、一般株主と利益相
反が生じる恐れのない独立役員です。)

取締役会は取締役 13 名(うち社外取締役 2 名)と監
査役 5 名(うち社外監査役 3 名)(平成 27 年 6 月末
現在)で構成され、重 要な業務執行を決定し、取締
役の職務の執行を監督しています。
(社外取締役 2 名及び社外監査役 3 名は、一般株
主と利益相 反が生じる恐れのない独立役員です。)

データ収集問題(3)のソリューション

内容と比較したい
からPCに保存して
いるPDFもコピー
できないかな？

- 開いたファイルも検索結果も、**BDTI**“**お助けツール**”と“**文章補整ツール**”を利用すればテキスト形式などで抽出、補整、スプレッドシートに落とし込める。検索結果を様々なファイル形式に変換することもできる。

The screenshot shows the BDTI website interface. At the top, the BDTI logo is displayed alongside the text '公益社団法人 会社役員育成機構' and 'A certified "public interest" nonprofit'. Below this is a navigation bar with links: '適時開示速報', 'ガバナンス報告書', 'CGガイドライン', '株主総会参考書類', and '議決権行使結果'. The main content area features the title '三井住友フィナンシャルグループ [8316]' with the subtitle '東証一部 | 銀行'. Below this, a section titled '【株主総会参考書類】' contains a search bar with the text '株主総会参考書類 招集ご通知'. Under the search bar are two buttons: 'BDTIサーチ' and 'ウェブ全体で検索'. A red circle highlights the 'データ収集お助けツール' icon, which is a PDF document with a green arrow pointing to a spreadsheet icon. To the right of this circle is a 'スプレッドシート' icon. At the bottom of the page, the text '第14期 定時株主総会招集ご通知 - 三井住友フィナンシャルグループ' is visible.

BDTI/METRICAL共同研究(フェーズⅠ)

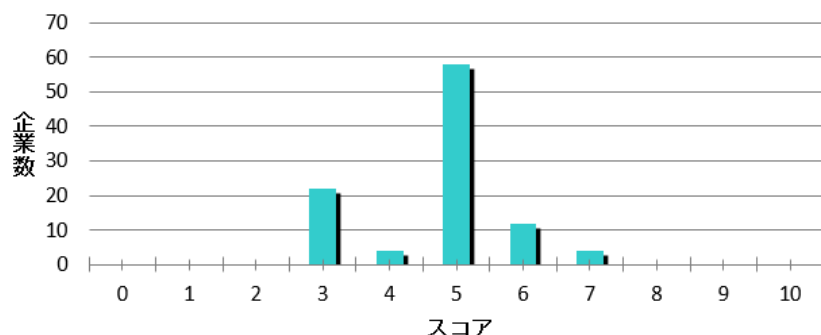
■TOPIX100社のスコアリング方法

会社名	「取締役・監査役の選任方針・手続き」についての説明		A) 候補者選任組織		B) 探索・指名プロセス			C) 役員の選任基準		
	右の点数はウェイト加算後の点数です。	詳細説明	1)取締役会の委員会又は諮問委員会が指名候補の探索、提案または選定を担当していることが明記されている	2)その会議体には執行者、業務取締役など独立でない方がメンバーになっていない。(独立役員もしくは社外役員だけで構成)	1)候補者の探索プロセスについて具体的な記載がある。	2)候補者をexecutive search firm、外部団体等を利用し幅広いプールの中から選択することを明記している。	3)候補者の探索に関する指名委員会の役割が明記されている。	1) 探しているスキル、知識および経験は具体的なもので、将来の戦略、環境変化、多様性などの必要性に結びつけられている。また、そのようなコンセプトを使用しているエビデンスがある。、 (例：将来向けてのニーズを勘案して具体的なスキルまたは知識の種類についての明記、また、「ニーズ・マトリックス」の使用、など)	2) 探しているスキル、知識および経験は特定されている。一般的な役員が持つべき知識及び経験(例えば、法律、ガバナンス知識、会計、ファイナンス、企業戦略など)である。(ガバナンス・コードの文言の繰り返し開示(例：「役員に相応しい知識」はこれに該当しない。))	3) 社内出身の役員と社外出身の役員のいずれの条件を適用したのかわかる。
	Weight ---->		1.5	1.5	1	1	1	1	1	1
最高点数	最高点数ケース (ウェイト加算前)		1	1	1	1	1	1	1	1
	最高点数 (ウェイト加算後)	12.0	1.5	1.5	1	1	1	1	1	1
	採点項目		①指名(諮問)委員会が担当することの明記	②独立取締役が委員会メンバーに含まれている	①具体的探索プロセスの明記	②探索に社外リソースの利用	③指名委員会の役割の明記	①ニーズベースで探索	②スキル、経験がマッチ	③社内・社外役員両方に左記①②いずれかで適用
	CG報告書	CG Guideline on compaby web site	点数合計	1.5	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
会社A	(iv)取締役会が経営陣幹部の選任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続 基本方針第22条(取締役等)及び第25条(監査役)をご参照ください。 http://www.	(取締役等) 第22条 当社は、当社事業に関する知識・技術並びに国際的な経験を有し、業務に精通した社内出身者に加え、資源・エネルギー業界や財務・法務その他の分野において、企業経営経験者、学識経験者又はその他の専門家等として、豊富な経験と幅広い見識を有する社外の人材を、各々取締役候補者として選定します。	2.0	0	0	1	0	0	1	0
会社B	当社では、コーポレートガバナンス・コードの各原則に基づく開示事項を含め、基本原則・原則・補充原則の各73原則すべてに対する当社の取り組み状況や取り組み方針について、「コーポレートガバナンス・コードに関する当社の取り組み」として、次の当社ホームページに掲載しております。 また、「コーポレートガバナンス・コードに関する当社の取り組み」の英文を当社英語版ホームページに掲載しております。 「コーポレートガバナンス・コードに関する当社の取り組み」 http://www. (英文) : http://www.	iv)社外取締役及び社外監査役の選任に係る社外役員の選任ガイドライン及び社外役員の独立性基準を定め、株主総会 招集通知及び有価証券報告書にて開示しています。 また、取締役候補者の選任や次期経営体制は、社外取締役全員及び監査役全員で構成される評価委員会が中心となり毎年実施する取締役の相互評価に基づき決定することで、公正かつ透明性の高い手続きを行っています。(v) 新任候補者、	5.0	1	1	1	0	1		
会社C	(4)指名の方針と手続き 当社の取締役・監査役候補者の指名を行うにあたっての方針と手続きについては、当社ホームページにて開示していますので、ご参照ください。 (http://www.) (5)個々の選任・指名についての説明 当社の社外取締役・社外監査役候補者の指名を行うにあたっては、株主総会招集通知の株主総会参考書類に記載するとともに、取締役・監査役候補者の指名の説明については、当社ホームページにて	7. 当社は、各取締役の指名、報酬に係る機能の独立性・客観性を強化するため、取締役会の諮問機関として、「指名諮問委員会」、「報酬諮問委員会」を設置する。 また、取締役会は、必要に応じて、その他の取締役会内委員会(ボード委員会)を設置する。 [4-10①]8. 指名諮問委員会及び報酬諮問委員会の委員は、その半数以上を社外取締役とし、各	5.0	1	1	1		1		

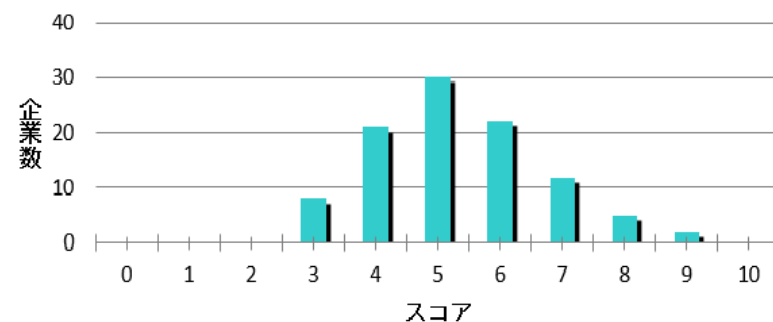
BDTI/METRICAL共同研究(フェーズⅠ)

■TOPIX100社のスコアリンググラフの例

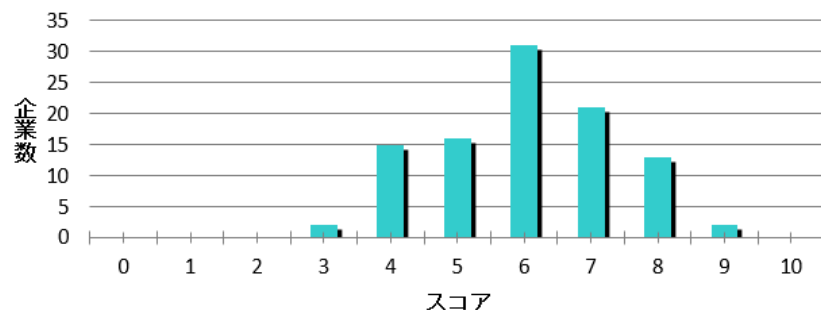
役員選任方針



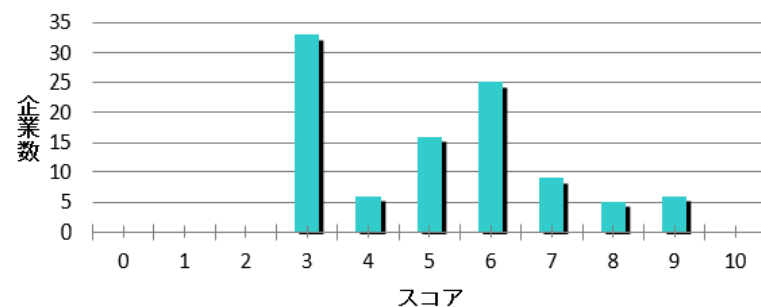
役員研修方針



役員報酬方針



取締役会評価



BDTI/METRICAL共同研究(フェーズⅠ)

■ Board PracticeとROA, ROEの相関分析

- 現状Board Practice クライテリアはROA, ROEに対して有意性のある正の相関は確認されていない。
- ✓ 独立取締役比率は実績ROEに対して負の相関 ↓ ? (後程解説)
- ✓ 役員指名方針も実績ROA, 予想ROAと予想ROEに対して相当程度高い有意性で負の相関 ↓、役員研修方針も実績ROEに対して負の相関 ↓ を示すなど、多くの企業でBoard PracticeがActionと結果に繋がっていないとみられる。

TOPIX100社		役員指名	役員研修	役員報酬	取締役会評価	独立取締役比率
予想ROA	相関係数	—	+	+	+	—
	有意性	△	X	X	X	X
予想ROE	相関係数	—	+	+	+	+
	有意性	△	X	X	X	X
実績ROE	相関係数	—	—	—	—	—
	有意性	X	△	X	X	○
実績ROA	相関係数	—	—	—	+	—
	有意性	△	X	X	X	X

(Source) METRICAL INC.

(Note) 有意性○は95%信頼レベル、△は90%信頼レベル

一部抜粋

→ 詳細はAppendix 2をご参照ください。

BDTI/METRICAL共同研究(フェーズⅠ)

■ 実績ROAが高くなるのはBoard Practice + Actionのどのクライテリア？

ファクター
役員指名
役員研修
役員報酬
取締役会評価
独立取締役%
インセンティブ・プラン
株式保有/売上高が少ない
配当政策
株式発行
株式消却
買収防衛策
成長戦略
現金保有/売上高が少ない
親会社・大株主持分が少ない

有意性	相関係数
X	+
X	-
X	-
X	+
X	-
X	-
△	+
X	+
X	+
△	+
X	-
○	+
○	-
X	+

実績ROAを14クライテリアで重回帰分析

- Board Practiceクライテリアとの相関関係に有意性はなかった。
- ✓ 「成長戦略」に有意性のある正の相関、「株式保有」「株式消却」にも相当程度高い有意性で正の相関。
- ✓ 「現金保有が少ない」が実績ROAと有意性がある負の相関。 (恐らく収益率が高い結果)

→詳細はAppendix 3をご参照ください。

BDTI/METRICAL共同研究(フェーズⅠ)

■実績ROEが高くなるのはBoard Practice + Actionのどのクライテリア？

ファクター	有意性	相関係数
役員指名	X	+
役員研修	△	-
役員報酬	X	+
取締役会評価	X	-
独立取締役%	○	-
インセンティブ・プラン	X	-
株式保有/売上高が少ない	X	+
配当政策	X	+
株式発行	X	+
株式消却	X	+
買収防衛策	X	-
成長戦略	○	+
現金保有/売上高が少ない	X	-
親会社・大株主持分が少ない	X	+

実績ROEを14クライテリアで重回帰分析

➤ 独立取締役比率は実績ROEと負  の相関を示すなど十分効果を発揮していると思われる。

→ 詳細はAppendix 4をご参照ください。

BDTI/METRICAL共同研究(フェーズⅠ)

■ 分析結果のまとめ

- 相関分析、重回帰分析ともにBoard Practiceクライテリアのスコア上昇とROAおよびROEの間の相関関係に関して合理的な統計結果は確認されなかった。

■ 「なぜ」??

- CG改革はまだ初期で評価する段階に至っていない。効果が現れるには一定の時間が必要ではないか？
- Board Practiceの各方針には曖昧な表現が多く、方針通りに実行されていないのではないか？
- TOPIX100の会社はCG改革のスピードが遅いのではないか？偶々内容の伴わない会社が見かけを良くしようとしたことが統計に表れたただけなのか？
- ✓ しかし、100社のBoard Practiceは統計上分散されていないことから、単に改革のスピードが遅れている可能性が高い。
- ✓ Board Practice の進捗度に差がないということは形式基準を整えたに過ぎないということなのか？

→もっと大きなユニバースで分析すべき。JPX400を加えてフェーズⅡへ。

BDTI/METRICAL共同研究(フェーズⅡ)

■ 分析の発展ーフェーズⅡ 分析

- Board Practice評価をMETRICALのスコアに簡略化し、調査対象をTOPIX100+JPX400を中心とした*METRICALコアユニバース494社に拡大して改めて分析。

* METRICALコアユニバース*は、TOPIX100およびJPX400に2015年6月時点の構成銘柄+当時TOPIX100選定基準相当およびJPX400選定候補の銘柄+その後各インデックスに追加された銘柄および除外された銘柄も継続調査。(TOPIX100選定基準相当・・・時価総額及び流動性の高い100社相当)
(JPX400選定候補・・・既存JPX400銘柄相当の市場流動性、過去3期黒字、3年平均ROEおよび2名以上の独立取締役等参考に候補)

- 実績ROE, ROA に加え**トービンのqについて、Board Practice + Actionの各クライテリアとの相関関係进行分析する。

**トービンのqは(負債合計+株式時価総額)/総資産

2016	企業数*	トービンのq	ROA	ROE	トービンのq < 1.0	ROA < 3%	ROE < 5%
TSE1	1,998	1.31	3.90%	7.93%	1,010	833	582
TSE2	531	1.03	1.57%	4.37%	353	308	253
TSE1+TSE2	2,529	1.25	3.41%	7.19%	1,363	1,141	835

(Source) Bloomberg

- 494社を実績ROEの $\geq 7\%$ と $< 7\%$ の2つのグループに分けて、何か特徴が見出せるか分析する。

BDTI/METRICAL共同研究(フェーズⅡ)

■ 全494社の実績ROA, ROE, TQとの相関分析結果

- Board Practiceクライテリアは実績ROE, ROA, トービンのqに対し、いずれも負の相関が多いことから、今のところ直接的な効果は薄いとみられる。
- Actionで「株式保有(が少ない)」「株式発行(が少ない)」「株式消却」「成長戦略」及び「METRICALスコア」が有意性の高い正の相関。
- 「現金保有/売上高(が少ない)」「創業者・親会社など大株主持分が少ない」が有意性の高い負の相関。

一部抜粋

494社		役員指名	役員報酬	インセンティブ・プラン	独立取締役比率	株式保有が少ない	株式発行	株式消却	成長戦略	現金保有が少ない	親会社・大株主持分が少ない	METRICALスコア
実績ROE	相関係数	—	—	—	—	+	—	+	+	—	—	+
	有意性	○	○	○	X	○	X	○	○	○	○	○
実績ROA	相関係数	—	—	—	—	+	+	+	+	—	—	+
	有意性	○	○	○	X	○	○	○	○	○	○	○
トービンのq	相関係数	—	—	—	+	+	+	+	+	—	—	+
	有意性	△	○	△	X	○	△	○	○	○	○	○

(Source) METRICAL INC.

(Note) 優位性○は95%信頼レベル、△は90%信頼レベル

→ 詳細はAppendix 5をご参照ください。

BDTI/METRICAL共同研究(フェーズⅡ)

- 実績ROAが高くなるBoard Practice + Actionクライテリアは？
(実績ROE $\geq$ 7%グループ357社)

ファクター	有意性	相関係数
役員指名	X	－
役員報酬	X	＋
取締役のダイバーシティ	X	－
インセンティブ・プラン	X	－
独立取締役％	X	－
株式保有/売上高が少ない	○	＋
配当政策	X	＋
株式発行	△	＋
株式消却	○	＋
成長戦略	○	＋
現金保有/売上高が少ない	○	－
買収防衛策	X	－
親会社・大株主持分が少ない	○	－

実績ROAを13クライテリアで重回帰分析

- Board Practiceクライテリアとの有意性は確認されなかった。
- 「現金保有/売上高が高い」「創業者・親会社など大株主持分が少ない」と実績ROAは優位性のある負の相関 ↓ という結果も確認された。

BDTI/METRICAL共同研究(フェーズⅡ)

- 実績ROAが高くなるBoard Practice + Actionクライテリアは？
(実績ROE<7%グループ137社)

ファクター	有意性	相関係数
役員指名	X	－
役員報酬	X	＋
取締役のダイバーシティ	X	＋
インセンティブ・プラン	X	－
独立取締役％	X	－
株式保有/売上高が少ない	X	－
配当政策	X	＋
株式発行	○	＋
株式消却	X	＋
成長戦略	X	＋
現金保有/売上高が少ない	X	－
買収防衛策	X	－
親会社・大株主持分が少ない	X	＋

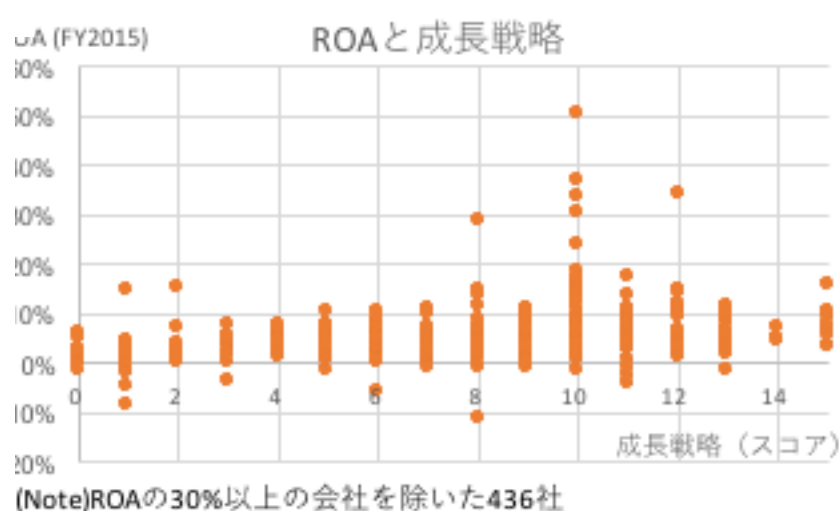
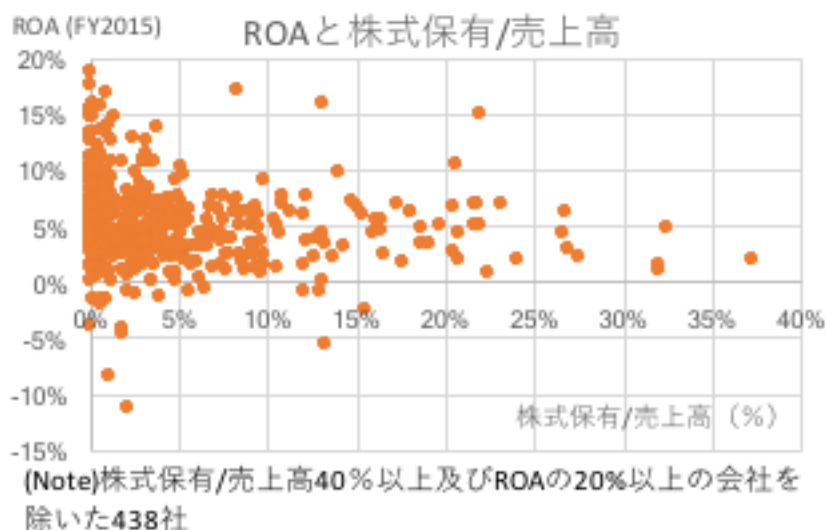
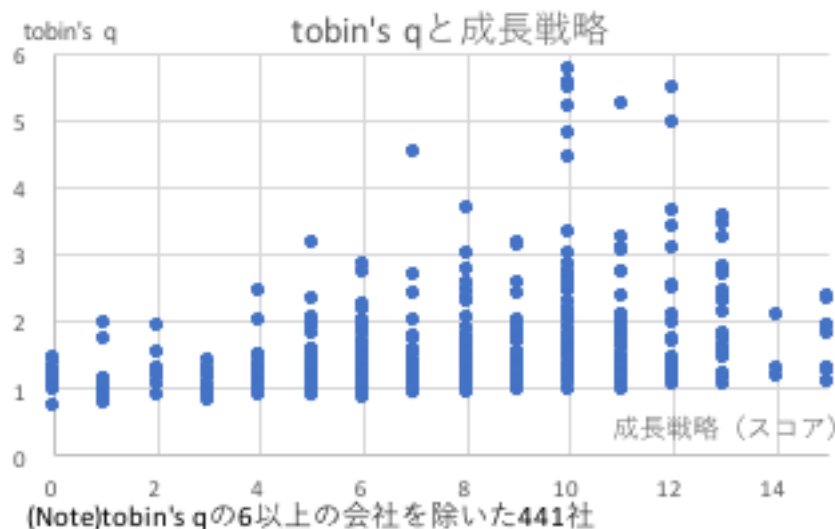
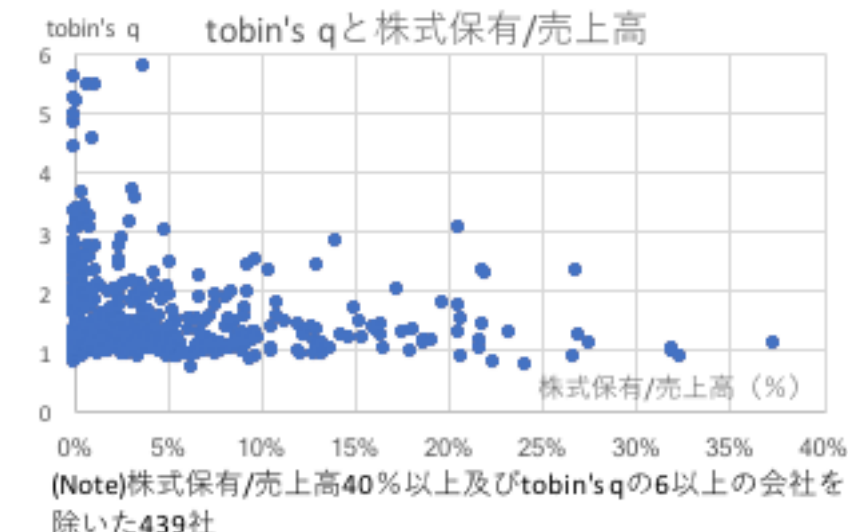
実績ROAを13クライテリアで重回帰分析

- 「株式発行が少ない」以外のファクターで実績ROAとの相関実績ROAとは確認されなかった。

→ 詳細はAppendix 7をご参照ください。

BDTI / METRICAL共同研究(フェーズⅡ)

■Actionとトービンのqおよび実績ROA(金融を除く447社)



BDTI / METRICAL共同研究(フェーズⅡ)

■独立取締役比率とは相関がない？負の相関？

➤全494社独立取締役比率別に分析するとどうなるか？

✓多くの会社が独立取締役比率40%未満のグループに留まっている。Board Practiceの進捗状況は横並びで、総じて進んでいないのではないかな？

✓独立取締役比率50%超グループのトービンのq,実績ROA,実績ROE及びMETRICALスコアは目立って向上する。独立取締役比率過半数超を実効性が表れる目安にできるのではないかな？

50%超の
収益率、
TQが高くなる

この辺りに
多くか
たまっている

独立取締役比率	企業数	株式保有スコア	平均Tobin's Q	平均ROA	平均ROE	平均METRICAL
> 60%	9	5.1	2.00	6.8%	14.2%	7.6
> 55%	23	5.7	2.22	5.9%	11.4%	7.2
> 50%	26	5.3	2.13	5.6%	11.1%	7.1
> 45%	49	6.0	1.84	4.5%	9.0%	7.0
> 40%	66	5.8	1.71	4.5%	9.5%	6.9
> 35%	106	5.5	1.57	4.3%	9.0%	6.8
> 30%	151	5.2	1.57	4.4%	9.2%	6.7
> 25%	211	5.4	1.65	4.7%	10.0%	6.6
> 20%	299	5.5	1.62	4.8%	10.2%	6.4
> 15%	416	5.4	1.59	4.8%	10.4%	6.2
> 10%	467	5.4	1.62	4.9%	10.4%	6.2
> 5%	489	5.5	1.62	5.0%	10.5%	6.1
全企業	494	5.5	1.62	5.0%	10.5%	6.1

BDTI / METRICAL共同研究(フェーズⅡ)

■全494社独立取締役比率のグループごとにどうなるか？

➤現実には複雑！過渡期中、>50%効果、大株主効果、業績いい企業(JPX400)の自信？

55%超の
収益率、
TQが高くなる？

大株主が
存在する
か、既に業
績がいい
経営者？

独立取締役比率	企業数	株式保有スコア	平均 Tobin's Q	平均ROA	平均ROE	平均METRICAL スコア
>60%	9	5.1	2.00	6.8%	14.2%	7.6
>55<=60%*	14	6.1	2.37	5.4%	9.6%	6.9
>50<=55%	3	2.3	1.41	2.7%	9.2%	6.5
>45<=50%	23	6.7	1.50	3.3%	6.5%	6.8
>40<=45%	17	5.2	1.36	4.4%	11.0%	6.8
>35<=40%	40	5.0	1.33	4.1%	8.2%	6.7
>30<=35%	45	4.5	1.57	4.6%	9.7%	6.5
>25<=30%	60	5.8	1.86	5.6%	12.1%	6.4
>20<=25%	88	5.7	1.54	5.0%	10.6%	5.8
>15<=20%	117	5.2	1.52	4.8%	10.8%	5.9
>10<=15%	51	5.9	1.87	6.0%	11.2%	5.5
>5<=10%	22	5.9	1.56	5.6%	11.1%	5.3
<=5%	5	8.6	1.78	8.6%	12.1%	5.1
全企業	494	5.5	1.62	5.0%	10.5%	6.1

平均値(東芝を除いたら*)

6.0 2.5 6.4% 15.4% 7.1

BDTI / METRICAL共同研究(フェーズⅡ)

■分析結果のまとめ

- やはりTOPIX100 社の分析結果と同様に、Board Practiceクライテリアのスコア上昇と実績ROA ,ROEおよびトービンのqの間の相関関係に関して、合理的な統計結果は確認されなかった。CGの研究は今後も時間をかけて分析していく必要があるものの、いくつか見えてきたものもある。

BDTI / METRICAL共同研究(フェーズⅡ)(続き)

■ 仮説??

- 独立取締役比率が50%超グループでは、ROA、ROE、トービンの q および METRICALスコアのパフォーマンスが目立って向上する傾向が確認されたことから、独立取締役比率が過半数を超えるとコーポレートガバナンスと結果のパフォーマンスに相当のインパクトがあると期待できる。

→ただし、独立取締役比率が50%を超える会社はまだ僅かに過ぎない。過半数の独立取締役によってコーポレートガバナンスが改善した結果がパフォーマンスの向上に寄与したものなのか、収益率など高いパフォーマンスが故の経営に対する自信が過半数の独立取締役で構成される取締役会を産んだものか、「鶏と卵」の関係であることも想定できる。

- 独立取締役比率中下位グループでは、実際に地道にコーポレートガバナンスの改善に取り組んでいる会社もあると思われるが、494社まで調査対象を拡大しても全体としてみると統計上の効果として表れていない。

→地道に改善中の会社の効果は、いわば形式基準を整えただけでActionと結果が伴わない会社群にオフセットされて、全体としての統計上有意性のある正の相関として表れていない。「仏を作って魂入れず」であってはいけない。

BDTI / METRICAL共同研究(フェーズⅡ)

■ 仮説??

- 実績ROE,ROA,トービンのqの改善に効果が見られるのは、現状「株式保有が少ない」「株式発行が少ない」「株式消却」「成長戦略」のActionのクライテリアである。

→効果的にActionが価値創造につながるBoard Practiceの仕組みを作っていないと「絵に描いた餅」になってしまう。

- 「現金保有/売上高が少ない」「創業者・親会社など大株主持分が少ない」とROA,ROEおよびトービンのqは有意性の高い負の相関が確認された。

→キャッシュ創出力の高い会社ほど結果としてキャッシュを抱えていて、事業再投資が少ないか株主還元が足りていない。また、大会社子会社や創業者経営企業は収益力が高い場合が多い。

- 今後は東証1部上場会社全体を表すグループで調査する必要がある。

→今回の調査対象の多くはROEなど収益性および時価総額において上位の会社が対象であった。収益性の高くない、それ以外の会社を対象に加えると、もう少し偏差のある結果になると予想される。現在のコーポレートガバナンスの進捗は様々な背景(3グループ?)に混在していると言える。

株式会社メトリカル

Tel: 03-4405-6223

Email: akimatsumoto@metrical.co.jp

<http://www.metrical.co.jp/>

ご静聴ありがとうございました。

掲載される情報が信頼できると判断した情報源をもとにメトリカル(以下、「当社」と称します。)が作成・表示したのですが、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性について、当社は保証を行なっておりません。また、いかなる責任を持つものでもありません。本資料に記載された内容は、作成時点において作成されたものであり、予告なく変更する場合があります。本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権は当社に帰属し、事前に当社への書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。当社が提供する投資情報は、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。当社が提供する投資情報は、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

All rights are reserved by METRICAL INC. and
The Board Director Training Institute of Japan (公益社団法人会社役員育成機構).