

コーポレートガバナンスの分析と展望

2017年10月

METRICAL INC.

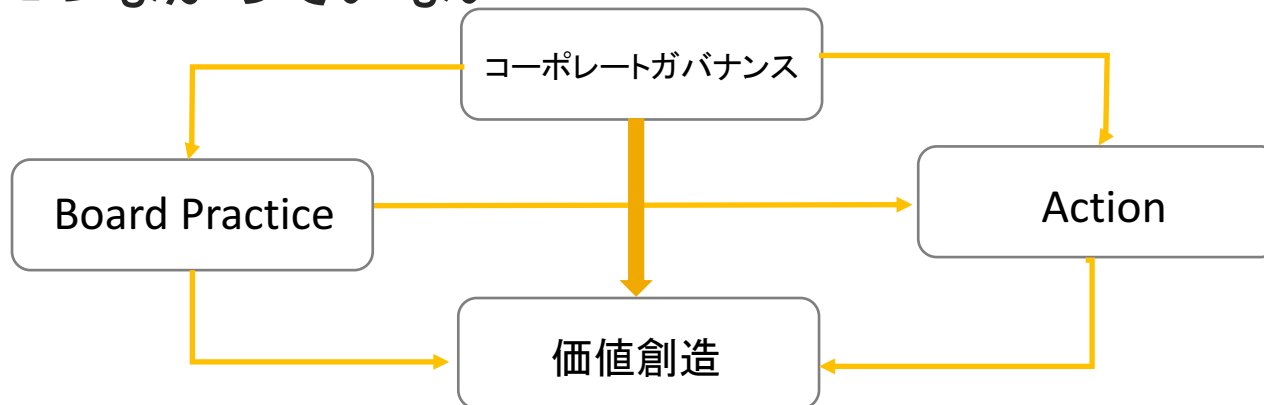
<http://www.metrical.co.jp/>

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).

BDTI/METRICAL共同研究サマリー

■ CGの問題点

- 2015年のCGコード導入後、表面上のBoard Practiceの改良に着手されたが、適正なActionと価値の創造が伴う、真のCG改善につながっていない



■ BDTI/METRICAL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ージュと相関関係を分析した
- 価値の創造とアクションを含めたCGプラクティスのリンクージュを分析するものは少ない

This report is for information purpose only and is based on current public information that we consider reliable, but we do not represent it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. Although we seek to update our research as appropriate, the contents may be different from the most recent fact as the report is published at irregular intervals as appropriate.

This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and any other securities, commodities, and other financial instruments, including cryptocurrencies, and their prices and values, will fluctuate. Investments should be made only if the investor understands and can bear the substantial risk of losing money. There are no assurances that any investment will be profitable, and there are no assurances as to future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur.

2017年の3月分析目的と手法(フェーズ1)

■フェーズ1分析の目的と分析手法

➤ 目的

- ボードプラクティス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、ボードプラクティスの各クライテリアとAction及びコーポレートガバナンス、ROE, ROA等とのリンケージを探る

➤ 分析手法

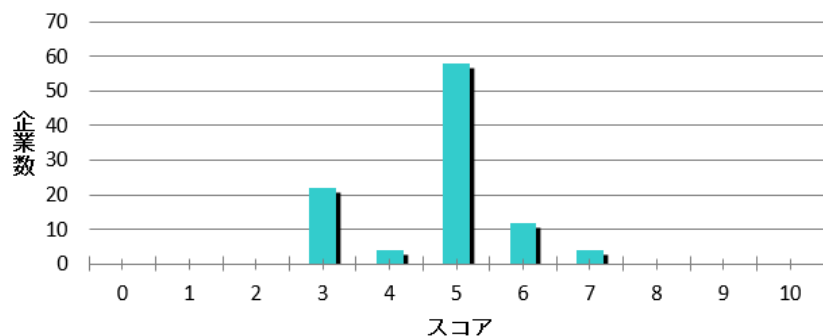
- TOPIX100を構成する100社について、CG報告書およびCGガイドラインを読み込んで、ボードプラクティスの指名方針、研修方針、報酬方針、取締役会 評価について詳細分析

4プラクティスのスコア分布状況(フェーズ1)

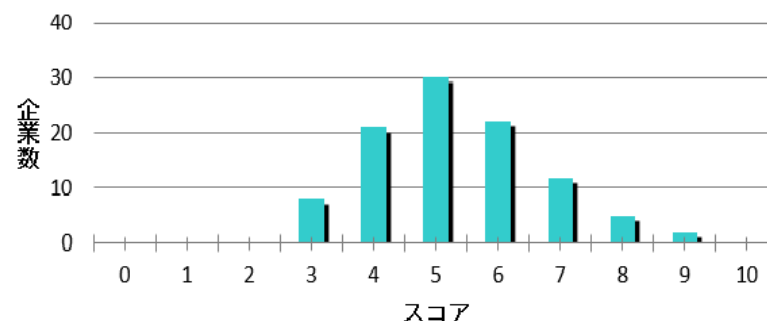
■ TOPIX100社のプラクティスをCG報告書およびCGガイドラインのスコアよりスコアリング

➤ 4プラクティスのスコア分布状況(3/2017)

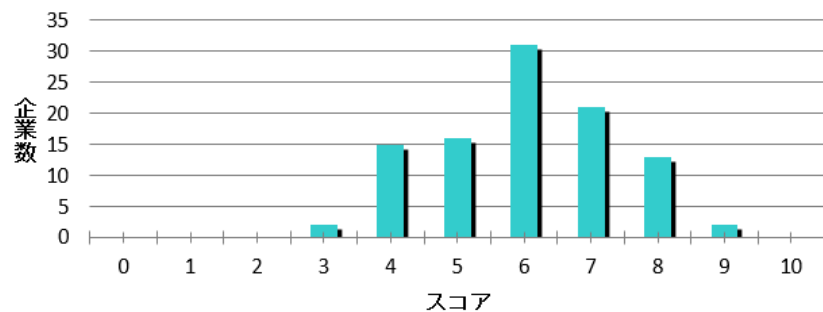
役員選任方針



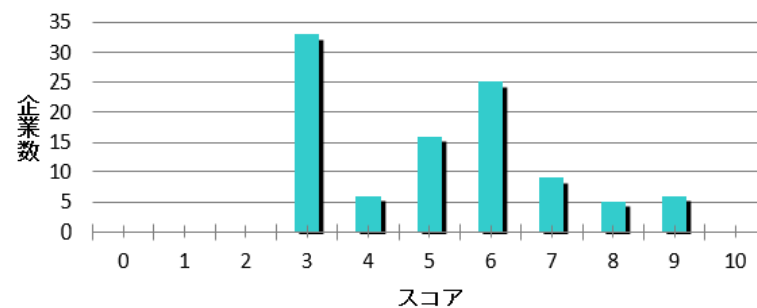
役員研修方針



役員報酬方針



取締役会評価



This report is based on the information provided in the CG report. This report is not intended to be used as a basis for investment decisions.

This report is based on the information provided in the CG report. This report is not intended to be used as a basis for investment decisions.

ボードプラクティスファクター相関分析(フェーズ1)

■ ボードプラクティスとROA、ROEの相関分析(3/2017)

➤ 現状ボードプラクティスのクライテリアは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
- 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→多くクライテリアでボードプラクティスが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

2017年の3月分析結果(フェーズ1)

■フェーズ1分析の結果

➤ 結果

- 相関分析、重回帰分析ともにボードプラクティスのクライテリアのスコア上昇とROA、ROEの間の相関関係に合理的な統計結果は確認されなかった
- 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だけなのか？

→フェーズ2分析へ

2017年の3月分析手法(フェーズ2)

■フェーズ2の分析手法

➤分析手法

- 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
- ボードプラクティス評価をMETRICALスコアリングで行う
- 実績ROE、ROAに加えトービンの q^{**} について、ボードプラクティス+Actionの各クライテリアとの相関関係を分析
- 独立取締役比率ごとに詳細分析

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)

トービンの q^{**} は(負債合計+株式時価総額)/総資産

FY2016	会社数*	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

CGファクター相関分析(フェーズ2)

■ 全494社の実績ROA, ROE, TQとの相関分析結果(3/2017)

- 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	○	△	○	○	○	○	○

This r (Source) METRICAL INC.

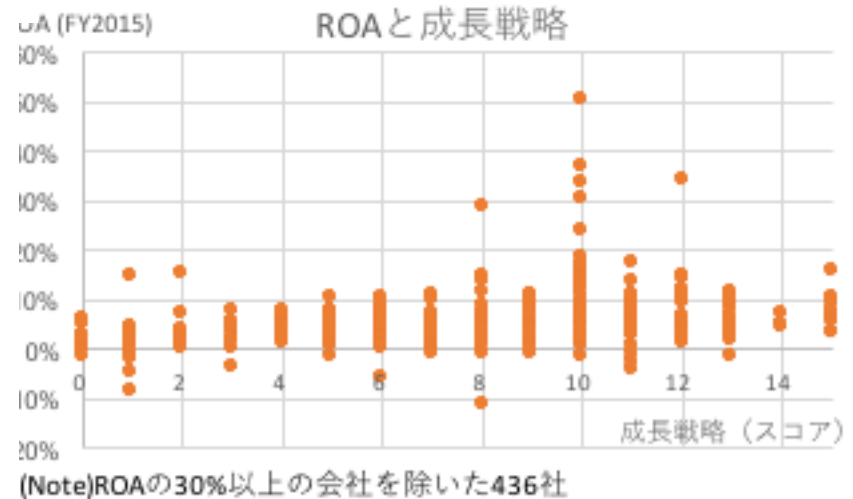
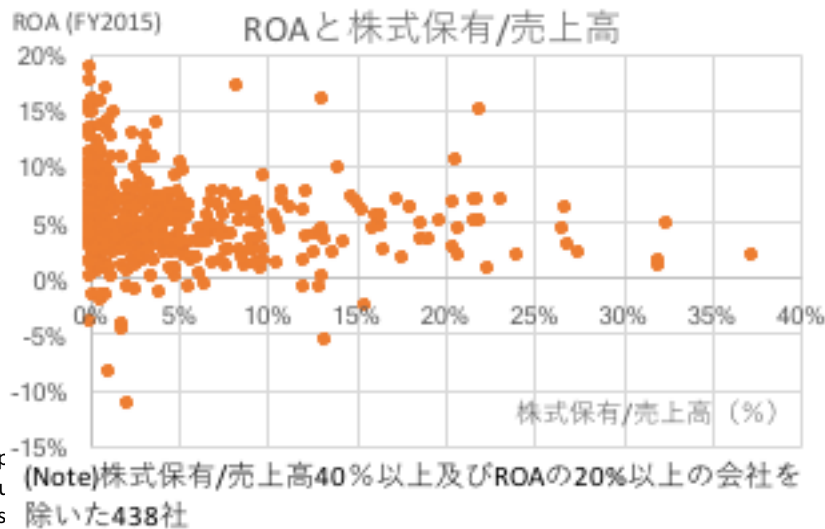
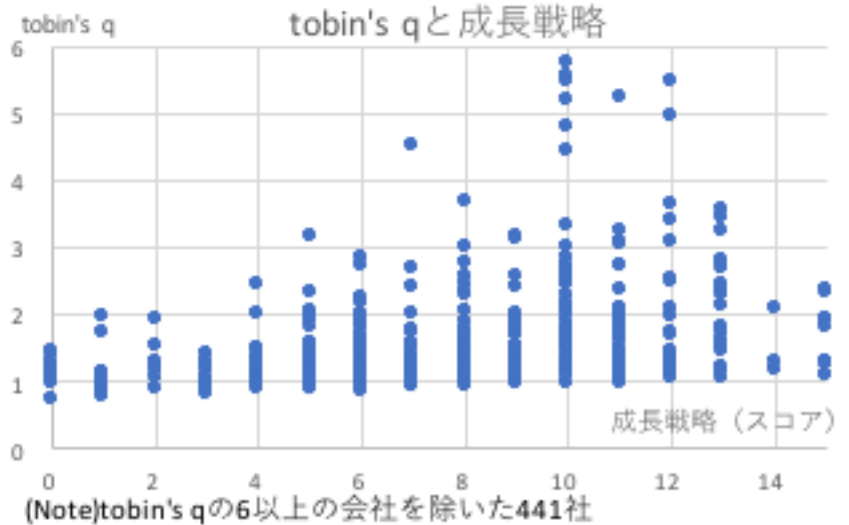
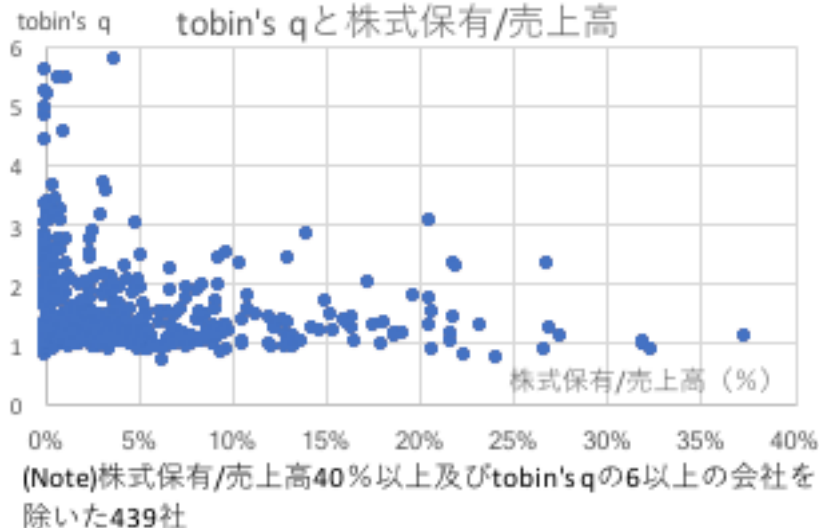
on as (Note) 優位性○は95%信頼レベル、△は90%信頼レベル

This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal investment recommendation or a guarantee of investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and any other securities may fluctuate significantly. There is no assurance that the price of the securities referred to in this research will rise to future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. METRICAL INC. corporate governance, investment research & solutions

ed

アクションファクターの分布 (フェーズ2)

■ 株式保有・成長戦略とトービンq・実績ROA (金融を除く 3/2017)



be relied
priate.

dition where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal

reives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and

vide to future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur.

rest with the reported company.

独立取締役比率とパフォーマンス(フェーズ2)

■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
>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
----------------	-----	-----	------	-------	-----

Data is based on 494 companies, which are composites of TOPIX100, JPX400 and candidates of composites of the both Indices.

investors, financial institutions, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and
side to future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur.
rest with the reported company.

2017年の3月分析結果(フェーズ2)

■フェーズ2分析の結果

➤ 結果

- 実績ROE,ROA,トービンのqの改善に有効なのは、「株式保有が少ない」「株式発行が少ない」「株式消却」「成長戦略」といったActionのクライテリア
- 「現金保有/売上高が高い」「創業者・親会社など大株主持分が多い」ほどROA、ROEおよびトービンのqに相関が高い
- 独立取締役比率で3つのグループに分けられる
- ✓ 独立取締役比率が50%超グループで、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ある
- ✓ 独立取締役比率の低いグループに、卓越したパフォーマンスの会社(創業者企業・大会社の子関連会社)が見られる
- ✓ 独立取締役比率中位のグループで、パフォーマンスが良くないのをプラクティスの見かけでごまかそうとしている？

elied
te.

6月のAGMを経てどうなった？ - 3/2017と8/2017の比較分析 -

This report is for information purpose only and is based on current public information that we consider reliable, but we do not represent it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. Although we seek to update our research as appropriate, the contents may be different from the most recent fact as the report is published at irregular intervals as appropriate. This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and any other securities may fluctuate and are not guaranteed to provide a return or to match the investment objectives. Future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur.

CGファクター相関係数分析(3/2017-8/2017)①

- 委員会などプラクティスとパフォーマンスに正の相関はない
- 株式保有/売上高が少ないとパフォーマンスに正の相関

as of 08/2017		指名委員会	報酬委員会	ダイバーシ ティ	インセンテ ブ・プラン	独立取締役 比率	株式保有/ 売上高が少 ない	配当政策
ROE (act)	相関係数	-0.1165878	-0.1264193	-0.0074678	-0.0343953	-0.0582759	0.17170573	0.00874235
	P-value	0.00907004	0.00463788	0.86770918	0.44283999	0.19327906	0.00011401	0.84539309
ROA (act)	相関係数	-0.169343	-0.1669268	-0.0588958	0.0001434	-0.0844024	0.2766823	0.05997184
	P-value	0.00014193	0.00017704	0.18857626	0.99744802	0.05930099	3.0717E-10	0.18061382
TQ	相関係数	-0.1004117	-0.1007262	-0.0085722	0.04135121	-0.0030688	0.22635005	0.1437705
	P-value	0.02474518	0.02429528	0.84836626	0.35615048	0.94542853	3.1294E-07	0.00126592

as of 03/2017		指名委員会	報酬委員会	ダイバーシ ティ	インセンテ ブ・プラン	独立取締役 比率	株式保有/ 売上高が少 ない	配当政策
ROE (act)	相関係数	-0.1226927	-0.1529058	-0.0381957	-0.1507967	-0.0505886	0.20798945	-0.0299218
	P-value	0.00601325	0.0006018	0.39407033	0.00071718	0.25885912	2.722E-06	0.50442225
ROA (act)	相関係数	-0.1320872	-0.1423034	-0.0234631	-0.1000796	-0.0510034	0.24775015	0.03112864
	P-value	0.00308439	0.00142097	0.60068894	0.02522795	0.25496911	1.9758E-08	0.48737762
TQ	相関係数	-0.0847794	-0.0900409	0.0068241	-0.0866947	0.02060823	0.2168022	0.13947156
	P-value	0.05817065	0.04417291	0.87901993	0.05270052	0.64572403	9.8666E-07	0.00177061

This report is for information purposes only. Data is based on score of 494 companies for 03/2017 and 506 companies for 08/2017, which are composites of TOPIX100, JPX400 and candidates of composites of the both Indices. This report does not constitute any recommendation or offer of securities, financial products, or other financial services. The price and value of securities and other financial products may fluctuate and are subject to market conditions. A loss of original capital may occur.

CGファクター相関係数分析(3/2017-8/2017)②

- 株式発行・消却、成長戦略、METRICALスコアと正の相関
- 現金保有/売上高、大株持ち分が少ないと正の相関

as of 08/2017		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 なし	大株持ち 分が少ない	株主総会・ IR	Metrical score
ROE (act)	相関係数	0.09187583	0.12765296	0.51584824	-0.104253	0.06929937	-0.1558691	-0.0677913	0.1604389
	P-value	0.04001145	0.00424952	2.3064E-35	0.01971536	0.12172486	0.00046857	0.13007208	0.00031577
ROA (act)	相関係数	0.0781027	0.16921995	0.29406235	-0.222915	0.05296699	-0.2153858	-0.0961573	0.07857032
	P-value	0.0810304	0.00014355	1.967E-11	4.7582E-07	0.23710684	1.1648E-06	0.03157357	0.07922219
TQ	相関係数	0.06639063	0.06948215	0.25830279	-0.1776093	0.06693583	-0.1359752	-0.0767517	0.10605067
	P-value	0.13821542	0.12074223	4.5862E-09	6.5119E-05	0.13500036	0.0023105	0.08644273	0.01768471

as of 03/2017		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 なし	大株持ち 分が少ない	株主総会・ IR	Metrical score
ROE (act)	相関係数	0.01373338	0.11458721	0.48430141	-0.1388905	0.07849672	-0.2084296	-0.1048152	0.08909075
	P-value	0.7593501	0.01033766	8.8393E-31	0.00185145	0.07950461	2.5901E-06	0.0190596	0.04646723
ROA (act)	相関係数	0.09740207	0.17465088	0.43875427	-0.2054058	0.06345119	-0.2169777	-0.1371065	0.1029821
	P-value	0.0294261	8.6414E-05	5.9663E-25	3.6356E-06	0.15657152	9.665E-07	0.00212127	0.02127088
TQ	相関係数	0.08054935	0.10566408	0.37590023	-0.1794774	0.07391605	-0.1555018	-0.0949936	0.12698251
	P-value	0.07192847	0.01810529	3.1218E-18	5.4336E-05	0.09874928	0.00048345	0.03370089	0.00445678

This report Data is based on 494 companies for 03/2017 and 506 companies for 08/2017, which are composites of TOPIX100, JPX400 and candidates of on as su composites of the both Indices.

This research is not an offer to sell or the solicitation or an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and

実績ROAが上昇するには・・・

■ 実績ROAとCGクライテリア重回帰分析結果

- 株式保有/売上高が少ない、株式消却が多い、成長戦略がしっかりと実績ROA改善に有意性の高い正の相関
- 現金保有/売上高少ない、大株主持ち分が少ないと有意性の高い負の相関

重回帰統計	
重相関 R	0.566861888
重決定 R2	0.3213324
補正 R2	0.301981389
標準誤差	0.043658308
観測数	506

分散分析表		
	自由度	有意 F
回帰	14	1.80327E-33
残差	491	
合計	505	

Data is based on 506 companies for 08/2017, which are composites of TOPIX100, JPX400 and candidates of composites of the both Indices.

	係数	標準誤差	P-値
独立取締役比率	-0.036092016	0.018771928	0.055101039
指名委員会	-0.002148969	0.004106539	0.600998579
報酬委員会	-0.001233395	0.0045339	0.785706786
株式保有/売上高少ない	0.002736883	0.000699288	0.000103678
配当政策	-9.78913E-05	0.00189689	0.95886346
株式発行	0.003167748	0.001760197	0.072528878
株式消却	0.00496693	0.001407408	0.000456138
買収防衛策	-0.000800652	0.00056809	0.159357229
成長戦略	0.006100263	0.000696035	3.07745E-17
現金保有/売上高少ない	-0.015364325	0.001746472	2.38733E-17
大株主持ち分が少ない	-0.002156834	0.000663907	0.001238767
インセンティブ・プラン	0.001562512	0.001754957	0.373718322
AGM/IR	-0.001793297	0.002104002	0.394448336
ダイバーシティ	-0.0518406	0.035765891	0.147852464

This report is for information purpose only and is based on current public information that we consider reliable, but we do not represent it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. Although we seek to update our research as appropriate, the contents may be different from the most recent fact as the report is published at irregular intervals as appropriate. This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and any other securities may fluctuate and are subject to future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur.

実績ROEが上昇するには・・・

■ 実績ROEとCGクライテリア重回帰分析結果

- 株式発行が少ない、成長戦略が明確が実績ROA改善に有意性の高い正の相関
- 現金保有/売上高少ない、大株主持ち分が少ないと有意性の高い負の相関

重回帰統計	
重相関 R	0.643703639
重決定 R2	0.414354375
補正 R2	0.397655722
標準誤差	0.076958465
観測数	506

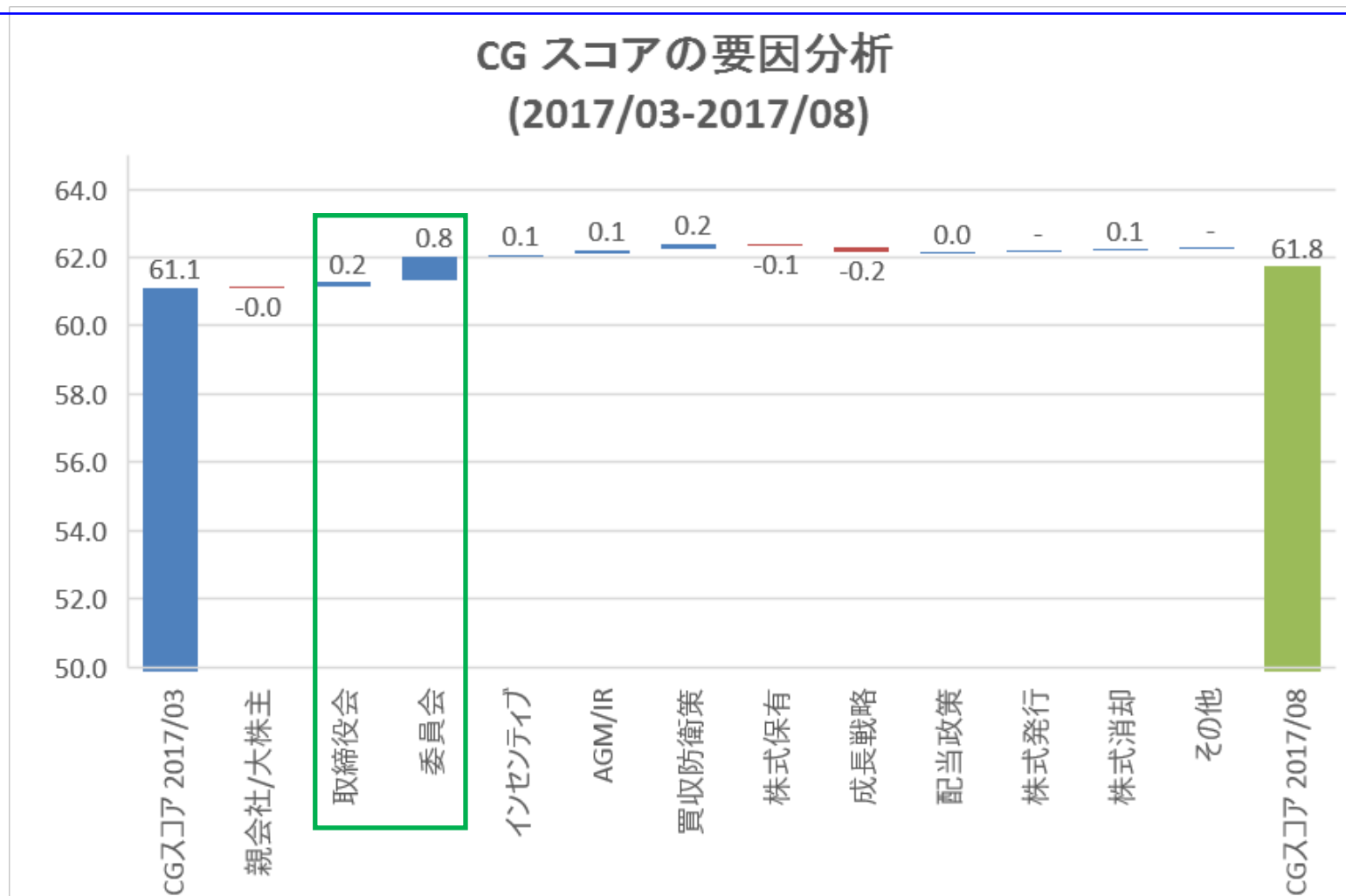
分散分析表		
	自由度	有意 F
回帰	14	1.5614E-48
残差	491	
合計	505	

Data is based on 506 companies for 08/2017, which are composites of TOPIX100, JPX400 and candidates of composites of the both Indices.

	係数	標準誤差	P-値
独立取締役比率	-0.037053975	0.033090122	0.263350883
指名委員会	0.000167174	0.007238781	0.981584524
報酬委員会	-0.005205237	0.00799211	0.515159548
株式保有/売上高少ない	-0.001077891	0.001232667	0.382307129
配当政策	0.000983902	0.003343734	0.768689407
株式発行	0.0089165	0.003102779	0.004232602
株式消却	0.003552324	0.002480901	0.152817735
買収防衛策	-6.24264E-05	0.001001398	0.950318008
成長戦略	0.020117846	0.001226932	1.66328E-48
現金保有/売上高少ない	-0.026484965	0.003078585	1.053E-16
大株主持ち分が少ない	-0.003762417	0.001170298	0.001390732
インセンティブ・プラン	-0.000498948	0.003093541	0.871933821
AGM/IR	-0.002838776	0.003708818	0.444393631
ダイバーシティ	-0.082423835	0.063046146	0.191703284

This report is for information purpose only and is based on current public information that we consider reliable, but we do not represent it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. Although we seek to update our research as appropriate, the contents may be different from the most recent fact as the report is published at irregular intervals as appropriate. This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and any other securities may fluctuate and may not be realized. There is no assurance that the investment objectives, financial situations, or needs of individual clients will be met. Future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. METRICAL INC. corporate governance, investment research & solutions

METRICALスコア増減要因分析(3/2017-8/2017)



CG score is average score of 490 companies , which are composites of TOPIX100, JPX400 and candidates of composites of the both Indices.

This report is for information purpose only and is based on current public information that we consider reliable, but we do not represent it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. Although we seek to update our research as appropriate, the contents may be different from the most recent fact as the report is published at irregular intervals as appropriate. This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and any other information contained herein are not intended to provide a basis for investment decisions. Future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Please consult with the reported company.

後ろ向きの会社は減ったか？(3/2017-8/2017)

- 独立取締役比率の低い会社数は減少、委員会設置・インセンティブ採用は増加し、買収防衛策採用は減少
- 女性取締役採用、株式と現金保有の削減は進んでいない

	会社数 構成比率	独立取締役比率 <25%の会社	No女性取締役 の会社	No指名委員会 の会社	No報酬委員会 の会社	インセンティブ プラン 採用していない会社	買収防衛策 採用している 会社	株式保有/売上高 >10%の会社	現金保有/売上高 >20%の会社
08/2017	506 %	223 44%	332 66%	233 46%	216 43%	6 1%	78 15%	199 39%	215 42%
03/2018	494 %	256 51%	333 66%	258 51%	239 47%	19 4%	90 18%	183 36%	219 43%
Change	12	-7%	0%	-5%	-5%	-3%	-2%	3%	-1%

*2017/03は494社、2017/08は506社。

**株式保有は純投資目的以外株式保有

	ROA (act)	ROE (act)	TQ
08/2017	5.1%	10.4%	1.65
03/2018	5.0%	10.5%	1.62
Change	0.1%	-0.1%	0.03

This report is for information purpose only and is based on current public information that we consider reliable, but we do not represent it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. Although we seek to update our research as appropriate, the contents may be different from the most recent fact as the report is published at irregular intervals as appropriate. This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and

中身の改善は進んでいるか？ (3/2017-8/2017)

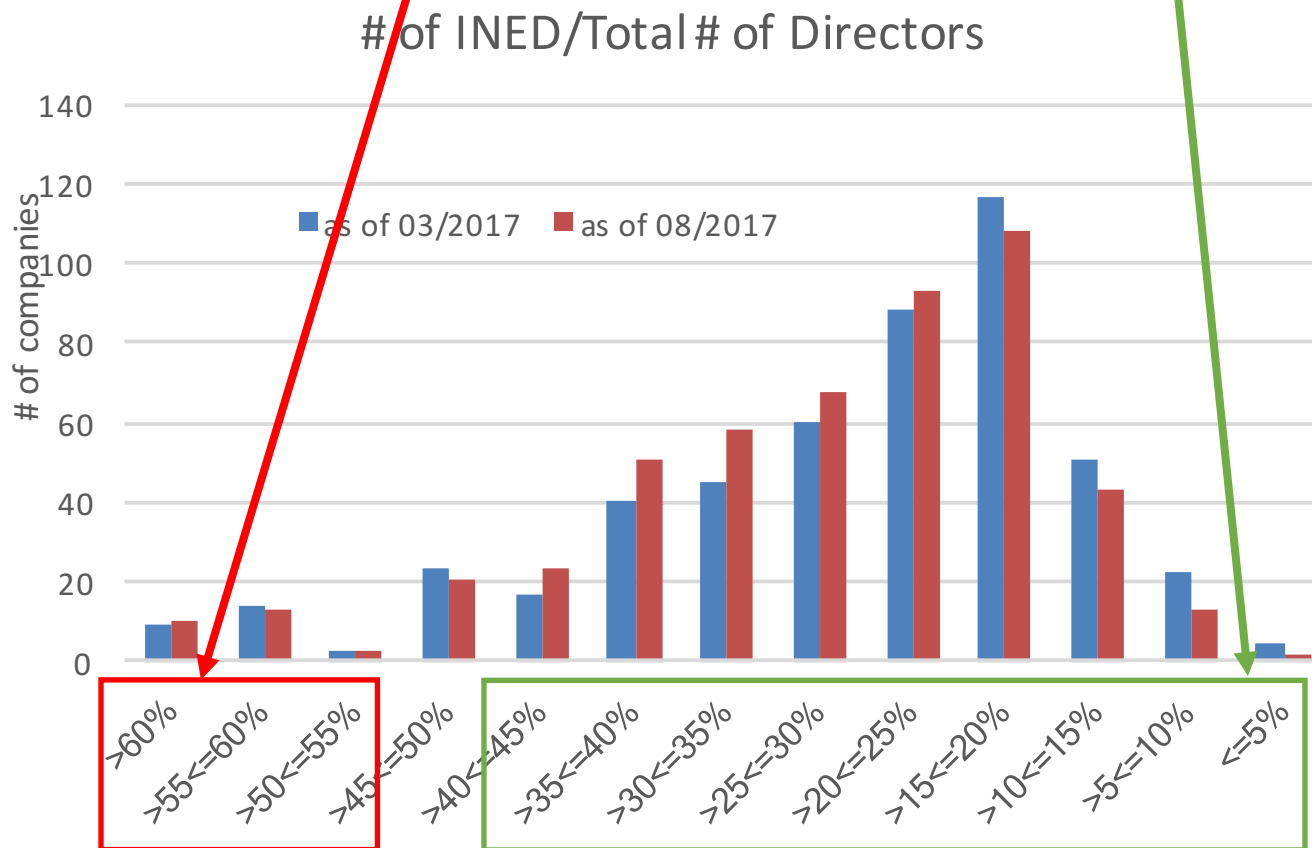
- (任意の) 指名委員会の設置は進んだが、委員会のメンバーの過半数は社内取締役の会社が半数以上
- (任意の) 報酬委員会の設置は進んだが、委員会のメンバーの過半数は社内取締役の会社が半数以上
- 独立取締役の比率は底上げされたが、女性独立取締役を複数名採用している会社は少ない

	会社数 構成比率	指名委員会		報酬委員会		ダイバーシティ		
		委員会がある会社	独立取締役が > 50%の会社	委員会がある会社	独立取締役が > 50%の会社	女性の独立取締役 がいる会社	女性の独立取締役 が2名以上の会社	女性の独立取締役 が1名の会社
08/2017	506 %	271 54%	156 58%	290 57%	158 54%	174 34%	21 12%	153 88%
03/2018	494 %	237 48%	132 56%	257 52%	134 52%	161 33%	17 11%	145 90%
Change	12	6%	2%	5%	2%	2%	2%	-2%

*2017/03は494社、2017/08は506社。

独立取締役比率の推移 (3/2017-8/2017)

■ 独立取締役比率は50%超は少ないままだが、底上げ傾向



Data is based on 494 companies for 03/2017 and 506 companies for 08/2017, which are composites of TOPIX100, JPX400 and candidates of composites of the both Indices.

This report is for information purpose only and is based on current public information that we consider reliable, but we do not represent it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. Although we seek to update our research as appropriate, the contents may be different from the most recent fact as the report is published at irregular intervals as appropriate. This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and

独立取締役比率が上昇した会社(3/2017-8/2017)

JP Sec #	Company Name	会社名	独立取締役比率推移	08/2017独立取締役比率	03/2017独立取締役	08/2017 ROA	03/2017 ROA
9435	HIKARI TSUSHI	光通信	29%	29%	0%	6.10%	6.10%
8001	ITOCHU	伊藤忠商事	23%	44%	21%	3.00%	3.00%
7951	YAMAHA	ヤマハ	22%	56%	33%	6.90%	6.90%
7267	Honda Motor	本田技研工業	20%	36%	15%	1.90%	1.90%
6674	GS Yuasa	ジーエス・ユアサコーポレー	20%	29%	8%	2.60%	2.60%
6141	DMG MORI SEI	DMG森精機	19%	44%	25%	-1.40%	-1.40%
7846	PILOT	パイロットコーポレーション	17%	29%	11%	12.60%	12.60%
7860	AVEX GROUP	エイベックス・グループ・ホ	17%	33%	17%	3.90%	3.90%
4901	FUJIFILM Holdir	富士フイルムホールディング	17%	33%	17%	3.70%	3.70%
1722	MISAWA HOME	ミサワホーム	17%	17%	0%	1.50%	1.50%
9719	SCSK	SCSK	16%	38%	21%	7.60%	7.60%
3086	J.FRONT RETAI	J. フロントリテイリング	16%	38%	22%	2.60%	2.60%
5002	SHOWA SHELL	昭和シェル石油	15%	38%	22%	1.70%	1.70%
3116	TOYOTA BOSH	トヨタ紡織	15%	40%	25%	0.50%	0.50%
5333	NGK INSULATO	日本ガイシ	15%	23%	8%	7.50%	7.50%
9962	MISUMI Group	ミスミグループ本社	14%	43%	29%	8.70%	8.70%
5714	DOWA HOLDING	DOWAホールディングス	14%	29%	14%	6.00%	6.00%
6425	Universal Entert	ユニバーサルエンターテイン	14%	43%	29%	4.20%	4.20%
6755	FUJITSU GENE	富士通ゼネラル	14%	23%	9%	9.70%	9.70%
7419	Nojima	ノジマ	13%	47%	33%	5.70%	5.70%
8309	Sumitomo Mitsu	三井住友トラスト・ホールデ	13%	47%	33%	0.30%	0.30%
5019	Idemitsu Kosan	出光興産	13%	33%	20%	-1.50%	-1.50%
4095	Nihon Parkrizing	日本パークライジング	13%	20%	7%	5.40%	5.40%
4202	DAICEL CHEMIE	ダイセル	13%	50%	38%	7.20%	7.20%
8876	Relo Holdings	リロ・ホールディング	12%	29%	17%	8.60%	8.60%
4704	Trend Micro	トレンドマイクロ	12%	29%	17%	8.00%	8.00%
9022	Central Japan R	東海旅客鉄道	11%	30%	19%	6.40%	6.40%
6750	ELECOM	エレコム	11%	33%	22%	10.70%	10.70%
6371	TSUBAKIMOTO	椿本テイチン	11%	33%	22%	5.00%	5.00%
9766	KONAMI	コナミ	11%	33%	22%	3.20%	3.20%
8377	Hokuhoku Finan	ほくほくフィナンシャルグル	11%	33%	22%	0.20%	0.20%
6806	HIROSE ELECT	ヒロセ電機	11%	25%	14%	6.70%	6.70%
4708	Relia Holdings	りらいあホールディングス	11%	25%	14%	5.50%	5.50%
2802	Ajinomoto	味の素	10%	33%	23%	5.00%	5.00%
8897	Takara Leben	タカラレーベン	10%	30%	20%	3.30%	3.30%
7280	MITSUBA	ミツバ	10%	30%	20%	2.70%	2.70%
9045	Keihan Electric	京阪電気鉄道	10%	38%	29%	3.30%	3.30%
6752	Panasonic	パナソニック	10%	33%	24%	3.50%	3.50%
7230	NISSIN KOGYO	日信工業	10%	22%	13%	14.70%	14.70%
9375	Kintetsu World E	近鉄エクスプレス	10%	22%	13%	2.50%	2.50%
9101	Nippon Yusen	日本郵船	10%	27%	18%	0.80%	0.80%
8252	MARUI GROUP	丸井グループ	10%	43%	33%	2.40%	2.40%

一部抜粋

Data is average score of 490 companies, which are composites of TOPIX100, JPX400 and candidates of composites of the both Indices.

This report is for information purpose only and is based on current public information that we consider reliable, but we do not represent it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. Although we seek to update our research as appropriate, the contents may be different from the most recent fact as the report is published at irregular intervals as appropriate.

This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and any other securities, commodities, and derivatives instruments mentioned herein are subject to future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur.

独立取締役比率別スコア推移(3/2017-8/2017)①

■ 独立取締役比率50%超グループのプラクティスに改善傾向 継続

独立取締役比率	企業数	平均Tobin's Q	平均ROA	平均ROE	平均METRICALスコア	指名委員会	報酬委員会	ダイバーシティ	インセンティブプラン
>60%	1	-0.1	-2.5%	-11.2%	-0.3	1.0	1.0	-0.6%	1.1
>55<=60%	-1	0.1	-0.6%	4.2%	0.0	0.6	0.6	1.0%	0.8
>50<=55%	0	-0.1	0.4%	5.4%	1.1	1.0	1.0	7.7%	0.0
>45<=50%	-2	-0.1	1.0%	4.6%	0.1	0.9	1.0	0.6%	0.6
>40<=45%	6	0.1	0.2%	-2.2%	0.3	0.6	0.6	-0.1%	0.3
>35<=40%	11	0.0	-0.2%	1.1%	0.0	0.6	0.6	-0.9%	0.4
>30<=35%	13	0.1	0.3%	-1.0%	0.0	0.4	0.3	0.1%	0.2
>25<=30%	8	-0.0	0.5%	0.3%	-0.1	0.4	0.3	0.3%	0.5
>20<=25%	5	-0.0	0.0%	-0.2%	0.1	0.2	0.2	0.0%	0.5
>15<=20%	-9	0.0	0.3%	-0.8%	-0.1	0.2	0.2	0.1%	0.2
>10<=15%	-8	0.3	1.1%	1.9%	-0.1	0.1	0.1	-0.6%	0.3
>5<=10%	-9	-0.2	-0.9%	-3.1%	0.1	0.2	0.3	0.7%	-0.3
<=5%	-3	0.1	-0.2%	5.7%	0.1	0.0	-0.2	5.0%	0.1
全企業	12	0.0	0.1%	-0.1%	0.0	0.4	0.4	0.2%	0.4

*2017/03は494社、2017/08は506社。>60%に東芝が含まれる。

独立取締役比率別スコア推移(3/2017-8/2017)②

■ 独立取締役比率50%以下グループにも改善されたクライテリアがある

独立取締役比率	企業数	株式保有/ 売上高が少 ない	配当政策	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	株主総会・ IR	外国人持株 比率
>60%	1	1.3	0.0	-1.4	1.8	-1.9	0.3	0.1	-0.1	-2.7%
>55<=60%	-1	-0.6	-0.1	-1.4	0.9	-1.0	-0.0	-0.1	-0.0	0.3%
>50<=55%	0	1.7	0.7	-1.6	0.7	1.2	0.3	3.3	0.7	-1.6%
>45<=50%	-2	-0.9	-0.3	-1.1	0.8	2.1	-0.3	0.7	-0.0	-0.6%
>40<=45%	6	0.4	-0.2	-0.8	1.4	0.2	0.1	1.3	0.2	5.1%
>35<=40%	11	0.3	-0.0	-0.7	1.2	0.4	0.1	0.2	0.1	0.1%
>30<=35%	13	0.5	0.1	-1.0	1.0	0.7	0.1	0.9	-0.1	-1.6%
>25<=30%	8	-0.3	-0.0	-1.1	1.1	0.1	0.0	-0.2	0.2	-0.6%
>20<=25%	5	-0.1	0.1	-1.2	0.9	0.3	0.0	0.8	0.3	-0.7%
>15<=20%	-9	-0.6	-0.0	-0.8	1.3	0.4	-0.0	-0.4	0.2	-0.3%
>10<=15%	-8	-0.3	-0.0	-0.7	1.1	1.1	0.1	0.0	0.4	-0.2%
>5<=10%	-9	0.8	0.0	-1.5	0.2	-0.8	0.6	1.0	0.7	-4.7%
<=5%	-3	0.4	-0.4	-1.5	-0.0	1.8	-0.3	0.0	-0.9	-17.7%
全企業	12	-0.2	0.0	-1.0	1.1	0.4	0.0	0.3	0.2	-0.2%

*2017/03は494社、2017/08は506社。>60%に東芝が含まれる。

独立取締役比率別スコア(8/2017)①

- 独立取締役比率50%超グループのプラクティスのスコアが高い傾向
- 独立取締役比率50%以下グループにも収益性が高い会社が含まれている

東芝を含む
全企業

独立取締役比率	企業数	平均Tobin's Q	平均ROA	平均ROE	平均METRICALスコア	指名委員会	報酬委員会	ダイバーシティ	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
>60%	10	1.89	4.3%	3.0%	7.2	2.0	2.0	12.2%	3.9	6.4	2.8
>55<=60%	13	2.47	4.8%	13.8%	6.9	1.2	1.3	10.5%	3.7	5.5	2.3
>50<=55%	3	1.35	3.2%	14.6%	7.6	2.0	2.0	13.3%	3.7	4.0	2.7
>45<=50%	21	1.42	4.3%	11.1%	6.8	1.7	1.7	6.0%	3.0	5.8	2.4
>40<=45%	23	1.46	4.6%	8.8%	7.1	1.3	1.3	5.0%	3.9	5.6	2.5
>35<=40%	51	1.38	3.9%	9.3%	6.7	1.4	1.3	4.7%	3.3	5.3	2.6
>30<=35%	58	1.69	5.0%	8.7%	6.5	1.0	1.0	4.0%	3.1	5.0	2.5
>25<=30%	68	1.82	6.1%	12.4%	6.3	1.0	1.0	4.9%	2.9	5.5	2.4
>20<=25%	93	1.53	5.0%	10.4%	5.9	0.5	0.6	2.6%	2.6	5.5	2.4
>15<=20%	108	1.55	5.1%	10.0%	5.8	0.7	0.7	2.3%	2.5	4.6	2.4
>10<=15%	43	2.18	7.0%	13.0%	5.5	0.2	0.3	1.7%	2.3	5.6	2.4
>5<=10%	13	1.39	4.7%	8.0%	5.3	0.4	0.5	0.9%	1.9	6.7	2.0
<=5%	2	1.85	8.4%	17.8%	5.2	0.0	0.0	8.3%	0.5	9.0	1.0
全企業	506	1.65	5.1%	10.4%	6.2	0.9	0.9	3.8%	2.8	5.3	2.4

東芝を抜いたら

独立取締役比率	企業数	平均Tobin's Q	平均ROA	平均ROE	平均METRICALスコア	指名委員会	報酬委員会	ダイバーシティ	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
>60%	9	1.94	5.7%	10.5%	7.8	2.0	2.0	12.3%	4.0	6.2	3.1

This report is for information purpose only and is based on current public information that we consider reliable, but we do not represent it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. Although we seek to update our research as appropriate, the contents may be different from the most recent fact as the report is published at irregular intervals as appropriate. This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and

独立取締役比率別スコア(8/2017)②

- 独立取締役比率50%超グループのプラクティスのスコアが高い傾向
- 比率50%以下グループにもスコアが高いクライテリアがある

東芝を含む
全企業

独立取締役 比率	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	親会社・大 株主持分 が少ない	外国人持株 比率	株主総会・ IR
>60%	-1.4	1.8	8.9	0.7	9.0	13.5	41.5%	6.3
>55<=60%	-1.4	0.9	7.5	0.5	9.2	12.3	37.0%	5.9
>50<=55%	-1.7	0.7	9.9	0.3	10.0	15.0	40.7%	6.3
>45<=50%	-1.1	0.8	9.3	1.0	8.1	13.1	30.3%	5.9
>40<=45%	-0.8	1.4	7.7	0.7	9.6	13.9	35.0%	5.6
>35<=40%	-0.7	1.2	7.6	1.2	8.2	13.2	32.6%	6.1
>30<=35%	-1.0	1.0	8.4	1.0	8.4	14.1	29.1%	5.4
>25<=30%	-1.1	1.1	9.3	1.3	8.8	13.2	28.9%	5.5
>20<=25%	-1.2	0.9	8.2	1.3	8.7	12.7	24.6%	5.3
>15<=20%	-0.8	1.3	8.3	1.2	8.0	13.1	25.3%	5.2
>10<=15%	-0.7	1.1	8.5	1.3	7.7	12.4	26.8%	5.2
>5<=10%	-1.5	0.2	7.7	1.5	9.2	11.9	20.7%	4.9
<=5%	-1.5	0.0	9.6	0.5	10.0	12.5	13.8%	2.5
全企業	-1.0	1.1	8.4	1.2	8.5	13.1	28.2%	5.4

東芝を抜い
たら

独立取締役 比率	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	親会社・大 株主持分 が少ない	外国人持株 比率	株主総会・ IR
>60%	-1.2	2.0	9.7	0.7	8.9	13.3	42.6%	6.3

This report is for information purposes only and should not be relied upon as such. Although we seek to update our research as appropriate, the contents may be different from the most recent fact as the report is published at irregular intervals as appropriate. This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and do not represent a forecast of future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur.

独立取締役比率が上昇するためには・・・

■ 独立取締役比率とCGクライテリア重回帰分析結果

- 指名・報酬委員会、株式保有/売上高が少ない、大株主持ち分が少ない、インセンティブ・プラン、AGM/IR、ダイバーシティと有意性の高い正の相関→「外堀」?
- 「外堀」を埋めていくことでパフォーマンスに実効性が高まる独立取締役比率50%超が実現すると期待→Long Way

回帰統計	
重相関 R	0.572748465
重決定 R2	0.328040804
補正 R2	0.310249624
標準誤差	0.104888352
観測数	505

分散分析表		
	自由度	有意 F
回帰	13	4.87363E-35
残差	491	
合計	504	

	相関係数	P-値
指名委員会	0.016656188	0.091055339
報酬委員会	0.029349094	0.006882129
株式保有/売上高少ない	0.005123341	0.002224681
配当政策	-0.004822228	0.291466467
株式発行	-0.002793911	0.508943307
株式消却	-0.000128259	0.969821138
買収防衛策なし	0.000740072	0.59114789
成長戦略	0.000260482	0.87636553
現金保有/売上高少ない	-0.016350367	8.89764E-05
大株主持ち分が少ない	0.002872248	0.071631255
インセンティブ・プラン	0.014707729	0.000450838
AGM/IR	0.017848788	0.000387641
ダイバーシティ	0.437187577	2.54817E-07

Data is based on 506 companies for 08/2017, which are composites of TOPIX100, JPX400

and candidates of composites of the both appropriate.

This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to

should not be relied

appropriate. a personal this research and

今回の分析のまとめ

- CGプラクティス進捗は6月のAGM前後で緩やかな改善
→後ろ向きの会社は減少する傾向あるが、改善の中身が課題
- 依然、プラクティスとパフォーマンスとの明確な正相関はない
→有効なActionと価値の創造につなげていない
- 実績ROE,ROA,TQの改善と有意性の高い正の相関があるのはActionのクワイテリア
→「株式保有が少ない」「株式発行が少ない」「株式消却」「成長戦略」が有意性の高い正の相関
→なぜ、パフォーマンス向上に有効なActionに今すぐに手を打てないのか？
→実効性のあるプラクティスの改善が求められる
- 独立取締役比率底上げ傾向だが、50%超の会社は少ない
→50%超グループは概ねパフォーマンスが高く、改善傾向も続く
- 実効性が高まる独立取締役比率に上昇するために
→委員会、インセンティブ・プラン、AGM/IR、ダイバーシティ、株式保有削減などの改善が進行する必要あるか
→これら「外堀」を埋めるのは長い道のりでまだ時間がかかるのか？

今後の分析と課題

- CGプラクティスの改善の中身によりフォーカスする必要がある

→調査対象会社ごとにより深い分析が必要

- プラクティスの改善が有効なActionや価値創造につながるための方法を考える必要がある

→独立取締役が過半数超になると効果があるとみられるが、それ以外に何があるのか

→同比率50%超に上昇に時間がかかるなら、独立取締役の機能強化をはかる必要

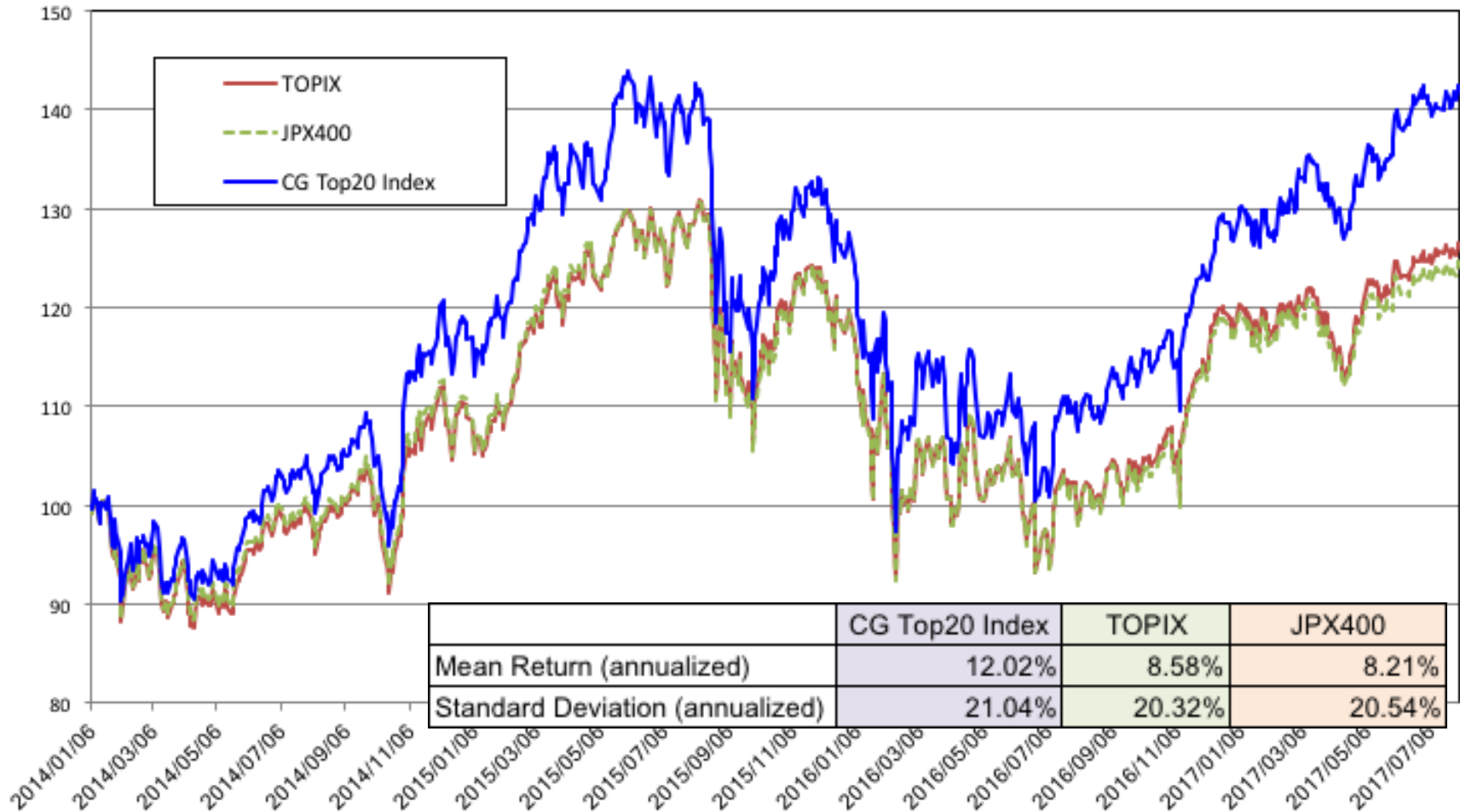
- 発行会社だけの問題ではない

→投資家のプラクティス、Actionにも問題がある

→投資家に提供する情報・データの整備にも問題がある

株価パフォーマンス①

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

This rep

on as su

This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal

advice to individual clients. The price and value of investments referred to in this research and

future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur.

corporate governance, investment research & solutions

株価パフォーマンス②

CGR 07/2016			
Rank	Company	会社名	CG score
1	HOYA	HOYA	95.1
2	Astellas Pharma	アステラス製薬	89.9
3	Lawson	ローソン	88.3
4	Miraca Holdings	みらかホールディングス	87.2
5	Shiseido	資生堂	86.4
6	Kao	花王	85.8
7	TDK	TDK	85.4
8	KDDI	KDDI	82.6
9	USS	ユー・エス・エス	82.3
10	Japan Exchange Group	日本取引所グループ	81.7
10	KONICA MINOLTA HOLDINGS	コニカミノルタ	81.7
12	BRIDGESTONE	ブリヂストン	81.3
13	OMRON	オムロン	81.2
13	ORIX	オリックス	81.2
15	SYSMEX	シスメックス	80.7
16	JSR	JSR	80.6
17	ANRITSU	アンリツ	80.5
18	NAMCO BANDAI Holdings	バンダイナムコホールディングス	80.0
19	NITTO DENKO	日東電工	79.7
20	Nabtesco	ナブテスコ	79.6
Average		平均値	83.6

CGR 07/2017			
Rank	Company	会社名	CG score
1	HOYA	HOYA	94.3
2	Astellas Pharma	アステラス製薬	93.1
3	Kao	花王	89.0
4	Shiseido	資生堂	86.9
5	Miraca Holdings	みらかホールディングス	85.6
6	UNITED ARROWS	ユナイテッドアローズ	84.3
7	BRIDGESTONE	ブリヂストン	83.3
8	KDDI	KDDI	82.3
9	Panasonic	パナソニック	81.6
10	OMRON	オムロン	81.3
10	KONICA MINOLTA HOLDINGS	コニカミノルタ	80.9
12	J.FRONT RETAILING	J. フロントリテイリング	80.6
13	Japan Exchange Group	日本取引所グループ	80.4
13	Kirin Holdings	キリンホールディングス	80.4
15	SYSMEX	シスメックス	80.3
16	Takeda Pharmaceutical	武田薬品工業	80.1
17	KOMATSU	小松製作所	80.0
18	RICOH	リコー	79.8
19	USS	ユー・エス・エス	79.7
19	MS&AD Insurance	MS&ADホールディングス	79.7
Average		平均値	83.2

This report is for information purpose only and is based on current public information that we consider reliable, but we do not represent it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. Although we seek to update our research as appropriate, the contents may be different from the most recent fact as the report is published at irregular intervals as appropriate. This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and provide no assurance of future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur.

株式会社メトリカル

03-4405-6223

akimatsumoto@metrical.co.jp

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

公益社団法人会社役員育成機構 (BDTI)

03-6432-2337

nbenes@bdti.or.jp

<https://bdti.or.jp/>

ご静聴ありがとうございました。

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)..

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。

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/>