





Contents

-  1. 今号のトピックス P1
-  2. 資本市場関連指標 P3
-  3. 資本市場関連ニュース P4
-  4. 直近の主なレポート P7

資本市場ウォッチ Vol.1

February 2017

議決権行使助言大手2社の助言基準

【今号のトピックス】



1

2017年度の助言基準を発表

議決権行使助言の大手2社であるISS (Institutional Shareholder Services Inc.) とグラスルイス (Glass, Lewis & Co.) が、2017年度の日本企業向け助言基準を相次いで発表しました。ISSとグラスルイスはグローバルな機関投資家を顧客層としており、その助言は株主総会における議決権行使に大きな影響力を持っています。本稿では以下、主要な議案に関するISSとグラスルイスの助言スタンスを概観します。

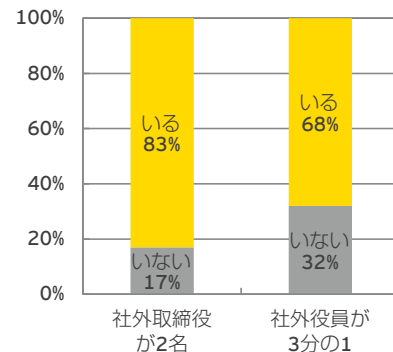
経営トップの選任議案

ISSは監査役会設置会社である上場会社に社外取締役が2名いない場合、経営トップの選任議案に原則として反対推奨します。ただし社外取締役に「独立性は問わない」としているのが、例えばメインバンクの出身者や顧問契約のある弁護士でも、2名いれば大丈夫ということになります（親会社や支配株主が存在する場合を除く）。

グラスルイスは取締役と監査役の合計において、独立性の伴った社外役員が3分の1に達していない場合、会長か経営トップの選任に反対するとしています。＜図1＞は左のグラフがISS、右がグラスルイスの基準に対応しますが（独立性は考慮せず）、グラスルイスのスタンスが上場会社の実態に対してより厳しいことが読み取れます。

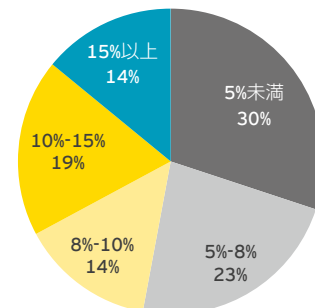
またISSは「資本生産性基準」として、過去5期平均と直近期のROE（自己資本利益率）が共に5%未満の場合、経営トップに反対推奨する方針です。このようなパフォーマンス基準はISS独自のもので、グラスルイスは採用していません。＜図2＞は直近期のROE分布ですが、3割の企業が5%に達していないことがわかります。

図1 東証1部企業の社外役員（監査役会設置会社）



出典：日経ValueSearch

図2 東証1部企業のROE



出典：QUICK



社外役員の選任議案

グラスルイスは社外役員（社外取締役および社外監査役）の候補者を「非独立」と判断した場合、その選任議案に反対を推奨します。一方でISSのポリシーでは、監査役会設置会社の社外取締役には独立性を求めています。法的な選任義務がない以上、厳しく独立性を求めることは逆効果になると考えるためです。したがって指名委員会等設置会社と監査等委員会設置会社の社外取締役には独立性基準が適用されます。監査役会設置会社でも親株主や支配株主が存在する場合は、社外取締役にも独立性が必要とされています。

役員報酬の関連議案

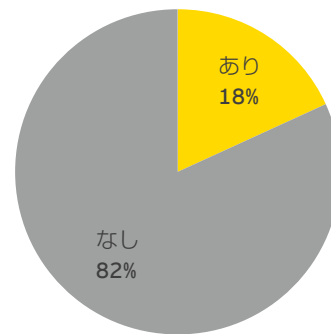
各議案における社外役員または社内監査役の取り扱いに、両社のスタンスの違いが表れています。ISSは基本的に寛容ですが、退職慰労金の支給議案については社外役員を対象とすることに否定的です（社内監査役は容認）。グラスルイスは「監督責任の立場」を重視しており、社外役員および社内監査役を対象とする賞与や業績連動型の株式報酬には基本的に反対です。なお退職慰労金に関しては社内取締役も含めて全て反対です。

買収防衛策の導入議案

両社とも原則反対のスタンスです。ISSは「独立社外取締役が3分の1かつ2名以上」など形式審査の項目を掲げていますが、全てクリアしても次の個別審査（具体的な株主価値向上施策など）で厳しく判断されます。グラスルイスも一部の「例外的事案」を除き、基本的に反対としています。

なお<図3>の通り、買収防衛策の導入企業は2割程度に止まっています。新規導入の件数が減少すると共に、非継続（廃止）する企業も目立っています。

図3 東証1部企業の買収防衛策



出典：日経ValueSearch

上場会社に求められる対応

ISSとグラスルイスの助言基準は、顧客である機関投資家の意見を幅広く反映した、資本市場の「マジョリティー・オピニオン」と捉えることができます。これから株主総会の上程議案を確定・開示する企業においては、少なくとも両社の助言基準は十分に理解した上で、投資家に評価される議案内容や説明方法を検討することが望ましいでしょう。

議決権行使助言大手2社の助言基準（2017年）

- ▶ ISS：<https://www.issgovernance.com/file/policy/2017-asia-pacific-iss-policy-updates.pdf>
- ▶ グラスルイス：http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/11/2017_Guidelines_Japan.pdf



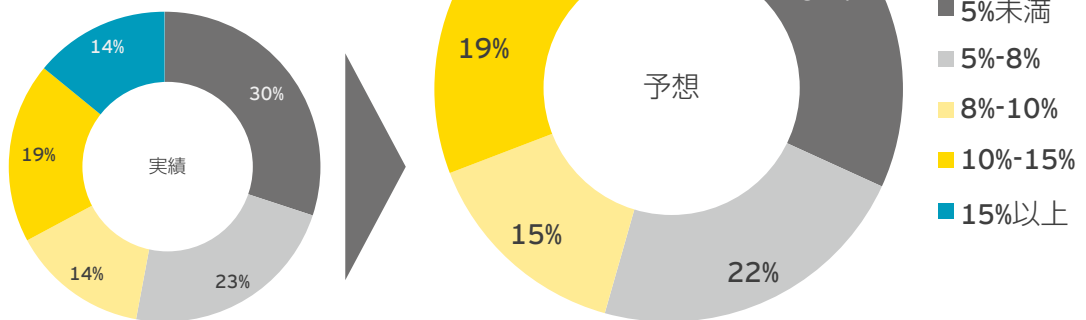
▶ 主要株価および関連指標の推移

	直近	対前四半期**	対前年末**	対前年度末**
日経平均株価 (円)	19,437.98	+10.0%	+1.7%	+16.0%
TOPIX (円)	1,553.69	+10.7%	+2.3%	+15.3%
JPX400 (円)	13,942.28	+10.5%	+2.4%	+14.6%
米国 (NYダウ、ドル)	20,611.86	+8.9%	+4.3%	+16.5%
10年債利回り*	0.09%	+0.09%	+0.05%	+0.14%
為替 (円ドル)	114.48	6.35円安	2.63円高	2.05円安

*新発債利回り (日本相互証券) **株価は比、利回り・為替は差

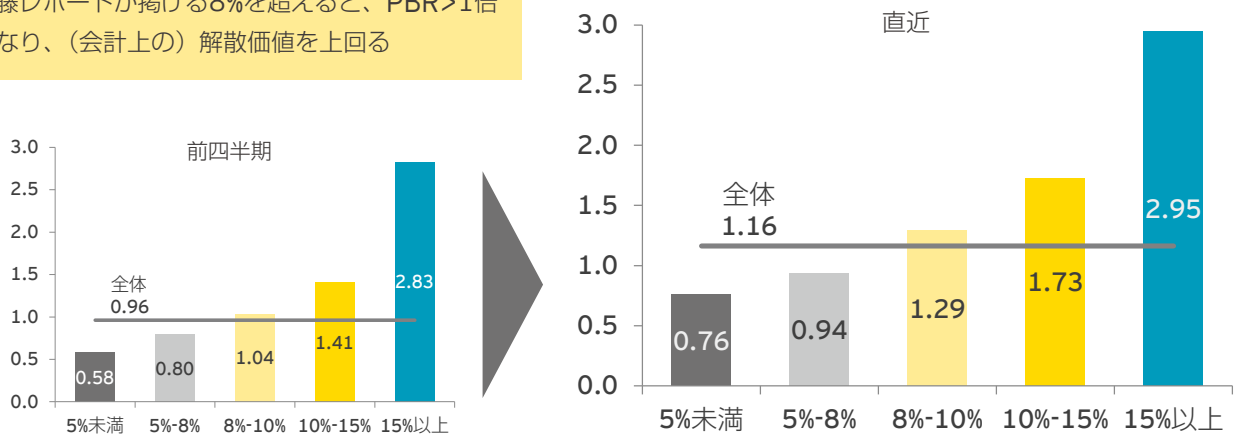
▶ 予想ROEの分布

- ▶ 5% (ISS) あるいは8% (伊藤レポート) が目安
- ▶ 依然、上記水準に達しない企業は少なくない
=ROE向上が急務



▶ 予想ROE別のPBR (中位値)

- ▶ 高ROE=高株価 (高PBR)
- ▶ 伊藤レポートが掲げる8%を超えると、PBR>1倍となり、(会計上の) 解散価値を上回る



出典：QUICKよりEY総合研究所作成
 対象：東証一部上場企業のうち、必要なデータを取得可能な企業
 (注) 会社予想。直近 (前四半期) は2017.02.15 (16.11.15) 時点 (決算発表の時期を考慮)



日本証券アナリスト協会（SAA）

「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定（平成28年度）」を発表（2016.10.6）
<https://www.saa.or.jp/standards/disclosure/selectiont/index.html>

- ▶ SAAのディスクロージャー研究会が証券アナリストの立場から、企業のディスクロージャーの質、量、タイミング等の優劣について評価する制度
- ▶ 平成28年度は15業種を対象に実施（アナリストによるスコアシート記入）、新興市場銘柄および個人投資家向け情報提供における優良企業も選定
- ▶ 対象15業種における「ディスクロージャー優良企業」は以下の通り

業種	優秀企業	業種	優秀企業
食品	味の素	運輸	ANAホールディングス
化学・繊維	三井化学	通信・インターネット	日本電信電話
石油・鉱業	昭和シェル石油	商社	三菱商事
鉄鋼・非鉄金属	住友金属鉱山	小売業	丸井グループ
機械	小松製作所	銀行	三菱UFJフィナンシャルG
電機・精密機器	オムロン	コンピューターソフト	SCSK
自動車・同製品・タイヤ	富士重工業	広告・メディア・ゲーム	(該当なし)
電力・ガス	東京瓦斯		

東京証券取引所（東証）

「JPX日経中小型株指数（仮称）」を算出・公表することを発表（2016.10.27）
<http://www.jpx.co.jp/news/1044/20161027-01.html>

- ▶ 東証と日本経済新聞社が中小型株に分類される企業を対象として、JPX 日経400のコンセプトを適用した新たな指数を算出・公表することで合意
- ▶ 定量的評価項目（ROE・営業利益）と定性的評価項目の2つの視点を軸に総合的に評価して選定、上場時価総額の上位20%の銘柄は対象外とする
- ▶ 12月22日に構成銘柄を発表（下記参照）、3月13日に算出開始の予定
 - ▶ 新指数「JPX日経中小型株指数」の算出・公表開始について（2016.12.14）
 《別紙1》JPX日経中小型株指数構成銘柄
<http://www.jpx.co.jp/news/1044/20161214-01.html>
 - ▶ JPX日経中小型株指数の構成銘柄の除外について（2016.12.22）
<http://www.jpx.co.jp/news/1044/20161222-01.html>



日本IR協議会（JIRA）

「第21回 IR優良企業賞」を発表（2016.11.14）
<https://www.jira.or.jp/news/index.html>

- ▶ IRの趣旨を深く理解し、積極的に取り組み、市場関係者の高い支持を得るなどの優れた成果を挙げた企業を選び表彰することを目的とした制度
- ▶ 審査委員会はアナリスト、投資家、報道機関などで構成されており、応募企業が申告する「調査票」の結果を踏まえて、大賞はじめ各賞を決定
- ▶ 2016年の応募企業は258社、各賞の受賞企業は以下の通り
 - ▶ IR優良企業大賞：住友金属鉱山、東京海上ホールディングス
 - ▶ IR優良企業賞：SCSK、カルビー、小松製作所、J.フロント リテイリング、塩野義製薬、日本精工、富士重工業
 - ▶ IR優良企業特別賞：いちご、参天製薬、丸井グループ
 - ▶ IR優良企業奨励賞：すかいらーく、西武ホールディングス

スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議

「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方」を発表（2016.11.30）
<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/index.html>

- ▶ コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていく上で、運用機関とアセットオーナーのそれぞれに求められる取組み取組みを提言
- ▶ 運用機関：第三者委員会などガバナンス体制の整備、個別企業・議案ごとの議決権行使結果の公表、スチュワードシップ・コード実施状況の自己評価、他
- ▶ アセットオーナー：スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則の明示、運用機関と企業との間の対話の「質」に重点を置いたモニタリング、他

日本コーポレートガバナンス研究所（JCGR）

「2016年 JCGIndex サーベイ」の調査結果を発表（2016.12.26）
<http://www.jpx.co.jp/news/1020/20170116-01.html>

- ▶ 東証一部の全上場会社を対象に質問票を送付、返送された回答に基づき各企業のコーポレートガバナンスの状態を数量化したJCGIndexを算出
- ▶ 2016年は150社が回答、15年以上にわたる JCGIndex 調査から確実に言えることとして、わが国企業のガバナンスは総じて貧弱であると総括
- ▶ 高JCGIndex企業によるベストテンは以下の通り
 - ▶ ソニー、日立製作所、オムロン、いちよし証券、エーザイ、スミダコーポレーション、コニカミノルタ、いちご、パルコ、りそなホールディングス



東京証券取引所（東証）

「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況の集計結果（2016年12月末時点）」を発表（2017.01.06）
<http://www.jpx.co.jp/news/1020/20170116-01.html>

- ▶ 東証がコーポレートガバナンス・コードへの対応状況に係る集計を実施（2015年12月末時点、2016年7月末時点に続き3回目）、以下は主な内容
 - ▶ 全原則をコンプライしている会社は19.9%で、全原則コンプライではないものの9割以上の原則をコンプライしている会社は64.8%に達する
 - ▶ エクスプレイン率が20%を超えた原則は6つあった（下表）
 - ▶ 補充原則4-11③取締役会評価のコンプライ率は、1回目から2回目は18.7ポイントの大幅改善だったが、今回は0.2ポイント増に止まった

補充原則1-4④	議決権の電子行使のための環境整備 (例：議決権電子行使プラットフォームの利用等)、招集通知の英訳	57.7%
補充原則4-11③	取締役会による取締役会の実効性に関する分析・評価、結果の概要の開示	44.7%
補充原則4-2①	中長期的な業績と連動する報酬の割合、現金報酬と自社株報酬との割合の適切な設定	31.4%
補充原則3-1②	海外投資家等の比率等を踏まえた英語での情報の開示・提供の推進	30.0%
補充原則4-10①	指名・報酬等の検討における独立社外取締役の関与・助言 (例：独立社外取締役を主な構成員とする任意の諮問委員会の設置)	25.7%
原則4-8	独立社外取締役の2名以上の選任	20.6%

東京証券取引所（東証）

「第5回（2016年度）企業価値向上表彰」の表彰会社を発表（2017.01.30）
<http://www.jpx.co.jp/news/1024/20170130-01.html>

- ▶ 資本コストはじめ投資者の視点を深く組み込んで企業価値の向上を目指すなど、東証市場の魅力向上に資すると認められる経営を実践している上場会社を選定
- ▶ 大賞が花王、優秀賞は明治ホールディングス、スタートトゥデイ、アステラス製薬で、いずれも「企業価値向上経営」を高いレベルで実践していると評価された
- ▶ 特に花王は、①EVAを活用した経営の実践、②企業価値向上に向けた首尾一貫した姿勢、③ステークホルダーへの還元、が評価されたポイントとなっている



<シリーズ：企業価値向上のためのコーポレートガバナンス>

<https://eyi.ejapan.jp/knowledge/series-report/index.html#corporate-governance>

- ▶ 日本企業のROEの現状とコーポレートガバナンス (2016.09.01)
- ▶ 2016年株主総会におけるCGコード対応と議決権行使の分析～ TOPIX100構成銘柄に見る企業と投資家の変化～ (2016.09.08)
- ▶ (速報) ISSが2017年版議決権行使助言方針(ポリシー)の改定案を発表 (2016.10.31)
- ▶ 機関投資家によるスチュワードシップ活動の現状 (2016.11.04)
- ▶ 監査等委員会設置会社の機関設計と議決権行使結果～ 2016年株主総会におけるCGコード対応と議決権行使の分析：各論～ (2016.11.10)
- ▶ 2015～16年における主要企業のCGコード対応～ TOPIX Core30採用銘柄に見る初期対応から総会対応の変化～ (2016.11.22)

<その他>

- ▶ 新日本有限責任監査法人 情報センサー 2016年11月号掲載
グループガバナンスの手法とその発展－コーポレートガバナンスの論理とヒアリング調査による試論 (2016.11.08)
<https://eyi.ejapan.jp/knowledge/future-business-management/2016-11-08.html>
- ▶ EY総研インサイト Vol.7 January 2017
取締役会の実効性評価に関するQ&A (2017.01)
<https://eyi.ejapan.jp/knowledge/insight/2017-01-vol07-report-07.html>

2017年株主総会シーズンに向けて真のCG元年=2016年を総括する (2017.01.23)

<https://eyi.ejapan.jp/knowledge/future-business-management/2017-01-23.html>

- ▶ EY総合研究所では、「シリーズ：企業価値向上のためのコーポレートガバナンス」として関連する情報を発信しています
- ▶ それらの中から、2016年株主総会におけるCGコード対応と議決権行使の分析、監査等委員会設置会社の機関設計と議決権行使結果、2015-16年における主要企業のCGコード対応、機関投資家によるスチュワードシップ活動の現状、日本企業のROEの現状とコーポレートガバナンスについて新たに冊子「コーポレートガバナンス 2017年株主総会シーズンに向けて真のCG元年=2016年を総括する」として編纂しました。
- ▶ 本冊子のコンテンツは以下の通りです
 - I 2016年株主総会におけるCGコード対応と議決権行使の分析
～ TOPIX100構成銘柄に見る企業と投資家の変化～
 - II 監査等委員会設置会社の機関設計と議決権行使結果
～ 2016年株主総会におけるCGコード対応と議決権行使の分析：各論～
 - III 2015-16年における主要企業のCGコード対応
～ TOPIX Core30採用銘柄に見る初期対応から総会対応の変化～
 - IV 機関投資家によるスチュワードシップ活動の現状
 - V 日本企業のROEの現状とコーポレートガバナンス



EYについて

EYは、アシュアランス、税務、トランザクションおよびアドバイザーなどの分野における世界的なリーダーです。私たちの深い洞察と高品質なサービスは、世界中の資本市場や経済活動に信頼をもたらします。私たちはさまざまなステークホルダーの期待に応えるチームを率いるリーダーを生み出していきます。そうすることで、構成員、クライアント、そして地域社会のために、より良い世界の構築に貢献します。

EYとは、アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドのグローバルネットワークであり、単体、もしくは複数のメンバーファームを指し、各メンバーファームは法的に独立した組織です。アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドは、英国の保証有限責任会社であり、顧客サービスは提供していません。詳しくは、ey.comをご覧ください。

EY総合研究所株式会社について

EY総合研究所株式会社は、EYグローバルネットワークを通じ、さまざまな業界で実務経験を積んだプロフェッショナルが、多様な視点から先進的なナレッジの発信と経済・産業・ビジネス・パブリックに関する調査及び提言をしています。常に変化する社会・ビジネス環境に応じ、時代の要請するテーマを取り上げ、イノベーションを促す社会の実現に貢献します。詳しくは、eyi.eyjapan.jpをご覧ください。

© 2017 Ernst & Young Institute Co., Ltd.
All Rights Reserved.

ED None

本書は一般的な参考情報の提供のみを目的に作成されており、会計、税務及びその他の専門的なアドバイスを行うものではありません。意見にわたる部分は個人的見解です。EY総合研究所株式会社及び他のEYメンバーファームは、皆様が本書を利用したことにより被ったいかなる損害についても、一切の責任を負いません。具体的なアドバイスが必要な場合は、個別に専門家にご相談ください。

お問い合わせ先・担当者



EY総合研究所株式会社
未来経営研究部

〒100-6031
東京都千代田区霞が関3-2-5
霞が関ビルディング31階
Tel : 03 3503 2512
Fax : 03 3503 2513
E-mail : EYInstitute@jp.ey.com
WEB : eyi.eyjapan.jp/



藤島 裕三 (ふじしま ゆうぞう)

EY総合研究所株式会社
未来経営研究部長
主席研究員



深澤 寛晴 (ふかさわ ひろはる)

EY総合研究所株式会社
未来経営研究部
上席主任研究員