

# 国際マネジメント研究

第13巻 2024年3月

G20/OECD コーポレートガバナンス原則の改訂 ..... 林 順一 (1)

PBR<sup>ROE</sup> モデルと PBR 1 倍割れ銘柄の復活に関する指標について  
..... 吉野 貴晶・森田 充 (37)

ABS  
Aoyama Business School

青山学院大学大学院国際マネジメント学会  
国際マネジメント学術フロンティアセンター



## G20/OECD コーポレートガバナンス原則の改訂

### The Revised G20/OECD Principles of Corporate Governance

林 順一

Junichi Hayashi

(論文要旨)

2023年にG20/OECDコーポレートガバナンス原則が改訂された。OECD原則は1999年に策定されて以降、時代の変化に対応して改訂されており、今回が3回目の改訂となる。OECD原則はコーポレートガバナンス(CG)に関する国際基準であるが、わが国との関係も深い。1999年にOECD原則が策定された際には、その前提となる議論を取りまとめたCGに関する民間諮問委員会に米国、英国、ドイツ、フランスとともにわが国の有識者が参加している。またわが国のCGを大きく進展させたCGコードの策定に際しては、2004年版のOECD原則の枠組みが用いられている。このようにOECD原則はわが国のCGに多大な影響を与えてきたものであるが、わが国ではOECD原則に関する包括的な分析が必ずしも十分には行われていないように見受けられる。そこで本稿では、OECD原則の歴史的な推移(沿革)を概観したうえで、2023年原則の概要とその主な改訂点・特徴を整理し、OECD原則を巡る論点として3つの論点を取り上げて検討する。

(Abstract)

The G20/OECD Corporate Governance Principles underwent revisions in 2023. These OECD Principles have been periodically updated to adapt to changing circumstances since their inception in 1999, marking the third revision to date. While these principles serve as international standards for Corporate Governance (CG), their relationship with Japan runs deep. When the OECD Principles were formulated in 1999, experts from Japan, along with counterparts from the United States, the United Kingdom, Germany, and France, participated in the Business Sector Advisory Group on CG, which laid the groundwork for these principles. Despite the OECD Principles' significant impact on Japan's CG, it seems that a comprehensive analysis of these principles has not been sufficiently undertaken in Japan. Therefore, this paper aims to present an overview of the historical evolution of the OECD Principles, summarise the key aspects of the 2023 revisions, and discuss three critical issues surrounding the principles.

### 1. はじめに

2023年にG20/OECDコーポレートガバナンス原則（2014年までのOECDコーポレートガバナンス原則と合わせて、以下「OECD原則」と総称する）が改訂された。OECD原則は1999年に策定されて以降、時代の変化に対応して、今回まで合計3回の改訂がなされている。様々な点で改訂がなされているが、基本的な考え方には大きな変化はないように思われる。

OECD（2023b）には、OECD原則の特長として以下の5項目が掲げられている。それは、(1) コーポレートガバナンス（以下「CG」という）に関する主要な国際基準であること、(2) 政策立案者がCGの法的、規制的、制度的枠組みを評価し、改善するのを支援するものであること、(3) 多岐にわたる経済目標と主要な公共政策上のメリットを実現するものであること、具体的には会社の資本市場からの資金調達を支援し、また会社のサステナビリティと回復力を支援するものであること、(4) 金融安定理事会（FSB, Financial Stability Board）によって健全な金融システムの主要基準の1つとして承認され、また世界銀行によってCGに関する国家評価のベンチマークとして承認されていること、(5) OECD加盟国、すべてのG20・金融安定理事会加盟国およびOECD加盟候補国の合計53カ国の支持を得ていることである。

OECD原則はわが国との関係も深い。1999年にOECD原則が策定された際には、その前提となる議論を取りまとめたCGに関する民間諮問委員会（以下「民間諮問委員会」という）に米国、英国、ドイツ、フランスの有識者とともにわが国の立石信雄オムロン会長（当時）が参加している。またわが国のCGを大きく進展させたCGコードの策定に際しては、2004年版のOECD原則（以下「2004年原則」という。その他の年度版も同様の表記を用いる）の枠組みが用いられている。さらに、今回のOECD原則の改訂に際しては、財務省の神田真人財務官が企業統治委員会の議長を務め、策定を主導している。このように、OECD原則はわが国のCGに多大な影響を与えてきたものであるが、OECD原則がどのような背景で策定され、それが歴史的にどのように改訂されてきたのか、今回の2023年原則はどのような議論を経て改訂されたのか、またその主要な特徴はどのようなものなのかなど、OECD原則に関する包括的な分析は未だ必ずしも十分には行われていないように見受けられる。

そこで本稿では、まず第2節で、OECD原則の歴史的な推移（沿革）を概観する。そこでは、OECD原則が策定された歴史的背景と、2015年版までのOECD原則の主な特徴、変更点を説明する。第3節では、今回の2023年改訂に至る経緯について、改訂に際して考慮すべきとされた10の優先分野、改訂のために作成されたOECDの報告書とワーキングペーパー、パブリックコンサルテーションの概要を示したうえで、2023年原則の概要とその主な改訂点を説明する。第4節では、2023年原則の特徴として6つの項目を取り上げて説明する。そして第5節で、OECD原則を巡る論点として、3つの論点を取り上げ、歴史的

な変化も含めて検討する。

なお、OECD 原則は多くの国・団体からの意見を踏まえて策定・改訂されるものであり、どうしても八方美人的な、あいまいな表現となっている部分がある。本稿では、OECD 原則の本質的な考え方と、反対意見を踏まえた妥協的な記載を峻別したうえで、本質的な考え方と理解される部分を中心に説明・議論を展開する。

また、OECD 原則の主たる目的は、各国の政策担当者が CG に関する法律、規制および制度の枠組みを評価し改善することを支援することであるが、それが付随的に会社や投資家に対する指針を示すことも企図されている。この観点から、主として会社の取締役会を規律づける CG コードと機関投資家を規律づけるスチュワードシップ・コード（以下「SS コード」という）の両方に参考になる事項が含まれている点に留意が必要である。

## 2. OECD コーポレートガバナンス原則の沿革

OECD 原則は、1999 年に OECD によって初めて発行され、2004 年、2015 年の改訂を踏まえ、2023 年に改訂されて現在に至っている。その間、2015 年と 2023 年には G20 首脳によって承認されたことから、2015 年以降は G20/OECD コーポレートガバナンス原則と称されている。時代の変化に合わせて改訂が進められており、その概要は表 1 のとおりである。

表 1 OECD 原則の沿革

原則	先行する主な出来事	各原則	主な特徴
1999 年原則	英米と独仏日の成長格差 アジア通貨危機	1. 株主の権利 2. 株主の公平な取扱い 3. ステークホルダーの役割 4. 情報開示と透明性 5. 取締役会の責任	・民間諮問委員会報告書を踏まえて作成 ・所有と経営（支配）の分離に起因するガバナンス問題に焦点を当てる ・株主利益とステークホルダー利益の調整
2004 年原則	エンロン事件等の不祥事	1. 効果的な CG の枠組み 2. 株主の権利・ <u>主要な持分機能</u> 3. 株主の公平な取扱い 4. ステークホルダーの役割 5. 情報開示と透明性 6. 取締役会の責任	・政府（特に監督・規制当局）の役割を明記 ・取締役会に監督義務の強化・高い倫理性を求める
2015 年	リーマンショック後の金	1. 効果的な CG の枠組み	・OECD 原則が G20/OECD 原

## G20/OECD コーポレートガバナンス原則の改訂

原則	融危機	2. 株主の権利・株主の公平な取扱い 主要な持分機能 <u>3. 機関投資家等</u> 4. ステークホルダーの役割 5. 情報開示と透明性 6. 取締役会の責任	則の位置づけに変化した ・機関投資家の役割を重視 ・関連当事者間取引に固有の利益相反を重視
2023 年原則	コロナ禍	1. 効果的な CG の枠組み 2. 株主の権利・株主の公平な取扱い 主要な持分機能 3. 機関投資家等 4. 情報開示と透明性 5. 取締役会の責任 6. <u>サステナビリティと回復力</u>	・会社の持続可能性（サステナビリティ）の重視 ・ステークホルダーの役割の章がサステナビリティの章の一部に位置づけられた ・リスク管理の重視 ・株式集中に伴う問題点重視

（注）各原則の下線部分は変更箇所。

（出所）各種資料から筆者作成。

### 2.1 1999 年原則<sup>1</sup>

1996 年の OECD 閣僚理事会で、OECD の各閣僚から CG に関する研究を開始するよう要請があり、これに対応するため、同年、民間諮問委員会が設置された。民間諮問委員会のメンバーは 6 人で、委員長は米国、委員はフランス、英国、米国、ドイツおよび日本から招聘された。このうち英国の委員は 1992 年にキャドバリー報告書を取りまとめたキャドバリー卿、日本の委員は立石信雄オムロン会長であった。この民間諮問委員会で真摯に意見交換がなされ、また外部専門家などの意見も踏まえて、1998 年に報告書（『コーポレートガバナンス：グローバル市場における競争力強化と資本アクセスの改善』<sup>2</sup>）が OECD に提出された。OECD で CG の議論がなされた発端には、1990 年代において、米国・英国の経済成長と比較してドイツ・フランス・日本の経済成長が劣後し、その原因の 1 つに CG の違いがあるのではないかと認識されたことがある（立石他、1999a）。

この民間諮問委員会の報告書に基づき、また 1997 年に発生したアジア通貨危機の影響なども踏まえ、OECD 内の作業によって 1999 年に作成されたのが、1999 年原則である。

#### 2.1.1 民間諮問委員会報告書

民間諮問委員会報告書は以下の 7 つの章から構成されている。

- 第 1 章 概観、公共政策の視点および OECD に対する勧告
- 第 2 章 現代経済における企業のミッションの定義
- 第 3 章 CG 体制における適応性の確保
- 第 4 章 株主権利の保護

第5章 アクティブな投資の促進

第6章 株主とその他のステークホルダーの利害調整

第7章 社会的利益の認識

この中で特に注目すべき事項は、CGの定義、報告書の対象範囲、経営者と株主との間の利益相反への対応、会社の基本目的と社会的利益との関係、およびステークホルダーの位置づけに関する事項である。

(1) CGの定義

CGとは、株主、取締役、経営陣からなる経営のコアグループにおいて、彼らの相互関係とそれらに対応した責任というものが、その会社の主要目的の達成に必要な競争力のあるパフォーマンスを促進するように構成されることであるとしている。株主がCGの重要な構成要素であるという点は、英国のCG議論の嚆矢であるキャドバリー報告書と同様の考え方を示している(第1章)。

(2) 報告書の対象範囲

本報告書の対象範囲はOECD加盟国の公開企業(上場会社)であるとしたうえで、OECD加盟国の非公開企業、同族企業、国有企業にも適用可能であるとしている。非OECD加盟国の会社は明示的な対象とはしていない(第1章)。

(3) 経営者と株主との間の利益相反への対応

経営者の利害と株主の利害とが乖離する可能性があるということが、現代の公開会社の顕著な特徴であり、このエージェンシー問題に取り組むことがCGの中心的関心事であるとしている(第1章)。少数株主と支配株主間の利益相反の問題(少数株主から支配株主への不公正な条件による資産移転の問題)の存在も認識しているが、これはほとんどのOECD加盟国では法的規定などによって対応されている(したがって重要な論点とはされない)としている(第4章)。

(4) 会社の基本目的と社会的利益との関係

会社の基本目的は株主・投資家価値の増大のために長期的な経済的利益を創出することであり(第1章)、正当な社会的関心に応えることは、長期的には、投資家を含むすべての関係者の利益にもなることから、会社の活動は社会的活動と両立し得る。ただし、民間部門の対応能力を超えるような社会的ニーズに対しては、公共的な政策手段を用いるべきであるとする(第7章)。

(5) ステークホルダーの位置づけ

民間諮問委員会では、ステークホルダーの位置づけを巡り、米国・英国とドイツ・フランス・日本の中で激しいやりとりがあった。米国は会社の目的は株主利益の最大化だけであると強く主張したのに対して、ドイツ・フランス・日本は、会社は社会の一員である以上、ステークホルダーに対してバランスよく利潤を配分することが重要であると主張した。議論の結果、会社の目的は、株主利益の最大化にあるが、そのためには他のステークホルダーの要求にも応えていくべきであるとの合意がなされたという経緯がある（立石，1999）。すなわち、基本的には啓発的株主価値（後述の 5.2 参照）の考え方を採用することとされたと理解され、民間諮問委員会報告書もこの線に沿って記載されている。ただし、株主利益の最大化のために他のステークホルダーの利益が害されても良いとまでは記載されていない。

これらの民間諮問委員会の考え方が、その後の OECD 原則の基本的な考え方となって維持され、現在に至っている。なお、一部変更されている部分もあるが、その内容などについては、それぞれの改訂版の箇所の説明する。

### 2.1.2 1999 年原則の特徴

民間諮問委員会の報告書に基づき、また 1997 年に発生したアジア通貨危機の影響なども踏まえて作成されたのが、1999 年原則である。この原則は、序文、前文と以下の 2 つの章から構成されている。

- 第 1 部 OECD の CG 原則
- 第 2 部 OECD の CG 原則への注釈

また原則として、以下の 5 つの原則が示されている。

- 原則 1 株主の権利
- 原則 2 株主の公平な取扱い
- 原則 3 CG におけるステークホルダーの役割
- 原則 4 情報開示と透明性
- 原則 5 取締役会の責任

第 1 部は、原則（原則の表題と原則本体）と細則から構成され、第 2 部は、原則、原則の注釈、細則、細則の注釈から構成されている（OECD 原則では上記の用語が必ずしも用いられているわけではないが、本稿では上記の用語を用いて以下説明する）。なお、2015 年版以降は、第 1 部が削除され、第 2 部のみの記載となっている（重複を回避したものと考えられる）。

#### (1) 序文

ドナルド・ジョンストン OECD 事務総長らが執筆した序文では、経済の発展と雇用の創



出において民間部門の役割がさらに重要になってくるなかで、CGの重要性がますます認識されるようになってきたこと、優れたCGの仕組みに共通している点は、株主の利益を最優先に考えていること、優秀な会社では、企業倫理や自らが活動するコミュニティや社会的利益に対する配慮が、その会社の評判や長期的なパフォーマンスに大きな影響を与えていることを認識していることに言及している。そして、本原則に拘束力はないが、自らのCG制度を評価してこの原則を重視することが、最終的には国および会社自身の利益に結びつく」と指摘している。

## (2) 前文

ここでは、本原則の適用範囲や位置づけが示されている。適用範囲としては公開企業に焦点を置いているが、非公開企業や個人企業、国有企業などのCG改善にも有効であるとしている。また本原則の位置づけとして、拘束的なものではなく、各国の法律の細部に立ち入るものでもなく、民間企業主導で行われているCGの「ベストプラクティス」の作成を代替することは意図していないとしている。これは、各国の主権を侵害する意図を有したものではないこと、そしてすでに作成されている英国のCGコードなどとの関係を示したものと理解される。

本原則は所有と支配の分離に起因するガバナンス問題に焦点を置いており、環境や倫理に関する事項はOECDの他の方策などでより明確に扱われるとしている。すなわち、本原則は主として株主と経営者の間のエージェンシー問題への対応を取扱い、環境問題などのサステナビリティに関する事項は中心的な論点とはしないと位置づけたものと理解される。

また、優れたCGに単一のモデルはないとしたうえで、優れたCGには共通の要素があり、本原則はそれの体系化を行ったものだ」と位置づけている。各国におけるCGに対する考え方の違いを認めたとうえで、本原則の意義を示したものと理解される。

## (3) 株主の権利 (原則1)

原則で、CGの枠組みは、株主の権利を保護するものであるべきであるとして、株主重視の姿勢を明確にしている。細則で、特定の株主が株式所有比率に比例しない過度な支配力をもつような資本構成や資本協定は開示されるべきであるとして、ピラミッド構造や株式持合といった資本構造に懸念を表明しているが、これは逆に言えば、株式所有比率に応じた支配力(支配株主のパワー)は許容されると考えていると理解される。

## (4) 株主の公平な取扱い (原則2)

原則で、CGの枠組みは、少数株主、外国人株主を含む、すべての株主の平等な取扱いを確保するべきであるし、すべての株主は、その権利の侵害に対して、効果的な救済を得る機会を有するべきであるとしている。細則で、同一株種の株主はすべて、平等に取り扱われるべきであるとしているが、これは株式の種類ごとに取扱いが異なること(種類株式の存在)

は認容していると理解される。

(5) CGにおけるステークホルダーの役割（原則3）

原則で、CGの枠組みは、法律で定められたステークホルダーの権利を認識すべきであり、会社とステークホルダーとの間の積極的な協力関係を促進し、豊かさを生み出し、雇用を創出し、そして財務的に健全な会社の持続可能性を高めるべきであるとしている。ここで、表題がステークホルダーの「役割」とされ「権利」とはされておらず、また原則では「法律で定められた権利」という当然の権利を認めると記載しているだけであることから、株主とステークホルダーの位置づけは明らかに異なるものと理解される。

原則の注釈で、会社の競争力保持や最終的な成功は、投資家、従業員、債権者やサプライヤーを含むさまざまな資源提供者による貢献の結果であることから、企業価値創造に対するステークホルダーとの間の協力促進は会社の長期的な利益にかなうと指摘しており、ステークホルダー重視はあくまで手段として位置づけられていると理解される。

なお、法律学者の視点から、奥島孝康早稲田大学総長（当時）は、「本報告書の大きな特色の一つは、ステークホルダーの存在を重視している点である」と指摘されている（奥島，2001）。

(6) 情報開示と透明性（原則4）

原則で、CGの枠組みにより、会社の財務状況、パフォーマンス、株主構成、ガバナンスなど、会社に関するすべての重要事項について、適時かつ正確な開示がなされることが確保されるべきであるとしている。これは株主と経営者とのエージェンシー問題緩和の観点、株主保護の観点から求められていると理解される。また細則で求められる情報開示のなかに、会社の目的を記載することが含まれており、会社が、商業的な目的に加えて、企業倫理、環境問題、その他公共的施策にかかわる義務など会社の方針を開示することが奨励されるとしているが、これはパーパスを表明すべきであるという比較的最近の動きを先取りしたものと理解される。

(7) 取締役会の責任（原則5）

原則で、CGの枠組みにより、会社の戦略的方向付け、取締役会による経営陣に対する効果的な監視、そして取締役会の会社および株主に対する説明責任が確保されるべきであるとしている。すなわち、取締役会は、経営陣のパフォーマンスを監視監督し、株主に対して会社の状況を説明するとともに、適切なリターンをもたらすことに責任をもっていると理解される。

細則については、取締役は会社および株主の最大利益のために行動すべきであるとしているが、株主の利益と並列の関係にある会社の利益とは何か、株主利益と会社の利益との関係はどのように位置づけられるのかについては、明確には示されていない。取締役会は、会

社に適用される法律を遵守すること、ステークホルダーの利益に配慮することを保障すべきであるとしており、ステークホルダー利益は考慮義務の位置づけと言える。また取締役会は、企業活動について、特に経営者から独立して、客観的な判断を行使できるようにすべきであるとしているが、これは経営者からの独立は求めても支配株主からの独立までは求めていないと理解される。実際、株主が取締役に就任することを妨げるものではないとの記載がある。

### 2.3 2004年原則<sup>3</sup>

米国エンロン事件やワールドコム事件などの不祥事を背景に、2003年6月に開催されたエビアン・サミットの議長総括にガバナンス改善による投資家の信頼回復が明記され、これを受けてOECDは予定より1年前倒しでCG原則を改訂する作業に入り、2004年に原則の改訂版を公表した。この改訂版では、基本的には1999年原則の考え方を踏襲しつつ、不祥事対応として取締役会の監督義務の強化や高い倫理基準を求めることなどが盛り込まれている（浅井, 2006）。

2004年原則は1999年原則を一部変更のうえ、以下の6つの原則で構成されている。細則や注釈が追加されるなどかなり充実したものとなっている。

原則1 効果的なCGの枠組みの基盤を確保する

原則2 株主の権利と主要な持分機能

原則3 株主の公平な取扱い

原則4 CGにおけるステークホルダーの役割

原則5 情報開示と透明性

原則6 取締役会の責任

(注) 下線部が変更箇所

#### (1) 効果的なCGの枠組みの基盤を確保する（原則1）

原則1は今回の改訂で新たに追加され、政府（特に監督・規制・執行当局）の役割を規定したものである。この原則は、完全な意味でのガバナンス制度が存在しないようなOECD非加盟国との会話を通じて、また加盟国が多く指針を求めていることを反映して作成された（カークパトリック・油布, 2006. OECD 上席事務官のカークパトリック氏の発言部分。以下「カークパトリック」と表記する）。

原則および細則で、CGの枠組みは、透明で効率的な市場を促進し、法の原則と整合的で、異なる監督・規制・執行当局間での責任分担を明確にすべきもので、それによって公共の利益が確実に果たされるようにすべきであるとしている。

#### (2) 株主の権利と主要な持分機能（原則2）

原則2は、表題に「主要な持分機能（key ownership functions）」の言葉が付け加えられ

た。また、CG の枠組みは、株主の権利を保護し、その行使を促進するべきであるとしている。1999 年原則では、CG の枠組みは、株主の権利を保護するものとすべきであると説明されていたのに対して、「その行使を促進する (and facilitate the exercise of)」という文言が追加された。これは株主権をより広く捉えたものと理解される。

また細則では、機関投資家を含むすべての株主による持分権の行使が促進されるべきであるとしている。1999 年原則では、機関投資家を含む株主は、議決権行使に伴うコストと便益を考慮すべきであるとしていたのに対して、機関投資家の役割への期待が明確に示されていると理解される。機関投資家に言及している分量もかなり増大している。

### (3) 株主の公平な取扱い (原則 3)

原則 3 の表題および内容は 1999 年原則の原則 2 から変更はない。ただし、少数株主の保護に関して、少数株主は、直接的または間接的に行動する支配株主による権利の濫用、あるいはその利益のための濫用行為から保護されるべきであり、効果的な救済手段を有するべきであるという細則が新設された。これは、OECD 非加盟国では支配株主の権利の濫用が問題になっていることから、この細則を新設したものと理解される (カークパトリック, 2006)。

また細則で、クロスボーダーの議決権行使に対する障害は取り除かれるべきであることが追加された。これはグローバルに株式投資を行う機関投資家の権利を保護する観点から追加されたと理解される。

### (4) CG におけるステークホルダーの役割 (原則 4)

原則 4 の表題に変更はないが、原則の内容の中で、ステークホルダーの権利は法律のみならず相互の合意によって確立されることとされ、ステークホルダーの権利をより広く捉えることとされた。具体的には、1999 年原則では、「法律で定められたステークホルダーの権利 (the rights of stakeholders as established by law)」であったものが、「法律または相互の合意により確立されたステークホルダーの権利 (the rights of stakeholders established by law or through mutual agreements)」に変更されている。

細則では、ドイツ型の法制度を念頭に置いて、従業員参加による業績向上の仕組みが認められるべきであること、従業員などが違法な行為や非倫理的な慣行についての懸念を自由に取締役会に伝えられるべきであることなどが付け加えられた。これは、労働組合側が従業員の取締役会への参加を義務づけるよう主張したのに対して、民間経済団体が反対し、結果として上記の趣旨の文言を細則やその注釈に記載することで着地したものである (川村, 2006)。

また細則で、今回、債権者が主要なステークホルダーであることが明記された。これはアジア経済危機のように、特に新興国において、会社が破綻寸前となった際に、債権者の権利が保護されない懸念があることなどから、今回追加されたものである (カークパトリック,

2006).

(5) 情報開示と透明性 (原則 5)

原則 5 は、表題と原則の内容に関して 1999 年原則の原則 4 から変更はない。細則では関連当事者間取引 (related party transactions) の開示が追加されている。特に問題となるのは会社と支配株主との間の取引であり、利益相反を防止する観点から、取締役会への通知、取締役会による市場への開示、取締役会によるモニタリングの必要性などが示されている。これは、原則 3 で追加した少数株主を支配株主の権利の濫用から保護する一つの方法として、情報開示と取締役会によるモニタリングを求めたものと理解される。

(6) 取締役会の責任 (原則 6)

原則 6 は、表題と原則の内容に関して 1999 年原則の原則 5 から変更はない。細則では高い倫理基準の適用が追加的に求められている。具体的には、1999 年原則では、「取締役会は法令遵守を徹底すべき (the board should ensure compliance with applicable law)」であったのに対して、2004 年原則では、「取締役会は高い倫理基準を適用すべき (the board should apply high ethical standards)」に変更されている。これはエンロン事件等の反省から、取締役会に法令遵守は当然のこととしてそれを超える倫理基準を求めたものと理解される。

また、今回新たに細則で、支配株主が存在する場合においても、取締役の忠実義務の対象は、当該会社とそのすべての株主であり、支配株主に対するものではないことが明記されている。これは原則 3 と同様、OECD 非加盟国では支配株主の権利の濫用が問題になっていることへの対応と理解される。

## 2.4 2015 年原則<sup>4</sup>

2008 年に発生したリーマンショックとその後の世界的な金融危機を踏まえ、OECD では CG の観点から金融危機の要因分析を行い、報告書を取りまとめた。そこでは、金融機関において、短期的な業績に連動した役員報酬、リスク管理体制の不備、取締役会のモニタリング機能の不備が指摘された。一方で、これらの課題に対処するための方策は、すでに 2004 年原則に盛り込まれているという認識に基づき、OECD では、同原則に沿って主要なテーマごとに各国の制度・運用状況に関するレビューを実施し、その結果を踏まえて改訂の可否を判断することとした。実際 2011 年から 2014 年にかけて 6 つのピアレビューの報告書が公表された。また 2014 年と 2015 年に OECD 加盟国・非加盟国における制度を網羅的にカバーした「ファクトブック」が公表され、2012 年から 2015 年にかけて CG と価値創造・成長に関するプロジェクトが立ち上げられ、4 つのワーキングペーパーが公表されている。これらを踏まえて、CG 原則の改訂作業が進められた (野崎, 2015)。最終的には、2015 年の OECD 理事会において 2015 年原則が採択され、同年の G20 サミットで承認された。

機関投資家の運用資産の増加やインベストメントチェーンの複雑化、パッシブ運用の増加を背景として、良質・実効的なCGのためには、株主である機関投資家の役割が重要であることが改めて認識されて、新たな原則が設けられた。2015年原則は、この機関投資家に関する原則の新設と、2004年原則の原則2（株主の権利と主要な持分機能）と原則3（株主の公平な取扱い）を1つの原則にまとめたことにより、以下の6つの原則から構成されることとなった。

- 原則1 効果的なCGの枠組みの基盤を確保する  
 原則2 株主の権利・公平な取扱いと主要な持分機能  
 原則3 機関投資家、株式市場その他の仲介者  
 原則4 CGにおけるステークホルダーの役割  
 原則5 情報開示と透明性  
 原則6 取締役会の責任  
 （注）下線部が変更箇所

（1）効果的なCGの枠組みの基盤を確保する（原則1）

原則1の表題に変更はないが、原則自体では、「透明で効率的な市場を促進」（2004年）が「透明で公正な市場および資源の効率的な配分を促進」（2015年）に変更され、また「異なる監督・規制・執行当局間の責任分担を明確にすべきである」（2004年）が「効果的な監督と執行を支えるべきである」（2015年）に変更されるなど、表現が洗練されたものとなっている。すなわち原則1では、CGの枠組みは、透明で公正な市場および資源の効率的な配分を促進するべきであるし、法の支配と整合的で、効果的な監督と執行を支えるべきであるとされた。

また細則に、株式市場の規則は効果的なCGを支えるべきである（I.D.）と、情報交換のための二国間または多国間取決めによるものも含め、クロスボーダーの協力が強化されるべきである（I.F.）が追加された。前者は新設の原則3と同様に株式市場の重要性を指摘しているものであり、後者は会社活動および資金調達のグローバル化の進展に対応するものと理解される。

（2）株主の権利・公平な取扱いと主要な持分機能（原則2）

原則2については、2004年原則の原則2（株主の権利と主要な持分機能）と原則3（株主の公平な取扱い）が統合された。この結果、2015年原則2は、2004年の原則2と原則3とそれぞれの説明が単純に合算されたものとなっている。

細則では、関連当事者間取引は利益相反が適切に管理され、会社およびその株主の利益を保護するやり方で承認・実行されるべきであること（II.F.）、具体的には、関連当事者間取引に固有の利益相反は対処されるべきであること（II.F.1.）が新たに追加され、関連当事者間取引に関する規制の枠組みの強化が図られた。

(3) 機関投資家、株式市場その他の仲介者（原則3）

機関投資家の運用資産の増加とインベストメントチェーンの複雑化に対応すべく、機関投資家、株式市場その他の仲介者の役割を明記した原則3が新設された。ここでは、CGの枠組みは、インベストメントチェーン全体を通じて健全なインセンティブをもたらし、良質なCGに貢献するような形で株式市場が機能することを支援するものであるべきとされている。原則の注釈の中で、機関投資家は、議決権行使や経営陣との直接の対話の実施などのCGに関する方針を開示すべきであると勧告し、またいくつかの国は自発的にSSコードの採用を検討し始めていることに言及している。

細則では、機関投資家に対する要請事項（CGの方針・議決権行使方針の開示、議決権行使は実質株主の指示に従うべきこと、利益相反管理の開示）、議決権行使助言会社・アナリスト・仲介業者・格付機関等に対する要請事項（利益相反の開示とその最小化）、および株式市場に対する要請事項（公正・効率的な価格形成の提供）などが示されている。

(4) ステークホルダーの役割（原則4）

原則4は、原則の表題と内容に関して2004年原則の原則4から変更はない。細則では、ステークホルダーは、違法な行為や非倫理的な慣行について、「懸念を自由に取締役会に伝えることができるべき」（2014年原則）とされていたのが、「懸念を自由に取締役会および権限のある公的機関に伝えることができるべき」（2015年原則）に変更され、内部通報に加えて公的機関に対する内部告発も可能とされたと言える。なお、この他は、2004年原則から大きな変更はない。

(5) 情報開示と透明性（原則5）

原則5は、原則の表題と内容に関して2004年原則の原則5から変更はない。細則では、非財務情報（non-financial information）の開示が細則そのものに明記され（V.A.2.）、また取締役会議長とCEOの分離が原則であり、兼務している場合にはその合理性について明確に開示すべきこと（V.A.9.）が追加された。なお、この他は、2004年原則から大きな変更はない。

(6) 取締役会の責任（原則6）

原則6は、原則の表題と内容に関して2004年原則の原則6から変更はない。細則では、リスク管理の強化が示されている。これはサブプライム問題に端を発したリーマン危機とその後の金融危機の反省から追加されたものと理解される。取締役会の義務について、「リスクについての方針のレビューと方向づけ」（2004年原則）とされていたのが、「リスク管理の方針と手続きのレビューと方向づけ」（2015年原則）と内容が明確化され（VI.D.1.）、取締役会が客観的かつ独立した判断を行うために、会社の規模とリスク特性に応じて、リス

ク管理などのために、監査委員会などの専門委員会を設置すべきであることが追加され (VI.E.2.)、非業務執行取締役がリスク管理の責任者 (**the head of risk management or chief risk officer**) にアクセスすることが推奨され (VI.F.)、さらには、会社が複雑なリスク管理モデルを用いている場合には、取締役はそのモデルの想定される欠陥について認識すべきであること (VI.F.) が明記された。

この他、従業員代表の取締役が義務づけられている場合には、当該取締役が有効に機能するために、情報へのアクセスとトレーニングを容易にするメカニズムを策定すべきであることが追加された (VI.G.)。これは、ドイツ型の二層式ガバナンス形態に対応したもので、(このような形態は従前から存在していたことから、今回この文言を追加したことは) ステークホルダー (従業員) の位置づけをさらに重視するものであると理解される。

### 3. 2023 年改訂に至る経緯

#### 3.1 概観<sup>5</sup>

CG 原則の見直しは、2021 年 11 月から 2023 年 3 月にかけて OECD コーポレートガバナンス委員会 (以下本節において「委員会」という) によって行われた。そこには、OECD、G20、金融安定理事会のメンバーの他、OECD 加盟候補国やアジアとラテンアメリカにおける委員会の地域ラウンドテーブルを通じてその他の国も参加した。委員会は、2022 年 9 月から 10 月にかけて改訂草案に関するパブリックコンサルテーションを実施し、これらを踏まえて、2023 年改訂版が作成された。

2023 年 6 月 7～8 日に開催された年次 OECD 閣僚理事会で、改訂された G20/OECD コーポレートガバナンス原則 (2023 年原則) が承認され、また 2023 年 7 月 17～18 日の G20 財務大臣と中央銀行総裁の会合で、同原則が承認された。

この原則は、資本市場および CG の政策と実践における最近の進展を考慮して、CG の主要な国際基準としての地位を継続的に確保するために改訂されたと言える。この改訂に際して考慮した最も重要な目標は、会社のサステナビリティと回復力を支援すること、そしてそれがひいては経済全体のサステナビリティと回復力の増進に貢献すること、また会社の資本市場からの資金調達を容易にするという各国の取り組みを支援することであった。

改訂された 2023 年原則では、「サステナビリティと回復力」という章が新設され、また会社の所有権とその集中、機関投資家とそのスチュワードシップの役割の増大、会社が直面するリスクの複雑さの増大、デジタル化のインパクトといった最近の動きが反映されたものとなっている。

以下では、改訂に際して考慮された 10 の優先分野、2023 年改訂に際して参考とされた OECD の 3 つの報告書および 6 つのワーキングペーパーを概観したのち、改訂草案に対するパブリックコンサルテーションの概要、そして 2023 年原則とその主な改訂点について説明する。



### 3.2 10の優先分野

2022年2月に委員会は、CG原則の改訂に際して考慮すべき事項とロードマップ（行程表）を最終決定した。そこでは、改訂に際して考慮すべき以下の10の優先分野が特定された<sup>6</sup>。

- (1) 会社の所有権とその集中
- (2) 気候変動やその他の環境，社会，ガバナンス（ESG）リスクの管理
- (3) 機関投資家の役割とスチュワードシップ
- (4) 新しいデジタルテクノロジーと新たな機会・リスク
- (5) 危機とリスク管理
- (6) 非金融企業部門における過剰なリスクテイク
- (7) 債権者の役割・権利とコーポレートガバナンス
- (8) 経営者報酬
- (9) 取締役会レベルの委員会の役割
- (10) 取締役会と上級管理職のダイバーシティ

この10の優先分野と以下で説明するOECDの3つの報告書と6つのワーキングペーパーの関係は、概ね以下の表2に示される通りである。

表2 2023年原則改訂に際しての10の優先分野とOECD報告書・ワーキングペーパーの関係

10の優先分野		報告書・ワーキングペーパー	
1	会社の所有権とその集中	・	会社の所有権とその集中
2	気候変動やその他の環境，社会，ガバナンス（ESG）リスクの管理	・	気候変動とコーポレートガバナンス
3	機関投資家の役割とスチュワードシップ	・	機関投資家とスチュワードシップ
4	新しいデジタルテクノロジーと新たな機会・リスク	・	デジタル化とコーポレートガバナンス
5	危機とリスク管理	・	新型コロナウイルス感染症蔓延後の資本市場におけるコーポレートガバナンスの将来
6	非金融企業部門における過剰なリスクテイク	・	コーポレートガバナンスにおける債権者の役割と権利
7	債権者の役割・権利とコーポレートガバナンス	・	コーポレートガバナンスにおける債権者の役割と権利

8	経営者報酬	・ OECD コーポレートガバナンス・ファクトブック 2021
9	取締役会レベルの委員会の役割	・ コーポレートガバナンスにおける取締役会レベルの委員会の役割
10	取締役会と上級管理職のダイバーシティ	・ 上場会社の取締役会および上級管理職におけるジェンダー多様性の強化

(出所) 各種資料から筆者作成。

### 3.3 3つの報告書と6つのワーキングペーパー

2023年改訂に際しては、OECDの3つの報告書および6つのワーキングペーパーが参考とされている。具体的には、3つの報告書は、(1) 気候変動とコーポレートガバナンス (Climate Change and Corporate Governance)、(2) 新型コロナウイルス感染症蔓延後の資本市場におけるコーポレートガバナンスの将来 (The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis)、(3) OECD コーポレートガバナンス・ファクトブック 2021 (OECD Corporate Governance Factbook 2021) であり、6つのワーキングペーパーは、(1) 会社の所有権とその集中 (Corporate Ownership and Concentration)、(2) 上場会社の取締役会および上級管理職におけるジェンダー多様性の強化 (Enhancing Gender Diversity on Boards and in Senior Management of Listed Companies)、(3) コーポレートガバナンスにおける取締役会レベルの委員会の役割 (The Role of Board-level Committees in Corporate Governance)、(4) デジタル化とコーポレートガバナンス (Digitalisation and Corporate Governance)、(5) 機関投資家とスチュワードシップ (Institutional Investors and Stewardship)、(6) コーポレートガバナンスにおける債権者の役割と権利 (The Role and Rights of Debtholders in Corporate Governance) である。これらの報告書・ワーキングペーパーの内容をそれぞれ簡単にまとめると以下の通りとなる。

#### A. 報告書

##### (1) 気候変動とコーポレートガバナンス

2022年6月に公表された『気候変動とコーポレートガバナンス』では、気候変動が上場会社にとって財務的に重大なリスクであり、それゆえ機関投資家にとっても気候変動とそれに関連するリスクが最優先事項となるのに対して、CGの枠組みが、気候変動の企業部門にもたらす重要な課題にまだ十分に対応できていないという問題意識に基づき、特に、政策立案者が企業情報開示、取締役会の責任、株主の権利に関する法規制の枠組みを評価する際に参考とすべき関連動向について報告している。

具体的には、企業情報開示に関しては、比較可能性などの観点から、気候変動に関する統一的な開示枠組みが求められること、時間軸を長期にとれば、投資家の金銭的リターンとダ

ブルマテリアリティの考え方は統合的に考えられる可能性があることを指摘している。また取締役会の責任に関しては、取締役の忠実義務に関して、大別して2つの考え方（a. 株主利益を第一に考え、長期的な株主利益に資する範囲でステークホルダーの利益を考慮する考え方、b. 株主の金銭的利益とステークホルダーの利益をバランスさせるという考え方）がある（法域によって異なる）ことを指摘したうえで、双方の考え方には、それぞれ利点もあれば欠点もあるが、どのような考え方を採用するにせよ、サステナビリティの考慮を会社の戦略に取り入れ、経営者報酬に反映させている会社がすでに存在する（グローバルでは、上場会社の30%が経営者報酬に反映させている）ことを指摘している。株主の権利に関しては、投資ポートフォリオのなかで、サステナビリティやESG関連ファンドの比重が高まる中、投資家は気候変動関連のエンゲージメントを行うことに高い優先順位を置いていること、Public Benefit Corporation（米国デラウェア州）や使命を果たす会社（フランス）のように、定款に環境・社会目的を記載するなど、長期的な株主利益だけを会社の目的としない法形態もでてきていること、気候変動に関しては、株主提案や訴訟も発生していることを指摘している（OECD, 2022a）。

(2) 新型コロナウイルス感染症蔓延後の資本市場におけるコーポレートガバナンスの将来

2021年6月に公表された『新型コロナウイルス感染症蔓延後の資本市場におけるコーポレートガバナンスの将来』では、過去20年間の資本構造、企業業績、市場ベースの資金調達活用の活用、会社の所有構造および配当政策に関する分析を行ったうえで、過去20年間で上場会社数が減少していること、これは調達コストが比較的安い資本市場にアクセスできる会社の数が減少していることを意味すると指摘している。そしてこの原因として、第1に、大規模な機関投資家の台頭とそれによる巨大企業への投資が優先されていること、第2に、投資銀行による高い引受手数料などの結果、上場コストが増大していることを指摘している。また大手テクノロジー企業によって将来の競争相手となり得る小規模成長企業が買収され、IPOのパイプラインが減少していることも指摘している。さらにパンデミックの経験から、監査の質、株価操作、インサイダー取引などについてだけではなく、リスク管理や危機管理の枠組みの強化が求められるようになったことを指摘している（OECD, 2021a）。

(3) OECD コーポレートガバナンス・ファクトブック 2021

2021年6月に公表された『OECD コーポレートガバナンス・ファクトブック 2021』では、G20, OECD, 金融安定理事会メンバーを含む50の法域にわたる比較データに基づき、会社の所有権（株式集中）や取締役会の現状などについて説明がなされている。まず会社の所有権については、グローバルな傾向として大規模な機関投資家への会社の所有権の移行（株式の集中）が進み、（大規模な機関投資家は巨大企業への投資を優先する傾向がある結果）株式市場がますます少数かつ大規模な会社の資金調達源となっていることなどから、世

界全体の時価総額の増加にも関わらず、2005 年以来世界中で約 3 万社が株式市場から上場廃止となり、また、2008 年から 2019 年の間、OECD 加盟国の上場会社の数は毎年減少していること。特に、一部の先進市場における小規模の成長企業の上場が大幅かつ構造的に減少しているため、これらの会社の大部分が公開株式による資金調達への容易なアクセスから遠ざけられていることを指摘している。また会社レベルでも所有権が集中していることから、株主と経営者の間の利益相反（所有者と経営者のエージェンシー関係）だけでなく、支配株主と少数株主の間の利益相反が重要な論点になることを指摘している。

取締役会に関しては、ほとんどの法域において（92%）独立取締役の選任を求めていること、また独立性の定義として、主要株主（substantial shareholder）からの独立性を求める傾向が強まったこと（2015 年の 64%から 80%に増加）、取締役会議長と CEO の分離を求める法域も増加していること（2015 年の 36%から 76%に増加）を指摘している。またリスク管理に関しては、この分野が近年の市場規制において最もダイナミックな分野の 1 つであること、会社が取締役会レベルの委員会にリスク管理の役割を課す割合が（会社が取締役会レベルでリスク管理委員会などを設置する割合が）増加していること（2015 年の 62%から 90% に増加）、内部統制やリスク管理システムの規定を設けている会社も急速に増加していること（2015 年の 62%から 96%に増加）を指摘している。さらに、過去 2 年間で、会社を取締役会や上級管理職への女性の参加を促進する措置を採用する法域が増加していること、具体的には約 4 分の 1 の法域で女性取締役比率が義務づけられており、約 30%の法域で自主的な目標や目標などより柔軟なメカニズムで女性取締役比率が求められており、8%の法域で両者が併存していることを指摘している（OECD, 2021b）。

### B. ワーキングペーパー

#### (1) 会社の所有権とその集中

6 つのワーキングペーパーはすべて 2022 年 9 月に公表されている。まず『会社の所有権とその集中』では、過去 10 年間に於いて、上場会社の所有構造が変化して所有権の集中が見られているとし、特に、重要性を増しているアジアなどの新興市場において企業グループ構造が支配的であること、様々な種類の国家が支配する投資家を通じた国家による所有権が拡大していること、パッシブ運用を行う大規模機関投資家に所有権が集中していることを説明している。そしてこの結果、従来の CG 議論では、株式の分散を前提として、株主と経営陣との間の利益相反をどのように緩和するかということであったが、最近では、株主権の集中への対応、すなわち支配株主による少数株主からの搾取が論点となっていることを指摘している。またパッシブ投資を行う大規模機関投資家に所有権が集中していることから、大企業に対する投資のバイアスとその結果としての上場会社数の減少、投資家による市場監視能力の低下が見られるとし、後者に関しては機関投資家のエンゲージメント向上を目的として SS コードや業界ベースのガイドラインなどが策定されていることを指摘している（Medina et al., 2022）。

(2) 上場会社の取締役会および上級管理職におけるジェンダーの多様性の強化

『上場会社の取締役会および上級管理職におけるジェンダーの多様性の強化』では、取締役会や上級管理職におけるジェンダーの多様性に関しては、一定の成果は挙げられているが十分ではないこと、クォータ制やターゲットを定めている法域（調査対象の50の法域のうち26法域）の方が、他の法域よりも高いレベルの取締役会のジェンダー多様性を達成していること、ただし、クォータ制などを定める取り組みでは、少数の女性が多くの会社の取締役を兼務したり、ファミリーの一員である女性の取締役が増加する傾向があることから、クォータ制などの導入だけでは十分ではないことを説明している。そして、OECD原則の改訂に際して考慮すべきこととして、取締役会における各取締役のバックグラウンドと能力の適切な組み合わせが、望ましい進歩を達成するのに十分であるかどうかを検討する必要があること、具体的には取締役会の多様性を評価する際の基準を、単に性別の多様性だけでなく、年齢、取締役在任期間、経験、その他の考慮される人口統計的特徴などの追加要素も含めることなどについても考慮する必要があると指摘している (Denis, 2022)。

(3) コーポレートガバナンスにおける取締役会レベルの委員会の役割

『コーポレートガバナンスにおける取締役会レベルの委員会の役割』では、取締役会に大きなプレッシャーを与えた新型コロナウイルス感染症危機により、取締役会を支援する委員会の役割が更に期待されるようになったこと、また委員会の機能として、厳格にモニタリングを行う役割だけでなく、より包括的でフォワードルッキングな（将来を見据えた）アドバイスを取締役会に提供することが期待されるようになったことを説明している。具体的な委員会として、ほとんどの法域で法律、上場規則またはCGコードによって設置が要求されている監査、指名、報酬の主要3委員会は、プリンシプル・エージェント問題や利益相反の観点から設立が正当化されてきたが、それ以外の委員会は、モニタリングに重点を置くのではなく、むしろ特定の専門分野に関するアドバイスに重点を置く傾向があることを指摘している。その他の委員会の例として、リスク委員会とサステナビリティ委員会などを挙げ、リスク対応の委員会については、2008年の金融危機や新型コロナウイルス感染症危機によりその重要性が認識され急速に拡大していること、ただし、リスク対応に関して既存の監査委員会で対応するのか、または新たにリスク委員会を設置するのかについては業種・法域によって対応が分かれていることを指摘している。なお、委員会が効果的に機能するためには、明確に定義された権限、明確な報告ルール、情報へのアクセス、予算および外部からのアドバイス、定期的な業績評価が求められるところ、CGコードの最近の改訂では、これらの問題についてより明確に示されるようになっていることを指摘している (Rey, 2022)。

(4) デジタル化とコーポレートガバナンス

『デジタル化とコーポレートガバナンス』では、新型コロナウイルス感染症のパンデミック

クを契機としてデジタル化が急速に進んでいるが、CG の分野もその影響を受けているとし、たとえば、このパンデミックにより、対面での集会に制限が設けられ、リモート株主総会の開催に対する規制上の障壁が少なくとも一時的には取り除かれたため、リモートでの年次株主総会が大幅に増加したことを例示している。また、近年重要性を増しているデジタルセキュリティリスクを適切な方法で管理するためには、取締役会が全体として関連する専門知識と利用可能なツールを備えていることが不可欠であるとし、加えて取締役会のどの部分（たとえば監査委員会）がデジタルセキュリティリスクに特に責任を負うかについては、会社や業界によって大きな違いがあると説明している。さらに、世界中で上場会社の数が減少し、またオルタナティブ投資が増加している中で、投資家や市場の保護を犠牲にすることなく、株式市場を発展させるためには、コストを削減しながら開示を改善することが必要であるとし、そのために、テクノロジーをどのように活用すべきかという議論が行われていることを指摘している（Magnusson and Blume, 2022）。

#### （5）機関投資家とスチュワードシップ

『機関投資家とスチュワードシップ』では、機関投資家の運用資産の持続的な拡大に伴い、一部の法域、特に米国や多くの欧州諸国では、機関投資家による大規模上場会社に対する投資の集中が継続的に見られていること、この傾向は、パッシブ投資戦略の利用の増加と相まって、投資家が所有者としての役割を果たすのに、既存の枠組みやインセンティブが十分であるのかという議論を引き起こしていると指摘している。具体的には、投資家によるエンゲージメントは資本配分や会社監視に重要な役割を果たし、社会全体に利益をもたらすところ、パッシブ投資家には会社に対してエンゲージメントを行うことによる経済的利益が限られているという問題がある（コストをかけてエンゲージメントを行った成果が、エンゲージメントを行わない投資家にも広く配分される）。この点に関して、機関投資家の議決権行使の方針と結果の開示を求め、投資先企業に対するモニタリングや建設的なエンゲージメントなどに関する要件を定めるなどの規制を課している法域も増加していること、SS コードでの規律づけで対応している法域も増加していることを指摘している。

また最近の傾向として一部の機関投資家の間で ESG 問題に対する関与が高まり、ESG 格付けやデータサービスへの依存度が高まっているところ、ESG パフォーマンスを評価するために使用される指標と方法論は非常に多様であり、どの指標等を用いるかによって対象企業のイメージが偏ったものとなる可能性があること、ESG 格付会社やデータ提供会社がコンサルティングサービスの提供など対象企業に対して重大な利害関係を持っている場合、利益相反が発生する可能性があること、時価総額の大きな会社は小さな会社よりも高いスコアを獲得する傾向があり、これが機関投資家の大規模上場会社への投資を好むという既存の傾向を強化する可能性があることが指摘されている。そして規制当局が、資本市場でますます重要な役割を果たしているものの、既存の規律には服さない ESG 格付会社やデータ提供会社に細心の注意を払い始めていることが説明されている（Fukami et al., 2022）。

#### (6) コーポレートガバナンスにおける債権者の役割と権利

『コーポレートガバナンスにおける債権者の役割と権利』では、債券市場は最近、非金融会社による借入（調達）の増加、信用格付けの低下、社債調達を原資とする株主配当の増加、非金融会社の社債におけるコベナント（社債や借入れによる資金調達に際して、契約書に記載される債務者側の義務を定めた特約条項）の緩和など、多くの変化を経験していることを説明している。その中で、社債での調達資金を原資とする株主への配当支払いに関しては、これが会社のリスクプロファイルを増大させ、発行済株式の額の減少と負債の額の増加によりレバレッジ比率を増大させることを意味すると指摘している。また、コベナントは社債保有者の主要なCGのツールであり、会社の破綻・破綻懸念時においては、債務の再交渉中に、既存の債権者が経営陣の交代や計画資本支出の削減などの事業変更を要求する根拠となると、通常、株主は社債の発行や信託の特定の条件を承認する権利を持っていないことから、この内容が株主に開示されることが重要であると指摘している。なお、英国のSSコード（2020年改訂版）では署名機関に対し、債券を含む上場株式以外の資産クラスに関するSS活動について説明するよう義務付けているが、これは、債券、不動産、インフラストラクチャーなど、上場株式以外の資産への投資が2010年以降に大幅に増加していることへの対応と言えると解説している（de Oliveira et al., 2022）。

#### 3.4 パブリックコンサルテーション

OECDの報告書やワーキングペーパーを踏まえて作成された改訂草案<sup>7</sup>に対して、委員会は、2022年9月から10月にかけて改訂草案に関するパブリックコンサルテーションを実施した。そこには73団体、15個人からコメントが寄せられた<sup>8</sup>。様々なコメントが寄せられたが、たとえばサステナビリティと回復力という章を新設することに関して、グローバルな機関投資家の団体であるICGN（International Corporate Governance Network）、シンガポールのSIAS（Securities Investors Association Singapore）、米国のCII（Council of Institutional Investors）や証券アナリストの団体であるCFA Instituteは支持を表明し、またインドネシアのガバナンスに関するNPO法人であるKNKG（Indonesia National Committee on Governance Policy）も支持を表明した。新設される章の内容などに関して、責任投資原則を策定しているPRI（Principles for Responsible Investment）は、株主の経済的利益とステークホルダーの利益・サステナビリティ課題を（両者は長期的には関連するものである）対立的に捉えるべきではないことから、そのように解釈される表現は削除すべきと主張し、ドイツ労働総同盟は、表題を「サステナビリティと回復力」ではなく、これにステークホルダーを加えた「サステナビリティ、回復力とステークホルダー」（Sustainability, resilience and stakeholders）とすべきと主張し、また国際NGOのOXFAMは、サステナビリティと回復力の原則はダブルマテリアリティ<sup>9</sup>の観点から記載されるべきであり、情報開示を求めるだけでは不十分であることなどを主張した。このうち、

PRI の主張は改訂版に取り入れられ、ドイツ労働総同盟と OXFAM の主張は取り入れられなかった。

### 3.5 2023 年原則<sup>10</sup>とその主な改訂点

パブリックコンサルテーションを踏まえて作成された 2023 年原則は、以下の 6 つの原則で構成されている。2015 年原則からの構成上の変更は、原則 6 としてサステナビリティと回復力が新設され、ステークホルダーの役割（2015 年原則の原則 4）が原則 6 の一部分に位置づけられたことである。

- 原則 1 効果的な CG の枠組みの基盤を確保する  
 原則 2 株主の権利・公平な取扱いと主要な持分機能  
 原則 3 機関投資家、株式市場その他の仲介者  
 原則 4 情報開示と透明性  
 原則 5 取締役会の責任  
 原則 6 サステナビリティと回復力  
 (注) 下線部が変更箇所

#### (1) 効果的な CG の枠組みの基盤を確保する（原則 1）

原則 1 の表題とその内容に関して、2015 年原則の原則 1 から変更はない。具体的には、CG の枠組みは、透明で公正な市場および資源の効率的な配分を促進すべきである。また、法の支配と整合的で、効果的な監督と執行を支えるべきであると説明されている。

細則の主な変更点として、CG コードは、その位置づけが正しく定義されるのであれば、会社の最善慣行規範の発展と進化を支援する補完的なメカニズムを提供することができる（I.B.）を追加して、CG コードの位置づけを明記したこと、デジタル技術は CG で求められる監督と実装を強化することができるが、監視・規制当局は、それに関連するリスクの管理に十分な注意を払うべきである（I.F.）を新設して、デジタル技術のリスク管理の重要性に言及したこと、明確な規制の枠組みによって、企業グループ内の上場会社に対する効果的な監督が確保されるべきである（I.H.）を新設して、不適切な関連当事者間取引の排除の姿勢を強化したことが挙げられる。

#### (2) 株主の権利・公平な取扱いと主要な持分機能（原則 2）

原則 2 の表題に変更はないが、その内容の中で、「合理的なコストでかつ過度に遅延することなく（at a reasonable cost and without excessive delay）」という文言が追加された。具体的には、CG の枠組みは、株主の権利を保護するとともにその行使を促進し、少数株主、外国人株主を含む、すべての株主の公平な取扱いを確保すべきである。すべての株主は、彼らの権利が侵害される場合には、合理的なコストでかつ過度に遅延することなく、有効な救済が得られる機会を有するべきであると説明されている。



細則の主な変更点は、遠隔地からの株主の参加を可能とする株主総会が認められるべきであること(II.C.3.)を追加してクロスボーダーの株式保有の拡大に対応したこと、企業グループの中の1社で働く取締役の基本原則は、たとえ当該会社が別の会社に支配されていたとしても、取締役の忠実義務は支配株主に対するものではなく、当該会社とその会社の株主に対するものであるということ(II.G.)を追加したことである。後者に関しては、パブリックコンサルテーションのなかで、ICGNからも支持された内容である。

### (3) 機関投資家、株式市場その他の仲介者(原則3)

原則3の表題とその内容に関して、2015年原則の原則3から変更はない。具体的には、CGの枠組みは、インベストメントチェーン全体を通じて健全なインセンティブをもたらし、良質なCGに貢献するような形で株式市場が機能することを支援するべきであると説明されている。

細則の主な変更点として、機関投資家のエンゲージメントやSSコードに対する言及が増加していることが挙げられる。具体的には、細則に、CGの枠組みは、機関投資家が投資先企業に対して行うエンゲージメントを促進・支援すべきであること、SSコードは、そのようなエンゲージメントを促進するための補完的なメカニズムを提供する可能性があるものと言えることが挿入されている(III.A.)。またその説明の中で、SSコードは、機関投資家のエンゲージメントや議決権行使方針に関する開示要件を補完するものとして、多くの法域で確立された慣行となっていることが追加されている。これは、SSコードが多くの国で導入されたことを反映したものと考えられる。

また、細則に、ESG格付・データ提供会社、信用格付会社、指標提供会社および議決権行使助言会社が使用する手法には透明性があり、また一般に公開されるべきであるとの文言が追加され(III.D.)、サービスプロバイダー、特にESG格付会社および指数提供会社は、その格付け手法や指数の組み入れ基準の差異によって、対象会社のガバナンスやサステナビリティの方針と実践に重大な影響を与える可能性があるとの説明がなされている。これはこれらの業者の作成する指標の投資家に対する影響力が強まったことを反映したものであると認識される。

### (4) 情報開示と透明性(原則4)

原則4の表題は、2015年の原則5から変更されていないが、原則の内容の中に、開示がなされるべきものとしてサステナビリティが加わった。具体的には、CGの枠組みにより、会社の財務状況、パフォーマンス、サステナビリティ、株主構成、ガバナンスなど、会社に関するすべての重要事項について、適時かつ正確な開示がなされることが確保されるべきであるとされている。

細則では、開示されるべき重要情報として、非財務情報(non-financial information)からサステナビリティ関連情報(sustainability-related information)に表現が変更され

(IV.A.2.)、コベナンツ違反のリスクを含む債務契約が追加された (IV.A.10.)。サステナビリティ関連情報という表現に変更されたのは、特にサステナビリティの重要性を強調するためであり、債務契約が追加されたのは、ワーキングペーパー『コーポレートガバナンスにおける債権者の役割と権利』で指摘されたように、会社の資金調達手段として社債利用が急増し、また特に破綻懸念時において社債のコベナンツが株主の利益に大きな影響を与えることから、その情報をあらかじめ開示することが重要であると認識されたためであると考えられる。

#### (5) 取締役会の責任 (原則 5)

原則 5 の表題とその内容に関して、2015 年原則の原則 6 から変更はない。具体的には、CG の枠組みにより、会社の戦略的方向付け、取締役会による経営陣に対する効果的な監視、そして取締役会の会社および株主に対する説明責任が確保されるべきであるとされている。

細則では、取締役の義務の中にステークホルダーの利益考慮 (**taking into account the interests of stakeholders**) の文言が追加挿入されている (V.A.)。具体的には、取締役は、ステークホルダーの利益を考慮し、十分に情報を得て、誠実に、相当なる注意をもって、会社および株主の最善の利益のために行動するべきであると説明されている。またこの細則の説明の中で、たとえ会社が別の会社に支配されていたとしても、取締役の忠実義務は、グループの支配会社ではなく、会社とその株主全員に対するものであること、取締役は、会社の長期的な成功とパフォーマンス、そして株主の利益のために経営上の意思決定を行う際、株主のために価値を生み出すことに繋がることから、利害関係者の利益を考慮すべきであることが記載されている。なお後者のステークホルダー利益考慮に関して、改訂草稿では **may** (考慮できる) となっていたが、パブリックコンサルテーションを経て策定された 2023 年原則では、**should** (考慮すべき) に変更されている。株主利益とステークホルダーの利益の関係をどのように理解するかについては、第 5 節の論点 (後述の 5.2 参照) で詳しく論じることとしたい。

その他、細則では、適切な注意が払われたうえで、誠意を持って決定がなされた場合、取締役は訴訟から保護されるべきであること (V.A.1.)、取締役会が果たすべき重要な機能として、リスク管理の方針と手順のレビューと評価 (V.D.2.) が追加されている。そしてリスク管理の対象として、健康危機、サプライチェーンの混乱、地政学的緊張、デジタルセキュリティなどが例示され、またリスク委員会を設置している会社があることに言及がされている。これは、新型コロナウイルス感染症蔓延やデジタル化の急速な進展などに対応するために、リスク管理の強化を指摘したものと理解される。また、取締役会が行う定期的な評価の対象として、性別やその他の形態の多様性 (**including with respect to gender and other forms of diversity**) を追加している (V.E.4.)。そして、多くの法域では、取締役会において、取締役会、委員会、個々の取締役、議長および CEO の業績の評価を行うことを推奨、あるいは義務づけるようになってきていること、一部の法域では、取締役会への女性参加に

対するクォータ制（強制的な割り当て）または自主的な目標を設定し、具体的な成果を上げていることを説明している。これらは10の優先分野の1つであるダイバーシティ強化の方針を反映したものと理解される。

(6) サステナビリティと回復力（原則6）

原則6は新設された原則であり、この一部に2015年原則の原則4（ステークホルダーの役割）が包含された。この原則は、具体的には、CGの枠組みは、会社のサステナビリティと回復力に貢献する形で、会社とその投資家が意思決定を行い、リスクを管理するインセンティブを提供するものであるべきであると説明されている。サステナビリティに関する原則が新たに設けられたのは、環境・社会課題といったサステナビリティに関する事項が、会社の成長や収益に大きな影響を及ぼすようになったことが背景にあると考えられる<sup>11</sup>。前述の通り、パブリックコンサルテーションの中で、ドイツ労働総同盟から、表題にステークホルダーを加えて「サステナビリティ、回復力とステークホルダー」とすべきと主張されたが、表題にはステークホルダーの文字が含まれていない。また原則の中にもステークホルダーの文字は含まれていない。

ここで留意すべきは、サステナビリティと回復力の主語は会社であり、社会全体ではないことである。すなわち、原則は、ダブルマテリアリティの立場を採用していないと理解される。原則の注釈の中では、取締役は、自らの職務から生じる重大な環境および社会的課題の解決に単独で責任を負うことは期待されておらず、環境・社会問題の解決に関する方向性を示すのは政府の役割であるといった趣旨の説明がなされている。

原則6は4つの部分（VI.A.乃至VI.D.）から構成されており、2015年原則の原則4（ステークホルダーの役割）がすべて（まったく同一の文言というわけではないが）細則のVI.D.に移行している。またそこでは、上場会社の社債権者の権利行使は容易になされるべきであることが追加されている（VI.D.6.）。細則VI.A.乃至VI.D.の本文は以下の通りである（それぞれの細則には、より詳細な細則、たとえばVI.A.1.などがある）。

VI.A. サステナビリティ関連の開示は、一貫性があり、比較可能で信頼性が高く、合理的な投資家が投資や議決権行使を判断する際に重要と考える過去および将来の見通しに関する重要な情報を含むべきである。

VI.B. CGの枠組みでは、会社の事業戦略や何が重要な事項なのかといったサステナビリティに関する考え方を交換するために、会社、株主、ステークホルダー間での対話を可能とすべきである。

VI.C. CGの枠組みは、ガバナンスの実践、開示、戦略、リスクマネジメント、内部統制のレビュー、モニタリング、指導といった取締役会の重要な機能を充足させる際に、取締役会が重要なサステナビリティのリスクと機会を適切に考慮することを確実なものとするべきである。なお、そこには、気候変動関連の物理的、移行リスクが含まれる。

VI.D. CG の枠組みでは、ステークホルダーの権利、役割、利益を考慮するとともに、企業価値、質の高い雇用、サステナブルで回復力のある会社を生み出す観点から、会社、株主、ステークホルダー間の積極的な協力を促進すべきである。

#### 4. 2023 年原則の特徴

本節では OECD (2023b) に基づき、一部前節と重複する部分はあるが、2023 年原則の主な改訂点である、サステナビリティと回復力、企業グループ、機関投資家、取締役会の責任、デジタル技術、および会社の負債と社債保有者について概観する。

##### (1) サステナビリティと回復力

2023 年原則で新設された「サステナビリティと回復力」の原則は、前述の通り、4 つの部分から構成されているが、今回新設された特に重要な部分は、開示 (VI.A.) と取締役の責任 (VI.C.) に言及したところである。

まず、サステナビリティ関連の開示に関しては、比較を容易にするために国際的に認められた基準と一致させること (VI.A.2.)、投資家の評価を可能とするために信頼できる指標に基づくものであること (VI.A.4.) などが求められている。また、サステナビリティ関連情報の重要性は、それが投資家の判断に影響するか否かに依存するとされている (VI.A.1.)。ここで、企業価値に影響を及ぼすと考えられる場合には、会社の社会や環境に与えるインパクトも考慮することがあるとの補足説明がなされている (VI.A.1.の注釈)。これは、シングルマテリアリティを採用としつつも、場合によってはダブルマテリアリティを排除しないというスタンスを表明したものと理解される。

取締役会の責任に関しては、重要なサステナビリティのリスクと機会は取締役会によって考慮されなければならないことを明確にし (VI.C.)、会社のロビー活動とサステナビリティ方針の一貫性を監督する取締役会の責任を強調している (VI.C.1.)。

##### (2) 企業グループ

企業グループに対する明確な規制枠組みを構築し、資本構造、グループ構造、およびその管理体制の開示を改善することが求められている。具体的には、明確な規制の枠組みによって、企業グループ内の上場会社に対する効果的な監督が確保されるべきであること (I.H.)、資本構造、グループ構造、およびその管理体制についての重要情報が開示されるべきであること (IV.A.3.) が求められている。また、上場会社がグループの親会社である場合、規制の枠組みとして、グループ全体のリスクを管理し、グループ全体の目標を実行するために、取締役会メンバーが子会社の活動に関する重要な情報にアクセスできるようにすべきであることが求められている (V.F. の注釈)。さらに、関連当事者間取引についての重要情報が開示されるべきであるとされている (IV.A.7.)。

### (3) 機関投資家

機関投資家が投資先企業に対して行うエンゲージメントを促進・支援すべきであること、またそれを促進するものとしてSSコードの利用拡大に着目している(Ⅲ.A.)。また、議決権行使助言会社、ESG格付・データ提供会社および指標提供会社にも着目し、それらの会社における利益相反を最小限に抑えること、およびそれらの会社が使用する手法には透明性があり一般に公開されるべきであることが指摘されている(Ⅲ.D.)。

### (4) 取締役会の責任

取締役会の責任に関して、専門委員会の活用、リスク管理の重視、セーフハーバーの適用、サステナビリティ指標の役員報酬への反映が追加されている。具体的には、取締役会レベルの専門委員会の活用が増加していること、またそれが柔軟に設置されていることを強調したうえで、取締役会が意思決定プロセスにおいて全責任を有しているという前提を示している(V.E.2.)。また、取締役会の重要な機能の一つとして、リスク管理の方針・手順のレビューと評価が追加された(V.D.2.)。さらに、取締役会が、性別やその他の形態の多様性を含め、全体として経験と能力の適切な組み合わせで構成されているかについて、定期的に評価すべきであるとしている(V.E.4.)。

セーフハーバーに関して、適切な注意が払われたうえで、誠意を持って決定がなされた場合には、取締役は訴訟から保護されるべきであることが示されている(V.A.1.)。また、取締役と経営陣の報酬の中にサステナビリティの指標を含めてそれを開示することによって、投資家が、その指標がサステナビリティのリスクと機会に関連しているか、そして長期的な視点を促進するものであるかを判断することができるようになるとして、取締役と経営陣の報酬の中にサステナビリティ関連指標を含めることを求めている(IV.A.6.)。

### (5) デジタル技術

デジタル技術の活用とそのリスク管理の両面から、新たな規律が求められている。具体的には、遠隔地からの株主の参加を認める(デジタル技術を活用した)株主総会は、株主の参加とエンゲージメントを促進し、そのためのコストを削減する手段として、認められるべきである(Ⅱ.C.3.)として、株主総会へのリモート参加を促進するスタンスを明確にしている。一方で、リスク管理の観点から、デジタル技術はCGで求められる監督と実装を強化することができるが、監視・規制当局は、それに関連するリスクの管理に十分な注意を払うべきである(I.F.)としている。また、特に重要なのは、動的で急速に変化する可能性があるデジタルセキュリティリスクの管理であるとし、リスクは、特に、データのセキュリティとプライバシー、クラウドソリューションの取り扱い、認証方法、外部ネットワークで作業するリモート業務従事者のセキュリティ保護に関連する可能性があることから、他のリスクと同様に、これらのリスクは、会社全体の循環的なリスク管理の枠組みの中でより広範に統

合されるべきである（V.D.2.の注釈）と指摘している。

#### （6）会社の負債と社債保有者

市場における社債と社債保有者の重要性と影響力の増大を反映して、社債権者の権利行使が容易になされるべきこと、および債務契約に関する重要情報が開示されるべきであることが追加された。具体的には、上場会社とその子会社の社債発行による資金調達が増加して長期にわたり大幅に増加していることにより、CGにおける社債保有者の役割と権利、さらには会社の回復力におよぼす影響の重要性が増大していることから、上場会社の社債権者の権利行使が容易になされるべきであること（VI.D.6.）が示されている。

一方で、会社が（破綻懸念に陥り）コベンツが遵守できない場合には（株主に対しても）重大なリスクが生じる可能性があることなどから、債務契約に関する重要な情報を適用基準に従って適時に開示することが必要であることが示されている（IV.A.10.）。

## 5. 論点

本節では、OECD原則を巡る主要な論点として、OECD原則の基本的な考え方、ステークホルダーの位置づけ、およびOECD原則の新興国への適用を取り上げ、それぞれの内容を検討することとしたい。

### 5.1 OECD原則の基本的な考え方

#### （1）CGの目的

OECD（2015）の前文では、CGの目的は、長期的な投資、金融の安定およびビジネスの誠実性を促進するために必要な信頼性、透明性および説明責任の環境を構築し、それによって、より力強い成長とより包摂的な社会をサポートすることであると説明している。すなわち、CGは上記の目標を達成するための手段であると位置づけられており、それゆえCGに関する厳格な定義は示されていない（野崎, 2015）。

前述（2.1）の通り、OECDでCGの議論がなされた発端が、1990年代における米国・英国とドイツ・フランス・日本の経済成長の差異の原因の1つとしてCGの違いがあると認識されたことにあり、またエンロン事件やリーマンショックとその後の世界的な金融危機などを踏まえて原則が改訂されたことを踏まえると、CGの目的として長期的な投資、金融の安定およびビジネスの誠実性を掲げることは十分理解される。

ここで留意すべきことは、CGの究極的な目的として、株主利益の最大化を達成することが位置づけられているわけではないことである。OECD原則では、繰り返し株主利益の重視の姿勢が示されているが、それは、あくまでも経済全体を活性化させる有効な手段としての位置づけである。すなわち、CGにおいて株主利益を重視するのは、それがより上位の目的である経済全体の活性化につながると認識されているからであると理解される。

## (2) OECD 原則の目的

それでは、CG を規律する OECD 原則の目的はどのようなものと捉えているのであろうか。OECD (2023a) では、本原則の目的は、政策立案者が CG に関する法律、規制および制度の枠組みを評価し改善することを支援することであるとする。そして、OECD 原則を踏まえた良質の CG の方針は、広範な経済目標と以下の3つの主要な公共政策上の利益をもたらすことができるとして、(i) 会社が特に資本市場からの資金調達にアクセスするのに役立つ、(ii) 適切に設計された CG の方針は、(貯蓄を投資した家計を含む) 投資家を保護する枠組みを提供する、(iii) 適切に設計された CG の方針は、会社のサステナビリティと回復力を支援し、ひいては経済全体のサステナビリティと回復力にも貢献する可能性がある」と説明している。

## (3) OECD 原則の適用範囲

1998年の民間諮問委員会報告書以降、OECDが継続して説明しているのは、OECD原則の対象は、OECD加盟国(2015年以降はG20を含む)などの上場会社であるが、OECD非加盟国や非上場会社などにも適用可能であることである。OECDは繰り返し、良いCGの単一のモデルは存在しないが、良いCGを構成する共通要素は存在すること、OECD原則はこうした共通要素に立脚し、存在する異なるモデルを包含するものとして作成されているものであると説明している。

## 5.2 ステークホルダーの位置づけ

ステークホルダーを巡っては、株主利益との関係、サステナビリティとの関係という2つの論点がある。

### (1) 株主利益との関係

前述(2.1.1)の通り、1999年原則を策定する前段階の民間諮問委員会において、株主利益とステークホルダーの関係性を巡り、米国・英国とドイツ・フランス・日本間で激しいやりとりがあった。議論の結果、会社の目的は、株主利益の最大化にあるが、そのためには他のステークホルダーの要求にも応えていくべきであるとの合意がなされたという経緯がある(立石, 1999)。すなわち、基本的には啓発的株主価値(下記参照)の考え方を採用することとされたと理解される。ただし、株主利益の最大化のために他のステークホルダーの利益が害されても良いとまでは明記されていない。

#### ○ 会社の目的に関する3つの考え方

会社の目的に関する考え方には、(i) 株主第一主義、(ii) 啓発的株主価値、(iii) 多

元的アプローチの 3 つの考え方が存在する。株主第一主義（Shareholder Primacy Approach）は、取締役は会社の利益のために行動しなければならない、またここでいう会社の利益とは株主全体としての利益であるという考え方であり、英国や米国の伝統的考え方である。

啓発的株主価値（Enlightened Shareholder Value, Inclusive Approach）は、取締役は株主利益を優先して行動すべきであるが、それに止まらず、株主価値を向上させるために、従業員の利益やその他ステークホルダーの広範な利益を考慮する義務があるという考え方である。ここで留意すべきは、取締役の主たる目的は、あくまで株主利益のために会社を成功させることであり、株主利益とその他のステークホルダーの利益が衝突した場合には、株主利益を優先させるということである。

多元的アプローチ（Pluralist Approach）は、株主とその他のステークホルダーの利益を同格に扱い、利益が衝突した場合には、場合によっては、その他のステークホルダーの利益を優先させるという考え方である。

（出所）林（2022, pp.24-25）。

1999 年原則では、優れた CG の仕組みに共通している点は、株主の利益を最優先に考えていることであるとされ、またステークホルダーとの協働が会社の長期的な利益にかなうとされていることから、啓発的株主価値の考え方を採用していると考えられることができるが、株主利益とステークホルダー利益の優先劣後関係が明確に示されていないわけではない。

2004 年原則でも、株主利益とステークホルダーの関係についての考え方に大きな変更はないが、ステークホルダーの権利は法律のみならず相互の合意によって確立されるとされ、1999 年原則と比較して、ステークホルダーの権利を広く捉えている。わが国の CG コードは、閣議決定で OECD 原則（2004 年原則）を踏まえて策定されることとされ、その構成に従って、原則 1 が株主の権利・平等性の確保、原則 2 が株主以外のステークホルダーとの適切な協働とされており、株主利益の重要性とステークホルダー利益考慮の重要性が並列の関係で記載されている。すなわち、株主利益とステークホルダー利益の優先劣後関係を明確には示していない 2004 年原則の影響を受け、わが国の CG コードも両者の優先劣後関係が明確には示されていない（林, 2022, pp.107-111）。2015 年原則でも、株主利益とステークホルダーの関係についての考え方に大きな変更はない。

2023 年原則では、原則 5 の取締役会の責任に関する説明の中で、取締役は、会社の長期的な成功とパフォーマンス、そして株主の利益のために経営上の意思決定を行う際、ステークホルダーの利益を考慮すべきであること、なぜなら、例えば、会社がより生産的な従業員を引き付け、維持し、育成し、事業を展開するコミュニティからサポートされ、より忠実な顧客を獲得することによって、株主のために価値を生み出すことに繋がるからであるとの説明が追加されている（V.A.）。これはステークホルダー利益を考慮するのは、株主利益に



資するためであり、啓発的株主価値の考え方を示しているものと理解される。ただし、以前の原則と同様、株主利益のために他のステークホルダーの利益が害されても良いとまでは言及されていない。また、2023年原則では、それまで1つの原則であったステークホルダーの役割が、新設されたサステナビリティと回復力の原則の一部分に格下げされた。新設されたサステナビリティと回復力の章には、過去の原則（2015年）に記載されていたステークホルダーに関するすべての推奨事項が統合されている（OECD, 2023b）と説明されているが、実際は表題および原則の中にはステークホルダーの文字は含まれていない。

OECD 原則に示される啓発的株主価値の考え方（ステークホルダー重視の考え方）は、現在の英国・米国の考え方を先取りしたものと位置づけることができる。英国の会社法では、伝統的には、取締役は「会社の利益」のために行動しなければならないとされ、「会社の利益」とは通常、株主の利益と解釈されていた。すなわち株主第一主義の考え方が支配していた。2006年の会社法改正に伴い、その172条にステークホルダー利益考慮の条文が付け加わり、啓発的株主価値の考え方が示されたが、実際にはあまり重視されてこなかった。それが、2016年の国民投票によってEUからの離脱（ブレクジット）が選択されたことを契機として、従業員などのステークホルダーを重視することの重要性が再認識されたことなどから、2018年のCGコードの大幅改訂に際して、CGコードにステークホルダー重視が明確に示され、啓発的株主価値の考え方が実質を伴うものとなった（林, 2021. 林, 2022, pp.24-30）。OECDのステークホルダー利益を重視するというスタンスは、現在の英国の考え方を先取りしたものと言える。

米国では、機関投資家への株式の集中などを背景として、1990年頃から株主第一主義の考え方が支配的になった。その後、新自由主義の経済政策による貧富の格差の拡大やESG要素を重視する投資家の拡大などにもとない、株主第一主義への批判が高まり、ステークホルダー重視の方向が示されるようになった。2019年には米国主要企業のCEOの団体であるビジネス・ラウンドテーブルから、会社の目的を株主第一主義からステークホルダー重視に転換するという声明が出され、多くの注目を浴びた。ただし、ここでのステークホルダー重視は手段であり、目的は株主価値の向上であることから、啓発的株主価値の考え方を採用していると言える（林, 2021. 林, 2022, pp.63-74）。OECDのステークホルダー利益を重視するというスタンスは、英国の場合と同様米国においても、例えばビジネス・ラウンドテーブルの声明に先行して採用されたものと位置づけることができる<sup>12</sup>。

## (2) サステナビリティとの関係

2023年改訂で、それまで1つの原則とされていた「ステークホルダーの役割」が、新設された原則である「サステナビリティと回復力」の一部分とされた理由について、OECD（2023a, 2023b）では十分には説明されていない。ステークホルダーとサステナビリティは似て非なる概念であるが、OECD原則では概ね以下のように用いられていると理解される。

ステークホルダーとは、一般的には会社に対して利害関係を有する者のことであるが、OECD（2023a, p.8）では、「本原則全体を通じて、「ステークホルダー」という用語は株主以外のステークホルダーを指し、とりわけ従業員、債権者、顧客、サプライヤー、影響を受けるコミュニティが含まれる」と定義している。最近注目を浴びている環境・社会問題への対応に関しては、それがコミュニティに影響を与える範囲で（ステークホルダーとして）考慮すると理解される。

サステナビリティとは、会社の持続可能性のことをいい、その開示の目的は投資家の投資判断に資するためである。環境・社会問題に対する解決の方向性を示すのは、政府（政策担当者）の役割であるとして、基本的にはシングルマテリアリティの立場を採用している。

原則6（サステナビリティと回復力）の原則の注釈の箇所ではステークホルダーの言葉が使われているのは2か所である。具体的には、（i）ステークホルダーの利益を考慮する会社は、生産性の高い労働力、事業を展開するコミュニティからのサポート、忠実な顧客（常連客）をさらに引き付けることができる可能性があること、（ii）ステークホルダーの利益の考慮が認められている、または考慮が求められている法域においても、会社は株主の経済的利益を考慮する必要があるという文脈においてである。

以上から言えることは、ステークホルダーはサステナビリティという概念に含まれるものではないこと、ただし、ステークホルダーが果たす役割を重視することによって、会社の持続可能性（サステナビリティ）が高まる可能性があるということである。この観点から、「ステークホルダーの役割」を「サステナビリティと回復力」の原則の中を含めたと理解される。

### 5.3 OECD 原則の新興国への適用

OECD 原則は、もともと OECD 加盟国を対象として作成されたが、非加盟国との対話（アウトリーチ活動）を活発化させる中で、その対象範囲を非加盟国にも拡大するようになった。たとえば、2004年原則の前文では、この原則は、OECD 加盟国・非加盟国の政府が自国の CG の法的、制度的および規制の枠組みを評価し改善する取り組みを支援することを目的としている旨表明されている。したがって、この原則が、新興国の状況に適切に適用できるものなのかどうか論点となる。

1999年原則の前文に、本原則は所有と支配の分離に起因するガバナンス課題に焦点を置いていると記載されているように、OECD 原則は、基本的には、米国や英国におけるような株式の分散を前提として、株主（会社の所有者）と経営陣（会社の業務執行者）との間の利益相反（エージェンシー問題）を主たる規律の対象としている。一方で、新興国の多くでは、同族企業が支配的であり、株主と経営陣が同一または近い関係にあることから、両者の間の利益相反は大きな問題とはならず、むしろ支配株主が少数株主の利益を収奪する可能性（支配株主と少数株主との間の利益相反の問題）が規律の対象となる。OECD 原則が新興国に展開される場合には、この点に関する対応が必要となる。

この点に関して、2004年原則では、原則3（株主の公平な取扱い）の細則で、少数株主は支配株主による権利の濫用から保護されるべきであり、効果的な救済手段を有するべきであるという少数株主保護の条文が新設された（Ⅲ.A.2.）。また2015年原則では、原則2（株主の権利・公平な取扱いと主要な持分機能）の細則で、関連当事者間取引に関する規制の枠組みの強化が図られた（Ⅱ.F.）。2023年原則の前提となるワーキングペーパー（『会社の所有権とその集中』）で、（特に新興国において）最近では、株主権の集中への対応、すなわち支配株主による少数株主からの搾取が論点となっていることが指摘され、これを受けて、2023年原則では、原則2（株主の権利・公平な取扱いと主要な持分機能）の注釈の中で、少数株主による株主代表訴訟は、取締役のフィデューシャリー義務を強制するための効果的な追加的ツールであることを発見した複数の国が存在することが謳われ、またその細則の中で、企業グループの中の1社で働く取締役の基本原則は、たとえ当該会社が別の会社に支配されていたとしても、取締役の忠実義務は支配株主に対するものではなく、当該会社とその会社の株主に対するものであるということであることが明記された（Ⅱ.G.）。

このように、OECD原則は、所有と支配の分離に起因するガバナンス課題（エージェンシー問題）に焦点を置いているものの、徐々に、支配株主と少数株主の間の利益相反にもその規律の範囲を広げている。しかし、この程度の規律づけで、支配株主による権利の濫用に対する救済が十分に機能するののかについては検討の余地がある。わが国のヤフー対アスクルの事案（2019年に支配株主であるヤフーがアスクルの代表取締役・独立社外取締役の再任を否決した事案）に見られたように、支配株主による権利の濫用の懸念は新興国に限られるものではないが、株式会社においては、会社の業務執行に権限と責任を有する取締役は、議決権を有する株主の多数決によって選任されることから、取締役が支配株主の強い意向を拒否することは事実上困難である（支配株主は当該取締役を解任することができる）。この点で、英国の規制当局であるFCA（Financial Conduct Authority）が定めるように、上場会社の独立取締役に対して、明確に支配株主からの独立性を担保するような規律づけを行わないと、本来の意味での支配株主の権利の濫用を阻止することはできないのではないかと（FCAの規則は以下参照）。すなわち、OECD原則を、支配株主の存在と支配株主と少数株主の間の利益相反が重要な論点となる新興国において、十分に適用可能とするためには、さらなる規律づけの強化が必要であると考えられる。

（参考）FSAの規則（意識、一部省略）

**LR 9.2.2ER**

株主による独立取締役の選出には、以下の者の承認が必要である。

- (1) 上場会社の株主
- (2) 上場会社の独立株主（independent shareholders）

ここで、独立株主とは、

上場会社の議決権を有する支配株主ではない者

支配株主とは、

株主総会において、議決権の 30% 以上を行使できる者

(出所) FCA ホームページ (<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/9/2.html>)

(2023 年 12 月 27 日アクセス).

(注)

- 1 OECD (1999). 翻訳は OECD 閣僚理事会・OECD 民間諮問委員会 (2001) に掲載されている。本稿では翻訳を参考にしつつ、筆者が原本を意識した部分がある。
- 2 OECD (1998). 翻訳は OECD 閣僚理事会・OECD 民間諮問委員会 (2001) に掲載されている。本稿では翻訳を参考にしつつ、筆者が原本を意識した部分がある。
- 3 OECD (2004). 翻訳は日本コーポレートガバナンス・フォーラム (2006) に掲載されている。本稿では翻訳を参考にしつつ、筆者が原本を意識した部分がある。
- 4 OECD (2015). 翻訳は OECD (2016) がある。本稿では翻訳を参考にしつつ、筆者が原本を意識した部分がある。また野崎 (2015) による詳しい解説がある。
- 5 本項と第 4 節は、OECD のホームページ掲載の *The Revised G20/OECD Principles of Corporate Governance* の記載に基づいて作成した (<https://www.oecd.org/corporate/revised-g20-oecd-principles-corporate-governance.htm>) (2023 年 12 月 27 日アクセス)。
- 6 OECD (2022b)。
- 7 OECD (2022b)。
- 8 これらのコメントはすべて、OECD のホームページに掲載されている *Contributions to the Public Consultation on the Revisions to the G20/OECD Principles of Corporate Governance* から入手できる (<https://www.oecd.org/corporate/contributions-public-consultation-revisions-g20-oecd-principles-corporate-governance.htm>) (2023 年 12 月 27 日アクセス)。
- 9 環境・社会が会社に与える財務的な影響と、企業活動が環境・社会に与える影響という 2 つの側面からサステナビリティを捉える考え方で、前者のみを考慮するシングルマテリアリティと区別される。
- 10 OECD (2023a)。
- 11 1999 年原則の前文には、環境や倫理に関連する問題は、主として OECD の他の方策などで取り扱われるという記載がある (前述の 2.1.2.参照)。
- 12 ドイツとフランスの会社の会社の目的に関する考え方は、林 (2023) 参照。

(参考文献)

- 浅井淳子 (2006), 「コーポレートガバナンス論の広がり」『OECD コーポレートガバナンス－改定 OECD 原則の分析と評価』明石書店.
- OECD (2016), 『G20/OECD コーポレートガバナンス原則』.
- OECD 閣僚理事会・OECD 民間諮問委員会編 (2001), 『OECD のコーポレートガバナンス原則』金融財政事情研究会.
- 奥島孝康 (2001), 「監修の序」『OECD のコーポレートガバナンス原則』金融財政事情研究会.
- カークパトリック・グラント＝油布志行 (2006), 「OECD 新原則の意義とその狙い」『OECD コーポレートガバナンス－改定 OECD 原則の分析と評価』明石書店.
- 川村泰久 (2006), 「OECD とコーポレートガバナンス」『OECD コーポレートガバナンス－改定 OECD 原則の分析と評価』明石書店.
- 立石信雄・鈴木忠雄・遠藤博志 (1999a), 「経営者はコーポレートガバナンスにどう取り組むか (上)」『取締役の法務』1999.1.25, 8-17. (立石信雄発言部分)
- 立石信雄・鈴木忠雄・遠藤博志 (1999b), 「経営者はコーポレートガバナンスにどう取り組むか (下)」『取締役の法務』1999.2.25, 8-18. (立石信雄発言部分)
- 立石信雄 (1999), 「グローバリゼーション時代の経営とコーポレートガバナンス」『監査役』409, 16-25.
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編 (2006), 『OECD コーポレートガバナンス－改定 OECD 原則の分析と評価』明石書店.
- 野崎彰 (2015), 「OECD コーポレートガバナンス原則改訂の動向」『商事法務』2073, 4-17.
- 林順一 (2021), 「英国・米国における「会社の目的」に関する最近の議論とわが国への示唆－株主のための会社か、ステークホルダーのための会社か」『日本経営倫理学会誌』28, 51-64.
- 林順一 (2022), 『コーポレートガバナンスの歴史とサステナビリティ－会社の目的を考える』文眞堂.
- 林順一 (2023), 「米英独仏のコーポレートガバナンス」『経営倫理入門－サステナビリティ経営をめざして』文眞堂.
- Denis, E. (2022), “Enhancing Gender Diversity on Boards and in Senior Management of Listed Companies” *OECD Corporate Governance Working Papers* No.28.
- de Oliveira, C., C. M. Magnusson and T. Mulazimoglu (2022), “The Role and Rights of Debtholders in Corporate Governance” *OECD Corporate Governance Working Papers* No.23.
- Fukami, K., D. Blume and C. M. Magnusson (2022), “Institutional Investors and Stewardship” *OECD Corporate Governance Working Papers* No.25.
- Magnusson, C. M. and D. Blume (2022), “Digitalisation and Corporate Governance”

- OECD Corporate Governance Working Papers No.26.*
- Medina, A., A. D. L. Cruz and Y. Tang (2022), “Corporate Ownership and Concentration”  
*OECD Corporate Governance Working Papers No.27.*
- OECD (1998), *Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets.*
- OECD (1999), *OECD Principles of Corporate Governance.*
- OECD (2004), *OECD Principles of Corporate Governance.*
- OECD (2015) *G20/OECD Principles of Corporate Governance.*
- OECD (2021a), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis.*
- OECD (2021b), *OECD Corporate Governance Factbook 2021.*
- OECD (2022a), *Climate Change and Corporate Governance.*
- OECD (2022b), *Public Consultation on Draft Revisions to the G20/OECD Principles of Corporate Governance.*
- OECD (2023a), *Recommendation of the Council on Principles of Corporate Governance.*
- OECD (2023b), *The Revised G20/OECD Principles of Corporate Governance.*
- Rey, M-E. (2022), “The Role of Board-level Committees in Corporate Governance” *OECD Corporate Governance Working Papers No.24.*

## PB”R”OE モデルと PBR 1 倍割れ銘柄の復活に関する 指標について

### PB”R”OE Model and the Factors Related with the Rise of Low P/B Stock Prices

青山学院大学大学院 国際マネジメント研究科 客員教授  
大学共同利用機関法人統計数理研究所 リスク解析戦略研究センター 客員教授  
ニッセイアセットマネジメント株式会社 投資工学開発センター長  
吉野 貴晶

Takaaki Yoshino

青山学院大学大学院 国際マネジメント研究科 教授  
森田 充<sup>1</sup>

Mitsuru Morita

(論文要旨)

本稿では、PB”R”OE モデルによる ROE と PBR の関係を捉えた後に、PBR が 1 倍を割れている銘柄のなかで、その後に PBR を高めることができた銘柄は、どのような経営指標や投資指標と関係をもっているかを実証分析した。日経平均株価について PB”R”OE モデルを用いると、ROE が 8%以上のときに PBR と ROE の間に正の相関関係があることが実証された。そして、個別銘柄を使った分析結果では、将来の PBR 向上と関連する足元の指標に関しては、アクルアル÷総資産など、一部の指標以外は明確な関係が見られなかった。一方、PBR の変動と同じ期間で実現した会計情報では、多くの指標が PBR の変動と関係が強かった。投資家側が株式リターンを狙う投資戦略では、足元で取得できる指標で将来の PBR の上昇と関係が強かった指標に注目する必要がある。一方、企業側は、将来の PBR 上昇の実現に、業績変化や収益性・効率性を高める努力をする必要があるだろう。

(Abstract)

This study presents the relationship between return on equity (ROE) and price-to-book ratio (PBR) using the PB”R”OE model. We collected stocks with a PBR below 1 and identified factors related to the rise of low PBR stock prices. Our analysis of the Nikkei225 using the PB”R”OE model shows that when ROE is over 8%, PBR is positively correlated with ROE. Empirical research on individual stocks indicates that the accrual factor is positively correlated with the future rise of PBR. However, with the exception of a few factors, most do not have a significant correlation with the rise in PBR. On the other hand, most of the factors that have a significant impact on PBR (especially growth and efficiency factors) are positively correlated with an increase in PBR. To increase PBR, companies should focus on improving these factors.

## 1 はじめに

本稿の目的は、PBR が 1 倍を割れている銘柄のなかで、その後に株価が上昇するなどから PBR を高めることができた銘柄は、どのような経営指標や投資指標と関係をもっているかを実証的に明らかにすることである。

PBR (Price Book-value Ratio : 株価純資産倍率) は株価を 1 株当たり純資産 (自己資本<sup>2</sup>) で除すことにより算出される。企業全体でとらえれば、株価に発行済株式数を乗じた時価総額を純資産で除して求められる。PBR の底流には、次のような考えがある。会社が所有する土地や建物などの資産から、銀行からの借入れや社債などの負債を引いたものが、その会社の株主が保有する権利がある (株主に帰属する) 純資産となる。したがって、純資産は帳簿上で見た企業の解散価値である。その純資産と時価総額が等しい、つまり PBR が 1 倍ということは、時価総額が解散価値と同じと市場で評価されている。PBR が 1 倍を上回って上昇することは、投資家が企業の解散価値を上回る将来に向けた“価値の創造”を期待していることを意味している。

2014 年 8 月に経済産業省から「持続的成長への競争力とインセンティブ」と題する報告書が発表された。座長が現在、一橋大学の名誉教授となっている伊藤邦雄氏だったことから、通称“伊藤レポート”と呼ばれている。このなかで「企業価値を生み出すための大原則は、長期的に資本コストを上回る ROE を上げ続けること」と示している。そして、「企業は 8% を上回る ROE を最低ラインとし、より高い水準を目指すべき」と指摘している。つまり、少なくとも 8% を概ねの資本コスト<sup>3</sup> ととらえて、その 8% の水準を上回る ROE (Return On Equity : 自己資本利益率) を実現しつづけることが、価値の創造につながり、PBR が 1 倍を上回る株価を形成するとされている。

さらに、2023 年 3 月末に東京証券取引所 (以下、東証) は、プライム市場及びスタンダード市場の全上場会社を対象に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」を示した。要請に関するポイントとして、次のようなことが挙げられる。まず日本企業の株価が低いことの現状と理由について、当時、プライム市場の約半数、スタンダード市場の約 6 割の上場会社において、ROE が 8% 未満で PBR が 1 倍割れとなっており、資本収益性や成長性といった観点で課題があることが指摘されている。そして、企業価値向上の実現に向けて、経営者の資本コストや株価に対する意識改革が必要と示している。東証は資本収益性や市場評価の改善に向けた具体的な取組みや、施策の実施時期について、投資家にわかりやすく示すことを期待すると要請している。とりわけ PBR が 1 倍を割れている企業に対して、PBR を高めていく経営姿勢を促す主旨がうかがわれる。

伊藤レポートでは PBR を高めるには、資本収益性である ROE を高める必要があることが指摘されている。本稿により、PBR を高めるために、ROE 以外の経営指標や投資指標のいずれかの指標を改善することで PBR を高めることができるかが明らかとなれば、企業戦略に向けた実務的な示唆となるだろう。また投資家にとっても、今後、PBR の上昇により高い



投資収益率が期待される銘柄を探す上で、有用な情報となるだろう。

本稿の構成は次のとおりである。まず第2節ではPBRとROEとの関係について残余利益モデルを用いて確認する。伊藤レポートで示されたPBRを高めるにはROEを向上させて価値を創造する必要があるということを、理論的に確認する。第3節では実際に日経平均株価を市場平均の目安として捉えて、PBR・ROEモデルにより、PBRとROEとの関係を確認する。第4節では実証分析の方法とデータを示す。第5節は分析結果を示す。本稿の目的となるPBRが1倍を割れている銘柄のなかで、その後にPBRを高めることができた銘柄には、どのような経営指標や投資指標と関係をもっているのかを本節で明らかにする。第6節では補足的な分析を示す。第7節は、近年注目が高まる人的資本の代理変数として、平均年間給与とPBR上昇の関係を検証する。第8節で本稿のまとめを行う。

## 2 PBRとROEとの関係について株式評価モデルを用いた確認

前節では伊藤レポートにおける「企業価値を生み出すための大原則は、長期的に資本コストを上回るROEを上げ続けること」を取り上げた。そして、企業価値を生み出すことへの市場の期待によりPBRが1倍を上回って株高につながるという考えも示した。本節では、ROE、資本コストとPBRとの関係について、株式評価モデルを使って確認する。

株式評価実務でも広く利用されている株式評価モデルに残余利益モデルがある。同モデルはOhlson(1995)が考案したものでEBO(Edwards-Bell-Ohlson)モデルとも呼ばれている。クリーンサープラス関係<sup>4</sup>を前提として配当割引モデルを展開して導出されるモデルである。

$$MV_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - kB_{t-1}}{(1+k)^t} \quad (1)$$

(1)式の $MV_0$ は現在の自己資本の時価(時価総額)、 $B_0$ は自己資本の簿価を示す。そして、 $E_t$ は $t$ 期での純利益で、 $kB_{t-1}$ は、 $t$ 期首の株主資本 $B_{t-1}$ に株式の要求収益率 $k$ をかけたものである。要求収益率は企業側からみると資本コストとなる。(1)式の右辺2項目の分子となる $E_t - kB_{t-1}$ は $t$ 期に企業が生む利益から株主が要求する利益を引いたものであり、残余利益と呼ばれる。このように、残余利益を用いると、株式の価値は期首の自己資本簿価に毎期の残余利益の現在価値合計を加えたものになる。これが残余利益モデルと呼ばれるゆえんである。

さらに、(1)式をROEを使って変形する。 $t$ 期の純利益 $E_t$ は期首の自己資本 $B_{t-1}$ に $t$ 期の $ROE_t$ を掛けたものである。したがって(1)式は次のように変形できる。伊藤レポートではROEが長期的に資本コストを上回ることの重要性を指摘している。そこで、企業の毎期のROEが長期で一定と想定すると(2)式となる。

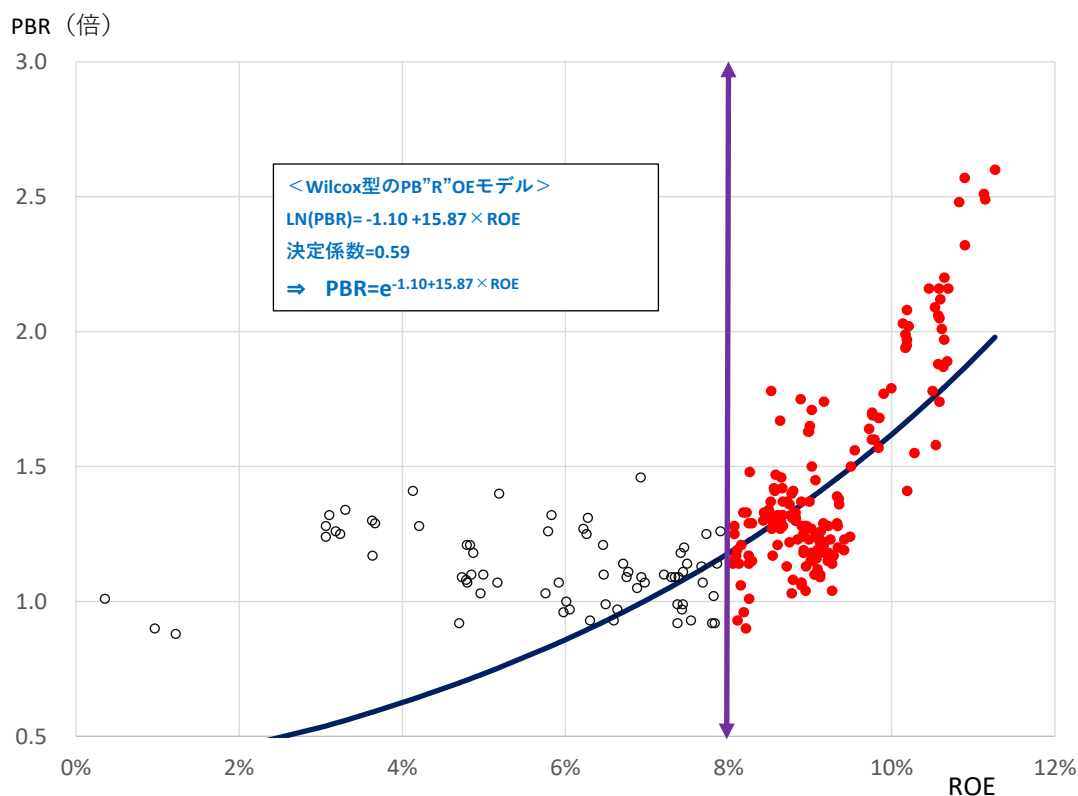
$$\begin{aligned}
 MV_0 &= B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - kB_{t-1}}{(1+k)^t} = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{ROE_t \cdot B_{t-1} - kB_{t-1}}{(1+k)^t} \\
 &= B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - k)B_{t-1}}{(1+k)^t} \quad (2)
 \end{aligned}$$

(2) 式を使って PBR が 1 倍を上回る条件を考える。ROE が資本コストよりも高ければ、残余利益 ( $E_t - kB_{t-1}$ ) はプラスになるので、 $MV_0$  は自己資本  $B_0$  よりも残余利益の現在価値の合計だけ高くなる。

すなわち、PBR が 1 倍を上回る条件は、 $ROE > k$ 、すなわち企業資本コストを上回ってプラスの価値を生む投資を行っていることである。PBR が 1 倍を下回るということは、企業が価値を創造していないと市場で判断されている。

### 3 PB”R”OE モデルを用いた日経平均株価を使った市場の平均水準の確認

前節では PBR と ROE との関係を、残余利益モデルを用いて確認した。本節では、実際の PBR と ROE との間には、実際どの程度の関係があるのかを捉える。伊藤レポートにおける「企業は 8% を上回る ROE を最低ラインとし、より高い水準を目指すべき」との指摘は、資本コストの平均的な目安が 8% と設定されたことを意味している。そこで、市場平均の代理変数として日経平均株価を用いて、同指標ベースの PBR と ROE を用いて月次サイクルのデータを散布図でプロットする。PBR と ROE は日本経済新聞社のウェブサイトで公表されているデータを用いている。ROE は、 $PBR \div$  予想 PER (株価収益率) により求めている。



- (注1) 日経平均株価と予想 ROE は月末値。予想 ROE は日経平均株価の PBR ÷ 予想 PER により算出。
- (注2) データ期間は 2004 年 6 月末から 2024 年 2 月末まで。
- (注3) Wilcox 型の PB”R” OE モデルの回帰モデルの推計は ROE が 6%以上のサンプルのみ用いている。
- (出所) 日本経済新聞社のデータを基に、筆者作成。

図1 日経平均株価の PBR と ROE の関係と Wilcox 型 PB”R”OE モデル

図1は、日経平均株価の予想 ROE と PBR をそれぞれ、横軸と縦軸でプロットしたものである。2004年6月から2024年2月までの毎月の月末データを散布図にプロットしている。実際のプロットに関して、赤丸の領域は ROE が 8%以上のとき、白抜き丸領域は 8%を下回るときとする。伊藤レポートで指摘されているように ROE が 8%以上のときは左下から右上の方向に向かってプロットされており、横軸の ROE の上昇に連動して PBR が高くなっている傾向が見られる。

PBR と ROE との関係については Wilcox (1984) が考案した (3) 式の Wilcox 型モデルが知られている。PBR の自然対数と ROE との間で線形の関係とするものである

$$\ln(PBR_t) = a + b \times ROE_t \quad (3)$$

a, b: 定数

そして、実際の定数に関しては、(4) 式の回帰モデルにより推計される。

$$\ln(PBR_t) = a + b \times ROE_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

a, b: 切片項, 及び回帰係数

$\varepsilon_t$ : t時点における残差項

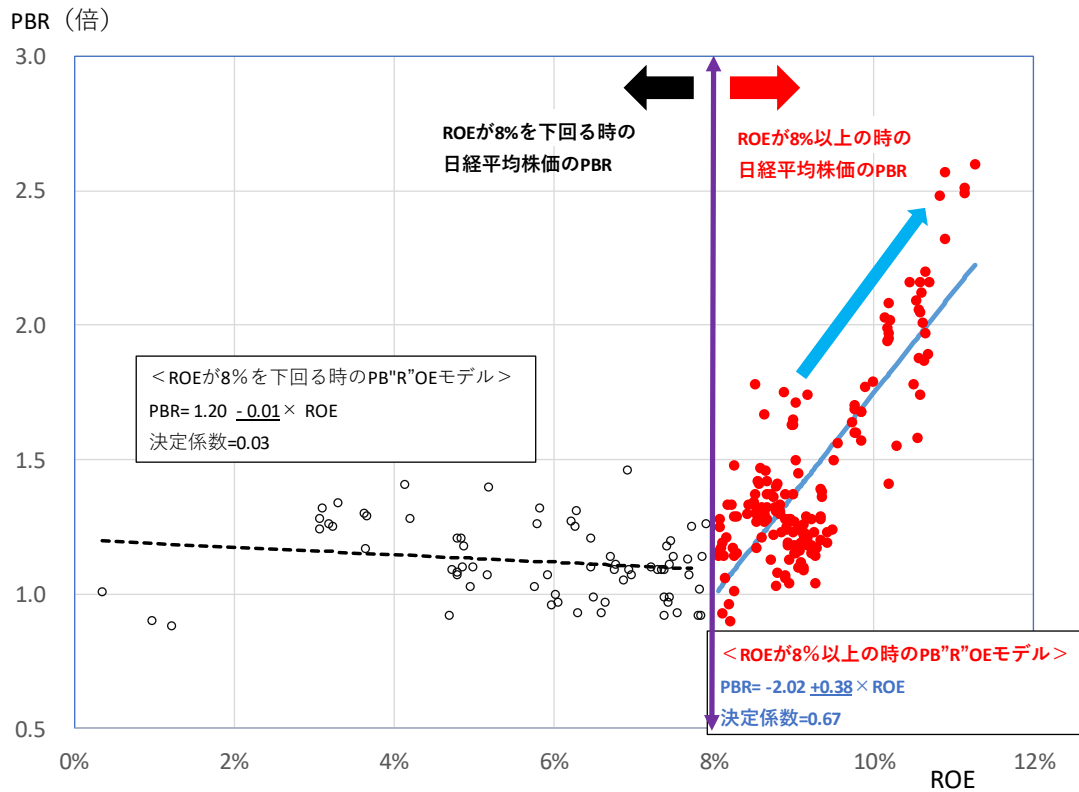
図 1 は (4) 式の左辺を PBR に戻した (5) 式をベースとした傾向線を示している。

$$PBR_t = e^{a+b \times ROE_t} \quad (5)$$

Wilcox 型モデルでは、高 ROE になるほど傾きも大きくなっている。これは、ROE が高ければ、その分の将来の自己資本（純資産）の積み上がりが複利効果により高くなることが背景にある。そして、決定係数が 0.59 とある程度の説明力があることも示されている。

筆者はこのような PBR と ROE との關係のモデル化を総括して、PB”R”OE モデルと呼んでいる。

そして、対数線形モデルの分かり難さから、広く一般によく知られる PB”R”OE モデルは図 2 で示されるように、ROE が 8%以上と 8%未満のケースをそれぞれ別の回帰モデルにより推計するものである。



(注 1) 日経平均株価と予想 ROE は月末値。予想 ROE は日経平均株価の PBR ÷ 予想 PER により算出。

(注 2) データ期間は 2004 年 6 月末から 2024 年 2 月末まで。

(出所) 日本経済新聞社のデータを基に、筆者作成。

図 2 日経平均株価の PBR と ROE の關係と一般的な PB”R”OE モデル

ここで“ROE が 8%以上のとき”の回帰分析の結果は青矢印に示される右上の方向に向かう直線で説明した式となる。その結果  $PBR = -2.02 + 0.38 \times ROE$  という式が求められる。ROE と掛け合わされている値が 0.38 となっているのは、ROE が 1%上がると、PBR も 0.38 倍分

上がることを表す。

一方、“ROEが8%を下回るとき”のPB”R”OEモデルは、ROEに掛け合わされている値は-0.01とほぼゼロとなっている。これは8%を下回るとROEの水準とPBRがほとんど関係していないことを示す。ROEが8%以上の時と違って、横軸のROEの上昇に連動してPBRが高くはならない。

図2の結果は、伊藤レポートに依拠されるように資本コストを8%とおいて、その8%を上回る企業が創造する企業であり、その結果PBRが1倍を上回るということと整合する。

#### 4 分析方法とデータ

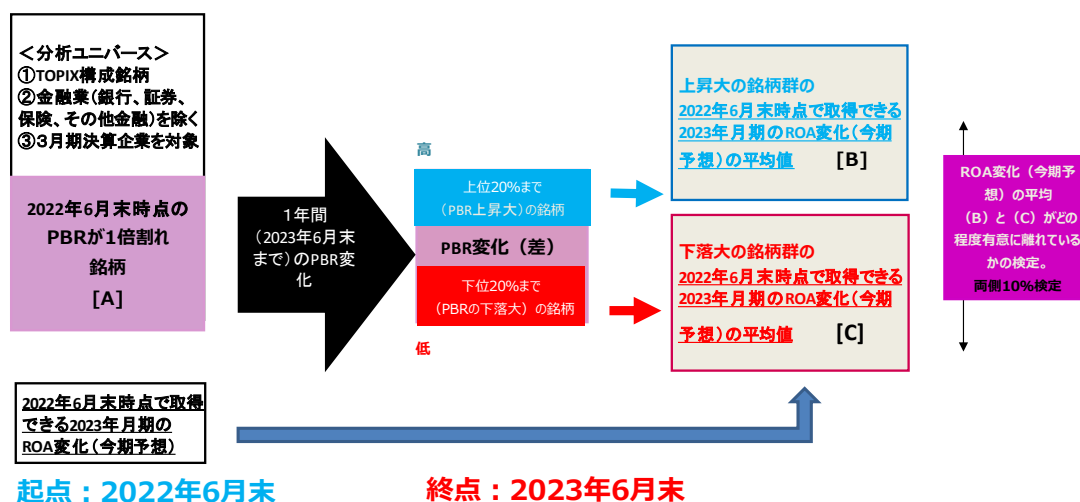
本稿の目的はPBRが1倍を割れている銘柄のなかで、その後にPBRを高めることができた銘柄には、どのような経営指標や投資指標と関係をもっているのかを実証的に明らかにするものである。前節では日経平均株価を用いた市場の平均的な傾向として、ROEを高めることがPBRを高めることと関係が強いことを確認した。そこで、個別銘柄の分析によりROEも含め、それ以外の指標に関してもPBRを高めることと関係が強い経営指標や投資指標を探るための分析を行う。本節では分析の方法を示す。

分析は次のように行う。まず、3月期決算の本決算発表のデータが出そろった時期として毎年6月末を起点（基準）に、そこから1年間（翌年6月末の終点まで）を検証のスパンと捉える。そして、起点（当年6月末）時点でPBRが1倍割れの企業を対象として、終点（翌年6月末）までの1年間でPBRの変動（PBRの変化差）を基準に上位20%（PBRがユニバースをクロスセクションに見て相対的に上昇が大きい）と、下位20%（PBRがユニバースをクロスセクションに見て相対的に下落が大きい）のそれぞれに該当する銘柄群を選別する。

そして、上位20%（PBRが上昇）に該当する銘柄群に関して、起点（毎年6月末）にさかのぼり、その時の投資指標、経営指標の平均値を計算する。一方、下位20%（PBRが下落）の銘柄群でも同様に平均値を求める。

上位20%と下位20%のそれぞれの投資指標、経営指標の平均値がどの程度、離れているのかを検定する。なお、ここでは投資指標、経営指標の魅力とPBRの上昇の方向性に関しても留意する。PBRが上昇した上位20%の指標の平均値は、その指標の魅力が大きいものとなる一方、PBRが下落した下位20%の指標の平均値は魅力が小さいものとなる状況で、それぞれの平均値が有意にプラスに離れているなら、その指標はPBR1倍割れ銘柄において、PBR上昇と関係する指標と捉える。

具体的に、図3により2022年6月末時点を起点としたPBRが1倍割れ銘柄に対する、予想ROA変化を使った検証方法の例を使って説明する。



(出所) 筆者作成。

図3 2022年6月末時点を中心としたPBR1倍割れ銘柄に対する、ROA変化(今期予想)を使った検証方法の例

まず、ユニバースはTOPIX構成銘柄のうち金融業(銀行、証券、保険、その他金融)を除いた3月期決算企業を対象とする。ここでは起点が2022年6月末なので、そこから1年間となる2023年6月末の終点までを検証のスパンとする。検証スパンを6月末から翌年の6月末とする理由は次のようである。分析対象となる3月期決算企業は4月から5月にかけて前年度の本決算発表が行われる。このため6月末には決算短信で発表される財務項目は明らかとなっている。また、本分析で用いる東洋経済新報社の業績予想についても、6月末には当年度の予想も出揃う時期である。そこで分析起点を6月末に設定する。

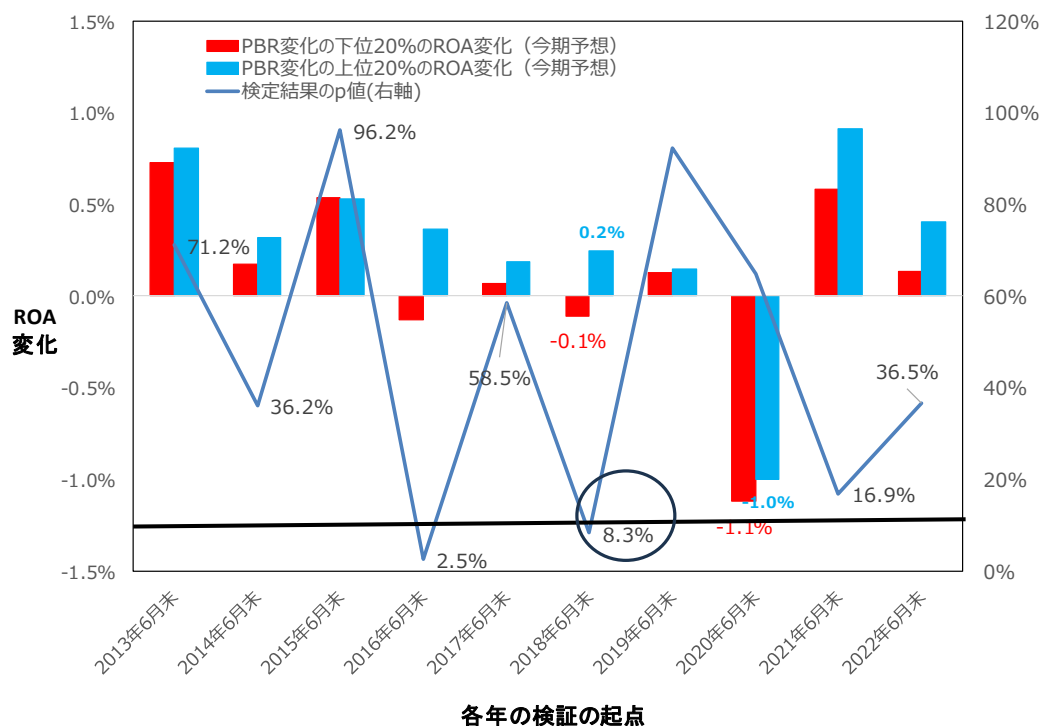
そして、起点(当年6月末)時点でPBRが1倍を割れている企業を分析対象とする。これが図3の[A]である。そして終点(翌年6月末)までの1年間でPBRの変動を基準に上位20%(PBRが上昇)と、下位20%(PBRが下落)のそれぞれに該当する銘柄群を選別する。

次に、上位20%(PBRが上昇)に該当する銘柄群に関して、起点となる、2022年6月末に遡り、その起点に取得できる情報でROA変化(今期予想)の平均値を計算する。これが図3の[B]である。一方、下位20%(PBRが下落)の銘柄群でも同様に平均値を求める(図3の[C])。なおROAの算出において、分子の営業利益に関しては、東洋経済新報社の予想値を用いる。また分母の総資産は直近実績本決算を用いる。本ケースでは分析起点の2022年6月末で取得できるデータとなる。

最後に、上位20%と下位20%のそれぞれのROA変化(今期予想)の平均値がどの程度、離れているのかを検定する。ROA変化(今期予想)はプラスに大きい方が魅力が高い指標なので、PBRが上昇した上位20%のROA変化(今期予想)平均値の方が値が大きく、PBRが下落した下位20%の指標の平均値は値が小さくなり、それぞれの平均値が有意にプラスに離れているかの検定を行う。ここでは、平均値が異なるという帰無仮説を両側10%

検定により棄却できるかを確認する。

同様に過去 10 年間、毎年の検定を行った結果が図 4 である。



(注) 分析期間は 2013 年 6 月末起点以降の 2022 年 6 月末起点までの 10 年間。  
 (出所) 日本経済新聞社と東洋経済新報社のデータを基に、筆者作成。

図 4 1 年後の PBR 変化の平均の上位と下位のそれぞれの銘柄群の ROA 変化 (今期予想) の平均値と検定

図 4 の 2018 年 6 月末を起点とするケースは検定結果の p 値が 8.3%となり 10%を下回り有意となった。2018 年 6 月末から 1 年後において、ユニバースを対象に PBR が上昇した銘柄 (上位 20%) について、起点である 2018 年 6 月末で取得できる ROE 変化 (今期予想) の平均値が 0.2%であった。一方、PBR が下落した銘柄 (下位 20%) について、起点である 2018 年 6 月末で取得できる ROE 変化 (今期予想) の平均値が -0.1%であった。これらの平均値の差の検定結果の p 値が 8.3%で有意となった。

そして、10 年間のうちに p 値が 10%以下となったのは、2016 年 6 月末起点とあわせて 2 回である。この比率 (2÷10=20%) を本稿では有意比率と呼ぶ。分析結果を解釈する上で最も注目する情報の 1 つとして捉える。

なお、次節における分析結果において、分析対象ユニバース、分析期間、予想データや実績データの取得方法は本分析と同様に扱っている。

5 分析結果

まず、本分析では、経営、運用実務で一般的に利用される経営指標や投資指標をベースに分析を行う。分析対象とする指標と分析結果は表 1 で示している。

表 1 PBR が 1 倍割れ企業で、1 年後の PBR の上昇が高い銘柄群と低い銘柄群の各指標の平均値の差に関する分析結果

指標 番号	指標分類	起点の指標と属性			反転 フラグ	平均値の差の検定			
		指標名	起点の属性	属性詳細		有効符号比率	p値平均	有意比率	
1	業績変化	売上高変化率	今期予想	前期(t-1期)実績売上高に対する今期(期)予想売上高の変化率	0	20.0%	18.3%	0.0%	
2		売上高変化率	前期実績	前々期(t-2期)実績売上高に対する前期(t-1期)実績売上高の変化率	0	20.0%	96.3%	0.0%	
3		営業利益変化率	今期予想	前期(t-1期)実績利益に対する今期(期)予想利益の変化率	0	90.0%	36.5%	30.0%	
4		営業利益変化率	前期実績	前々期(t-2期)実績利益に対する前期(t-1期)実績利益の変化率	0	10.0%	80.5%	0.0%	
5		純利益変化率	今期予想	前期(t-1期)実績利益に対する今期(期)予想利益の変化率	0	80.0%	39.0%	10.0%	
6		純利益変化率	前期実績	前々期(t-2期)実績利益に対する前期(t-1期)実績利益の変化率	0	20.0%	89.8%	0.0%	
7		EBITDA変化率	今期予想	EBITDAは今期(期)予想営業利益+減価償却費	0	80.0%	32.5%	10.0%	
8		EBITDA変化率	前期実績	EBITDAは営業利益+減価償却費	0	0.0%	—	0.0%	
9		税引CF変化率	今期予想	税引CFは今期(期)予想純利益+減価償却費	0	90.0%	46.9%	10.0%	
10		税引CF変化率	前期実績	税引CFは純利益+減価償却費	0	20.0%	84.2%	0.0%	
11	収益性、 効率性	ROE	今期予想	今期(期)予想純利益÷自己資本	0	0.0%	—	0.0%	
12		ROE	前期実績	純利益÷自己資本	0	0.0%	—	0.0%	
13		経常ROE	今期予想	今期(期)予想経常利益÷自己資本	0	0.0%	—	0.0%	
14		経常ROE	前期実績	経常利益÷自己資本	0	0.0%	—	0.0%	
15		ROA	今期予想	今期(期)予想営業利益÷総資産	0	0.0%	—	0.0%	
16		ROA	前期実績	営業利益÷総資産	0	0.0%	—	0.0%	
17		EBITDA÷IC	今期予想	EBITDAは今期(期)予想営業利益+減価償却費、ICは総資産-当座資産	0	0.0%	—	0.0%	
18		EBITDA÷IC	前期実績	EBITDAは営業利益+減価償却費、ICは総資産-当座資産	0	0.0%	—	0.0%	
19		売上高営業利益率	今期予想	今期(期)予想営業利益÷今期(期)予想売上高	0	20.0%	92.4%	0.0%	
20		売上高営業利益率	前期実績	営業利益÷売上高	0	10.0%	83.1%	0.0%	
21	利益の質	総資産回転率	今期予想	今期(期)予想売上高÷総資産	0	20.0%	69.3%	0.0%	
22		総資産回転率	前期実績	売上高÷総資産	0	20.0%	61.4%	0.0%	
23		ROIC	今期予想	今期(期)予想営業利益÷投下資本、投下資本は総資産-当座資産	0	0.0%	—	0.0%	
24		ROIC	前期実績	今期(期)予想営業利益÷投下資本、投下資本は総資産-当座資産	0	0.0%	—	0.0%	
25		財務安定性	自己資本比率	前期実績	自己資本÷総資産	0	70.0%	38.9%	0.0%
26		流動比率	前期実績	流動資産÷流動負債	0	50.0%	43.3%	0.0%	
27		ROE変化	今期予想	ROE(今期(期)予想)-ROE(前期(t-1期)実績)	0	80.0%	39.9%	10.0%	
28		経常ROE変化	今期予想	経常ROE(今期(期)予想)-経常ROE(前期(t-1期)実績)	0	70.0%	31.9%	10.0%	
29		ROA変化	今期予想	ROA(今期(期)予想)-ROA(前期(t-1期)実績)	0	90.0%	43.1%	20.0%	
30		売上高営業利益率変化	今期予想	売上高営業利益率(今期(期)予想)-売上高営業利益率(前期(t-1期)実績)	0	90.0%	49.0%	0.0%	
31	総資産回転率変化	今期予想	総資産回転率(今期(期)予想)-総資産回転率(前期(t-1期)実績)	0	50.0%	42.7%	0.0%		
32	ROIC変化	今期予想	ROIC(今期(期)予想)-ROIC(前期(t-1期)実績)	0	90.0%	40.5%	20.0%		
33	自己資本比率変化	前期実績	自己資本比率(前期(t-1期)実績)-自己資本比率(前々期(t-2期)実績)	0	20.0%	51.7%	0.0%		
34	利益の質	アクルアル÷総資産	前期実績	アクルアルは営業利益+営業CF	1	90.0%	10.7%	60.0%	
35	株主還元	IDOE	今期予想	今期(期)予想配当額÷自己資本	0	0.0%	—	0.0%	
36		IDOE	前期実績	配当額÷自己資本	0	0.0%	—	0.0%	
37		配当性向	今期予想	今期(期)予想配当額÷今期(期)予想純利益	0	80.0%	36.8%	20.0%	
38		配当性向	前期実績	配当額÷純利益	0	60.0%	49.1%	0.0%	

- (注 1) 分析期間は 2022 年 6 月を起点とした 1 年後の検証までの合計 10 年間。
- (注 2) TOPIX 構成銘柄対象。うち、金融業（銀行、証券、保険、その他金融）を除く、3 月期決算企業を対象とする。
- (注 3) 反転フラグは値が大きい方が魅力が低い指標。
- (注 4) 属性詳細における t 期は PBR の変動に対応する期。t-1 期は PBR の変動に対する前期。
- (注 5) 「有効符号」とは、毎年の検証において起点から終点までの 1 年間で PBR の上昇が大きい方から 20% の銘柄群の各指標の平均値の方が、PBR の上昇が小さい方から 20% の銘柄群の各指標の平均値に対して、期待される（指標の魅力が高いと見られる）方向に値が大きいということ。そして「有効符号比率」は合計 10 年間の検証のうち、有効符号が示された年の割合。
- (注 6) 「p 値」に関しては、毎年の検証において起点から終点までの 1 年間で PBR の上昇が大きい方から 20% の銘柄群の各指標の平均値と、PBR の上昇が低い方から 20% の銘柄群の各指標の平均値が同じという帰無仮説を棄却する検定を行った p 値（両側検定）である。「p 値平均」は分析期間における p 値の平均を計算しているが、「有効符号」の年のみの p 値の平均を計算している。
- (注 7) 「有意比率」は、合計 10 年間の検証のうち、有効な符号とされる年のうち、p 値が 10% 以下の年の割合。
- (出所) 東京証券取引所、東洋経済新報社 と日本経済新聞社からのデータを用いてニッセイアセットマネジメント作成。

PBR が 1 倍を割れている企業を対象とした分析結果は次のようである。

全体的な傾向としては、有意比率（合計 10 年間の検証で、有効な符号とされる年のうち、p 値が 10% 以下の年の割合）が高い指標は限られている。有意比率が最も高かったのはアクルアル÷総資産の 60% であった。10 年間のうち 6 年間はアクルアル÷総資産の魅力が高い（値が小さい）方が、PBR の 1 倍割れ銘柄のうち、その後に PBR が上



昇する傾向が有意に強かったとみられる。見せかけの利益でなく、キャッシュフローを獲得していることは企業が価値を創造するという観点で重要と考えられる。そして企業の資金面での効率性が高いことは、企業価値向上と関係が深い可能性がある。

また、予想営業利益変化率など、予想業績の変化は一定の有意比率の傾向が見られている。業績の改善に連動して PBR の回復が見られることが背景にあるだろう。一方、収益性や効率性などの水準の情報はいずれも、有意比率が 0% と厳しい。

表 1 は PBR が 1 倍を割れている企業を対象とした分析を行った。その結果、アクルアル÷総資産はその後の PBR の上昇と関係が強い指標であることなどが明らかとなった。ただ、こうした PBR の上昇との関係の強さは、PBR が 1 倍を割れているかということに限らないのかもしれない。

表 2 PBR の水準に関係なく、1 年後の PBR の上昇が高い銘柄群と低い銘柄群の各指標の平均値の差に関する分析結果

指標番号	指標分類	起点の指標と属性			反転フラグ	平均値の差の検定			
		指標名	起点の属性	属性詳細		有効符号比率	p値平均	有意比率	
1	業績変化	売上高変化率	今期予想	前期(t-1期)実績売上高に対する今期(期)予想売上高の変化率	0	0.0%	—	0.0%	
2		売上高変化率	前期実績	前々期(t-2期)実績売上高に対する前期(t-1期)実績売上高の変化率	0	0.0%	—	0.0%	
3		営業利益変化率	今期予想	前期(t-1期)実績利益に対する今期(期)予想利益の変化率	0	40.0%	39.4%	10.0%	
4		営業利益変化率	前期実績	前々期(t-2期)実績利益に対する前期(t-1期)実績利益の変化率	0	10.0%	52.0%	0.0%	
5		純利益変化率	今期予想	前期(t-1期)実績利益に対する今期(期)予想利益の変化率	0	50.0%	49.5%	10.0%	
6		純利益変化率	前期実績	前々期(t-2期)実績利益に対する前期(t-1期)実績利益の変化率	0	0.0%	—	0.0%	
7		EBITDA変化率	今期予想	EBITDAは今期(期)予想営業利益+減価償却費	0	10.0%	53.9%	0.0%	
8		EBITDA変化率	前期実績	EBITDAは営業利益+減価償却費	0	10.0%	77.9%	0.0%	
9		税引CF変化率	今期予想	税引CFは今期(期)予想純利益+減価償却費	0	20.0%	57.4%	0.0%	
10		税引CF変化率	前期実績	税引CFは純利益+減価償却費	0	0.0%	—	0.0%	
11	収益性、効率性	ROE	今期予想	今期(期)予想純利益÷自己資本	0	0.0%	—	0.0%	
12		ROE	前期実績	純利益÷自己資本	0	0.0%	—	0.0%	
13		経常ROE	今期予想	今期(期)予想経常利益÷自己資本	0	0.0%	—	0.0%	
14		経常ROE	前期実績	経常利益÷自己資本	0	0.0%	—	0.0%	
15		ROA	今期予想	今期(期)予想営業利益÷総資産	0	0.0%	—	0.0%	
16		ROA	前期実績	営業利益÷総資産	0	0.0%	—	0.0%	
17		EBITDA÷IC	今期予想	EBITDAは今期(期)予想営業利益+減価償却費、ICは総資産-当座資産	0	0.0%	—	0.0%	
18		EBITDA÷IC	前期実績	EBITDAは営業利益+減価償却費、ICは総資産-当座資産	0	0.0%	—	0.0%	
19		売上高営業利益率	今期予想	今期(期)予想営業利益÷今期(期)予想売上高	0	0.0%	—	0.0%	
20		売上高営業利益率	前期実績	営業利益÷売上高	0	0.0%	—	0.0%	
21	収益性、効率性、安定性の変化	総資産回転率	今期予想	今期(期)予想売上高÷総資産	0	0.0%	—	0.0%	
22		総資産回転率	前期実績	売上高÷総資産	0	10.0%	93.4%	0.0%	
23		ROIC	今期予想	今期(期)予想営業利益÷投下資本、投下資本は総資産-当座資産	0	0.0%	—	0.0%	
24		ROIC	前期実績	今期(期)予想営業利益÷投下資本、投下資本は総資産-当座資産	0	0.0%	—	0.0%	
25		財務安定性	自己資本比率	前期実績	自己資本÷総資産	0	50.0%	44.8%	10.0%
26		流動比率	前期実績	流動資産÷流動負債	0	30.0%	45.3%	0.0%	
27		ROE変化	今期予想	ROE(今期(期)予想)-ROE(前期(t-1期)実績)	0	20.0%	35.4%	0.0%	
28		経常ROE変化	今期予想	経常ROE(今期(期)予想)-経常ROE(前期(t-1期)実績)	0	20.0%	44.9%	0.0%	
29	ROA変化	今期予想	ROA(今期(期)予想)-ROA(前期(t-1期)実績)	0	10.0%	45.5%	0.0%		
30	売上高営業利益率変化	今期予想	売上高営業利益率(今期(期)予想)-売上高営業利益率(前期(t-1期)実績)	0	0.0%	—	0.0%		
31	総資産回転率変化	今期予想	総資産回転率(今期(期)予想)-総資産回転率(前期(t-1期)実績)	0	0.0%	—	0.0%		
32	ROIC変化	今期予想	ROIC(今期(期)予想)-ROIC(前期(t-1期)実績)	0	10.0%	70.3%	0.0%		
33	自己資本比率変化	前期実績	自己資本比率(前期(t-1期)実績)-自己資本比率(前々期(t-2期)実績)	0	70.0%	45.3%	20.0%		
34	利益の質	アクルアル÷総資産	前期実績	アクルアルは営業利益+営業CF	1	100.0%	1.9%	90.0%	
35	株主還元	DOE	今期予想	今期(期)予想配当額÷自己資本	0	0.0%	—	0.0%	
36		DOE	前期実績	配当額÷自己資本	0	0.0%	—	0.0%	
37		配当性向	今期予想	今期(期)予想配当額÷今期(期)予想純利益	0	100.0%	2.6%	90.0%	
38		配当性向	前期実績	配当額÷純利益	0	80.0%	35.2%	10.0%	

(注 1) 分析期間は 2022 年 6 月を起点とした 1 年後の検証までの合計 10 年間。  
 (注 2) TOPIX 構成銘柄対象。うち、金融業（銀行、証券、保険、その他金融）を除く、3 月期決算企業を対象とする。  
 (注 3) 反転フラグは値が大きい方が魅力が低い指標。  
 (注 4) 属性詳細における t 期は PBR の変動に対応する期。t-1 期は PBR の変動に対する前期。  
 (注 5) 「有効符号」とは、毎年の検証において起点から終点までの 1 年間で PBR の上昇が大きい方から 20% の銘柄群の各指標の平均値の方が、PBR の上昇が小さい方から 20% の銘柄群の各指標の平均値に対して、期待される（指標の魅力が高いと見られる）方向に値が大きいということ。そして「有効符号比率」は合計 10 年間の検証のうち、有効符号が示された年の割合。  
 (注 6) 「p 値」に関しては、毎年の検証において起点から終点までの 1 年間で PBR の上昇が大きい方から 20% の銘柄群の各指標の平均値と、PBR の上昇が低い方から 20% の銘柄群の各指標の平均値が同じという帰無仮説を棄却する検定を行った p 値（両側検定）である。「p 値平均」は分析期間における p 値の平均を計算しているが、「有効符号」の年のみの p 値の平均を計算している。  
 (注 7) 「有意比率」は、合計 10 年間の検証のうち、有効な符号とされる年のうち、p 値が 10% 以下の年の割合。  
 (出所) 東京証券取引所、東洋経済新報社 と 日本経済新聞社からのデータを用いてニッセイアセットマネジメント作成。

そこで表 2 は PBR の水準とは關係がなく、その後の PBR の上昇に關係が強い指標に關して、同様の分析を行う。表 1 では、毎年の検証で 1 年間の起点において PBR が 1 倍割れ銘柄を分析対象としていた。一方、表 2 では、起点での PBR の水準にはこだわらずに対象銘柄を選別している。

結果は、次のようである。全体的な傾向としては、有意比率が高い指標は限られている。そして、表 1 の結果よりも、全体的に有意比率が低下していることは留意点である。

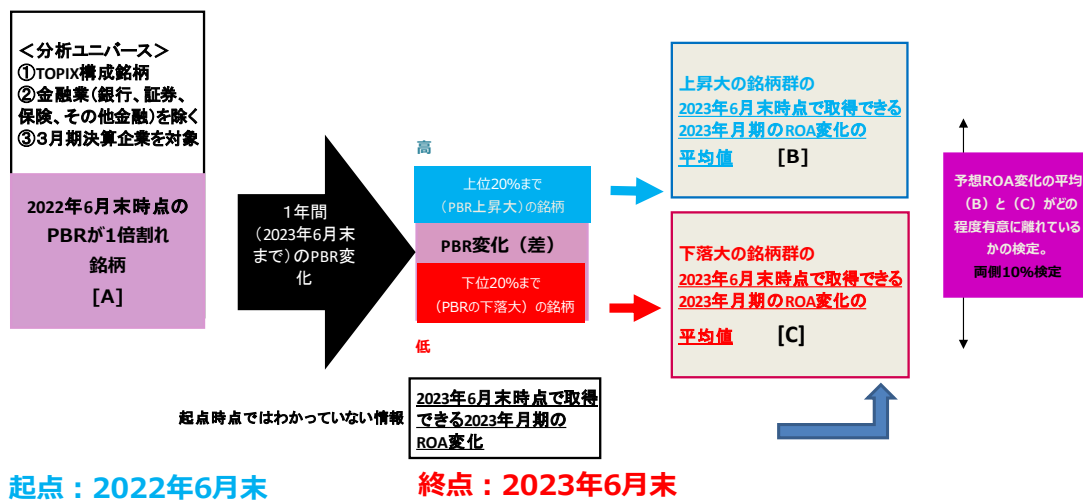
有意比率が最も高かったのはアクルアル÷総資産の 90%となっていることは、表 1 と同様の傾向であった。アクルアル÷総資産が魅力的であると、その後に PBR が上昇する傾向が大きい傾向となっている。その一方、予想営業利益変化率など、予想業績の変化は有意比率が低下している。

配当性向の有意比率が 90%と高い。他の株主還元指標の有意比率が低い一方で、配当性向の有意比率が高い。これは企業が内部留保を減らして資本の増大を抑えることで、資本収益性を低下させないという点が PBR 上昇に關係が強いと見られる。

## 6 終点における指標で分類した場合の補足的な分析

### 6.1 分析方法

前節では、毎年の検証で 1 年間の起点における指標を使った分析結果を示した。本節では終点における指標を使った分析を行う。分析スパンは起点の毎年 6 月末から、終点の翌年の 6 月末の 1 年間である。例えば、起点における成長率の予想は、実際にその期が終わった終点で実現した成長率と異なる。したがって、起点から終点の間で実現した成長率を使って分析すると、同じ期間の PBR の変動と關係が強いかもしれない。



(出所) 筆者作成。

図 5 2022 年 6 月末時点を起点とした PBR1 倍割れ銘柄に対する、ROA 変化を使った検証方法の例

具体的な分析方法として、図3と同様にROAの変化を使った2022年6月末時点  
 起点としたPBR1倍割れ銘柄に対する検証方法の例を図5で示す。

ユニバースは前節の分析と同様にTOPIX構成銘柄のうち金融業を除いた3月期決算企業  
 を対象とする。ここでは起点が2022年6月末なので、そこから1年間となる2023年6月  
 末の終点までを検証のスパンとする。そして、起点(当年6月末)時点でPBRが1倍割れ  
 の企業を対象とする。これが図5の[A]である。そして終点(翌年6月末)までの1年間で  
 PBRの変動を基準に上位20%(PBRが上昇)と、下位20%(PBRが下落)のそれぞれに  
 該当する銘柄群を選別する。

次に、上位20%(PBRが上昇)に該当する銘柄群に関して、終点となる、2023年6月末  
 時点で取得できる情報でROA変化の平均値を計算する。これが図5の[B]である。一方、下  
 位20%(PBRが下落)の銘柄群でも同様に平均値を求める(図5の[C])。なおROAの算  
 出において、分子の営業利益と分母の総資産は直近実績本決算を用いる。本ケースでは分析  
 終点の2023年6月末で取得できるデータとなる。最後に、上位20%と下位20%のそれぞ  
 れのROA変化の平均値がどの程度、離れているのかを検定する。

前節では起点時点で取得できる経営指標や投資指標を用いているが、本節では終点時点  
 で取得できる指標を用いていることが分析方法の違いである。

6.2 分析結果

PBRが1倍割れ企業を対象とした分析結果を表3で示す。

表3 PBRが1倍割れ企業で、1年後のPBRの上昇が高い銘柄群と低い銘柄群の  
 終点時点の各指標の平均値の差に関する分析結果

指標 番号	指標分類	終点の指標と属性		反転 フラグ	平均値の差の検定		
		指標名	属性詳細		有効符号比率	p値平均	有意比率
1	業績変化	売上高変化率	前期(t-1期)実績売上高に対する今期(t期)実績売上高の変化率	0	100.0%	0.1%	100.0%
2		営業利益変化率	前期(t-1期)実績利益に対する今期(t期)実績利益の変化率	0	100.0%	22.3%	70.0%
3		純利益変化率	前期(t-1期)実績利益に対する今期(t期)実績利益の変化率	0	100.0%	27.2%	40.0%
4		EBITDA変化率	前期(t-1期)実績利益に対する今期(t期)実績利益の変化率	0	100.0%	18.8%	50.0%
5		税引CF変化率	前期(t-1期)実績利益に対する今期(t期)実績利益の変化率	0	80.0%	22.2%	30.0%
6	収益性、 効率性	ROE	今期(t期)実績純利益÷今期(t期)実績自己資本	0	90.0%	8.7%	70.0%
7		経常ROE	今期(t期)実績経常利益÷今期(t期)実績自己資本	0	100.0%	6.4%	90.0%
8		ROA	今期(t期)実績営業利益÷今期(t期)実績総資産	0	100.0%	0.0%	100.0%
9		EBITDA÷IC	今期(t期)実績EBITDAは営業利益+減価償却費、今期(t期)実績ICは総資産-当座資産	0	100.0%	0.0%	100.0%
10		売上高営業利益率	今期(t期)実績営業利益÷今期(t期)実績売上高	0	100.0%	0.0%	100.0%
11	財務 安定性	総資産回転率	今期(t期)実績売上高÷今期(t期)実績総資産	0	100.0%	20.0%	50.0%
12		ROIC	今期(t期)実績営業利益÷今期(t期)実績投下資本、投下資本は総資産-当座資産	0	100.0%	0.1%	100.0%
13		自己資本比率	今期(t期)実績自己資本÷今期(t期)実績総資産	0	70.0%	37.3%	20.0%
14		流動比率	今期(t期)実績流動資産÷今期(t期)実績流動負債	0	90.0%	22.5%	40.0%
15		ROE変化	ROE(今期(t期)実績) - ROE(前期(t-1期)実績)	0	50.0%	43.8%	10.0%
16	収益性、 効率性、 安定性の 変化	経常ROE変化	経常ROE(今期(t期)実績) - 経常ROE(前期(t-1期)実績)	0	60.0%	40.5%	10.0%
17		ROA変化	ROA(今期(t期)実績) - ROA(前期(t-1期)実績)	0	90.0%	36.0%	30.0%
18		売上高営業利益率変化	売上高営業利益率(今期(t期)実績) - 売上高営業利益率(前期(t-1期)実績)	0	90.0%	18.7%	50.0%
19		総資産回転率変化	総資産回転率(今期(t期)実績) - 総資産回転率(前期(t-1期)実績)	0	70.0%	36.7%	20.0%
20		ROIC変化	ROIC(今期(t期)実績) - ROIC(前期(t-1期)実績)	0	80.0%	19.4%	50.0%
21	利益の質	自己資本比率変化	自己資本比率(今期(t期)実績) - 自己資本比率(前期(t-1期)実績)	0	40.0%	27.3%	20.0%
22		アクルアル÷総資産	今期(t期)実績アクルアルは営業利益-営業CF	1	0.0%	-	0.0%
23		DOE	今期(t期)実績配当額÷今期(t期)実績自己資本	0	100.0%	1.3%	90.0%
24	株主還元	配当性向	今期(t期)実績配当額÷今期(t期)実績純利益	0	50.0%	62.2%	0.0%

(注1) 分析期間は2022年6月を起点とした1年後の検証までの合計10年間。  
 (注2) TOPIX構成銘柄対象。うち、金融業(銀行、証券、保険、その他金融)を除く、3月期決算企業を対象とする。  
 (注3) 反転フラグは値が大きい方が魅力が低い指標。  
 (注4) 属性詳細におけるt期はPBRの変動に対応する期。t-1期はPBRの変動に対する前期。  
 (注5) 「有効符号」とは、毎年の検証において起点から終点までの1年間でPBRの上昇が大きい方から20%の銘柄群の  
 各指標の平均値の方が、PBRの上昇が小さい方から20%の銘柄群の各指標の平均値に対して、期待される(指標の魅力  
 が高いと見られる)方向に値が大きいということ。そして「有効符号比率」は合計10年間の検証のうち、有効符号が示

された年の割合。

(注6)「p 値」に関しては、毎年の検証において起点から終点までの1年間でPBRの上昇が大きい方から20%の銘柄群の各指標の平均値と、PBRの上昇が低い方から20%の銘柄群の各指標の平均値が同じという帰無仮説を棄却する検定を行ったp 値(両側検定)である。「p 値平均」は分析期間におけるp 値の平均を計算しているが、「有効符号」の年のみのp 値の平均を計算している。

(注7)「有意比率」は、合計10年間の検証のうち、有効な符号とされる年のうち、p 値が10%以下の年の割合。

(出所)東京証券取引所、東洋経済新報社と日本経済新聞社からのデータを用いてニッセイアセットマネジメント作成。

全体的な傾向としては、有意比率が高い指標が多く見られる。

業績変化の分類では、売上高変化率の有意比率が100%となっている。売上高の成長は利益成長と比べると、企業の長期的な成長との関係が強いとみられる。長期的な企業の価値の創造への期待が、PBRの上昇に関係しているからであろう。

収益性、効率性の分類でも多くの指標で有意比率が高い。株主還元指標ではDOEの有意比率が高い。

起点の指標を使った結果と比べて、終点における指標を使った分析では有意比率が高かった。これは、業績変化や収益性、効率性の多くの指標はそれらの算出に対応する期間のPBRの変動と関係することが分かる。ただ、起点における予想値を使った指標はその精度の点からと見られるがPBRの変動との関係が低下すると考えられる。

## 7 平均年間給与に関する指標で分類した場合の分析

近年、人的資本経営が注目されている。経済産業省による人的資本経営の定義では「人材を資本として捉え、その価値を最大限に引き出すことで、中長期的な企業価値向上につながる経営のあり方」とされている。そして、企業が人的資本の蓄積を行う方法に給与水準を高めることが最も効果的なものの1つとみられている。吉野・森田(2023)では、給与関連指標は株式リターンとの間に正の相関関係があることを示されている。特に従業員の年齢や勤続年数で調整することは効果的であるということが分かった。本節では給与関係指標に関してもPBRの変動との関係について検証を行う。内閣官房(2023)でも「人的資本こそ企業価値向上の鍵」と指摘していることから、人的資本の代理変数としての給与関係指標がPBRの変動との関係が強いと考えられる。

給与関係指標に関しては平均年間給与をベースに用いる。平均年間給与は毎年1回、有価証券報告書で開示されている。本分析では日本経済新聞社のデータベースの数値を用いる。有価証券報告書の提出期限は会計年度末から3か月以内である。本分析対象の3月期決算企業では、分析の起点は6月末時点としているため、直前の決算期で開示される平均年間給与は既に公開されている。

そして分析期間はデータ蓄積の関係から、2022年6月を起点とした1年後の検証までの合計9年間とする。

起点における平均年間給与を用いた分析結果は表4で示している。

我が国では年功序列型賃金が一般的であることから従業員の年齢と給与との関係は強いと考えられる。そこで従業員の年齢をコントロールするためには、従業員の平均年齢でデフ

レートする平均年間給与÷平均年齢（平均年間給与／平均年齢）がシンプルな調整となる。また従業員の（平均）勤続年数も給与水準にも関連する項目とみられるため、平均年間給与÷勤続年数（平均年間給与／勤続年数）も分析対象の指標に取り上げている。

表4 PBRが1倍割れ企業で、1年後のPBRの上昇が高い銘柄群と低い銘柄群の給与関係指標の平均値の差に関する分析結果

指標 番号	起点の指標と属性		平均値の差の検定		
	指標名	属性	有効符号比率	p値平均	有意比率
1	平均年間給与	前期(t-1期)実績	11.1%	56.6%	0.0%
2	平均年間給与／勤続年数	前期(t-1期)実績	44.4%	41.6%	11.1%
3	平均年間給与／平均年齢	前期(t-1期)実績	11.1%	50.0%	0.0%

(注1) 分析期間は2022年6月を起点とした1年後の検証までの合計9年間。  
 (注2) TOPIX構成銘柄対象。うち、金融業（銀行、証券、保険、その他金融）を除く、3月期決算企業を対象とする。  
 (注3) 反転フラグは値が大きい方が魅力が低い指標。  
 (注4) 属性詳細におけるt期はPBRの変動に対応する期。t-1期はPBRの変動に対する前期。  
 (注5) 「有効符号」とは、毎年の検証において起点から終点までの1年間でPBRの上昇が大きい方から20%の銘柄群の各指標の平均値の方が、PBRの上昇が小さい方から20%の銘柄群の各指標の平均値に対して、期待される（指標の魅力が高いと見られる）方向に値が大きいということ。そして「有効符号比率」は合計10年間の検証のうち、有効符号が示された年の割合。  
 (注6) 「p値」に関しては、毎年の検証において起点から終点までの1年間でPBRの上昇が大きい方から20%の銘柄群の各指標の平均値と、PBRの上昇が低い方から20%の銘柄群の各指標の平均値が同じという帰無仮説を棄却する検定を行ったp値（両側検定）である。「p値平均」は分析期間におけるp値の平均を計算しているが、「有効符号」の年のみのp値の平均を計算している。  
 (注7) 「有意比率」は、合計9年間の検証のうち、有効な符号とされる年のうち、p値が10%以下の年の割合。  
 (出所) 東京証券取引所と日本経済新聞社からのデータを用いて筆者作成。

いずれの指標も有意比率が低く、PBRの上昇と関係が強い指標は見られなかった。しかし、表5において、各年の分析期間の終点における給与関係指標を用いると、とりわけ勤続年数や平均年齢でデフレートした平均年間給与は有意比率が高いことが分かった。表4における起点はPBRの変動の前年の情報となるため、同じ年の情報はPBRの変動と関係があることが示された。

表5 PBRが1倍割れ企業で、1年後のPBRの上昇が高い銘柄群と低い銘柄群の各年の分析期間の終点における給与関係指標の平均値の差に関する分析結果

指標 番号	終点の指標と属性	平均値の差の検定		
	指標名	有効符号比率	p値平均	有意比率
1	平均年間給与	88.9%	13.3%	66.7%
2	平均年間給与／勤続年数	100.0%	0.0%	100.0%
3	平均年間給与／平均年齢	100.0%	4.1%	88.9%

(注1) 分析期間は2022年6月を起点とした1年後の検証までの合計9年間。  
 (注2) TOPIX構成銘柄対象。うち、金融業（銀行、証券、保険、その他金融）を除く、3月期決算企業を対象とする。  
 (注3) 反転フラグは値が大きい方が魅力が低い指標。  
 (注4) 属性詳細におけるt期はPBRの変動に対応する期。t-1期はPBRの変動に対する前期。  
 (注5) 「有効符号」とは、毎年の検証において起点から終点までの1年間でPBRの上昇が大きい方から20%の銘柄群の各指標の平均値の方が、PBRの上昇が小さい方から20%の銘柄群の各指標の平均値に対して、期待される（指標の魅力が高いと見られる）方向に値が大きいということ。そして「有効符号比率」は合計10年間の検証のうち、有効符号が示された年の割合。  
 (注6) 「p値」に関しては、毎年の検証において起点から終点までの1年間でPBRの上昇が大きい方から20%の銘柄群の各指標の平均値と、PBRの上昇が低い方から20%の銘柄群の各指標の平均値が同じという帰無仮説を棄却する検定を行ったp値（両側検定）である。「p値平均」は分析期間におけるp値の平均を計算しているが、「有効符号」の年のみのp値の平均を計算している。

(注7)「有意比率」は、合計9年間の検証のうち、有効な符号とされる年のうち、p値が10%以下の年の割合。  
(出所)東京証券取引所と日本経済新聞社からのデータを用いて筆者作成。

## 8 おわりに

本稿では、PB”R”OE モデルによる市場全体の ROE と PBR の關係を捉えた後に、PBR が 1 倍を割れている銘柄のなかで、その後に PBR を高めることができた銘柄には、どのような経営指標や投資指標の傾向を持っているかを実証的に分析した。

伊藤レポートでは、PBR を高めるには ROE を向上させて価値を創造する必要があると示している。そこで実際に市場の平均的な情報として、日経平均株価の PBR と ROE を用いて、PB”R”OE モデルを用いて確認した。一般に良く使われるモデルのケースでは ROE が 8%以上のときに ROE が 1%上がると、PBR も 0.38 倍分上がる關係が見られた。回帰モデルの決定係数も 0.67 とある程度のモデルの説明力が示された。PBR を高めるには ROE を向上させるという關係が実証された。

そして、個別銘柄を使った分析結果では、次の4点がポイントとなった。

第1に、PBR が 1 倍を割れている企業において、将来の PBR が向上することと関連する足元の指標に関しては、明確な關係が見られる指標は少なかった。ただ、キャッシュフローを獲得していることは企業が価値を創造するという観点で重要と見られるアクルアル÷総資産はある程度の關係が見られた。また、予想営業利益変化率など、予想業績の変化は一定の有意比率の傾向が見られた。業績の改善に連動して PBR の回復が見られることが背景にあるだろう。そして PBR が 1 倍を割れていない企業も含めた同様の分析を行うと、さらに明確な關係はみられなかった。

第2のポイントは、PBR が変動した期間と同じ会計期間で算出した指標は、とりわけ業績変化の分類の指標が PBR の上昇と強い關係がみられた。特に、売上高変化率の關係が強かった。そして収益性、効率性の分類でも多くの指標で有意比率が高かった。株主還元指標では DOE の有意比率が高かった。予想値を使うと、その予想精度の点が重要となる。PBR の変動と同じ期間で実現した会計情報を用いると、多くの指標が PBR の変動と關係が強かった。

最後に、近年注目される人的資本に関する代理変数として、給与関連指標と PBR の変動との關係を分析した。その結果、PBR が変動した期間と同じ会計期間で実現した指標は、とりわけ勤続年数や平均年齢でデフレートした平均年間給与が有意に PBR の上昇と關係が強いことが分かった。

投資家側が PBR の上昇を期待して株式リターンを狙う投資戦略では、アクルアル÷総資産など、足元で取得できる指標で将来の PBR の上昇と關係が強かった指標に注目する必要がある。一方、企業側は、将来の PBR 上昇を実現するために、今回の分析で示された業績変化や収益性・効率性を高める努力をする必要があるだろう。

本稿の内容は筆者らが所属する組織を代表するものではなく、全て個人的な見解である。また、当然のことながら、本稿における誤りは全て筆者の責に帰するものである。

(注)

- 1 本研究は JSPS 科研費 JP 22H00880 の助成を受けたものである。
- 2 2006 年の会社法改正により、会計上、自己資本、株主資本と純資産は異なるものとされる。純資産には被支配株主持分等も含まれるため、一般に PBR を算出する際には、自己資本が用いられる。自己資本は帳簿上の表記がないため株主資本+その他の包括利益累計額で求められる。
- 3 本稿における資本コストは、株主資本コストとする。
- 4 クリーンサープラス関係とは企業の当期末の自己資本は前期末の自己資本に当期の利益を足して、支払う配当を減じたもの。

(参考文献)

経済産業省 (2014)

「[https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyoukaikai/pdf/itoreport.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/pdf/itoreport.pdf)」『持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト (伊藤レポート), 2024 年 3 月 28 日確認。

東京証券取引所 (2023)

「<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20230331-01.html>」『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて』, 2024 年 3 月 28 日確認。

内閣官房 (2023)

「[https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/pdf/ap2023.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/ap2023.pdf)」『新しい資本主義のグラウンドデザイン及び実行計画 2023 改訂版』, 2024 年 3 月 28 日確認。

日本経済新聞社ウェブサイト

「<https://www.nikkei.com/markets/kabu/japanidx/>」, 2024 年 3 月 28 日確認。

吉野貴晶・森田充 (2023), 「人的資本と株式リターンに関する研究」『国際マネジメント研究』12, 14-31.

Ohlson, J. A. (1995), “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation”, *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687

Wilcox, J.W. (1984), “The P/B-Roe Valuation Model”, *Financial Analysts Journal*, 40(1), 58-66.

Wilcox, J.W., and T.K.Philips (2005), “The P/B-ROE Valuation Model Revisited” *The Journal of Portfolio Management*, 31(4), 56-66.

## 投稿論文執筆要綱附則

- (1) 文字フォントはMS 明朝体を使い，論文タイトルは16pt，見出しは，章については12pt，節は11pt，本文は10.5ptを用いてください。ただし，タイトルは邦文の論文の場合，邦文タイトルに続いて，英文タイトルも記述してください。
- (2) 邦文の論文の場合，日本語の執筆者名，および，ローマ字での執筆者名を12ptで記述して下さい。
- (3) タイトル，執筆者名に続いて400字以内の邦文要旨，および250語以内の英文の要旨をつけて下さい。
- (4) 文章の句読点は「，」と「．」を使ってください。また，特殊文字（メール等で文字化けの可能性のある文字），たとえば①②等はいないようにして下さい。
- (5) 漢字，ひらがな，カタカナ以外（アルファベット，数字，/等）は，半角で入力して下さい。
- (6) 数式の変数は可能な限りイタリックで表示してください。ただし，exp, log, lim等と数字，大文字のギリシャ文字は立体を用いて下さい。また，∴∵∀∃などの略号はできるかぎり使わずに言葉で表現してください。数式番号は(1)，(2)・・・のようにカッコ付きの通し番号とし，数式の右側に配置して下さい。
- (7) 本文を章や節に分ける場合は，以下の例のような表記方法に従って下さい。(1)，(2)・・・①，②・・・などはいないようにお願いします。

例： 1 はじめに  
2 これまでの研究  
2.1 理論  
2.2 実証  
2.2.1 日本  
2.2.2 米国  
・・・

- (8) 注は論文の最後にまとめ，本文の挿入該当箇所に下記のように肩付の通し番号を付けて下さい。  
詳しくは注を参照<sup>3</sup>。
- (9) 引用文献は下の例に倣って作成し，本文や注の後にまとめて下さい。また記載の方法については以下の規則に従ってください。
  - (a) 日本語文献，外国語文献の順。
  - (b) 日本語文献は，姓の「あいうえお」順。
  - (c) 外国語文献は，Family Name の「アルファベット」順。



- (d) 同一著者の場合は「発表年」順，同一年に発表された論文が複数ある場合は，発表年の後に a, b, c・・・を付けて区別してください。たとえば (1985a), (1985b) など。

#### 引用文献の書き方の例

小林孝雄 (1991), 「株式の理論価格：現代ポートフォリオの視点」『証券アナリストジャーナル』 29(5), 1-11.

福田祐一, 齊藤誠 (1997), 「フォワード・ディスカウント・パズル：展望」『現代ファイナンス』 1, 5-18.

米澤康博, 丸淳子 (1984), 『日本の株式市場』東洋経済新報社.

Modigliani, F., and E. Perotti (2000), "Security Markets versus Bank Finance: Legal Enforcement and Investors' Protection," *International Review of Finance* 1(2), 81-96

Shleifer, A. (2000), *Inefficient Markets*, Oxford University Press

#### 補足説明

- ・ 第 29 巻第 5 号は'29(5)'と表現し，巻がなく通号だけの雑誌の場合，たとえば第 1 号は'1'とだけ表現してください（書き方の例の小林論文と福田/齊藤論文がそれぞれに対応）．英文についてもこれに準じてください．
- ・ 巻号あるいは通号の表記がない雑誌で，季節(夏, Fall 等), 月(1 月, June 等), 日付等が記載されている場合には，それを雑誌名の後に記してください．ただし，巻号，あるいは通号のある雑誌については不要です．雑誌以外の引用文献（たとえば新聞等）もこれに準じてください．
- ・ 巻号，通号，季節/日付等の記載のない引用文献については，必要と思われる情報を適宜引用文献名の後に記して下さい．
- ・ ディスカッション・ペーパー等を引用する場合もこれに準じて必要な情報を記して下さい．
- ・ 雑誌などを引用する場合には，書き方の例に倣ってページ数を最後に記して下さい．'ページ', 'p.', 'pp.'等の表記は不要です．
- ・ 単行本については上記の例のように出版社を明示してください．

- (e) 本文中や注で引用する場合は，著者名(発表年)として下さい．例えば，小林 (1991) , Shleifer (2000) など．また共同論文を引用する場合は著者名の間日本語文献では『・』外国語文献では著者名の間を『and』を入れてください．たとえば，米澤・丸(1984), Modigliani and Perotti(2000)など．執筆者が三名以内のときはすべての著者名を列挙し，三名を超える場合には適宜 'et al.' あるいは「・・・他」を用いて下さい．

(10) 図表は見やすく整理し，必要最低限に絞るようお願いします．

- (a) 図表は図と表に分けて通し番号を付け，次の例のようにそれぞれ表題を記して下さい．表の縦罫線ははずして下さい．また本文中に挿入して下さい．

例：

表 1 投稿論文の採用状況

年 度	投稿論文数	採録論文数	採択率
1993	15	9	60%
1994	20	11	55%
1995	25	12	48%

(注)年度区分は当初の投稿時点による。

- (b) プリンターから打ち出された膨大な量のアプトプットをそのまま添付することは避けてください。
  - (c) 図は原則として本文中に挿入されたものを使用しますので、そのつもりで作成をお願いいたします。
  - (d) カラー印刷の図表は避けてください。図表は白黒印刷でも識別しやすいように作成してください。
- (11) 誤りを少なくするため、数式についてはできる限り簡潔な表現をお願いします。
- (a) 通常あまり使われない表現や複雑な表現は避けてください。例えば、 $f(x)$  が複雑なときは  $e^{f(x)}$  の代わりに  $\exp\{f(x)\}$  を用いたり、添え字の添え字などは避けるようお願いいたします。
  - (b) 数式の導出過程や計算プロセスなど長々と記述することのないようお願いいたします。ただし、審査の効率化のため、必要に応じて、省略された導出、計算過程を別紙に記入して添付してください。掲載の際には読者の求めに応じて導出、計算過程を提供する用意がある旨を付記し、要求のあった読者には送付するなどの措置をとっていただければ、なお結構です。
- (12) なお、論文の分量は特に規定を設けておりません。論文の論旨展開上不可欠であれば無理に短くする必要はありません。ただし、編集委員会が冗長だと判断すれば、カットをお願いすることもあります。
- (13) 投稿された論文は採否を問わず返却しません。
- (14) 採録論文の著作権は青山学院大学大学院国際マネジメント学会に属します。
- (15) 論文の電子データは以下のメールアドレスまで添付しておくってください。

IMR@gsim.aoyama.ac.jp

また、そのハードコピーを青山学院大学大学院国際マネジメント研究科合同研究室まで提出してください。

## 投稿規程

(学会誌の目的)

### 第1条

国際マネジメントおよびその関連分野の研究を活性化し，発展に資することを目的とする．採録する論文は，国際マネジメントおよびその関連分野の理論，実証，応用に関する邦文あるいは英文の論文とする．

(応募資格)

### 第2条

学会誌への投稿者は青山学院大学大学院国際マネジメント学会の正会員，学生会員，および修了生会員でなければならない．

(論文の審査および掲載)

### 第3条

論文の掲載可否については指導教官の許可にもとづき編集委員会がこれを決める．審査結果によっては論文の修正が要請される．

(書式および送付先)

### 第4条

論文の書式および送付先については論文執筆細則に定める．

令和6年3月 発行

発行 東京都渋谷区渋谷 4-4-25

青山学院大学大学院国際マネジメント学会

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科附置・

国際マネジメント学術フロンティア・センター

# INTERNATIONAL MANAGEMENT REVIEW

Volume 13 March 2024

The Revised G20/OECD Principles of Corporate Governance

..... Junichi Hayashi (1)

PB”R”OE Model and the Factors Related with the Rise of Low P/B Stock Prices

..... Takaaki Yoshino, Mitsuru Morita (37)



Aoyama Gakuin International Management Association  
Frontier Research Center