

ステークホルダー資本主義と持続可能性

野崎 浩成

東洋大学国際学部教授

ステークホルダー資本主義の萌芽

市場が資源最適配分に有効に機能することに疑いの余地はなく、取引コストが廉価な金融資産についてはさらに市場の効率性が高まる。金融市場が資本の経済活動への効率的配分に重要な役割を果たしてきた要因でもある。とりわけ株式市場は、リスクを許容する資金を供給する点で、資本主義経済圏における経済成長への貢献は大きい。

しかし、リーマンショックに象徴される負の外部性をもたらすことも事実である。新型コロナウイルス禍に見舞われた2020年、世界経済が受けた大打撃とは対照的に主要株式市場が堅調に推移したことも問題視された。都市封鎖やこれに伴う経済停滞が低所得者の生活を危うくする一方、金融資産を有する者の資産価値は上昇し、両者の格差は平時以上に拡大するという批判である¹。

のぎき ひろなり

1986年慶大経卒、1991年エール大院修了、2013年千葉商大院修了（博士（政策研究））。埼玉銀行、HSBC証券、シティグループ証券、京都文教大学などを経て2018年より現職。2015年金融審議会専門委員。

著書に『トップアナリストがナビする金融のしくみと理論』（同文館出版）、『超一流アナリストの技法』（日本実業出版社）、『成長神話という煩惱からいかにして金融は解脱すべきか』（ディスカヴァー・トゥエンティワン社）など多数。

奇しくも疫禍の進行序盤と時期を同じくして、世界経済フォーラム（World Economic Forum）の年次総会、通称ダボス会議が2020年初開催された。そのテーマは、株式資本主義への反省を暗示させる「ステークホルダー資本主義：まとまりと持続可能性の世界への政策提言²」であった。

地球環境や格差の問題は、政府や国際機関の力では対処できないところまで深刻さが及んでおり、金融市場においてもESG（Environment, Social, Governance）への関心が高まっている。経済成長の推進力となっていたリスクマネーの供給源である株式市場を主役とした市場経済から、多様なステークホルダーを意識した企業経営への変容を促すという意味で、ダボス会議のテーマ設定は極めて象徴的である。

株式資本主義と規律付け

有価証券としての株式は、リスクマネー供給者にとって資金拠出額を上限とする有限責任（会社法第104条）である一方、投資対象企業の剰余利益を源泉とする残余価値を享受する権利（同法第105条1項2号）があるため、投資先企業が事業に失敗すれば投資額がゼロとなる真はあるものの、業績によっては理論的に上限のない利益を手にする可能性がある。この損益の非対称性が、投資先企業への規律付けを通じて成長を促す原動力となっている。

株主と経営者の間には、一般的に情報の非対称性や契約の不完備性の問題が存在する (Jensen and Meckling 1976)。その制約の中で、業務執行を委ねられた経営者が株主利益に即した受託責任を果たせるかが、コーポレートガバナンス上の論点である。「劣った監督者の国でもよい銀行は存在するが、株主のガバナンスが劣悪な状況では良い銀行の存在は危うい」(Roulier 1997)という銀行業界に関する指摘もあるが、これは全ての企業にとってガバナンスの重要性を象徴するコメントである。

ガバナンスは法体系によって視点が異なり、アメリカなどのアングロアメリカン体系では株主の視点が中心であるのに対し、ドイツやわが国などフランコ・ジャーマン体系では株主ばかりでなく負債性資金を提供する銀行や、非金銭的生産要素を提供する従業員など多様なステークホルダーの存在を前提とする(岡部 1997)³。その点では、わが国のほうが元来、ステークホルダー資本主義に馴染みやすい要素があると考えられる。

しかし、銀行主体の間接金融から市場からの直接金融への浸透がわが国でも進み、金融市場と経営者との関係が注目されることとなった。さらに次節で述べる通り、ガバナンスの視座をアングロアメリカン体系へと向かわせる要因が加わり、わが国においても株主によるガバナンスの重点が置かれるようになった。

わが国における株式ガバナンスの浸透によるレジーム遷移

ガバナンスの視座が遷移した要因として、2点考えられる。1点目は時価主義である。日本では1999年に金融商品に係る会計基準(「金融商品会計」)が設定され、売却を目的としない有価証券も時価評価されることで直接・間接的に企業財務に影響を及ぼすこととなった。これにより企業間の協力関係などを背景とする株式の相互保有(いわゆる「持ち合い株式」)が、株価下落時に損益計算書を通じて、あるいは直接的に純資産を毀損させるリスクが意識された。さらに、最大の持ち合い株式保有

者である銀行の自己資本比率対策⁴も加わり、持ち合い株式売却は進んだ。これが株式所有構造を大きく変え、外国人投資家に代表される投資利益追求型保有者へ変容を来すこととなる。

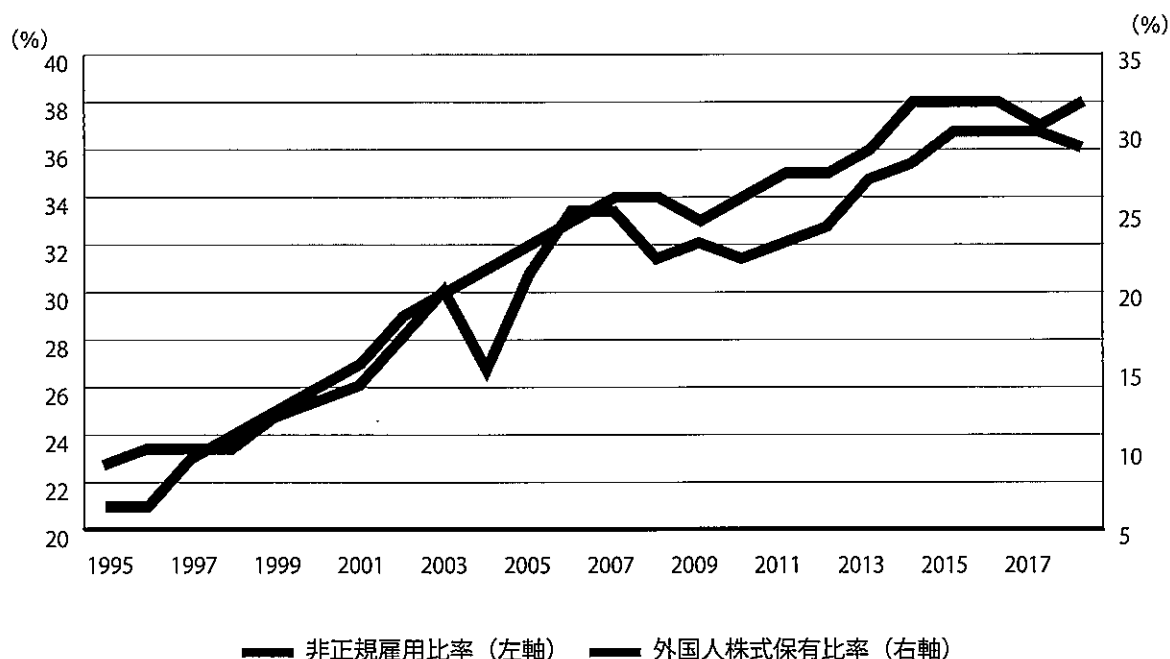
時価主義の原点は市場を中心とする発想であり、市場価格こそが適正な物差しであるという欧米流の哲学が底流にある。しかし、ビジネスにおける安定的関係を前提とした長期保有に対し、3か月ごとに市場価格で値洗いを余儀なくされ、相場により企業経営が左右されるということには疑問が残る。時価主義は根本的に、その評価時点で企業を清算する発想があるため、持続可能性を前提とした考え方と必ずしも整合的にならない。

2点目は経営者報酬である。情報の非対称性や契約の不完備性を前提に、株主と経営者の利害関係を一致させること、即ち誘因両立性を確保することが課題となる。その解決策として導入されたのが業績や株価に連動したインセンティブ報酬である。代表例がストックオプションで、わが国を含め広く普及している。ストックオプションは株価上昇が経営者利得に直結するため、株主と経営者の利益が一致し誘因両立性が担保される。インセンティブ報酬と業績の正の相関性も確認されている(坂和・渡辺 2009)⁵。

これらの要因により、株主構成の変化は利益向上や株主への利益還元への圧力につながり、短期的利益極大化への傾斜を高めていった可能性は考えられる。図1はわが国における非正規雇用比率と株式の外国法人保有比率の遷移を対比したものである。この趨勢が共通のマクロファクターに影響を受けた結果か、後者が前者の説明変数として有意なのかは判別が難しいところではあるが、少なくともロジカルには、「物言う株主が増えたことでコスト削減への圧力が高まった結果」と整理することは可能である。

時価主義やインセンティブ報酬など株式をガバナンス構造の頂点としたミクロレベルの企業経営の結果が、国民生活の安定感を脅かしかねないマクロレベルの不安を提供した可能性は否定できない。いわば、株式ガバナンス強化によるレジーム変

図1 わが国における非正規雇用比率と東京証券取引所上場株式の外国法人保有比率



(出所) 注：保有比率は時価総額ベース

出所：厚生労働省労働力調査および日本取引所統計に基づき筆者作成。

異である。

株式保有構造の変化は、アングロアメリカ的なガバナンスの下で、絶え間ない効率化経営への圧力を与える。その結果、家族的観念の強い「日本的経営」(Kippenburger 2002)からの脱却とともに、よりドライな利益重視の経営姿勢への変換を促し、欧米から羨望と揶揄の対象となっていた終身雇用制の雇用慣行も、転換点を迎えたのである。

説明責任がもたらす合成の誤謬

株式を媒介にした規律付けが企業経営を短期化させる指摘は多いが、それはストックオプションなどを理由付けとして整理されることが多かった。しかし、株式市場に流入する資金の性格からも再検証する必要があるだろう。

株式を売買する主体としては機関投資家と個人投資家に大別される。ちなみに、2020年6月末における東京証券取引所の株式売買総額(金額ベース)に占める割合は、機関投資家84%、個人投資家16%となっている⁶。さらに機関投資家の内訳をみると、海外投資家が63%で残りの11%が国内

投資家となっている。ここで機関投資家の中には、一般事業法人が一部存在しているものの、大半が運用会社や生命保険、信託銀行など、第三者の資金を名目的ないし実質的に運用受託している主体である。

この「第三者」という部分が、市場規律がもたらす負の外部性の根源であると推論する。運用会社は、委任者である年金基金や投資信託購入者等に対し、受託者責任を負う。この受託者責任は、信託法において善管注意義務(同法29条2項)、忠実義務(同30条)、公平義務(同33条)、分別管理義務(同34条)が規定され、受益者の利益を図るために受託者に厳格な義務と責任を課している(坂東2019)。これに沿う形で厚生労働省は「資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」を定めており、具体的な指針を示している。その中で注目すべきが「情報開示の重要性」である。

情報の非対称性がエージェンシー問題(Jensen and Meckling 1976)を惹起することもあり、受託者が委託者に情報を適時適切に開示することで説明責任を果たすことは重要である。一般的に、運用機関が委託者に情報開示することをレポーティング

という。

例えば、年金基金は年金受給者に対して受託者責任を負う。このため、年金基金は年金受給者への定期的開示はもちろんのこと、基金運用を運用機関に委託した場合は委託先の運用の状況につきモニタリングする必要がある。これに呼応して、運用機関も当該基金に運用方針やパフォーマンス、その結果に至った要因などについて詳細な説明（レポート）を行う必要がある。

特にパフォーマンスが不調な場合は、運用手法への批判的フィードバックが基金側から寄せられるばかりでなく、レポートの頻度もより短期化することがある。これは運用機関で実務に携わるファンドマネジャーやポートフォリオマネジャーなど運用者への明示的圧力となって働く。その結果、短期的運用成果を急ぐために自社株買いなど株価に即効性のある資本政策が中長期的企業戦略の巧拙より重視されるようになる。結果、市場規律を与える運用者は中長期的ビジョンではなく、短期的株主還元等の方向へとガバナンスの力点を移すこととなる（野崎 2016）。

これが説明責任を起点とする、市場規律を通じての合成の誤謬である。企業の所得分配が従業員より株主へと配分される傾向が高まったのは、わが国における株式持ち合いの瓦解とこれに対応した海外を中心とする運用機関への株主構成の変化、デフレ長期化によるコスト削減への圧力と低成長を理由とする株主還元の要求が強まったものと推測できる。OECD諸国の中でもわが国の労働分配率低下は顕著となり、個人所得見通しに不確実性が高まることで、国内市場を主戦場とする企業の業績の足かせとなった。それぞれの主体が背負った説明責任の遂行が、企業群の最適化目標の短期化をもたらし、社会全体としての持続可能性を危うくした結果、企業の長期的価値を損ない、その延長線上で長期的投資果実の増加を目指す投資主体にとっても望ましくない帰結をもたらす負の連鎖である。部分最適がもたらす合成の誤謬の顛末としての全体不最適である。

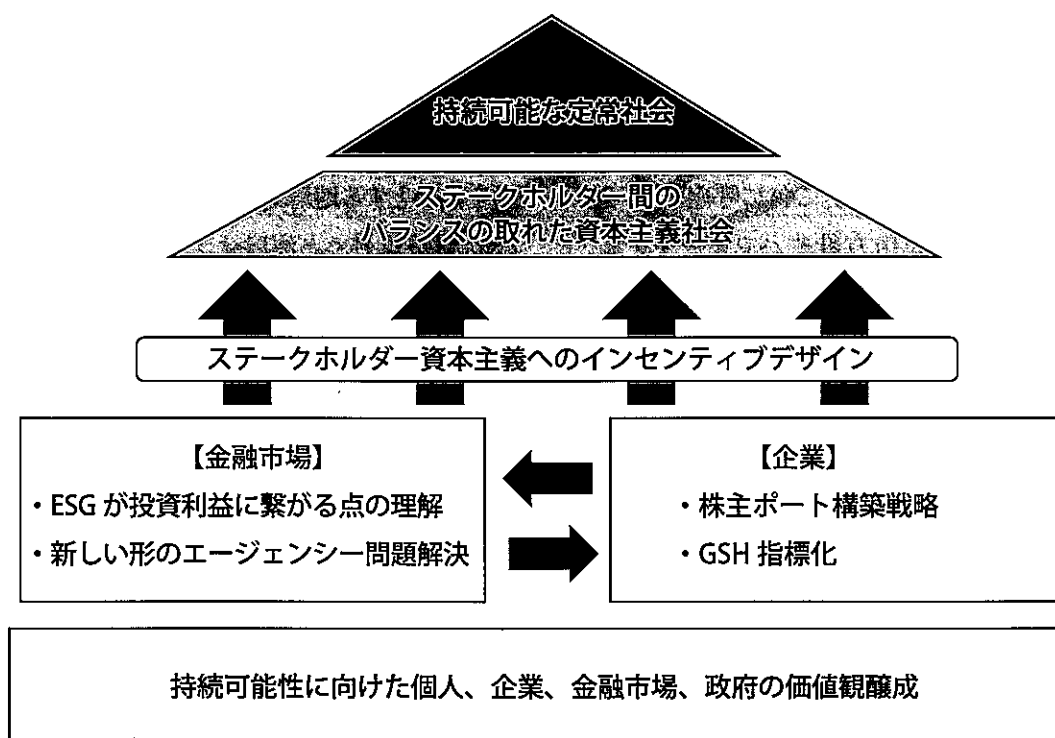
ESGへのモメンタム

わが国における不確実性の高まりの例を取り上げるまでもなく、金融市場を含めて世界は気候変動を始めとする地球環境の非常事態に直面し、経済的利益以外へと注目せざるを得なくなった。わが国においてもこれを示す動きがある。

金融庁および東京証券取引所が取りまとめ、2015年6月から上場会社を守るべき行動規範として提起されたのが「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上ために⁷⁾」である。全5章⁸⁾から成るコードは、上場会社のガバナンスの実効性を高めるための原則を示している。第2章では従業員・顧客・取引先・債権者・地域社会など株主以外のステークホルダーとの関係性を述べている。ESG (Environment, Social, Governance; 環境、社会、統治) 問題への総合的対応を求めるものであるが、証券取引所による文書だけに全体的な視座が株主に置かれている点是否定できない点は指摘しておく必要がある（野崎 2019）。

投資家側の動きもある。わが国の国民年金と厚生年金の基金運用を担う年金積立金管理運用独立行政法人⁹⁾が2015年に国連責任投資原則¹⁰⁾に署名したことは、168兆円を超える運用資産（2019年末現在）を誇る代表的投資家がESGに資する6つの基本原則¹¹⁾へ同意したこととして、ESGへの意識を高めた象徴的事例として捉えることができる。

グローバル金融市場におけるESGへの意識の高まりも数字として表れており、2018年末におけるESG投資は30兆6,830億ドルに上り、2016年からの2年間で34%の増加となっている（Global Sustainable Investment Alliance 2019）。これらの国内外における動きを踏まえれば、金融市場全体としてのESGへのモメンタムの高まりは着実に進んでいると考えられる。その意味で、ステークホルダー資本主義に向かう意識への高まりは、社会全体に留まらず金融市場にも及んでいると考えてもよいだろう。



(出所) (野崎 2016) を一部修正。

ESGとステークホルダー資本主義に向けての問題点

投資家がESGに着眼した投資を行えば、企業は株価を向上させるために、ESGへの取り組みを強化するだろう。しかし、ESGは時として企業の利益追求と相反する。簡単な例としては、経済的に低廉なエネルギーの使用を抑制することで、温室効果ガス排出量は削減できる一方で、生産コスト増加をもたらすことが挙げられる。

しかし、先行研究が示す分析結果は意外なものである。数多くの研究結果は、ESGとCFP (Corporate Financial Performance、企業の財務パフォーマンス) は整合的であることを示している。つまり、ESGに取り組む企業は好業績を生み出すというものである。過去の研究成果の蓄積をもとに、2,200以上の実証研究が生み出した3,700以上の研究成果のうち9割以上がESGとCFPにおける「ネガティブではない」関連性を示した (Friedea et

al 2015)。

これを前提するのであれば、株式投資家が地球環境を始めとする意識を高め、ESG投資を通じて企業を規律付けすれば、結果的に企業財務は改善し企業価値増加、ひいては投資価値の向上をもたらすという極めて興味深い連鎖が期待できる。しかし、いくつかの留意点がある。

第一に、ESG評価の妥当性についてである。企業のESGへの取り組みを定量化する術がなければ、投資の尺度としてESGを安定的に取り上げることは困難である。ESG評価を行う機関は数多く存在している。

ロンドン証券取引所グループのFTSE Russell社が提供するFTSE ESG Ratings、オランダに本拠を置くSustainalyticsが提供するSustainalytics ESG Ratings、グローバル株価指数で著名なMSCIが提供するMSCI ESG Ratings、などが世界の主要評価機関によるものである。このほか、東京証券取引所と同取引所上場企業のESG評価を行った株式会社グッドバンカー

(SRI調査会社)、AIを活用したESGスコアリングを行うサステナ株式会社によるSUSTAINAなどがある。

短期的な利益極大化に企業を走らせるのではなく、法制度や倫理的な規範を遵守し、地球環境を含む社会への責任を認識し、多様性にも配慮する全方位的グッド・カンパニーを目指すための規律付けとして適正なESG評価が行われればよいが、評価ポイントをテクニカルに改善させるような動きが出てくれば問題であるし、その意味での各機関で定量的評価の平仄を合わせつつ、機動的に見直しを進めていく必要があるだろう。

第二に、ESGを基軸に置いたステークホルダー資本主義を展開する上でのエージェンシー問題である。ESG重視を投資家、企業双方が掲げたところで、必ず株主と企業経営者の間では情報の非対称性を巡るエージェンシー問題が発生する。その理由は2つあり、1つは株主がすべてESGのみに関心があるわけではなく、株主が描く企業戦略がかならずしも経営方針と合致しない点である。2点目としては、画一的に定量化されたESGスコアと個々の企業の事業特性や地域におけるコミットメントなどの事情に照らした評価基準に差異が生じることが少なからず予想されことである。

ステークホルダー資本主義に向けた提言

多様な背景を持った企業がそれぞれの事情に鑑み、ステークホルダー間のバランスに配慮しながら経営することは簡単ではない。加えて、上述の通りエージェンシー問題の存在も無視できない。そこで2つの方策を提案したい。

1つは、各ステークホルダーの効用を高める指標を選択した上でそれぞれの総和を算定して経営指標とするものである。GSH (Gross Stakeholder Happiness、総ステークホルダー幸福度)(野崎 2016)は、株主や債権者などの金融ステークホルダー、従業員や顧客などの事業ステークホルダー、コミュニティや環境などの社会環境ステークホルダーの満足度を指標化して、重要度に応じたウエイト付けを

行った上での総和である。GSHの絶対値そのものに意味があるわけではないが、その伸び率にこそ意味がある。以下、簡単に定式化の事例を示す。

①絶対数量の策定

S_t (t期の株主満足度)

$=S$ (時価総額_t、配当利回り_t、株価変動率_t)

C_t (t期の顧客満足度)

$=C$ (リテンション率_t、新規顧客増加率_t、クレーム数_t)

E_t (t期の従業員満足度)

$=E$ (モデル年収_t、離職率・平均在職期間_t)

R_t (t期の社会満足度)

$=R$ (CO₂排出量_t、地域貢献支出額高_t)

$\therefore GSH_t$ (t期の総ステークホルダー満足度)

$$=w_S S_t + w_C C_t + w_E E_t + w_R R_t$$

②経営目標(絶対数量の改善度)の策定

($\Delta X/X$ は変化率を示す)

$$\frac{\Delta S}{S} = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}, \quad \frac{\Delta C}{C} = \frac{C_t - C_{t-1}}{C_{t-1}}$$

$$\frac{\Delta E}{E} = \frac{E_t - E_{t-1}}{E_{t-1}}, \quad \frac{\Delta R}{R} = \frac{R_t - R_{t-1}}{R_{t-1}}$$

$\therefore \Delta GSH_t / GSH_{t-1}$

$$= (w_S \Delta S + w_C \Delta C + w_E \Delta E + w_R \Delta R + w_F \Delta F) / GSH_{t-1}$$

上記の例では1年間における変化率を取っているが、5～10年程度の時間軸での目標変化率として設定、毎年レビューする方法も有益であると思われる。

2つ目は株主ポートフォリオの形成である。企業が投資家にアピールして投資してもらうのが一般的であるが、この方策は企業が理想的株主の形成を目指すものである。一律に評価されるESGスコアではなく事業実態に照らして最適なESGを設定した上で中長期的戦略を示して、これを是とする投資家のみに安定的株主になってもらう。

短期的な企業価値の伸び悩みを甘受しながらも、持続可能性を担保しながら長期的価値創出を

目指す戦略や経営理念に賛同する株主のみを募ることで、株主還元を短期的に求める投資家を排除し、株主と協働する経営体制を築くことが可能となる。1点目で取り上げたGSHを共通言語として価値の共有化を図ってもよいだろう。

この方策の最大のメリットは、エージェンシー問題を低コストで解消できることである。ストックオプションのような経営者報酬を通じたエージェンシー問題の抑制は一つの合理的解ではあるが、同時に経営者が短期的株価上昇のために長期的持続可能性を犠牲とする、あるいはESGを疎かにするなどの弊害もある。これに比べ、株主ポートフォリオに基づく株主形成は経営者の理想を共有化する投資家の参加により、弊害の少ない形でエージェンシー問題が可能となる。

金融市場と企業が同一の価値観で社会の持続可能性を創出することが、次世代の資本主義のあり方ではないか。■

【注】

- 1 アメリカ経済において恒常化している格差が、感染症により若年層の失業率上昇などを通じて更なる拡大と長期化を促す (Boushey and Park 2020)。
- 2 Stakeholder Capitalism: A Manifesto for a Cohesive and Sustainable World
- 3 イギリスやアメリカのように慣習法 (コモン・ロー) 体系のほうが株主を中心とした投資家保護の法制度が発達しているのに比べ、成文法 (ローマ法) 体系の流れを汲む国は株主等投資家保護のための法整備が十分でない点が指摘されている (Porta et al. 1998)。
- 4 1997 年以降の金融危機により不良債権損失や株式評価損が銀行の自己資本比率を低下させたほか、国際統一基準におけるリスクウェイト引き上げにより銀行の株式売却が進んだ。
- 5 1991 ~ 1995 年において製造業 522 社を対象としてインセンティブ報酬比率 (役員賞与の役員報酬に占める割合) と企業業績との関係を分析、当該比率が高い企業ほど各種収益率等が高い結果が確認されている。
- 6 日本取引所ホームページ (<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/index.html>)
- 7 2018 年に改訂版が発表された (東京証券取引所 2018)。
- 8 第 1 章 株主の権利・平等性の確保、第 2 章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働、第 3

章 適切な情報開示と透明性の確保、第 4 章 取締役会等の責務、第 5 章 株主との対話の全 5 章

- 9 GPIF (Government Pension Investment Fund) の略称で知られ、その運用方針については、機関投資家も注目している。
- 10 正式名称は UN PRI (United Nations Principles for Responsible Investment)。2005 年に ESG を念頭に置いた投資をコフィ・アナン国連事務総長のもとで提唱、国連環境計画 (UNEP = United Nations Environment Program) 等の協力の下で 2006 年発足し、2020 年 6 月末現在 3,151 社が署名している (出所: PRI <https://www.unpri.org/>)。
- 11 6 原則は、① ESG の課題を投資分析と意思決定プロセスに組み込むこと、②所有方針と所有習慣に ESG 問題を組入れること、③投資対象企業に対し ESG 課題の適切な開示を求めること、④資産運用業界への働きかけを行うこと、⑤原則実行の効果を高めるために協働すること、⑥原則実行に関して活動や進捗の状況を報告すること、からなる。

【参考文献】

- Allen, Franklin, Elena Carletti, et al. (2007) "Stakeholder Capitalism, Corporate Governance and Firm Value," Finance Working Paper No. 190/2007, Wharton Financial Institutions Center Working Paper #09-28
- Boushey, Heather, and Somin Park (2020) "The coronavirus recession and economic inequality: A roadmap to recovery and long-term structural change," Washington Center for Equitable Growth, <https://equitablegrowth.org/the-coronavirus-recession-and-economic-inequality-a-roadmap-to-recovery-and-long-term-structural-change/>
- Friedea, Gunner, Timo Buschb and Alexander Bassenb (2015) "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies," *Journal of Sustainable Finance & Investment* Vol. 5, No. 4, pp. 210-233
- Global Sustainable Investment Alliance (2019) *2018 Global Sustainable Investment Review*
- Gorton, Gary B. (2009) "Slapped in the Face of the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007," *Yale University Working Paper*
- Hoare, Alexander (2012) "Banking on Buddhist Economics: How Enduring Values Underpin a 300-year old Family Bank," *The Brewery, Journal 1*, Ch 4, pp20-22
- Jensen, M. and W. Meckling (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360
- Kippenberger, Tony. (2002) *Leadership Styles:*

Leading 08.04 1st Edition, Capstone Publishing
 OECD (2012) "Labour Losing to Capital: What Explains the Declining Labour Share," *OECD Employment Outlook 2012*
 Porta, R.L. et al. (1998) "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, Vol. 106 #6,
 Rogge, Malcolm (2020) "Bringing Corporate Governance Down to Earth: From Culmination Outcomes to Comprehensive Outcomes in Shareholder and Stakeholder Capitalism," *CRI Working Paper No. 72*, Harvard Kennedy School
 Roulier, Richard P. (1997) "Governance Issue and Banking System Soundness," *Banking Soundness and Monetary Policy IMF Report*, pp450-463
 Schumacher, E.F. (1989) *Small Is Beautiful- Economics as if People Mattered*, Harper Perennial
 芦川博通 (1994) 『経済の倫理—宗教に見る比較文化論』大修館書店。
 井上信一 (1994) 『地球を救う経済学—佛教からの提言』、すずき出版。
 岩井克人 (2005) 『会社はだれのものか』平凡社。
 岡部光明 (1997) 「コーポレートガバナンス：環境変化と日本企業」慶應義塾大学SFC研究所刊『総合政策学のフロンティア・シリーズ』。
 坂和秀晃・渡辺直樹 (2009) 「経営者報酬と取締役会の経営監視機能についての検証」『金融経済研究』第

29号 pp.66-82
 武井昭 (2000) 「シューマッハー 仏教経済学の論理とその構造」『高崎経済大学論集』第43巻第1号、pp1-16
 東京証券取引所 (2018) 『コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～』<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/nlsgeu00000034qt1.pdf>
 中野瑞彦 (2008) 「ポスト平成不況の経済構造分析」『桃山学院大学総合研究所紀要』第34巻第1号、pp131-146
 野田知彦・阿部正浩 (2011) 「労働分配率、賃金低下」『バブル/デフレ期の日本経済と経済政策』第6巻労働市場と所得分配、pp3-42
 野崎造成 (2010) 『銀行の罪と罰—ガバナンスと規制のバランスを求めて』、蒼天社出版。
 野崎造成 (2016) 『成長神話という煩惱からいかにして金融は解脱すべきか』ディスカヴァー・トゥエンティワン
 野崎造成 (2019) 「地域銀行の非上場化に関する考察」『政策情報学会誌』13 (1) pp.51-59
 坂東洋行 (2019) 「投資運用業等の受託者責任とステュワードシップ」『名古屋学院大学論集社会科学篇』第56巻第2号 pp.1-34
 東京証券取引所 (2018)、「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」2018年6月。

