

経営と投資のこれから

——アクティビズムの進化形と、突きつける課題

中神康議 みさき投資㈱ 代表取締役社長

◆Summary◆

アクティビズムという言葉には特定の刺激の強い投資家イメージがある。しかしこの投資モデルも投資家と経営者の関係性の「ある1つの形態」と捉え直し、拠って立つ投資事業の原理原則に立ち返ることでその将来像に迫ることができる。本稿の底流に流れるのは「人類の英知」への信頼、そして市場ダイナミズムへの信頼である。

《はじめに》

人類にとってまだ見ぬ未来を考えるという行為はいつも難しい。アクティビズムの進化形を見通そうとする本稿もまたその1つである。難解なテーマを考える常道は、長期・本質・多面的に考えるということしかなく、本稿もその姿勢で臨んでみたい。

具体的なアプローチとしては、(1) 投資が持続的に成功するための「投資事業の原理原則」に立ち返って考える。(2) 視野狭窄に陥らないために考察の範囲を広げる、ということになる。本稿の場合、①アクティビズムという言葉に拘泥せず、「経営と投資の関係」に広げて考える、②海外の動向・流れを見る、③日本の固有性を理解する、という形で考察を進めていく。

I 投資事業成功の原理原則とは (1)

投資事業には長い歴史がある。大成功を収めた人もいるが、一時は成功を収めながら結局は大失敗した人もそれ以上いる。人類は長い投資の歴史において、同じ失敗を何度も何度も繰り返してきた。一方で、人類最高の叡智による、ある種の法則らしき金言も存在する。人類最高の叡智の1人が、アルベルト・アインシュタインであることに異論をはさむ人は多くなかろう。彼の興味範囲は幅広く、投資に関しても1つの名言を残している。曰く、「複利を理解する人は金を手に入れ、理解しない人は金を手放す」。彼は複利を「世界の（七不思議に次ぐ）八番目の不思議」と呼び、大切にした。

複利へ着目した人類最高の叡智は数多い。現代最高の投資家とされるバフェットも、常に「バフェットの複利表」を脇に置いていると聞く。

よりソリッドな分析に目を転じてみよう。わが国でもイボットソン・アソシエイツの山口勝業会長が、長期株式リターンに関する詳細な学術的分析を行っている（2）。山口氏は株式のトータルリターンを

- （1） 「ファンダメンタルリターン」（株主資本の成長と配当インカムリターンの合計。物理的にも株主価値の増分であり、いってみれば株式の「実力」部分）と、
- （2） 「評価変動リターン」（当該企業の将来に対する楽観的または悲観的な見方の揺れ。いってみれば株式の「人気」部分）

に分け、そのリターンを分析している（図表）。

（図表） 東証1部株式リターンの要因分解

		リターン値	標準偏差
①	株主資本の成長	2.4	3.1
②	配当インカムリターン	1.2	0.6
F=①+②	ファンダメンタルリターン	3.6	3.2
③	評価変動リターン	-2.3	24.5
F+③	トータルリターン	1.4	23.8

*1990~2017年、算術平均ベース

この分析は景気変動のあらゆる局面でも、常に株式のリターンの構図は同じであることを指摘する。リターンも低く変動ばかりが大きい「評価変動リターン」と、変動が低くリターンも高い「ファンダメンタルリターン」という構図である。

企業のファンダメンタルの重要性については、かのジョン・メイナード・ケインズも指摘している。この高名な経済学者はさんざん投機的な売買を繰り返した挙句、人生後半に破産寸前になった。そしてその反省を込めて「株を買うなら、経営が信頼できる企業に長期投資すべきだ」と語ったのだ。

これらの叡智から示唆されることは、

- （1） 短期売買は一時的には儲かることもあるかもしれないがそのリターンは極めて不安定であり、
 - （2） 優れた企業に長期で投資することで安定的リターンを得ることができる、
- という投資事業の原理原則である。高い複利で資金を回し続ける企業への長期投資こそが、持続的成功のカギであるというご託宣なのだ。

アクティビズムも投資の一形態である以上、この原理原則から逃れることはできない。この原則を「鏡」としたうえで、これまで株主アクティビズムがどう育ってきて、今後はどうなっていくのかを考察していくこととしたい。

II 世界の株式市場では何が起きてきたのか

日本版スチュワードシップ・コードの原型とされるケイ・レポートを書いた英国ジョン・ケイ教授は、その最新刊（3）で金融業の変貌ぶりをクリアに描いている。その中心的なメッセージは「株式投資は大きく変わってしまった」という嘆息であり、「トレーディングの過度な隆盛」、すなわち短期売買の常態化による各種の弊害である。

現代では株式売買の相当部分がシステム・アルゴリズム取引とされており、IT 技術の長足の進歩によって金融と経営の乖離は行きつくところまでいってしまった印象さえ受ける。ジョン・P・モルガンやジョン・ワインバーグといった優れた金融マンが作り上げてきた、「経営者とのよき関係性のなかで金融業が営まれる」という姿は遠き昔になってしまったというわけだ。

この乖離は、経済をドライブしてきた分業の一形態、すなわち「所有と経営の分離」が進んだ姿といってもよい。しかし、ケイ教授は語る。この分業によって事業内容に関心を持たない無責任株主や、その一方で経営陣への破格なインセンティブが生まれた。結果的に、経営者は短期の業績を上げるプレッシャーにさらされ続ける。経営者も人間である以上、インセンティブに誘導される。当然の帰結として、ほかならぬ経営者自身の短期業績追求も深刻になる。ケイ教授によると金融サイド、経営サイド、双方が相互作用して資本主義全体の短期化を加速しているということなのだ。

一方で、人類は大概の場合、正常に進化していく（少なくともそれを試みる）。世界の資本市場では最近、この行き過ぎた短期資本主義への反省を感じさせる動きが多い。英国に端を発し各国に広がっているスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードはもちろんのこと、ESG や SDGs といった社会・環境への配慮を求める流れ、競争戦略の権化であったマイケル・ポーター教授が社会的調和を唱える **Creating Shared Value (CSV)**、世界最大の投資家ブラックロックと世界最高の経営コンサルティング会社マッキンゼーが主導する **Focusing on Long-Term Capitalism (FLTC)** …等。

これらの動きはすべて「短期に振れすぎた現在の資本主義を変えていかなくてはならない」という試みである。この大きな文脈のなかで、アクティビズムにもまた、新たな変容が起きている。

III 欧米アクティビズムの変容

アクティビズムは変わりつつある。アクティビズムは欧米でも反経営者的・反労働者的、したがって社会から忌み嫌われる投資活動として捉えられてきた。

古典的なアクティビズムとして想起される行動は、①大株主になってプレッシャーを与えやすい中小型企業を投資ユニバースとし、②不要な資産や過剰な現預金を抱えた企業を狙い、③大幅な配当や自社株買い、あるいは資産売却を迫る、というパターンであろう。経営行動を変えるためには経営陣のスキャンダル等を暴き、メディアに公開するといったことまでする。いわゆる「劇場型」投資である。一方で、この手の投資家は経営の変化がなくても株価さえ上がってしまえば、さっさと売却するという短期的行動をとることが多い。

日本ではアクティビストというと、いまだにこの古典的モデルのイメージが強い。ところがいくつかの背景により、この手の劇場型アクティビズムは欧米では下火になりつつある。1つには市場の効率化による安値で放置された企業数の減少であり、もう1つは経営者自らが余剰資産や資本構成に手を打つようになったからだ。この手のアクティビズムが隆盛すればするほど、安値で放置され改善余地が多分に存在する企業自体が、株式市場に存在しなくなってきたのだ。

こういった市場ダイナミズムのなかで、新たに登場して来たのが (ValueAct Capital や Triun Partners に代表される) 新しいアクティビズムである。彼らの行動は古典的モデルとはかなり異なり、①GE や P&G, Microsoft といった時価総額の巨大な企業にも投資する、②事業戦略や枢要な役員人事等で質の高い提言を行う。こういったファンドの中心メンバーは金融機関出身ではなく、企業経営・経営コンサルティングの出身者が多い。

なかでも特徴的なことは、「経営者自身が短期的行動や官僚的行動に走っていればそれを正す」、あるいは、競合他社より経営指標が優れていても「企業ごとのフルポテンシャルを引き出す」といった提言をすることだ。こういった真つ当な経営を追求するアクティビストは思わぬ発見を手にした。自分たちだけでは大株主になれなくても、他の多くの株主・投資家の賛同を受け、経営行動を変えることができるという発見だ。

この発見は、投資事業の原理原則とも整合的である。すなわち、①複利効果をすでに出している (あるいは潜在的に出しうる) 質の高い企業を選び、②複利効果を加速するような事業上の提案を行うというモデルなのだ。

事例として、PDF ソフト等で有名な Adobe Systems を ValueAct Capital が変えたという一例を紹介しよう (4)。Adobe Systems は従来、製品をいわゆる売り切り型で販売してきた。この売り切りモデルには2つの特徴がある。1つ目は販売時点では売上が立つものの、いったん売ってしまえばその後は顧客が買い換えてくれるまで収入がないこと。そして2つ目は買い替え時の出費を気にして顧客が再購入を控えるリスクがあることだ。

そこに株主として登場した ValueAct Capital は継続利用・課金型サービスへの転換を提案する。それによって売上を安定させリスクを減らせるという提案だ。経営者はこの提案に強く反対した。その理由は販売形態の移行時期には大幅に売上が落ち、株価も大幅に下がらねないという理屈であった。ValueAct Capital は他の機関投資家からの賛同も得ながら経営陣の説得に乗り出す。結局、Adobe Systems は継続利用・課金型のサービスに転換した。移行期の2012年から2014年にかけて当期純利益と1株当たり利益は (予想どおり一

時的には) 3分の1程度まで下がったものの、その業績は安定し、その間株価は実に2倍になっている。株式市場の評価は案外、本質的かつ長期的であったともいえよう。

前章で明らかにした短期資本主義への反省と投資事業の原理原則への回帰が、こういった新たなアクティビズムモデルを生み出し、資本主義は力強く前進していく。エリート層の強い危機感が投資と経営を前進させているのが今の欧米資本市場の姿なのである。

翻って日本の状況を見てみよう。この場合も視野狭窄に陥らないよう日本の金融の歴史的経緯、そして日本の経営の固有性をひもといてみたい。

IV 日本の株式投資で起きてきたこと

金融市場には正常な発展段階というものが存在するのではないだろうか。家族友人からの借入という形態で始まったであろう原始金融形態は、社会経済の発展に合わせ銀行融資という間接金融への展開、債券市場という直接市場の始まり、そしてリスク許容度の高い株式市場の発生という発展段階を踏んでいく。

日本の金融はこの発展段階をきちんと踏んでこなかったのではないか。具体的には債券市場発展の欠如である。もちろんわが国にも債券市場はある。しかしその大きな部分がリスクの極めて低い(とされる)公債・国債部分であり、個々の発行体リスクの診断が重要となる社債市場は極めて小さい。

これが株式市場に意味するところは大きい。株式価値算定の最も基礎的な手法は配当割引モデルである。これは社債市場における価値算定の考え方を援用したものである。すなわち、配当(債券の場合のクーポン)を個別企業のリスク(債券の場合は信用リスク)に応じた一定の割引率で割り引くという考え方・概念自体が、長期にわたり債券市場で多様な社債の価格算定を続けてきた産物として、株式市場に受け継がれてきたものなのである。

本稿の冒頭で紹介した複利の概念、それに連なる長期投資の優位性認識、さらには企業そのものの本源的価値に迫ろうという思想・手法はすべて、金融の正常な発展段階のなかで生まれ、長い時間をかけて育まれてきたものなのだ。長期投資への回帰が叫ばれてはいるが、欧米の市場にはこのような確固たる思想を身につけた投資家層がすでに一定数以上存在するのである。

翻ってわが国では社債市場が未発達であったゆえに、「資産の本源的価値に迫る」という概念がことさら薄い。そういった背景の上に舞い降りた80年代のあの狂乱的バブルが、本源的価値を考えるという行為を無にした。

その後一足飛びに来たのは効率的市場仮説・モダンポートフォリオ理論である。この理論によると、個別の投資家が本源的な価値に迫ろうという試みには意味がなく、市場でついている株価(そしてその関連性)にのみ意味があるとされる。ノーベル賞まで輩出するこの強力な(しかし、単なる学術上の)「仮説」が今の日本の株式市場にも広く浸透している。こ

の理論の浸透に伴って、わが国でも市場全体、すなわち日本企業の総体に投資するパッシブ運用が隆盛を極めている。しかしこれらの理論はあくまで、市場において個別企業の本源的価値の評価がなされているという前提の上に成り立っていることを忘れてはならない。

さらにわが国には特殊な株式所有構造が存在する。銀行・生保の株式保有、あるいは事業会社間の持合いの存在である。この持合いも健全な価格発見機能を阻害する要因の1つである。

わが国には長期・多彩な投資を行うアセットオーナーが少数であるという不都合な真実も存在する。通常、先進国では富の蓄積段階を経て、3種類の長期アセットオーナーが発展していく。富裕な財団・大学などの基金・そして年金という3セグメントである。これらのセグメントは巨額の長期資金を持ち、長期投資を含む多様なファンドマネージャーに資金運用を委託することで、社会全体で長期投資を促す主体となっている。

わが国では富の蓄積が十分でないためか、この機能を果たす長期投資アセットオーナーが揃っていない。富裕な財団や大学基金はほぼ皆無である。年金資金はもちろん存在するものの、ここにもわが国の固有性は見られる。巨大少数の公的年金と、小規模多数の私的年金という構図である。

公的年金は多様さを追求したくてもその巨大さゆえに、小規模な運用会社に資金を委託することは実質的に不可能である。他方、小規模多数の私的年金では運用リソースが足りず、本体の金融取引関係にも縛られ大手金融系列運用会社の採用に走りがちである。結果として長きにわたり寡占状態が続き、多彩なマネージャーの不在、独立系マネージャーの不在という構図が続いている。

こういったこと、1つひとつは悪いことではないかもしれない。しかし、我々が認識しておかなければならないことは、わが国の社会には、もともと「当該金融資産の本源的価値とは何か」という基本概念が広く共有されていないところにこういった数々の事象が何重にも編み込まれている、という事実なのである。

一方向に振れすぎる価格形成、長期投資家の不在、結果としての社会全体の資源配分機能不全という現象は、この複雑に編み込まれた歴史的経緯の産物なのである。欧米の短期資本主義をあげつらう向きは多いが、大方の予想を裏切って、日本の株式市場が最も短期的であるという数多くのデータ・調査も存在する(5)。経営コンサルティング業界に長らくいた筆者が運用業界に来て最初に驚いた、人間の集合体であり有機体そのものである企業を、あたかも無機物のように「銘柄」と呼ぶ業界慣習もその産物なのかもしれない。

企業経営の現場、有機的組織のなかで格闘を続けている経営者が、こういった株式市場に持つ認識は当然、独特のものとなる。経営者に限らずわが国では株式投資家を「株屋」とよび、その行動を揶揄することはさして珍しいことではない。これはわが国の金融・株式市場の経緯を踏まえればある程度、致し方のない帰結なのかもしれない。

V 日本の企業経営で起きてきたこと

前章では日本の株式市場の特殊性をかなり批判的に見てきた。一方で、日本の企業経営にも数多くの論点が存在する。

最初に指摘されなければならないのは、収益成長力の低さであろう。神戸大学三品和広教授の長期分析によれば、1960年以降継続してデータが収集できる1部上場企業1,013社のうち、3年に1回以上の頻度で過去最高益を更新できたのはわずか12%（128社）しか存在しない。年率5%に相当する利益成長を実現できたのはさらに少ない7%弱（69社）である。日本では長期投資したくとも、持続的利益成長に期待した投資は困難なのである。事業収益性の低さは日本企業の資本生産性の低さに直結している（6）。筆者が主催している『山を動かす』研究会の分析によれば、この10年間で株主資本コスト（ここでは伊藤レポートより穏やかな7%と置いている）を上回った資本生産性（ROE）を出してきた上場企業はわずか25%しかない。

これは驚くべき事実である。いいかえれば日本の上場企業の4分の3の企業が「株主価値破壊企業」なのであり、価値破壊のマイナス複利効果があるということであり、長期投資すればするほど株主価値の棄損が加速してしまうということなのだ。これが日本の株式市場が10年・20年にわたり世界各国に大幅に劣後してきた根本原因なのである。

この低資本生産性の原因として指摘されるものは数多い。企業経営者の経営リテラシーの低さや経営インフラの脆弱さ、もっといえば経営力そのものに大きな改善余地があるのではないかという主張が、株式市場ではささやかれている。

経営者市場の低流動性による経営能力の高度化不足、ビジネススクール教育の低浸透、さらには意思決定インフラ（具体的には管理会計のドライバーとしてのIT・ERP導入等）の遅滞を指摘する声もよく聞かれる。「日本の経営者にはBSが読める人がほとんどいない」とか「資本コストという概念をそもそも知らない」といった主張も、残念だが的を射た指摘として投資家間では数多く聞かれるのだ。

VI 経営と投資家の関係性が向かう先

ここで少しまとめてみよう。上記のような筆者の認識が正しければ以下の2点のことがいえる。

- (1) わが国には複利概念が薄い。現実にも複利を出せている企業が極端に少ない。したがって社会富の増加が期待しづらい。
- (2) 経営者と投資家の相互蔑視があり複利を加速する協業システムが成り立ちづらい、ということになる。わが国はひょっとすると、ケイ教授が嘆息する「金融と経営の乖離」が世界でもかなり端的に表れた姿になっているのかもしれない。

しかし、それでも私は人類の正しく前進する力を信じたい。第I章で見たとおり、欧米も

一時は極端に短期資本主義に振れたものの、今は正しい方向に向かっているようだ。これが単なる一時的な現象ではなく、投資事業の原理原則（≡社会富の蓄積原理）に沿った動きだと解釈するならば、わが国もまた、長い時間軸をとってみれば必ずその方向に進むはずである。

一方で、日本にはそこに至るまでの固有の阻害要因が数多く存在することも事実であり、それらを直視しなければ力強く前進することができないことも事実だろう。

VII 正しい前進が突きつける課題

長期投資という言葉は（特に企業経営者にとって）耳触りがよい。どの経営者も長期で経営に取り組んでいるはずであり、したがって投資家にも長期で投資してもらいたいと考えているはずだ。

一方で、長期投資が浸透していくというのは、経営者にとって怖いことでもある。投資事業の原理原則に照らせば、長期投資に足る企業は株主から預かったお金を高い複利で回すことができる企業のみである。もし過去の日本企業の低収益性が続いていくなれば、上場企業 3,600 社中、長期投資される可能性があるのはわずかその 25% (900 社) 程度しかなく、残りの 2,700 社は複利概念が浸透すればするほど、激しい短期売買の対象となるしかない。場合によっては「劇場型」アクティビストによって攻撃の対象になることも頻発するかもしれない。企業の選別・優勝劣敗がダイナミックに進んでいくことになる。

すでに高い収益性を出せている会社ものんびりはしてられない。「もっと高みを目指せるのではないか」、「今の高収益に胡坐をかいて緩んでいるのではないか」という問いは経営者には重い。この問いは直接的にはアクティビストから発現するだろうが、それに賛同する数多くの機関投資家が存在し、さらにその背後には高齢化・年金社会が必要とする高いリターン欲求が控えている。恵まれた事業立地・事業収益性を持つ恵まれた経営者であっても、持てるフルポテンシャルを引き出すという大変重い課題を突きつけられるのだ。

投資事業の原理原則が浸透するということは、企業経営者の責任の重さが改めて明確になるということだ。すべての責任には自己研鑽が伴う。数ある職業のなかでも広く社会全体から、そして将来世代にわたって資金を付託されているという、一段と責任が重い上場企業の経営者は、簡単に揶揄されることのないよう、現代的企業経営者としての絶えざる学習が必要なのだと思う。

投資家・運用業界にも克服すべき課題は多い。本稿では1つだけ大きな課題をハイライトしてみたい。

投資事業はその定義上、「判断」のビジネスとっていいだろう。投資事業では通常、一定の調査・分析作業を行っており、その重要性は確かにある。しかし作業そのものが重要というよりも、それらの分析結果をどう捉えるか、そこから何を示唆として引き出すかがより

重要であり、そういった認識のうえに成り立った「独自の」判断・判断の差異性こそが重要なのである。これこそが他のアセットマネージャーと異なるリターンの源泉であり、この判断の独自性こそがアセットオーナーに選択されるプレイヤーとして重要なのである。英語でいうと“Independent Thinking”という言葉になるだろうか。

この Independent Thinking という事業特性は、もう1つの重要な事業特性を導き出す。それはこのビジネスは「価値競争」であるという本質である。Independent Thinking ということはその定義上同一の判断・行動をとるプレイヤーがいないということであり、したがって、無競争、あるいはごく少ない競争相手を意味する。

Independent Thinking 自体は必ずしも高いリターンを約束してくれるものではないが、それなくして他のプレイヤーと違ったユニークなリターンは作り出せない。それができないプレイヤーは似たような運用商品しか提供できず、「コピーしやすい」という情報産業の基本特性を踏まえるならば、そういったプレイヤーはどこまでも「価格競争」に陥っていくほか、道はない。

こういった事業特性に照らしてみると、わが国の資産運用業界が抱える課題の重さに思いが至る。「判断」の事業であり、「価値競争」の事業である投資運用業においては、本来数多くのプレイヤーが参入し、多様な競争を行うはずである。しかし、世界中どの先進国を見ても日本ほど新しい有力プレイヤーが出てこない国はない。

斬新な判断を行い、それによって高いリターンをたたき出し、高いフィーを受け取る新プレイヤーが輩出されること。そういった新プレイヤーの一群として、「複利」原則に忠実な長期投資家が立ち上がってくること、特に長期投資家のなかでも「複利を加速する」という気概を持ち企業経営者と力を合わせて企業をよりよく変えていこうとするエンゲージメント投資家が生まれてくること…。

これがわが国の多少変わった金融市場の発展経路を克服し、わが国に長期投資が根づくために絶対に必要なステップなのだ。運用産業自体の産業革新が必要なのだ。

《むすび》

経営は日々改善である。そして改善は大抵の場合、社内で侃々諤々と意見を戦わせるなかで生まれてくるものだろう。しかし、そのプロセスに「市場」が果たす役割はないのだろうか。

会社は主に、3つの市場と向き合いながら運営されている。顧客がいて競争相手ともしのぎを削っている「製品・サービス市場」、企業は人なり」という視点から重要な「労働市場」、そして銀行や株主が存在する「資本市場」の3つである。

思えば、革新的な経営進化は常に「市場との相互啓発」を通じて行われてきた。「製品・サービス市場」では世界一厳しいといわれる顧客のニーズに応え続けることで、日本企業は

世界に冠たるコストパフォーマンスの製品群を創り上げてきた。「労働市場」との関係性でいえば、戦後は労働争議も多発するなか、終身雇用制や忠誠心の高い従業員といった、日本企業ならではの慣行を創りだしてきたのではないだろうか。

このような大きな枠組みの変更を伴う経営革新は、社内での議論や改善だけで起きるものではない。会社という組織・集団の外にあるがゆえに、ある種の緊張が避けて通れない「市場」との関わり方を一生懸命に模索することで、初めて生まれるイノベーションなのだ。

日本企業は資本市場のなかの銀行とは革新的な関係性を作り、産業発展に大きな成功を収めてきた。最後に唯一残されたのは「株式市場との相互啓発」である。今現在は日本の経営者と投資家には相互に大きな誤解や無理解、そして蔑視すらあるようだ。でも、だからこそ、ここに革新的な経営進化のチャンスが眠っているのではないかと思う。

他の「市場」との関係同様、株式市場との相互啓発も長く険しい道りになるだろう。言われのない批判を浴びたり、一見非合理と思える要求にさらされることもあるかもしれない。場合によっては劇場アクティビストが跋扈する局面さえあるかもしれない。しかしこれまで、製品・サービス市場や労働市場、銀行との関係で素晴らしい解を発見したように、最後に残された株式市場との関係でもユニークな解を発見できる可能性は日本企業には十分ある、と私は信じている。

日本の企業経営に残された最後の大きなフロンティア、未開拓で肥沃な大地は、この「株式市場との相互啓発」にこそ眠っているのだと思う。これまでイノベーションを起こしてきた日本企業が、今度は株式投資家と新しい調和を築き、新たな経営イノベーションを起こすことを切に願っている。なにしろ人類は太古の昔から、「アイディアの交配」によって文明を駆動してきた動物なのだから。

(注)

- (1) 「長期投資セミナー」於英国大使館, 2017.6
- (2) 山口勝業「ポスト・バブル 28 年間の日本株リターンと将来予測」『投資信託事情』61 巻 3 号 2018.3
- (3) ジョン・ケイ『金融に未来はあるか』ダイヤモンド社, 2017
- (4) 田村俊夫「第 1 章コーポレートファイナンスの観点から見たコーポレートガバナンス」(神作裕之ほか編『コーポレートガバナンスと企業・産業の持続的成長』商事法務, 2018.3)
- (5) 中神康議『投資される経営 売買される経営』日本経済新聞出版社, 2016
- (6) 『山を動かす』研究会『ROE 最貧国 日本を変える』日本経済新聞出版社, 2014