

## 第6期 JSDA キャピタルマーケットフォーラム（第3回）の様について

2026年3月31日  
日本証券業協会

### <会合の概要>

2026年3月13日（金）、第6期 JSDA キャピタルマーケットフォーラム第3回会合を開催した。

今回の会合では、研究委員2名より研究状況の中間報告が行われ、研究テーマの背景やこれまでの研究で判明した事項、今後の課題等について説明がなされた。

発表者 服部 孝洋 研究委員（東京大学 公共政策大学院 特任准教授）

テーマ：外国人投資家による日本国債の投資と CIP の乖離

ディスカッサント：日本銀行 金融市場局 黒崎 哲夫 企画役

発表者 頼 奕成 研究委員（東北大学大学院 法学研究科 准教授）

テーマ：スチュワードシップ・コードと機関投資家間競争

ディスカッサント：京都大学大学院 法学研究科 山下 徹哉 教授



意見交換では、服部研究委員の中間報告に対して、ディスカッサントである黒崎氏をはじめ、各委員から「ベース拡大により、海外投資家による本邦短期国債の購入が拡大する傾向について、定量的に有意な形で実証された点が新しい研究である」「CIP の乖離が、日銀の金融政策や国の財政政策に及ぼす影響等の政策的含意についても、今後の研究において論じていただくと興味深い」「CIP からの乖離の原因として、規制コストの増加のほかに、公正価値会計への移行の影響も考えられるのではないか」などの意見が寄せられ、活発な意見交換が行われた。また、頼研究委員の中間報告に対しては、ディスカッサントである山下教授をはじめ、各委員から「機関投資家（特にパッシブ運用）のエンゲージメント活動に対するインセンティブ構造を分析するという研究課題について、ESG 活動や協働エンゲージメントといった近年の注目すべき動きを考慮に入れて、精緻な検討を行う重要な研究である」「スチュワードシップ・コードやコーポレート・ガバナンス・コードの改訂においては、スリム化とプリンシプル化が目指されており、ご報告にあった具体化とは方向性が異なるが、この点についてどのように考えるか」「機関投資家間の競争があることが望ましいと仮定されている印象を持ったが、競争によるデメリットとも考えられるため、必ずしも競争があることが望ましいとは言えないのではないか」などの意見が寄せられ、活発な意見交換が行われた。

今後、両研究委員は、本会合における意見交換を踏まえ、論文完成に向けて引き続き研究を進めていく予定である。

以上