

流通科学大学 リサーチレター No.32

株主への利益還元策から
読み解く日本企業の配当政策

流通科学大学商学部准教授 来栖 正利

2020年12月

流通科学大学学術研究会

〒651-2188 神戸市西区学園西町3丁目1番

TEL : 078-794-2130 FAX : 078-797-2261

株主への利益還元策から読み解く日本企業の配当政策

Mysterious Allocation of Distributable Retained Earnings?

来栖 正利

Masatoshi Kurusu

日本企業の配当政策に関する私論を展開することが本稿の目的である。これを株主の利益還元策を体系的に研究した石川(2019)を組上に載せて行う。まず、石川(2019)を要約する。次に、剰余金の配当や自社株買いを含む、株主に対する利益還元を総称する配当政策(処分可能な資金)にかかわる実証分析を行い、日本企業の経営者の思考を説明するために検定されるべき仮説をいくつか提示する。

キーワード： 処分可能な資金、個人株主、支払配当金、自社株買い、仕掛財務情報

1. はじめに

日本企業の配当政策に関する私論を展開することが本稿の目的である。これを株主の利益還元策を体系的に研究した石川(2019)を組上に載せて行う。株主優待制度を株主への利益還元策と考える慣習を日本企業の経営者は脈々と受け継いでいる。かかる慣習の観察を通じて経営者の思考を考察することは、株主への利益還元策が資金の社外流出をとまなう以上、経営者による処分可能な資金の管理状況を記述、説明することを意味する。

緻密な実証分析に基づく発見事項を体系づけた石川(2019)は読者の批判を容易に論破できる説得力を保持している。この理由を二つ指摘してみる。(1)豊富な研究に裏付けられた知見に基づいて、処分可能な資金を「生き金」として利活用できる経営者が賢明であるという確信を随所に読み取ることができる。加えて、(2)一所懸命稼いだ個人財産を賢明かつ強かに運用することが株式投資の王道であるとの信念も随所に読み取ることができる。

とはいえ、用意周到な論評が的確であることを認める一方、石川(2019)に何か物足りなさを筆者(来栖)は感じる。これは配当政策を含む処分可能な資金の配分戦略を理路整然と共有する姿勢が日本企業の経営者には稀薄であることを石川(2019)が必ずしも織り込んでいないという物足りなさである。換言すれば、(a)処分可能な資金の配分戦略を明示することに日本企業の経営者は消極的なのか否か？(b)もしそうならば、この改善策はあるのか否か？

配当政策の明示に関する経営者の思考を、次の構成に基づいて本稿は説明する。まず、石川(2019)の内容要約と補足説明を行う。次に、いくつかの論評を、検討されるべき仮説として提示する。他方、外国人株主の増配要求が経営者と株主との間にある情報格差に起因するという仮定のもと、これを緩和する手段の一つを配当政策の記述内容に求め、その在り方に関する私論を展開

する。最後に、本稿の要約を述べ、結びとする。

II. 日本企業の株主還元策

1. 問題意識

石川(2019)の着眼は極めて明確である。それは企業が稼得したキャッシュ・フローに対して経営者が決定した株主還元の具体例が与える経済的意義の探究である。この課題の解決手順は次のとおりである。それは(a)増配を実施した日本企業、(b)自社株買いを実施した日本企業、(c)株主優待を実施した日本企業に分け、それぞれの株主還元と業績推移とを関連付け、そして、(d)これらに対する株式市場の評価の観察と考察とからなる。

このサンプル選択は利益還元に関する経営者の深層に該当する、企業が稼得したキャッシュ・フローを「生き金」として投資しているか否かの解明に対する探究心に基づく。ここで利益還元に関する経営者の深層とは、処分可能な資金を①支払配当金に充てる資金、②決済性資金の補充資金、③金融費用に要する資金、④設備投資に要する資金、⑤研究開発活動に要する資金に配分するさいに思い巡らした経営者の熟慮断行を包括する総称である。

2. 利益還元策

個人株主開拓策(株主優待制度、株式分割、売買単位引き下げ)の経済的意義を検討したのが第1章である。これは①独立変数である当該開拓策が個人株主(従属変数)と外国人株主(従属変数)に与える影響の推定、②日本人投資家および外国人投資家が、ある企業の株主になることを説明する変数の抽出、③それぞれの株主の存在が業績に与える影響の推定、そして④これら株主属性の変化に対する株式市場の評価を比較分析することで解決した。

諸要因を適切に制御する操作変数法を駆使し、次の発見事項を得た。まず、個人株主開拓策が個人株主の増加に有効である一方、外国人株主のそれには有効ではない。次に、当期の個人株主(の増加)が将来業績にマイナスの影響を与える一方、当期の外国人株主(の増加)が将来業績にプラスの影響を与える。これらの発見事項は業績改善が顕著な日本企業を所有する外国人株主と個人株主(日本人)との行動が相反するという先行研究の含意を強化する。

3. 自社株買い

増配を実施した日本企業による自社株買いを比較対象とし、これ以外の自社株買いを実施した事例の属性を抽出したのが第2章である。第2章に掲げた研究課題の根底にある問題意識は二つである。(1)日本企業が実施する自社株買いという経済事象を適切に説明するのがシグナリング仮説またはフリー・キャッシュ・フロー仮説なのかの見極めである¹⁾。(2)日本企業の「台所事情」を株式市場が評価しているのか否かを検証することにある。

(1)(2)の課題を解決するために用いた多変量分析の推定結果は次の通りである。増配を実施した日本企業による自社株買いの事例と比較して、(A)増配を実施していない日本企業の規模は相対的に小さい。当該日本企業の(B)外国人株主の持ち株比率が相対的に低い一方、個人株主の持ち株比率は相対的に高い。(C)株式市場は当該日本企業に対する将来業績の改善期待が相対的に低い。ただし、当該企業の配当利回りは相対的に高い。

上述の結果を踏まえて、プロビット分析を行った推定結果、つまり、企業規模が相対的に大きな日本企業が増配予想や自社株買いの公表を行うという発見事項を提示しながら、当該企業の収益性や成長性の程度の追加的な検討の必要性を指摘した。この指摘に基づいて、成長性の高さを好業績で裏付ける日本企業が自社株買いの公表よりも増配予想の公表を選好するという仮説を提示し、検証を試みた。

当該仮説の成立を次の検証によって裏付けた。自社株買いを実施した日本企業の業績(ROE:株主資本利益率)は、その公表前より低下しており、当該公表後のそれも悪化傾向の方が顕著であった。他方、増配予想の公表と当該企業の将来業績とがプラスの相関関係にあるという発見事項は増配予想の公表が将来業績に対する経営者の自信を反映する(シグナリング仮説)と同時にコロボレーション効果の現出を裏付けている²⁾。

資金流出が必然という点で自社株買いと増配は「同質」である。そうであるにも関わらず、「手法」の違いから株式市場が何を読み取っているのかも併せて追究した。年次決算発表を通じて、次期増配予想(自社株買い実施の見送り)を行った日本企業に対する期待成長率と期待リターン(資本コスト)がともに改善した。この発見事項は、増配公表というシグナルを、企業の成長が流入資金の実質増額をともなうと株式市場が解釈していることを示唆する。

他方、自社株買いの実施を公表(配当政策の変更なし)した日本企業に対する期待成長率と期待リターンはともに低下した。この発見事項を将来業績の改善に対して株式市場が悲観的であることを示唆するものと解釈できる。以上から、増配予想を公表する日本企業を、コロボレーション効果を現出するシグナリング仮説に依拠して説明できる。他方、自社株買い実施を公表する日本企業をフリー・キャッシュ・フロー仮説に基づいて説明できる。

4. 特別配当

第3章も資金流出を必然とする株主還元のうち、記念配当と特別配当に関する検討を行った。記念配当の実施理由を「行事」に求め、この詳細な探究結果を石川(2007)に委ねた一方、前述のシグナリング仮説に依拠し、普通配当と同様にその原資を利益に求める特別配当に絞り込み、その実施と利益との関係(価値関連性)を、記念配当、普通配当、および特別配当の増配/減配のそれらとの比較分析を通じて、行った。

特別配当の実施が「特別」であることの経営者による説明提供が重要かつ有用な情報になること

を強調した。特別配当に関して「寡黙」を経営者が選好するのは、その実施公表と次期の普通増配実現の連動性に起因して、配当原資である利益の稼得状況を経営者が注視していることを示唆する。利益の稼得状況が不確実であることに基づいて、特別配当実施に関する経営者の確信度合いがその有無とその公表のタイミングを決めると推測できる。

当期の利益計上額に関する経営者の見込みが確信に変わった時点で記念配当の実施を経営者が決め、それを公表するという経営者の思考過程を描くことができる。特に、特別配当を実施する日本企業は当初の業績見込み(利益変化の実績値と利益変化の期待値)に自信をもっており、その配当原資を当期の利益に求める。記念配当の実施が「行事」に起因しているものの、特別配当と普通配当と同様、その原資はともに当期の利益なのである。

とはいえ、記念配当の実施の公表頻度と比較すれば、特別配当のそれの方が低いという事実に対する株式市場の評価が気になる。これを検討した推定結果は株式市場が特別配当の実施公表を次期の普通配当の増額を示唆するシグナルと解釈すると結論づけた。特別配当分の資金流出を回避する次期の配当政策(特別配当の廃止)の公表は株式市場の失望によって株価の顕著な下落を招く。この回避を狙い、経営者は特別配当の実施を熟慮するのである。

シグナリング仮説とコロボレーション効果に基づけば、特別配当の実施公表よりも記念配当のそれの方が次期の配当の変化(増配)を合理的に説明できる。なぜならば、特別配当の実施公表が次期の業績改善に関する経営者の自信を反映すると同時に、次期の利益予測能力も保持しているからである。これを熟知する株式市場を裏切る場合、株価暴落を経営者は自ら招来する。したがって、経営者は特別配当の実施決定に関して熟慮する。

5. 配当可能利益概念の「残り香」

増配公表と増益公表が連動している場合、増配公表という「予告」が当期業績(増益)という「実績」公表によって「真実」であったと証明できる。増配公表が将来業績に関する情報格差是正を果たすというシグナリング仮説によって説明できると同時に、両者にコロボレーション効果の発現を観察できる(第3章)。これらは「創られた」会計数値の「実績」公表であっても観察できるのか。この疑問に答えるべく検討を行ったのが第4章である。

第4章は会計が内包する特性の一つである発生主義の適用のタイミングによって変化する利益の「質」が、上述のシグナリング仮説(とコロボレーション効果)の説明力に与える影響を分析した。期間損益の算定に発生主義の適用が不可避である一方、その程度(自由裁量の行使)によって当該損益数値の内容(質)が変わる。これを会計処理手続きの選択を通じた自由裁量の行使が会計数値を「創る」と称することがある。

期間損益はその算定過程において(1)自由裁量の行使を通じて算定された、特定の勘定科目の数値と(2)非経常的事象を、会計処理手続きを施し算定した数値を必然的に織り込んでいる(総会計

発生高)。これは(a)正常部分³⁾と(b)異常部分⁴⁾とに理論的に区別できる。企業を取り巻く経営環境と事業活動が期間毎に同じではあり得ないため、期間毎に算定した期間損益に加減された(a)と(b)の程度は、当該損益が同額であったとしても、同じではない。

上述より、利益の算定過程における(a)と(b)の織り込まれている程度の変化を利益の持続性と称し、当該程度が安定して連続する/しない場合、その持続性が強い/弱い(高い/低い)、または、その質が高い/低いと評価する。第4章は期間損益の算定過程に織り込まれた総会計発生高の内訳[(a)と(b)]の程度の安定度と配当政策との関連性、換言すれば、支払配当金の原資である利益に対する資金の裏付けの程度を株式市場が評価するのか否かを確認した。

まず、配当政策(増配/減配)公表と業績(増益/減益)公表が連動する場合、配当政策公表(「予告」)が当期業績(「実績」)公表によって「真実」であったと証明できるというコロボレーション効果の発現を支持する発見事項を得た。これは配当政策の公表が将来業績の予測に役立つ信頼性の高いシグナルと解釈できる。次に、特別損益と異常発生高を加減して当期業績を下支えした場合、増配と当期業績との間に発現するコロボレーション効果は弱くなる。

他方、①当期業績の下支えに異常発生高が寄与した場合、増配と当期業績との間に発現するコロボレーション効果は弱くなる。②特別損益が当期業績の下支えに貢献した場合、増配と当期業績との間に発現するコロボレーション効果は強まらない。経営者による非経常的な自由裁量の行使を反映する異常発生高が当期業績を下支えする場合、増配を約束した「創られた」利益数値に対して、株式市場は相対的に高い信頼性を付与しない。

以上より、非経常的事象の会計処理手続きによって算定される特別損益を加減した利益数値を裏付けとした増配を株式市場は少なくとも嫌悪しない。ただし、経営者の自由裁量を追加的に行使(異常会計発生高)した会計処理手続きによって増配の原資である利益数値を「創る」場合、株式市場はそれを嫌悪する。したがって、経営者の価値判断を過度に介入させた会計実践(に基づく利益数値)を株式市場は嫌悪する。

6. 計数変動の功罪

計算して得られる数値の変化を計数変動という。これは振替仕訳を行うことで可能になる。振替仕訳を行う目的は、ある勘定科目に記帳された残高(金額)を別の勘定科目の残高に加算(転記)することにある。支払配当金に充当する原資を当期利益(利益剰余金)ではなく他の勘定科目の残高に求めることを可能にする計数変動が、現金支出の実施という点で、当期利益を原資とする配当政策の代替と解釈できるのか否か。これが第5章の焦点である。

具体的な課題は二つである。①支払配当金に充当する原資を資本剰余金に求めた企業の配当政策に対する株式市場の反応の分析である。②連結利益剰余金残高がマイナスである一方、親会社のプラスの剰余金残高に支払配当金の原資を求めた企業の配当政策(増配予想)に対する株式市場

の反応の分析である。①②は当期利益の一部を支払配当金として処分する利益分配の「定石」を逸した配当政策の実施に対する株式市場の評価の観察を意味する。

自己資本比率が相対的に高い企業の増配政策を株式市場は好感する。これは資本効率の持続的改善が期待できると解釈する株式市場の反応である。ただし、相対的に高い自己資本比率を保持する企業が増配のために充当する原資を資本剰余金に求める場合、その原資を利益剰余金に求める場合と比較して、株式市場の反応は相対的に芳しくない。これは連結利益剰余金残高がマイナスである企業の増配予想に対する株式市場の評価にも該当する。

①②を補足しておこう。「剰余」とは必要な分を賄っても超過する分を意味する。これに基づけば、出資者から募った拠出金のうち、資本金に組み入れた額以外の分を資本剰余金として計上できる。資本剰余金は資本金としての必要量を充足させるために備えられている(例えば、資本金が毀損した場合の補填目的がそれである)。したがって、資本剰余金勘定は、元来、(利益/剰余金)処分のための原資を蓄積するために設けられる勘定科目ではない。

他方、過去の利益(繰越利益剰余金)の蓄積と称される利益剰余金勘定(内部留保)を次のように解釈する。前期の繰越利益剰余金と当期のその他利益剰余金の合計額のうち、振替仕訳を通じて、当期の処分内容として決めた分以外の「剰余」部分を、当期のその他利益剰余金として繰越計上した額である。この当期のその他利益剰余金勘定は、論理的には、「過去」の利益と「当期」の利益という異なる時点に計上した利益を含む混合勘定の一つである。

「当期」の支払配当金の原資を「当期」の稼得利益に求めることが「当期」の事業活動による成果分配であり、これは「当期」の会計実践として論理整合的である。この受益者が「当期」の成果を生成した事業活動を可能にした資本を拠出してくれた「当期」の株主であると考え、これも「当期」に行うべき会計実践として理に適う。ただし、当期の株主に支払う配当金を利益剰余金で賄うことは、それが混合勘定であることに起因して、論理整合性を弱めるだろう。

以上を踏まえて①②を説明しよう。①は事業活動を行うために必要な資本金の充足に備えた資本剰余金を利益処分の原資にするという論理性を欠いた経営者の決定の是非を検討した。高い自己資本比率を前提にすれば、株式市場は利益処分の原資を利益にのみ求めるわけではない。とはいえ、資本金と資本剰余金との理論的な関係を踏まえれば、増配のための原資を資本剰余金に求めた配当政策を株式市場が好意的に評価しているわけではない。

②は連結決算と個別決算との間で業績内容に整合性を欠いた状況を前提とする。その状況下において、配当政策を決めた経営者の考えに関する株式市場の評価を検討した。増配予想を公表する場合、株式市場はこれを好感する。ただし、当該評価が増配予想公表時の業績が好況であることを前提としている。以上から、将来の業績および配当政策(増配)を担保するのは、期間損益を稼得するために利活用できる会社の現有財産の健全さの程度である。

III. 利益還元策と経営者の工作

1. 個人株主の投資行動

第一に、株主優待制度導入による個人株主開拓策が個人投資家の投資行動を喚起する一方、外国人株主を遠ざけるという発見事項[石川(2019、p.14)]は次のような可能性を示唆する。個人株主は自らモニタリング・コストを負担して経営者を規律付けることよりも、レバレッジ(債権者)にそれを代理させることを選好する。これは株式取得に要した投下資本の回収を費用に対して効率的に行うという個人株主のモチベーションに起因する。

個人株主の投資行動を前述のように仮定すれば、(a)経営者が会社財産を「死に金」として浪費することが困難な状況の設定とその維持、(b)(a)の状況を評価する適切な尺度の入手を個人株主は選好する。株主優待制度の導入・運用は、事業活動の維持強化に充当すべき処分可能な資金を流用しないことを宣言するために、経営者自らが負担するボンディング・コストの具現の一つと解釈できるだろう。

[仮説]: レバレッジが(1)一株当たり配当金の減配と(2)金券贈呈を行う株主優待制度の改悪防止に寄与していると判断する限り、個人投資家は当該企業の株主であることを選好する。

第二に、個人株主の持ち株比率の上昇が ROE の低さ、手元流動性の低下、他方、高い DOE(株主資本配当率)に起因すると述べる石川(2019、p.14)を上述の個人株主の属性に次の点を補完仮定し、説明したい。個人投資家が株主である目的を二つ考えよう。(1)キャピタル・ゲインの短期稼得を必ずしも志向しない。むしろ、株式取得に要した投下資金を、ある程度の時間をかけて確実に無理なく回収する忍耐力/根気を個人株主は持っている。

(2)(1)の達成後、株主という立場を無費用で維持し、(a)株主優待制度による物品または金券と(b)受取配当金という「贈与金」を不労所得として稼得することを個人株主は志向する。つまり、経営者を「生かさず殺さず」事業活動に従事させ、一定時間をかけて(1)(2)を達成していくという投資行動を個人株主は選好する。これらを仮定することで、(1)(2)の持続可能性に最大の関心をもち、両者の充実を期待する個人株主の投資行動を描写できるだろう。

株式取得に要した投下資金の回収とその程度を評価する指標の一つとして剰余金残高に注目しながら、DOE の改善を個人投資家は選好する。ただし、これは株主資本を減らす自社株買いを個人株主が選好することを必ずしも意味しない。したがって、事業活動に充当する資金の調達源泉とは無関連に、「人の禪で相撲を取る」がごとく、時間をかけ漸次的に投資元本が成長する投資行動を選好する個人株主は、ROE の低さを了承する(II-3 で詳説する)。

[仮説]: (1)剰余金残高に占める現預金残高の比率が少なくとも増加していない、(2)ROE が少なく

とも改善していない、そして(3)DOEが改善している場合、他の事項を所与とすれば、株主総数に占める個人株主の比率は少なくとも下がらないだろう。

2. 支払配当金の意義

ROEの低さの承認は経営者の規律付けをレバレッジに期待する個人株主を想起させる。このような個人株主の承認行動が合理的であることの説明は、高収益・高成長率の企業に投資する外国人株主の持ち株比率の増加が個人株主の持ち株比率の減少を招くと述べる石川(2019、第1章)の強化になる。そのさい、負債金融または持分金融を問わず、調達済み資金が全く同じ、つまり、「金銭に貴賤なし」であることを確認しよう(II-3で詳説する)。

持分金融を用いて資金を調達した場合、経営者は会社の財産保全を果たす責務を負う。株主資本の毀損が許容範囲内またはその増加を自ら証明し経営者はこれを履行する。具体的には、稼得した期間収益が期間費用を賄ってなお余りある余剰分の一部を支払配当金として財産処分を行い、経営者は当該責務の履行を具現する。余剰分を処分することの意味は、株主資本の毀損分の補填が受託財産の少なくとも名目維持になるということである⁵⁾。

経営者が財産保全を履行できている限り、株主は委託財産の保全責任を他の経営者に変更する理由を持たない。この判断を株主は経営者が決める支払配当金の大きさによって行う。なお、期間毎の業績改善が、それを実現した事業活動に充当できる会社財産を保全する権利の価値を決めると考えれば、経営者が現職を保持するために必要なことは、当該権利の価値を少なくとも下げないこと、つまり、株主への支払配当金を減額しないことである。

会社財産を保全する権利の価値が支払配当金の額の大きさと連動すると考えることの意味は、財産保全を委託する経営者の交代のメリット・デメリットを株主が株主総会における役員選任議案に関する議決権行使によって判断するということである。したがって、会社財産の保全を果たし、かつ処分可能な資金の量を増額できる優れた人的資本を有する当該経営者であるか否かを評価する尺度の一つとして支払配当金の大きさを株主は重視する。

3. 自社株買いによる資金調達

配当政策の内容(増減配等)をダミー変数で簡潔明瞭に代理することは、財務戦略に関する経営者の思考の詳説を阻害している。例えば、自社株買いと支払配当金に関する財務効果を整理するために、御手洗富士男(キヤノン株式会社代表取締役会長兼社長[最高経営責任者])氏とのインタビューを記事にした後藤(2014)は次のように述べている。

「自社株を買って償却せずに保有していれば、その分配当として社会に流出する金額が抑えられる。…『自社株買いは…高い利回りを得られる『貯金』だ』と話す。…大型の買収案件が発

生すれば、『…買収原資として活用できる』…金庫株は…銀行預金よりはるかに高い利回りを享受しつつ、いつでも投資に回せる『優れた貯金』になる」⁶⁾。

加えて、同氏とのインタビューを記事にした稲葉(2015)も次のように述べている。

「自社株買いは消却するか否かにかかわらず配当総額の節約になり、配当余地の拡大につながる。…『年 150 円配を基準に計算すると、金庫株分で配当総額を約 360 億円節約できた』と指摘する。さらに、『前期の増配はこの節約分の一部が原資となり、自社株買いと増配の好循環が生まれている』と語る。自社株買いが増配の背景にあった」⁷⁾。

後藤(2014)と稲葉(2015)に基づけば、①自社株保有が、支払配当金として処分するはずの資金を内部拘束するため、当該資金を受取利息として稼得することと同じになる。拘束資金の利殖効果を高めるには、他の事項を所与とすれば、自社株買いに充当する資金が少額であるほどよい。これは(a)自社株をできる限り安く取得することで可能になる。(b)買い戻した自社株を未償却のまま保有すれば、高い利殖効果の持続性を一定程度保持できる。

自社株の再売出しによる一株当たり利益の稀薄化を嫌悪する投資家は、当該企業の株式取得の躊躇、他方、売却時期を模索する可能性がある。これは株価の安値安定維持に貢献すると同時に自社株買いの継続実施の可能性を高める。ただし、これは株主への名目的な利益還元策にすぎない。というのは、発行済み株式数の減少が一株当たり利益の数値(資本効率)を改善することで実質的な利益を享受しているのが企業だからである。

ここで、前段で述べた「実質的な利益」とは、②自社株買いの実施によって支払配当金に充当する資金総額(配当総額)を節約しキャッシュを“フリー”で調達できることである。一株当たり配当金の増額を株主への利益還元と謳う一方、保有する自社株に対する配当金の支払いが不要になり、配当総額を節約する自社株買いと組み合わせて「機動的に」実施すれば、戦略的かつ安定した資金調達を企業は行うことができる。

もちろん、上述の①②の持続性を、自社株の時価の変動とは無関連に、企業は享受できる。これを自社株の未償却保有を仮定して説明しよう。(i)一株当たり配当金に対する配当利回りの改善は、自社株買い実施による発行済み株式数の減少が可能にする。(ii)自社株買いに要した「元本」が生み出す「受取利息」の額と利回りが改善する。以上から、以下の仮説が成立する限り、企業は自社株買いを(継続)実施するモチベーションを維持するだろう。

[仮説]: [自社株の保有数×一株当たり配当金の額] ÷ [純資産の部の自己株式残高(取得価額)の絶対値] > 一株当たり配当金の額 ÷ 一株当たりの株価(時価)⁸⁾

次に、配当総額を一定と仮定すれば、一株当たり配当金の増額は、発行済み株式数が既に減少しているため、実質的な増配を必ずしも意味しない可能性がある。これは増収増益の場合に行う配当政策の場合でも該当する。つまり、(iii)配当原資である利益の成長率が増配率(=配当性向が改善しない)を下回る限り、支払配当金に要する資金の「量」が増額になる場合であっても、配当総額の実質的な増額にならない状況を経営者は創ることができる。

[仮説]：自社株買いの機動的な実施を選好するのは、株主への利益還元策ではなく安価な資金調達を戦略的に行う財務戦略を経営者が最優先に考えていることに起因する。

外国人株主の持ち株比率の増加が「株式価値最大化への王道」であるにも関わらず、個人株主がそれに反する投資行動をとると石川(2019、第1章)は主張する。個人株主は、一見すると、非合理的な投資行動を選択しているように解釈できる。果たしてそうなのか？ここで、事業活動に充当する調達済み資金である手取り金を経営者にとって「金銭に貴賤なし」であると述べた II-2 と II-3 に基づいて個人株主の投資行動を追加説明しよう。

負債金融を用いて資金調達を行った経営者は、当該契約の満期到来日までレバレッジ(債権者)によって規律づけられる。外国人株主の持ち株比率の増加は、株主提案の提出を含む経営参加の強化によって、経営者に対する規律付けの既存の「均衡状態」を乱す可能性を高める。これは外国人株主が株主へのリターンの改善を経営者に急き立てることによって、ステイクホルダー間の利害の対立を激化または先鋭化させる可能性を示唆する。

外国人株主の持ち株比率の増加が既存の「均衡状態」を乱す可能性があるとは判断する場合、経営参加権の追加獲得によって利害の対立の沈静化を図ることに合理性を個人株主は見出さない。むしろ、安定した投資元本回収と不労所得の稼得機会が損なわれることを避けるため、外国人株主の持ち株比率の増加とともに個人株主は利益確定の売りによって持ち株比率を減らす。つまり、個人株主の投資行動は「君子危うきに近寄らず」に基づいている⁹⁾。

[仮説]：外国人株主による経営者への規律付けが強まれば強まるほど、個人株主はキャピタル・ゲイン/ロスの早期確定を選好する。

IV. 情報格差の是正策

1. 仕掛財務情報

例えば、処分可能な資金の使途に不満をもつ外国人株主を考えよう。経営者の投資行動を「死に金」とみなす外国人株主は、自らの持ち株比率を増やし、その旨を合法的に表明できる。これは(A)再考を促す経営者への規律付けの強化、または(B)現経営陣に代わる経営参加権の取得、を

志向した投資行動と解釈できるだろう。ただし、(A)(B)が株主全員の総意であるとは限らず、不毛と解釈できる利害の対立を追加的に生み出す可能性を否定できない。

当該対立を誘発する主因を、経営者の「言葉足らず」に起因する¹⁰⁾、株主の誤解/理解不足を招く程度に求める。ただし、株主の賛否、理解度、判読能力をここでは問わない。ここで、『計算書類』と『有価証券報告書』に記載されている定性情報を、投下資本の回収計算の顛末とその経緯、つまり、財務情報になるまでの途中経過を表す「仕掛」財務情報であり、これを「非」財務情報とは考えない。この特徴を来栖(2020、p.97)は次のように述べている。

「期首における経営資源の(a)期中増減変化に関する「過去」情報と、(b)期末における集計値である「現在」情報、そして、(c)今後の増減変化に関する「将来」情報に分類できる。なお、(a)から(c)の経営資源の増減変化に関する理由・要因は(1)経営者の意思決定思考によるものと(2)経営者の意思決定思考とは無関連によるものを含む」。

(1)は経営資源の増減変化を生んだ経営者の意図/目的を必然とする。この適切な理解は当該経営者の意思決定の適否の最善な評価に資する。(2)は経営者の管理が及ばぬ事情(経営環境の変化等)が経営資源の増減変化を生んだことに関する記述情報を意味する。経営者の管理不可能要因が生んだ経営資源の増減とはいえ、このような不測の事態に対する経営者の認識の程度を理解するために(2)は役立つ。(1)(2)を包括して本稿は仕掛財務情報と呼ぶ。

仕掛財務情報の充実が経営者の規律付けに役立つ可能性を、例えば、植松(2007、p.8)は次のように述べている。

「株主が投資機会の有無やその効率について判断することは困難であろう。投資効率の比較には高度な経営判断を要するし…事業計画や投資に関する詳細情報は…株主に開示されることはない。…多額の剰余金の配当を行うことが、常に株主の利益となるわけではない…(ものの)良い投資機会がないにもかかわらず…過大な内部留保を溜め込む」。

植松(2007)に基づいて、次のことを推測できる。①業績とは無関連に、一株当たり配当金が増額である場合、または②前事業年度の一株当たり配当金と比較して当期のそれが減額/無配ではない場合、当該配当政策を株主は否決しないだろう。ただし、これは株主が積極的に支持していることを必ずしも意味しない、なぜならば、当該配当政策を通じて、株主への利益還元を経営者が志向していることを意味するとは限らないからである。

支払配当金として会社財産を処分するよりも事業活動へ充当することの方が次期の業績改善が期待でき株主への利益還元の改善を高める可能性がある。ただし、経営者を含む誰もが、これ

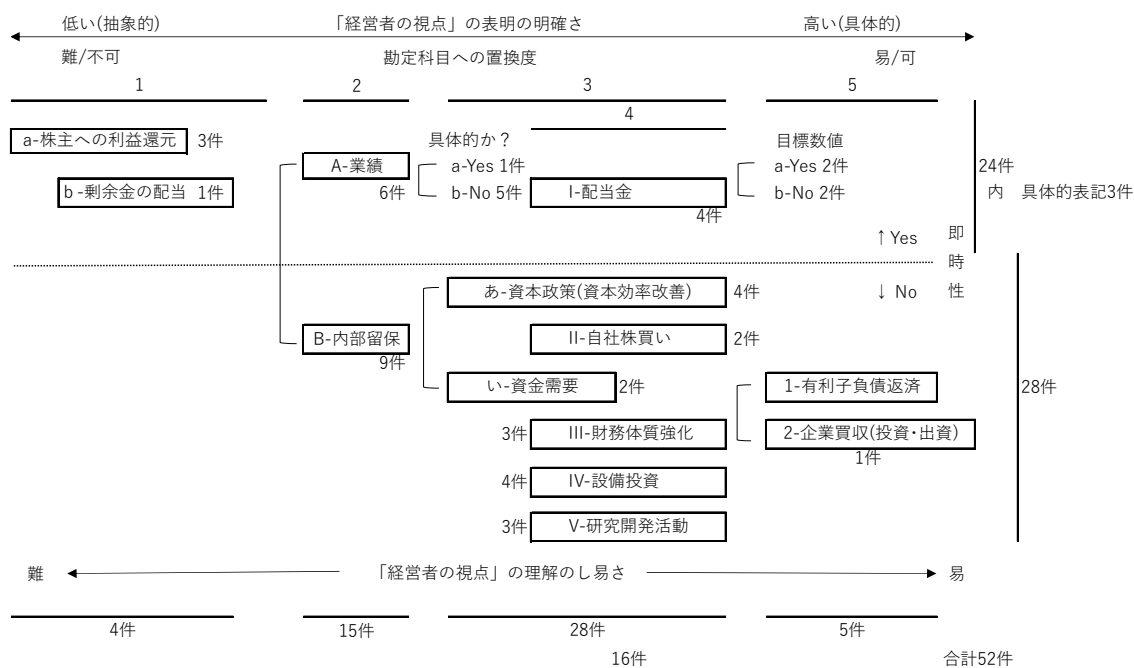
が将来事象であることに起因して、保証できない。経営者ができることは、株主の理解改善を志向して説明するだけである¹¹⁾。とはいえ、「ひな型的な開示となっており、付加価値に乏しい」と記述情報全般に対する経営者の姿勢を金融審議会(2016、p.9)は批判した。

2. 事例分析

前述の金融審議会(2016)を受け、「資本の財源及びキャッシュ・フローの記述により、投資家は成長投資・手許資金・株主還元のバランスに関する経営陣の考え方」の記述を金融審議会(2018、p.5)は示した¹²⁾。これを踏まえ、日本企業の経営者の意識を素描し論点を示す。これを東京証券取引所の市場第一部に上場する日本企業の2019年3月期の『有価証券報告書』に記載されている配当政策の記述内容を無作為に抽出し概観することで行う¹³⁾。

まず、投融資活動に含まれる諸項目の軽重が「経営者の視点による経営上の重要性」[金融庁(2019、p.3)]を反映すると仮定し、処分可能な資金の主要配分項目の軽重を素描する。次に、配当政策の記述内容に登場した主要用語の初出の順位に注目し、これが(a)「経営者の視点」の軽重を代理している、(b)主要用語の詳説さの程度(具体的な目標数値の有無)が「経営者の視点」の明達さを代理している、と仮定する。

[図]：「経営者の視点」の軽重の明確さを勘定科目の置換度の容易さで評価する図表



[図]は配当政策の記述内容(事例)に登場した主要用語を勘定科目に置換する程度(難易度)を示す。これは文頭から登場する主要用語の順番と分類(1 から 6)が「経営者の視点」とその具現の明確さの程度を代理し、これが読者の理解度を決める。主要用語を「経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析(MD&A)」に関する金融審議会(2018、pp.5-6)、金融庁

(2019、pp.12-15)、そして八木原等(2019、p.20)を踏まえ厳選した。

なお同じ趣旨の項目の場合、その項目が題目/見出し(抽象語)として用いられているのか否かでその区分が異なる。例えば、「剰余金の配当」(1b)が経営者の考え/方針を表明する文脈において用いられた項目である一方、「配当金」(4I)がその「額」を決定する手続きを具体的に述べた文脈で用いられたそれという意味で、その項目の意味が異なる。[図]は左から右に移動するに従って題目(見出し)から特定項目(勘定科目)へと内容が絞られていく程度を示す¹⁴⁾。

「*件」は取り上げた配当政策の事例に登場した主要用語の登場件数である。直感的に理解しやすい項目(表記)を用い、処分可能な資金の用途を明示するものの、具体的な目標/数値の掲示を経営者は選好しない。これは処分可能な資金の配分比率の修正機会の確保を経営者が選好することを示唆する。これは、例えば、シナジー効果の確認後に追加投資を検討するといった主客逆転した投資戦略を策定する経営者を想起させる。

経営者に関する上述の素描は[図]の横軸の破線で分けた諸項目の属性を考慮することで説明できる。この破線はある項目の公表後に経営者がその実施のタイミングを図る自由裁量の機会の有無を即時性の有無で表示した。例えば、支払配当金の額と支払開始日を公表すれば、経営者はこれを遅滞なく実施する(即時性あり)。他方、当該破線の下側に位置する諸項目の公表後、その実施のタイミングを経営者は任意に決めることができる(即時性なし)。

3. 考察

(1) 一株当たり配当金の「額」の公表

支払配当金の増額という説得力ある事象が次の二つの事実を明確に伝えたと筆者(来栖)は気付いた。経営者は①事業活動および非事業活動の最善な運営管理によって、稼得資金の残高を少なくとも減らさなかったこと、②この維持強化を図るべく会社財産を最善に管理できる能力が優れていたことである。支払配当金の増額は経営者の会社財産の最善な運用と保全能力の優秀さを明確に株式市場に伝達できる。

配当政策を通じた増配/復配(または減配回避)を公表することの意味は、企業の存続可能性の維持強化の達成を、支払配当金の増額という事象で具現することである。これは企業価値である。信用力の維持強化を実現し続けることが経営者の責務であり株主が享受すべき利益である。したがって、処分可能な資金の確保がこの利益を少なくとも維持することに寄与するため、現有資産の売却・処分によって即時換金できる経営者であることも必要である。

これは処分可能な資金とその調達可能性を包含する。処分可能な資金の量とそれを確保するまでに要する時間は企業の存続可能性の維持強化に影響を与える。これを企業の信用力と呼び、資金の稼得可能性よりもその処分可能性の方を相対的に重視する。というのは(1)現有資産が生み出すキャッシュ・フローの稼得可能性という将来に期待しないこと、(2)(1)の現有資産が、保有でき

ているのがその取得時の処分可能な資金のおかげだからである。

(2) 自制心の弱さ¹⁵⁾

事例の概観は次のことを示唆する。それは(1)処分可能な資金の具体的な配分基準の開示は、その使途に関する経営者の臨機応変な行為の実践を妨げる強力な牽制になる。(2)(1)を経営者は嫌悪する。処分可能な資金の配分を具体的に開示することは、その未達にもなう有言不実行という汚名を被る懸念を経営者に抱かせる。この悲観的思考に苛まれる経営者は解釈の余地をあえてともなう抽象的な表記を用いた配当政策の開示を選好する。

配当政策の論旨明解な表記が手枷足枷となることを熟知する経営者は、精神的苦痛の緩和を留意周到に試みるのである。ただし、経営者の苦悩は自業自得ともいえる。なぜならば、配当政策の記述内容の冒頭文として頻繁に目にする「株主への利益還元を最重要課題のひとつ…(下線部は筆者[来栖])」という文言が「最重要」課題に分類されている「諸」事項が理路整然と整理されていない「財務規律」の緩さ/曖昧さを想起させるからである。

経営環境に順応するために「最重要課題」と謳う「諸」事項の優先順位を変更することは、その確信のなさ故に苦悩を経営者にもたらす。例えば、下記の配当政策は経営者の思考が「心は二つ、身は一つ」であるとの解釈を筆者に抱かせる。

「継続的な業容の拡大や企業体質の強化…が企業価値の増大につながるものと考え、それらを実現するために内部留保の充実を図るとともに、株主の皆さまに対しましては、長期的かつ安定的に利益還元を行うことを基本方針としております。…内部留保につきましては、…営業資産の購入資金に充当するなど今後の経営に有効に活用…」。

上記のような論旨明快さを欠く経営者の考えは、諸事項に関するシステマティックな実践を自ら阻み、機会損失を被っていることを示唆する。処分可能な資金に対する経営者の「規律」の緩さ(自制心の弱さ)に基づく実践が生み出す「結果」は、想定外の予算超過または予算未達を現出した非効率な経営活動が生み出したそれにならざるを得ない。これは取り巻く経営環境の激変に翻弄される従属的な経営活動を強いられていることを示唆する。

(3) 数値目標の明定

処分可能な資金のうち必要額を投資し、それを賄ってなお超過する回収額を期待するのであれば、これに見合うリスクを経営者は負担する必要がある。リスク負担とは投資元本をマイナスサムにすることを意味する。この幅広の可能性を受け入れるからこそ、経営者は自らを律する意志を強靱にすべきなのである。そのさい、経営者は投資行為の制御機能を外的要因に求め、それを

配当政策の記述内容に目標数値として明示することが最善である。

目標数値の明示は投資対象や元本の大きさ(金額)等を含む経営者の投資行為を制御すると同時に、第三者が観察可能なアンカーになる。特に、筆者は目標数値の明示に二つの役割を期待する。

(1)経営者の自制心を刺激し、働かせる機能である。営利企業が行う事業活動が資本を投じて資本を回収する「投資」である以上、それを担う経営者の投資行為の適否を第三者が評価する指標の開示を経営者はボンディング・コストとして負担すべきである。

処分可能な資金の配分に関する経営者の考えが論旨明快さに欠けることは、その解釈および推測する過度な余地を株主に与えている。株主による歪曲、曲解または誤解した解釈・推測が経営者に対する不信感を生み、この緩和または解消を求めるべく起こす多種多様な経営者への照会が無意味な利害の対立を顕在/先鋭化させている可能性がある。経営者による論旨明快な考えの提示は当該問題の改善に資するだろう。

(2)経営者の自律的に変化する価値観(主観)を制御し、投資行為が投機行為に変貌するのを抑止することである。投資と投機が表裏一体であるものの、市場価格の増減幅の差益稼得という機会に特化して資金を投じる投機は、その目的実現のための過程を問う姿勢を稀薄にする。経営者の価値観に潜む射幸心を煽り、投資行為を投機行為に変貌させないための指標の提示は、第三者による冷静な評価に基づく経営者の自制心の機能保持に貢献するだろう。

なお、処分可能な資金の配分を具体的な数値目標の明示によって行うにしても、それを完全に充足できるとは限らない。例えば、予め明定した数値目標を上回る処分可能な資金の超過余剰が計上できる場合がある。これは事業活動の担い手である使用人を動機づける給与・賞与として任意に支給可能な流動性として確保し続けることが有益である。事業活動ではなく、それに従事する使用人が利益を稼得する主役であることを忘れるべきではない。

V. むすび

本稿は日本企業の経営者が実践する株主還元策を体系的に研究した石川(2019)を俎上に載せ、私論を展開した。人生を好転または翻弄する「金」を表立って話題にすることを躊躇する価値観が根強く残る一方、第三者的な立場であれ、分配可能な資金の使途に関する経営者の考えに株主を含む投資家が注視するようになった。この注視は会社財産の保全並びにその使途に関する経営者の金銭感覚を改善することに少なからず寄与するだろう。

処分可能な資金を「死に金」ではなく「生き金」として、他方、投機ではなく投資「できる」のかを見極めるための情報は当該資金に関する経営者の考えを理解することに資するそれであることが最善である。これを『計算書類』および『有価証券報告書』に記載されている仕掛財務情報から少なからず読み取ることができる。特に、『有価証券報告書』の第4[提出会社の状況]の3[配当政策]の記述内容は最適な情報の一つである。

ただし、3[配当政策]の記述内容が最善な仕掛財務情報であるために経営者が予め配慮すべきことがある。それは論旨明解さを欠く仕掛財務情報を公表すれば、その利用者の誤解/曲解を(無意味に)招来し、その顛末に対して、結局、経営者が詰め腹を切ることになる。なぜならば、「命金」を託すに値するか否かを見極めるために、投資家が経営者の「真意」を知るべく探究するからである。例えば、佐伯(2004、p.176)は次のように述べている。

「(文章を)『読む』ということ自体が読み手の主観の世界をつくりあげることである以上、『主観的である』という批判は当を得…ない。(文章を)読むとき…ことばに対する感覚をとぎすまし…(さまざまな)吟味を経て、私たちは作者(の視点や価値観)をさぐ(り、作者によって)…『描かれた世界を見る』」ことで作者の「真意」を読み取ろうとする。

投資家が保有する「命金」を経営者という特定人物(集団)に保全運用を委託している過程において、それをめぐる「思惑」が多種多様な利害関係者の間で一致することをほとんど期待できない。先鋭化し得る利害関係者間の利害対立の中で、その均衡維持に資する情報の在り方を考える場合、規範的な含意の提示が可能であるものの、その実効性や効果も併せて担保できるとは限らない。考察対象そのものが未整備であれば、解決すべき課題の特定という「基礎研究」の蓄積に着手することが期待される。

注)

- 1) シグナリング仮説を「自社株買いの発表は、自社の株式が割安に放置されていると経営者が考えていることの表れ…」を説明する仮説であるとし、他方、フリー・キャッシュ・フロー仮説を「収益性が低い事業への投資など、余裕資金の無駄遣いをしない有能な経営者であることをアピールするために、自社株買いを行うという考え」を説明するそれと石川(2019、p.36)は述べている。
- 2) コロポレーション効果とは「利益変化と配当変化が相互に関連付けて評価される」ことを述べる概念である[石川(2019、p.43)]。
- 3) これを正常会計発生高といい経常的/反復的事象を反映して算定された金額を意味する。
- 4) これを異常会計発生高といい臨時的/一過的事象を反映して算定された金額を意味する。
- 5) 他の事項を所与とすれば、負債金融の場合、融資元本の分割返済が滞りなくなされていること、および一定期間毎に稼得できる金利(受取利息)を受け取ることができている限り、債務者に対するモニタリングを強化する必要性を債権者はもたない。これは負債金融契約を債務者と交わす際に同意した契約内容を債務者が遵守している限り、債権者は債務者を明確に指図する立場にはないことを示唆する。

- 6) 後藤達也、2014、「キャノン、金庫に眠る 2 億株の使途」、『日本経済新聞(電子版)』、(2014 年 1 月 15 日)。
- 7) 稲葉俊亮、2015、「キャノン、自社株買いが生み出した驚きの増配」、『日本経済新聞(電子版)』、(2015 年 1 月 14 日)。
- 8) それぞれの計算項目は、例えば、期首時点と期末時点の量の平均値や四半期毎の量の平均値を、他方、一株当たりの配当金は四半期配当金や年間配当金を選択して調整する。
- 9) 自らの投資元本が毀損すると判断すれば、損失回避または損失最小化を目指すべく即座に保有株式の売却を個人株主は行う(信用取引を除く)。投資能力が相対的に劣っていると自覚する個人株主は、明らかに勝ち目のない戦を仕掛ける非合理的な行動を嗜好しない。
- 10) I-1 で述べた①～⑤に関する経営者の考えの詳説さの程度のことである。
- 11) 配当政策の記述内容を通じて言及された他の項目の記述内容を所与とする。
- 12) 金融庁(2019、p.6、No.19)も同じ趣旨の指摘を行っている。
- 13) 紙幅の都合により、サンプルに関する詳細説明等を割愛した。なお、配当政策の記述内容に関する本格的な考察を別の機会に行う予定である。
- 14) 「経営者の視点」の明達さを勘定科目への置換度によって評価する理由は、仕訳を行う視点が経営者による取引実態の理解の程度を意味するからである。山岡(2017、p.19)は次のように述べている。「仕訳…を通して、取引の実態により迫ることができる…。ここでいう取引の実態とは…取引を行うための業務プロセスや管理方法、経営者の意図、会社としての戦略や戦術、会社をとりまく経営環境」等をいう。
- 15) 処分可能な資金の配分を含む内部留保に関する経営者の考えが松下(1996)の提唱した「ダムの経営論」の影響を受け、それが規範として織り込まれているものと推察される。

<引用文献・参考文献>

石川博行、2007、『配当政策の実証分析』、中央経済社。

――、2019、『会社を伸ばす株主還元』、中央経済社。

植松 勉、2007、「剰余金の配当決議を取締役会権限とすることについての考察」、『法律実務研究』、第 22 号、(2007 年 3 月)、pp.5-32。

金融審議会、2016、『ディスクロージャーワーキング・グループ報告・建設的な対話の促進に向けて-』、(平成 28 年 4 月 18 日)。https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20160418-1.html、(2020 年 4 月 10 日入手)。

――、2018、『ディスクロージャーワーキング・グループ報告・資本市場における好循環の実現に向けて-』、(平成 30 年 6 月 28 日)。

https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20180628.html (2019 年 9 月 5 日入手)。

金融庁、2019、『『企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)』に対するパブリック

コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方』、(2019年1月31日)、金融庁。

<https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/20190131/01.pdf><https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/20190131/01.pdf>、
(2020年4月10日入手)。

一一、2019、『記述情報の開示に関する原則』。<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20190319.html>、(2019年9月5日入手)。

来栖正利、2020、「仕掛財務情報の拡充に向けて」、『広島大学マネジメント研究』(広島大学)、第21号、pp.89-100。 <http://doi.org/10.15027/48997>

佐伯 胖、2004、『『わかり方』の探究』、小学館。

松下幸之助、1996、『経営にもダムのゆとり』、PHP文庫。

八木原栄二・岡村健史・堀内 隼・片岡素香、2019、「企業内容等の開示に関する内閣府令の改正」、『旬刊商事法務』、No.2194、(2019年3月25日)、pp.16-27。

山岡信一郎、2017、『判断に迷う仕訳を起こせる会計術』、清文社。

流通科学大学リサーチレター発行一覧

No.	著者	タイトル	発行年月
1	福井 誠	企業におけるEnterprise2.0導入の成功要因 －IBMのJamと久米繊維工業の事例による－	2008年2月
2	山下 貴子 中村 隆	家計の金融資産選択行動分析 Ⅰ－ベイズ型コウホート分析の適用－	2008年2月
3	濱本 隆弘	企業の社会貢献を学ぶケース - パタゴニア -	2008年5月
4	東 利一	コト・マーケティング - 顧客をコトとして捉える -	2008年9月
5	横山 斉理 柳 到亨	東アジアの商業における事業継承の実態に関する比較調査	2008年11月
6	清水 信年	ミラノサローネ2008への日本企業出展に関する評価記事編纂	2009年2月
7	安 熙錫	日本企業の海外経営 Ⅰ－ベトナムの事例Ⅰ－	2009年12月
8	白 貞壬	木製組み立て家具製造小売の商品構成に関する一考察	2010年3月
9	白 貞壬	Historical Analysis on the First Japanese Home Furnishing Chain Store of Nitori	2010年3月
10	山下 貴子 中村 隆	家計の金融資産選択行動分析 Ⅱ－ベイズ型コウホート分析を用いた日米比較Ⅰ－	2010年3月
11	山下 貴子	リーマン・ショック後の金融資産選択行動	2010年3月
12	本間 利通	内部通報制度の導入状況	2010年5月
13	高橋 広行	外資系企業の現地適応に関する一考察 Ⅰ－LUSH(ラッシュ)の事例を通じてⅠ－	2012年3月
14	孫 美灵	企業側の視点からみた内部統制制度の導入	2012年5月
15	高橋 広行 岡山 武史	リテール・ブランド構築モデルの検討	2012年6月
16	崔 相鐵	Why does Lotte Shopping of Korea go global? :Birth of hybrid retailer and its business development for global retailer	2013年1月
17	孫 美灵	内部統制制度の導入効果に関する一考察	2013年3月
18	白 貞壬	How Do We See the Success of a Foreign Retailer in a Mature Retail Market? :Interaction between Costco and Japanese Consumers	2014年3月
19	山下 貴子 中村 隆	リーマン・ショック後の米国家計金融資産選択行動	2014年3月
20	島田 奈美	減損手続きにおける資産のグルーピングについての考察	2014年3月

流通科学大学リサーチレター発行一覧

No.	著者	タイトル	発行年月
21	山下 貴子	家計の金融行動と金融ケイパビリティ	2014年6月
22	孫 美灵	学園祭模擬店プロジェクトを通じた教育事例 —簿記会計教育を主な目的として—	2015年2月
23	東 利一	「モノからコトへ」は何を意味したのか —コトの時代的意味の解明と消費の類型化—	2015年3月
24	東 利一	コト・マーケティングの解明 —顧客体験を基にしたマーケティング—	2015年4月
25	東 利一	ビジョナリー・マーケティング —コト・マーケティングのインフラとしてのビジョン経営—	2015年6月
26	白 貞壬 ズオン テイトウイ	ベトナムにおける小売業の現状と課題	2016年6月
27	孫 美灵	アメリカにおける会計のPh.D.教育 —Basu教授のPh.D.セミナーを中心に—	2016年8月
28	向山 雅夫	眼鏡流通システムの動態 —展開過程とその特徴—	2017年3月
29	白 貞壬	フィリピンにおける地元小売企業の成長と外資の参入障壁	2017年9月
30	向山 雅夫	眼鏡流通システム変動メカニズムの複雑性(Ⅰ) —新業態の成長と眼鏡の独自性—	2019年2月
31	向山 雅夫	眼鏡流通システム変動メカニズムの複雑性(Ⅱ) —新業態の革新性とシステム変動—	2019年12月