

スポーツファイナンス概念の考察（Ⅱ）

——スポーツ組織への投資効果と財務構造——

永 田 靖*

はじめに

前号（永田（2011c））において、第1に、スポーツ組織におけるファイナンス概念の活用事例を検証するとともに、第2に、当該スポーツ組織を投資対象とした場合に、投資意思決定者が投資案件としての価値を見出すことができるのか、第3に、当該スポーツ組織が投資対象として魅力ある企業価値を創出させているのか、についてスポーツ組織とスポンサーシップ、なかでも広告媒体として活用されるスポーツ組織およびネーミングライツなどのファイナンス事例を検証した。

結果、スポーツ組織においては財務における説明責任を行っていないということが明確となった。透明性のある経営活動を行うことで、企業としての自律を促し、資本主義社会における自由競争を行うことが重要であると述べた。また、統括組織であるNPBやJリーグ機構がビジョンとして、スポーツ組織の持つブランド価値にはじまって、企業価値を、他の産業の企業とは明確に異なることをスポンサーおよび投資意思決定者に認識させなければならないとした。

本稿では、前号を受けてスポーツ組織自体が持つ価値評価の実証を試みる。そのため、第1に、スポーツ組織が主たる商品・サービスであるゲームを行う競技場のネーミングライツを投資案件と考え、スポンサー企業の株価が変動す

ることで投資家の意思決定を表すアナウンスメント効果を測定するために、ネーミングライツ取得の公表日前後の株価変動を検証するイベントスタディ分析により実証を行う。第2に、スポーツ組織が開示する有価証券報告書によりもたらされる会計情報から財務構造の検証を行うことで、現状の課題を明確にし、不安定な財務構造を生じさせる要因を分析し、財務健全化のための施策を検討する。

なお、本稿の執筆にあたり、平成22年度特定個人研究として広島経済大学より研究費助成をいただいている。

第1章 投資対象としての有用性

本章においては、スポーツ組織を投資対象として捉えた場合における有用性を考察してみる。

1. 投資対象としてのスポーツ組織

一般に投資とは、投資家が投資対象である案件に資金を提供し、リターンを得ることである。投資家は最小限の投資で最大限のリターンを期待する。その際に、投資意思決定においては、会計情報などの定量情報とともに定性情報を活用して、投資に関する意思決定を行っている。

一方、スポーツ組織や競技場を投資対象とする場合には、日本においては投資主体である企業、いわゆる親企業でありスポンサー等であるが、当該組織を投資案件として捉えるのではなく、企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility: CSR）である社会貢献活動の一環と捉えられることが多い。つまり、投資の対価として

* 広島経済大学経済学部准教授

金銭リターンを期待するのではなく、企業の知名度の向上、または商品・サービス等の認知度向上を意図する場合が多い。

例えば、スポーツ組織のユニホームの胸に企業名や商品・サービス等の名称を表記することのリターンを考えた場合に、即効性のある消費者行動よりも、認知度や知名度の向上により、遅発的にスポンサーである企業の収益が増加につながる可能性が高いと思われる。また、ユニホームを着た選手がメディアに露出することで、必然的に認知度や知名度が向上する場合もある。したがって、スポーツ組織・競技場への投資を考える場合において、スポンサーは、自社企業および商品・サービス等の認知度または知名度の向上を目指すことで、将来的に企業の収益の獲得につながることを期待する。

しかし、こうしたスポーツ組織・競技場とスポンサー企業との相関関係を貨幣価値として明確に検証した事例は極めて少ない。スポンサー企業の諸行為は広告宣伝の範疇として、広告効果測定というアプローチにより、検証される場合が多い。つまり、企業名や商品・サービス等のロゴがメディアに露出した際の放映時間、または取扱いの大きさをCM等による広告宣伝に置き換えて、投資効果は貨幣価値として算出される。

確かに、貨幣価値として投資効果を測定し明確にすることは、スポンサー企業においては、費用対効果の目安として重要な指標であることは間違いない。しかし、スポーツ組織・競技場のスポンサーになることで、消費者の心理に内包するスポンサー企業への親近感、愛着、潜在的消費行動の欲求は、明確にすることはできない。

2. 株価動向の事例検証

2-1. アナウンスメント効果

スポンサー企業が競技場におけるネーミング

ライツを取得することに際したアナウンスによる株価の変動をイベントスタディ手法で検証した。仮に、スポンサー企業によるネーミングライツ取得のアナウンス時に、当該企業の株式リターンが有意に上昇することになれば、マーケットは企業にとって利益であると判断することを意味する。反対に、株式リターンが下降することになれば、マーケットは、ネーミングライツ取得は企業にとって不利益であることを意味する。

スポンサー企業によるネーミングライツ取得という行為は、スポーツ組織またはスポーツ全般への投資活動であり、企業名または商品・サービスの認知度・知名度の向上をもたらすことで、購買にかかわる消費者行動に及ぶことで、当該企業の収益の増加をもたらす可能性がある。

つまり、スポンサー企業のネーミングライツ取得という投資案件は、当該企業の収益を増大させることにつながると考える。スポンサー企業の投資家は、企業の判断が有益であるとみなし、マーケットにおいて有意に株価が変動することに反映するという仮説が考えられる。

2-2. サンプル検証

イベントスタディ手法は、先行研究が数多くされており、手法が洗練され結果が明確であることにメリットがあり、ファイナンス、アカウンティング、エコノミクス等の多くの研究分野で使用されている。なかでも MacKinlay (1997) の手法は広く認知されている。その手法は、「市場が合理的であれば、そのイベントの影響が即座に株価に反映される」ことを前提としている (MacKinlay, 1997)。マーケットが合理的である限りにおいて、株価の変動は、当該企業の価値の変化を表すことになる。

(1) データ

- ① 2002年11月29日から2011年4月8日までの間にプレスリリースされた「ネーミングライツ」取得に関する案件数87件のうち、

アナウンスを行った時点で上場している企業46社をサンプルとした。

- ② プレスリリース日は新聞等に記事として掲載された日とした。
- ③ 株価データは「Yahoo! ファイナンス」のサイトより取得した。
- ④ プレスリリース日をアナウンス日 ($t=0$) とし、前後3日間 ($t=3$) ($t=-3$) 以外に前100日間 ($t=-100$) を推定期間として用いた。

(2) 分析方法

スポンサー企業によるネーミングライツ取得のアナウンスメント効果を確認するために、マーケットモデルをベンチマークとしたイベントスタディを行う。この場合に、サンプル企業 i の t 時点の超過リターンを $AR_{i,t}$ とすると、

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \tag{1}$$

となる。ここでの $R_{i,t}$ はサンプル企業の i の t 時点の日時リターンとなる。また、 $E(R_{i,t}) = \hat{\alpha} + \hat{\beta}R_{m,t}$ ということになり、 $R_{m,t}$ は TOPIX の t 時点の日時リターンとなる。 $\hat{\alpha}$ および $\hat{\beta}$ は、各々アナウンス日を $t=0$ とした場合に、 $t=-100$ から $t=-3$ までの98日間の推定期間を用いて推定されたマーケットモデルの係数である。

サンプル企業 n 社からなる t 時点の平均超過

リターンを AAR_t とすると、

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \tag{2}$$

となる。また、 τ 期間にわたる累積超過リターンを CAR とすると、

$$CAR = \sum_{t=1}^{\tau} AAR_t \tag{3}$$

となる。

(3) 分析結果

図1は、アナウンス前後の7日間の CAR の動向を示したものである。 CAR 動向に着目すると、アナウンス日の2日前 ($t=-2$) あたりから下落し始めて、アナウンスを受けた後に、株価はいったん回復するが、2日後 ($t=2$) に下落することがわかる。最大下落幅は、プロ野球に関連するネーミングライツのアナウンス日の1日後 ($t=1$) から3日後 ($t=3$) までの t 値 $= -1.256$ となっている。

表1は、超過リターンの検定結果である。Jリーグとプロ野球において、アナウンス日の2日後は10%水準で有意に下落していることがわかったが、それ以外は、サンプル数が少ないことも影響して、有意性は認められなかった。

Jリーグとプロ野球において、関連する競技場のネーミングライツを取得した企業の株価が、アナウンス日の2日後に有意に下落したという

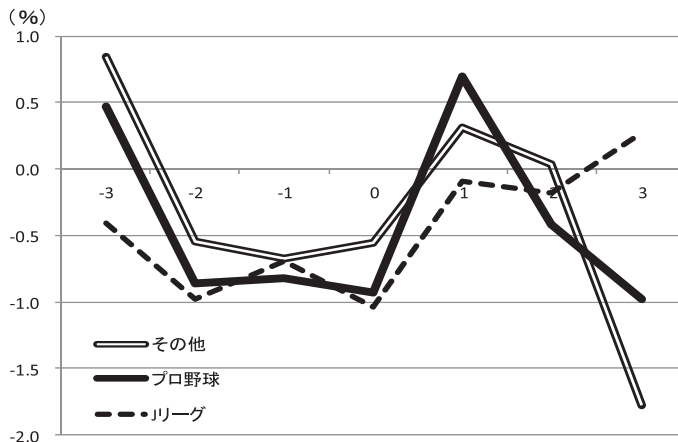


図1 アナウンス前後の CAR の動向

表1 超過リターンの検定結果

AAR			
日にち	プロ野球	Jリーグ	その他
-3	0.88	-0.41	0.38
-2	-0.76	-0.98	0.32
-1	-0.24	-0.69	0.14
0	0.24	-1.04	0.38
1	0.68	-0.10	-0.38
2	-1.03 ※	-0.18 ※	0.45
3	-1.02	0.28	-0.79

※は、10%水準で有意であることを示す。

ことは、マーケットではネーミングライツ取得という企業の投資活動にネガティブに反応していることになる。つまり、スポンサー企業におけるネーミングライツ取得という広告宣伝活動は、投資家においては評価されていない。投資家における投資意思決定の判断として、マイナスの要因として捉えられ、株価に反映したことになる。しかし、ネーミングライツによる企業名または商品・サービスの認知度・知名度の向上は、計数化できないという限界がある。定量分析として、アナウンスメント効果を検証したが、ネーミングライツが施された競技場への愛着、消費者行動または潜在的消費者の創出につながると考えることもできる。数値化されない定性情報の分析も十分に活用して、企業の経営戦略の一環として、ネーミングライツ取得を投資案件の1つとして含むことも意義あることではないだろうか。

第2章 スポーツ組織の財務構造

2011年8月18日、Jリーグは2010年度のJ1・J2の全37クラブの経営情報を開示した。J1で经常利益の単年度赤字クラブは5から9に増え、浦和、名古屋、横浜FMなどの営業収入が多いクラブも赤字へと転落している。この要因には、Jリーグによると世界的な不況の影響を受けた

と説明している

詳細は、J1で18クラブ中、当期純損失を計上しているのは11クラブであり、J2で19クラブ中、当期純損失を計上しているのは8クラブになっている。2011年度はJ2に1クラブ（ガイナレ鳥取）が増え、J1・J2合わせて38クラブの構成となっている。

Jリーグによるクラブ経営の実態を公表しているが、更なるクラブの詳細が明確となる有価証券報告書を開示しているのは、株式会社北海道フットボールクラブが運営するコンサドーレ札幌だけである。以前は株式会社東北ハンドレッドが運営するベガルタ仙台も開示していたが、2006年度の開示のみであった。

本章では、株式会社北海道フットボールクラブが運営するコンサドーレ札幌が開示する有価証券報告書から読み取れる会計情報について検証を行う。日本におけるスポーツ組織においては、コンサドーレ札幌のみが有価証券報告書を開示している。

1. 事業収益構造

コンサドーレ札幌の事業内容は、他のJクラブやNPB球団などのスポーツ組織と差異はない。以下に詳細を検討してみる。

通常のスポーツ組織と同様に、収益構造は①興行収入、②広告料収入、③商品売上高、④Jリーグ配分金収入、⑤その他の売上高である。これらの詳細は以下のとおりである。

① 興行収入

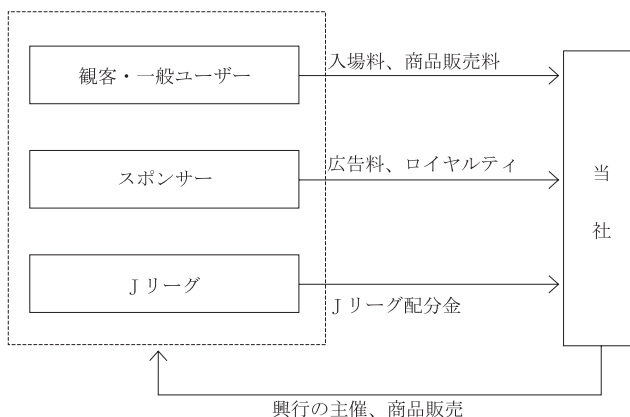
主催ゲームのチケットの販売などによる入場料収入が含まれる。

② 広告料収入

スポンサー企業からの広告料収入が含まれる。

③ Jリーグ配分金収入

配分金の原資は、Jリーグのオフィシャルスポンサー料、テレビ・ラジオの放送権



(出典：有価証券報告書より)

図2 コンサドーレ札幌の事業内容

表2 収益構造と入場者数の内訳（単位：千円，人）

収益項目	2006年度		2007年度		2008年度		2009年度		2010年度	
興行収入	358,693	30.5	464,358	37.0	520,247	32.1	355,113	22.9	305,385	27.0
広告料収入	445,774	37.9	432,815	34.5	605,309	37.4	560,797	36.2	439,952	38.8
販売収入	101,349	8.6	87,596	7.0	105,731	6.5	70,798	4.6	65,382	5.8
Jリーグ配分金収入	113,262	9.6	144,118	11.5	261,463	16.2	118,383	7.6	106,562	9.4
その他収入	158,413	13.5	126,747	10.1	126,007	7.8	442,870	28.6	215,294	19.0
合計	1,177,492	100.0	1,255,636	100.0	1,618,760	100.0	1,547,962	100.0	1,132,577	100.0
総入場者数	251,476	102.7	290,676	115.6	247,305	85.1	265,376	107.3	193,280	72.8
平均入場者数	10,478	94.1	12,112	115.6	14,547	120.1	10,207	70.2	10,738	105.2
試合数	24		24		17		26		18	
1人当たり興行収入	1,426		1,598		2,104		1,338		1,580	

(出典：有価証券報告書より作成)

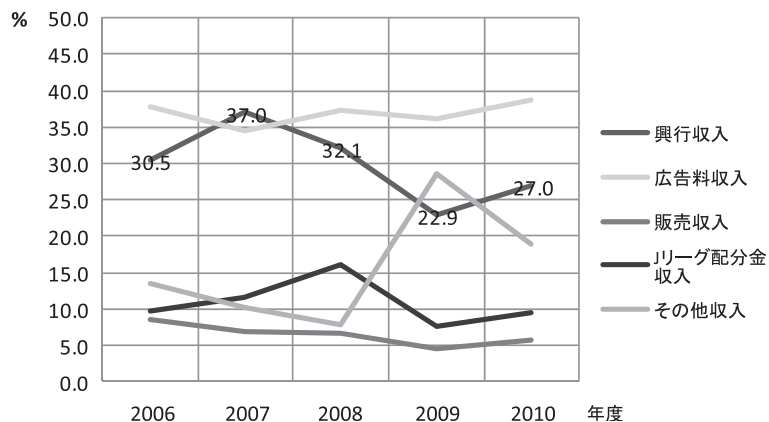


図3 収益構造の割合

料、グッズなどの商品化権料である。また、これから、J1 と J2 に区分して一律で配分される額と、露出度やグッズの売上により傾斜配分される。さらに、タイトルの賞金も配分金に含まれる。

④ その他の売上高

選手のレンタル料収入、移籍金収入などが含まれる。

上記の図3および表2からわかることは、他の収入と比して、興行収入の変動が著しいことが明確となった。つまり、観客動員は変動しやすいが、収益構成の中ではスポンサー企業による広告料収入に次いで大きな割合を示している。

ゲームは、スポーツ組織においては商品であり、その売り上げにつながる入場料収入が安定しないことは最も特徴的なことである。天候や経済情勢、クラブ成績などのクラブ経営戦略の範疇に属さない要因に連動して、入場料収入は激しく増減する。こうした不安定な収入を補てんするのが、スポンサー企業による広告料収入である。次いで、近年のグッズ販売は、マーケットの意向を反映させた多品種が制作されているが、Jリーグの規約により選手の肖像権は機構が統括するため、タイムリーな商品開発は厳しいという現状がある。したがって、安定的な収益構成を保持するためには、クラブの営業

力によるスポンサー企業の獲得および新規開拓が重要となっている。

表2の1人当たりの興行収入は、収益項目の計から総入場者数を除して求めたものである。あくまでも目安として、観客1人当たりのキャッシュインフローである。2006年度以前は有価証券報告書が開示されていないため不明であるが、若干の変動はあるが、概ね一定であるといっても良いだろう。2008年度はJ2からJ1に昇格した年であるため、その前後の年度で、変動がある。ただ、1人当たりの興行収入平均を@1,500円とした場合、4,200円から500円までとチケット代金の種類に幅があり、いずれの種類もチケットを購入したのかは不明である。その他の飲食に関連する収入は、札幌ドームを管理運営する株式会社札幌ドームの収入となると思われる。総じて、チケットの販売による入場料収入が不安定であるために収益構造が安定せず、組織の経営が厳しくなっていることは明確である。

2. 事業支出構造

次いで、支出の関する項目を検討してみる。

表は支出を構成する項目の内訳5ヵ年度分を表したものである。詳細では、興行原価は、競技場使用料やチケット制作販売にかかわる費用が含まれている。広告料原価は、スポンサー広

表3 支出構成の内訳

支出項目	2006年度		2007年度		2008年度		2009年度		2010年度	
	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合
興行原価	258,240	19.3	276,538	22.4	267,981	17.4	312,473	21.4	221,841	19.5
広告料原価	27,719	2.1	30,224	2.4	34,187	2.2	36,692	2.5	26,553	2.3
商品売上原価	89,875	6.7	77,894	6.3	93,405	6.1	74,002	5.1	69,092	6.1
Jリーグ納付金	26,613	2.0	28,914	2.3	50,241	3.3	26,988	1.9	28,982	2.5
人件費	607,507	45.3	536,614	43.5	787,040	51.2	698,666	47.9	500,090	43.9
経費	278,871	20.8	235,393	19.1	259,326	16.9	259,065	17.8	240,441	21.1
その他	50,889	3.8	48,356	3.9	45,407	3.0	49,231	3.4	52,877	4.6
支出計	1,339,714	100.0	1,233,933	100.0	1,537,587	100.0	1,457,117	100.0	1,139,876	100.0
1人当たり支出額	5,327		4,245		6,217		5,491		5,898	

告の制作費である。商品売上原価は、グッズの仕入高である。また、人件費は選手・スタッフの報酬および選手の移籍金支出、レンタル料支出などが含まれている。経費については、宿泊費、遠征費、旅費交通費が含まれている。こうした中で割合として大きなものは人件費となっている。これもスポーツ組織の特徴であり、選手への報酬は高額へと推移していることが、要因と考えられる。したがって、50%前後で推移しているにもかかわらず、支出額が増減しているのは、高額年俸選手の放出などによる経営努力の成果ともいえる。しかし、クラブのチームとしての勝敗を考えるならば、選手放出は厳しいが、クラブ運営から考えた場合、必要な経営手段とも考えられる。いわば、人件費の増減は、クラブ運営の成否と、チームとしての勝利とのトレードオフの関係にあるといえるだろう。

また、1人当たりの支出額は、1人当たりの興行収入額と比した場合、3倍から5倍となっており、興行自体では赤字であるといわざるを得ない。つまり、赤字解消のためには、観客動員しかなく、Jリーグの理念にある地域密着型経営をより精査してクラブ運営を行わなければ、存続はかなり厳しい状況となっている。

4. キャッシュ・フロー

次いで、各事業年度のキャッシュ・フローの状況を検討してみる。

図4は、過去9カ年分のキャッシュ・フローの詳細である。本業を示す営業活動からのキャッシュ・フロー（CFO）の変動が著しいことがわかる。2004年度は初のプレーオフ進出が影響しているのか、または財務活動からのキャッシュ・フロー（CFF）が不明なためわからないが、CFOの額が突出している。2007年度では、J1へ昇格を決めた年で、キャッシュを定期預金へと振替えたために、投資活動からのキャッシュ・フローがマイナスとなっている。その他では、2008年度は売上債権の増加、棚卸資産の増加、前払費用の増加が影響してCFOは大幅なマイナスとなっており、J1復帰した年の資金調達のために3度にわたる増資を行ったことによりCFFがプラスに転じている。結果として債務超過を解消することはできたようだが、借入金等の返済のための努力が現在も続いている。

総じて、他クラブの会計情報の詳細はみられないが、財務内容は極めて厳しい状況にあり、慢性的な赤字体質からの脱却のために、施策を講じるが、適切な具体策が生じないという現状にある。

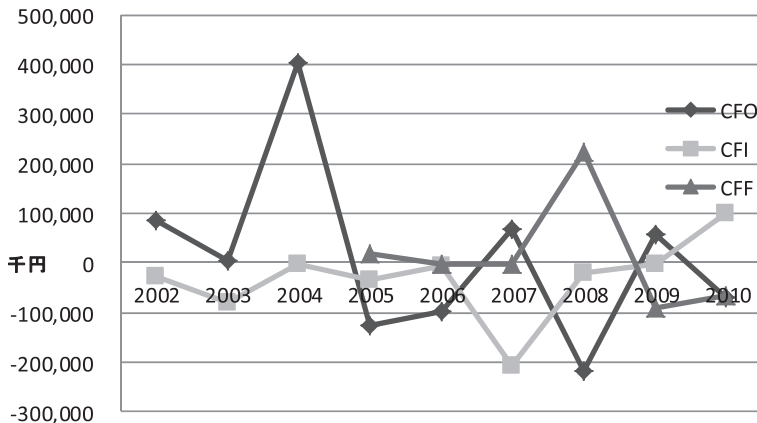


図4 キャッシュ・フローの動向

5. 課題への対応

2009年に北海道フットボールクラブは、「中期経営計画2009-2011」を発表している。そのなかでも「経営基盤の確立」を最重点課題として掲げ、「コンサドーレ札幌の基盤構築強化」と「場と空間の形成」を最優先にし、「共有体感」の完成度を高めることを目指している。

その中で3つの施策を掲げており、「ユース世代の地元エリート選手の発掘と育成」は、地域密着型経営を目指すことを改めて認識している。また、「新たな断層の獲得」に向けて、Jリーグ全試合対象観戦記録システム「ワンタッチパス」システムを利用し、さらにファミリー層への配慮を掲げている。最後に、財務内容の改善と事業組織の再編を挙げており、「興行収入の強化」と「新たな収入の柱の育成」として、シーズンシート販売を拡大させ、第三の営業収入源として会員料収入を拡大させていくとしている。また、事業予算では、積極投資とチーム成績目標に適した予算設定をおこなうとしている。

施策として、その源泉をどこに求めるのか不明であるが、顧客満足度を高めるための投資であれば、競技場、有名選手、チームの勝利・優勝等多様であるため、さらなる選択と集中が必要と考える。チーム成績目標に適した予算は、J2という現状に甘んじるのか、J1への昇格を狙うのか、または、常勝チームを目指すのか、育成型チームを目指すかによっても事業予算は変わってくる。

一概には言えないが、常勝チームを目指すためには戦力が必要であり、その対価として人件費がかさんでしまう。もちろんリスクも伴うことも想定しなければならない。また、育成型チームであれば、優秀な人材が移籍することにより、移籍金・レンタル料などの収入を見込むことができる。しかし、チームの戦力が大幅に低下し、かつ、ファンの顧客満足度も連鎖する可能性もある。

現状日本のスポーツ組織においては、安定した財務基盤を築いているビジネスモデルはないように思える。クラブ経営として安定かつ成功の常連である浦和レッズ、横浜Fマリノス、名古屋グランパス等でさえ、2010年度は赤字経営となっている。Jリーグが導入を予定している「クラブライセンス制」を考えた場合、財務基盤の早期構築を目指すために、選手および顧客であるファンと、クラブ運営側の意思は乖離することが予想される。

おわりに

本稿においては、初めにスポーツ組織への投資効果として、ネーミングライツという事例のアナウンスメント効果を検証した。結果として、スポンサー企業の投資選択は、マーケットにおいてネガティブな反応を示した。つまり、スポンサー企業のスポーツ組織にかかわる投資は、当該企業の株価に対して一時的にマイナスであると投資家は考えている。しかし、スポンサー企業の名称、商品・サービス等の認知度・知名度の向上については検証を行っていないが、メディアでの露出などによる愛着や消費者購買行動への潜在的意識による働きかけは必然的なものと想定される。今後は定性的な分析による実証が望まれる。

次いで、コンサドーレ札幌が開示する有価証券報告書からの情報を基に、クラブ経営の実態を検証した。債務超過かつ赤字体質の経営状況から、安定した財務構造への脱却を目指している。不安定な収益構造と、勝利と経営戦略においてトレードオフにある支出構造により厳しい選択を余儀なくされている。増資を繰り返すことで、一時的な債務整理を行うことは、財務構造の安定した経営とは程遠いのが現状となっている。もっとも、こうした要因には、収益構造が安定しないことが最大の理由であるが、経済情勢や天候、趣味趣向等に大きく作用されるた

め、ベンチマークとするべきスポーツ組織のビジネスモデル自体が不安定に揺れ動いている。

スポーツビジネスに関して、スポーツ組織が単体で経営戦略をたて、施策を考えることは大切ではあるが限界が生じているように思える。組織という単体としての戦略を駆使した活動ではなく、統括機構または自治体、国というレベルにおいて、産業構造の構築およびビジネスモデルの創出が不可欠であり、そうした認識を持つことが最重要課題である。

2011年6月にスポーツ振興法が50年ぶりに改正され、スポーツ基本法が成立した。このなかで、スポーツ推進は国の責務であることが明記され、すべての人がスポーツを楽しむ権利を認めたと、スポーツにかかわる行政は現状の文部科学省と厚生労働省のままであり、机上の空論で終わらないことに期待をしたい。

参 考 文 献

- 株式会社北海道フットボールクラブ『有価証券報告書』各年度。
- MacKinlay, A.C. [1997] "Event Studies in Economics and Finance," *Journal of Economics Literature*, vol. 35, no. 1, pp. 13-39.
- 武藤泰明 [2008] 『スポーツファイナンス』大修館書店, 2008年。
- 永田 靖 [2007a] 「スポーツ・マネジメントにおける会計情報の視座—プロスポーツの収益拡大への成
功要因—」『経済研究論集』広島経済大学 第30
巻第1・2号, 2007年, pp. 99-119.
- 永田 靖 [2008] 「企業価値創出のためのスポーツア
カウンティングの必要性」『経済研究論集』広島
経済大学 第31巻第2号, 2008年, pp. 37-49.
- 永田 靖 [2009] 「スポンサーによる企業ブランド
価値向上に関する一考察—スポーツ組織のブラン
ド価値」『日本スポーツマネジメント学会第2回
大会号』, 2009年, pp. 68-69.
- 永田 靖 [2010a] 「スポーツイベントにおけるビジネ
スモデルの特性—スポンサーバリューの創出—」
『経済研究論集』広島経済大学 第33巻第2号,
2010年, pp. 41-50.
- 永田 靖 [2010b] 「スポーツマネジメントにおける財
務及び会計の位置づけ—スポーツ組織の特性—」
『経済研究論集』広島経済大学 第33巻第3号,
2010年, pp. 29-39.
- 永田 靖 [2010c] 『キャッシュ・フロー会計情報論—
制度的背景と分析手法(広島経済大学研究双書第
34冊)』中央経済社, 2010年。
- 永田 靖 [2011a] 「日本におけるスポーツ経営の特殊
性—現状とその課題—」『経済研究論集』広島経
済大学 第33巻第4号, 2011年, pp. 89-99.
- 永田 靖 [2011b] 「スポーツ組織におけるファイナ
ンス概念の重要性—スポーツファイナンスというア
プローチ—」『経済研究論集』広島経済大学 第
34巻第1号, 2011年, pp. 23-32.
- 永田 靖 [2011c] 「スポーツファイナンス概念の考察
I—スポーツ組織の事例検証—」『経済研究論集』
広島経済大学 第34巻第2号, 2011年, pp. 29-40.
- 大野貴司 [2010] 『プロスポーツクラブ経営戦略論』
三恵社, 2010年。
- 山口 聖 [2009] 「自社株買いと資本市場—株価反応
に基づくシグナル仮説の検証—」『証券アナリス
トジャーナル』日本証券アナリスト協会 第47巻
第8号, pp. 31-41.