

Equity Spread と現金の価値

—企業価値評価の改善をめざして—

(投資家サーベイのフィードバック)

早稲田大学大学院商学研究科・会計研究科兼任講師
米国公認管理会計士協会 (IMA) 日本支部常任理事
東京証券取引所ディスクロージャー部会委員
経済産業省企業報告研究会企画委員
エーザイ執行役 Deputy CFO & Chief IR Officer

柳良平

Disclaimer

本発表において提供される資料ならびに情報は、いわゆる「見通し情報」(forward-looking statements)を含みます。これらの文言は、現在における見込み、予測、リスクを伴う想定、実質的にこれらの文言とは異なる現実的な結論、結果を招き得る不確実性に基づくものです。

新しい情報、将来の出来事もしくはその他の事項より、見通し情報に更新もしくは改正が望ましい場合であっても、それを行う意図を有するものではなく、義務を負うものではありません。

資料の内容、発言はあくまで独立した報告者個人の私見であり、現在、過去に所属する組織ならびに関係者の見解ではないことをお含みおきください。

資料はあくまで議論のための参考を提示する目的のみであり、内容の正確性については免責させていただきます。

資料は特定の企業についての見解、状況説明を一切含まず、全て一般論になります。講演者はあくまで中立の立場になります。(企業の掲載資料は公開資料またはその合成です)

資料および講演内容は参加者限りで厳秘として、転送、転用、コピー、引用などはできませんので、ご了解ください。また、当該報告をもとに新規論文査読中ですのでembargoしております。

関連して、拙著「企業価値最大化の財務戦略 2009年同友館」「企業価値を高める管理会計の改善マニュアル 2010年中央経済社」等、公開された著書、論文等をご参照ください。

よろしくお願いいたします。

連絡先:

柳 良平

r3-yanagi@hhc.eisai.co.jp

1. Equity Spreadの開示と対話

- ROE－CoE
- 株主価値創造の代理変数

Equity Spreadの開示と対話の提唱

東証の「企業価値向上表彰」の要諦

$$\text{Equity Spread (\%)} = \text{ROE} - \text{株主資本コスト}$$

企業価値評価手法はDCF中心に論述できるが、株主価値を残余利益モデル (RIM: Residual Income Model) で求めることもできる。理論的には同じ結論に帰結する。

RIMによれば、基本的に株主価値は、

$$\text{株主資本簿価}_{t=0} + \sum [(\text{当期純利益}_t - \text{株主資本コスト} \times \text{株主資本簿価}_{t-1}) \div (1 + \text{株主資本コスト})^t]$$

に収斂される。

このようにRIMでは、残余利益、つまり(当期純利益－株主資本コスト×株主資本簿価)が価値創造の源泉になる。その効率性を表現するために各項を株主資本で除すると、「ROE－株主資本コスト」、つまりEquity Spread (%) に帰結する。このようにEquity SpreadはRIMによる企業価値評価を昇華した、価値創造の源泉を端的に示す指標である。

Equity Spreadの開示メリット

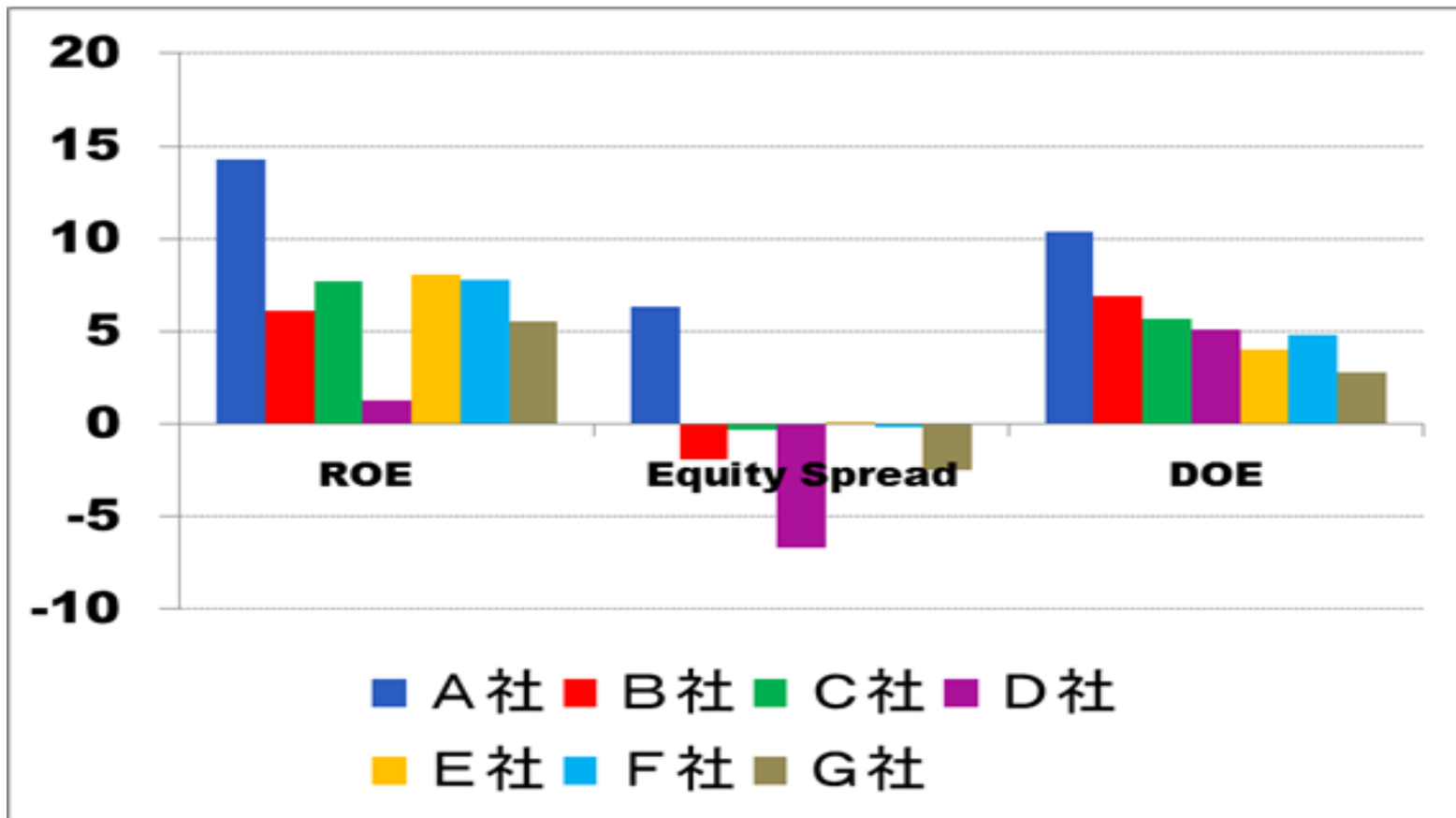
- Equity SpreadはRIMによる展開によって株主価値との連関を証明できる
(Equity Spread x 株主資本簿価 = 純利益 - 株主資本コスト x 株主資本簿価 = 残余利益)
- 負債も含めた全ての投下資本に対する価値創造を示すEVA (Economic Value Added)よりもシンプルで、Equity Spreadは株主価値そのものにフォーカスできる
- 総資産を投下資本として分母にするROAよりも株主資本を投下資本としてフォーカスできるので、ROEは株主・投資家の支持が高い
- ROEは金利控除後の純利益をもとにするので、負債のコストは包含できる。一定以上のクレジットが維持される前提で、「持続的な」ROE採択が好ましい
- ROEが最もシンプルで分かりやすく、目標設定や業績予想開示、ディスクロージャー、投資家との対話に適している
- ROE単独よりも株主資本コストとの対比を明確に意識できるので、Equity Spreadのほうが株主・投資家とのIR・SR戦略上優れている

Equity Spread-株主価値の重要KPI 資本コストを上回るROE

- 国際比較によるROE(半分のレベル)
- 株主リターンはROEに収斂する
- $PBR = ROE \times PER$
(PBRが半分である主因はROEが半分であること)
- エージェンシーコスト
- BSマネジメントの重要性
- 現金の価値
- 資本コストの意識の醸成

某セクターの事例 FY2011

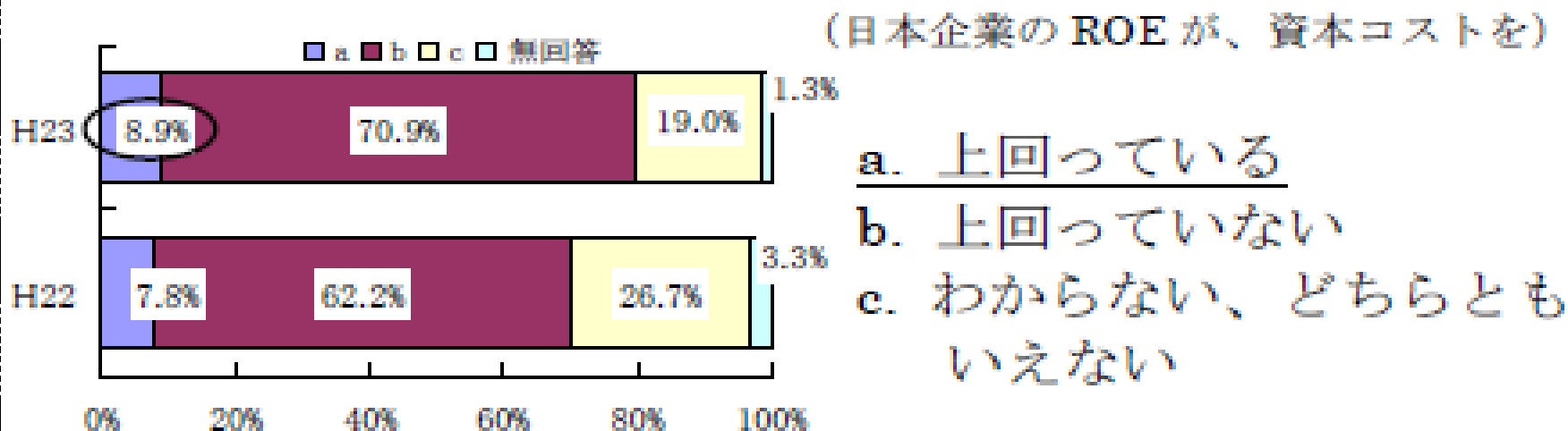
Equity Spread = ROE - Cost of Equity



* 株主資本コストは8%を想定。根拠は後述

価値創造 $\text{Equity Spread} = \text{ROE} - \text{Cost of Equity}$

【図表 12: 資本コストの見方(投資家)】



(回答数 : H23 年度 : 79、H22 年度 : 90)

(出所) 生命保険協会調査

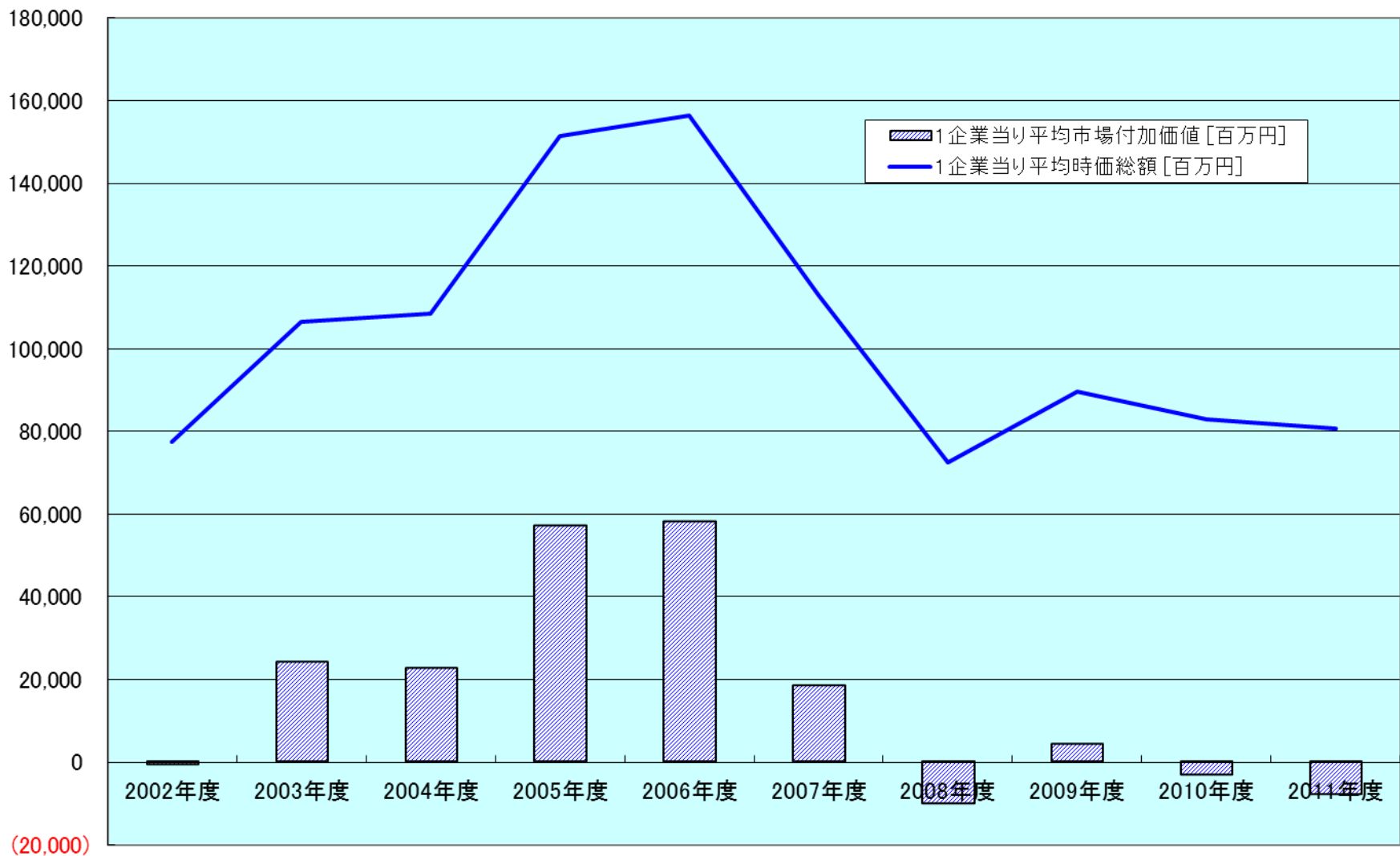
投資家は負の Equity Spread を懸念
PBR1 倍割れの主因

マイナスのEquity SpreadがPBR1倍割れを引き起こす



- * 集計対象となった2,969社中、6割の1,784社がマイナスのエクイティ・スプレッド
- * エクイティ・スプレッドがマイナスの1,784社中、82%の1,467社がPBR 1倍割れ
- * PBR1倍未満の2,109社中、70%の1,467社はエクイティ・スプレッドがマイナス
- * 東洋経済新報社の会社四季報CD-ROM版より2012年決算から計算可能な企業2,969社が対象(株主資本コストはベータ1で8%想定)

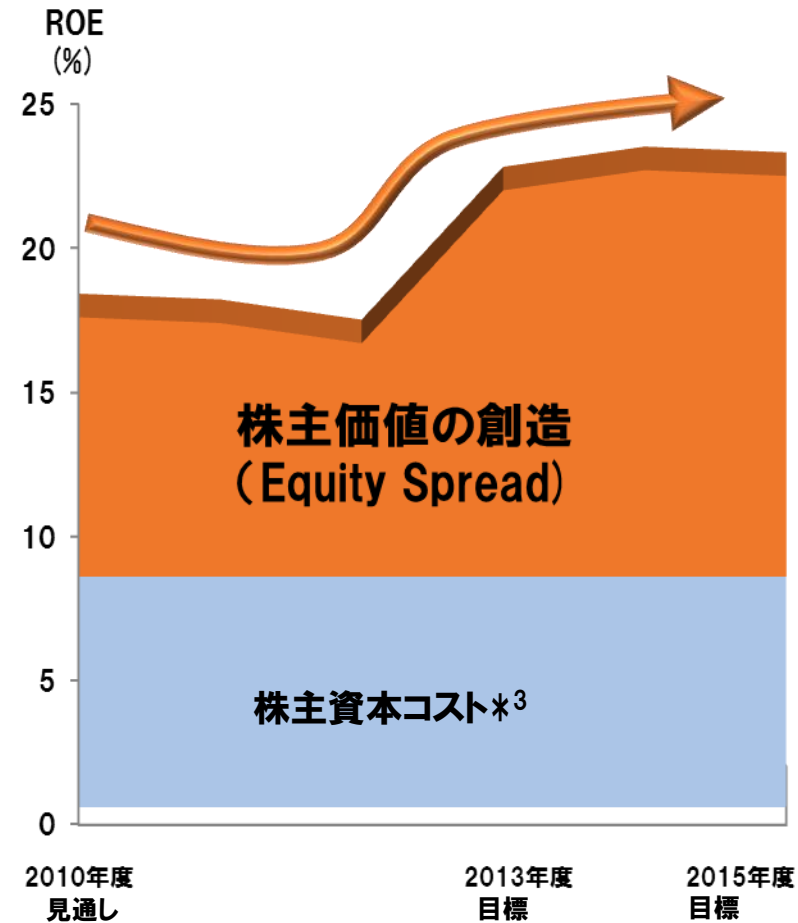
(参考) EVAと株価の相関



(20,000)

Equity Spread の開示事例【公開情報】

- **ROE:20%以上**
 - 株主価値創造の最重要指標としての位置づけ
 - 株主資本コストを大幅に上回る投下資本利益率
 - Equity Spread*1でトップクラスの15%をめざす
 - 政策保有株式の圧縮等による資本効率の改善
- **DOE:8%以上**
 - 株主資本コスト以上を現金配当で還元
 - キャッシュインカム¹の1/3を配当へ充当
 - 安定的、持続的な配当
- **Net DER:0.3以下**
 - WACC*2の低減と信用格付け維持の両立
 - バランスシートマネジメント上の柔軟性の確保



出典: エーザイHP インフォメーションミーティング2011年3月

*1 Equity Spread = ROE - 株主資本コスト (%)
 *2 WACC (Weighted Average Cost of Capital): 加重平均資本コスト
 *3 株主資本コストを8%レベルと仮定

2. ROEの重要性

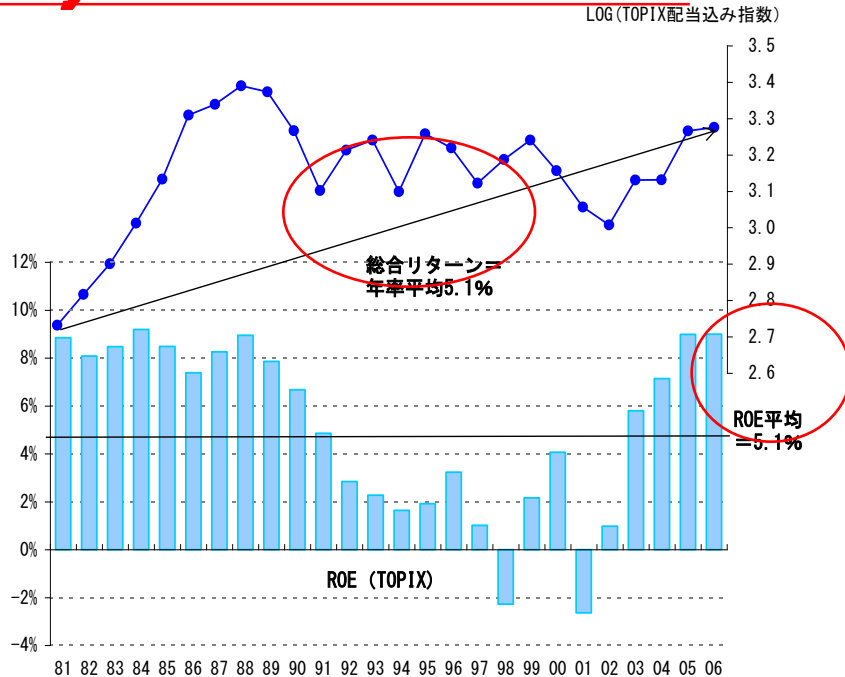
- 国際比較でも劣位のROEレベル

長期的には株主トータルリターンはROEに収斂される

日本 (TOPIX)

30yr Ave ROE 5.1%

30yr Total Return 5.1%

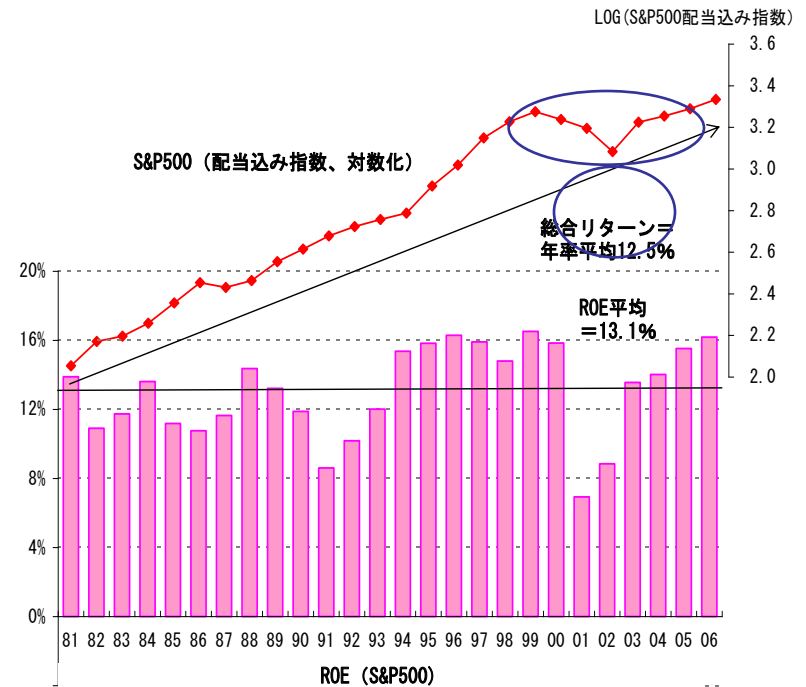


(注1) TOPIX指数はデータ使用可能な89年以降のみ配当込み指数。88年以前は配当を考慮しない指数。
 (注2) TOPIX指数は各年につき翌年6月末の値。06年のみ直近値。
 (注3) ROEは各年につき、翌年6月末時点で利用可能な直近年度の純利益合計を株主資本直近値合計で除した値。06年については06年12月時点で進行中の年度の予想純利益（予想は野村または東洋経済）を使用して同様の計算を行った。
 (出所) 東証資料等より野村証券金融経済研究所作成

米国 (S&P500)

30yr Ave ROE 13.1%

30yr Total Return 12.5%

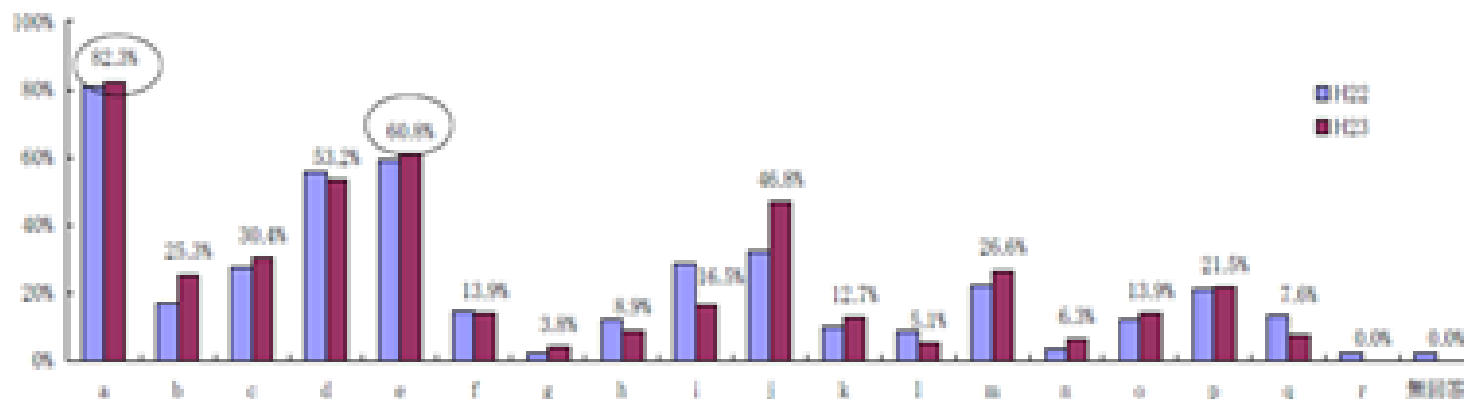


(注1) S&P500指数はデータ使用可能な88年以降のみ配当込み指数。87年以前は配当を考慮しない指数。
 (注2) S&P500指数は各年につき、翌年2月末の値。06年のみ直近値。
 (注3) ROEは各年につき、翌年2月における過去4半期の純利益合計を株主資本直近値合計で除した値。06年については06年12月時点で同様の計算を行った。
 (出所) S&P社資料等より野村証券金融経済研究所作成

投資家が最重視するROE

【図表 11: 中期経営計画での公表を望む経営指標(投資家)】

- | | | |
|------------------|------------------------------------|------------------------------------|
| a. ROE (株主資本利益率) | g. 経済付加価値 (EVA®) | m. 総還元性向
((配当+自己株式取得) / 当期利益) |
| b. ROA (総資本利益率) | h. ROIC (投下資本利益率) | n. 配当利回り (1株あたり配当/株価) |
| c. 売上高利益率 | i. FCF (フリーキャッシュフロー) | o. 自己資本比率 (自己資本/総資本) |
| d. 売上高・売上高の伸び率 | j. 配当性向 (配当/当期利益) | p. DE レシオ (有利子負債/自己資本) |
| e. 利益額・利益の伸び率 | k. 株主資本配当率 (DOE)
(DOE=ROE×配当性向) | q. 資本コスト (WACC 等) |
| f. 市場占有率 (シェア) | l. 配当総額または1株当たりの配当額 | r. その他 (具体的には) |

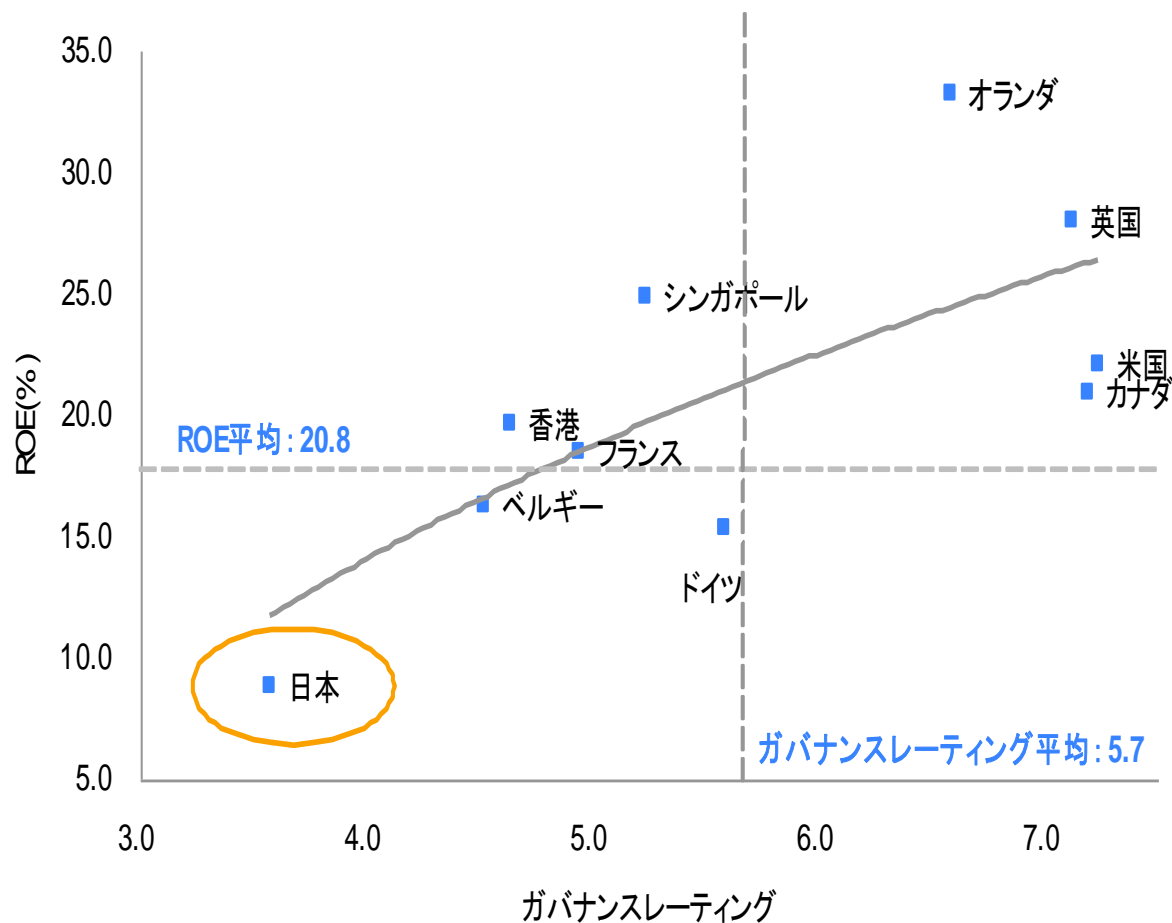


(回答数 : H23年度: 79, H22年度: 90) ※複数回答可

国際比較

	P B R (倍)	P E R (倍)	R O E (%)
日本	1.0	15.6	6.4
米国	2.3	14.6	15.8
英国	1.6	10.2	15.7
ドイツ	1.4	11.1	12.6
先進国平均	1.8	13.5	13.3

株主価値を重視するか ガバナンスとROEの相関関係



(出所) GMI, Bloomberg

注:
1 ROEは各市場構成銘柄の個別ROEを時価総額にて加重平均し算出(2008年11月20日時点)
2 ガバナンスレーティングに関しては、2004年7月時点での各国評価の平均値。金融、非金融全ての企業を対象

ACGA白書(2008年5月)

1. 所有者としての株主

日本企業が“ステークホルダー・キャピタリズム”を標榜することは時代遅れであり、株式市場に上場している以上、基本的に不正確な理解である

2. 資本の効率的活用

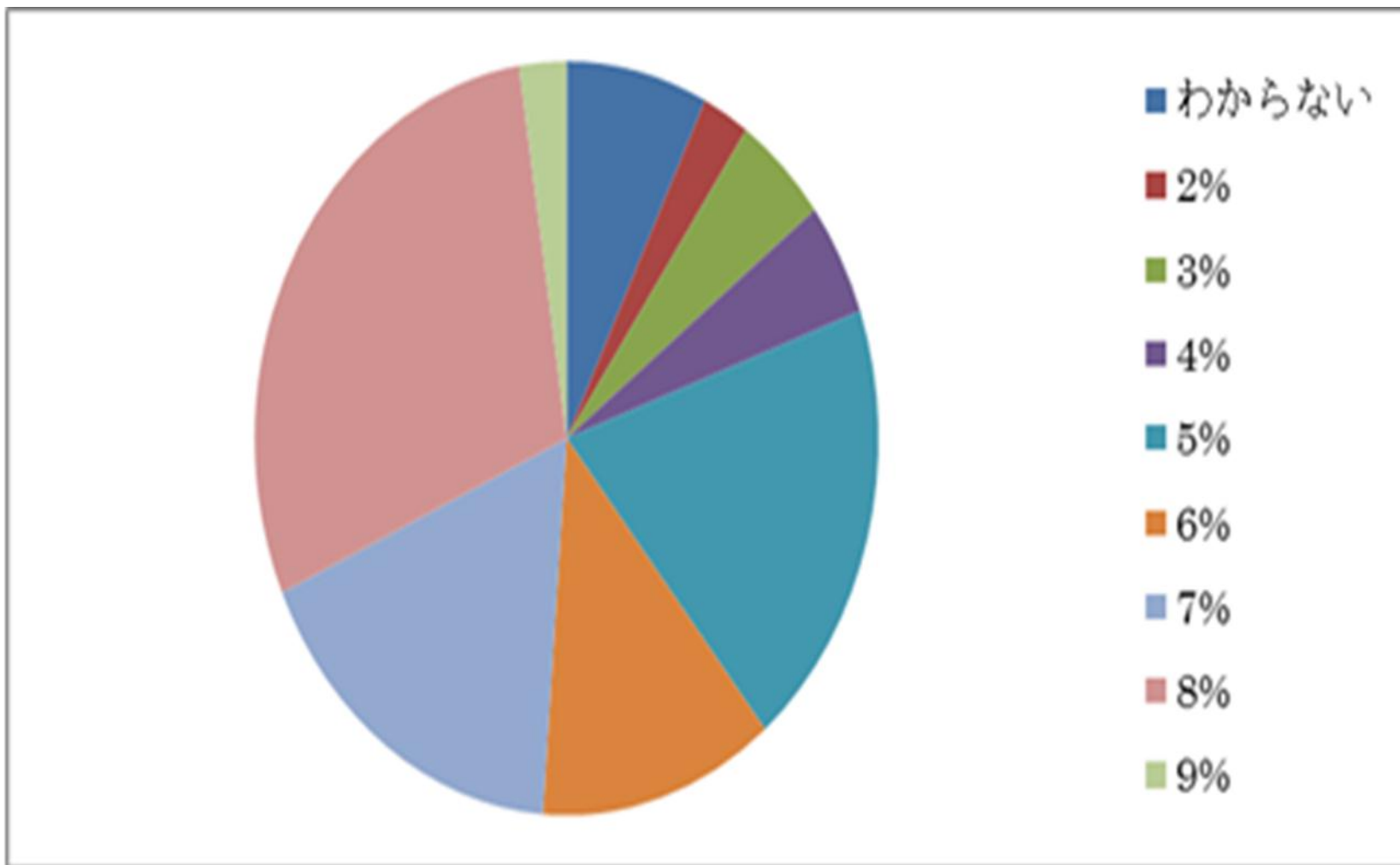
経営者は厳格な財務、経営規律を実施し、長期的企業価値の最大化に努めねばならない。中長期的に見て、日本企業の株主総合利回りは高配当企業の方が低配当企業のそれを上回るという確たる証拠がある

3. 資本コストの意識

• UBS証券の協力による投資家サーベイ2012

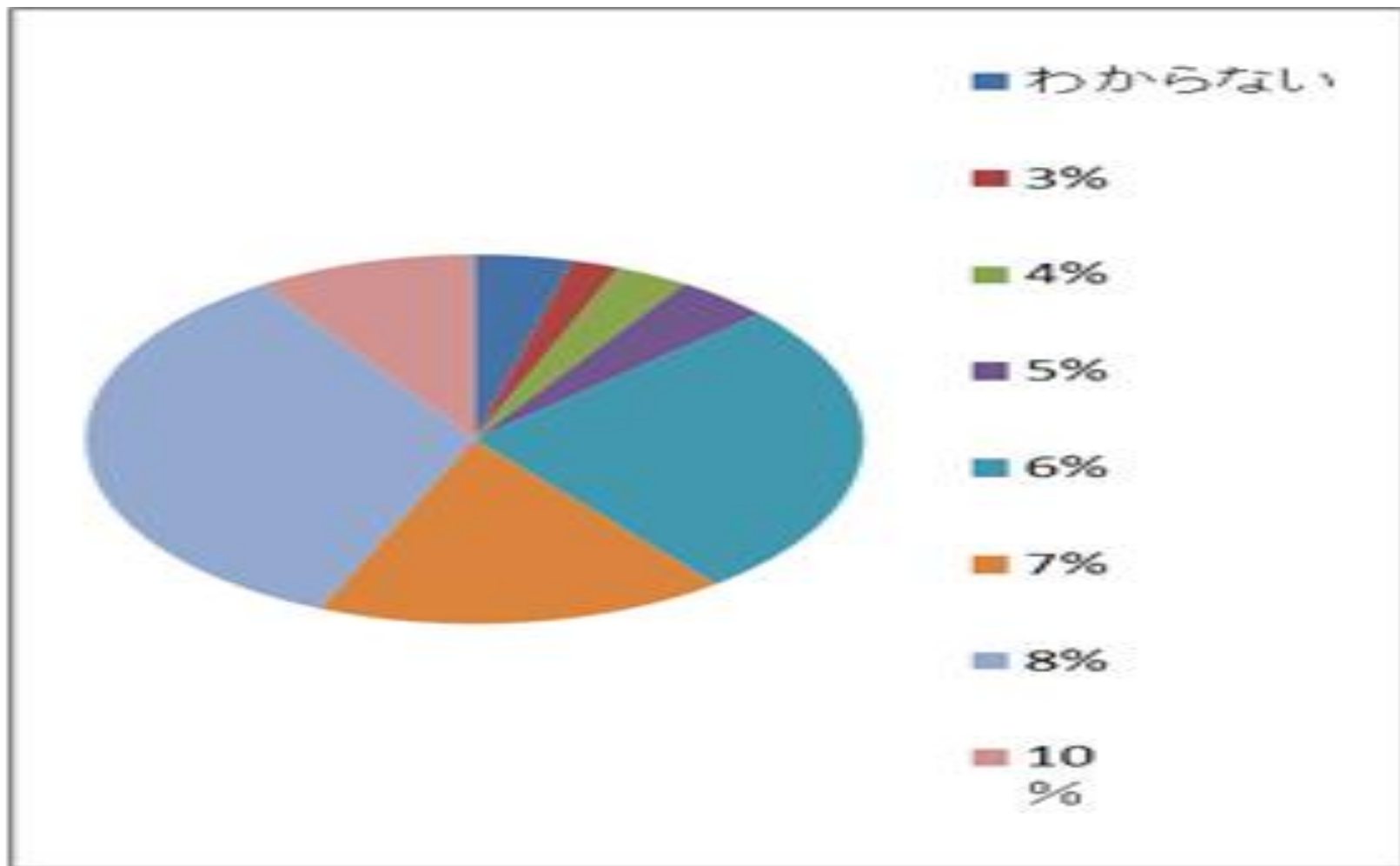
2012年4月12日UBS証券がコア顧客を対象に行った、コーポレート・ガバナンスのセミナーにおける講演参加者の国内上場企業のIR・財務・計画担当責任者53名。さらに国内機関投資家52名のサーベイ結果。ならびに2012年6月に行ったUBS証券の海外投資家へのサーベイの結果を加えた。海外投資家の回答者には筆者が個別フォローアップして詳細意見を一部入手した。外国人投資家は47名。いずれもUBS証券のコンタクトのある大手のメジャーな資本市場参加者

【日本株にどの程度の資本コストを想定するか】(国内機関投資家)
株主資本コストの想定は8%が全体の3割と最多かつ、8%の前提であれば
95%以上をカバー。平均は6.3%

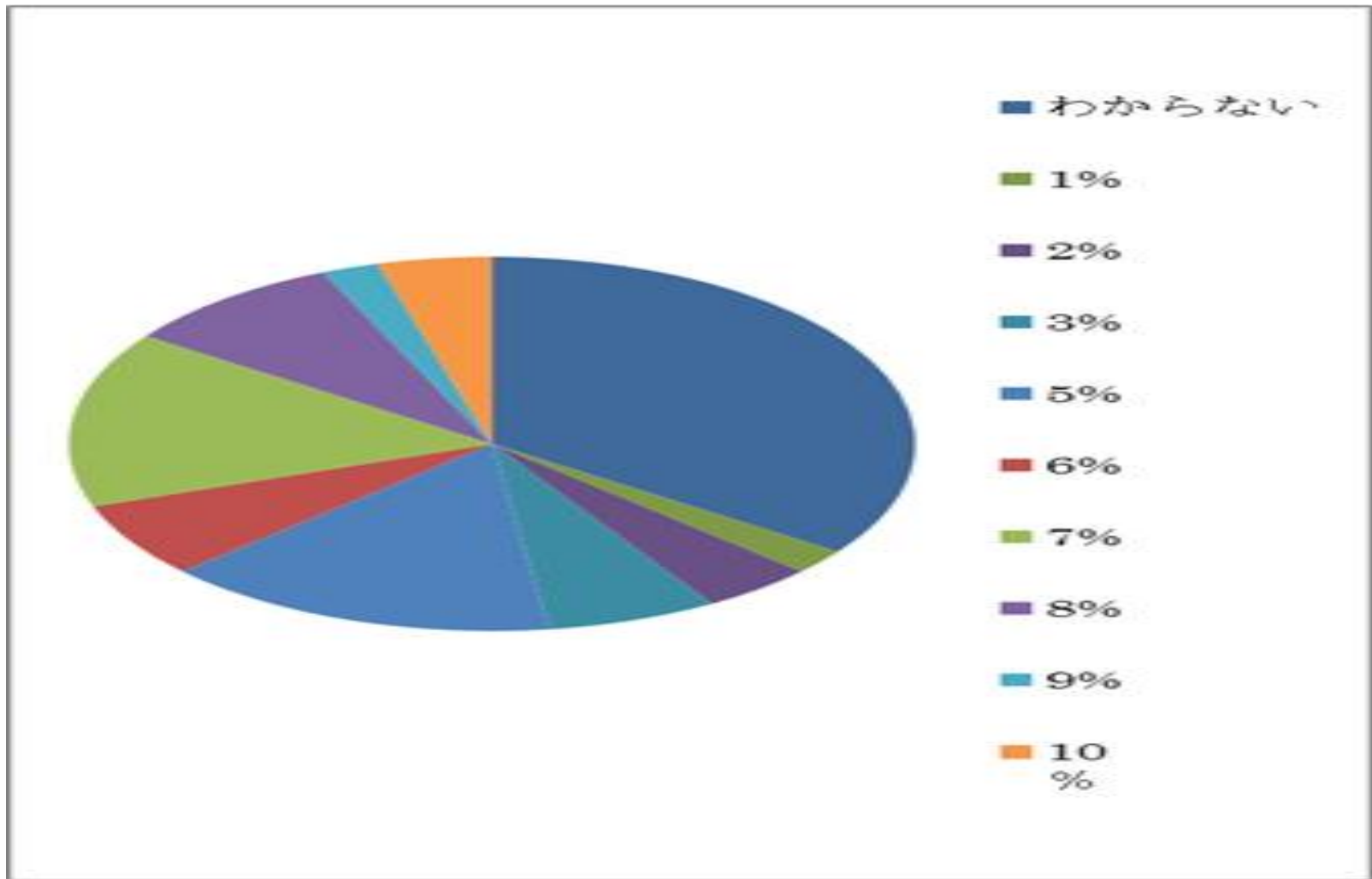


【日本株にどの程度の資本コストを想定するか】(海外投資家)

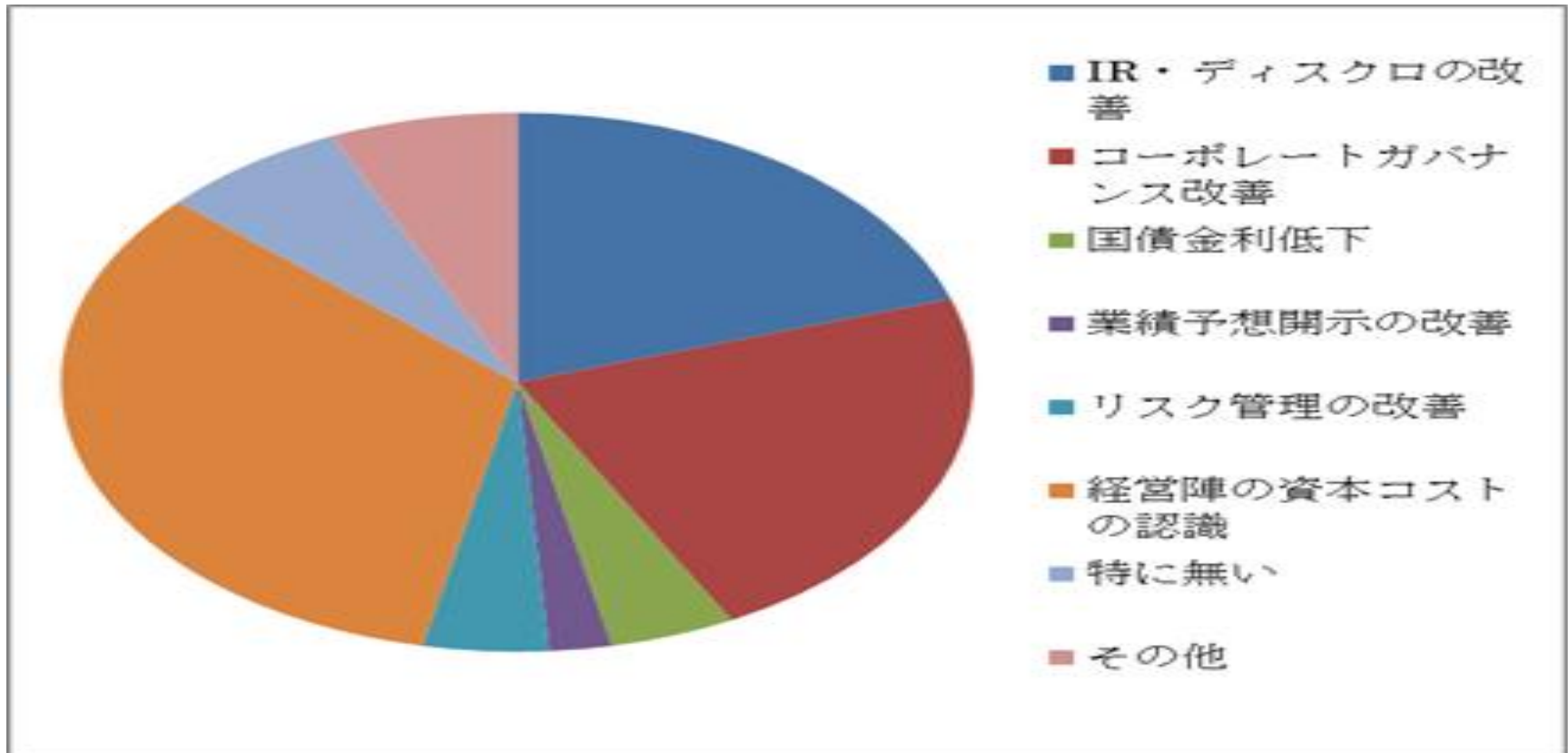
株主資本コストの想定は8%が34%でトップ、6%が26%、7%が17%でそれに続いた。10%を要求する投資家も9%存在した。全体としては資本コスト8%の前提で9割以上の海外投資家のニーズをカバー可能。平均は7.2%



【日本株にどの程度の資本コストを想定するか】(上場大手日本企業)
株主資本コストの想定は5%と7%が15%ずつ。 平均は5.2%
しかし、35%が株主資本コストの水準はわからないと最多。

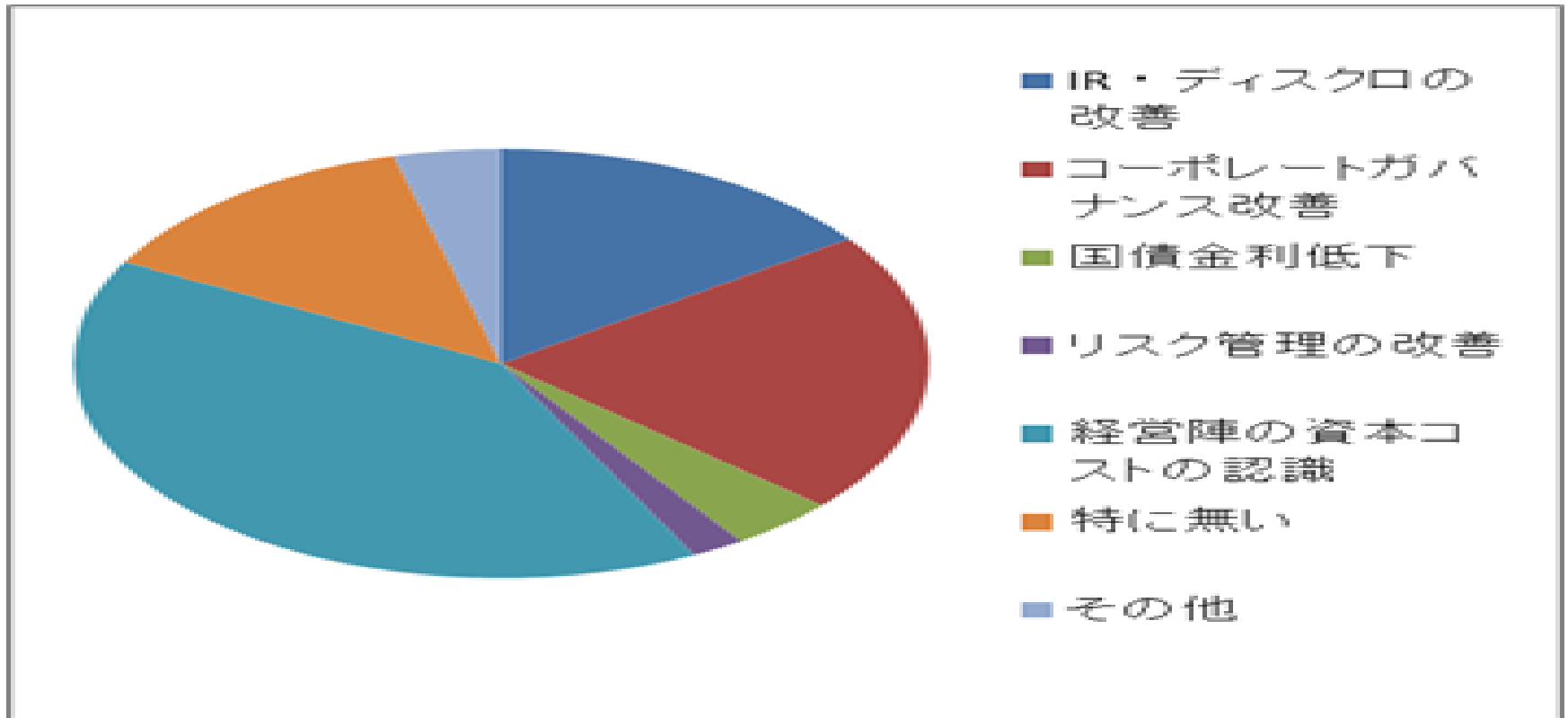


【どのような要因が日本企業の資本コストを低減するか】 (国内機関投資家)



国内機関投資家では、約2割ずつが「コーポレート・ガバナンスの改善」と「ディスクロージャーやIRの質量」による要求利回りの低下効果を指摘し、約3割が「経営陣の資本コストの意識」による資本コスト低減を期待している。「資本コストの低減方法は特にない」とした投資家は1割未満であった。

【どのような要因が日本企業の資本コストを低減するか】 (海外投資家)



- 一方、外国人投資家では、約40%が「経営陣の資本コストの意識」が資本コストを下げるとし、約20%が「コーポレート・ガバナンスの改善」が資本コストを低減するとし、約15%が「ディスクロージャーやIRの質量」が資本コストを引き下げるとしている。「資本コストの低減方法は特にない」とした海外投資家は約13%であった。

実証研究

須田(2004)では、アナリスト・投資家によるディスクロージャー評価の最上位(3位以内)のグループはそのほかのグループに比較して、約0.30%程度、資本コストを低減できることを示唆している。資本コストが0.30%低くなればDCF価値の向上は大きい。こうした資本コスト低減効果を価値評価して本源的価値の算出を試みることも意味があると考ええる。米国ではBotosan (1997) 等が同様の主張をしている

須田一幸編著. 2004.「ディスクロージャーの戦略と効果」森山書店.

Bososan, Christine (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. The Accounting Review Vol.72(3):323-349.

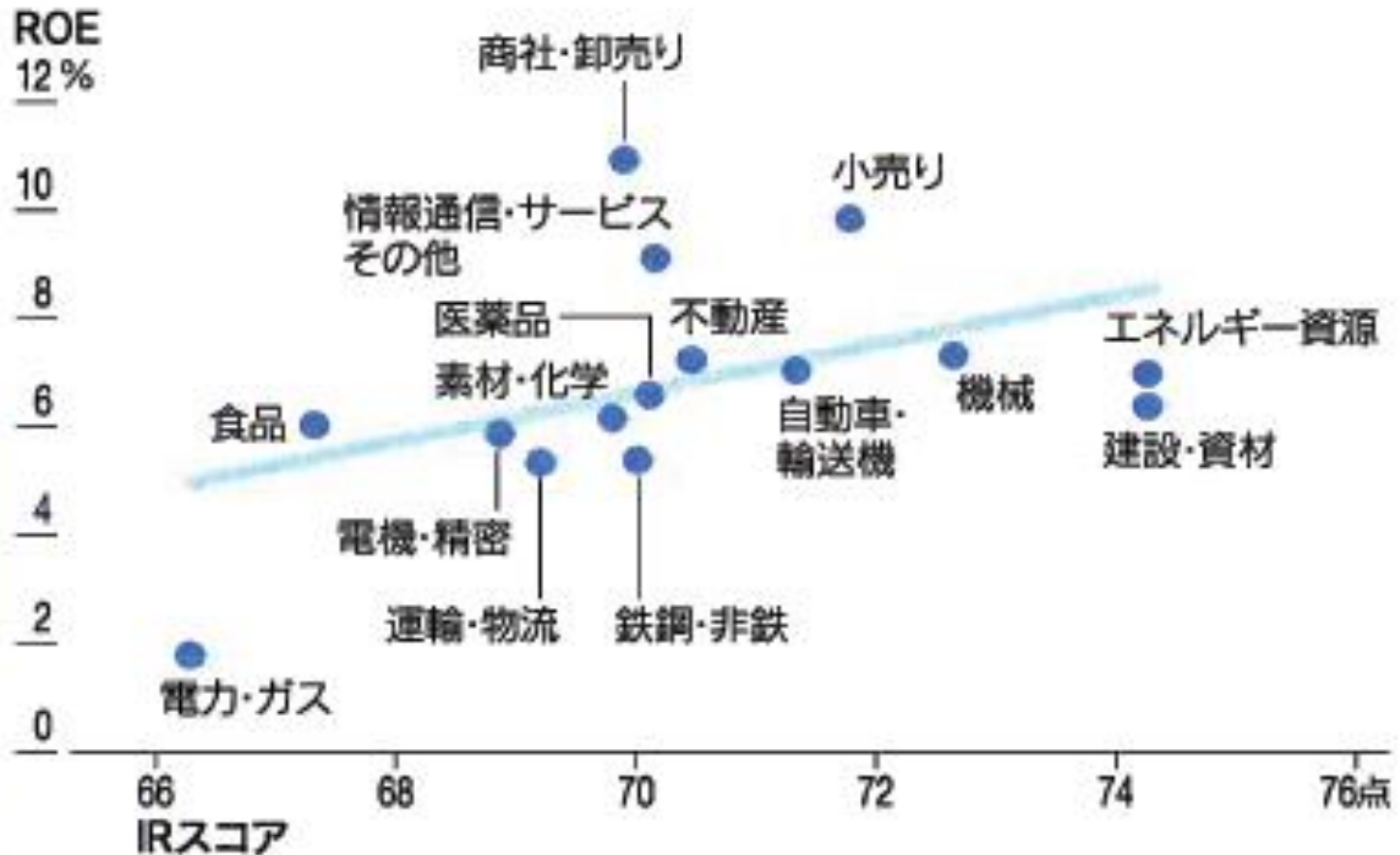
Botosan, C.A. and M.A. Plumlee (2000). Disclosure Level and Expected Cost of Capital: An Examination of Analysts' Rankings of Corporate Disclosure and Alternative Methods of Estimating Expected Cost of Equity Capital. Working Paper of Social Science Research Network Electronic Paper Collection.

Botosan, C.A. and M.A. Plumlee (2002). A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. Journal of Accounting Research 40(1):21-40.

(参考)IRの評価とROEの相関

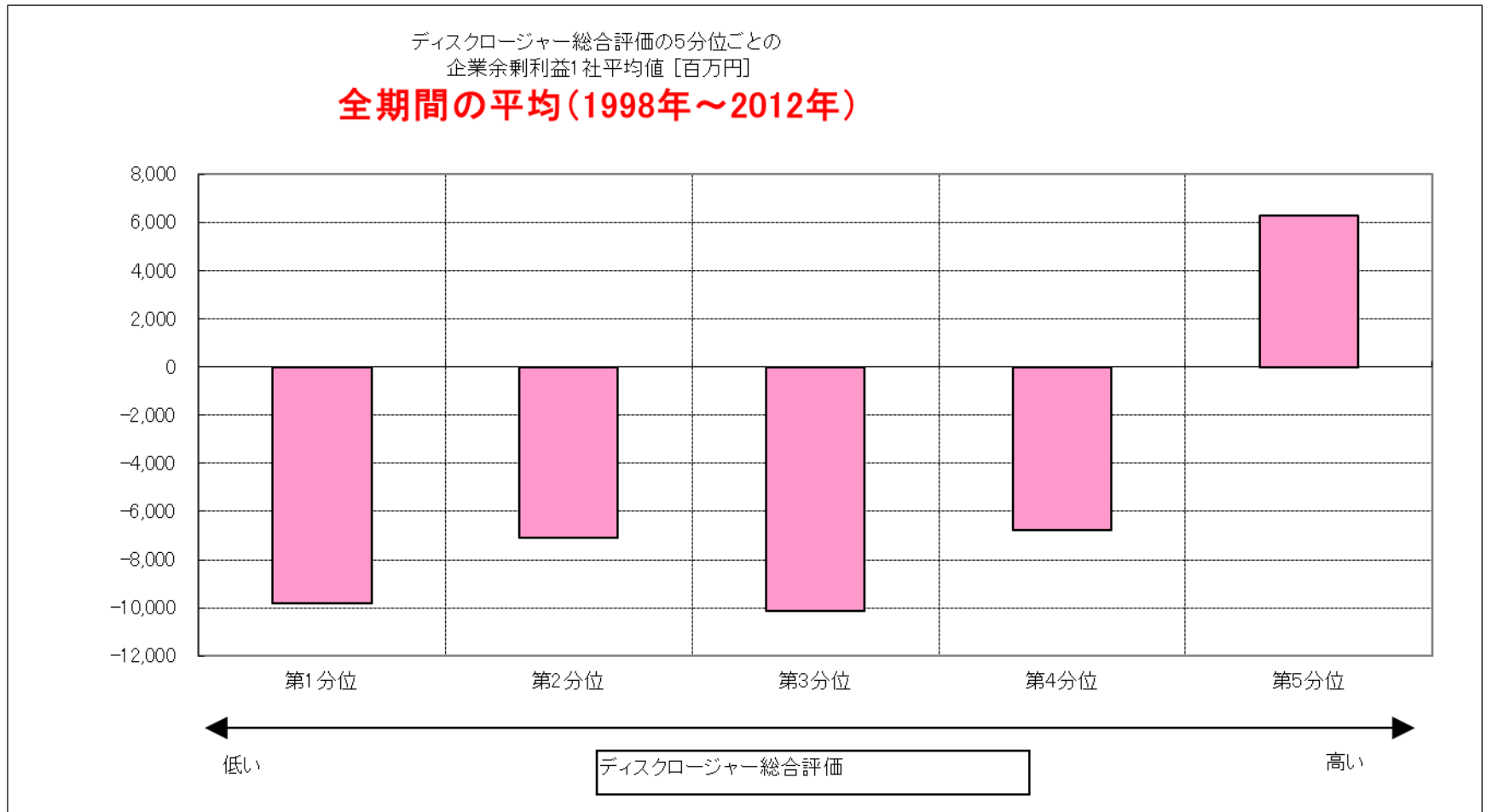
• 2012年度IR協議会審査委員評点とROE

2012年業種別のIRスコアとROE



(出所:日経ヴェリタス2012年12月16日号:JIRA)

(参考)IR評価とEVAの関係 グループ

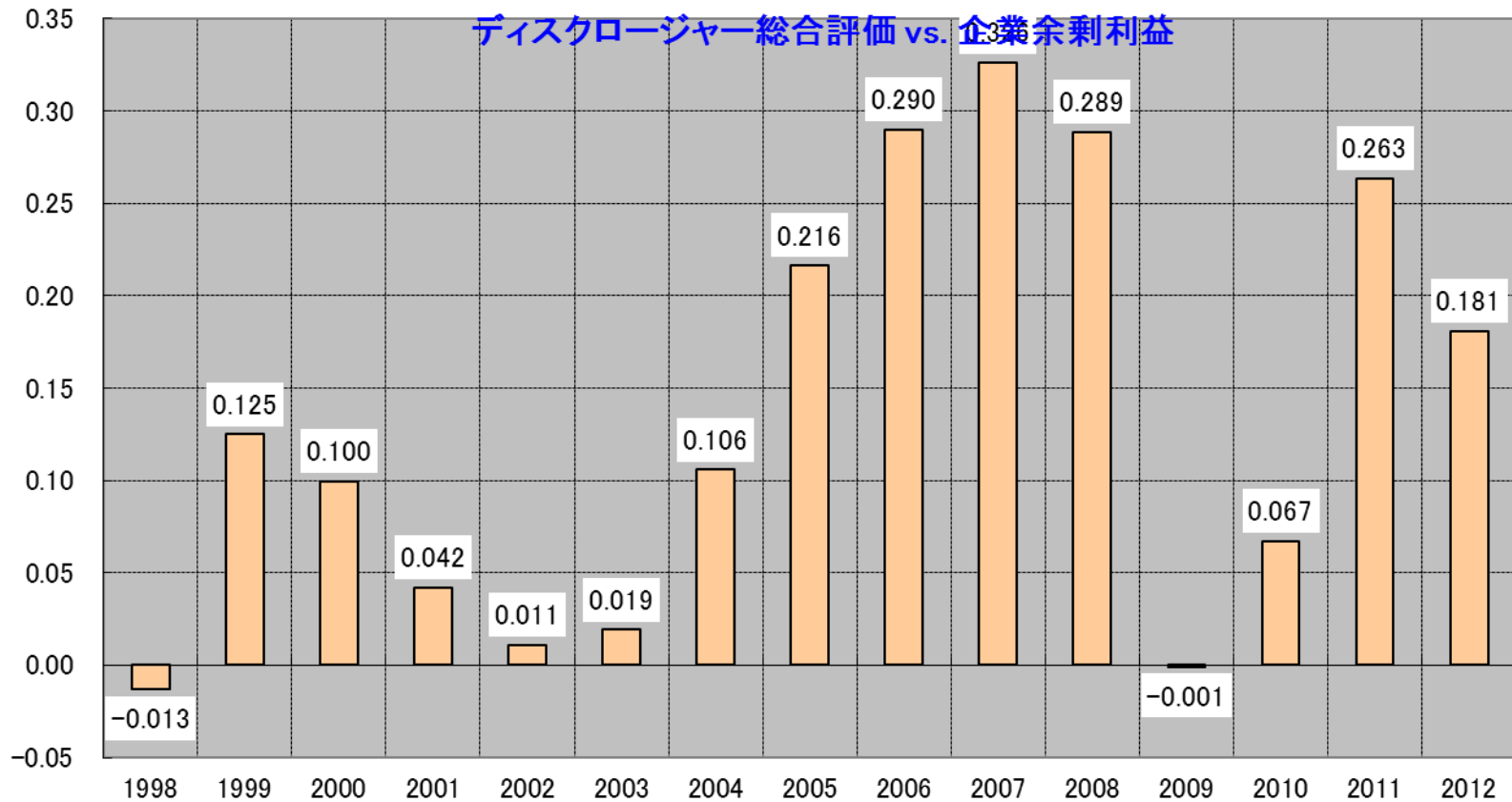


(出所:金融データソリューションズ)

(参考) IR評価とEVAの相関関係 個別

年別の順位相関係数

ディスクロージャー総合評価 vs. 企業余剰利益



(出所: 金融データソリューションズ)

アカデミックサーベイ

Fernandez (2010)では、グローバルで市場関係者にサーベイを行っているが、リスクプレミアムに関する2400名の回答結果は以下のとおりであった。

【平均リスクプレミアム】

証券アナリスト601名:

米国5.1%、英国5.2%、欧州5.0%

上場企業関係者901名:

米国5.3%、英国5.6%、欧州5.7%

ファイナンスを専門とする大学教授902名:

米国6.0%、英国5.0%、欧州5.3%

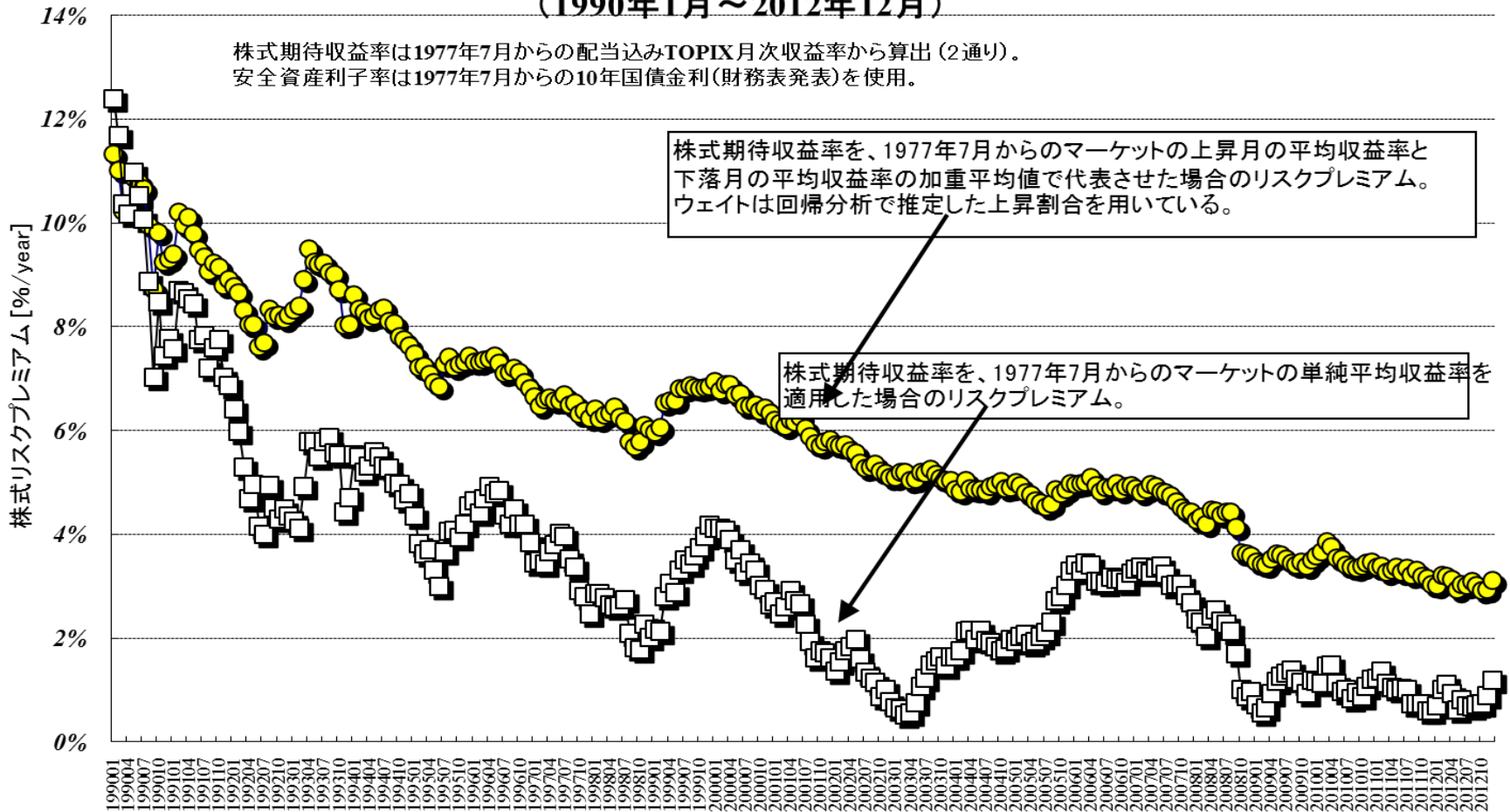
Fernandez, P. and Campo J (2010). Market Risk Premium Used in 2010 by Analysts and Companies: A Survey with 2,400 Answers. SSRN.

株主資本コストの前提の主張

- リスクフリーレート 40年国債金利2%
- リスクプレミアム 6% Fernandez(2010)
- ベータ 1
- 株主資本コスト 8% (CAPM $2+6=8\%$)
- 今回の投資家サーベイと保守主義の原則
- Ibbotson, Blomberg過去のレコード(期間の恣意性、利益相反の持合の歴史)の疑問
- 将来志向、グローバルであるべき
- 資本コスト=投資家の期待収益率ではないか

(参考)リスクプレミアムの見方

株式リスクプレミアム (株式期待収益率－安全資産利子率) (1990年1月～2012年12月)



4. ガバナンス・IRと現金の価値

- コーポレートガバナンスの重要性
- 現金、有価証券の価値評価

負のEquity Spread懸念が現金の価値を毀損する

企業価値にかかると対話を

Madden (2010) は、アニュアル・レポートにおける自主の企業価値評価モデルの開示を推奨。

【Shareholder Value Review (SVR) Madden (2010)】

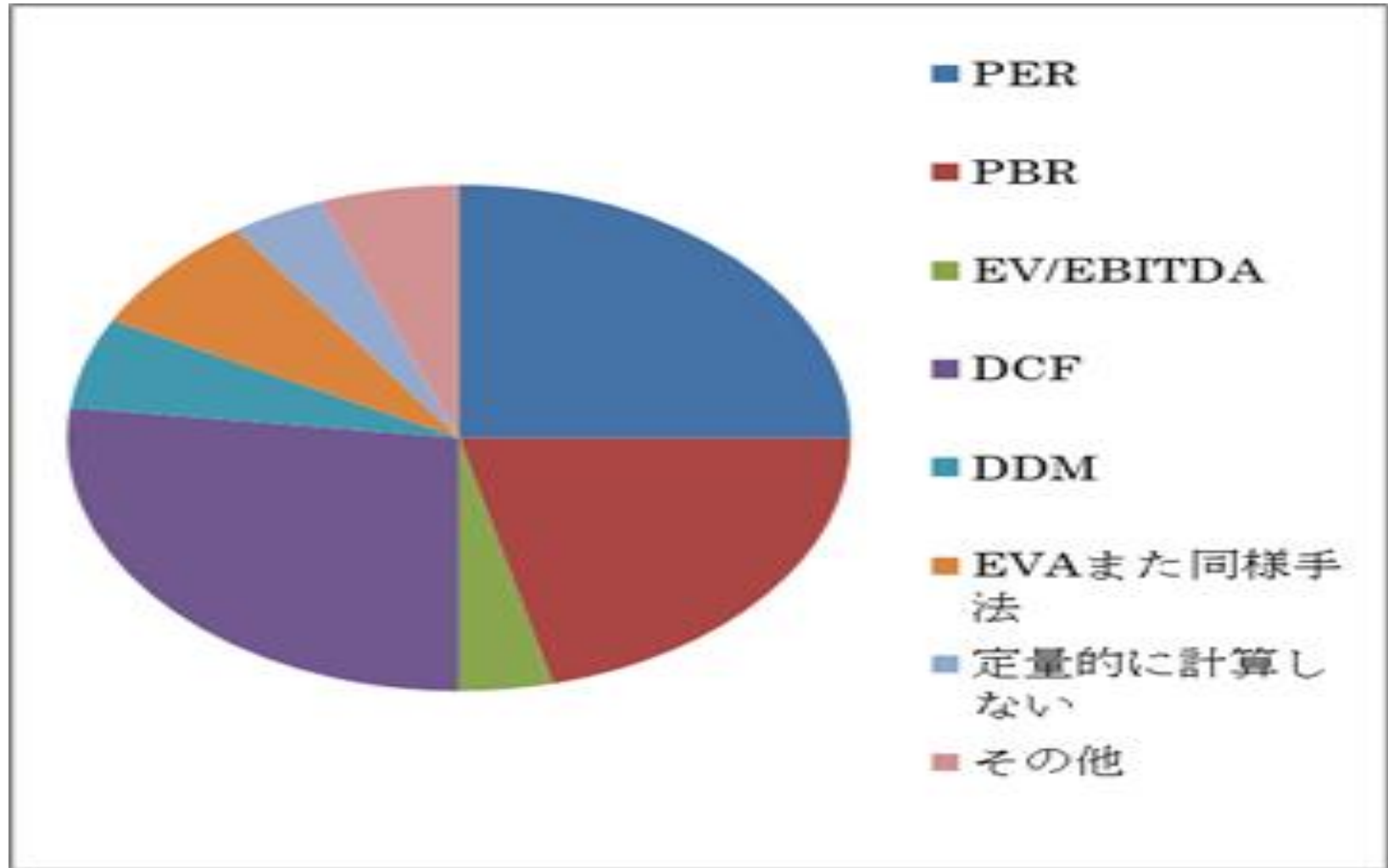
(企業サイドによる下記の項目のアニュアル・レポートでの自主的なディスクロージャーを要望)

- マネジメントと取締役会が企業業績と市場価値を結びつけるために使用する「企業価値評価モデル」の開示およびパフォーマンス志向の文化を醸成するための企業の組織と経営手法の開示
- 当該「企業価値評価モデル」と整合性のある、企業総体とビジネス・ユニット単位ごとの価値関連指標のトラック・レコードの開示
- ビジネス・ユニットごとの価値創造あるいは価値破壊の現状分析の開示およびマネジメントのユニットごとの戦略と将来投資計画の妥当性に関する取締役会の評価の開示

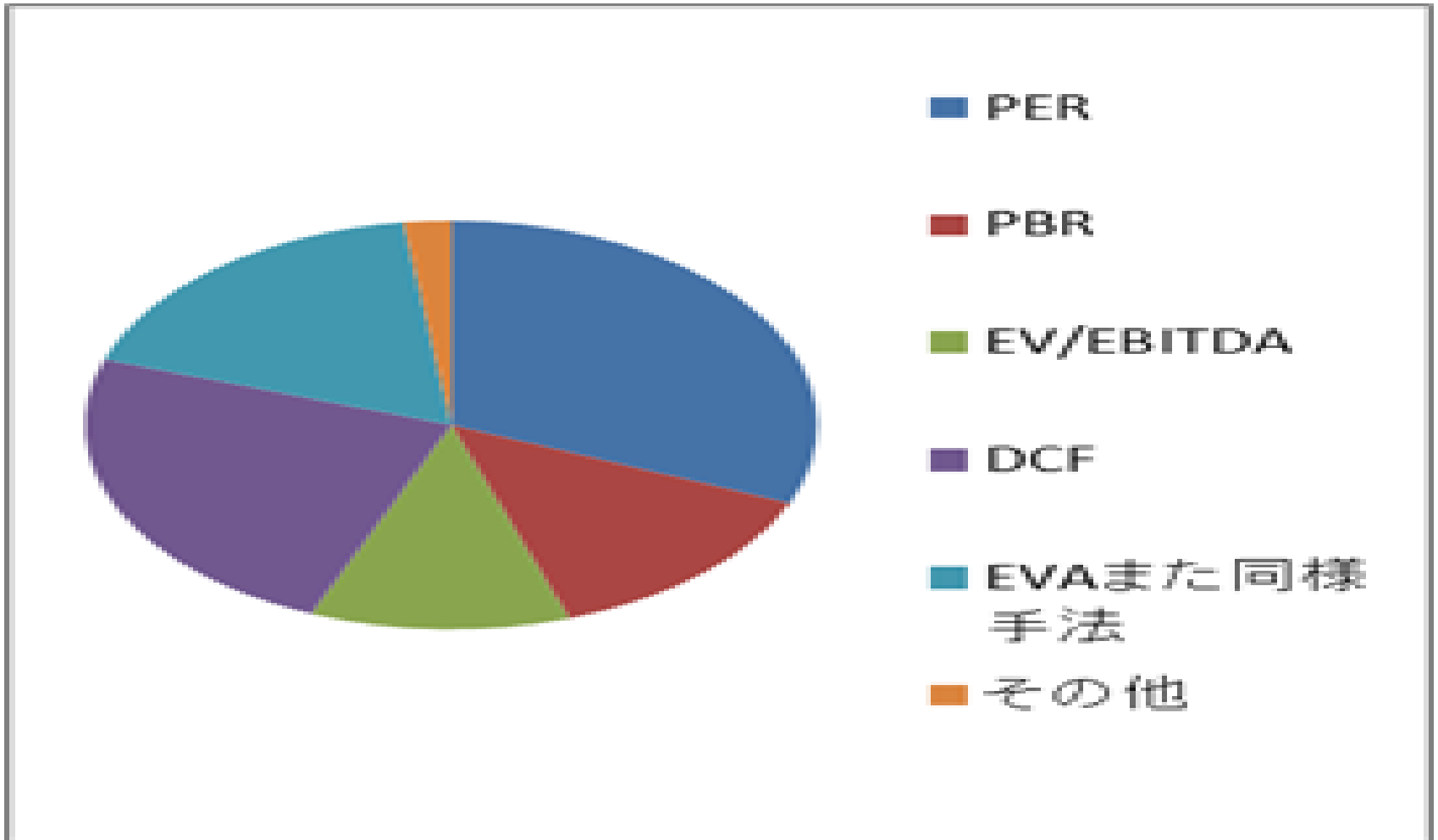
いちごアセットマネジメント代表のスコット・キャロン氏も2011年の日本IR協議会主催セミナーにおける講演で「日本企業のIR担当者の方には、自社の企業価値評価モデルを投資家とIRの場で、ディスカッションしていただきたい」という趣旨の主張を力説している。2011年9月28日 日本IR協議会「IR基礎講座」(於:アーバンネット大手町ビル)におけるスコット・キャロン氏の講演より許諾を得て掲載。

Madden, J. Bartley (2010). Wealth Creation. John Wiley & Sons, Inc.

【主にどの手法で企業価値評価の実務を行っているか】 (国内機関投資家)



【主にどの手法で企業価値評価の実務を行っているか】 (海外投資家)



負のEquity Spreadが毀損する 現金・有価証券の価値

上場企業のうち金融を除く3392社のうち、

- **現金 > 時価総額： 530社（16%）**
- **現金 + 有価証券 > 時価総額： 974社（29%）**

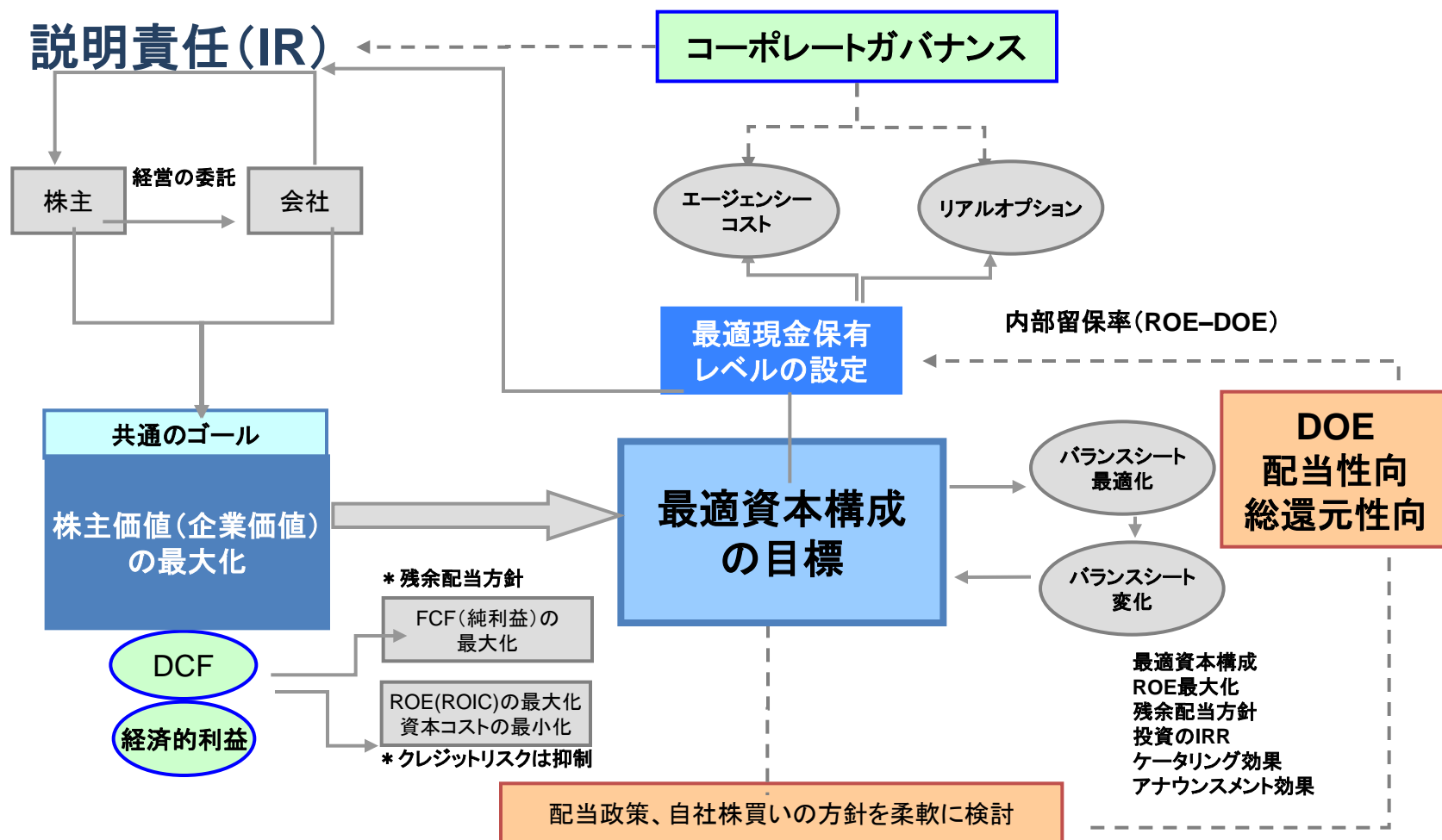
東証一部のうち金融を除く1546社のうち、

- 現金 > 時価総額： 124社（8%）
 - 現金 + 有価証券 > 時価総額： 343社（22%）
- （2012年9月末）

フリーキャッシュフロー仮説(Jensen 1986)と保有現金の市場価値

- Dittmar et al. [2007]は1990-2003の米国企業2000社を対象に実証研究を行ったが、その結果、コーポレートガバナンスが悪い企業の保有する現金の価値は、**1ドルあたり0.42-0.88倍**であり、コーポレートガバナンスの良い企業の保有する現金の価値は1ドルあたり1.27-1.62ドルであることを示唆
- Ammann et al. (2011)は、2007年基準で46カ国1875社のGMIのCGスコアと現金の関係を分析。ガバナンスの悪い会社ほど現金保有が多い、現金の価値がディスカウントされている、ただし配当政策に積極的な会社はディスカウントが緩和されることを有意に証明。
- 諏訪部[2006]は日本企業の2006年当時の平均的な保有現金の市場価値は、平均1.007倍とほぼ簿価程度であることを示唆
ただし、個別企業間格差が大きく、たとえば株主構成でガバナンスが効く(外国人・機関投資家比率が高い)企業は1標準偏差あたり平均で23.1%現金の市場価値が高いとする。つまりガバナンスの標準偏差が1下がる企業の保有現金は**23.1%ディスカウント**されることを示唆
- 山口・馬場[2012]は1円の現金が0.55円—0.73円と過小評価されていることを示唆(現在の柳の研究でもそれ以上のディスカウントを確認中)
- 一部の外国人投資家は日本企業の現金保有をおよそ**50%に減算**して企業価値評価を行うとしている(報告者面談複数)

企業価値の最大化と現金・有価証券の評価



柳 (2009, 2010, 2011)

● 現金の価値に係る投資家サーベイ2012

2012年10月-12月に行ったグローバル投資家サーベイ(協力:UBS証券)

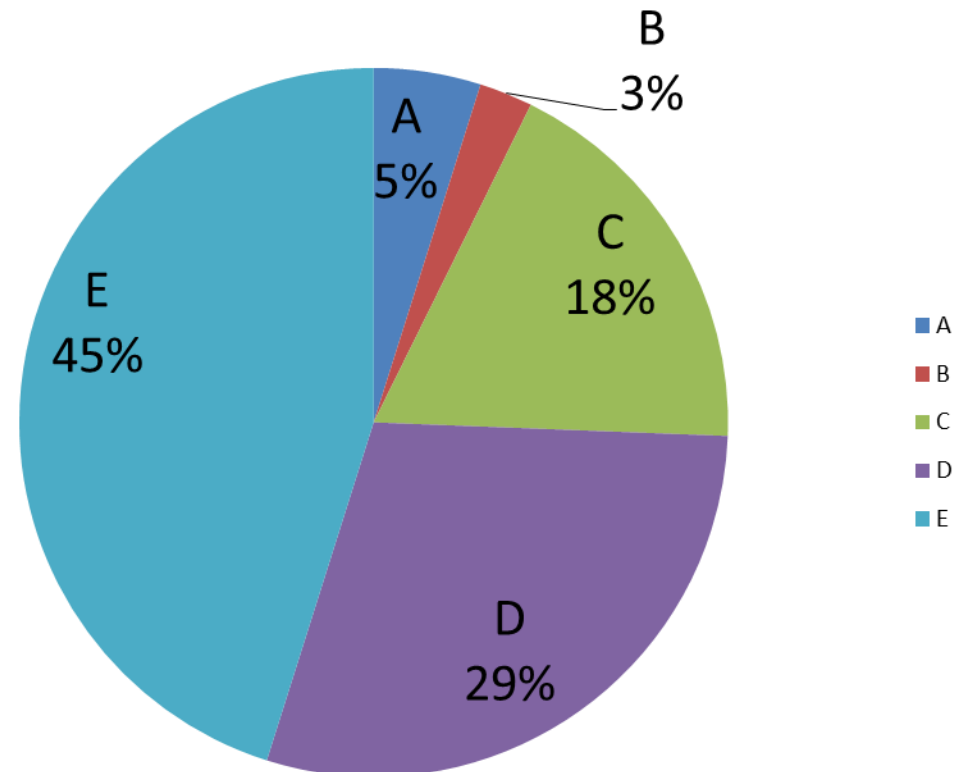
国内投資家42名、外国人投資家は40名。いずれもUBS証券のコンタクトのある大手のメジャーな資本市場参加者。主に国内はUBS証券セールスチーム。海外は柳が入手、特にACGAメンバー中心に柳が外国人投資家意見を追加入手したもの。

UBS顧客コア100のうち82社からの回答。UBSコア100の日本株投資残高は約55兆円(2012年12月末現在でのUBS推計)

- 現在精査中の実証分析でも、日本企業平均で米国のCGが悪い企業群と同じレベル。もちろんCGがよいほど現金の価値が高いが、100%にはならない。現金+有価証券では、CGが悪い企業群ではほぼゼロ。本件投資家サーベイと統計的実証データは整合すると思料

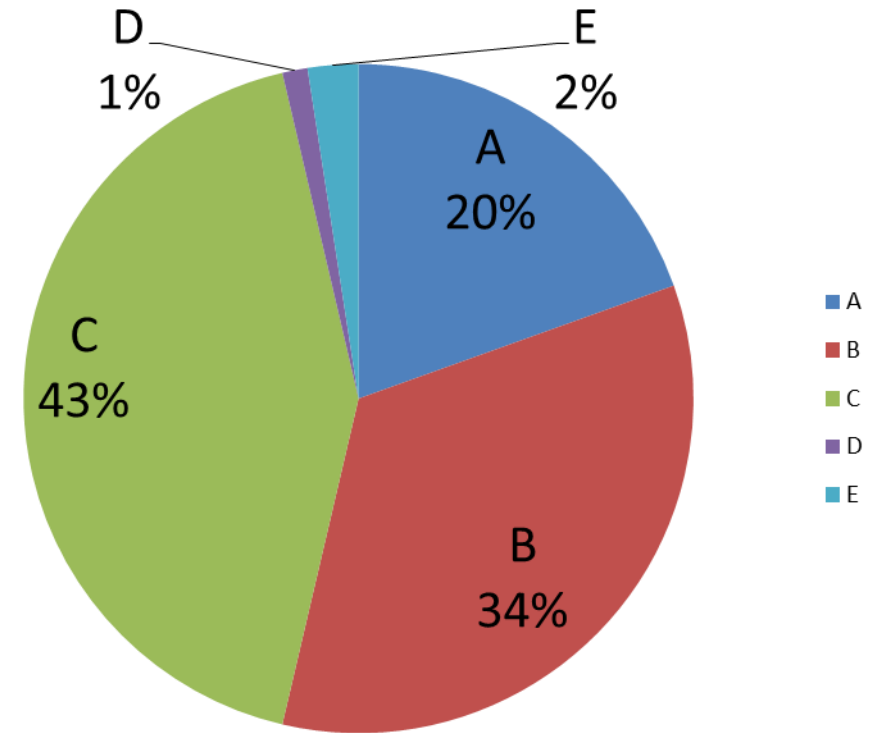
Q1:一般に日本企業のBSの狭義の現金(定義:現金及び現金同等物)をだいたい何%くらいで評価 (premium/discount) しますか(すべきだと思えますか)?

- A. 0% or below
- B. 0%-50%
- C. About 50%
- D. 50-100%
- E. 100%
- F. 100%-150%
- G. About 150%
- H. 150-200%



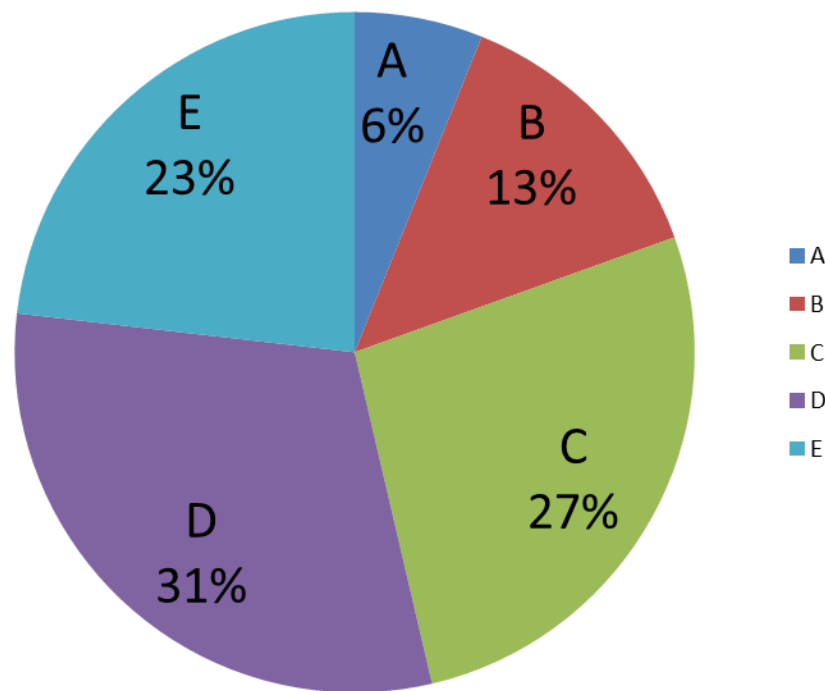
Q2: Q1の回答の主な理由は何でしょうか？

- A. ガバナンスディスカウント
(エージェンシーコスト)
- B. 投資の意思決定への懸念
- C. 会計上のBSの数字を
そのまま評価する
- D. リアルオプション価値
- E. 投資意思決定への信頼



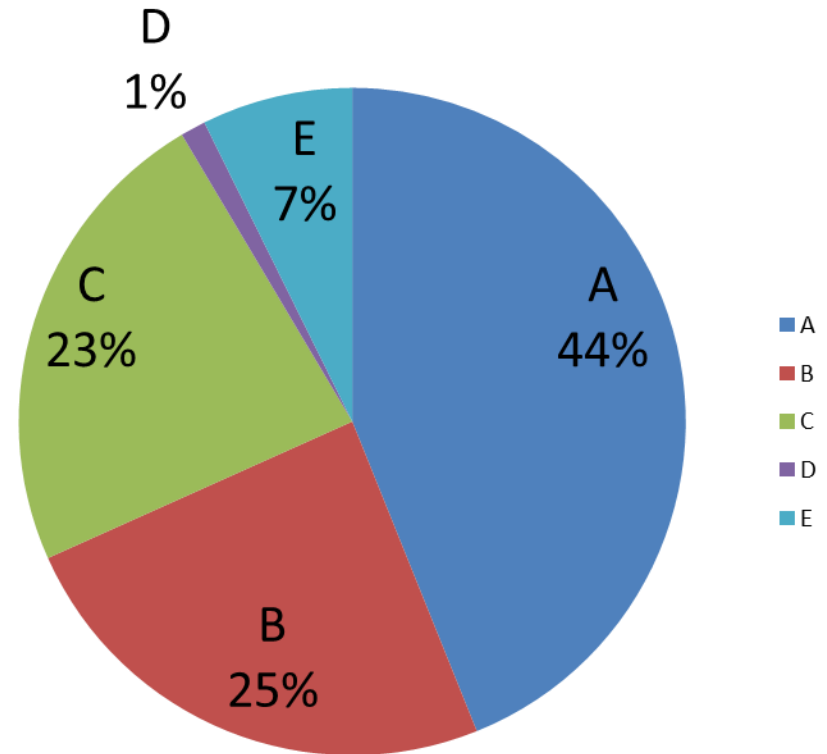
Q3:一般に日本企業のBSの広義の現金(定義:現金及び現金同等物+持合株式含めた長期の投資有価証券)をだいたい何%くらいで評価(premium/discount)しますか(すべきだと思えますか)?

- A. 0% or below
- B. 0%-50%
- C. About 50%
- D. 50-100%
- E. 100%
- F. 100%-150%
- G. About 150%
- H. 150-200%



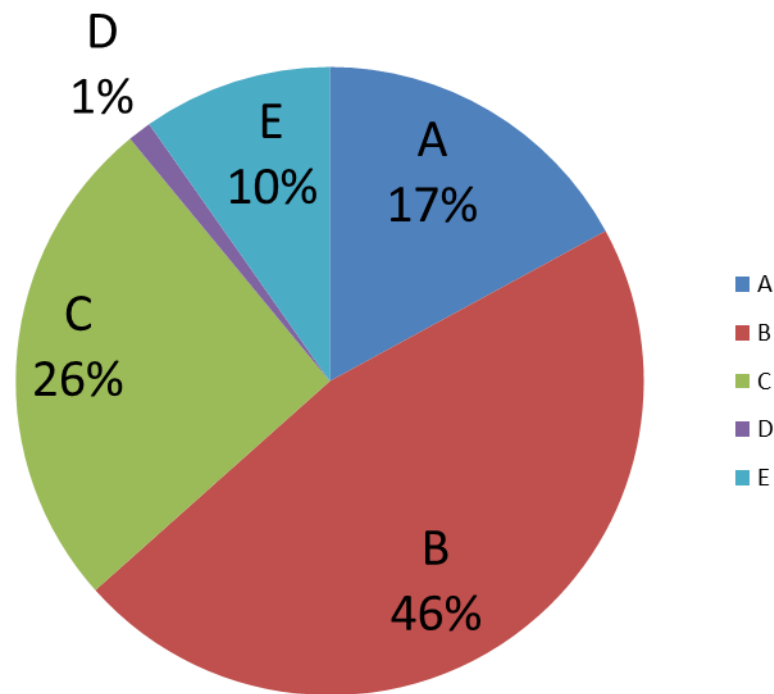
Q4: Q3の回答の主な理由は何でしょうか？

- A. ガバナンスディスカウント
(エージェンシーコスト)
- B. 投資の意思決定への懸念
- C. 会計上のBSの数字を
そのまま評価する
- D. リアルオプション価値
- E. 投資意思決定への信頼



Q5: それでは、将来日本企業がコーポレートガバナンスを大幅に改善したら、現金評価を引き上げ日本株を現在よりオーバーウエイトしようと思えますか？

- A. 大いにオーバーウエイトしたい
- B. いくらかはオーバーウエイトしたい
- C. 変わらない
- D. 逆にアンダーウエイトする
- E. わからない



ValueをunlockするIRの重要性

- コーポレートガバナンス
- 資本コストの意識と**Equity Spread**
- 最適資本構成
- 最適現金保有レベル
- 投資採択基準
- 説明責任の履行—改善の可能性

その現金を何に使うのか、それぞれいくら必要なのか、投資基準は何か

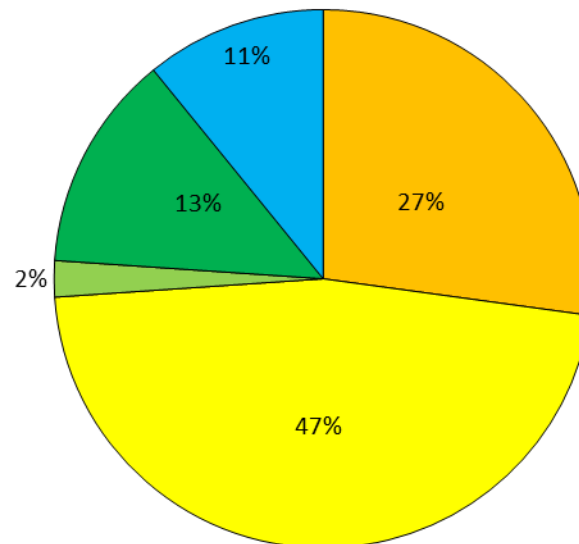
補論 ESG

- 国内投資家92名のアンケート結果のFB
- 協力はUBS証券
- 海外投資家意見入手中
- 途中経過

企業価値とは何か

Q1: 企業価値とは何か

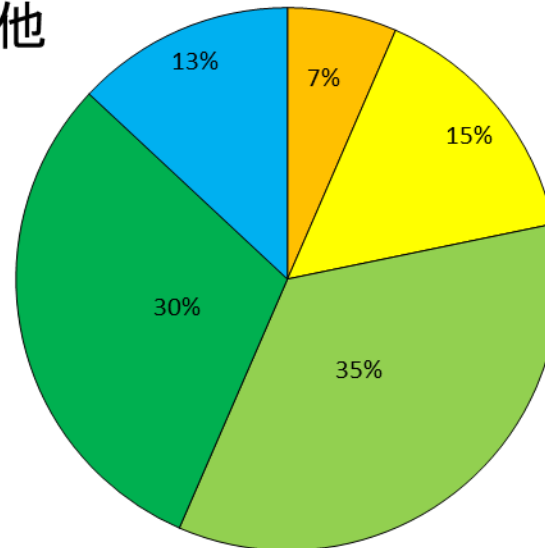
- A: 現在の時価総額
- B: 業績予想に基づく「理論」的なDCF(および同様のvaluation)価値
- C: 現在のセクター平均PER x EPS
- D: 数値では計測できないものである
- E: その他



ESGは企業価値に影響するか

Q2: 日本企業のESG（CSR）は
企業価値に影響を及ぼすか

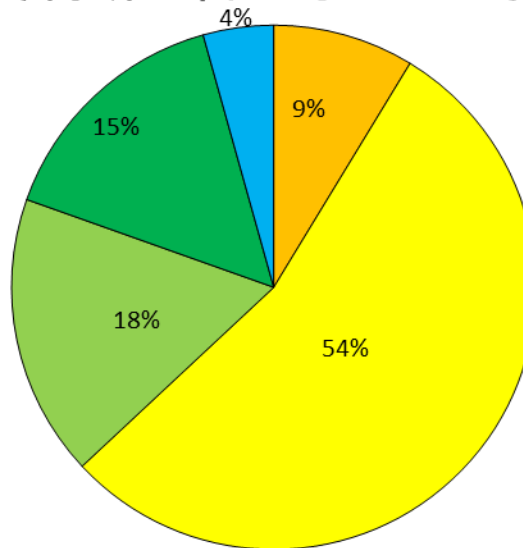
- A: 企業価値に影響を及ぼさない
- B: わからないが企業の義務である
- C: 資本コストの低減を通じて影響する
- D: 将来の業績向上を通じて影響する
- E: その他



投資判断に含めるべきか

Q3: ESGを投資家は投資判断へ入れるべきか

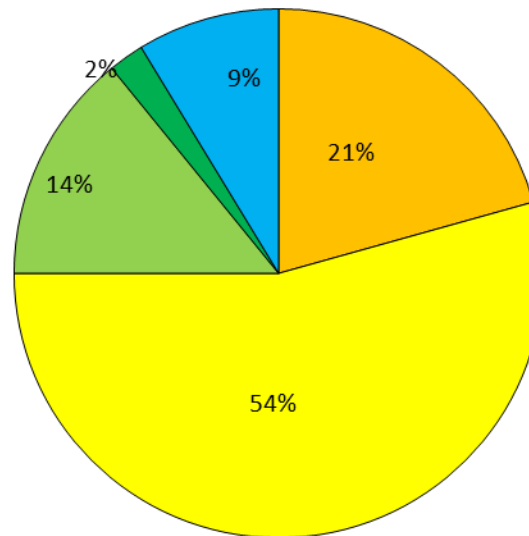
- A: ESGの良い会社をもっとオーバーウエイトするべき
- B: ESGを一定程度考慮して投資判断を行うべき
- C: negativeスクリーニングだけに使うべき
- D: ESGは投資判断に含めるべきでない
- E: その他



統合報告はどうか

Q4: アニュアルレポート・環境社会報告書の
統合報告の採択

- A: 投資家にとって重要であり、全上場企業で統合報告採択すべき
- B: 統合報告採択は好ましいが企業の自主性に任せるべき
- C: 統合報告よりむしろアニュアルレポートは単独の方がいい
- D: 統合報告採択に反対
- E: その他



References

- Ammann, Manuel, Oesch, David, and Schmid, M., Markus, 2011 “Cash Holdings and Corporate Governance Aroud the World”,
- Asian Corporate Governance Association (ACGA Hong Kong), May 2008, “ACGA White Paper on Corporate Governance in Japan”, ACGA.
- Black, F., "The Dividend Puzzle," Journal of Portfolio Management, 2 (Winter 1976), 5-8.
- Brandes Institute, 2006, “Balance Sheet Cash: Unlocking Value in Japan”, The Brandes Institute.
- Brav, Alon, Graham, John R., Harney, Campbell R., and Michaely, Roni., 2005, “Payout Policy in the 21st century”
- Brav, Alon, Jiang, Wei, Partnoy, Frank, and Thomas, Randall., 2006, “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance”, European Corporate Governance Institute.
- Brealey, Richard A., and Myers, Stewart C., 2003, “Principles of Corporate Finance, Seventh Edition”, McGraw-Hill/Irwin.
- Cunningham, Lawrence A., 2008, “The Essays of Warren Buffet for Corporate America”, Pan Rolling.
- Derwall, Jeroen, and Verwijmeren, Patrick., 2007, “Corporate Governance and the Cost of Capital: Evidence from GMI’s Governance Rating”, ECCE Research Note 06-01.
- Dittmar, Amy, and Mahrt-Smith., 2007, “Corporate Governance and the value of cash holdings”, Journal of Economics 83, pp.599-634.

- Gompers, Paul A., Ishii, Joy L., and Metrick, Andrew., 2003, “Corporate Governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics* 118(1), Feb.2003, pp107-155.
- GovernanceMetrics International (<http://www.gmiratings.com/>).
- Jensen, Michael C., 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, October 1976, V.3, No.4, pp.305-360
- Jensen, Michael C., 1986, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, May 1986, Vol.76, No.2, pp.323-329.
- Miller and Modigliani, 1961, “Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares”, *Journal of Business* 34, pp411-433
- Myers, Stewart C. , 1983, “The Capital Structure Puzzle”, *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, *Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting*, American Finance Association, San Francisco, CA, December 28-30, 1983. (Jul., 1984), pp.575-592.
- National Investor Relations Institute (<http://www.niri.org/>).
- Ohlson, J.A., 1995, “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation”, *Contemporary Accounting Research* 11-2, pp661-687.
- Prakash, Prem and Rappaport, Alfred, Northwestern University, 1977, “Information Inductance and its Significance for Accounting”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.2, No.1, pp.29-38, Pregamon Press, 1977
- Thompson Financial Strategic Research, 2006, “Shareholder Activism”, Thompson Financial.

- 砂川伸幸、川北英隆、杉浦秀徳、2008年、『日本企業のコーポレート・ファイナンス』、日経出版社。
- 石川博行、2007年、『配当政策の実証分析』、中央経済社。
- 石川博行、2010年、『株価を動かす配当政策—コロボレーション効果』、中央経済社。
- 伊藤邦雄、2007年、『ゼミナール企業価値評価』、日本経済新聞出版社。
- 井手正介、2005年、『不均衡発展の60年—低収益経営システムの盛衰と新時代の幕開け』、東洋経済新報社。
- 井上光太郎、2008年、『アクティビストファンドの効果：日米比較』、証券アナリストジャーナル2008年2月号。
- 江川雅子、2008年、『株主を重視しない経営』、日本経済新聞出版社。
- 音川和久、2000年、「IR活動の資本コスト低減効果」『会計』第158巻第4号、543-555頁。
- 須田一幸他、2004年、『ディスクロージャーの戦略と効果』、森山書店。
- 諏訪部貴詞、2006、「株主価値を向上させる配当政策」『証券アナリストジャーナル』2006年7月号、34—47頁
- 生命保険協会、2011.『平成22年度生命保険協会調査株式価値向上とに向けた取り組みについて』
- 中野誠、2009年、「企業保有現金の評価とディスクロージャー」、2009年2月日本インベスター・リレーションズ学会 研究分科会 『新たな情報開示モデルとIR』成果報告書第7章、日本IR学会。
- 花枝英樹・芹田敏夫、2009、「ペイアウト政策のサーベイ調査：日米比較を中心に」『証券アナリストジャーナル』2009年8月号
- ローレンス・カニンガム、2008年、『バフェットからの手紙』、パン・ローリング社。

- 柳良平、2006年、「価値型(VBM)に係る一提言」『企業会計』第58巻第3号、86-87頁。
- 柳良平、2008年、「純資産配当率(DOE)の管理会計的活用」『企業会計』第60巻第1号、90-96頁。
- 柳良平、共著、2010年、「投資家はIFRSをどう見るか」『企業会計』第62巻第7号、59-77頁。
- 柳良平、2009年、「連載：物言う株主が会社を強くする」『企業会計』第61巻第1-12号
- 柳良平、2011年、「低成長時代における企業価値最大化に向けた財務・IR戦略」『プログレス』第721号、2-8頁。
- 柳良平、2012年、「賢明なる投資家とは」『JI』Vol.74、宝印刷 44-45頁。
- 柳良平、2012年、『配当政策』、日本経済新聞7月24日-8月3日8回連載。
- 柳良平、2012年、「最適資本構成に基づく最適配当政策に係る一提言」『現代ディスクロージャー研究』No.12、。2012年10月、日本ディスクロージャー研究会。
- **柳良平、2013年、「Equity Spreadの開示と対話の提言」『企業会計』2013年1月号。**
- 柳良平、単著、2009年、『企業価値最大化の財務戦略』、同友館。
- 柳良平、共著、2010年、『MBAアカウンティング 戦略管理会計』、中央経済社。
- 柳良平、単著、2010年、『企業価値を高める管理会計の改善マニュアル』、中央経済社。
- 柳良平、単著、2011年、『日本型脱予算経営』、同友館。
- 柳良平、共著、2011年、『コーポレート・ファイナンスの実務』、中央経済社。
- **柳良平、共著、2013年、『企業価値評価改善のための財務、IR・SR戦略』、中央経済社。**