

会計情報に基づく企業価値評価(5)

作成：2018年7月3日

最終更新：2024年1月27日

椎葉 淳

TOPIC #1

会計情報に基づく企業価値評価
に関する実証研究の紹介

1. イントロダクション

- 背景

- 企業価値評価の視点から会計情報の役割を検討する実証研究は, Ohlson (1995, CAR)以降, 急速に増加した。なお, この論文は1989年あたりからWPは出回っていた。

- * Ohlson, J, A., 1995. “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation,” *Contemporary Accounting Research* 11(2), pp. 661–687.

2. 代表的な実証研究

- 初期の代表的文献(1)
 - Bernard, V., 1995. “The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists,” *Contemporary Accounting Research* 11(2), pp. 733–747.
 - Penman, S. H., 1998. “A Synthesis of Equity Valuation Techniques and the Terminal Value Calculation for the Dividend Discount Model,” *Review of Accounting Studies* 2(4), pp. 303–323.
 - Frankel, R., and C. M. C. Lee, 1998. “Accounting Valuation Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns,” *Journal of Accounting and Economics* 25(3), pp. 283–319.
 - Penman, S. H., 1998. “Combining Earnings and Book Value in Equity Valuation,” *Contemporary Accounting Research* 15(3), pp. 291–324.
 - Penman, S. H., and T. Sougiannis, 1998. “A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation,” *Contemporary Accounting Research* 15(3), pp. 343–383.

2. 代表的な実証研究

- 初期の代表的文献(2)
 - Barth, M. E., W. Beaver, J. R. M. Hand, and W. Landsman, 1999. “Accruals, Cash Flows, and Equity Values,” *Review of Accounting Studies* 4(3-4), pp. 205–229.
 - Dechow, P. M., A. P., Hutton, and R. Sloan, 1999. “An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model,” *Journal of Accounting and Economics* 26(1-3), pp. 1–34.
 - Lee, C. M. C., J. Myers, and B. Swaminathan, 1999. “What is the Intrinsic Value of the Dow?” *The Journal of Finance* 54(5), pp. 1693–1741.
 - Myers, J., 1999. “Implementing Residual Income Valuation with Linear Information Dynamics,” *The Accounting Review* 74(1), pp. 1–28.

2. 代表的な実証研究

- 初期の代表的文献(3)
 - Francis, J., P. Olsson, and D. R. Oswald, 2000. “Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates,” *Journal of Accounting Research* 38(1), pp. 45–70.
 - Courteau, L., J. L. Kao, and G. D. Richardson, 2001. “Equity Valuation Employing the Ideal versus Ad Hoc Terminal Value Expressions,” *Contemporary Accounting Research* 18(4), pp. 625–661.
 - Sougiannis, T., and T. Yaekura, 2001. “The Accuracy and Bias of Equity Values Inferred from Analysts’ Earnings Forecasts,” *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 16(4), pp. 331–362.
 - Begley, J., and G. A. Feltham, 2002. “The Relation between Market Values, Earnings Forecasts, and Reported Earnings,” *Contemporary Accounting Research* 19(1), pp. 1–48.

2. 代表的な実証研究

- その後の代表的文献(1)
 - Ali, A., L.-S. Hwang, and M. A. Trombley, 2003. “Residual-Income-Based Valuation Predicts Future Stock Returns: Evidence on Mispricing vs. Risk Explanations,” *The Accounting Review* 78(2), pp. 377–396.
 - Callen, J. L., and D. Segal, 2005. “Empirical Tests of the Feltham-Ohlson (1995) Model,” *Review of Accounting Studies* 10(4), pp. 409–429.
 - Hand, J. R. M., and W. R. Landsman, 2005, “The Pricing of Dividends in Equity Valuation,” *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 32(3-4), pp. 435-469.
 - Choi, Y.-S, J. F. O’Hanlon, P. F. Pope, 2006. “Conservative Accounting and Linear Information Valuation Models,” *Contemporary Accounting Research* 23(1), pp. 73–101.

2. 代表的な実証研究

- その後の代表的文献(2)
 - Jorgensen, B. N., Y. G. Lee, and Y. K. Yoo, 2011. “The Valuation Accuracy of Equity Value Estimates Inferred from Conventional Empirical Implementations of the Abnormal Earnings Growth Model: US Evidence,” *Journal of Business, Finance, & Accounting* 38(3-4), pp. 446–471.
 - Heinrichs, N., D. Hess, C. Homburg, M. Lorenz, and S. Sievers, 2013. “Extended Dividend, Cash Flow, and Residual Income Valuation Models: Accounting for Deviations from Ideal Conditions,” *Contemporary Accounting Research* 30(1), pp. 42–79.

2. 代表的な実証研究

- その後の代表的文献(3)
 - Ho, K.-C., S.-C. Lee, C.-T. Lin, and M.-T. Yu, 2017. “A Comparative Analysis of Accounting-Based Valuation Models,” *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 32(4), pp. 561–575.
 - Hand, J. R. M., J. G. Coyne, J. R. Green, and X. F. Zhang, 2017. “The Use of Residual Income Valuation Methods by U.S. Sell-Side Equity Analysts,” *Journal of Financial Reporting* 2(1), pp. 1–29.
 - Asness, C. S., A. Frazzini, and L. H. Pedersen, 2019. “Quality Minus Junk,” *Review of Accounting Studies* 24(1), pp. 34–112.
 - Golubov, A. and T. Konstantindi, 2019. “Where Is the Risk in Value? Evidence from a Market-to-Book Decomposition,” *Journal of Finance* 74(6), pp. 3135–3186.

2. 代表的な実証研究

- その後の代表的文献(4)
 - Boonlert-U-Thai, K., S. M. Saudagaran, and P. K. Sen, 2022. “Fundamental Valuation in Seven Asian Countries: Role of Earnings, Book Value, and Dividends,” *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 37(4), pp.848–873.
 - Cong, L. W., N. D. George, and G. Wang, 2023. “RIM-Based Value Premium and Factor Pricing using Value-Price Divergence,” *Journal of Banking and Finance* 149, 106812,
 - Peng, Z., P. Wang, and D. Christoudoulou. “Bridging the Gap between Stock Price and Bottom-Line Accounting Numbers,” *Review of Accounting Studies*, forthcoming.

2. 代表的な実証研究

- インプライド資本コストの代表的な文献(1)
 - Gebhardt, W. R., C. M. C. Lee, and B. Swaminathan, 2001. “Toward an Implied Cost of Capital,” *Journal of Accounting Research* 39(1), pp. 135–176.
 - Claus, J., and J. Thomas, 2001. “Equity Premia as Low as Three Percent? Evidence from Analysts, Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets,” *Journal of Finance* 56(5), pp. 1629–1666.
 - Easton, P. D., G. Taylor, P. Shroff, and T. Sougiannis, 2002. “Using Forecasts of Earnings to Simultaneously Estimate Growth and the Rate of Return on Equity Investment,” *Journal of Accounting Research* 40(3), pp. 657–676.
 - Gode, D., and P. Mohanram, 2003. “Inferring the Cost of Capital Using the Ohlson-Juettner Model,” *Review of Accounting Studies* 8(4), pp. 399–431.

2. 代表的な実証研究

- インプライド資本コストの代表的な文献(2)
 - Easton, P. D., 2004. “PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital,” *The Accounting Review* 79(1), pp. 73–95.
 - Ohlson, J. A., and B. E. Juettner-Nauroth, 2005. “Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value,” *Review of Accounting Studies* 10(2-3), pp. 349–365.
 - Botosan, C. A., and M. A. Plumlee, 2005. “Assessing Alternative Proxies for the Expected Risk Premium,” *The Accounting Review* 80(1), pp. 21–53.
 - Easton, P. D., and S. J. Monahan, 2005. “An Evaluation of Accounting-Based Measures of Expected Returns,” *The Accounting Review* 80(2), pp. 501–538.

2. 代表的な実証研究

- インプライド資本コストの代表的な文献(3)
 - Easton, P. D., 2007. *Estimating the Cost of Capital Implied by Market Prices and Accounting Data*, Foundations and Trends® in Accounting 2(4).
 - Botosan, C. A., M. A. Plumlee, and H. Wen, 2011. “The Relation between Expected Returns, Realized Returns, and Firm Risk Characteristics,” *Contemporary Accounting Research* 28 (4), pp. 1085–1122.
 - Guay, W., S. P. Kothari, and S. Shu, 2011. “Properties of Implied Cost of Capital using Analysts’ Forecasts,” *Australian Journal of Management* 36(2), pp. 125–149.

2. 代表的な実証研究

- インプライド資本コストの代表的な文献(4)
 - Larocque, S. A., and M. R., Lyle, 2017. “Implied Cost of Equity Capital Estimates as Predictors of Accounting Returns and Stock Returns,” *Journal of Financial Reporting* 2(1), pp. 69–93.
 - Wang, C. C. Y., 2017. “Commentary: Implied Cost of Equity Capital Estimates as Predictors of Accounting Returns and Stock Returns,” *Journal of Financial Reporting* 2(1), pp. 95–106. (近年のインプライド資本コストに関する論文は、この論文の参考文献を参照してほしい。)

2. 代表的な実証研究

- 企業価値評価実務の動向
 - Green, J., J. R. M., Hand, and X. F. Zhang, 2016, . “Errors and Questionable Judgments in Analysts’ DCF Models,” *Review of Accounting Studies* 21(2), pp. 596–632.
 - Hand, J. R. M., J. G. Coyne, J. R. Green, and X. F. Zhang, 2017, “The Use of Residual Income Valuation Methods by U.S. Sell-Side Equity Analysts,” *Journal of Financial Reporting* 2(2), pp. 1–29.
 - Allee, K. D., D. Erickson, A. M Esplin, and T. L. Yohn, 2020, “The Characteristics, Valuation Methods, and Information Use of Valuation Specialists,” *Accounting Horizons* 34 (3), pp. 23–38.

3. 日本における実証研究

- 代表的文献：日本(1)
 - 井上達男, 1997. 「会計数値に基づいた企業価値の国際比較」『商学論究（関西学院大学）』第45巻第1号, pp. 57–83.
 - 井上達男, 1998. 「会計数値に基づく企業価値の実証研究－東証一部上場三月決算企業を対象として－」『會計』第153巻第6号, pp. 44–56.
 - 薄井彰, 1999. 「クリーンサープラス会計と企業の市場評価モデル」『會計』第155巻第3号, pp. 394–409.
 - 藤井秀樹・山本利章, 1999. 「会計情報とキャッシュフロー情報の株価説明力に関する比較研究－Ohlsonモデルの適用と改善の試み－」『會計』第156巻第2号, pp. 14–29.
 - 井上達男, 1999. 「予測利益を用いたOhlsonモデルによる日本企業の実証分析」『會計』第156巻第2号, pp. 43–54.
 - 奥村雅史・吉田和生, 2000. 「連結会計情報と長期株式リターン：EBOモデルを通じて」『會計』第158巻第3号, pp. 352–366.

3. 日本における実証研究

- 代表的文献：日本(2)
 - 太田浩司, 2000. 「線形情報ダイナミックスの実証研究」『千里山商学(関西大学大学院)』第52号, pp. 27–81.
Available at: http://www2.itc.kansai-u.ac.jp/~koji_ota/
 - 太田浩司, 2000. 「オールソンモデルによる企業評価—Ohlson (1995)モデルの実証研究」『証券アナリストジャーナル』第38巻第4号, pp. 62–75. Available at: http://www2.itc.kansai-u.ac.jp/~koji_ota/
 - 高橋美穂子, 2001. 「会計数値と企業評価モデル—線形情報モデルを用いた企業評価に関する実証研究—」『會計』第159巻第5号, pp. 797–809.
 - 石川博行, 2001. 「企業価値評価における配当の役割(1)」『経営研究(大阪市立大学)』第52巻第3号, pp.55–84.
 - 石川博行, 2002. 「企業価値評価における配当の役割(2)」『経営研究(大阪市立大学)』第52巻第4号, pp.125–154. Available at: <http://dlisv03.media.osaka-cu.ac.jp/contents/osakacu/kiyo/DB00010089.pdf>

3. 日本における実証研究

- 代表的文献：日本(3)
 - 井上達男, 2002. 「企業価値評価モデルに関する一考察－保守主義会計の企業価値への影響－」『年報経営分析研究』第18号, pp. 33–40.
 - Ota, K., 2002. “A Test of the Ohlson (1995) Model: Empirical Evidence from Japan,” *The International Journal of Accounting* 37(2), pp. 157–182.
 - 太田浩司, 2002. 「経営者予想利益の価値関連性およびアナリスト予想利益に与える影響」『証券アナリストジャーナル』第40巻第3号, pp. 85–109. Available at:
http://www2.ipcku.kansai-u.ac.jp/~koji_ota/Paper/PublishedPaper/Ota_2002_SAJ.pdf
 - 石川博行・向山敦夫, 2003. 「環境情報と企業評価」『会計』第163巻第1号, pp. 56–71.

3. 日本における実証研究

- 代表的文献：日本(4)
 - 薄井彰, 2003. 「会計利益と株主資本の株価関連性：実証的証拠」『経済志林（法政大学）』第70巻第4号, pp. 231–248.
 - 矢内一利, 2003. 「新連結財務諸表原則の下での会計情報の企業価値関連性について」『商学研究科紀要（早稲田大学）』第57号, pp. 167–181.
 - 竹原均・須田一幸, 2004. 「フリーキャッシュフローモデルと残余利益モデルの実証研究—株価関連性の比較—」『現代ディスクロージャー研究』第5号, pp. 23–35. Available at:
<http://www.jardis.org/publications/cdr/05/cdr-05-article3.pdf>
 - 矢内一利, 2004. 「連結決算情報に基づく企業価値推定値の有用性：Ohlsonモデルによる評価を通して」『産業経営（早稲田大学産業経営研究所）』第36号, pp. 83–98. Available at:
https://www.waseda.jp/sanken/publication/sankei/file/36_6.pdf

3. 日本における実証研究

- 代表的文献：日本(5)
 - 大鹿智基, 2004. 「新規公開株式の株価と企業価値：IPO バブルと初値の妥当性」『管理会計学』第13巻第1・2号, pp. 39–54. Available at: https://www.jstage.jst.go.jp/article/jma/13/1-2/13_39/_pdf/-char/ja
 - 須田一幸・竹原均, 2005. 「残余利益モデルと割引キャッシュフローモデルの比較:ロング・ショート・ポートフォリオ・リターンの分析」『現代ファイナンス』第18号, pp. 3–26.
 - 中野誠・松浦良行・大上慎吾, 2005. 「残余利益バリュエーション—月次データを用いた実証分析—」『会計プロGRESS』第6巻, pp. 17–33.
 - 石川博行・小菅康嗣, 2005. 「環境会計情報と株価の実証的関連性：貨幣・物量情報を用いたパイロット・テスト」『経営研究（大阪市立大学）』第55巻第3,4号, pp. 99–116. Available at: <http://dlisv03.media.osaka-cu.ac.jp/contents/osakacu/kiyo/DB00011624.pdf>

3. 日本における実証研究

- 代表的文献：日本(6)
 - 西尾公宏・中野誠, 2006. 「株式価値評価モデルの比較分析—残余利益モデル・DCFモデル・経済付加価値モデル—」『証券アナリストジャーナル』第44巻第2号, pp. 98–110.
 - 石川博行, 2007. 『配当政策の実証分析』中央経済社.
 - 村宮克彦, 2008. 「経営者が公表する予想利益に基づく企業価値評価」『現代ファイナンス』第23号, pp. 131–151.
 - 矢内一利, 2008a. 「Ohlson (2001)に基づくモデルの株価説明力と評価の正確性の検証：研究開発投資の価値関連性を通して」『青山経営論集』第42巻第4号, pp. 153–179.
 - 矢内一利, 2008b. 「Ohlson-Juettner モデルに基づく企業価値推定値の株価説明力と評価の正確性の検証」『青山経営論集』第43巻第1号, pp. 255–273. Available at:
<https://www.agulin.aoyama.ac.jp/repo/repository/1000/11199/00011199.pdf>

3. 日本における実証研究

- 代表的文献：日本(7)
 - 新谷理, 2009. 「日本市場における線形情報ダイナミクスの検証：Dechow, Hutton and Sloan (1999) モデルの適用」『現代ディスクロージャー研究』第9号, pp. 43–62. Available at:
<http://www.jardis.org/publications/cdr/09/cdr-09-article5.pdf>
 - 花村信也, 2009. 「残余利益モデルと異常利益成長モデルによる会計情報の株価関連性」『年報経営分析研究』第25号, pp. 63–75. Available at:
https://www.jstage.jst.go.jp/article/baa/25/0/25_KJ00005587592/_pdf/-char/j
 - 矢内一利, 2010. 「Ohlson-Juettner モデルに基づく企業価値推定値の評価の正確性の検証」『青山経営論集』第44巻第4号, pp. 131–163. Available at:
<https://www.agulin.aoyama.ac.jp/repo/repository/1000/11719/00011719.pdf>
 - 土田俊也, 2010. 「企業価値評価モデルの実証的な優劣比較」, 桜井久勝編著『企業価値評価の実証分析：モデルと会計情報の有用性検証』中央経済社, 第5章所収.

3. 日本における実証研究

- 代表的文献：日本(8)
 - 松村尚彦, 2011. 「線形情報ダイナミクスと株式のバリュエーション：Dechow, Hutton and Sloan (1999)の方法を使った日本市場の検証」『経営学論集（東北学院大学）』第1号, pp. 21–46. Available at:
http://www.tohoku-gakuin.ac.jp/research/journal/bk2011/pdf/bk2011no08_02.pdf
 - 青木茂男, 2012. 「企業価値評価モデルDCF, DDM, DGMの比較検討」『茨城のキリスト教大学紀要』第46号, pp. 187–197. Available at:
https://ic.repo.nii.ac.jp/?action=repository_uri&item_id=18&file_id=22&file_no=1
 - 太田浩司, 2014. 「企業評価における予測指向と歴史的会計情報の有用性」『會計』第185巻第1号, pp. 16–28.
Available at: http://www2.ipcku.kansai-u.ac.jp/~koji_ota/

3. 日本における実証研究

- 代表的文献：日本(9)

- 向伊知郎, 2014. 「IFRS に基づいた財務情報の企業価値評価」『愛知学院大学論叢』第54巻第2・3号, pp. 214–236.

Available at: https://agu.repo.nii.ac.jp/record/1629/files/%E7%AC%AC54%E5%B7%BB%E7%AC%AC2-3%E5%8F%B7_85-108.pdf

- 薄井彰, 2015. 『会計制度の経済分析』中央経済社, 第6章.
- 太田浩司・斉藤哲朗・吉野貴晶, 2015. 「Feltham-Ohlson モデルの実証研究」『現代ファイナンス』第36巻, pp. 3–34.

Available at: http://www2.itc.kansai-u.ac.jp/~koji_ota/

- 畔上達也, 2016. 「経営者予想を用いた残余利益モデルと異常利益成長モデルの評価精度の比較」『年報経営ディスクロージャー研究』第15号, pp. 83–101. Available at:

<http://www.jardis.org/publications/jbd/15/jbd-15-article4.pdf>

3. 日本における実証研究

- 代表的文献：日本(10)
 - － 石川博行, 2019. 「資本剰余金配当とマイナス連結剰余金配当に対する市場の評価」『会計』第195巻第3号, pp. 50–62.
 - － 東川和将, 2023. 「経営者の予想利益にもどつく企業価値評価－Gao et al. (2019)モデルの検証－」『管理会計学』第31号第1号, pp. 165–181.

3. 日本における実証研究

- インプライド資本コストの代表的文献：日本(1)
 - 音川和久, 2000. 「IR活動の資本コスト低減効果」『会計』第158巻第4号, pp. 73–85.
 - 須田一幸・首藤昭信・太田浩司, 2004. 「ディスクロージャーが株主資本コストに及ぼす影響」, 須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店, 第1章所収.
 - 村宮克彦, 2005. 「経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト」『証券アナリストジャーナル』第43巻第9号, pp. 83–97.
 - 音川和久・村宮克彦, 2006. 「企業情報の開示と株主資本コストの関連性－アナリストの情報精度の観点から－」『会計』第169巻第1号, pp. 79–93.
 - 後藤雅敏・北川教央, 2010. 「資本コストの推計」, 桜井久勝編著『企業価値評価の実証分析：モデルと会計情報の有用性検証』中央経済社, 第14章所収.

3. 日本における実証研究

- インプライド資本コストの代表的文献：日本(2)
 - Kitagawa, N., and M. Gotoh, 2011. “Implied Cost of Capital over the Last 20 Years,” *The Japanese Accounting Review* 1, pp. 71–104.
 - 野崎真利, 2011. 「予想利益のバイアス補正とインプライド資本コストの推定」『MTECジャーナル』第23巻, pp. 125–146.
 - 新谷理, 2013. 「RIV及びOJモデルを用いた日本の株式市場における資本コストの研究」『商学研究科紀要（早稲田大学）』第77巻, pp. 265–283.
Available at: <http://hdl.handle.net/2065/40459>
 - 井上謙仁・石川博行, 2014. 「IFRSが資本市場に与えた影響」『証券アナリストジャーナル』第52巻第9号, pp. 28–40.
 - 石川博行, 2014. 「インプライド資本コストとインプライド成長率の同時推定」『証券アナリストジャーナル』第52巻第7号, pp. 48–53.

3. 日本における実証研究

- インプライド資本コストの代表的文献：日本(3)
 - － 太田裕貴, 2015. 「個別企業ごとに同時逆算されたインプライド資本コストの有用性」『経営研究（大阪市立大学）』第66巻第1号, pp. 45–67. Available at:
<http://dlisv03.media.osaka-cu.ac.jp/contents/osakacu/kiyo/DBa0660103.pdf>
 - － 太田裕貴, 2015. 「株式価値評価モデルを用いたインプライド資本コストの逆算手法」『経営研究（大阪市立大学）』第66巻第3号, pp. 107–129. Available at:
<http://dlisv03.media.osaka-cu.ac.jp/contents/osakacu/kiyo/DBa0660306.pdf>
 - － 浅野敬志・安達哲也・奥田達志, 2016. 「残余利益モデルによる個別企業の資本コスト・期待利益の同時推定」『金融研究』第35巻第4号, pp. 91–134. Available at:
<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk35-4-4.pdf>

3. 日本における実証研究

- インプライド資本コストの代表的文献：日本(4)
 - 高須悠介, 2016. 「日本企業のインプライド資本コスト推定とその妥当性」『横浜経営研究（横浜国立大学）』第37巻第1号, pp. 235–255. Available at: https://ynu.repo.nii.ac.jp/?action=repository_uri&item_id=7904&file_id=20&file_no=1
 - 石川博行, 2016. 「価値創造企業のROEと株主資本コスト」『みずほ年金レポート』第117号, pp. 35–45.
 - 久田祥子, 2016. 「サーベイ論文：インプライド資本コストの推計方法と検証結果について」『東海大学紀要』第48号, pp. 267–282.
 - 大橋良生, 2018. 「会計上の保守主義と株主資本コスト」『会津大学短期大学部研究紀要』第75号, pp. 83–99. Available at: https://jc.u-aizu.repo.nii.ac.jp/?action=repository_uri&item_id=1299&file_id=22&file_no=1

3. 日本における実証研究

- インプライド資本コストの代表的文献：日本(5)
 - － 石川博行, 2018. 「インプライド資本コストとインプライド成長率の同時推定(2)」『証券アナリストジャーナル』第56巻第8号, pp. 50–54.
 - － 小野慎一郎・村宮克彦, 2019. 「対数線形・現在価値法に基づく事業の資本コスト」『証券アナリストジャーナル』第57巻第10号, pp. 39–50.
 - * 分析フレームワークについては「会計情報を用いた資産価格理論」のスライド参照。

3. 日本における実証研究

- 期待リターン，資本コストに関するその他の文献：日本
 - 高須悠介, 2018. 「会計資産リスクと期待資産リターン，企業価値の関係性」『横浜経営研究（横浜国立大学）』第39巻第3・4号, pp. 77–90.
<https://www.cba.ynu.ac.jp/gakkai/kaisi/pdf/39-3-6.pdf>
 - 高須悠介, 2019, 「会計ファンダメンタルズと株主資本コスト」『証券アナリストジャーナル』第57巻第10号, 29–38.
 - 小野慎一郎, 2021. 「会計数値を活用した期待リターン推定の有用性」『企業会計』第73巻第5号, pp. 120–121.

3. 日本における実証研究

- インプライド資本コストのサーベイ論文
 - 久田祥子, 2007. 「サーベイ論文：インプライド資本コストの推計方法と検証結果について」『浜国際社会科学研究』第12号第2号, pp. 51–70. Available at: https://www.u-tokai.ac.jp/academics/undergraduate/political_science_and_eco/kiyou/index/pdf/2016/19_p267-282.pdf
 - 小野慎一郎, 2013. 「インプライド資本コストの推定に関する会計研究の動向」『商学論集（西南学院大学）』第59巻第3・4号, pp. 85–100. Available at: <http://repository.seinan-gu.ac.jp/handle/123456789/640>

4. 評価モデル間の比較研究に関する議論

- Lundholm, R., and T. O’Keefe, 2001. “Reconciling Value Estimates from the Discounted Cash Flow Model and the Residual Income Model,” *Contemporary Accounting Research* 18(2), pp. 311–335.
- Penman, S. H., 2001. “On Comparing Cash Flow and Accrual Accounting Models for Use in Equity Valuation: A Response to Lundholm and O’Keefe (CAR, Summer 2001),” *Contemporary Accounting Research* 18(4), pp. 681–692.
- Lundholm, R., and T. O’Keefe, 2001. “On Comparing Residual Income and Discounted Cash Flow Models of Equity Valuation: A Response to Penman (CAR, Winter 2001),” *Contemporary Accounting Research* 18(4), pp. 693–696.

4. 評価モデル間の比較研究に関する議論

- 石川博行, 2010. 「DDMとRIMの実証的な優劣比較の有効性」, 桜井久勝編著『企業価値評価の実証分析：モデルと会計情報の有用性検証』中央経済社, 第4章所収.
- 八重倉孝, 2010. 「残余利益モデルの拡張」, 桜井久勝編著『企業価値評価の実証分析：モデルと会計情報の有用性検証』中央経済社, 第6章所収.

5. 評価モデルの基礎となる財務諸表分析

ここは特に一部の文献のみ示している。

- 代表的文献(1)
 - Nissim, D., and S. H. Penman, 2001. “Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice,” *Review of Accounting Studies* 6(1), pp. 109–154.
 - Fairfield, P. M., and T. L. Yohn, 2001. “Using Asset Turnover and Profit Margin to Forecast Changes in Profitability,” *Review of Accounting Studies* 6(4), pp. 372–386.
 - Nissim, D., and S. H. Penman, 2003. “Financial Statement Analysis of Leverage and How it Informs about Profitability and Price-to-Book Ratios,” *Review of Accounting Studies* 8(4), pp. 531–560.
 - Cheng, Q., 2005. “What Determines Residual Income?” *The Accounting Review* 80(1), pp. 85–112.

5. 評価モデルの基礎となる財務諸表分析

- 代表的文献(2)
 - Soliman, M. T., 2008. “The Use of DuPont Analysis by Market Participants,” *The Accounting Review* 83(3), pp. 823–853.
 - Esplin, A., M. Hewitt, M. Plumlee, and T. L. Yohn, 2014. “Disaggregating Operating and Financial Activities: Implications for Forecasts of Profitability,” *Review of Accounting Studies* 19(1), pp. 328–362.

5. 評価モデルの基礎となる財務諸表分析

- 代表的文献：日本
 - 太田浩司, 2004. 「残余利益モデルに基づく財務比率分析」『証券アナリストジャーナル』第42巻第4号, pp. 23–34.
 - 若林公美, 2010. 「企業価値評価モデルのインプットとしての利益」, 桜井久勝編著『企業価値評価の実証分析：モデルと会計情報の有用性検証』中央経済社, 第8章所収.
 - 村宮克彦, 2010. 「残余利益モデルを構成する財務比率の特性分析」, 桜井久勝編著『企業価値評価の実証分析：モデルと会計情報の有用性検証』中央経済社, 第9章所収.
 - 桜井貴憲, 2010. 「残余利益の持続性と企業価値評価」, 桜井久勝編著『企業価値評価の実証分析：モデルと会計情報の有用性検証』中央経済社, 第10章所収.
 - 桜井久勝・音川和久編著, 2013. 『会計情報のファンダメンタル分析』中央経済社. 各章.

5. 評価モデルの基礎となる財務諸表分析

- 代表的文献：日本
 - － 小野慎一郎・椎葉淳・村宮克彦, 2018. 「組替財務諸表に基づく ROE 予測の有効性」『国民経済雑誌』第 218 巻第 1 号, pp. 59–79.
 - － 小野慎一郎, 2022. 「純事業資産利益率 (RNOA) の特徴と予測」『企業会計』第 74 巻第 8 号, pp. 21–28.

TOPIC #2

会計情報に基づく企業価値評価
に関する理論研究の紹介

1. イントロダクション

- ここまで紹介してきたモデルを基礎として、さまざまな理論研究が進んでいる。ここでは次のトピックの文献のみ紹介しておく。
 - Ohlson モデルと FO モデルのさらなる展開
 - 保守主義会計と企業価値評価
 - 変動する利子率と企業価値評価
 - Penman の一連の研究：会計情報と期待リターン
 - 消費CAPMとのつながり

2. Ohlson モデルと FO モデルのさらなる展開

Ohlson (1995, CAR) 以前

- Ohlson, J. A., 1979. “Risk, Return, Security-Valuation and the Stochastic Behavior of Accounting Numbers,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 14(2), pp. 317–336.
- Garman, M. B., and J. A. Ohlson, 1980. “Information and the Sequential Valuation of Assets in Arbitrage-Free Economies,” *Journal of Accounting Research* 18(2), pp. 420–440.
- Ohlson, J. A., 1990. “A Synthesis of Security Valuation Theory and the Role of Dividends, Cash Flows, and Earnings,” *Contemporary Accounting Research* 6(2), pp. 648–676.
- Ohlson, J. A., 1991. “The Theory of Value and Earnings, and An Introduction to the Ball-Brown Analysis,” *Contemporary Accounting Research* 8(1), pp. 1–19.

2. Ohlson モデルと FO モデルのさらなる展開

- Feltham, G. A., and J. A. Ohlson, 1996. “Uncertainty Resolution and the Theory of Depreciation Measurement,” *Journal of Accounting Research* 34(2), pp. 209–234.
- Stark, A. W., 1997. “Linear Information Dynamics, Dividend Irrelevance, Corporate Valuation and the Clean Surplus Relationship,” *Accounting and Business Research* 27(3), pp. 219–228.
- Ohlson, J. A., and X.-J. Zhang, 1998. “Accrual Accounting and Equity Valuation,” *Journal of Accounting Research* 37(2), pp. 85–111.
- Ohlson, J. A., and X.-J. Zhang, 1999. “On the Theory of Forecast Horizon in Equity Valuation,” *Journal of Accounting Research* 37(2), pp. 437–449.
- Ohlson, J. A., 1999. “On Transitory Earnings,” *Review of Accounting Studies* 4(3)&(4), pp. 145–162.
- Feltham, G. A., and J. Pae, 2000. “Analysis of the Impact of Accounting Accruals on Earnings Uncertainty and Response Coefficients,” *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 15(3), pp. 199–220.

2. Ohlson モデルと FO モデルのさらなる展開

- Ohlson, J. A., 2003. “Positive (Zero) NPV Projects and the Behavior of Residual Earnings,” *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(1)&(2), pp. 7–15.
- Ohlson, J, A., 2005. “On Accounting-Based Valuation Formulae,” *Review of Accounting Studies* 10(2-3), pp. 323–347.
- Ohlson, J, A., and B. E. Juettner-Nauroth, 2005. “Expected EPS and EPS Growth as Determinantsof Value,” *Review of Accounting Studies* 10(2-3), pp. 349–365.
- Pope, P. F., and P. Wang, 2005. “Earnings Components, Accounting Bias and Equity Valuation,” *Review of Accounting Studies* 10(4), pp. 387–407.
- Ohlson, J. A., and Z. Gao, 2006. *Earnings, Earnings Growth and Value, Foundations and Trends® in Accounting* 1(1).

2. Ohlson モデルと FO モデルのさらなる展開

- Gao, R., J. A. Ohlson, and A. J. Ostaszewski, 2013. “Dividend Policy Irrelevancy and the Construct of Earnings,” *Journal of Business Finance & Accounting* 40(5)&(6), pp. 673–694.
- Ashton, D., and P. Wang, 2013. “Terminal Valuations, Growth Rates and the Implied Cost of Capital,” *Review of Accounting Studies* 18(1), pp. 261–290.
- Ashton, D., and P. Wang, 2013. “Valuation Weights, Linear Dynamics and Accounting Conservatism: An Empirical Analysis,” *Contemporary Accounting Research* 40(1-2), pp. 1–25.
- Clubb, C., 2013. “Information Dynamics, Dividend Displacement, Conservatism, and Earnings Measurement: A Development of the Ohlson (1995) Valuation Framework,” *Review of Accounting Studies* 18(2), pp. 360–385.

2. Ohlson モデルと FO モデルのさらなる展開

- Christodoulou, D., C. Clubb, and S. Mcleay, 2016. “A Structural Accounting Framework for Estimating the Expected Rate of Return on Equity,” *ABACUS* 52(1), pp. 176–210.
- Ohlson, J. A. and E. Johannesson, 2016. “Equity Value as a Function of (eps1, eps2, dps1, bvps, beta): Concepts and Realities,” *ABACUS* 50(1), pp. 70–99.
- Wang, P., 2018. “Future Realized Return, Firm-Specific Risk and the Implied Expected Return,” *ABACUS* 54(1), pp. 105–132.
- Gao, Z., J. N. Myers, L. A. Myers, and W.-T. Wu, 2019. “Can a Hybrid Method Improve Equity Valuation? An Empirical Evaluation of the Ohlson and Johannesson (2016) Model,” *The Accounting Review* 94(6), pp. 227–252.
- Lai, C., 2020, “A Note on a Framework for Valuation Ratios based on Fundamentals,” *Contemporary Accounting Research* 37(4), pp. 2213–2223.

3. 保守主義会計と企業価値評価

- Feltham, J. A., and J. A. Ohlson, 1995. “Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities,” *Contemporary Accounting Research* 11(2), pp. 689–731.
- Zhang, X.-J., 2000. “Conservative Accounting and Equity Valuation,” *Journal of Accounting and Economics* 29(1), pp. 125–149.
- Choi, Y. S., J. F. O’Hanlon, and P. F. Pope, 2006. “Conservative Accounting and Linear Information Valuation Models,” *Contemporary Accounting Research* 23(1), pp. 73–101.

3. 保守主義会計と企業価値評価

- Penman, S. H. and X-J. Zhang, 2020. “A Theoretical Analysis Connecting Conservative Accounting to the Cost of Capital,” *Journal of Accounting and Economics*. 69(1), pp. 1–25. (モデル分析) (「5. Penman の一連の研究：会計情報と期待リターン」も参照)
- Penman, S. H., and X-J. Zhang, 2021. “Connecting Book Rate of Return to Risk and Return: The Information Conveyed by Conservative Accounting,” *Review of Accounting Studies* 26(2), pp. 391–423.
(Penman and Zhang (2020)に関する実証研究) (「5. Penman の一連の研究：会計情報と期待リターン」も参照)

4. 変動する利子率と企業価値評価

- Feltham, G. A., and J. A. Ohlson, 1999. “Residual Earnings Valuation with Risk and Stochastic Interest Rates,” *The Accounting Review* 74(2), pp. 165–183.
- Ang, A., and J. Liu, 2001. “A General Affine Earnings Valuation Model,” *Review of Accounting Studies* 6(4), pp. 397–425.
- Gode, D., and J. A. Ohlson, 2004. “Accounting-Based Valuation with Changing Interest Rates,” *Review of Accounting Studies* 9(4), pp. 419–441.

5. Penman の一連の研究：会計情報と期待リターン

- Penman, S. H., S. A. Richardson, and I. Tuna, 2007, “The Book-to-Price Effect in Stock Returns: Accounting for Leverage,” *Journal of Accounting Research* 45(2), pp. 427–467.
- Penman, S. H., and F. Reggiani, 2013, “Returns to Buying Earnings and Book Value: Accounting for Growth and Risk,” *Review of Accounting Studies* 18(4), pp. 1021–1049.
- Penman, S. H., and J. L. Zhu, 2014, “Accounting Anomalies, Risk, and Return,” *The Accounting Review* 89(5), pp. 1835–1866.
- Penman, S. H., 2016, “Valuation Accounting for Risk and the Expected Return,” *ABACUS* 52(1), pp. 106–130. (レビュー)

5. Penman の一連の研究：会計情報と期待リターン

- Penman, S. H., F. Reggiani, S. A. Richardson, and I. Tuna, 2018. “A Framework for Identifying Accounting Characteristics for Asset Pricing Models, with an Evaluation of Book-to-Price,” *European Financial Management* 24(4), pp. 488–520. (全体的なフレームワークも提示)
- Penman, S. H., and F. Reggiani, 2018, “Fundamentals of Value versus Growth Investing and an Explanation for the Value Trap,” *Financial Analyst Journal* 74(4), pp. 103–119.
- Penman, S. H. and X-J. Zhang, 2020. “A Theoretical Analysis Connecting Conservative Accounting to the Cost of Capital,” *Journal of Accounting and Economics*. 69(1), pp. 1–25. (モデル分析)
- Penman, S. H., and X-J. Zhang, 2021. “Connecting Book Rate of Return to Risk and Return: The Information Conveyed by Conservative Accounting,” *Review of Accounting Studies* 26(2), pp. 391–423.
(Penman and Zhang (2020)に関する実証研究)

5. Penman の一連の研究：会計情報と期待リターン

- Penman, S. H., and N. Yehuda, 2019, “A Matter of Principle: Accounting Reports Convey Both Cash-Flow News and Discount-Rate News,” *Management Science*, 65(12), pp. 5584–5602.
- Penman, S. H., and J. L. Zhu, 2019, “An Accounting-Based Asset Pricing Model and a Fundamental Factor,” *Working Paper*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3393068>（最新の中心的研究）

5. Penman の一連の研究：会計情報と期待リターン

以下，小野 (2018) はサーベイ，小野 (2021) はコラム，小野・椎葉・村宮 (2018) は実証研究。

- 小野慎一郎, 2018. 「会計上の認識・測定原則を考慮した資産価格モデルへ向けて：Penman の所説を中心に」『大分大学経済論集』第59巻第3・4号, pp. 85–100. Available at: <http://hdl.handle.net/10559/16447>
- 小野慎一郎・椎葉淳・村宮克彦, 2020. 「日本市場におけるバリュートラップ：会計原則の影響に基づく説明の検証」『経営財務研究』第40巻第1・2号, p. 45–63. (Penman and Reggiani (2018) の追試を含む)
- 小野慎一郎, 2021. 「会計上の認識・測定原則とリスク・期待リターンの関連性」『企業会計』第73巻第6号, pp. 128–129.

6. 消費CAPMとのつながり

- Yee, K. K., 2006. “Earnings Quality and the Equity Risk Premium: A Benchmark Model,” *Contemporary Accounting Research*, 23(3), pp. 833–877.
- Yee, K. K., 2007. “Using Accounting Information for Consumption Planning and Equity Valuation,” *Review of Accounting Studies*, 12(2-3), pp. 227–256.
- Nekrasov, A., and P. K. Shroff, 2009. “Fundamentals-Based Risk Measurement in Valuation,” *The Accounting Review* 84(6), pp. 1983–2011.
- Christensen, P. O., and G. A. Feltham, 2009. *Equity Valuation, Foundations and Trends® in Accounting* 4(1).

6. 消費CAPMとのつながり

- Lyle, M. R., J. L. Callen, and R. J. Elliott, 2013. “Dynamic Risk, Accounting-based Valuation and Firm Fundamentals,” *Review of Accounting Studies* 18(4), pp. 899–929.
- Bach, C., and P. O. Christensen, 2016. “Consumption-Based Equity Valuation,” *Review of Accounting Studies*, 21(4), pp. 1149–1202.

Lyle, Callen, and Elliott (2013)を紹介している論文

- 小野慎一郎, 2014. 「時間的に変動する株主資本コストの推計手法」『大分大学経済論集』第66巻第4号, pp. 55–76. Available at:
<http://hdl.handle.net/10559/15275>

6. 消費CAPMとのつながり

- 「会計情報を用いた資産価格理論」のスライド参照