

《論 説》

Value Relevance とは何か

中 川 豊 隆

I. 序

実証会計学ではvalue relevanceという用語がしばしば用いられる。本稿はこの用語の意味と利用範囲について検討することを目的とする。まずvalue relevanceの語義を検討するにあたって、Francis and Schipper [1999] に着目した。その研究は「財務諸表のレリバンスが失われている」という主張を実証主義の観点で検討したものであるが、その分析に先立ってvalue relevanceの4つの解釈が示されている。本稿はこの部分に着目してvalue relevanceの意味を検討する。その上で、各解釈におけるvalue relevanceがどのような研究で利用されるのかを検討する。この検討に当たってはHolthausen and Watts [2001] に着目する。Holthausen and Watts [2001] は会計基準設定目的のvalue relevance研究を3つに分類しているが、本稿は各解釈におけるvalue relevanceが会計基準設定目的のvalue relevance研究と会計基準設定目的以外のvalue relevance研究のいずれで利用されるのかということを検討する。このように、本稿ではvalue relevanceという用語の解釈と各解釈における当該用語の利用範囲をFrancis and Schipper [1999] とHolthausen and Watts [2001] を中心的な題材として検討している。

本稿の構成は以下の通りである。第2節ではFrancis and Schipper [1999] が示したvalue relevanceの4つの解釈を確認する。第3節から第6節ではそれらの4つの解釈について順に検討する。第7節ではHolthausen and Watts [2001] における会計基準設定目的のvalue relevance研究の3分類について説明する。第8節では4つの解釈の利用範囲について検討する。第9節は結びである。

II. Francis and Schipper [1999] におけるvalue relevanceの4つの解釈

Francis and Schipper [1999] は二つの方法でvalue relevanceを操作化し「財務諸表のレリバンスが失われている」という主張を実証的な含意をもって検討した研究である。その二つの方法とは、一つは財務情報を予見することで獲得可能なりターンの検証であり、もう一つは会計情報が持つ市場価値の説明力の検証である。したがって、その研究における「財務諸表のレリバンスが失われている」という主張は、実証主義の立場からは、財務情報を予見することで獲得可能なりターンの減少もしくは会計情報の株価やリターンの説明力の減少の少なくともどちらか一方を根拠としてなされることになる。なお、これらの二つのアプローチのうち、財務情報を予見することで獲得可能なりターンによる方法の方が望ましいとされているが、これはそのようなポートフォリオアプローチがリターンのボラティリティの変化をコントロールするからであるという。これに対して、会計情報の株価やリターン

の説明力によるアプローチを用いた場合には、価値関連的な財務情報が提供されていても、それで跡付けることができないようなボラタイルな市場リターンが生じていると、レリバンスが減少したように映るという。

本稿が注目するのは、こういった実証分析が証拠づけているvalue relevanceの具体的な語義である。この点について考察するために参考になるのが上記の実証分析に先立って示されているvalue relevanceの4つの解釈である。本稿ではここに着目して、value relevanceという用語の意味に関する整理と考察を進める。

Francis and Schipper〔1999〕で示されているvalue relevanceの4つの解釈は表1のとおりである。即ち、value relevanceという用語は、ファンダメンタル分析研究、企業価値評価モデル研究、情報内容研究¹、財務情報と株価やリターンの相関関係の研究で用いられてきたことが確認できる。以下、Francis and Schipper〔1999〕における各解釈の説明を確認する。

一つ目の解釈は、「本源的価値をとらえることで財務諸表情報は株価を先導する」(Francis and Schipper〔1999〕, p.325)というものである。この解釈に従えば、株価が後で財務情報に追いついてくることになるので、投資戦略上は会計データにもとづいて投資意思決定を行って株価がその方向へ動いてくるのを待てばよいことになる。また、これは本源的価値をとらえるためには株価よりも会計情報を重視すべきであるという考え方と整合する。この意味でのvalue relevanceという用語が用いられている研究としては、Ou and Penman〔1989a〕〔1989b〕等がある。

二つ目の解釈は、「財務情報が企業価値評価モデルで利用されている変数に含まれているもしくはそれらの変数の予測を支援するならば、その財務情報は価値関連的である」(Francis and Schipper〔1999〕, p.325)というものである。この意味でのvalue relevanceは、割引配当モデルにおける将来の配当金、割引キャッシュ・フローモデルにおける将来キャッシュ・フロー、割引残余利益モデルにおける将来利益と将来純資産簿価の予測能力等によって測定できる。

三つ目の解釈は、「投資家が価格を決める際に当該情報を実際に利用しているかどうかを統計的関連性によって測定するものであり、value relevanceは財務諸表情報がマーケットにおける情報の集合体を変える能力によって測定されるだろう」(Francis and Schipper〔1999〕, p.325)というものである。この意味でのvalue relevanceは財務情報を入手した投資家が彼らの期待値を修正することで株価が変動するというプロセスを前提としているのである。これはディスクロージャーの適時性と関係する解釈であるが、通常は実績利益情報が開示される以前にその情報の多くが株価に織り込まれるので実績

表1 Francis and Schipper〔1999〕におけるvalue relevanceの4つの解釈

解釈	value relevanceが存在するケース
解釈1 ファンダメンタル分析	株式の本源的価値をとらえるとき
解釈2 企業価値評価モデル	企業価値評価モデル上で役立つとき
解釈3 情報内容	実際に株価の決定に利用されているとき
解釈4 株価やリターンとの相関	株価に影響する情報を捕捉・要約するとき

出典：Francis and Schipper〔1999〕, p.325-p.327より作成

1 Francis and Schipper〔1999〕は表1の解釈3を情報内容パースペクティブと呼んでいる。(Francis and Schipper〔1999〕, 注29)

利益の開示後にそのことに起因した大きな株価変動が生じることは想定しにくいと考えられる。これは経営者やアナリストによる予想利益情報などの存在が大きい²が、事前に正しく予想されているほど実績利益情報公表の株価への影響が小さいということと利益情報への投資家の関心の有無とは区別する必要があるのは言うまでもないであろう。この点について、Francis and Schipperは「投資家が適時的に開示された財務諸表の内容に関心があるのかという問題と予測能力を持った財務諸表の内容に関心があるのかという問題を解釈3は区別できない」(Francis and Schipper [1999], p.326)としている。解釈3の意味でのvalue relevanceの変化については財務情報の充実以外の論点にも目を向けて研究する必要があるだろう²。

四つ目の解釈は、「会計情報と市場価値もしくは長期のリターンとの間に統計的関連性があれば、会計情報と投資家が利用している情報との間に相関関係がある」(Francis and Schipper [1999], p.326)というものである。この意味のvalue relevanceが存在するためには、会計情報が株価に影響する情報を捕捉・要約している必要がある。しかし、解釈3の場合のように開示が適時的である必要はなく、競合する他の情報源が充実していても解釈4のvalue relevanceが低下するわけではない。

このように、Francis and Schipper [1999] はvalue relevanceの解釈としてファンダメンタル分析研究におけるvalue relevance、企業価値評価モデル研究におけるvalue relevance、情報内容研究におけるvalue relevance、株価やリターンとの相関関係の研究におけるvalue relevanceの4つを示しているのである。第3節から第6節ではそれぞれの解釈について詳しく検討する。

Ⅲ. ファンダメンタル分析とvalue relevance

Francis and Schipper [1999] ではファンダメンタル分析研究の領域におけるvalue relevanceを調査した研究としてOu and Penman [1989a] [1989b] を挙げている。本節では、これらの研究の具体的内容を確認して、解釈1におけるvalue relevanceの意義を検討する。

Ou and Penman [1989a] は、財務諸表情報を将来の利益を予測する指標として集約し、それにもとづいてリターンが獲得できるかどうかを分析している。伝統的なファンダメンタル分析は企業のファンダメンタル価値は財務諸表に示されているが、株価がファンダメンタル価値と異なる場合には次第に株価がファンダメンタル価値に近づくと考えている。本源的価値から逸脱した株価は最終的にはファンダメンタル価値へと引き寄せられるのであり、その性質を利用して割安の銘柄を買い割高の銘柄を売る投資戦略によって異常リターンの獲得が可能であるということになる。その具体的な方法について検証しているのがOu and Penman [1989a] である。即ち、将来利益の増減を表す指標にもとづくファンダメンタル分析による投資戦略をテストしているのである³。

2 この点について、「ディスクロージャーの内容が不足しているもしくは競合する情報の適時性や予測能力が高いと投資家にとっての財務諸表の有用性が低下する」と述べられている。(Francis and Schipper [1999], p.326)

3 Ou and Penmanは「ファンダメンタル分析は企業の価値が財務諸表情報によって示されると主張する。しかし、企業価値を財務諸表から取り出す方法は不明確である。伝統的な財務諸表分析はこの作業の指針をほとんど提供していない。」(Ou and Penman [1989a], p.297)と述べ、財務諸表から企業価値を取り出すという発想を操作化する必要性を主張している。

具体的には、企業が翌期の利益を生み出す相対的能力を評価する $\hat{P}_r$ という尺度が用いられている。この尺度は伝統的なファンダメンタル分析における将来利益稼得能力の性格を持つという。この尺度を企業と年度のプールデータを利用したロジットモデルで推定している。そのモデルでは利益予測のために二つの期間について16または18の項目が使用されている。具体的には、現金配当÷キャッシュ・フロー、一株当たり配当金の変化額、減価償却費の変化率、流動比率の変化率、ROA等である。そして、このような会計データにもとづいて計算された $\hat{P}_r$ が高い銘柄をロングポジション、低い銘柄をショートポジションとした場合に生じる将来のヘッジリターンが1年間保有の場合でプラス8%を超えることが示されている⁴。

一方、Ou and Penman [1989b] は、株価の将来利益予測能力と財務諸表項目の将来利益予測能力を比較した研究である。Ou and Penmanの分析によれば、株価の将来利益予測能力よりも財務諸表項目の将来利益予測能力の方が高いことが示されている。また、P/Eレシオの相違は財務諸表情報で説明できることも示されている。これに対して、一時的項目が含まれている会計利益は株価に含まれている情報を遅れて反映するという考え方や、利益の持続的要素だけを反映する株価の変動からは一時的な要素が取り除かれているという考え方もあるという (Beaver et al. [1980], Beaver et al. [1987], Collins et al. [1987])。

このような考え方とは対照的に、Ou and Penmanは会計情報の優位性を主張している。具体的には、①利益数値それ自体は株価に織り込まれている情報を遅れてとらえるものの財務諸表に含まれるそれ以外の項目がその情報を同時に明らかにしていること、②財務諸表情報によって識別される利益の一時的要素も株価に反映されており価値無関連な測定誤差ではないと主張している (Ou and Penman [1989b], p.112)。

また、将来リターンの予測能力については⁵、P/Eによって予測可能なりターンと会計利益によって予測可能なりターンは負の関連性があることが示されている。このように、P/Eと会計情報は将来利益の予測に関しては類似的信息を提供しており、将来リターンの予測に関しては異なる情報を提供していることが示されている。

ここではOu and Penman [1989a] [1989b] を概観したが、それではこれらの研究におけるvalue relevanceはどのような意味を持っているのであろうか。最も重要な点は、財務諸表から情報を取り出してそれを投資意思決定情報として利用しているという点である。換言すれば、投資意思決定における実質上の有用性の文脈でvalue relevanceという用語が用いられていると見るのであろう。

IV. 企業価値評価モデルとvalue relevance

次に二つ目の解釈について考察したい。二つ目の解釈は、「財務情報が企業価値評価モデルで利用されている変数に含まれているもしくはそれらの変数の予測を支援するならば、その財務情報は価値関連的である」(Francis and Schipper [1999], p.325) というものである。これは特定の企業価値評価

4 2年間保有の場合は14.53%である。

5 P/Eレシオによるリターン予測の研究には、Basu [1983], Jaffe et al. [1989] 等がある。

モデルに変数もしくはその変数を予測するデータとして組み込まれていることを重視する考え方であるから、企業価値評価モデル研究の枠内でその意義をとらえることができる。したがって、例えば、どのような会計情報が含まれたモデルであるのかということやそのモデルによって計算した持分価値の株価説明力の有無及び程度や将来のフローやストックの数値を予測するために利用できるかどうかということが研究テーマになりうるであろう。

いずれの場合であっても特定の企業価値評価モデルが念頭におかれていることになるが、どのモデルを重視すべきなのかということは論者によって異なりうる。例えば、Demirakos et al. [2004]によれば、Penmanの著作は残余利益モデルに最も注目しておりCopelandらの著作⁶は割引キャッシュ・フローモデルに焦点を当てているという（Demirakos et al. [2004], p.223）。なお、Demirakos et al. [2004]は、価値関連の属性（value-relevant attributes）に焦点を当てて企業価値評価モデルのアナリストの利用状況を調査した研究である。ここでvalue-relevantという用語が用いられており、企業価値評価モデルに関する研究の枠内でvalue relevanceが用いられることを裏付けている。また、企業価値評価モデル上の変数の予測を支援するという部分に目を向けるならば、将来キャッシュ・フローや将来利益の予測能力に関する研究もこの領域のvalue relevance研究に該当すると考えられる⁷。

V. 情報内容分析とvalue relevance

次に三つ目の解釈について考察したい。三つ目の解釈は、「投資家が価格を決める際に当該情報を実際に利用しているかどうかを統計的関連性によって測定するものであり、value relevanceは財務諸表情報がマーケットにおける情報の集合体を変える能力によって測定されるだろう」（Francis and Schipper [1999], p.325）というものである。これには会計情報の期待外部分と異常リターンとの関係を分析した研究が当てはまる。この意味でのvalue relevanceは情報内容（information content）とも呼ばれる。

ところで、この「情報内容」とは何を意味する用語であろうか。この点について、Christensen and Demski [2003]では価値測定を重視するアプローチに対して情報内容アプローチは情報を適切に伝達する公式的な測定システムの重要性を強調すると説明されている（Christensen and Demski [2003]『訳書』, p.6）。この説明はFrancis and Schipper [1999]の解釈3における「投資家が価格を決める際に当該情報を実際に利用しているかどうかの測定」という記述と整合する。即ち、情報内容研究は、会計測定の視点より市場への会計情報の提供という視点を重視していることになる。したがって、投資家が実際に利用していると考えられる会計情報の期待外部分と企業の個別的情報を反映していると考えられる異常リターンとの関係がしばしば分析対象になるものでありかつ財務情報の開示の適時性や財務報告書以外の代替的情報源が提供する情報の質や量が情報内容分析の結果に影響を及ぼすのであ

6 McKinsey & Companyによる著作である。

7 例えば、Barth et al. [2001]はDechow et al. [1998]のモデルを利用して将来キャッシュ・フロー予測における会計発生高の役割について検証した研究である。なお、その目的はFASBの概念フレームワークにおける主張を実証主義的視点から検証することである。

る。

VI. 株価やリターンとの相関関係と value relevance

四つ目の解釈は、「会計情報と市場価値もしくは長期のリターンとの間に統計的関連性があれば、会計情報と投資家が利用している情報との間に相関関係がある」(Francis and Schipper [1999], p.326) というものである。Francis and Schipper [1999] が行っている実証分析はこの解釈における value relevance の検証であり、この意味での value relevance の検証を二つのアプローチで行っている。一つはヘッジポートフォリオ分析による財務情報を予見することで獲得可能なリターンの検証であり、もう一つは回帰分析による会計情報が持つ市場価値の説明力の検証である。ここではその内容を概観して、解釈4における value relevance の具体的な意味について検討したい。それぞれの分析の概略を示せば以下の通りである。

財務情報を予見することで獲得可能なリターンの検証とは、長期のヘッジポートフォリオテストである。そこで計算されるリターンは会計情報にもとづいて形成された5つのヘッジポートフォリオに係る期初から15か月間の市場調整リターンである。ポートフォリオ形成の基準となる5つの会計情報とは、利益変化の符号(利益が増加した銘柄についてロングポジションをとり減少した銘柄についてショートポジションを取る)、利益変化の符号と規模(利益変化の上位40%の銘柄についてロングポジションをとり下位40%の銘柄についてショートポジションをとる)、キャッシュ・フローの変化率(キャッシュ・フロー変化率の上位40%の銘柄についてロングポジションをとり下位40%の銘柄についてショートポジションをとる)、財務比率モデルによるファンダメンタル価値(上位40%の銘柄についてロングポジションをとり下位40%の銘柄についてショートポジションをとる)、利益・簿価モデルによる予測値(上位40%の銘柄についてロングポジションをとり下位40%の銘柄についてショートポジションをとる)である。

これらのポジションをとることで、1952年から1994年までで、13.9%(利益変化の符号)、19.6%(利益変化の符号と規模)、6.0%(キャッシュ・フローの変化率)、17.0%(財務比率モデルによるファンダメンタル価値)、17.6%(利益・簿価モデルによる予測値)の平均リターンが獲得されるという。さらに、これらのヘッジポートフォリオリターンが経時的に減少しているかどうかについてリターンを従属変数とし時間を独立変数とする回帰モデルを用いた分析が行われている。分析結果は、利益変化の符号と規模、財務比率モデルによるファンダメンタル価値、利益・簿価モデルによる予測値についてリターンが有意に減少していることやそのようなリターンの減少が非線形的である可能性を示している。

会計情報が持つ市場価値の説明力の検証とは、回帰分析による会計数値と長期のリターンとの関連性のテストである。具体的には、利益の変化及び水準と市場調整リターンの関係、資産及び負債と株価の関係、純資産簿価及び利益の水準額と株価の関係が回帰分析で検証されている。1952年から1994年における Adj. R^2 の平均値は純資産簿価・利益水準モデルが最も高く62%、次いで資産・負債モデルが41%、利益の変化・水準モデルが22%となっている。また、純資産簿価・利益水準モデルや資産・

負債モデルのAdj. R^2 は上昇傾向にあり、利益の変化・水準モデルのAdj. R^2 は下落傾向にある。このことは、Adj. R^2 を従属変数とし時間を独立変数とする回帰分析によっても確認されている。

このように、Francis and Schipper [1999] ではヘッジポートフォリオテスト及び回帰分析を用いて解釈4のvalue relevanceの検証が行われている。この解釈におけるvalue relevanceは、利益やキャッシュ・フローや資産負債と株価や長期のリターンとの関連性によって証拠づけられるものであることが確認できる。これは、解釈1のようにファンダメンタル分析によって将来のリターンを獲得することができかどうかを検証しているものではなく、また解釈2のように特定の企業価値評価モデルを有効に機能させるための会計データの役割について述べているものでもなく、さらに解釈3のように当該会計情報が実際に投資家に利用されているかどうかを検証しているものでもない。その時点の会計基準によって作成される会計情報が株価や長期のリターンと関連性を持つかどうかを検証課題であり、その背景にはあるべき会計測定やあるべき会計基準という論点がより明確に存在していると考えられる。

VII. Holthausen and Watts [2001] におけるvalue relevance研究の3分類

前節まではFrancis and Schipper [1999] におけるvalue relevanceの4つの解釈についてその意味を確認して検討を加えたが、ここではHolthausen and Watts [2001] におけるvalue relevance研究の3分類を紹介して検討を加えておく⁸。いずれの研究もvalue relevanceという用語が持つ意味について考察するために参照することが適切であるものの、Francis and Schipper [1999] で示されているのがvalue relevanceの4つの「解釈」であるのに対して、Holthausen and Watts [2001] では先行研究の「分類」を示しているという点で異なっている。即ち、value relevanceの解釈と分類の関係について考察する契機とするために、ここではHolthausen and Watts [2001] における分類に着目しているということである。

Holthausen and Watts [2001] によれば、value relevance研究は①相対関連性研究（relative association studies）②増分関連性研究（incremental association studies）③限界情報内容研究（marginal information content studies）に分類される。なお、分類の対象とされるvalue relevance研究は会計基準の設定に関するものに限定されているという点には注意しておかなければならない⁹。また、さらに注意すべき点は、Holthausen and Watts [2001] は、value relevance研究の会計基準設定における役立ちには消極的な立場をとっていることである¹⁰。したがって、Holthausen and Watts [2001] が会計基準設定に関する

8 Holthausen and Watts [2001] は、value relevance研究が持つ会計基準設定上の意義について理論的背景に着目して検討したものである。したがって、基準設定目的と関係のあるvalue relevance研究が扱われている。

9 Kothari [2001] は、資本市場研究の主な源泉は、ファンダメンタル分析と企業価値評価、市場の効率性のテスト、契約や政治プロセスにおける会計の役割、開示規制の研究（基準設定に関する研究）であるとしている。このうち、開示規制の研究（基準設定に関する研究）はHolthausen and Watts [2001] を参照するように述べている。（Kothari [2001], p.108, p.112, p.207）

10 これと反対の立場をとるのがBarth et al. [2001] であり、Holthausen and Watts [2001] と対照的に、①value relevance研究は基準設定者等の学者以外の関係者の関心事に洞察的知見を与えている、②FASB等の主要な基準設定機関は株式投資に焦点を当てているが財務諸表情報を契約等で利用することでvalue relevance研究の重要性が低下するわけではな

value relevance研究の分類を行っているのは、検討材料を得るためであってvalue relevance研究の会計基準設定における役立ちを積極的に支持するためではない。いずれにせよ、本稿にとって重要なことは、Holthausen and Watts〔2001〕が会計基準設定に関するvalue relevance研究の包括的な文献調査と分類を行っているという点である。

各分類の具体的意味については表2の通りである。これを見ると、相対関連性研究がボトムラインのvalue relevanceを検証したものであるのに対して増分関連性研究はそれ以外の会計情報のvalue relevanceを検証したものであることが確認できる。相対関連性研究はボトムラインを対象としているので、例えば、純利益と包括利益のvalue relevanceの比較研究がこれに該当することになる。他方、増分関連性研究は、各財務諸表項目のvalue relevanceに関する研究が該当する。これらに対して、限界情報内容研究では、株価と会計測定値との相関関係ではなく、投資家にとって利用可能な会計情報が提供されているかどうかということがイベントスタディ型の分析によって検証されている。また、基準設定との関連性については、限界情報内容研究よりも相対関連性研究や増分関連性研究の方が強いという特徴もある¹¹。

表2 Holthausen and Watts〔2001〕におけるvalue relevance研究の3分類

value relevance研究の分類	Holthausen and Watts〔2001〕における説明
1 相対関連性研究	株価や長期のリターンとボトムラインとの関連性を比較した研究であり、これには現行GAAPのもとで算定された利益よりも基準案で計算された利益数値の方が株価や長期のリターンとの関連性が高いとするDhaliwal et al.〔1999〕や米国GAAPにもとづいて計算された利益と米国以外のGAAPにもとづいて計算された利益を比較したHarris et al.〔1994〕などがある。これらの研究では、通常、ボトムライン数値の回帰式における決定係数の違いをテストする。決定係数の高い会計数値がより価値関連的であるとされる。
2 増分関連性研究	他の変数を所与として会計数値が株価や長期のリターンの説明に役立つかどうかを検証した研究である。通常、当該会計数値の回帰係数が有意に非ゼロであれば価値関連的であると判断される。例えば、Venkatachalam〔1996〕はリスクマネジメント用デリバティブの公正価値の増分関連性を調査している。増分関連性研究の中には会計数値と市場評価モデルへの入力情報との関係に関する仮定を追加するものもある。これは、係数の値を予測することや会計数値ごとの評価モデルにおける入力変数の測定誤差の違いを評価することが目的である。例えば、Venkatachalam〔1996〕でもデリバティブの公正価値の係数が有意に1と異なるかどうかテストされている。推定値と予測値の差はその会計数値における測定誤差の証拠であると解釈されることが多い。このため、このような研究を測定研究と呼ぶことにする。
3 限界情報内容研究	ある特定の会計数値が投資家にとって利用可能な追加情報になっているかどうかを検証する研究。通常、会計数値の公表が価値の変化と関連性を持っているかどうかを短期のリターンを用いたイベントスタディによって決定する。株価反応は価値関連性の証拠であると考えられている。例えば、Amir et al.〔1993〕は、フォーム20-F調整表と米国GAAPによる利益数値の限界情報内容をテストしている。そこでは、米国以外のGAAPと米国GAAPとの間の差異(その変動)と5日間の異常リターンとの回帰分析が行われている。

出典：Holthausen and Watts〔2001〕, p.5-p.6より作成。

い、③シンプルな仮定をおいた既存の企業価値評価モデルにもとづく実証研究はvalue relevanceの問題を扱うことができている、④value relevance研究は保守主義の論点を収容できているしその含意は会計数値と株価との関係の研究に利用できる、⑤value relevance研究は特定の会計数値が企業の持分を評価する際に投資家が利用している情報を反映しているかどうかを評価するよう設計されている、⑥value relevance研究は計量経済学上の諸問題の影響を緩和するために確立された分析手法を利用していると述べている。(Barth et al.〔2001〕, p.98-p.99)

- 11 Holthausen and Watts〔2001〕は基準設定目的のvalue relevance研究に関する文献リストにおける情報内容研究の少なさを根拠として「おそらく限界情報内容は基準設定にとって中心的なものではない」(Holthausen and Watts〔2001〕, p.6)と述べている。

VIII. 各解釈の利用範囲

最後に、Francis and Schipper [1999] におけるvalue relevanceの4つの解釈の利用範囲について考察したい。図1は、4つの解釈の利用範囲について、会計基準設定目的の研究で利用されるか否かという視点で考察したものである。前節で確認した3分類の内容から、解釈3（情報内容）と解釈4（株価やリターンとの相関）は会計基準設定目的の研究で利用されると判断できる¹²。これは表1と表2から明らかである。

それでは各解釈の利用範囲についてこれ以外にどのようなことが考えられるであろうか。第一に、解釈1（ファンダメンタル分析）と解釈2（企業価値評価モデル）は表2の3分類に含まれていないという点に着目すれば、それらは解釈3及び4とは異なり会計基準設定目的以外で利用されることができると考えられる。

第二に、解釈2はモデルを有効に機能させるための手法等に関する研究だけではなく、会計基準設定目的の研究とも関係していると考えられることができる。これは、直接持分価値評価理論（direct valuation theory）と持分価値評価モデルへの情報入力理論（inputs-to-equity theory）は会計基準設定目的のvalue relevance研究の基礎にあり、後者の持分価値評価モデルへの情報入力理論では会計の役割は投資家が株式の評価に利用する持分価値評価モデルへの入力情報を提供することであるとされているからである（Holthausen and Watts [2001], p.11, p.12）¹³。したがって、解釈2は会計基準設定目的

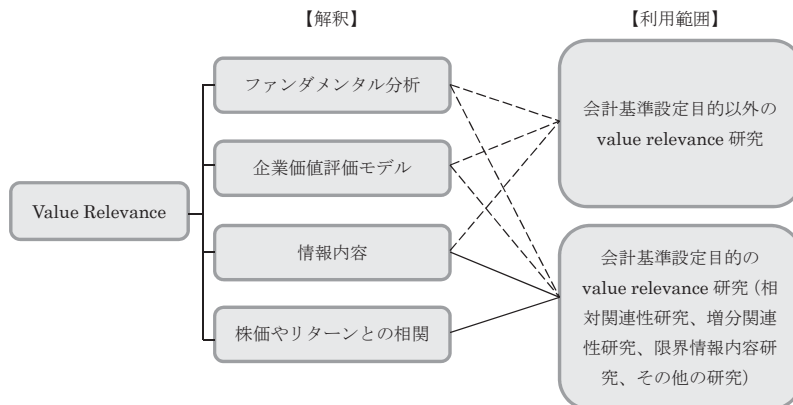


図1 value relevanceの解釈と利用範囲

出典：Francis and Schipper [1999], Holthausen and Watts [2001] にもとづき作成

12 Holthausen and Watts [2001] で示されている基準設定目的のvalue relevanceの先行研究リストにFrancis and Schipper [1999] が含まれている。なお、そのリストでは、Francis and Schipper [1999] の方法論は異時点間比較であり、基準設定上の動機が明示的な研究とされている。そのリストに含まれているという点で、Francis and Schipper [1999] で示された4つの解釈のうち、少なくともFrancis and Schipperが行った実証分析における解釈4は会計基準設定目的のvalue relevance研究である。また、限界情報内容研究という名称から判断して、解釈3も会計基準設定目的の研究で利用される用語であると考えられる。

13 直接持分価値評価論がGAAPの性質を決定づけていないのは明らかであるし、持分価値評価モデルへの情報入力理論はGAAPの性質の決定にとって支配的な力を有していないという指摘がある（Holthausen and Watts [2001], p.51）。ただし、本稿がここで着目しているのはそのことではなくこれらの理論が会計基準設定目的のvalue relevance研究の基礎にあるということである。

の研究でも利用されると考えることができる。

第三に、解釈1は会計が投資意思決定に有用な情報を提供していることを証拠づけているのであるから、これも会計基準と全く無関係であるとは言いきれない。第四に、限界情報内容研究よりも相対関連性研究や増分関連性研究の方が基準設定との関連性が強いというHolthausen and Wattsの指摘を踏まえれば、解釈3は常に会計基準設定目的の研究で利用されるとは限らないかもしれない¹⁴。

以上の検討を踏まえてvalue relevanceの解釈と利用範囲の関係を示せば図1の通りとなる。なお、解釈と利用範囲との結びつきについて、表1と表2から明確に判明するものを実線で示し、それ以外のものを点線で示している¹⁵。この図は、解釈と利用範囲の関係は必ずしも単純ではないことを示唆している。即ち、複数の語義をもつvalue relevanceという用語が会計基準設定への貢献を主目的とした研究と資本市場における会計の役割の解明等を主目的とした研究で利用されるという状態になっているのである。このため、value relevanceの解釈と利用範囲に関する整理及び検討が必要なのである。

IX. 結 び

本稿ではvalue relevanceという用語の解釈と各解釈における当該用語の利用範囲をFrancis and Schipper〔1999〕とHolthausen and Watts〔2001〕を中心的な題材として検討した結果、次の結論を得た。第一に、value relevanceという用語がファンダメンタル分析研究、企業価値評価モデル研究、情報内容研究、株価や長期のリターンとの相関関係の研究で利用されており、解釈によって当該用語の意味が変化することを示した。第二に、会計基準設定目的のvalue relevance研究には相対関連性研究、増分関連性研究、限界情報内容研究等があり、そこで利用されるvalue relevanceは主に解釈3（情報内容）と解釈4（株価や長期のリターンとの相関関係）の意味であることを示した。第三に、各解釈の利用範囲は会計基準設定目的のvalue relevance研究と会計基準設定目的以外のvalue relevance研究の両方に及びうることを示した。

最後に今後の課題について述べる。本稿ではvalue relevanceの意味と利用範囲について検討したが、その検討を行うに当たってすべてのvalue relevance研究を取り上げているわけではないため、value relevanceという用語の使い方について更なる検討の余地がある。また、各領域の実証分析の方法論をより詳細に検討することでvalue relevanceの語義と利用範囲の関係をさらに明確にすることができるかもしれない。

参 考 文 献

- Aboody, D., J. Hughes, J. Liu, "Measuring value relevance in a (possibly) inefficient market", *Journal of Accounting Research*, 2002, pp.965-986.
 Amir E., T. S. Harris, and E. K. Venuti, "A comparison of value relevance of US versus non-US-GAAP accounting measures using

14 なお、解釈4と会計基準設定目的以外のvalue relevance研究の関係については本稿では検討しない。

15 したがって、実線と点線の違いは結びつきの強弱を表してはいない。

- Form 20-F reconciliations”, *Journal of Accounting Research*, 1993, pp.230-264.
- Barth, M. E., W. H. Beaver, and W. R. Landsman, “The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view”, *Journal of Accounting and Economics*, 2001, pp.77-104.
- Barth, M. E., D. P. Cram, K. K. Nelson, “Accruals and the prediction of future cash flows”, *The Accounting Review*, 2001, pp.27-58.
- Basu, S., “The relationship between earnings yield, market value and returns for NYSE stocks: further evidence”, *Journal of Financial Economics*, 1983, pp.129-156.
- Beaver, W. H., R. A. Lambert, and D. Morse, “The information content of security prices”, *Journal of Accounting and Economics*, 1980, pp.3-28.
- Beaver, W. H., *Financial Reporting: An Accounting Revolution, Third Edition*, Prentice-Hall, Inc., 1998.
- Beaver, W. H., R. A. Lambert, and S. G. Ryan, “The information content of security prices: a second look”, *Journal of Accounting and Economics*, 1987, pp.139-157.
- Christensen, J. A. and J. S. Demski, *Accounting Theory: An Information Content Perspective*, The McGraw-Hill Companies, Inc., 2003 (佐藤絃光監訳『会計情報の理論－情報内容パースペクティブ』中央経済社, 2007年).
- Collins, D. W., S. P. Kothari, and J. Rayburn, “Firm size and the information content of prices with respect to earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, 1987, pp.111-138.
- Collins, D. W., E. L. Maydew, and I. S. Weiss, “Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years”, *Journal of Accounting and Economics*, 1997, pp.39-67.
- Copeland, T., T. Koller, and Murrin, McKinsey & Company, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, New York, NY: John Wiley & Sons, 2000.
- Dechow, P. M., S. P. Kothari, and L. Watts, “The relation between earnings and cash flows”, *Journal of Accounting and Economics*, 1998, pp.133-168.
- Demirakos, E. G., N. C. Strong and M. Walker, “What valuation models do analysts use?”, *Accounting Horizons*, 2004, pp.221-240.
- Dhaliwal, D., K. R. Subramanyam, and R. Trezevant, “Is comprehensive income superior to net income as a measure of firm performance?”, *Journal of Accounting and Economics*, 1999, pp.43-67.
- Francis, J. and K. Schipper, “Have financial statements lost their relevance?”, *Journal of Accounting Research*, 1999, pp.319-352.
- Francis, J., K. Schipper, and L. Vincent, “Earnings announcements and competing information”, *Journal of Accounting and Economics*, 2002, pp.313-342.
- Harris, T. S., M. Lang, and H. P. Moller, “The value relevance of German accounting measures: An empirical analysis”, *Journal of Accounting Research*, 1994, pp.187-209.
- Holthausen, R. W. and R. L. Watts, “The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting”, *Journal of Accounting and Economics*, 2001, pp.3-75.
- Jaffe, J. J., D. B. Keim and R. Westerfield, “Earnings yields, market values and stock returns”, *Journal of Finance*, 1989, pp.135-148.
- Kothari, S. P., “Capital market research in accounting”, *Journal of Accounting and Economics*, 2001, pp.105-231.
- Ohlson, J. A., “Ungarbled earnings and dividends: an analysis and extension of the Beaver, Lambert and Morse valuation model”, *Journal of Accounting and Economics*, 1989, pp.109-115.
- Ohlson, J. A., “A synthesis of security valuation theory and the role of dividends, cash flows, and earnings”, *Contemporary Accounting Research*, 1990, pp.648-676.
- Ohlson, J. A., “Earnings, book values and dividends in security valuation”, *Contemporary Accounting Research*, 1995, pp.161-182.
- Ou, J. and S. Penman, “Financial statement analysis and the prediction of stock returns”, *Journal of Accounting and Economics*, 1989a, pp.295-329.
- Ou, J. and S. Penman, “Accounting measurement, price-earnings ratios, and the information content of security prices”, *Journal of Accounting Research*, 1989b, pp.111-144.
- Penman, S., *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, New York, NY: McGraw-Hill International Edition, 2001.
- Venkatachalam, M., “Value relevance of banks’ derivatives disclosures”, *Journal of Accounting and Economics*, 1996, pp.327-355.
- 徳賀芳弘「会計基準の理論的整合性と会計情報のレリバン スー規範的研究と実証研究の相互補完的貢献に向けてー」『會計』, 第169巻第1号, 2006年1月, 63頁-78頁。
- 中川豊隆「会計アノマリー研究の進展と市場の効率性」『岡山大学経済学会雑誌』, 第47巻第1号, 2015年7月, 31頁-43頁。

What is Value Relevance?

Toyotaka Nakagawa

Abstract

The aim of this paper is to discuss how to interpret the value relevance, and classify the value relevance studies. According to Francis and Schipper [1999], we can interpret the value relevance as four types, which are fundamental analysis interpretation, valuation model interpretation, information content interpretation, and correlation between prices (or long term returns) and accounting numbers interpretation. On the other hand, Holthausen and Watts [2001] shows that we can classify the value relevance studies for accounting standards setting into three types, which are relative association studies, incremental association studies, and marginal information content studies. I discuss relationship between the interpretation and the classification, and then conclude that the interpretations of value relevance in the accounting standards setting literatures can be different from those in the non-accounting standards setting literatures. So, we need to understand the differences among them in analyzing the value relevance of accounting information and reviewing the previous value relevance studies.