

MMRC
DISCUSSION PAPER SERIES

MMRC-J-137

日本企業の利益情報の価値関連性
—サーベイ：世界から見た日本—

東京大学大学院経済学研究科
大日方 隆

2007年3月



東京大学21世紀COE [整備済]
ものづくり経営研究センター

Value Relevance of Earnings Information in Japan

— A Survey: The Empirical Findings by Foreign Researchers —

Takashi OBINATA

University of Tokyo, Faculty of Economics

Bunkyo-ku, Hongo, 7-3-1, Tokyo, Japan

March 2007

Abstract

The purpose of this paper is to confirm how international academicians evaluate the Japanese accounting system. This paper surveys prior studies on the international comparison (including Japan) of accounting information and reexamines the empirical findings on the usefulness of earnings information in Japan, focusing on the value relevance of earnings. Many researchers have pointed out that code law, investor protection in financial regulation environments and Japanese corporate governance, for example *Keiretsu* and main-bank, provide negative effects on the value relevance of earnings. At present, that image seems to be a stereotype in the world. However, the causal relation between each factor and the information value of earnings is not clear yet. Moreover, many other studies show the empirical evidence that denies such a stereotype. This survey paper clarifies the unresolved problems in prior studies and gives further research issues and implications.

Keywords: usefulness, value relevance, code law, investor protection, governance, earnings management, Japan

日本企業の利益情報の価値関連性 —サーベイ：世界から見た日本—

東京大学大学院経済学研究科

大日方 隆

2007年3月

要約

この論文の目的は、世界の人々が日本の会計をどのように見ているのかを確認することである。この論文では、日本を含む国際比較の先行研究を対象にして、利益情報の有用性、なかでも価値関連性（value relevance）に着目しつつ、世界の研究者が日本企業の利益情報の有用性をどのように評価しているのかをサーベイする。成文法、金融取引規制や会社法における投資家保護、企業系列やメイン・バンクに象徴される日本企業のガバナンスなどが、日本の利益情報の価値関連性を低める原因になっているという見方が、世界ではすでにステレオタイプになっている。しかし、いずれの要因についても、利益の情報価値との因果関係はいまだ明確ではなく、そうしたステレオタイプを否定する実証的証拠も、多数提示されている。このサーベイによって、先行研究の問題点があきらかにされるとともに、将来研究すべき課題や示唆があたえられる。

キーワード：usefulness, value relevance, code law, investor protection, governance, earnings management, Japan

1 はじめに

この論文の目的は、世界の人々が日本の会計をどのように見ているのかを確認することである。この論文では、日本を含む国際比較の先行研究を対象にして、利益情報の有用性、なかでも価値関連性（value relevance）に着目しつつ、世界の研究者が日本企業の利益情報の有用性をどのように評価しているのかをサーベイする。

利益情報の価値関連性をめぐる研究は、株価総額である企業価値と会計利益との関連性を問うものであり、統計的に有意な関連があれば価値関連性があるといわれる。そもそも、利益情報に価値関連性がなければ、投資家やアナリストは利益を競って予測して行動し、期待外の報告利益にたいして反応することはないから、利益情報が有用であるためには、価値関連性がなければならない。その意味では、利益に価値関連性があるか否かは、意思決定有用性を支える必要条件の1つであるといつてよい。会計情報が投資家の意思決定にたいして有用であるか否かを検証する研究は歴史が長く、さまざまな有用性の尺度が検証に利用されているが、現在では、価値関連性は有用性の1つの尺度としての地位を獲得している。

最近の学界では、利益情報の価値関連性にかんして、2つの主要なテーマが議論されている。1つは、IT産業や知的情報（intellectual information）の重要性が増している一方で、旧来の会計システムは企業価値を増大させる知的財産をオフバランスにしているため、利益の価値関連性はかつての水準よりも低くなっているのではないかという問題である。もう1つは、そうした環境変化にともなって、利益を中心とした会計モデルは陳腐化し、知財などの無形資産をオンバランスにするストック重視の会計モデルのほうが、現実に適合しているのではないかという問題である。そのような学問的関心は、会計基準改革の政策的、規範的提言とも結びつき、今日海外では、利益情報を中心に据えた会計学のパラダイムは見直しを迫られている。

そのような海外の動向にたいして、わが国では、「会計情報の中心は利益情報であり、利益情報は当然に価値関連性がある」と信じている人がかなり多い。しかし、日本企業の利益情報の価値関連性にかんして、なにをどのように知っているのかと尋ねられたら、正確に答えられる人は少ないであろう。日本企業を対象にした利益の価値関連性の研究は、大部分が海外の研究者によるものであり、しかも、国際比較の観点から研究されることが多く、日本企業をメインにした研究は少ない。そればかりか、日本の学界では実証研究にたいする関心がきわめて低く、国内では、利益情報の価値関連性が科学的、実証的に検討されたことはほとんどない。そのため、日本企業を対象にした研究成果は蓄積が乏しく、日本企業の利益に価値関連性があることは、いまだ仮説の域を出ていない。その真偽について、われわれは正確に知らないといつてよい。それを検証しないまま放置したのでは、仮説は神話か迷信、あ

るいは妄想で終わることになろう。日本企業の利益情報は、どのような意味で価値関連性があるのか、実証的に確認してみる価値はきわめて高い。

日本企業の実証分析に先立って、先行研究の実証結果を通じて、日本企業の利益の価値関連性がどのように海外の研究者に受け止められているのかを知ること、日本自らの姿を確認するうえで有益であろう。それと同時に、先行研究のサーベイは、仮説の構築や分析手法の選択など、将来の研究に役立つ示唆をあたえてくれるはずである。そこで、この論文では、日本を含む国際比較を主題とした外国人研究者による先行研究をとりあげ、研究で着目されている要因にしたがって分類しながら、簡単にサーベイする¹。

ここで、外国人研究者による国際比較研究に焦点を当てるのは、実証研究に映し出されている「ステレオタイプとしての日本の印象」を確認するためである²。ただし、先行研究の結果だけを〇×式で無批判に受け入れることはできない。研究の前提、リサーチ・デザイン、検証手法などに誤りがあり、そのことが不正確な結論、ひいては日本にたいする歪んだ印象を生み出している可能性もあるからである³。むしろ、将来の実証研究に先行研究の成果を役立てるなら、批判的な目でサーベイを試みる必要がある。以下では、企業経営者や投資家などの行動主体が経済合理的な意思決定主体として想定されているか否か、合理的な主体が集まる市場の機能が適切に考慮されているか否かに注目して、簡単な整理を試みる。

日本を含む国際比較研究を中心にサーベイしてみると、成文法、金融取引規制や会社法における投資家保護、企業系列やメイン・バンクに象徴される日本企業のガバナンスなどが、日本の利益情報の価値関連性を低める原因になっているという見方が、世界ではすでにステレオタイプになっている。しかし、いずれの要因についても、利益の情報価値との因果関係はいまだ明確ではなく、そうしたステレオタイプを否定する実証的証拠も、多数提示されている。このサーベイによって、先行研究の問題点があきらかにされるとともに、将来研究すべき課題や示唆があたえられる。

¹ 国際会計および国際比較の研究の幅広いサーベイ論文としては、Meek and Saudagaran (1990)、Wallace and Gernon (1991)、Gernon and Wallace (1995)、Saudagaran and Meek (1997)、Meek and Thomas (2004) などがある。

² データ環境の発展にともなって、外国の研究者が日本企業の財務データに容易にアクセスできるようになり、日本人研究者の特権はなくなっているにもかかわらず、日本の研究者はそのことを自覚していない。日本企業のデータ（サンプル）は、世界でもアメリカに次いで多く、当然に、世界の会計研究者の注目を集めている。日本企業についての実証結果を確認するには、残念ながら、外国の研究者による研究成果を利用しなければならない。

³ たとえば、Alford (1993) は、利益情報の有用性を国際比較した先駆的な研究であるが、被説明変数が期首から決算日後3ヶ月を含む15ヶ月間のリターンとされている点、純利益にかかる係数（傾き）の大きさを国際比較している点において、リサーチ・デザインに誤りを含んでいる。また、Hall et al. (1994) も、リターンを利益に回帰した場合の決定係数を統計的に検定せずに日米比較している点で、問題を残している。

先行研究では、しばしば会計基準、利益および会計発生高（accruals）の質が取り上げられている。しかし、それらをいかに定義して、どのように測定するのか、それ自体が重要な検討課題であり、いまだ定説はない（Dechow and Dichev, 2002; Penman and Zhang, 2002; Holthausen, 2003; Schipper and Vincent, 2003; Bao and Bao, 2004, Christensen et al., 2005; Francis et al., 2005; Ball and Shivakumar, 2006; Velury and Jenkins, 2006; Wysocki, 2006）。大まかに分けると、経営者の裁量操作の程度が低いことを高品質とみなすものと、将来利益や将来キャッシュフローとの関連性が高いことを高品質とみなすもの、これら2つのタイプの研究がある⁴。この論文では、品質の定義と測定方法が多義的であることを承知しつつ、その争点には立ち入らない。以下では、とくに誤解のないかぎり、上記のいずれかの意味で「質」という用語を用いる。

この論文の以下の構成はつぎの通りである。2節では、国際標準といわれるアメリカの会計基準と国際会計基準を取り上げる。3節では、文化的要因や法の起源に着目した研究、4節では、投資家保護をキー・ワードとした規制環境に着目した研究、5節では、企業のガバナンスに着目した研究を取り上げる。6節では、先行研究の問題点を指摘する。7節はまとめである。

2 国際標準と日本基準

2.1 アメリカ基準と日本基準

アメリカの SEC は、現在、海外の規制当局とのあいだで会計基準の相互承認を行っていない。そのため、アメリカ市場に上場している外国企業（cross-listed firms）は、本国基準による財務諸表をアメリカ基準に合致するように調整（reconciliation）表を作成したうえで財務諸表を開示する必要がある。その調整をめぐる、まず、アメリカ基準と他の国の会計基準の品質の相違——どちらが価値関連性の高い会計情報を生み出すのか——が問題とされた。同一企業が2組の会計基準による2通りの利益を開示する状況は世界的にも珍しく、いずれの利益情報が有用かを問う国際比較研究にとって格好の研究素材とされ、この問題の検証は会計情報の価値関連性の国際比較研究の端緒を開いた。

少なくともアメリカにおいては、調整によって利益が減少（増加）するなら、本国基準の質はアメリカ基準よりも低く（高く）、利益をより少なく計上する保守的な会計基準は高品質であるという理解が広く根付いている（Maroney and hOgartaigh, 2005）。すなわち、アメリカ基準のほうが他の国の会計基準よりも優れているはずであり、その調整は利益情報の価値関連性を追加的に高めているはずであるという信念が存在している。むろん、それは信念で

⁴ 利益の質にかんするサーベイとしては、Hermanns (2006) がある。

しかなく、検証すべき仮説である。その一方で、外国企業にとって、その調整はアメリカ上場への障害ないし負担であるという批判も、相当に根強い。

その調整の有用性については、それを支持する実証結果も否定する実証結果も混在している。たとえば、Pope and Rees (1992)、Rees and Elgers (1997)、Harris and Muller (1999)、Hora et al. (2003, 2004)、Rees (1995)、Barth and Clinch (1996)、Douthett et al. (2003)、Chen and Sami (2006)などは、アメリカ基準への調整が会計情報の有用性を高めると報告している。日本企業を対象にした Godwin et al. (1998) は、アメリカ基準による財務諸表のほうが、日本基準によるそれよりも価値関連性が高いと指摘している。

他方、調整の有用性を否定する研究も、数多く報告されている。Harris et al. (1994) は、ドイツ基準による会計情報の株価説明力は、アメリカ基準によるそれよりも有意に低いものの、アメリカ基準への調整項目は、リターンにたいする利益の説明力を大きく向上させないと指摘して、調整の有用性を否定している。また、同様に、Pope and Rees (1992)、Amir et al. (1993)、Bandyopadhyay et al. (1994)、Frost and Pownall (1994)、Chan and Seow (1996)、Olibe (2001)、El-Gazzar et al. (2002) なども、調整の有用性を否定する実証結果を報告している。

ただし、財務諸表の調整をめぐる研究には、リサーチ・デザインの点で問題も多い。たとえば、外国企業は、調整後のアメリカ基準による数値の公表に先立って、本国基準による財務諸表を開示しているからである。そのため、アメリカ基準の財務諸表には、その公表時点で新たな情報が含まれていなくても、とくに不思議ではない (Epps, 1997, Fulkerson and Meek, 1998, Gornik-Tomaszewski and Rozen, 1999, Olibe, 2006)。この問題は、調整の有用性を支持する研究、および否定する研究の双方に疑問を投げかける⁵。そもそも、2つの基準による会計情報を同一の土俵で比較できるのかが問われているからである。前述のGodwinの研究は、日米の優劣について常識的な結果を示している反面で、これらの研究に共通の問題点を抱えており、それほど信頼性が高い実証結果であるとはいえない。

アメリカ基準への調整表の開示タイミングの問題を解決しようとしたのが、Chan et al. (2006) である。彼らは、自国基準の情報と調整表を同時に公表している企業をサンプルにして、調整項目に追加的な情報価値がないことをあきらかにした。ただ、この研究には、サンプル・セレクション・バイアスがある可能性がある。また、彼らの分析では、公表日前後3日間の累積超過リターンが被説明変数、自国基準による利益と調整項目とを説明変数にする多重回帰が採用されているが、この手法によって、調整項目の情報価値を適切にとらえることができているのかも、疑問である。結局、2組の情報の優劣をどのように比較したらよいかという問題は、Chan et al. (2006) でも解決されていない。

⁵ なお、この問題に固有の「超過リターンの計算方法」の問題については、Chan et al. (2002) を参照。

以上で見たように、アメリカ基準への調整表をめぐる研究は、国際比較研究の比較的初期のものであるため、観察される現象の比較に終始しており、そこで想定されている経済主体の意思決定の中身については明示的に想定されていない。たとえば、アメリカ基準による会計情報のほうが日本基準のそれよりも優れているならば、両者が利用可能であるとき、投資家はなぜ、日本基準の会計情報を利用しようとするのか、簡単には説明できない。また、企業はなぜ、有用ではない日本基準の会計情報をわざわざ作成するのか、その点も同様に説明できない。それらの研究には、所与の2組の会計情報を特定の尺度で比較したという事実発見の意義を認めることができるものの、いまだ、日米の優劣を確定的にいえる実証的証拠はそろっていない。

2.2 国際会計基準の評価

近時、EUや発展途上国において国際会計基準の採用が広まり、国際的な標準は、アメリカ基準と国際会計基準との2極に収斂しつつある。わが国でも、会計制度の設計をめぐり、国際会計基準との統合の是非について、激しい議論が交わされている。とくに実証研究の領域においては、国際会計基準審議会が高品質の単一の会計基準の設定を目的に掲げていることから、国際会計基準による会計情報の有用性に関心が向けられている。たとえ、会計基準が高品質であっても、それによって産み出される会計情報が利用者にとって有用でなければ、会計基準の存在価値がないからである (Kothari, 2000) ⁶。

IAS (かつての国際会計基準、現在の IFRS) が優れているか否かにかんして、Ashbaugh and Pincus (2001) は、IAS の採用はアナリストの利益予測の精度を向上させると報告している。Barth et al. (2005) は、IAS 採用後には、純利益の時系列変動が大きくなり、利益マネジメント (earnings management) を推定させるような証拠が少なくなっている点、および、より適時に損失が報告されるようになっている点から、IAS の採用によって会計情報の質は向上していると述べるとともに、IAS の採用後に企業の資本コストが有意に低下したという弱い証拠を示している。同様に、Karamanou and Nishiotis (2005) は、IAS 採用のアナウンス時に正の超過リターンが観察され、その後、資本コストが長期にわたり有意に低下していることを発見した (Armstrong et al., 2007 も同様)。また、Jaggi and Li (2002) と Hung and Subramanyam (2004) も、各国基準による会計情報よりも IAS による会計情報のほうが価値関連性は高いと報告している。Jennings et al. (2004) は、ディスクロージャー制度と税務との結びつきが強い国では、IAS の採用によって、利益の適時性と価値関連性が向上すると報告している。Daske et al. (2006) は、オーストリア、ドイツ、スイスを対象にして、各国の経済専門誌によ

⁶ ただし、国際会計基準審議会は、会計基準の品質をどのように測定するのかにかんして、事後検証できるほど具体的な定義は示していない。

る「財務報告の質の評価点」が IFRS の導入後に向上したと報告している。

他方、国際会計基準の品質の高さや、その採用によって会計情報の有用性が向上するかについて、疑問を示す研究も、数多い。Daske (2005) と Dargenidou et al. (2006) は、IAS (IFRS) の採用は資本コストを低下させないと報告している。ドイツ市場を対象とした Leuz (2003) は、IAS 採用企業とアメリカ基準採用企業とのあいだで bid-ask spread と株式取引量とに有意な差異はないと報告している。Bartov et al. (2005) も、利益の価値関連性にかんして、アメリカ基準と IAS とには有意な差異はないと報告している。ただし、彼らは、ドイツ基準はアメリカ基準や IAS よりも劣っていると報告している。また、フィンランド企業を対象とした Niskanen et al. (2000) は、フィンランド基準から IAS への調整項目に価値関連性はなく、フィンランド基準による利益と IAS への調整項目とのあいだに価値関連性の差異はないと報告している。

Hung and Subramanyam (2004) は、純資産簿価と純利益の価値関連性は、ドイツ基準から IAS へ変更しても変わらないと述べている。Meulen et al. (2006) は、価値関連性のほか、適時性、予測可能性、会計発生高の質を比較して、アメリカ基準や IFRS による利益情報はドイツ基準によるそれよりも優れていないと述べている。自主的に IFRS を採用したドイツ企業を対象にした Van Tendeloo and Vanstraelen (2005a) も、IFRS の採用によって経営者の利益マネジメントは影響を受けておらず、IFRS の採用は利益マネジメントの抑止にとって十分ではないと報告している。同様に、Schiebel (2006) も、フランクフルト市場においては、ドイツ基準採用企業の利益情報のほうが、IFRS 採用企業のそれよりも、有意に価値関連性が高いと報告している。Ndubizu and Sanchez (2006) は、アメリカ基準を採用しているチリの企業と IAS を採用しているペルーの企業とを比較して、前者の利益のほうが価値関連性は高いと報告している。

Barth et al. (2006) は、IAS 採用企業と比較対象となるアメリカ基準採用企業とをサンプルに選択し、いずれの基準による会計情報がより高品質であるかを分析した。彼女らによると、利益の平準化の程度(変動性)、キャッシュフローと会計発生高の相関性、損失の適時認識、会計情報と株価の連動性などの点で、IAS による情報はアメリカ基準による情報よりも劣っていると報告している。

2.3 問題点と今後の検討課題

ここで見た先行研究は、会計基準の国際的調和の方式と実証分析の比較対照法の2面において、重要な示唆をあたえている。

まず、会計基準の国際的調和について、これまでの実証結果を総括すると、IFRS (IAS)

がとくに優れているとか、他の国の基準、たとえばドイツ基準がとくに劣っているとかは、現状ではいえない。Ball (2006) も、IFRS の有用性に疑問が残ることを指摘しており、Dargenidou et al. (2006) も、たとえ会計基準に国際的な差異があっても、投資家のニーズに応じて専門機関 (S&P など) が提供するサービスによって、投資家は会計基準の差異をすでに調整していると報告している。このように、現在想定されているような国際的統合 (convergence) が、そもそも必要であるのか、定かではない。理論的には、市場分断がなく、複数の市場間での国際的な裁定取引が行われれば、会計基準の国際的な調和は、必ずしも必要ではない。会計基準の国際的な相違が市場分断を引き起こしているという実証的な証拠は、存在していないのである。本節で紹介したいいくつかの実証研究は、会計基準の国際的差異を解消する必要性にたいして根本的な問いかけをしている。

つぎに、比較対照法について、先行研究は容易には解決できない古典的問題の存在を示している。調整表の有用性については、調整表を作成する企業にバイアスないし特殊性が存在する可能性があるため、そこでの検証結果を、すべての企業に関連する 2 国間の優劣比較にまで拡張できるのか、重大な疑問が残る。この問題は、すでに多数の研究者によって取り上げられている (Etter et al., 1999; Huddart et al., 1999; Ashbaugh, 2001; Reese and Weisbach, 2002; King and Segal, 2003; Abdallah and Goergen, 2005; Bailey et al., 2005; Durand and Tarca, 2005; Huijgen and Lubberink, 2005; Hail and Leuz, 2006b; Lang et al., 2006; Lel and Miller, 2006; Hope et al., 2007 など)。ただし、なぜ複数上場 (cross-listing) するのかというインセンティブにかんする実証結果は、必ずしも一致していない。

それと同様に、IFRS への移行についても、それが企業ごとあるいは国ごとの自主的な選択であれば、当該決定主体の特殊性が問題となり、全ての国を対象とした強制移行についてまで検証結果を拡張解釈するには無理がある (Dumontier and Raffournier, 1998; El-Gazzar et al., 1999; Murphy, 1999; Cuijpers and Buijink, 2005; Renders and Gaermynck, 2005; Tarca et al., 2005; Gassen and Sellhorn, 2006; Hope et al., 2006; Zeghal and Mhedhbi, 2006 など)。また、IFRS への移行の前後比較についても、会計基準以外の要因を適切にコントロールできるのかが、きわめて重要な問題になる。これらはいずれも、国際比較研究に固有の問題ではないが、先行研究の結果は、そうした限界を承知したうえで、解釈しなければならないであろう。

3 国際比較研究 (1) : 文化的環境

3.1 ステレオタイプと類型論

現実の会計制度をめぐる、会計基準の国際的統合に向けた動きが活発になるのにもなつて、会計基準が異なる場合に会計情報を相互に比較することは可能か、会計基準の厳格さや

保守性は各国でどのように異なっているのかが、実証研究でも検討課題となった。さらに、今日では、どの国の会計基準が、より有用な会計情報を生み出しているのか、および、どのような要因が質の異なる会計基準や会計情報を規定しているのかなどが、国際会計をめぐる主要な実証課題とされている。

会計基準や会計情報の品質の国際的相違をめぐる先行研究は、主として、1)社会文化的要因に着目した研究、2)法および規制システムの類型に着目した研究、3)企業のガバナンスに着目した研究の3つに分けられる。これら3者は、相互に関連している部分もある。たとえば、1)の法の起源をめぐる議論は、2)の国際的な差異の源泉と考えられている。また、2)は、自己責任がもとめられている投資家の法的な防衛手段という受動的側面に着目しているのに対して、3)は利害関係者による経営者行動の監視とコントロールという能動的側面に着目しており、ときとして両者が同時に分析されることもある（たとえば、Klapper and Love, 2002）。

この論文では、そうした3者の相互関係は問わずに、対象の大きさ——社会、規制システム、企業——にしたがって、先行研究を3つのグループに区分する。この節では1)を取り上げ、2)は4節で、3)は5節で取り上げる。各節において、まず、ステレオタイプとそれを支持する実証結果を紹介する。つぎに、ステレオタイプを否定する実証結果を紹介したあと、日本の会計を分析対象とした実証結果を取り上げる。各節の最後に、先行研究がかかえる問題点を検討する。

会計基準の国際的差異を文化的要因に帰着させる議論は、Hofstede – Gray 流の研究に立脚するものであり、Chanchani and MacGregor (1999) が、すでに体系的なサーベイをしている。このタイプの研究は、定性的な要因によって、会計実務の国際的な差異を説明しようとするため、記述的な研究が多い。そのなかでも、Zarzeski (1996) や Hope (2003b) などは、数少ない実証研究である。Chanchani and Willett (2004) は、定性的要因の定量化に焦点をあてて、Hofstede – Gray 流の研究を再検討しようとする論文である。それらの研究では、企業のディスクロージャー行動を、A)文化的要因——不確実性回避（保守的性向）、個人主義、権力構造、男性らしさなど——や B)法の起源——慣習法（common law）か成文法（code law）か——によって説明できると報告している。この A)と B)のいずれを主たる要因と見るかによって、研究はさらに2つのグループに分類される。

A)の文化的要因について、Ding et al. (2005a) は、会計基準の国際的な差異について、法の起源よりも、文化的要因の差異のほうが説明力が高いと報告している。彼らは、各国の会計基準の IAS からの乖離の程度は、個人主義、権力構造、不確実性回避の要因によって説明されると報告している。Chan et al. (2003) は、個人主義が強くなるほど、監査で発見された会

日本企業の利益情報の価値関連性

計上の誤謬が大きいことを発見した。また、Ding et al. (2005b) は、会計基準の国際的な差異は、各国における株式市場の重要性、所有権の集中度、経済の発展度、会計専門家の重要性などに規定されていることを強調し、たんに会計基準だけを統合しても、真の国際的統合はできないと指摘している (Mathews and Reynolds, 2001; Borkowski et al., 2004 も同様)。

B)の法の起源の相違による会計情報の有用性の違いは、多くの研究者によって今もなお分析されている⁷。Frankel and Lee (1999) によると、Edwards-Bell-Ohlsonの残余利益モデルによる株価説明力は、ドイツや日本のような成文法の国では低いとされる (King and Langli, 1998 も同様)。同様にBall et al. (2000) も、慣習法の国では、成文法の国に比べて、企業価値の変動がより適時に会計利益に反映され、かつ、より保守的に反映されていると述べている。また、Ali and Hwang (2000) は、会計基準の設定方式、ディスクロージャー制度の利益計算と課税所得計算との関係——conformity ruleの有無——、監査費用の大きさなどの諸要因と会計情報の価値関連性との関係を分析し、銀行中心 (bank-oriented) の金融システムの国では、市場中心 (market-oriented) の金融システムの国よりも、会計情報の価値関連性は低いと指摘している。

3.2 類型論批判

文化的要因に着目した研究は、定性的な説明要因を定量化することが著しく困難なためか、すでに述べたように、実証研究の数は少ないが、Salter and Niswander (1995) は、文化的要因は、財務報告の実務の国際的相違を説明できるものの、会計専門家と会計基準については、うまく説明できないと指摘している。また、Jaggi and Low (2000) も、慣習法と成文法の相違は企業の開示行動に影響をあたえていると指摘しているが、文化的要因の影響については否定的な見解を示している。前出の Chanchani and Willett (2004) は、定性的な文化的要因を定量化する試みであるが、彼ら自身、いまだ定量化作業が困難であることを認めている。

また、アングローサクソン、あるいは慣習法の国として、アメリカとイギリスの類似性が強調されることが多いが、両者の相違を確かめた研究もある。たとえば、アメリカ市場に上場しているイギリス企業とそれ以外のイギリス企業とを比較した Huijgen and Lubberink (2005) では、前者の企業の利益のほうがより保守的であると報告している。彼らは、訴訟お

⁷ 初期の研究では、慣習法か成文法かという類型に対応させられて、会計基準の設定主体が公的機関か民間機関かも、分類指標の1つとされていた。しかし、その主体の相違がどのようにして会計基準に影響をあたえ、どのようにして会計情報の有用性を左右するのかについて、突き詰めた分析はなされなかった。その状況は、当時の研究の関心が、因果関係の分析よりも、類型化そのものに向けられていたことを如実に表している。この基準設定主体をめぐる問題は、国際会計基準審議会の組織改編にもなあって、主要先進国が民間の基準設定期間を設立したことにより、形式的には、争点ではなくなっているが、学問的には、理論的にも実証的にもいまだ検討が尽くされていない。

よび商契約の環境の違いが保守性の違いを規定していること、そうした環境が違うために、アメリカの投資家にとってはアメリカ基準による利益が重要であるが、イギリスの投資家にとってはイギリス基準による利益が重要であると述べている。法の起源の相違が、必ずしも会計情報の有用性（価値関連性）を左右しないという検証結果は、この他にも報告されており、その詳細は、次節以降で紹介する。

3.3 日本の評価

前述の類型論によれば、経済先進国のなかでも、日本企業の利益情報の価値関連性は相対的に低いことを示唆しているが、実証による日本の評価は一様ではない。

Ashbaugh and LaFond (2003) は、日本のように、税務との一致 (tax-book conformity) の程度が高い国の利益は、キャッシュフローとの相関が高くなり、利益情報の価値関連性は低いと報告している (Ali and Hwang, 2000 も同様)⁸。また、Yu (2005) は、会計基準は法の起源や規制システムの影響を受けており、日本のように国際会計基準 (IAS, IFRS) との統合度が低い国では、財務報告制度の透明性が低いために、利益マネジメントの程度が大きくなり、アナリストの利益予測の精度が低くなると指摘している⁹。ADR発行企業を対象としたKang (2005) は、慣習法の国の企業に比べて、成文法の国の企業については、利益だけではなく、配当とキャッシュフローの価値関連性も低いと報告している。

他方、日本企業の利益情報の有用性を高く評価している研究もある。Bartov et al. (2001) は、直接金融の依存度が高いアングロサクソン系の国では、キャッシュフローよりも利益のほうが価値関連性は高いか否かを確認したうえで、間接金融が高い日本でも利益の価値関連性のほうが高いと報告している (なお、Eng et al., 1999; Charitou et al., 2000; Bartov et al., 2005 も参照)。それと同様に、Jacobson and Aaker (1993) は、アメリカの投資家のほうが日本の投資家よりも、短期的な業績をより重視する近視眼的な反応を示すことを指摘し、アメリカ市場のほうが日本市場よりも、企業（経営者）と投資家とのあいだの情報の非対称性が大きいことがその一因であると推測している。

前述の通り、財務報告の利益計算と税務との一致の程度が高いことが、日本の利益の有用性を低くしていると解されることが多い。しかし、税務との一致の程度と会計情報の有用性とのあいだには相当に距離があり、その因果関係にかんする仮説について、理論的根拠はいまだ不明である。企業の節税が優先されて、投資家の意思決定にたいする有用性が軽視され

⁸ ただし、税務との一致の程度をどのようにして測定するのかについて、多くの問題が残されている。

⁹ 一般に、アナリストの利益予測について、日本と他の国とを機械的に比較してよいのか、議論の余地が残されている。わが国では、企業経営者による利益予測が証券取引所によって義務づけられているため、アナリストの利益予測が果たす役割は、経営者の利益予測が義務づけられていない海外と同一ではない可能性があるからである。なお、この問題については、Conroy et al. (2000) も参照。

るという指摘もあるが (Ali and Hwang, 2000; Ball et al., 2000; Guenther and Young, 2000; Young and Guenther, 2003)、そこには2つの問題が混在している。ひとつは、税務との一致の程度が高いときに、企業は節税を優先して情報開示を犠牲にするのかという問題である。それらの2つがトレード・オフ関係にあるのか、企業はどのようなインセンティブを重視して行動するのかは、あきらかではない。もうひとつは、かりに企業が節税を優先したとしたとき、そのことによって利益情報の有用性が低下するのかという問題である。利益に企業の税務戦略が反映されることにより、そこから経営者の将来見通しを投資家が知ることができるかもしれない。その場合には、必ずしも、会計情報の有用性が低下するとはかぎらない。要するに、先行研究の仮説は理論的な裏づけが不十分である。

また、この問題については、いまだ体系的な実証結果が得られていない。Black and White (2003) では、一致の程度が高いドイツ企業では利益よりも純資産簿価の価値関連性が高く、一致の程度が低いアメリカ企業では利益の価値関連性が高いとする一方で、日本企業については、明確な結果が得られていない。そもそも一般に、税務との一致の程度が会計情報の有用性にいかなる影響をあたえるのかについて、異なる実証結果が報告されている。Hanlon (2005) では、一致の程度が低い（乖離が大きい）と利益の持続性が低いと報告されている。そのとおりであれば、一致の程度が高いほうが利益の有用性は高くなると予想される。Graham and King (2000) では、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、台湾、タイを比較して、韓国は税務との一致の程度が高いが、会計情報の価値関連性は特段に劣っていないと報告されている。他方、Hanlon et al. (2006) では、一致の程度が高いと、長期の株式リターンと長期間の利益合計との関連性は低くなると報告されている。このように相反する実証結果が示されている現状では、国際的に見て、かりに日本では税務との一致の程度が高いとしても、そのことが利益情報の有用性や価値関連性を低めているとはいえない。

3.4 問題点と今後の課題

このタイプの研究では、1)経済合理的な市場のメカニズムが無視されていること、また、2)会計基準が不変の要因に規定されていると解することで、会計基準の変化を説明できないことが、最大の欠陥となっている。また、実証研究にあたっては、定性的な要因を定量化する作業が必要であるが、それは説明変数だけではなく、被説明変数にもあてはまる問題である。とくに、文化的要因に着目している研究者たちが、何についての国際的差異を分析対象としているのか、先行研究では明確でないケースが多い。Chanchani and Willett (2004) が指摘しているとおり、Hofstede – Gray流の思想を実証分析するうえでは、改善されるべき技術

的課題が相当に多い¹⁰。

そもそも、文化的要因が企業経営者や投資家の意思決定にいかなる影響あるいは制約をあたえているのかは、必ずしもあきらかではない。合理的な主体は、制約がなければ、わざわざ時代遅れの因習に従うはずはなく、市場での競争環境が整っていれば、自主的、主体的に優れたシステムを利用するはずである。かりに、ある時代に日本が後進的であったとしても、その状況がいつまでも繰り返されるとは考えにくい。もしも、先行研究が指摘するような国際的な格差が存在するならば、その解消を阻んでいる制約要因こそがあきらかにされなければならない。運命決定論的な見方は合理性を欠いているといわざるを得ない。

4 国際比較研究 (2) : 規制システムと投資家保護 (investor protection)

4.1 ステレオタイプと類型論

法および規制システムに着目した研究は、La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer、Vishny らのアングロサクソン優位思想にもとづく類型をめぐるものである。証券市場が健全に発達するためには、投資家の権利保護が重要な要因であるという前提にもとづいて、その権利保護が強い国ほど、証券市場のインフラである会計基準が高品質であるとか、会計情報の有用性（価値関連性）が高いという仮説が、ステレオタイプとなっている。もちろん、投資家保護 (investor protection) と会計情報の有用性とのあいだには相当の距離がある。その投資家保護と会計情報との因果関係がブラック・ボックスであるために、それを埋めるべく、多様な派生研究が生まれる構造になっている。

この類型論を特徴づけているのは、投資家保護の強弱の計量方法である。多くの場合、まず、投資家の権利保護にかかわる金融・証券規制や会社法の条項が国別に調査される。つぎに、アングロサクソン優位思想を背景にして、先験的に想定されている規定が存在するか否か、どの程度の投資家保護が規定されているかなどが点数化される。最後に、複数の評点が適当なウェイトづけを経て投資家保護の指標（インデックス）が国別に作成される。つまり、そこで観察されているのは、法律に書かれた文言であって、それが投資家によって行使されたか否か、企業によって抵触が回避されたか否かという実態ではない。それにもかかわらず、ひとたびインデックスができあがると、回帰分析が適用され、そのインデックスにかかる係数の符号検定を通じて、投資家保護をめぐる仮説の検証が行われる。そのインデックスが、一部の研究者たちに共用されることにより、投資家保護の研究は、ひとつの学派を形成するまでになっている。

Kang (2003) は、純利益と純資産簿価の価値関連性について、イギリス企業と日本企業を

¹⁰ なお、McSweeney (2000)、Baskerville (2003) によるHofstede批判も参照。

日本企業の利益情報の価値関連性

比較して、価値関連性は前者のほうが高いことを発見し、その差は法システムの相違が原因であると述べている。Hung (2000) は、証券保有者の権利保護が弱い国では、発生主義会計が財務諸表の価値関連性を低下させていると指摘している。さらに、Bushman and Piotroski (2004) は、高品質の法システムをもつ国では、市場での bad news がより早く会計利益に反映される、すなわち、より保守的であると報告している。これらのほか、La Porta et al. 流の類型とそれと 1 対 1 で結びつけられた会計基準ないし会計情報の品質にかんする類型論は、Salter and Niswander (1995)、Guenther and Young (2000)、Ndubizu and Wallace (2003)、Gul and Fung (2004)、Peek et al. (2004)、Raonic et al. (2004)、Wulandari and Rahman (2004)、Van Tendeloo and Vanstraelen (2005b)、Burgstahler et al. (2006)、Cahan et al. (2006) などでも支持されている。

それらの類型論は、さらに、会計情報の品質以外にも広がりを見せている。会計情報の有用性に関する研究として、たとえば、Leuz (2003)、Haw et al. (2004)、Shiah-Hou and Hsiao (2005) は、投資家保護が弱い法システムの国ほど多くの利益マネジメントが行われると述べ、DeFond and Hung (2003) は、投資家保護が弱い法システムの国ほど、アナリストは、利益よりもノイズの少ないキャッシュフローの将来予測をより多く発表すると述べている。また、Renders et al. (2005) は、投資家保護が強い国ほど、また、企業のガバナンスの強化が法的な裏づけをともなって強く求められている国ほど、国際会計基準 (IFRS) を採用すると述べている。

この投資家保護の強弱（あるいは国際的差異）は、さまざまな方面に影響を及ぼすと考えられている。多様な方面に展開されている研究のうち、会計に関連した主なものを、ごく簡単にまとめたのが、表 1 である。この表 1 の諸研究は、La Porta et al. 流の類型論を支持するものと、否定するものとが混じっているが、その類型論は多様な題材に援用されている。その結論のいかんを問わず、国際比較の研究領域においては、参照すべき標準的な考え方の 1 つとなっている。それゆえ、投資家保護に着目した先行研究を再検討する意義は、きわめて大きい。

表 1 投資家保護 (investor protection) に注目した研究の展開

著 者	内 容
Kunt and Maksimovic (1998)	企業の資金調達行動
Chang et al. (2000)	アナリストの活動
Pagano et al. (2000) Doidge et al. (2005)	複数上場のインセンティブ
Eleswarapu and Venkataraman (2003)	株式の取引コスト

大日方 隆

Al-Khail and Berglund (2003) Young and Guenther (2003) Aggarwal et al. (2004), Ahearne et al. (2004), Kelly and Woidtke (2006)	ディスクロージャー環境と国際資本移動（海外直接投資）との関係
Lang et al. (2003), Chung (2004), Daouk et al. (2004), Hail and Leuz (2005, 2006a), Bailey et al. (2005)	証券規制の整備状況と資本コストとの関係
Hope (2003a, 2003c, 2004), Barniv et al. (2004), Abdallah (2005), Dargenidou et al. (2005)	法制度や会計基準の強制力などとアナリストの利益予測の精度との関係
Barton and Waymire (2004)	1929年の市場崩壊時における財務報告の質と投資家の損失との関係
DeFond and Hung (2004)	業績の悪化と CEO の交代との関係
John et al. (2004)	投資における経営者のリスク選択
Rossi and Volpin (2004)	国際的な M&A
Stefano and Volpin (2004)	会計基準および投資家保護と M&A の件数との関係
Bushman et al. (2005b)	収益性が低下した海外直接投資からの撤退と会計基準の保守性との関係
Frankel et al. (2005)	独立取締役の数と自主公表する street earnings (pro-forma earnings) の恣意性（純利益との差）との関係
Gupta et al. (2005)	債務の契約条項と利益マネジメント
Shen and Chih (2005), Fonseca and Gonzalez (2005)	銀行の不良債権償却と利益マネジメントのインセンティブとの関係
Pincus et al. (2005)	会計発生高アノマリー (accruals anomaly) ¹¹ の国際比較
Boulton et al. (2006)	国際的な新規株式公開 (IPO) と利益の質との関係
Herger et al. (2006)	証券市場を発展させる要因
Khanna et al. (2006)	国際化にともなう企業のガバナンスの変化
Leuz and Wysocki (2006)	企業の開示と開示規制についてのサーベイ
O'connor (2006)	複数上場 (ADR) 企業の配当政策
Thomsen et al. (2006)	株式の相互保有が企業業績と企業評価にあたる影響
Utero-Gonzalez (2007)	銀行規制と産業の成長との関係
Hirschvogl (2006) Kalcheva and Lins (2006) Pinkowitz et al. (2007)	企業の現金保有高と企業評価との関係

¹¹ 会計発生高はキャッシュフローよりも持続性の点で劣っているにもかかわらず、企業価値評価において重視されている（ように見える）現象があると報告されており、その現象はaccruals anomalyと呼ばれている。

4.2 類型論批判

La Porta et al. 流の類型論によれば、経済先進諸国のなかでも日本の会計基準の質は低く、日本企業の会計情報の価値関連性も低いという印象あるいは先入観を生む可能性が高い¹²。しかし、その類型論を否定する研究もかなり多い。

Joos and Lang (1994) は、引用されることが多い有名な先行研究であるが、彼らは、イギリス企業の利益の株価説明力は、ドイツ企業の利益のそれよりも高いとはいえないとし、アングロサクソン至上主義に疑問を呈した。Francis et al. (2001) も、法の起源——慣習法か大陸法 (civil law) か——、会計および監査制度、証券市場の発達という 3 要因の関係について検証し、La Porta et al. 流の関連が観察されないと報告している。Giner and Rees (2001) は、フランス、ドイツ、イギリスの 3 か国を対象として、証券市場での新情報 (new information, news) が good か bad かによって会計利益に反映されるタイミングに違いが生じるかを分析し、類型論で推定されているのとは異なり、3 か国間で顕著な違いは観察されなかったと述べている。複数上場しているオーストラリア企業を対象とした Ahmed et al. (2006) は、上場先がアングロサクソン諸国か、ヨーロッパ大陸諸国かによって、株式リターンに有意な差異はなく、投資家保護の違い、会計報告や開示環境などはリターンとは関係がないと述べている。

また、Arce and Mora (2002) は、ヨーロッパ諸国を対象として、市場重視 (market-oriented) の国か、それとも債権者重視 (creditor-oriented) の国かの違いが、純利益と純資産簿価それぞれの価値関連性にどのような影響をあたえるかを検証したが、それらの要因が価値関連性に影響をあたえるという証拠は観察されなかったと報告している。Garcia-Ayuso et al. (1998) も同様に、各国間での会計情報の価値関連性の相違は、必ずしも会計制度の保守性では説明できないと報告している。Ball et al. (2003) は、Ball et al. (2000) の論旨を軌道修正して、東南アジア 4 カ国の利益認識の適時性と保守性を分析した論文において、会計制度の特徴を把握するには企業の財務報告のインセンティブにも着目する必要があると、慣習法か成文法かによる定型化された分類は誤りであることを指摘した (Francis et al., 2001; Ball and Shivakumar, 2005; Othman and Zeghal, 2006 も同趣旨)¹³。さらに Ball et al. (2005) では、持分証券市場と

¹² 本文で明確な表現を避けているのは、たとえば、投資家保護の程度を表わす指標は多義的、相対的かつ曖昧であるからであり、国際的に見て、日本が投資家保護の弱いグループに属すのか否か、それ自体が 1 つの実証課題のはずだからである。実際、DeFond et al. (2007) は、26 カ国を対象として、投資家保護の強度と利益公表の情報内容との関係を分析しているが、日本は投資家保護が強いグループに分類されている。また、債権者保護と利益マネジメントとの関係を分析した Gupta et al. (2005) でも、日本は債権者保護が強い国として扱われている。

¹³ ただし、Ball et al. (2003) の適時性と保守性の尺度については、Holthausen (2003) が有力な批判をしている。

負債証券市場の厚み (depth) を比較し、保守主義の国際的な相違は負債証券市場の相違によるものであるとして、契約仮説 (costly contracting hypothesis) を支持したうえで、持分証券市場一辺倒の価値関連性の研究とアメリカ財務会計基準審議会 (FASB) による財務報告の目的規定にたいして、痛烈な批判を加えている¹⁴。

La Porta et al. 流の研究手法を忠実に再現しつつ、類型論に否定的な結果を示したのは、Boonlert-U-Thai (2006) である。彼らは、先行研究で採用されている質や有用性の尺度を採用して、投資家保護の強弱との関係を分析した。その結果、1)会計発生高の質と投資家保護の強さとが正の関係にあるという仮説は棄却され、2)投資家保護の強さと利益の持続性との関係については確定的なことはいえず、3)利益の予測可能性と投資家保護の強さは正の関係にはなく、4)投資家保護が弱いほど利益は平準化されると報告し、ステレオタイプを完全に否定している。

この投資家保護のタイプの研究は、市場のメカニズムが無視されている点が最大の欠陥であるが、企業のディスクロージャーに規律をあたえる情報媒介主体として、近時注目されているのは、監査法人と証券アナリストの活動である。Basu et al. (1998) は、ドイツと日本 (イギリスとアメリカ) のように、実績利益の情報価値が低い (高い) 国において、アナリストの利益予測の誤差が小さい (大きい) ことを発見した。会計情報 (純資産の簿価) とアナリストの利益予測とを組み合わせるとき、前出の Frankel and Lee (1996) では、日本については会計情報の有用性を支持する証拠は提示されなかったものの、Barniv and Myring (2006) は、日本企業の株価説明力は高く、アナリストの活動が証券市場で重要な役割を果たしている指摘している。Lang et al. (2004) と Knyazeva (2007) も、アナリストの企業調査がガバナンスの代替的機能を果たしていると報告している。彼女は、株価にもとづいた経営者報酬の減少や資本コストの上昇などが、市場メカニズムによるペナルティーになることを強調している。また、100カ国を分析対象にした Bushman (2005a) も、アナリストの情報収集活動が活発か否かは、インサイダー取引規制が影響をあたえるが、La Porta et al. 流の投資家保護の強弱とは関係がないと報告している。

Newman et al. (2005) は、規範的な分析であるが、監査が投資家保護の役割を果たす環境条件として、監査契約の市場と会計不正にたいするペナルティーに着目した。Francis and Wang (2006) では、異常な会計発生高の規模、損失計上の頻度、利益の保守性を利益の質の尺度として、投資家保護の強弱の影響が分析されている。彼女らは、それらの利益の質の違いは、投資家保護が強く、かつ、4大監査法人 (Big 4) の監査を受けているか否かに規定されると報告し、国単位での投資家保護の影響力にたいして懐疑的な見解を示している。さら

¹⁴ この問題については、Holthausen and Watts (2001) およびWatts (2003a, 2003b) も参照。

に、フランス、ドイツ、イギリスの3カ国を対象とした Maijor and Vanstraelen (2006) は、企業の国際的な資金調達や4大監査法人の監査ではなく、各国の監査基準の厳しさが、利益マネジメントの程度を規定すると報告している。このように、市場で活動する複数の主体を考慮に入れて、会計情報の有用性を分析すると、必ずしも投資家保護論というステレオタイプが支持されないことには、とくに注意しておきたい。

4.3 日本の評価

La Porta et al. 流の類型をめぐる実証研究において、日本企業の利益情報の価値関連性を明示的な分析課題とする研究もなされている。意外なことに、日本を明示的な分析対象とした研究では、その類型論を否定する証拠を示しているものが多い。

Bartov et al. (2001) は、アングロサクソンの国では、リターンにたいする説明力はキャッシュフローよりも利益のほうが高いが、非アングロサクソンの国ではそうではないという仮説を検証した。日本企業の個別（単独）財務諸表については、その仮説は棄却された。同様に Black and White (2003) は、ドイツ、日本、アメリカの企業を対象にして、債権者保護を重視し、かつ税法準拠のために保守的な会計をしている国では、利益の価値関連性は低く、信用力（債務返済能力）の指標となる流動性を表示している貸借対照表の価値関連性が高くなるという仮説を検証した。ドイツについてはその仮説は棄却されなかったが、日本については棄却された。Myring (2006) も、利益の対前年度変化額およびアナリストの利益予測の誤差と、決算発表後1か月のリターンとの関係を国際的に比較し、税務計算との一致の程度、発生主義の利用度、資本市場の重要性、コーポレート・ガバナンスなどの会計環境は利益とリターンの関係に重要な影響をあたえないと報告している。

また、LaFond (2005) も、Ball et al. (2005) と同様に、従来の国単位の類型論を突破する試みである。LaFond (2005) は、経営者の近親者など、経営者に友好的な株主の所有比率が高い企業を *closely held ownership* と呼び、1)日本のように *closely held ownership* が高い国では、契約やモニタリング目的で保守主義を採用する必要性が低いために、保守的な会計基準（会計方針）は採用されていないこと、2)*closely held ownership* の影響を考慮すると、先行研究で指摘されている「投資家の権利の強さと保守主義との正の関係」は弱くなること、3) *closely held ownership* が高い国では、将来の利益変化にかんする情報がより多くリターンに反映されており、保守主義以外にもディスクロージャーを透明にするメカニズムが存在する可能性があること、などを指摘している。

前項でも述べたように、会計情報の有用性を分析する場合には、法律だけではなく市場で情報媒介をする主体の活動も重要である。Degeorge et al. (2005) は、La Porta et al. 流の規制

環境の変数をコントロールしたうえで、利益マネジメントの程度とアナリストによる企業監視との関係を分析し、企業を分析する (following) アナリストの数が多いほど、利益マネジメントは少ないと報告している。ここでは、日本企業は利益マネジメントが少ないことがあきらかにされている。これらの研究は、市場では、監査やアナリストの分析など、利益の質の低下を抑止するメカニズムが機能しており、それゆえに、たんに制度が原因となって、日本企業の利益情報の価値関連性が特段劣るわけではないことを示唆している¹⁵。

4.4 問題点と今後の課題

この節で紹介した実証結果は、アングロサクソン優位思想による類型論にたいして、見直しを迫っている。以下では、アメリカの優越性、アングロサクソン内でのイギリスとアメリカの同質性、投資家保護の程度を表すインデックスの信頼性、の3点について検討する。

第一に、アメリカの会計基準やアメリカ企業の会計情報は高品質であることを支持する先行研究が多いが、そのこと自体は、つねに検証されるべき仮説である。最近では、Brown and Higgins (2001, 2004) が、アメリカの経営者は業績評価の圧力を強く受けているため、利益予想を達成することを目的とした利益マネジメントは、アメリカ企業のほうが他の国よりも多く観察されると報告している。また、Glaum (2004) も、アメリカとドイツとを比較して、損失回避の利益マネジメントについて両者に有意な差異がなく、むしろ、予想利益を下回らないようにする利益マネジメントはアメリカにおいてより多く観察されると指摘している。もしもステレオタイプで想定されているように、利益マネジメントが利益情報の有用性を低下させるのであれば、アメリカについてさえ、世界で最も価値関連性が高い利益情報を開示しているといえるのかは、さらなる検証を必要としている。

第二に、La Porta et al. 流の国際比較研究において、アメリカとイギリスはアングロサクソンとしての同質性が強調されることが多いが、はたして、両国に重要な差異はないのか、緻密な検討が必要である。前出の Huijgen and Lubberink (2005) は、アメリカとイギリスの保守的会計の相違をあきらかにしている。同様に Pope et al. (1996) も、アメリカ企業の利益は持続性が低く、イギリス企業の利益のほうがより適時 (timely) であり、アメリカ企業の利益のほうがより保守的であるという証拠は弱いと報告している。Pope et al. (1999) も、アメリカ基準とイギリス基準の異質性を強調している。また、Wright et al. (2006) は、イギリスとアメリカの企業を対象に MBO 直前の利益マネジメントを分析し、アメリカ企業のほうが積極的に利益マネジメントを行っていることを発見し、両国の相違を強調しており、彼らは、Leuz et al. (2003) で利用されている投資家保護のインデックスは国別の法律環境の相違を適

¹⁵ なお、G7 諸国を対象とした Jagadeesh and Kim (2006) では、アナリストの投資推奨と株価の反応との関係が分析され、アメリカのアナリストの能力が突出して高いと指摘されている。

切に表していないと批判している。DeGeorge and Maug (2006) も、文献サーベイをしたうえで、ヨーロッパ国内の連続的な異質性 (continuing heterogeneity) は、慣習法と大陸法という分類ではとらえられないと指摘して、La Porta et al. 流の類型論を批判している。

第三に、投資家保護のインデックスは、特定の学派に共用されているものの、それは実証分析に利用できるほど信頼に足りるのか否かは、きわめて重要な問題である。すでに述べたように、La Porta et al. 流の類型論では、各国の規制システムを特徴づけている諸変数の定義と定量化の方法が、実証結果を左右している。つまり、各研究は、それらのインデックス変数の妥当性についての仮説と会計情報の有用性にかんする仮説とが結合仮説になっている。規制システムの優劣は、一般に、目的の達成度合で判断されるはずであるから、じつは、この種の研究は循環論に陥る危険性をはらんでいる。この問題にかんして、研究当事者の問題意識は低く、頑強性テストが無視されているため、実証結果の信頼性はきわめて低い。

たとえば、Boonlert-U-Thai et al. (2006) は、La Porta et al. で採用された多数の評価点をクラスター分析した結果、慣習法の国と成文法の国にグループ分けされたことを示したうえで、投資家保護をめぐる研究者グループで共有されているインデックス指標にたいして疑問を提示している (Cools, 2005; Rose, 2006 も参照)。Jennings et al. (2004) は、会計基準と税法規定との一致の程度にもとづいて各国を分類するさい、日本の分類に窮している。これは、国ごとのインデックス化の手法には無理があることを示す典型的な例である。さらに、前述のインデックス変数の作成時点 (期間) と会計情報の有用性を検証する時点 (期間) とは一致していなければならないが、それが国ごとに不統一な先行研究も多く、リサーチ・デザインの点で重大な問題を残している。

もちろん、この類型に属する研究を、投資家の認知 (perception) ないし思い込みと会計情報の有用性との関係を扱ったものとして位置づけるなら、規制システムの相違が、投資家が感じる会計情報の精度や信頼性に影響をあたえ、そのことが有用性や価値関連性にも影響をあたえていると解釈することができるかもしれない (Hodge, 2003 も参照)。その意味では、それらの研究にも一定の貢献を認めてもよいであろう。

しかし、その場合でも、規制システムで劣る国の経営者は、自ら公表する会計情報の有用性を高めるような努力 (ボンディング) をなぜしないのか、疑問が残る。また、経営者にとって、利益マネジメントそれ自体が行動目標ではないから、それによって利得が得られなければ、利益マネジメントをするはずがない。インセンティブがあるから実行するはずであるというのは、論理が飛躍している。また、なぜ投資家は強制開示情報のみに依存して、なぜ必要な情報の私的収集をしないのか、さらに、規制システムを補完して利益操作を抑止するような市場規律がなぜ機能しないのか、依然として疑問が残る。このタイプの研究は、法律

の文言を類型化しただけであり、市場メカニズムを無視している点が致命的な欠陥となっている。一見、日本の利益情報の質の低さを示唆する実証結果が繰り返し示されているようであるが、前述のとおり、それにたいする反証も相当に説得的であり、現時点で確定的な結論はくたせない。むしろ、市場メカニズムの考慮が不十分な点と分析手法が粗い点を考えると、投資家保護論のステレオタイプは科学的に支持されていないというべきであろう。

5 国際比較研究(3): コーポレート・ガバナンス

5.1 ステレオタイプと類型論

前節で取り上げた投資家保護は、投資家の権利と企業の義務という法律システムに着目したものであり、その強弱は、同一の法が適用される範囲、すなわち国ごとに測定される。そのため、国際比較、なかでも類型論を好む研究者によって採用される。一方、ここで取り上げる企業のガバナンスは、文字通り、企業ごとに異なっており、ほんらいは、会計情報の有用性の企業間のバラツキを説明するために着目されたものである。それにもかかわらず、国際比較研究においては、ガバナンスのありかたを国ごとに類型化し、その類型と会計情報の有用性との関係を分析する研究も多い。

そのような会計情報の有用性や情報内容、保守主義などの利益の質と、取締役会の構成、経営者の株式所有比率などの企業のガバナンスとの関係を扱った実証研究には、DeAngelo (1988)、Collins and DeAngelo (1990)、Warfield et al. (1995)、Dechow et al. (1996)、Gabrielsen et al. (2000)、Vafeas (2000)、Bhattacharya et al. (2002)、Brown and Higgins (2002)、Davis-Friday et al. (2002)、Fan and Wang (2002)、Yeo et al. (2002)、Anderson et al. (2004)、Beeks et al. (2004)、Bushman et al. (2004)、Korczak (2004)、Doyle et al. (2005)、Farber (2005)、Francis et al. (2005)、Han (2005)、Garcia Lara et al. (2005)、Narayanan (2005)、Renders et al. (2005)、Risberg (2005)、Ashbaugh et al. (2006a, b)、Bhat et al. (2006)、Breekes and Brown (2006)、Byard (2006)、Jaggi and Leung (2006)、Petra (2007) などがある。また、Bushman and Smith (2001)、McColgan (2001)、Denis and McConnell (2002)、Farinha (2003)、Claessens and Fan (2003)、Cohen et al. (2004) はサーベイ論文である。

これらの研究は、ガバナンスのありかたが経営者の利益マネジメント(のインセンティブ)に影響をあたえ、さらに経営者の裁量行動の結果、会計情報の有用性や質にも影響をあたえるという想定にもとづいている。企業のガバナンスが弱いほど、経営者は利益マネジメントに積極的になるのか、ひいては会計情報の有用性は低下するのか否かが、典型的な仮説とされている。さらに、ガバナンスの影響は、会計情報の質を通じて、社債の格付けやアナリストの利益予測の精度などにも及ぶことが、いくつかの先行研究によって報告されている。こ

のタイプの研究は、4節で扱った投資家保護のステレオタイプと同様、企業のガバナンスの形式的な仕組みが指標化されて、分析に利用されているが、利害関係者が実際にどのような意思決定や行動をしたのかは、観察されていない。

たとえば、Ely and Pownall (2002) は、アメリカ市場に上場している企業は上場していない企業よりも証券保有者を重視しており、純利益と純資産簿価の株価にたいする説明力が高いと指摘している。また、Lang et al. (2003) も、アメリカ市場に上場している外国企業の利益は保守的であり、株価との相関度合も高いと報告している。それと同様に、DeFond and Mingyi (2004) は、CEOの交代要因と投資家保護との関係をあきらかにした。また、Luez et al. (2005) も、アメリカの投資家は、経営者支配や同族支配が強い外国企業には少ない投資しかしないと述べ、その理由として、株主のガバナンスが弱い企業では企業と投資家との情報の非対称性が大きく、経営者による利益操作の可能性が高いことを指摘している。Mark et al. (2004) は、同族支配の企業は利益操作をする可能性が高いため、アナリストは利益予測を出したがらないと述べ、その傾向は証券保有者の権利保護が弱い国でとくに強いと報告している。

5.2 類型論批判

前項で紹介した実証結果とは反対に、アングロサクソン流のガバナンス・システムが普遍的に優れているわけではないことを指摘する研究も数多い¹⁶。スペイン企業を対象としたOsma and Noguera (2005) は、アングロサクソン流のガバナンス論で優れているとされる独立取締役が増加(減少)すると、むしろ利益マネジメントの額が増加(減少)すると報告し、定型化されたガバナンス論がスペインの経済社会では適合しないこと、その理論が普遍的でないことを指摘している(Bauer et al., 2003も参照)。ニュージーランド企業を対象としたAhmed et al. (2006) も、利益の情報価値は、取締役の数が増えるほど低下し、外部取締役の構成比率とは関係がないと報告している。

また、Peasnell et al. (2005) は、外部取締役と監査委員会の存在によって利益捻出型の利益マネジメントは抑制される傾向にあるものの、利益圧縮型の利益マネジメントには影響をあたえていないと報告している。Wang (2006) も、創業者一族の同族に支配されていても、利益の質は低くはないという証拠を示している。Ang and Ciccone (2000) は、国単位の財務報告の透明性の違いは国別の要因(インフレ率、GDP成長率、銀行の株式所有、同族支配)に規定されるとしつつも、企業規模、株価利益倍率などの企業別の要因は、企業単位の財務報告の透明性の程度を支配的に規定しており、とくに赤字か黒字かの要因の影響は大きく、赤字企業では、財務報告の透明性は著しく低いと指摘している。これらの研究結果はいずれ

¹⁶ ここでのステレオタイプを批判的にサーベイした論文にMurphy and Topyan (2005)がある。

も、定型化されたガバナンス論が一面的であることを示しており、貴重な指摘である。

5.3 日本の評価

日本人による日本企業のガバナンスが国際的に劣っているために、あるいは日本の特徴とされる系列関係が市場規律の働きを妨げるために、利益情報の有用性（価値関連性）は低いのか否かが、ここで確認すべき争点である。先行研究では、そのステレオタイプを支持する実証結果と、棄却する実証結果が混在している。

ステレオタイプに肯定的な実証結果は、つぎの通りである。Jiang and Kim (2004) は、外国人投資家の所有比率が高い企業ほど、企業と投資家とのあいだの情報の非対称性は小さく、リターンと利益との関連性は高いと述べている。Chung et al. (2004) は、経営者の裁量による会計発生高（discretionary accruals）は、純資産簿価と純利益の価値関連性を高めているものの、株式持合いはその価値関連性を低下させるとし、企業の所有構造に焦点を当てている。彼らは、外国人の所有比率が高いほど、また社債発行による資金調達が多いほど経営者の裁量にたいする監視が効果的になり、裁量的な会計発生高の価値関連性を向上させると報告している（なお、同様の研究について、Bae and Kim, 1998; Chung and Lee, 1998; Cheung et al., 1999; Jiang and Kim, 2000 など参照）。Covrig and Low (2005) も、系列企業は情報開示の量が少ないため、開示情報の価値は低いと報告している（Ferris et al., 1995 も同様）。

また、Ciccone and Etebari (2004) は、太平洋沿岸諸国のうち、日本のアナリストの利益予測のバラツキと予測誤差は大きく、予測は楽観的であると指摘し、その理由として、系列企業はメイン・バンクから容易に借入れができるため、資本市場から資金調達する必要性が低い点にもとめている。さらに、企業と投資家（系列企業）とのあいだの情報の非対称性は相対的に小さいという環境は、利益情報の開示への関心を低くするため、企業は利益マネジメントをするインセンティブは弱いと述べている（Dodd and Millar, 1990; Inoue and Thomas, 1996; Dewenter and Warther, 1998 も参照）。Chen et al. (2006) も、系列企業ほどエージェンシー・コストは小さく、総資産の簿価にたいする企業価値総額の比率は大きいと報告している。また、日米の資金調達構造の相違を念頭に置いた Biddle and Hilary (2006) は、会計情報の質が高い場合には企業と投資家との情報の非対称性が小さくなり、設備投資資金の新株発行による調達が容易になるという仮説にもとづいて、設備投資額の営業キャッシュフローにたいする感応度と会計情報の質との関係を分析した。アメリカ企業については、その感応度と会計情報の質とのあいだに仮説通りの負の関係が観察されたが、日本企業については有意な関係が観察されず、その理由にかんして、彼らは、設備投資資金の主たる源泉が銀行借入や系列企業である場合には、会計情報の質が設備投資資金の調達には重要な影響をあたえないた

めであろうと述べている。

他方、ステレオタイプを否定する実証結果も報告されている。Cooke (1996) は、系列企業は閉鎖的でグループ内でのみ情報を共有するという説 (exclusionary theory) を否定し、系列企業が開示する情報量は他の企業と変わらないという証拠を示している。Hwang and Kim (1998) も、研究開発投資と無形資産の分析を通して、「系列に属する企業はグループのメイン・バンクから資金調達するため、負債のエージェンシー・コストに悩まされない」という通俗的な見方に疑問を呈している。また、Douthett and Jung (2001) は、系列企業グループ内では効果的な監視が行われており、リターンと会計利益との関係は系列関係が強いほど高くなり、系列に属する企業の裁量的な会計発生高は、系列に属さない企業よりも小さいと報告している。彼らは、系列に属する企業の利益の情報価値は高いと指摘している。Ho et al. (2001) も、金融機関による株式所有比率の高い企業ほど、株価は将来利益をより早く反映すると述べている。Douthett et al. (2004) では、系列関係が強いほど、アナリストの利益予測の精度は高く、系列関係は投資家にとっての情報環境を改善することに貢献すると述べられている。さらに意外なことに、Conroy et al. (1993) は、アナリストの利益予測の精度は、アメリカ企業に比べて日本企業のほうが高いと報告している。

5.4 問題点と今後の課題

このように、企業のガバナンスと利益情報の有用性との関係については、相矛盾するような結果が混在している。ただ、それらの研究において、経営者の利益マネジメントのインセンティブとガバナンスとの関係は、必ずしも十分には検討されていない。そもそもガバナンスや系列などの概念が曖昧で、研究者によって使用される意味が異なることもあり、実証分析においてガバナンスや系列関係を表す指標が恣意的に選択されている¹⁷。それらの研究には、日本企業に特徴的な面を捉えようという意識は感じられるものの、たとえば、企業の所有構造がどのような意味で日本に特徴的であるのか、それが経営者の行動をどのように規定するのかについて、経済合理的な説明がなされていない。このタイプの研究もまた、常識的な類型論に立脚するものであり、仮説の構築とそのモデル化に、重大な問題が残されている。

株主のガバナンスに着目した研究は、1)ガバナンスの優劣を測る指標はなにか、2)ガバナンスが劣る場合に、経営者はどのような意思決定 (選択) をし、どのように行動するのか、3)その経営者の行動を投資家はどのように評価するのか、4)その評価の結果は、会計情報の価値関連性や質にどのように反映されるのか、という4つの問題を同時に含んでいる。当然、

¹⁷ いわゆる系列問題については、それをどのように定義するかをはじめとして、多くの争点が含まれており、ステレオタイプには先入観や誤謬が含まれているという指摘も有力である (メイン・バンク問題も同じ) が、この論文では立ち入らない。なお、Miwa and Ramseyer (2005) も参照。

会計研究の主題は3)と4)であるが、その問題を扱う以前に、1)と2)についても、明確にいえ
ることは多くはない¹⁸。そのために、論理の飛躍が生じて仮説検定が難しくなり、実証結果
の解釈に窮することが多い。それにもかかわらず、多くの先行研究では、アメリカ型のガバ
ナンスが優れていると仮定して、粗雑な類型を所与としてしまっている。その暗黙の了解が、
精緻な分析を妨げているといっても過言ではない。具体的に、ここでは、2つの例を挙げて
検討してみよう。

たとえば、機関投資家の株式保有比率の高低をガバナンスの尺度としたとしよう。その比
率が高いとき、経営者行動の監視とコントロールが効果的になり、会計情報の有用性が高ま
ると仮定されることもある。しかし、その比率が高いとき、経営者が個人投資家向けのディ
スクロージャーを軽視して十分な情報を開示しない可能性もある。もしも、機関投資家がデ
ィスクロージャー制度以外にも企業内部の情報を入手する手段を有しているなら、その可能
性も否定できない。実際に、機関投資家が情報収集とその分析に優れた能力を有しているこ
とを指摘する研究も多い (Potter, 1992; Kim et al., 1996; El-Gazzar, 1998; Dennis and Weston,
2001; Jambalvo et al., 2002; Collins et al., 2003; Ali et al., 2004; Chen et al., 2004; Ke and Petroni,
2004; Piotroski and Roulstone, 2004; Ke et al., 2006; Bushee and Goodman, 2006 など)。逆に、機
関投資家の株式保有比率が低いからといって、経営者が会計情報の有用性を低める行動をと
るとはかぎらない。ボンディング行動をとる可能性もあるからである。経営者は合理的、機
会主義的に行動するとしても、すでに述べたように、その前提は、会計情報の有用性や質の
高低とは、論理的に直結しない。あるいは、機関投資家が利益情報の有用性が高い企業 (株
式) に好んで投資しているなら、かりに機関投資家の所有比率と利益の価値関連性が連動し
ていても、それは企業のガバナンスや利益マネジメントとは関係のない現象である (O'Brien
and Bhushan, 1990; Bushee and Noe, 2000)。

また、外国人投資家の所有比率が高いほど、利益情報の価値関連性は高いと想定されるこ
ともあるが、この仮説は、因果関係が転倒している危険がある。通常は、外国人投資家のほ
うが日本人投資家よりも、企業価値の増大に向けたガバナンスに熱心で、それだけ企業経営
者も株主の利害に沿って行動するようになり、より透明なディスクロージャーをする、とい
ったシナリオが想定されているのかもしれない。しかし、日本人投資家が、なぜガバナンス
に注力しないのか、合理的な説明が見あたらない。むしろ、外国人投資家は、日本市場にお
いて、利益情報の価値関連性が高い企業 (株式) への投資割合が高いのかもしれない。一般

¹⁸ ガバナンスの計量については、Brown and Caylor (2004)、Klein (2006)、Larcker et al. (2006) を、ガ
バナンスが経営者の行動や企業評価にあたえる影響については、Bowen et al. (2004)、Ramanan (2007)
などを参照。

に、企業評価には利益以外の情報も利用されるが、外国人投資家は言語の障壁や日本語による情報の収集に限界があるために、その障害が少ない会計情報に比重を置いて銘柄選択（ポートフォリオ組成）をしているという可能性も、あながち否定できないであろう。実際に、外国人（機関）投資家の投資選択のバイアスや、国内投資家（あるいはアナリスト）の外国投資家（あるいはアナリスト）にたいする情報の優位性については、多数の実証結果が報告されている。（Shukla and van Inwegen, 1995; Kang and Stulz, 1997; Dahlquist and Robertsson, 2001; Ashbaugh and Davis-Friday, 2002; Edison and Warnock, 2004; Aggarwal et al., 2004; Bradshaw, 2004; Covrig et al., 2005; Orpurt, 2004; Bae et al., 2006 など）。かりに、この後者の仮説が正しければ、外国人投資家の所有比率の大小は、企業のガバナンスや利益マネジメントとは関係のない現象ということになる。

このように、ガバナンスを題材にすると、検討すべき経済主体の数が増加するとともに、企業の投資政策もガバナンスによって左右されかねないため、コントロールすべき変数も増加する。問題はいっそう複雑になるわけである。むしろ、現実には複雑である。しかし、正反対の結果が導かれるような多様な解釈を許すほどの複雑な課題を設定しても、意味のある実証結果は得られない。分析結果の説得力は、結果が常識的であるか否かではなく、仮説と分析手法が理論的であるか否かに依存する。その意味では、先行研究には不満な点が多い。そもそも、なにをもって会計情報の有用性の尺度とするのかさえ、いまだ検討の余地があることを考えれば、問題設定を細分化し、変数を増やすことで現実への接近度を高める方向以外に、基本的な分析を繰り返して、実証結果を積み重ね、基礎概念の学問的な確定を目指すという研究方向の重要性も、強調されてよいであろう。

6 先行研究の欠陥点

6.1 利益の情報内容の多面性

ここで取り上げた先行研究が共通に有している重大な欠陥の第一は、ごく最近の研究を除いて、利益情報（あるいは会計基準）の有用性や質、捉え方が一面的であるという点である¹⁹。議論を利益情報の価値関連性にかぎっても、純利益という単一の指標のみが研究対象にされ、かつ、回帰推定される係数や決定係数の大きさばかりに焦点が当てられている。しかし、財務諸表には利益が純額で記載されているのではなく、収益や費用が分類、区分されて、それらの差額として利益が開示されたり、前年度（あるいは前々年度）の数字も開示されたりしている。利益の情報は、ほんらい多面的な情報内容をもっているはずであり、多くの先行研究ではその点が見逃されている。さらに、利益の有用性や質はもちろんのこと、価値関

¹⁹ この問題については、Chan et al. (2006) も参照。

連性の程度の差をどのように測定したらよいか、どのように有意性を検定したらよいかは、いまだ定説がなく、国際比較の尺度たりうるのかについては、疑問も多い。

利益情報のもつ情報内容を分析するにあたり、会計学界では、利益を構成要素に分解する手法が定石となっている。その分解には、2通りの方法がある。ひとつは、利益をキャッシュフローと会計発生高とに分け、とくに会計発生高がもつ情報に着目するアプローチである。このタイプの研究については、この論文でも紹介したとおり、すでに興味深い研究成果が報告されている。もうひとつは、利益と将来キャッシュフローとの関連性を考慮して、永続的（permanent）ないし持続的（persistent）な要素と一時的（transitory）な要素との相違に着目するアプローチである。たとえば、経常的な営業利益と、臨時的あるいは異常な特別損益（もしくは特殊項目）の情報内容の違いを問う研究は、後者のアプローチに属している。利益のうち、持続的な要素には価値関連性があるものの、再現性のない一時的な要素には価値関連性がないと考えられており、それを支持する実証結果も多数報告されている。利益の情報内容の計量および統計分析手法が多様でありうるのはもちろんのこと、上記のいずれのアプローチを採用するにせよ、利益のもつ多面的な情報を分析する作業が、今後の課題として残されている。

6.2 産業効果

一般に、産業構成が異なる複数の国を対象にする場合、産業効果が問題になるはずであるが、それを無視した先行研究も相当に多い。しばしば、利益の価値関連性の時系列変化が問題にされるさい、産業構成の時代変化がその理由に挙げられている。サービス産業やIT産業の比重の増加、ネット企業の台頭などによって、重厚長大型の製造業を想定した会計モデルの陳腐化なども、議論されている。つまり、産業構成が利益の価値関連性に影響をあたえると考えられているわけである。その産業構成は、国や地域によって異なっている。そうであれば、年代比較と同様に、国際比較についても、産業効果を分析上どのようにコントロールするのも、考えてみなければならぬ課題の1つであろう²⁰。

この問題にかんして、Ruland et al. (2007) は、国際比較研究をサーベイしたうえで、コントロールすべき要因について検討し、先行研究で指摘されている法の起源や、投資家保護などのほか、産業効果やサンプル選択のバイアスなどに注意を喚起している。Ballas and Hevas (2005) は、純利益と純資産簿価の価値関連性のヨーロッパ諸国間での相違は、産業効果に規定されていると報告している。また Liu et al. (2004) も、産業構成が利益の価値関連性にあたえる影響を指摘し、国際比較に注意を喚起している。その通りであれば、産業効果を無視

²⁰ なお、国際比較における株式リターンの国効果と産業効果については、Wang et al. (2003)、Tessitore and Usmen (2005)、Phylaktis and Xia (2006) などを参照。

した国際比較には重大な問題があることになる。また、それらの研究結果は、わが国の現状を実証的にあきらかにするうえで、産業効果を確認することの重要性を再確認させてくれている。

6.3 マクロ経済環境の影響

先行研究では、利益の価値関連性は景気動向などのマクロ経済環境にも依存する点が見逃されている。これまでは、インフレーションが激しい国や、経済危機、通貨危機に陥った国などが逸話的に扱われ、経済環境が利益情報の有用性に影響をあたえるといわれてきた。しかし、そのような限界的なケースではなくても、景気、為替レート、エネルギー価格などが利益の価値関連性に影響をあたえている可能性もある。しかも、それらのマクロ経済環境は国ごとに異なっていると同時に、その動向あるいは変化が会計にあたえる影響も国によって異なっているかもしれない。

Singleton and Globerman (2000) は、日本でバブル経済が崩壊した 1990 年代以降は、それ以前と比べて、企業の自活的情報開示の姿勢に変化が見られると報告している。48 か国、4 万 7 千強の銀行をサンプルとした Shen and Chih (2005) は、投資家保護の法規制や会計情報の開示制度のほか、国民 1 人あたりの実質 GDP が大きいほど、利益マネジメントの程度は低いと報告し、マクロ経済の要因が利益の質に影響をあたえる可能性を示唆している（日本の銀行については、Agarwal et al., 2006 も参照）。また、Higgins (2002) は、1990 年代において、日本企業の利益にかんするアナリストの予測精度は、アメリカ企業のそれに比べて低いが、その原因は、長期的な不況のもとで損失を計上する企業が多く、アナリストが利益予測をするのが難しい時期であったと指摘している²¹。同様に、Hope and Kang (2005) も、物価水準や為替の変動などについてマクロ経済環境の不確実性が増すと、アナリストの利益予測の精度は低下すると報告している。さらに、景気の先行きが不透明な場合、利益の持続性は低下することによっても、価値関連性は低下するであろう。そうした諸要因によって、利益の価値関連性は年代によって異なっているはずである。

あらためていうまでもなく、この論文でサーベイした国際比較研究において映し出されている日本の像は、特定の時期についての相対的なものでしかない。先行研究において、そうしたマクロ経済要因はほとんど無視されており、会計基準や会計情報の優劣を比較した結果は、強い限定条件を付けて解釈されなければならない。この問題は、国際比較以外の研究領域にたいしても、重要な教訓をあたえている。たとえ、一国の企業だけをサンプルにする場合であっても、年度効果に留意したり、景気動向を加味して分析期間を分割したりすること

²¹ アナリストの予測精度の国際比較にあたり、資本市場の国際的開放度などのマクロ要因を考慮に入れた研究には、Black and Carnes (2006) もある。

により、マクロ経済環境が利益の価値関連性に与える影響を考慮する必要がある。

6.4 利益マネジメントのベネフィット

先行研究の多くは、利益マネジメントが可能な環境あるいは国では、利益情報の有用性（価値関連性）は低いという直感にもとづいているが、その通念はあまりにも短絡的であり、検討すべき問題が数多く含まれている（Healy and Wahlen, 1999; Dechow and Skinner, 2000 も参照）。かりに、裁量的な利益マネジメントの機会が存在する、あるいは、利益マネジメントのインセンティブがあるか否かと、実際に経営者が利益マネジメントをするか否かは、別の問題である。たとえば、利益マネジメントへのペナルティーが大きかったり、他のインセンティブのほうが強かったりすれば、利益マネジメントは実行されない。その意味で、機会やインセンティブの分析は、不完全な研究である。実際、繰り返し指摘したように、監査（法人）やアナリストの活動が経営者に一定の規律をあたえる可能性もある。また、市場での評価を経営者があらかじめ予測するならば、むしろ、利益マネジメントの疑念を払拭するために、経営者はボンディングとしての自発的情報開示をするかもしれない。利益マネジメントの機会とインセンティブの存在は、その実行には直結しないのである。

つぎに、たとえ利益マネジメントがなされたとしても、それによって利益情報の有用性が低下するとは断定はできない。利益マネジメントを通じて、経営者の業績見通しなどの内部情報が顕示され、それが投資家にとって新情報であれば、むしろ利益の情報内容がより豊かになり、有用性や価値関連性が上昇する可能性も否定できない。そのように利益マネジメントが利益情報の価値を高める点については、最近、数多くの実証研究でもあきらかにされている（Healy and Palepu, 1993; Wahlen, 1994; Subramanyam, 1996; DeFond and Park, 1997; Arya et al., 1998; Sanker, 1999; Hunt et al., 2000; Sanker and Subramanyam, 2001; Kirschenheiter and Melumad, 2002; Thomas and Zhang, 2002; Zarowin, 2002; Gul et al., 2003; Kanagaretnam et al., 2003a, 2003b; Krishnan, 2003; Kallunki and Martikainen, 2003; Xue, 2003; Bao and Bao, 2004; Scholer, 2004; Whelan and McNamara, 2004; Kirschenheiter and Melumad, 2005; Louis and Robinson, 2005; Ahmed and Falk, 2006; Gu and Zhao, 2006; Jiraporn et al., 2006; Liu and Ryan, 2006; Tucker and Zarowin, 2006; Hann et al., 2007 など多数）。

しかし、この論文でサーベイした数多くの先行研究では、このような利益マネジメントの長所が見逃されている。それは、投資家の反応、市場メカニズムにたいする分析視点を欠いているからにはほかならない。利益マネジメントがもしも害悪であるなら、投資家がそれを知ったとき、企業評価を引き下げればよい。前述の通り、それが経営者にとっては一種のペナルティーになるはずであり、そうした否定的反応を予測することが、経営者にたいして利益

マネジメントの抑止効果となるはずである。経営者行動とともに、市場における投資家の反応を分析しなければ、研究の体系を閉じることはできない。

もともと、経営者に無制限の自由を認めることが、利益情報の有用性の向上をもたらすわけではない。たとえば、優良企業が将来業績のシグナルとして利益平準化をしようとする場合、劣悪企業には模倣できなくする制約が会計基準や会計監査によって課されていないならば、利益平準化はシグナルとして機能しない。また、内部情報が会計情報に反映されているとしても、不確実性やノイズが大きすぎれば、投資家にとっては有用ではなくなってしまう。やはり、企業経営者にたいして一定の制約が必要であり、ある種の情報を強制的に開示させることも必要であろう。どのような利益マネジメントが利益情報の有用性を高めるのか、そのためには、会計基準はどうあるべきか、市場メカニズムは、内部情報の伝達をどのように促進（あるいは阻害）するのかなど、数々の根本的な問題が、いまだ未解決のまま残されている。

すでに述べたように、先行研究には、回帰モデルや検定手法などのリサーチ・デザインにも問題が残されている。回帰分析の符号検定によって会計情報の価値関連性の有無を確かめるのは、すでに学界でコンセンサスを得た手法である。しかし、価値関連性の高低の程度について、どのような尺度で測ったらよいのか、さらに、その程度の差にかんする統計的有意性をどのようにして検定したらよいのかは、いまでも学問的合意が確立していない争点である。その状況において、利益情報の価値関連性を国際的に比較したり、価値関連性の程度の相違を特定の要因に帰着させたりする研究には、基本的な点において疑問も多い。そうした先行研究の限界を考えると、国際比較を通じて日本企業の利益の価値関連性が分析されているといっても、その結果の信頼性はおのずと低くならざるを得ない。国際比較という複雑な問題を問う以前に、日本企業の利益情報はどのような意味で価値関連性があるのかを、きちんと確かめておかねばならない。

7 おわりに

この論文では、日本企業の利益情報の有用性（価値関連性）を低いとみなすステレオタイプにたいして、批判的な検討を加えた。しかし、それによって、日本企業の利益情報の有用性が高いことが証明されたわけではない。この論文でサーベイしたように、日本企業の利益情報の価値関連性について、実証的に判明していることは意外に少ない。わが国においてさえ、「利益は重要な情報だから、価値関連性があるはずである」という素朴な思い込みに満足しているか、さもなければ、粗雑な実証結果を戯画的な類型の枠組みに押し込めて理解し、それ以上は現実を丁寧に観察しようとししない者も多い。ほんらいなら、教科書に記載された

り、メディアで報道されたりして典型例と目されている事柄、そうした通念こそ、実証的に確かめてみなければならないはずである。当然、この論文で指摘した先行研究の図式化された結論にたいしても、経験的証拠をともなった反論を加えなければならない。

わが国の企業の利益情報には価値関連性があるのか否か、われわれは確定的には知ることができない。われわれが知りうるのは、実証研究による仮説検証を通じた断片的な知識でしかなく、その知識は統計的な事実であり、実証証拠といっても、統計的なもつともらしさしか保証されていない。それでも、実験（実証）の繰り返しによって、不確かな知識はより精度の高い知識へと転化してくれるはずである。利益情報の価値関連性について、常識的にわかったつもりになっていること、たんなる先入観で思い込んでいることなど、経験的証拠によって確かめてみるべきことは山積している。

参考文献

- Abdallah, A. A., “Cross-Listing, Investor Protection, and Disclosure: Does It Make a Difference?: The Case of Cross-Listed Versus Non-Cross-Listed Firms,” working paper, University of Bath, 2005.
- Abdallah, W. and M. Goergen, “Does Corporate Control Determine the Cross-listing Location?” working paper, ECGI – Finance Working Paper No. 98/2005, 2005.
- Agarwal, S., S. Chomsisengphet, C. Liu and S. G. Rhee, “Earnings Management Behaviors under Different Economic Environments: Evidence from Japanese Banks,” *International Review of Economics & Finance*, 2006, forthcoming.
- Aggarwal, R., L. Klapper and P. D. Waddock, “Disclosure Quality and Emerging Market Mutual Fund Investment,” working paper, Georgetown University, 2004.
- , “Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors,” working paper, Georgetown University, 2003.
- Ahearne, A. G., W. L. Grier and F. E. Warnock, “Information Costs and Home Bias: An Analysis of US Holdings of Foreign Equities,” *Journal of International Economics*, Vol. 62, No. 2, March 2004, 313 – 336.
- Ahmed, K. and H. Falk, “The Value Relevance of Management’s Research and Development Reporting Choice: Evidence from Australia,” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 25, No. 3, May/June 2006, 231 – 264.
- Ahmed, K., M. Hossain and M. B. Adams, “The Effects of Board Composition and Board Size on the Informativeness of Annual Accounting Earnings,” *Corporate Governance*, Vol. 14, no. 5, September 2006, 418 – 431.

- Ahmed, K., J. H. Kim and D. Henry, "International Cross-listings by Australian Firms: A Stochastic Dominance Analysis of Equity Returns," *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 16, No. 15, December 2006, 494 – 508.
- Alford, A., J. Jones, R. Leftwich and M. Zmijewski, "The Relative Informativeness of Accounting Disclosures in Different Countries," *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, No. 3, Supplement 1993, 183 – 223.
- Al-Khail, M. and T. Berglund, "What Drives the Country Allocation of International Portfolio Investments?: Universally Available Versus Trade Related Information," working paper, Swedish School of Economics and Business Administration, 2003.
- Ali, A., C. Durtschi, B. Lev and M. Trombley, "Changes in Institutional Ownership and Subsequent Earnings Announcement Abnormal Returns," *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 19, No. 3, Summer 2004, 221 – 248.
- Ali, A. and L.-E. Hwang, "Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data," *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, No. 1, Spring 2000, 1 – 21.
- Amir, E., T. S. Harris and E. K. Venuti, "A Comparison of the Value-relevance of U.S. versus non-U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations," *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, Supplement 1993, 230 – 274.
- Anderson, R. C., S. A. Mansi and D. M. Reeb, "Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 37, No. 3, September 2004, 315 – 342.
- Ang, J. S. and S. J. Ciccone, "International Differences in Financial Transparency," working paper, Florida State University, 2000.
- Arce, M. and A. Mora, "Empirical Evidence of the Effect of European Accounting Differences on the Stock Market," *European Accounting Review*, Vol. 11, No. 3, September 2002, 573 – 599.
- Armstrong, C., W. E. Barth, A. Jagolinzer and E. J. Riedl, "Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe," working paper, Stanford University, 2007.
- Arya, A., J. Glover and S. Sunder, "Earnings Management and the Revelation Principle," *Review of Accounting Studies*, Vol. 3, Nos. 1-2, March 1998, 7 – 34.
- Ashbaugh, H., "Non-US Firms' Accounting Standard Choices," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 20, No. 2, Summer 2001, 129 – 153.
- Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins and R. LaFond, "The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42, Nos. 1-2, October 2006, 203 – 243.
- Ashbaugh, H. and P. Y. Davis-Friday, "The Role of Non-U.S. Firms' Financial Reporting in

- International Mergers & Acquisitions,” working paper, University of Wisconsin-Madison, 2002.
- Ashbaugh, H. and R. LaFond, “Reporting Incentives and the Quality of Non-U.S. Firms’ Working Capital Accruals,” working paper, University of Wisconsin – Madison, 2003.
- Ashbaugh, H., R. LaFond and M. Lang, “The Effects of Governance on Smoothing and Smoothing Consequences: International Evidence,” working paper, University of Wisconsin, 2006b.
- Ashbaugh, H. and M. Pincus, “Domestic Accounting Standards, International Accounting Standards, and the Predictability of Earnings,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, No. 3, December 2001, 417 – 434.
- Bae, K. H. and J.-B. Kim, “The Usefulness of Earnings versus Book Value for Predicting Stock Returns and Cross Corporate Ownership in Japan,” *Japan and the World Economy*, Vol. 10, No. 4, October 1998, 467 – 485.
- Bae, K.-H., R. M. Stulz and H. Tan, “Do Local Analysts Know More?: A Cross-country Study of the Performance of Local Analysts and Foreign Analysts,” working paper, Queen’s University, 2006.
- Bailey, W., G. A. Karolyi and C. Salva, “The Economic Consequences of Increased Disclosure: Evidence from International Cross-listings,” working paper, Cornell University, 2005.
- Ball, R. S. P. Kothari and A. Robin, “The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, No. 1, February 2000, 1 – 51.
- Ball, R., A. Robin and G. Sadka, “Is Accounting Conservatism Due to Debt or Equity Market? An International Test of ‘Contracting’ and ‘Value Relevance’ Theories of Accounting,” working paper, University of Chicago, 2005.
- Ball, R., A. Robin and J. S. Wu, “Incentives versus Standards: Properties of Accounting Income in Four East Asian Countries,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 36, Nos.1-3, December 2003, 235 – 270.
- Ball, R. and L. Shivakumar, “Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, No. 1, February 2005, 83 – 128.
- , “The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, No. 2, May 2006, 207 – 242.
- Ballas, A. A. and D. L. Hevas, “Differences in the Valuation of Earnings and Book Value: Regulation Effects or Industry Effects?” *International Journal of Accounting*, Vol. 40, No. 4, 2005, 363 – 389.
- Bandyopadhyay, S. P., J. D. Hanna and G. Richardson, “Capital Market Effects of U.S.-Canada GAAP Differences,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, No. 2, Autumn 1994, 262 – 277.
- Bao, B. H. and D.-H. Bao, “Income Smoothing, Earnings Quality and Firm Valuation,” *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 31, Nos. 9-10, November/December 2004, 1525 – 1557.
- Barniv, R. and M. Myring, “An International Analysis of Historical and Forecast Earnings in

- Accounting – Based Valuation Models,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, Nos. 7-8, September/ October 2006, 1087 – 1109.
- Barniv, R., M. Myring and W. B. Thomas, “The Association between the Legal and Financial Reporting Environments and Forecast Performance of Individual Analysts,” working paper, University of Oklahoma, 2004.
- Barth, M. E. and G. Clinch, “International Accounting Differences and Their Relation to Share Prices: Evidence from U.K., Australian, and Canadian Firms,” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, No. 1, Spring 1996, 135 – 170.
- Barth, M. E., W. R. Landsman and M. H. Lang, “International Accounting Standards and Accounting Quality,” working paper, University of North California, 2005.
- Barth, M. E., W. R. Landsman, M. Lang and C. Williams, “Accounting Quality: International Accounting Standards and US GAAP,” working paper, Stanford University, 2006.
- Barton, J. and G. Waymire, “Investor Protection under Unregulated Financial Reporting,” working paper, Emory University, 2004.
- Bartov, E., S. R. Goldberg and M.-S. Kim, “The Valuation – Relevance of Earnings and Cash Flows: An International Perspective,” *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 12, No. 2, Summer 2001, 103 – 132.
- , “Comparative Value Relevance among German, U.S., and International Accounting Standards: A German Stock Market Perspective,” *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 20, No. 2, Spring 2005, 95 – 119.
- Baskerville, R. F., “Hofstede Never Studied Culture,” *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 28, No.1, January 2003, 1 – 14.
- Basu, S., L. S. Hwang and C.-L. Jan, “International Variation in Accounting Measurement Rules and Analysts’ Earnings Forecast Errors,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 25, Nos. 9-10, November/December 1998, 1207 – 1247.
- Bauer, R., N. Gunster and R. Otten, “Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance,” working paper, Maastricht University, 2003.
- Beeks, W. and P. Brown, “Do Better – Governed Australian Firms Make More Information Disclosures?” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, Nos. 3-4, April/May 2006, 422 – 450.
- Beeks, W., P. Pope and S. Young, “The Link between Earnings Timeliness, Earnings Conservatism and board Composition: Evidence form the UK,” *Corporate Governance*, Vol. 12, No. 1, January 2004, 47 – 59.
- Bhat, G., O.-K. Hope and T. Kang, “Does Corporate Governance Transparency Affect the Accuracy

- of Analyst Forecasts?" *Accounting and Finance*, Vol. 46, No. 5, December 2006, 715 – 732.
- Bhattacharya, U., H. Daouk and M. Weller, "The World Pricing of Earnings Opacity," working paper, Indiana University, 2002.
- Biddle, G. C. and G. Hilary, "Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment," *Accounting Review*, Vol. 81, No. 5, October 2006, 963 – 982.
- Black, E. L. and T. A. Carnes, "Analysts' Forecasts in Asian-Pacific Markets: The Relationship among Macroeconomic Factors, Accounting Systems, Bias and Accuracy," *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 17, No. 3, Autumn 2006, 208 – 227.
- Black, E. L. and J. J. White, "An International Comparison of Income Statement and Balance Sheet Information: German, Japan and the US," *European Accounting Review*, Vol. 12, No. 1, May 2003, 29 – 46.
- Boonlert-U-Thai, K. G. K. Meek and S. Nabar, "Earnings Attributes and Investor – Protection: International Evidence," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 41, No. 4, December 2006, 327 – 357.
- Borkowski, N., R. L. Caldarola, S. Ullah and R. Mitchell, "A Re-examination of Gray's Culture Framework Using a Modification of Nair's Accounting Practice Classification: Is There a Relationship with IAS Conformity?" working paper, St. Thomas University, 2004.
- Boulton, T. J., S. B. Smart and C. J. Zutter, "International IPO Underpricing, Earnings Quality, and Governance," working paper, Indiana University, 2006.
- Bowen, R. M., S. Rajgopal and M. Venkatachalam, "Accounting Discretion, Corporate Governance and Firm Performance," working paper, University of Washington, 2004.
- Bradshaw, M. T., B. J. Bushee and G. S. Miller, "Accounting Choice, Home Bias, and U.S. Investment in Non-U.S. Firms," *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, No. 5, December 2004, 795 – 841.
- Brown, L.D. and M. L. Caylor, "Corporate Governance and Firm Performance," working paper, Georgia State University, 2004.
- Brown, L. D. and H. N. Higgins, "Managing Earnings Surprises in the US versus 12 Other Countries," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 20, Nos. 4-5, Winter 2001, 373 – 398.
- , "The Impact of Governance Mechanisms on Insiders' Guidance of Analysts and Management of Earnings Surprises," working paper, Georgia State University, 2002.
- , "Managers' Forecast Guidance of Analysts: International Evidence," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 24, No. 4, July/August 2005, 280 – 299.
- Burgstahler, D. L. Hail and C. Leuz, "The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms," *Accounting Review*, Vol. 81, No. 5, October 2006, 983 – 1016.

- Bushee, B. J. and T. H. Goodman, "Which Institutional Investors Trade Based on Private Information about Earnings and Returns," working paper, University of Pennsylvania, 2006.
- Bushee, B. J. and C. F. Noe, "Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility," *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, No. 3, Supplement 2000, 171 – 202.
- Bushman, R., Q. Chen, E. Engel and A. Smith, "Financial Accounting Information, Organizational Complexity and Corporate Governance Systems," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 37, No. 2, June 2004, 167 – 201.
- Bushman, R. M. and J. D. Piotroski, "Financial Reporting Incentives for Conservative Accounting: The Influence of Legal and Political Institutions," working paper, University of North Carolina at Chapel Hill, 2004.
- Bushman, R. M., J. D. Piotroski and A. J. Smith, "Insider Trading Restrictions and Analysts' Incentives to Follow Firms," *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 1, February 2005, 35 – 66.
- , "Capital Allocation and Timely Accounting recognition of Economic Losses: International Evidence," working paper, University of North Carolina at Chapel Hill, 2005b.
- Bushman, R. M. and A. J. Smith, "Financial Accounting Information and Corporate Governance," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, Nos. 1-3, December 2001, 237 – 333.
- Byard, D., Y. Li and J. Weintrop, "Corporate Governance and the Quality of Financial Analysts' Information," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 25, No. 5, September/October 2006, 609 – 625.
- Cahan, S. F., D. Emanuel and J. Sun, "Do Stock Prices Impound Accounting Information with Similar Precision across Countries?" working paper, 2006.
- Chan, K., L. K. C. Chan, N. Legadeesh and J. Lakonishok, "Earnings Quality and Stock Returns," *Journal of Business*, Vol. 79, No. 3, May 2006, 1041 – 1082.
- Chan, K. C., J. K. Cheung and H. C. Wong, "A Comparison of Event Study Methods for Foreign Firms Listed on the U.S. Stock Exchanges," *Journal of International Accounting Research*, Vol. 1, 2002, 75 – 90.
- Chan, K. C., S. E. El-Gazzar, P. M. Finn and R. A. Jacob, "Simultaneous Releases of U.S. and Foreign GAAP Earnings," *International Advances in Economic Research*, Vol. 12, No. 2, May 2006, 161 – 168.
- Chan, K. H., K. Z. Lin, P. L. L. Mo, "An Empirical Study on the Impact of Culture on Audit-Detected Accounting Errors," *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, Vol. 22, No. 2, September 2003, 281 – 295.
- Chan, K. C. and G. S. Seow, "The Association between Stock Returns and Foreign GAAP Earnings versus Earnings Adjusted to U.S. GAAP," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 21, No. 1, February 1996, 139 – 158.

- Chanchani, S. and A. MacGregor, "A Synthesis of Cultural Studies in Accounting," *Journal of Accounting Literature*, Vol. 18, 1999, 1 – 26.
- Chanchani, S. and R. Willett, "An Empirical Assessment of Gray's Accounting Value Constructs," *International Journal of Accounting*, Vol. 39, No. 2, 125 – 154.
- Chang, J. J., T. Khanna and K. G. Palepu, "Analyst Activity Around the World," working paper, Harvard Business School, 2000.
- Charitou, A., C. Clubb and A. Andreou, "The Value Relevance of Earnings and Cash Flows: Empirical Evidence for Japan," *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 11, No. 1, 2000, 1 – 22.
- Chen, X., J. Harford and K. Li, "Institutional Investors and Corporate Acquisition Decisions," working paper, University of British Columbia, 2004.
- Chen, H. and H. Sami, "Trading Volume Reaction to the Earnings Reconciliation from IAS to U.S. GAAP," working paper, Lehigh University, 2006.
- Chen, C. R., W. Guo and V. Mande, "Corporate Value, Managerial Stockholdings and Investments of Japanese Firms," *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 17, No. 1, Spring 2006, 29 – 51.
- Cheung, J. K. J.-B. Kim and J. Lee, "The Impact of Institutional Characteristics on Return – Earnings Associations in Japan," *International Journal of Accounting*, Vol. 34, No. 4, 1999, 571 – 596.
- Christensen, P. O., G. A. Feltham and F. Sabac, "A Contracting Perspective on Earnings Quality," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, No. 2, June 2005, 265 – 294.
- Chung, H., "Investor Protection and the Liquidity of Cross-listed Securities: Evidence from the ADR Market," working paper, National Chiao Tung University, 2004.
- Chung, R., S. Ho and J.-B. Kim, "Ownership Structure and the Pricing of Discretionary Accruals in Japan," *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 2004, Vol. 13, No. 1, 1 – 20.
- Chung, D. Y. and J. Lee, "Ownership Structure and Trading Volume Reaction to Earnings Announcements: Evidence from Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 6, Nos. 1-2, May 1998, 45 – 60.
- Ciccone, S. J. and A. Etebari, "Analyst Earnings Forecast Trends in Pacific Rim Countries," *Managerial Finance*, Vol. 30, No. 7, 2004, 19 – 35.
- Claessens, S. and J. P. H. Fan, "Corporate Governance in Asia: A Survey," working paper, University of Amsterdam, 2003.
- Cohen, J., G. Krishnamoorthy and A. Wright, "The Corporate Governance Mosaic and Financial Reporting Quality," *Journal of Accounting Literature*, Vol. 23, 2004, 87 – 152.
- Collins, D. W. and L. DeAngelo, "Accounting Information and Corporate Governance," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 13, No. 3, October 1993, 213 – 247.

- Collins, D. W., G. Gong and P. Hribar, "Investor Sophistication and the Mispricing of Accruals," *Review of Accounting Studies*, Vol. 8, Nos. 2- 3, June/September 2003, 251 – 276.
- Cooke, T. E., "The Influence of the Keiretsu in Japanese Corporate Disclosure," *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 7 No. 3, Autumn 1996, 191 – 214.
- Cools, S., "The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers," *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 30, No. 3, 2005, 697 – 766.
- Conroy, R. M., K. M. Eades and R. S. Harris, "A Test of the Relative Pricing Effects of Dividends and Earnings: Evidence form Simultaneous Announcements in Japan," *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 3, June 2000, 1199 – 1227.
- Conroy, R., R. S. Harris and Y. S. Park, "Published Analysts' Earnings Forecasts in Japan: How Accurate are They?" *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 1, No. 2, May 1993, 127 – 137.
- Covrig, V. and B. S. Low, "The Relevance of Analysts' Earnings Forecasts in Japan," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 32, Nos. 7/8, September/October 2005, 1437 – 1463.
- Covrig, V., S. T. Lau and L. Ng, "Do Domestic and Foreign Fund Managers Have Similar Preferences for Stock Characteristics?: A Cross-Country Analysis," working paper, University of Wisconsin, 2005.
- Cuijpers, R. and W. Buijink, "Voluntary Adoption of Non-local GAAP in the European Union: A Study of Determinants and Consequences," *European Accounting Review*, Vol. 14, No. 3, 2005, 487 – 524.
- Dhalquist, M. and G. Robertsson, "Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics," *Journal of Financial Economics*, Vol. 59, No. 3, March 2001, 413 – 440.
- Daouk, H., C. M. C. Lee and D. T. Ng, "Capital Market Governance: How Do Security Laws Affect Market Performance?" working paper, Cornell University, 2004.
- Dargenidou, C., S. Macleay and I. Raonic, "Ownership, Investor Protection and Earnings Expectation," working paper, Cass Business School, 2005.
- , "Expected earnings Growth and the Cost of Capital: An Analysis of Accounting Regime Change in the European Financial Market," *ABACUS*, Vol. 42, Nos. 3-4, September/December 2006, 388 – 414.
- Daske, H., "Economic Benefits of Adopting IFRS or US-GAAP: Have the Expected Costs of Equity Capital Really Decreased?" *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 33, Nos. 3-4, April/May 2006, 329 – 373.
- Daske, H. and G. Gebhardt, "International Financial Reporting Standards and Experts' Perceptions of Disclosure Quality," *ABACUS*, Vol. 42, Nos. 3-4, September/December 2006, 461 – 498.
- Davis-Friday P. Y., L. L. Eng and C.-S. Liu, "The Effect of Corporate Governance on the Valuation of Book Value and Earnings during the Asian Financial Crisis," working paper, University of Notre

- Dame, 2002.
- DeAngelo, L. E., “Managerial Competition, Information Costs, and Corporate Governance,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 10, No. 1, January 1988, 3 – 36.
- Dechow, P. M. and I. D. Dichev, “The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors,” *Accounting Review*, Vol. 77, No. 4, October 2002, 35 – 59.
- Dechow, P. M. and D. J. Skinner, “Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and regulators,” *Accounting Horizons*, Vol. 14, No. 2, June 2000, 235 – 250.
- Dechow, P. M., R. Sloan and A. P. Sweeney, “Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC,” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, No. 1, Spring 1996, 1 – 36.
- DeFond, M. L. and M. Hung, “Investor Protection and Analysts’ Cash Flow Forecasts Around the World,” working paper, University of Southern California, 2003.
- , “Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from World wide CEO Turnover,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, No. 2, May 2004, 271 – 312.
- DeFond, M., M. Hung and R. Trezevant, “Investor Protection and the Information Content of Annual Earnings Announcements: International Evidence,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 43, No. 1, March 2007, 37 – 67.
- DeFond, M. L. and H. Mingyi, “Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from Worldwide CEO Turnover,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, No. 2, May 2004, 269 – 312.
- DeFond, M. L. and C. W. Park, “Smoothing income in Anticipation of Future Earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 23, No. 2, July 1997, 115 – 139.
- DeGeorge, F., Y. Ding, T. Jeanjean and H. Stolowy, “Does Analyst Following Curb Earnings Management?” working paper, University of Lugano, 2005.
- DeGeorge, F. and E. Maug, “Corporate Finance in Europe: A Survey,” working paper, University of Mannheim, 2006.
- Denis D. K. and J. J. McConnell, “International Corporate Governance,” working paper, Purdue University, 2002.
- Dennis, P. J. and J. P. Weston, “Who’s Informed?: An Analysis of Stock Ownership and Informed Trading,” working paper, University of Virginia, 2001.
- Ding, Y., O.-K. Hope, T. Jeanjean and H. Stolowy, “Differences between Domestic Accounting Standards and IAS: Measurement, Determinants and Implications,” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 26, No. 1, January 2007, 1 – 38.
- Ding, Y., T. Jeanjean and H. Stolowy, “Why Do National GAAP Differ from IAS? The Role of

- Culture,” *International Journal of Accounting*, Vol. 40, No.4, 2005a, 325 – 350.
- Dodd, M. T. and J. A. Millar, “Financial Structure in Japanese and American Firms: An Indirect Test of Agency Relationships,” *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 2, Nos. 2-3, Summer/Autumn 1990, 131 – 143.
- Doidge, C., A. Karolyi, K. V. Lins, D. P. Miller and R. M. Stulz, “Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-listing Decision,” working paper, University of Toronto, 2005.
- Douthett Jr., E. B., J. E. Duchac, I.-M. Haw and C. Steve, “Differential Levels of Disclosure and the Earnings – Return Association: Evidence from Foreign Registrants in the United States,” *International Journal of Accounting*, Vol. 38, No. 2, 2003, 145 – 162.
- Douthett, Jr., E. B. and K. Jung, “Japanese Corporate Groupings (*Keiretsu*) and the Informativeness of Earnings,” *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 12, No. 2, Summer 2001, 133 – 159.
- Douthett, Jr., E. B., K. Jung and W. Kwak, “Japanese Corporate Groupings (*Keiretsu*) and the Characteristics of Analysts’ Forecasts,” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 23, No. 2, September 2004, 79 – 98.
- Doyle, J., W. Ge and S. McVay, “Determinants of Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting and the Implications for Earnings Quality,” working paper, University of Utah, 2005.
- Dumontier, P. and B. Raffournier, “Why Firms Comply Voluntarily with IAS: an Empirical Analysis with Swiss Data,” *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 9, No. 3, October 1998, 216 – 245.
- Durand, R. B. and A. Tarca, “The Impact of US GAAP Reconciliation Requirements on Choice of Foreign Stock Exchange for Firms from Common Law and Code Law Countries,” *European Accounting Review*, Vol. 14, No. 4, 2005, 789 – 813.
- Edison, H. J. and F. E. Warnock, “U.S. Investors’ Emerging market Equity Portfolios: A Security-Level Analysis,” *Review of Economics and Statistics*, Vol. 86, NO. 3, August 2004, 691 – 704.
- Eleswarapu, V. R. and K. Venkataraman, “The Impact of Legal and Political Institutions on Equity Trading Costs: A Cross-Country Analysis,” working paper, Southern Methodist University, 2003.
- El-Gazzar, “Predisclosure Information and Institutional Ownership: A Cross-Sectional Examination of Market Revaluations during Earnings Announcement Periods,” *Accounting Review*, Vol. 73, No. 1, January 1998, 119 – 129.
- El-Gazzar, S. M., P. M. Finn and R. A. Jacob, “An Empirical Investigation of Multinational Firms’ Compliance with International Accounting standards,” *International Journal of Accounting*, Vol. 34, No. 2, June 1999, 239 – 248.
- , “Market Revaluations of Foreign Listings’ Reconciliations to U.S. Financial Reporting,”

- International Advances in Economic Research*, Vol. 8, No. 3, August 2002, 221 – 234.
- Ely, K. M. and G. Pownall, “Shareholder – Versus Stakeholder – Focused Japanese Companies: Firm Characteristics and Accounting Valuation,” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 19, No. 4, Winter 2002, 615 – 36.
- Eng, L. L., S. Li and Y. T. Mak, “Trends in Earnings, Book Value and Stock Price Relationships: An International Study,” working paper, National University of Singapore, 1999.
- Epps, R. W., “U.S. Stock Market Reaction to Preliminary Earnings Announcements and SEC Form 20F of Foreign Firms,” *Research in Accounting Regulation*, Supplement 1, 1997, 49 – 74.
- Etter, E. R., L. Rees and J. M. Lukawitz, “The Usefulness to Individual and Institutional Investors of Annual Earnings Announcements and SEC Filings by Non-U.S. Companies,” *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, Vol. 8, No. 1, 1999, 109 – 131.
- Fan, J. P. H. and T. J. Wong, “Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, No. 3, August 2002, 401 – 425.
- Farber, D. B., “Restoring Trust after Fraud: Does Corporate Governance Matter?” *Accounting Review*, Vol. 80, No. 2, April 2005, 539 – 561.
- Farinha, J., “Corporate Governance: A Survey of the Literature,” working paper, Universidade do Porto, 2003.
- Ferris, S. P., R. Kumar and A. Sarin, “The Role of Corporate Groupings in Controlling Agency Conflicts: The Case of Keiretsu,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 3, Nos. 2-3, July 1995, 319 – 335.
- Firth, M. and M. Gift, “An International Comparison of Analysts’ Earnings Forecast Accuracy,” *International Advances in Economic Research*, Vol. 5, No. 1, February 1999, 56 – 64.
- Fonseca, A. R. and F. Gonzalez, “Cross-country Determinants of Bank Income Smoothing by Managing Loan Loss Provisions,” working paper, University of Oviedo, 2005.
- Francis, J. R., I. K. Khurana and R. Pereira, “Investor Protection Laws, Accounting and Auditing Around the World,” working paper, University of Missouri-Columbia, 2001.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson and K. Schipper, “The Market Pricing of Accruals Quality,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, No. 2, June 2005, 295 – 327.
- Francis, J., K. Schipper and L. Vincent, “Earnings and Dividend Informativeness When Cash Flow Rights Are Separated from Voting Rights,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, No. 2, June 2005, 329 – 360.
- Francis, J. R. and D. Wang, “The Joint Effect of Investor Protection and Big 4 Audits on Earnings Quality Around the World,” working paper, University of Missouri-Columbia, 2006.
- Frankel, R. and C. M. C. Lee, “Accounting Diversity and International Valuation,” working paper,

- University of Michigan, 1996.
- Frankel, R. S. McVay and M. Soliman, "Street Earnings and Board Independence," working paper, Massachusetts Institute of Technology, 2005.
- Frost, C. A. and G. Pownall, "A Comparison of the Stock Price Response to Earnings Disclosure in the United States and the United Kingdom," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 1, Summer 1994, 59 – 83.
- Fulkerson, C. L. and G. K. Meek, "Analysts' Earnings Forecasts and the Value Relevance of 20-F Reconciliations from non-U.S. to U.S. GAAP," *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 9, No. 1, Spring 1998, 1 – 15.
- Gabrielsen, G. J. D. Gramlich, and T. Plenborg, "Managerial Ownership, Information Content of Earnings, and Discretionary Accruals in a non-US Setting," working paper, Copenhagen Business School, 2000.
- Garcia-Ayuso, M. J. Monterrey and Carmen Pineda, "A Comparative Analysis of the Value Relevance of Accounting Information in the Capital Markets of the European Union," working paper, University of Seville
- Garcia Lara, J. M., B. G. Osma and F. Penalva, "Accounting Conservatism and Corporate Governance," working paper, University of Navarra, 2005.
- Garnon, H. and R. S. O. Wallace, "International Accounting Research: A Review of Its Ecology, Contending Theories and Methodologies," *Journal of Accounting Literature*, Vol. 14, 54 – 106.
- Gassen, J. and T. Sellhorn, "Applying IFRS in Germany: Determinants and Consequences," working paper, Humboldt University of Berlin, 2006.
- Giner, B. and W. Rees, "On the Asymmetric Recognition of Good and Bad News in France, Germany and the United Kingdom," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 28, Nos. 9-10, November/ December 2001, 1287 – 1331.
- Glaum, M. K. Litchblau and J. Lindemann, "The Extent of Earnings Management in the U.S. and Germany," *Journal of International Accounting Research*, Vol. 3, No. 2, 2004, 45 – 77.
- Godwin, J. H., S. R. Goldberg and E. B. Douthett, "Relevance of U.S.-GAAP for Japanese Companies," *International Journal of Accounting*, Vol. 33, No. 5, 1998, 589 – 604.
- Gornik-Tomaszewski, S. and E. S. Rozen, "Pricing of Foreign GAAP Earnings in U. S. Capital Market Prior to the SEC Required Reconciliation Disclosure," *International Journal of Accounting*, Vol. 34, No. 4, 1999, 539 – 556.
- Graham, R. C. and R. D. King, "Accounting practices and the Market Valuation of Accounting numbers: Evidence from Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Taiwan, and Thailand," *International Journal of Accounting*, Vol. 35, No. 4, 2000, 445 – 470.
- Gray, S. J., "Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems

- Internationally,” *ABACUS*, Vol. 24, No. 1, March 1988, 1 – 15.
- Gu, Z. and J. Y. Zhao, “Accruals, Income Smoothing and Bond Ratings,” working paper, Carnegie Mellon University, 2006.
- Guenther, D. A. and D. Young, “The Association between Financial Accounting Measures and Real Economic Activity: A Multinational Study,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, No. 1, February 2000, 53 – 72.
- Gul, F. A. and S. Y. K. Fung, “Investor Protection, Cross Listings and Opportunistic Earnings Management,” working paper, City University of Hong Kong, 2004.
- Gul, F. A., S. Leung and B. Srinidhi, “Informative and Opportunistic Earnings Management and the Value Relevance of earnings: Some Evidence on the Role of IOS,” working paper, City University of Hong Kong, 2003.
- Gupta, M. I. K. Khurana and R. Pereira, “Creditor Rights, Short Maturity Debt, and the Incentive to Manage Earnings,” working paper, University of Missouri-Columbia, 2005.
- Hail, L. and C. Leuz, “Cost of Capital and Cash Flow Effects of U. S. Cross-Listings,” working paper, University of Pennsylvania, 2005.
- , “International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?” *Journal of Accounting Research*, Vol. 44 No. 3, June 2006a, 485 – 531.
- , “Cost of Capital Effects and Changes in Growth Expectations around U.S. Cross-Listing,” working paper, University of Pennsylvania, The Wharton School, 2006.
- Hall, C., Y. Hamao and T. S. Harris, “A Comparison of Relations between Security Market Prices, Returns and Accounting Measures in Japan and the United States,” *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 5, No. 1, Spring 1994, 47 – 73.
- Han, S., “Ownership Structure and Quality of Financial Reporting,” working paper, University of Illinois, 2005.
- Hanlon, M., “The Persistence and Pricing of Earnings, Accruals, and Cash Flows When Firms Have large Book-Tax Differences,” *Accounting Review*, Vol. 80, No. 1, January 2005, 137 – 166.
- Hanlon, M., E. L. Maydew and T. Shevlin, “Book-Tax Conformity and the Information Content of Earnings,” working paper, University of Michigan, 2006.
- Hann, R. N. and Y. Y. Lu and K. R. Subramanyam, “Uniformity versus Flexibility: Evidence from Pricing of the Pension Obligation,” *Accounting Review*, Vol. 82, No. 1, January 2007, 107 – 137.
- Harris, T. S. M. Lang and H. P. Moeller, “The Value Relevance of German Accounting Measures: An Empirical Analysis,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, No. 2, Autumn 1994, 187 – 209.
- Harris, M. S. and K. A. Muller III, “The Market Valuation of IAS versus US-GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 26, Nos. 1-3, January 1999, 285 – 312.

- Haw., I.-M., B. Hu, L.-S. Hwang, W. Wu, „Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-Legal Institution,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, No.2, May 2004, 423- 462.
- Healy, P. M. and K. G. Palepu, “The Effect of Firms’ Financial Disclosure Strategies on Stock Prices,” *Accounting Horizons*, Vol. 7, No. 1, March 1993, 1 – 11.
- Healy, P. M. and J. M. Wahlen, “A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting,” *Accounting Horizons*, Vol. 13, No. 4, December 1999, 365 – 383.
- Herger, N., R. Hodler and M. Lobsiger, “What Determines Financial Development?: Culture, Institutions, or Trade,” working paper, University of Berne, 2006.
- Hermanns, S., “Financial Information and Earnings Quality,” working paper, University of Namur, 2006.
- Higgins, H. N., “Analysts’ Forecasts of Japanese Firms’ Earnings: Additional Evidence,” *International Journal of Accounting*, Vol. 37, No. 4, 2002, 371 – 394.
- Hirschvogel, S., “The Relation between Cash and Governance and the Value Implications,” working paper, University of Vienna, 2006.
- Ho, S. W. M., L. Jiang and J.-B. Kim, “Shareholdings by Financial Institutions, Information Asymmetry and the Intertemporal Return – Earnings Relation in Japan,” *Asia-Pacific Financial Market*, Vol. 8, No. 2, June 2001, 119 – 135.
- Hodge, F. D., “Investors’ Perceptions of Earnings Quality, Auditor Independence, and the Usefulness of Audited Financial Information,” *Accounting Horizons*, Vol. 3, No. 17, Supplement 2003, 37 – 48.
- Holthausen, R. W., “Testing the Relative Power of Accounting Standards versus Incentives and Other Institutional Features to Influence the Outcome of Financial Reporting in an International Setting,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 36, Nos. 1-3, December 2003, 271 – 283.
- Holthausen, R. W. and R. L. Watts, “The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, Nos. 1-3, September 2001, 3 – 75.
- Hope, O.-K., “Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts’ Forecast Accuracy: An International Study,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, No. 2, May 2003a, 235 – 283.
- , “Firm-level Disclosures and the Relative Roles of Culture and Legal Origin,” *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 14, No. 3, October 2003b, 218 – 248.
- , “Accounting Policy Disclosures and Analysts’ Forecasts,” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 20, No. 2, Summer 2003c, 295 – 321.
- , “Variations in the Financial Reporting Environment and Earnings Forecasting,” *Journal of*

- International Financial Management and Accounting*, Vol. 15, No. 1, March 2004, 21 – 43.
- Hope, O.-K., J. Jin and T. Kang, “Empirical Evidence on Jurisdictions that Adopt IFRS,” working paper, University of Toronto, 2006.
- Hope, O.-K. and T. Kang, “The Association between Macroeconomic Uncertainty and Analysts’ Forecast Accuracy,” *Journal of International Accounting research*, Vol. 4, No. 1, 2005, 23 – 38.
- Hope., O.-K., T. Kang and Y. Zang, “Bonding to the Improved Disclosure Environment in the United States: Firms’ Listing Choices and Their Capital Market Consequences,” working paper, 2007.
- Hora, J. A., R. H. Tondkar and R. A. McEwen, “Effect of Foreign GAAP Earnings and Form 20-F Reconciliations on Revisions of Analysts’ Forecasts,” *International Journal of Accounting*, Vol. 38, No. 1, 2003, 71 – 93.
- , “Does Trading Volume Detect Information Content in Earnings Reconciliations of Foreign Firms?” *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 13, No.2, 2004, 71 – 87.
- Huddart, S., J. S. Hughes and M. Brunnermeier, “Disclosure Requirements and Stock Exchange Listing Choice in an International Context,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 26, Nos. 1-3, January 1999, 237 – 269.
- Huijgen, C. and M. Lubberink, “Earnings Conservatism, Litigation and Contracting: The Case of Cross – Listed Firms,” *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 32, Nos. 7/8, September/October 2005, 1275 – 1309.
- Hung, M., “Accounting Standards and Value Relevance of Financial Statements: An International Analysis,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 30, No. 3, December 2000, 401 – 420.
- Hung, M. and K. R. Subramanyam, “Financial Statement Effects of Adopting International Accounting Standards: The Case of Germany,” working paper, University of Southern California, 2004.
- Hunt, A., S. E. Moyer and T. Shevlin, “Earnings Volatility, Earnings Management, and Equity Value,” working paper, University of Washington, 2000.
- Hwang, L. and Y. O. Kim, “Does the Ownership Structure of Debt and Equity Affect the Agency Costs of Debt? Japanese Evidence,” *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 13, No. 1, Winter 1998, 37 – 66.
- Inoue, T. and W. B. Thomas, “The Choice of Accounting Policy in Japan,” *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 7, No. 1, Spring 1996, 1 – 23.
- Jacobson, R. and D. Aaker, “Myopic Management Behavior with Efficient, But Imperfect, Financial Markets: A Comparison of Information Asymmetries in the U.S. and Japan,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, No. 4, October 1993, 381 – 479.
- Jagadeesh, N. and W. Kim, “Value of Analyst Recommendations: International Evidence,” *Journal of Financial Markets*, Vol. 9, No. 3, August 2006, 274 – 309.

- Jaggi, B. and S. Leung, "Impact of Family Dominance on Monitoring of Earnings Management by Audit Committees: Evidence from Hong Kong," working paper, Rutgers University, 2006.
- Jaggi, B. and C. Li, "Value Relevance of earnings Based on International Accounting Standards," working paper, Rutgers University, 2002.
- Jaggi, B. and P. Y. Low, "Impact of Culture, Market Forces, and Legal System on Financial Disclosures," *International Journal of Accounting*, Vol. 35, No. 4, October 2000, 495 – 519.
- Jennings, R., W. Mayew and S. Tse, "Do International Accounting Standards Increase the Timeliness and Value-Relevance of Financial Statement Disclosure?" working paper, University of Texas at Austin, 2004.
- Jiambalvo, J., S. Rajgopal and M. Venkatachalam, "Institutional Ownership and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 19, No. 1, Spring 2002, 117 – 145.
- Jiang, L. and J.-B. Kim, "Cross – Corporate Ownership, Information Asymmetry and the Usefulness of Accounting Performance Measures in Japan," *International Journal of Accounting*, Vol. 35, No. 1, March 2000, 85 – 98.
- , "Foreign Equity Ownership and Information Asymmetry: Evidence from Japan," *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 15, No. 3, October 2004, 185 – 211.
- Jiraporn, P., G. A. Miller, S. S. Yoon and Y. S. Kim, "Is Earnings Management Opportunistic or Beneficial?: An Agency Theory Perspective," *International Review of Financial Analysis*, 2006, forthcoming.
- John, K., L. Litov and B. Yeung, "Corporate Governance and Managerial Risk Taking: Theory and Evidence," working paper, New York University, 2004.
- Joos, P. and M. Lang, "The Effects of Accounting Diversity: Evidence from the European Union," *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, Supplement 1994, 141 – 168.
- Kalcheva, I. and K. V. Lins, "International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems," working paper, University of Utah, 2006.
- Kallunki, J.-P. and M. Martikainen, "Earnings Management as a Predictor of Future Profitability of Finnish Firms," *European Accounting Review*, Vol. 12, No. 2, July 2003, 311 – 325.
- Kanagaretnam, K., G. J. Lobo and R. Mathieu, "Managerial Incentives for Income Smoothing through Bank Loan Loss Provisions," working paper, McMaster University, 2001.
- Kanagaretnam, K., G. J. Lobo and D.-H. Yang, "Joint Tests of Signaling and Income Smoothing through Bank Loan Loss Provisions," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 20, No. 1, January 2003, 63 – 80.
- , "Determinants of Signaling by Banks through Loan Loss Provisions," working paper, McMaster University, 2003b.

- Kang, T., "The Association between Legal Regime and the Value-Relevance of Accounting Information: A Japan – U.K. Comparison," *Journal of International Accounting*, Vol. 12, No. 2, 2003, 121 – 130.
- , "Properties of Accounting Earnings Associated with Legal Regime and the Relative Value-Relevance of Earnings, Dividends and Cash Flows: Evidence from American Depository Receipts," *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, Vol. 2 Nos. 1-2, 2005, 140 – 152.
- Kang, J.-K. and R. M. Stulz, "Why is there a Home Bias?: An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol. 46, No. 1, October 1997, 3 – 28.
- Karamanou, I. and G. Nishiotis, "The Valuation Effects of Firm Voluntary Adoption of International Accounting Standards," working paper, University of Cyprus, 2005.
- Ke, B. and K. Pertoni, "How Informed Are Actively Trading Institutional Investors?: Evidence from Their Trading Behavior before a Break in a String of Consecutive Earnings Increases," *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, No. 5, December 2004, 895 – 927.
- Ke, B., S. Ramalingegowda and Y. Yu, "The Effect of Investment Horizon on Institutional Investors' Incentives to Acquire Private Information on Long-Term Earnings," working paper, Pennsylvania State university, 2006.
- Kelley, E. and T. Woitdtko, "Investor Protection and Real Investment by U.S. Multinationals," *Journal of Financial Quantitative Analysis*, Vol. 41, No. 3, September 2006, 541 – 572.
- Khanna, T., J. Kogan and K. Plepu, "Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross-Country Analysis," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 88, No. 1, February 2006, 69 – 90.
- Kim, J.-B., J. Lee and T. H. Park, "Transaction Responses to Analysts' Earnings Forecasts, News Type and Trader Type," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 23, No. 7, September 1996, 1043 – 1058.
- King, R. D. and J. C. Langli, "Accounting Diversity and Firm Valuation," *International Journal of Accounting*, Vol. 33, No. 5, 1998, 529 – 567.
- King, M. R. and D. Segal, "Corporate Governance, International Cross Listing and Home Bias," *Canadian Investment Review*, Vol. 16, No. 4, 2003, 8 – 19.
- Kirschenheiter, M. and N. Melumad, "Can 'Big Bath' and Earnings Smoothing Co-exist as Equilibrium Financial Reporting Strategies?" *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 3, June 2002, 761 – 796.
- , "Earnings Quality and Smoothing," working paper, Purdue University, 2005.
- Klapper, L. F. and I. Love, "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets," World Bank Policy Research Working Paper 2818, 2002.

- Klein, A., “Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management,” working paper, New York University, Law & Economics Research Paper No. 06-42, 2006.
- Knyazeva, D., “Corporate Governance, Analyst Following, and Firm Behavior,” working paper, New York University, 2006.
- Korczak, A., “Managerial Ownership and Informativeness of Accounting Numbers in a European Emerging Market,” working paper, European University Viadrina Frankfurt, 2004.
- Kothari, S. P., “The Role of Financial Reporting in Reducing Financial Risks in the Market” in *Building an Infrastructure for Financial Stability*, Conference Series 44, Federal Reserve Bank of Boston, 2000.
- Krishnan, G. V., “Audit Quality and the Pricing of discretionary Accruals,” *Auditing*, Vol. 22, No. 1, March 2003, 109 – 126.
- Kunt, A. D. and V. Maskimovic, “Law, Finance, and Firm Growth,” *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, December 1998, 2107 – 2137.
- La Porta, R. and F. Lopez-De-Silanes, “Legal Determinants of External Finance,” *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, July 1997, 1131 – 1150.
- , “Corporate Ownership around the World,” *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, April 1999, 471 – 517.
- , “Agency Problems and Dividend Policies around the World,” *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, February 2000, 1 – 33.
- La Porta, R. F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer, “What Works in Securities Laws?” working paper, Dartmouth College, 2004.
- La Porta, R. F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, December 1998, 1113 – 1154.
- , “Agency Problems and Dividend Policies Around the World,” working paper, Harvard University, 1999a.
- , “Investor Protection: Origins, Consequences, Reform,” Harvard University, 1999b.
- , “Investor Protection and Corporate Governance,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, Nos. 1-2, October/November 2000, 3 – 27.
- , “Investor Protection and Corporate Valuation,” *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 3, June 2002, 1147 – 1170.
- LaFond, R., “The Influence of Ownership Structure on Earnings Conservatism and the Informativeness of Stock Prices: An International Comparison,” working paper, Massachusetts Institute of Technology, 2005.
- Land, J and M. Lang, “Empirical Evidence on the Evolution of International Earnings,” working paper, University of North Carolina, 2002.

- Lang, M. H., K. V. Lins and D. P. Miller, "ADR's, Analysts and Accuracy: Does Cross Listing in the United States Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value?" *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, No. 2, May 2003, 317 – 345.
- , "Concentrated Control, Analyst Following, and Valuation: Do Analysts Matter Most When Investors Are Protected Least?" *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, No. 3, June 2004, 589 – 623.
- Lang, M., J. S. Raedy and M. H. Yetman, "How Representative Are Firms That Are Cross – Listed in the United States? An Analysis of Accounting Quality," *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, No. 2, May 2003, 363 – 386.
- Lang, M., J. S. Raedy and W. Wilson, "Earnings Quality and Cross Listing: Are Reconciled Earnings Comparable to US Earnings?" working paper, University of North Carolina, 2004.
- , "Earnings Management and Cross Listing: Are Reconciled Earnings Comparable to US Earnings?," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42, Nos. 1-2, October 2006, 255 – 283.
- Larcker, D. F., S. A. Richardson and I. Tuna, "Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance," working paper, Stanford University, 2006.
- Lel, U. and D. P. Miller, "International Cross-Listing, Firm Performance and Top Management turnover: A Test of the Bonding Hypothesis," working paper, UFRB International Finance Discussion Paper No. 877, 2006.
- Leuz, C., "IAS versus GAAP: Information Asymmetry – Based Evidence form Germany's New Market," *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, No. 3, June 2003, 445 – 472.
- Leuz, C., K. V. Lins and F. E. Warnock, "Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms?" working paper, University of Pennsylvania, 2005.
- Leuz, C., D. Nanda and P. D. Wysocki, "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison," *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, No. 3, September 2003, 505 – 527.
- Leuz, C. and P. Wysocki, "Capital – Market Effects of Corporate Disclosures and Disclosure Regulation," Research Study, Commissioned by the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, 2006.
- Liu, J., D. Nissim and J. Thomas, "Price Multiples Based on Forecasts and Reported Values of Earnings, Dividends, Sales, and Cash Flows: An International Analysis," working paper, University of California at Los Angeles, 2004.
- Liu, C.-C. and S. G. Ryan, "Income Smoothing over the Business Cycle: Changes in Banks' Coordinated Management of Provisions for Loan Losses and Loan Charge-Offs form the Pre-1990 Bust to the 1990s Boom," *Accounting Review*, Vol. 81, No. 2, march 2006, 421 – 441.
- Lopez-de-Silanes, F., "A Survey of Securities Laws and Enforcement," working paper, Yale

- University, 2003.
- Louis, H. and D. Robinson, “Do Managers Credibly Use Accruals to Signal Private Information?: Evidence from the Pricing of Discretionary Accruals around Stock Splits,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, No. 2, June 2005, 361 – 380.
- Maijoor, S. J. and A. Vanstraelen, “Earnings Management within Europe: The Effects of Member State Audit Environment, Audit Firm Quality and International Capital Markets,” *Accounting and Business Research*, Vol. 36, No. 1, 2006, 33 – 52.
- Maroney, J. J. and C. O. hOgartaigh, “20-F Reconciliations and Investors’ Perceptions of Risk, Financial Performance, and Quality of Accounting Principles,” *Behavioral Research in Accounting*, Vol. 17, 2005, 133 – 147.
- Mathews, M. R. and M. A. Reynolds, “Cultural Relativity and Accounting for Sustainability: A Research Note,” *Accounting Forum*, Vol. 25, No. 1, March 2001, 79 – 88.
- MacColgan, P., “Agency Theory and Corporate Governance: A Review of the Literature from a UK Perspective,” working paper, University of Strathclyde, 2001.
- McSweeney, B., “The Fallacy of National Culture Identification,” working paper, University of Essex, 2000.
- Meek, G. K. and S. M. Saudararan, “A Survey of Research on Financial Reporting in a Transnational Context,” *Journal of Accounting Literature*, Vol.9, 1990, 145 – 182.
- Meek, G. K. and W. B. Thomas, “A Review of Markets-Based International Accounting Research,” *Journal of International Accounting Research*, Vol. 3, No. 1, 2004, 21 – 41.
- Meulen, S. V., A. Gaeremynck and M. Willekens, “Attribute Differences between GAAP and IFRS Earnings: An Exploratory Study,” working paper, Tilburg University, 2006.
- Miwa, Y. and J. M. Ramseyer, “Does Relationship Banking Matter?: The Myth of the Japanese Main Bank,” *Journal of Empirical Legal Studies*, Vol. 2, No. 2, July 2005, 261 – 302.
- Murphy, A. B., “Firm Characteristics of Swiss Companies that Utilize International Accounting Standards,” *International Journal of Accounting*, Vol. 34, No. 1, 1999, 121 – 131.
- Murphy, A. and K. Topyan, “Corporate Governance: A Critical Survey of Key Concepts, Issues, and Recent Reforms in the US,” *Employee Responsibilities and Rights Journal*, Vol. 17, No. 2, June 2005, 75 – 89.
- Myring, M., “The Relationship between Returns and Unexpected Earnings: A Global Analysis by Accounting Regimes,” *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 15, No. 1, 2006, 92 – 108.
- Narayanan, S., “The Role of Accounting Conservatism in a Well-functioning Corporate Governance System,” working paper, Stockholm School of Economics, 2005.
- Ndubizu, G. A. and M. H. Sanchez, “The Valuation Properties of Earnings and Book Value Prepared

-
- Under US GAAP in Chile and IAS in Peru,” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 25, No. 2, March/April 2006, 140 – 170.
- Ndubizu, G. A. and R. S. O. Wallace, “Contracts Valuation Assessment Noise and Cross-border Listing of Equities on U.S. and U.K. Stock Markets,” *International Journal of Accounting*, Vol. 38, No. 4, 2003, 397 – 420.
- Newman, D. P., E. R. Patterson and J. R. Smith, “The Role of Auditing in Investor Protection,” *Accounting Review*, Vol. 80, No. 1, January 2005, 289 – 313.
- Niskanen, J., J. Kinnunen and E. Kasanen, “The Value Relevance of IAS Reconciliation Components: Empirical Evidence from Finland,” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 19, No. 2, June 2000, 119 – 137.
- O’Brien, P. C. and R. Bhushan, “Analyst Following and Institutional Ownership,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 28, No. 3, Supplement 1990, 55 – 82.
- O’Connor, T. G., “Cross-listing in the U.S. and Domestic Investor Protection,” *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 46, No. 3, July 2006, 413 – 436.
- Olibe, K. O., “Assessing the Usefulness of SEC Form 20-F Disclosures Using Return and Volume Metrics: The Case of U.K. Firms,” *Journal of Economics and Finance*, Vol. 25, No. 3, Fall 2001, 343 – 357.
- , “The Incremental Information Content of Non-US GAAP Earnings Disclosures: Evidence from UK Firms,” *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, Vol. 15, No. 2, 2006, 197 – 214.
- Orpurt, S. F., “Local Analyst earnings Forecast Advantages in Europe,” working paper, University of Chicago, 2004.
- Osma, B. G. and B. G. A. Noguer, “Corporate Governance and Earnings Management in Spain,” working paper, Lancaster University, 2005.
- Othman, H. B. and S. Zeghal, “A Study of Earnings-management Motives in the Anglo-American and Euro-Continental Accounting Models: The Canadian and French Cases,” *International Journal of Accounting*, Vol. 41, No. 4, December 2006, 406 – 435.
- Pagano, M., O. Randl. A. A. Roell and J. Zechner, “What Makes Stock Exchanges Succeed?: Evidence from Cross-Listing Decisions,” working paper, University of Salerno, 2000.
- Peasnell, K. V., P. F. Pope and S. Young, “Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?” *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 32, Nos. 7/8, September/October 2005, 1311 – 1346.
- Peel, E., W. Buijink and L. Coppens, “Accounting Conservatism in the European Union: The Influence of Institutions and Incentives,” working paper, Maastricht University, 2004.
- Penman, S. H. and X.-J. Zhang, “Accounting Conservatism, the Quality of earnings, and Stock

- Returns,” *Accounting Review*, Vol. 77, No. 2, April 2002, 237 – 264.
- Petra, S. T., “The Effects of Corporate Governance on the Informativeness of Earnings,” *Economics of Governance*, Vol. 8, Mp. 2, February 2007, 129 – 152.
- Phylaktis, K. and L. Xia, “Sources of Firms’ Industry and Country Effects in Emerging Markets,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25, No. 3, April 2006, 459 – 475.
- Pincus, M., S. Rajgopal and M. Venkatachalam, “The Accrual Anomaly: International Evidence,” working paper, University of California, Irvine, 2005.
- Pinkowitz, L., R. Stulz and R. Williamson, “Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance?: A Cross-country Analysis,” *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 6, December 2006, 2725 – 2751.
- Piotroski, J. D. and D. T. Roulstone, “The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders on the Incorporation of Market, Industry, and Firm-Specific Information in to Stock Prices,” *Accounting Review*, Vol. 79, No. 4, October 2004, 1119 – 1151.
- Pope, P. F. and W. P. Rees, “International Differences in GAAP and the Pricing of Earnings,” *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 4, No. 3, Autumn 1992, 190 – 229.
- Pope, P. F. and M. Walker, “International Differences in the Timeliness, Conservatism, and Classification of Earnings,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 3, Supplement 1999, 53 – 87.
- Pope, P., M. Walker and B. Setiono, “International Differences in the Value-Relevance of Accounting Numbers: Timeliness, Permanence and Conservatism under U.S. and U.K. GAAP,” working paper, Lancaster University, 1996.
- Potter, G., “Accounting Earnings Announcements, Institutional Investor Concentration, and Common Stock returns,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 30, No. 1, Spring 1992, 146 – 155.
- Ramanan, N. V., “Corporate Governance, Regulation and Earnings Management,” working paper, Northwestern University, 2007.
- Raonic, I., S. McLeay and I. Asimakopoulou, “The Timeliness of Income Recognition by European Companies: An Analysis of Institutional and Market Complexity,” *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 31, Nos. 1-2, January/March 2004, 115 – 148.
- Rees, L. L., “The Information Contained in Reconciliations to Earnings Based on US Accounting Principles by Non-US Companies,” *Accounting and Business Research*, Vol. 25, No. 100, Autumn 1995, 300 – 310.
- Rees, L. and P. Elgers, “The Market’s Valuation of Nonreported Accounting Measures: Retrospective Reconciliations of Non-U.S. and U.S. GAAP,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 35, No. 1, Spring 1997, 115 – 127.
- Reese, Jr., W. A. and M. S. Weisbach, “Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-listing in

- the United States, and Subsequent Equity Offerings,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, No. 1, October 2002, 65 – 104.
- Renders, A and A. Gaeremynck, “Legal and Voluntary Investor Protection and Early IFRS – Adoption: A Study of European Companies,” working paper, 2005.
- Renders, A., A. Gaeremynck and M. Willekens, “The Impact of Legal and Voluntary Investor Protection on the Early Adoption of IFRS,” working paper, K.U.Leuven, 2005.
- Risberg, M., “Corporate Governance and Accounting Quality: Is Bad News Good News?” working paper University of Goteborg, 2005.
- Rose, C., “The Challenges of Quantifying Investor Protection in a Comparative Context,” working paper, Copenhagen Business School, 2006.
- Rossi, S. and P. F. Volpin, “Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, No. 2, November 2004, 277 – 304.
- Ruland, W., J. Shon and P. Zhou, “Effective Controls for Research in International Accounting,” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 26, No. 1, January/February 2007, 96 – 116.
- Salter, S. B. and F. Niswander, “Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally: A Test of Gray’s[1988] Theory,” *Journal of International Business Studies*, Vol. 26, No. 2, 1995, 379 – 397.
- Sanker, M. R., “The Impact of Alternative Forms of Earnings Management on the Returns – Earnings, Relation,” working paper, *University of Southern California*, 1999.
- Sanker, R. M. and K. R. Subramanyam, “Reporting Discretion and Private Information Communication through Earnings,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, No. 2, September 2001, 365 – 386.
- Saudagaran, S. M. and G. K. Meek, “A Review of Research on the Relationship between International Capital Markets and Financial Reporting by Multinational Firms,” *Journal of Accounting Literature*, Vol. 16, 1997, 127 – 159.
- Schiebel, A., “Value Relevance of German GAAP and IFRS Consolidated Financial Reporting: An Empirical Analysis on the Frankfurt Stock Exchange,” working paper, Vienna University of Economics and Business Administration, 2006.
- Schipper, K. and L. Vincent, “Earnings Quality,” *Accounting Horizons*, Vol. 17, Supplement 2003, 97 – 110.
- Shen, C.-H. and H. L. Chih, “Investor Protection, Prospect Theory, and Earnings Management: An International Comparison of the Banking Industry,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 19, No. 10, October 2005, 2675 – 2697.
- Shiah-Hou, A.-R. and C.-W. Hsiao, “The Ability of Earnings Relative to Cash Flows to Reflect Firm Performance: An International Comparison,” working paper, Yuan Ze University, 2005.

- Shleifer, A. and R. W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, June 1997, 737 – 783.
- Sholer, F. "The Quality of Accruals and Earnings – and the Market Pricing of Earnings Quality," working paper, Aarhus School of Business, 204.
- Shukla, R. K. and G. B. van Inwegen, "Do Local Perform Better Than Foreigners?: An Analysis of UK and US Mutual Fund Managers," *Journal of Economics and Business*, Vol. 47, No. 3, August 1995, 241 – 254.
- Singleton, W. R. and S. Globerman, "The Changing Nature of Financial Disclosure in Japan," Western Washington University, 2000.
- Stefano, R. and P. F. Volpin, "Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, No. 2, November 2004, 277 – 304.
- Subramanyam, K. R., "The Pricing of Discretionary Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, Nos. 1-3, August/December 1996, 249 – 281.
- Tarca, A. and M. Moy and R. D. Morris, "An Investigation of the Relationship between Use of International Accounting Standards and Source of Company Finance in Germany," working paper, University of Western Australia, 2005.
- Tessitore, A. and N. Usmen, "Relative Importance of Industry and Country Factors in Security Returns," *Global Finance Journal*, Vol. 16, No. 1, August 2005, 16 – 25.
- Thomas, J. K. and H. Zhang, "Value-relevant Properties of Smoothed Earnings," working paper, Columbia Business School, 2002.
- Thomsen, S., T. Pedersen and H. K. Kvist, "Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, No. 2, January 2006, 246 – 269.
- Tucker, J. and P. Zarowin, "Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness?" *Accounting Review*, Vol. 81, No. 1, January 2006, 251 – 270.
- Utero-Gonzalez, N., "Banking Regulation, Information Asymmetries and Industry Growth: New Evidence," *Applied Financial Economics*, Vol. 17, No. 1, January 2007, 63 – 76.
- Vafeas, N., "Board Structure and the Informativeness of Earnings," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 19, No. 2, June 2000, 139 – 160.
- Van Tendeloo, B. and A. Vanstraelen, "Earnings Management under German GAAP versus IFRS," *European Accounting Review*, Vol. 14, No. 1, 2005a, 155 – 180.
- , "Earnings Management and Audit Quality in Europe: Evidence from the Private Client Segment Market," working paper, University of Antwerp, 2005.
- Velury, U. and D. S. Jenkins, "Institutional Ownership and the Quality of Earnings," *Journal of Business Research*, Vol. 59, No. 9, September 2006, 1043 – 1051.

- Wahlen, J. M., "The Nature of Information in Commercial Bank Loan Loss Disclosures," *Accounting Review*, Vol. 69, No. 3, July 1994, 455 – 478.
- Wallace, R. S. O. and H. Gernon, "Frameworks for International Comparative Financial Accounting," *Journal of Accounting Literature*, Vol. 10, 1991, 209 – 264.
- Wang, C.-J., C.-H. Lee and B.-N. Huang, "An Analysis of Industry and Country Effects in Global Stock Returns: Evidence from Asian Countries and the U.S.," *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 43, No. 3, Autumn 2003, 560 – 577.
- Wang, D., "Founding Family Ownership and Earnings Quality," *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, No. 3, June 2006, 619 – 656.
- Warfield, T. D., J. J. Wild and K. L. Wild, "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, No. 1, July 1995, 31 – 60.
- Watts, R. L., "Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications," *Accounting Horizons*, Vol. 17, No. 3, September 2003a, 207 – 221.
- , "Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunities," *Accounting Horizons*, Vol. 17, No. 4, December 2003, 287 – 301.
- Whelan, C. and R. McNamara, "The Impact of Earnings Management on the Value-relevance of Financial Statement Information," working paper, Georgia College & State University, 2004.
- Wright, C. J., J. R. Shaw and L. Guan, "Corporate Governance and Investor Protection: Earnings Management in the U.K. and U.S.," *Journal of International Accounting Research*, Vol. 5, No. 1, 2006, 25 – 40.
- Wulandari, E. R. and A. R. Rahman, "A Cross-Country Study on the Quality, Acceptability, and Enforceability of Accounting Standards and the Value Relevance of Accounting Earnings," working paper, Nanyang Technological University, 2004.
- Wysocki, P. D., "Assessing Earnings and Accruals Quality: U.S. and International Evidence," working paper, MIT Sloan School of Management, 2006.
- Xue, Y., "Information Content of earnings Management: Evidence from Managing earnings to Exceed Thresholds," working paper, Sloan school of Management, Massachusetts Institute of Technology, 2003.
- Yeo, G. H. H., P. M. S. Tan, K. W. Ho and S. Chen, "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Earnings," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 29, Nos. 7/8, September/October 2002, 1023 – 1046.
- Young, D. and D. A. Guenther, "Financial Reporting Environments and International Capital Mobility," *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, No. 3, June 2003, 553 – 579.
- Yu, M. D., "International Earnings Management and Accounting Standards," working paper,

University of Missouri – Columbia, 2005.

Zarowin, P., “Does Income Smoothing Make Stock Prices More Informative?” working paper, New York University, 2002.

Zarzeski, M. T., “Spontaneous Harmonization Effects of Culture and Market Forces on Accounting Disclosure Practices,” *Accounting Horizons*, Vol. 10, No. 1, March 1996, 18 – 37.

Zeghal, D. and K. Mhedhbi, “An Analysis of the Factors Affecting the Adoption of International Accounting Standards by Developing Countries,” *International Journal of Accounting*, Vol. 41, No. 4, December 2006, 373 – 386.