

# 投資の効率性と財務報告の質の関係： サーベイと今後の展開可能性

榎 本 正 博

## 要 約

財務報告の質の向上は、情報の非対称性を緩和することを通じて投資の効率性を上昇させることから、企業の経済的パフォーマンスの上昇をもたらす効果がある (Bushman and Smith 2001)。そこで本論文では、財務報告の質と投資の効率性の関係に着目して、過去の実証研究を整理し、今後の研究の方向性を検討した。検討の結果、財務報告の質としては、会計発生高を中心とする利益の特性が多く用いられていた。利益の特性以外では、会計基準の新設・改訂の実施、内部統制に開示すべき重要な不備がある場合の開示、会計不正の報告、修正再表示、監査、CSR を財務報告の質の代理変数として利用する研究が見られ、財務報告の質の改善が投資の効率性をもたらすという結果がおおむね支持されていることが判明した。

キーワード：投資の効率性、財務報告の質

## 1. はじめに

近年では会計分野のジャーナルにおいて、Biddle and Hilary (2006) をはじめとして、財務報告の質 (financial reporting quality) が企業の資本投資の効率性 (investment efficiency) と関連する証拠を提供する研究が多く報告されている。Bushman and Smith (2001) では、高品質の財務会計情報 (high-quality

financial accounting information) が、情報の非対称性を緩和することから投資の効率性が改善し、経済的パフォーマンスの上昇が図られることが説明されている。そこでは、財務報告の質の向上は、経営者及び投資家による良好なプロジェクトの特定を促し、経営者による投資案の選別に規律を与え、投資家間の情報の非対称性を減少させることを通じて、企業の経済的パフォーマンスの改善が図られるとしている。

経営者と企業外部との資金提供者との間では、情報の非対称性に伴うモラル・ハザード、逆選択に伴う問題が発生する。それらの問題を緩和する重要な手段のひとつが財務報告制度である。財務報告の質の向上はモラルハザード問題と逆選択問題を緩和することから、経営者の行動の監視と、低コストでの資金調達を可能にし、投資を適切な水準に近づけることが期待される。

本論文の目的は、財務報告の質と投資の効率性の関係について過去の実証研究を整理し、今後の研究の方向性を議論することである。本論文では、資本投資 (capital investment) を中心とした投資の効率性と財務報告の質との関係に言及している論文について、各論文が使用している代理変数としての財務報告の質の内容を整理して、その結果を検討する。

財務報告の質に関しては、先行研究において各論文に応じた様々な定義がなされている。財務報告の質と投資の効率性に関する代表的論文である Biddle, Hilary, and Verdi (2009, 113) では、財務報告の質を、株式投資家に知らせる企業活動についての情報、特に期待キャッシュ・フローを伝達する際の正確さと定義している。また投資の効率性については、逆選択もしくはエージェンシー・コストのような市場の摩擦 (market friction) がないもとで正の NPV を持つプロジェクトを実施している状態を、企業が効率的に投資しているとし、そこから外れた状態を過大投資あるいは過小投資としている。

本論文で調査した先行研究からは、投資の効率性の改善と関連づけられる財務報告の質に、利益の特性が主として用いられていることがわかった。特に会

計発生高（accounting accruals）に基づいた指標が利用されている。利益マネジメント（earnings management）や証券市場との関係に関する研究で会計発生高が頻繁に用いられることと類似する。同様に利益の特性としての保守主義を関係させる研究も存在する。利益の特性以外で財務報告の質に関連する事象は多岐にわたるが、本論文では、先行研究に基づき会計基準の新設・改訂の実施、内部統制に開示すべき重要な不備（以下、内部統制の不備とする）がある場合の開示、会計不正の報告、修正再表示、監査、企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility; CSR）への取り組みについて投資の効率性との関連を報告した文献を取り上げ、将来の研究可能性を検討する。

文献を検討した結果、多くの先行研究では、財務報告の質の向上が投資の効率性を改善させるという基本的な関係が支持されている。言い換えれば、企業外部の利害関係者への財務報告は、様々なルートから外部の資金提供者あるいは内部の投資意思決定者への情報の提供を通じて、企業の実体的活動である投資の水準及び効率性にも大きな影響を及ぼすということが示唆される。しかし、この関係についてはそれほど研究が蓄積されておらず、わが国のデータにおいては特に少ない。これまでの議論の整理から将来の研究可能性について検討するのは、この分野の研究にとって重要であると思われる。

以降、第2節は財務報告の質と投資の効率性に関する議論の概要、第3節と第4節では財務報告の質と投資の効率性の関係について取り扱い、財務報告の質の代理変数別に整理し今後の研究の方向性を検討する。第5節において議論を要約する。

## 2. 財務報告の質と投資の効率性の関係の概要

経営者と外部資金の提供者との間では情報の非対称性が存在する。多くの先行研究では、この情報の非対称性はモラル・ハザード問題と逆選択問題の原因となり、投資の意思決定に影響を与える（例えばStein 2003）。これらの問題

は過大投資（負のNPVを持つ投資案を採用する）や過小投資（正のNPVを持つ投資案を採用しない）を導く。

逆選択の問題は、経営者が投資家より情報優位にあることを利用して、実際の企業価値をベースにした額より高い価格で証券を発行することをもたらす。経営者がこのことを利用すれば過大投資を導く可能性がある（Baker, Stein, and Wurgler 2003）。一方、外部資金の提供者が、合理的に証券価格が過大となることを予測できるとすれば、証券価格が割り引かれてしまい、経営者が資金調達しないため過小投資になることがある（Myers and Majluf 1984）。財務報告の質が上昇し、より企業の実態を表すようになれば、より将来キャッシュ・フローを予測できるようになり、情報の非対称性に起因する証券価格の割引が小さくなる。Francis, LaFond, Olsson, and Schipper（2004）では、財務報告の質の改善が資本コストの低減につながることを示している。資本コストが低減すれば、経営者はより低いコストで資金調達することが可能となり、投資活動に対し適切に資金の供給が行われる。このように財務報告の質の改善は、情報の非対称性を緩和することから逆選択の問題を減少させる。

モラル・ハザード問題は、情報の非対称性により経営者の行動を十分に監視できないことを利用して、経営者が自らの効用を最大化するときに発生する。経営者は役得を消費するために、過大投資を通じて自身の効用を最大化するインセンティブを持つ（Jensen 1986）。株主等の資金提供者はこのインセンティブを認識しているため、結果として資金調達が減少してしまい過小投資になる（Stiglitz and Weiss 1981; Lambert, Leuz, and Verrecchia 2007）。財務報告の質を高めると経営者をより監視できるようになり、モラルハザード問題が緩和され、株主を中心とする投資家がより効率的に経営者の投資活動を監視できることになる（Healy and Palepu 2001）<sup>(1)</sup>。このように財務報告の質の向上は、投資の効率性に対し、企業外部の資金提供者を通じた良い影響がある。

さらに、報告利益は企業内部でも重要視される（Dichev, Graham, Harvey,

and Rajgopal 2013) ため、企業外部への財務報告の質を向上させることにより、経営者の投資意思決定に必要な情報の質が向上する。そうすれば、投資プロジェクトのより正確な識別ができるようになり、投資の効率性が改善する (Bushman and Smith 2001; Shroff 2014)<sup>(2)</sup>。投資の意思決定は、成長と製品の需要予測に依拠する。もし収益と利益の過大計上からくる成長トレンドを経営者が報告していたとすると、それに気づいていない企業内部の意思決定者が成長を誤認してしまうかもしれない。仮に理解していたとしても業績を回復させるために、高いリスクの投資案を採用するかもしれない (McNichols and Stubben 2008, 1571, 1575)。よって、外部への財務報告であっても内部で投資案の選別に重要な役割を果たす。

研究上、投資の効率性に関しては、大きく2つの方法で分析がなされている。ひとつは投資に対するキャッシュ・フローの感応度で分析する方法、もうひとつは売上高等から投資水準を推定するモデルを考案して、予測される投資水準を推定値からの乖離が小さいほど投資の効率性が高いとする方法である<sup>(3)</sup>。

投資の効率性と関係させる財務報告の質としては、利益が特に重要な役割を果たすことは異論がないであろう。従って利益の質が高いほど投資の効率性が高まるという議論が展開される。

Dechow, Ge, and Schrand (2010) では多方面から利益の質 (earnings quality; 財務報告の質とも読み替える) について検討が行われており、その中心となっているのは利益の特性である<sup>(4)</sup>。先行研究では、利益の特性を会計数値を

---

(1) Li and Liao (2014) では、台湾企業をサンプルに会社役員賠償責任保険 (directors and officers liability insurance) の提供がモラル・ハザード問題を引き起こし、過大投資を導くという結果を得ている。

(2) 財務報告の質が企業内部の意思決定者の投資意思決定の改善につながることを言及する研究は、それほど多くない。

(3) 本論文では財務報告の質に解説の重点を置くため、この点については詳述しないが、前者は Fazzari, Hubbard, and Petersen (1988), Biddle and Hilary (2006), 後者は Biddle et al. (2009) などを基礎にしたモデルがよく用いられるので参照されたい。

用いて計算して財務報告の質を定義する研究と、会計数値を利用せず、財務報告の質に影響を与える事象を財務報告の質の代理変数とする研究に分けることができる<sup>(5)</sup>。

まず利益の特性を財務報告の質として用いる先行研究を概観すると、会計発生高およびそれを基礎にした指標を使用するものが多く見られる。Dechow and Dichev (2002) で用いられた会計発生高モデルで財務報告の質を定義した Biddle et al. (2009) はその代表例である。また、保守主義の程度を会計数値を利用して測定し、財務報告の質の代理変数としての保守主義が投資の効率性を高めるといった議論もあり、利益の特性を用いる研究に含めてよい。

会計基準の導入後に財務報告の質が改善し、それが投資の効率性に影響を与えたとするものもある。その場合、一般的には会計基準の前後による比較が行われる。各国で導入される会計基準、特に近年導入が進んでいる国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards; IFRS) がその対象となる。

会計不正による修正再表示、SEC による会計・監査執行通牒 (Accounting and Auditing Enforcement Releases; AAER) は財務報告の質を企業外部の専門家から指摘されるケースとして分類される。それは財務報告の質を制度的背景から区分できる機会を与えると同時に、財務報告の質が低い期間 (会計数値の修正を指摘された期間) とそうでない期間を客観的に判断できることから、同一企業で財務報告の質の変化を把握することができる。内部統制の不備も同様に考えることができる。

監査の質は財務報告の質と直結するため、その質が財務報告の質を代理し分析に用いられる。CSR についても、財務報告や経営者への影響を考慮して投資の効率性とリンクさせる研究もいくつか行われている。以降では上記の財務

---

(4) 本論文では、財務報告の質、利益の質とは何かといった本質的な問題は取り扱わない。Dechow et al. (2010) を参照のこと。

(5) 以下の財務報告の質の分類は Dechow et al. (2010) を参考にした。

報告の質の代理変数に注目し、それら研究とその発展可能性を議論する。

### 3. 利益の特性と投資の効率性

本節では、財務報告の質について、利益の特性を用いて財務報告の質を定義する研究について紹介する。

#### 3.1. 会計発生高等

Biddle and Hilary (2006) は、財務報告の質と投資の効率性との関係における代表的な国際比較研究である。財務報告の質の尺度としては Bhattacharya, Daouk, and Larson (2003), Bushman, Piotroski, and Smith (2004) を基礎に以下を統合した財務報告の質の指標を用いている。(1) 攻撃的な利益計上 (earnings aggressiveness) — Ball, Robin, and Wu (2000) によって考案された保守主義の程度の逆数, (2) 損失回避 (loss avoidance) — 損失回避の程度, (3) 利益平準化 (earnings smoothing) — 会計発生高の変化とキャッシュ・フローの変化の相関係数, (4) 適時性 (timeliness) — 報告の頻度, 開示項目数, 連結についての中間期報告書に対する質問の回答をもとに算出している。適時性を除いては会計発生高等の会計数値を基礎にして財務報告の質を定義している。34カ国のデータを用いた分析の結果、財務報告の質が高い国ほど投資の効率性が高いことを示している<sup>(6)</sup>。

McNichols and Stubben (2008) は、米国で、SEC に会計不正を摘発された企業、株主に訴訟を起こされた企業、修正再表示を行った企業をサンプルとして調査した。前述のように裁量的な収益計上は過大投資を導く可能性がある。この研究では、財務報告の質として、修正再表示や会計不正のほか、異常な水

(6) 国別に財務報告の質について個別企業に対応する指標を作成して分析すると、日本については仮説通りの結果が出てない。金融機関の力が強いことと系列が資金の供給源であることが、公表される会計情報以外で情報の非対称性を緩和していると推測されている。後述する Baik, Jung, and Rhee (2010) はこの点に着目している。

準の売上債権の変化をその代理変数としている<sup>(7)</sup>。調査の結果、裁量的な収益計上をしている企業ほど過大投資となっていることを示した<sup>(8)</sup>。これら2つの研究は財務報告の質として会計発生高を中心としたものではない。

これに対し Biddle et al. (2009) は、米国企業を対象に財務報告の質と投資の効率性を分析した。財務報告の質としては、会計発生高と Li (2008) で用いられた財務諸表の可読性 (readability) 指標である FOG index を用いている。分析の結果、財務報告の質が上昇するほど投資の効率性が上昇することを示している<sup>(9)</sup>。

Biddle and Hilary (2006) では26カ国の公開企業、Biddle et al. (2009) では、米国の公開企業が分析対象となっている。これに対し Hope, Thomas, and Vyas (2014) は、米国の非公開会社を対象とした。公開会社と同様に財務報告の質 (会計発生高) は投資の効率性を改善させることを示した。非公開会社は、株式市場を通じた資金調達を実施しないが、その分、株主、金融機関、供給業者、顧客等との結びつきが強い。そのような状況の下でも、公開会社と同様の関係を導いている。

このほか、Wang, Zhu, and Hoffmire (2015) では中国企業において、会計発生高で測定される財務報告の質の改善が過大投資を減少させ投資の効率性を高めることを導いている<sup>(10)</sup>。

上記のように、一般的には会計発生高で代表される財務報告の質が投資の効率性を改善する証拠が先行研究から得られている。その知見を踏まえ、研究の

---

(7) 売上債権の変化は会計発生高の主要な構成要素である。

(8) 主たる研究内容は、サンプル企業において会計に問題のある期間の投資の推移である。4.2節の記述を参考のこと。

(9) 同時に、コーポレート・ガバナンスが財務報告の質の向上を通じて投資の効率性に影響を与えらるゝとして、機関投資家の保有割合、アナリスト・フォローイング、Gompers, Ishii, and Metrick (2003) で用いられたコーポレート・ガバナンスを評価する G-Score を代理変数として分析したが、統一された結果が得られていない。この3つの指標は、コーポレート・ガバナンスのコントロール変数として後続の研究で使用されているが、有意な結果となるかどうかは研究によって異なっている。



対象とする事象と投資の効率性との関係において、財務報告の質がどのように影響を与えるかを分析する研究も広く行われており、特に債権者との関係に着目する研究が多い。

例えば、国際比較研究である Chen, Hope, Li, and Wang (2011) は、財務報告の質と投資の効率性の関係を基礎に、新興国の債権者との結びつきが投資の効率性に対しどのように変化するかを分析した。分析には、会計発生高を代理変数とした財務報告の質の投資の効率性に対する効果に対し、金融機関中心の金融システムがその効果を補完するのか、代替するのかを検討している。分析の結果、財務報告の質は投資の効率性を改善し、さらに金融機関中心の金融システムであれば投資の効率性はさらに改善する。つまり財務報告の質と金融システムの構築は補完関係にあることを示している。

これに対し Beatty, Liao, and Weber (2010) は、米国企業のデータを用いて、会計発生高で測定される財務報告の質が投資の効率性に与える影響を、債権者によるモニタリングが代替することを示している。Baik et al. (2010) では、わが国企業を対象に財務報告の質と投資の効率性の関係について分析している。Chen et al. (2011) 同様に会計発生高で代表させた財務報告の質が投資の効率性を改善していることを示すとともに、金融機関との結びつきが強いとこの改善度合いは小さくなることを示した。これは投資の効率性に対して、財務報告の質と金融機関との結びつきは代替関係にあることを示しており、Chen et al. (2011) とは反対であることを示している。つまり金融機関との結びつきが情報の非対称性を減少させ、投資の効率性を改善させると同時に財務報告

---

(10) Chen, Sun, Tnag, and Wu (2011) では、中国企業のデータを用いて、国有企業は投資の効率性が低いことを示した。一方、国有企業が民営化した企業の投資の効率性を64カ国で国際比較した Chen, Ghoul, Guedhami, and Wang (2014) においても、株主としての国の所有割合が多い企業は投資の効率性が低かった。外国人株主は反対の結果であった。また、Shen, Luo, and Huang (2015) は、中国企業のデータを用いて財務報告の質と投資の効率性の関係の検証において異常値をコントロールする方法を提案している。

の質の改善を代替していた。

同様に、Cutillas Gomariz and Sánchez Ballesta (2014) では、投資の効率性及び財務報告の質と債務契約の関係についてスペイン企業を対象に分析している。会計発生高で測定された財務報告の質と債務契約はどちらも投資の効率性を改善する。しかしながら財務報告の質は債務契約と影響が相殺される関係(代替関係)にあった。これは Baik et al. (2010) と同じであるが、Chen et al. (2011) とは反対の関係にあることを示している。また Cutillas Gomariz and Sánchez Ballesta (2014) は、スペインでは資本市場がそれほど大きくなく、金融機関との結びつきが強いことをその理由としている。

これら4つの研究は、主要な利害関係者である債権者の投資の効率性への影響について、別のデータで分析している点が興味深い。結果が国際比較研究である Chen et al. (2011) と、一国内の分析である Beatty et al. (2010), Baik et al. (2010), Cutillas Gomariz and Sánchez Ballesta (2014) で相違するのは、債権者との結びつきの変数が、各研究で異なることが原因の可能性があり、また Baik et al. (2010) と Cutillas Gomariz and Sánchez Ballesta (2014) は、わが国とスペインの企業に見られる金融機関との密接な関係を背景にしているという共通点もある。

次に、Lin, Wang, and Pan (2016) は台湾における同族企業と会計発生高で計算される財務報告の質が投資の効率性に与える影響を考察した。まず同族企業は過小投資を導いていることが示されていた。その上で、財務報告の質が高い場合には、その過小投資が改善されていた。つまり投資の効率性が高まることを示した。

Habib (2014) は、Demerjian, Lev, and McVay (2012) による、経営者の能力 (managerial ability) と会計発生高で代表される財務報告の質が投資の効率性に与える影響を分析した。能力の高い経営者は過大投資となりがちこと、財務報告の質は投資の効率性を高めることを報告している。そして限定された

形ながら財務報告の質は、能力の高い経営者の過大投資を緩和することを示す証拠を提供している。つまり財務報告の質に裏打ちされた能力の高い経営者は投資の効率性が高いことを示している<sup>(11)</sup>。

上記の研究で注目される財務報告の質としては、会計発生高が中心として用いられていることがわかる<sup>(12)</sup>。会計発生高は利益マネジメントの指標として幅広く用いられている。しかし利益マネジメント研究で、会計発生高と並んで広く用いられている実体的裁量行動（real earnings management）に関しては投資の効率性との関係がほとんど研究されていない。Kim and Sohn（2013）では、実体的裁量行動の実施は、会計的裁量行動と同様に利益の質に影響を与え、資本コストを会計的裁量行動以上に上昇させる<sup>(13)</sup>。この結果に従えば、実体的裁量行動の減少は資本コストを低下させ、投資を効率性を上昇させるはずである。Graham, Harvey, and Rajgopal（2005）においては、目標利益達成のために実体的裁量行動は会計的裁量行動よりも選好されることを示しているが、過度の実体的裁量行動による財務報告の質の低下は、会計発生高の操作による質の低下よりも投資の効率性に与える影響が深刻かもしれない<sup>(14)</sup>。

このほか、利益マネジメント研究でよく取り扱われる利益平準化、ビッグ・バス、利益ベンチマーク達成といった視点を財務報告の質として利用する研究

---

(11) Goodman, Neamtiu, Shroff, and White（2014）は、経営者の予想利益誤差と投資の効率性を調査している。この論文では、経営者が発表する予想利益と実現利益の差（予想誤差）を、効率的な投資を行う経営者の能力としている。投資におけるペイオフの予測は投資意思決定において極めて重要であり、その過程は利益の予想に類似しているため、正確な予想利益を出すことのできる経営者は、同様に投資意思決定においてもより確実な予測ができることを仮定している。分析の結果、予想利益の誤差が小さいほど、投資の効率性が高いことを示している。

(12) 会計発生高の推定モデルは多数開発されているので、使用される会計発生高モデルは研究によって様々である。なかではDechow and Dichev（2002）をベースに利益の質を計算する研究が多い。

(13) Kim and Sohn（2013）の結果に従えば、実体的裁量行動の少ない企業の投資の効率性は、会計的裁量行動よりも上昇することになる。

(14) 実体的裁量行動は最適水準から乖離した投資を伴う活動を含むため、投資の効率性を表現する指標との切り分けが困難かもしれない。実際の分析においては実体的裁量行動の定義に注意が必要である。例えば、実体的裁量行動に含まれる研究開発費の増減は投資活動そのものの増減であり、投資の効率性の指標に直接影響する。

が比較的少ない。Tucker and Zarowin (2006) によれば、利益平準化により、将来の利益ないしキャッシュ・フローの予測に対し、現在及び過去の利益の情報有用性を改善することを示している。この結果に従えば利益平準化は投資の効率性を改善させる。しかし利益平準化が資本コストを低めるかどうかは実証研究の結果では混交しており (Francis et al. 2004; Bhattacharya, Daouk, and Welker 2003; McInnis 2010)、投資の効率性との関係は今後の課題として残されている。またビッグ・バス、利益ベンチマーク達成のための利益マネジメントは、利益の質を歪める可能性があり、投資の効率性に対しても影響を及ぼす可能性が高いと推察される<sup>(15)</sup>。

### 3.2. 保守主義

会計数値に関連する財務報告の質として、保守主義と投資の効率性の関係を分析する研究も行われている。保守主義とは、損失の認識と収益の認識に異なった検証可能性を要求することである (Watts 2003)<sup>(16)</sup>。保守主義をそのように解釈するならば、利益はグッド・ニュースよりもバッド・ニュースをより迅速に反映することになる (Basu 1997)。言い換えると、保守主義の傾向の強い企業では、認識の非対称性から、パフォーマンスの低い投資案の成果がより早く利益に反映される結果、負のNPVを持つ投資案を採用しにくくなり、またそういった投資案は早期に廃棄される傾向が高まることにある<sup>(17)</sup>。

こういった定義のもと、Bushman, Piotroski, and Smith (2011) は、Basu

---

(15) 実体的裁量行動を実施して利益ベンチマークをわずかに達成した企業は、米国データを用いた場合将来業績が向上し、わが国のデータを用いた場合、将来の利益が減少する証拠が得られている (Gunny 2010; 山口 2009)。従ってベンチマーク達成は将来の業績上昇のシグナルである可能性もある。

(16) Dechow et al. (2010) では、非対称な適時性と適時の損失の認識 (asymmetric timeliness and timely loss recognition) として利益の特性に含めている。

(17) 保守主義の強さにより資金調達コストが低下する (例えば、Zhang 2007, Garcia lala, García Osma, and Penalva 2010) ことも保守主義が投資の効率性を改善する論拠のひとつとなっている。

(1997), Ball et al. (2000) を基礎に、適時の損失計上 (timely loss recognition) が投資に与える影響について、国際比較研究を行った。適時の損失計上が行われているほど、投資機会の減少に対応して投資が減少していることを示した。これは保守主義の程度が大きくなるほど、投資が効率的になることを意味している。

García Lara, García Osma, and Penalva (2015) は、保守主義は経営者の投資意思決定に関するモニタリングを改善することから、過大投資を緩和し、外部資金調達へのアクセスを容易にして過小投資を改善すると主張し、分析を行った。分析の結果、保守主義の程度が高いほど過小投資と過大投資の可能性を低めていた。より保守主義の傾向が強い企業では、過小投資になりがちな状況でも資金調達しより投資を行い、その傾向は情報の非対称性が大きい企業で顕著であった<sup>(18)</sup>。

IFRS では保守主義が強調されていないことから、IFRS を導入すると保守主義が弱まるという前提で、IFRS の適用と投資の効率性を検証したのが、Andre, Filip, and Marmousez (2015) である。IFRS の適用と保守主義、そして投資の効率性の改善との関係についてフランス企業を対象に分析している。分析の結果、IFRS 適用前には、保守主義が投資の効率性を改善していた。しかしながら、IFRS 適用後には中立性の枠組みのもと、収益と費用の非対称的な認識 (保守主義) が弱まった結果、保守主義がもはや投資の効率性を改善していないと主張している。

これらの研究では基本的に条件付保守主義が財務報告の質の指標として使用されている。わが国では、Ishida and Ito (2014)、中野、大坪、高須 (2015) において、条件付保守主義のレベルが高くなると投資水準が減少し、無条件保

---

(18) Balakrishnan, Watts, and Zuo (2015) は2007年から2008年の世界金融危機時において、保守主義の程度が低いほど投資の落ち込みが大きいことを示した。この結果は、保守主義の程度が高いほど投資が効率的であると解釈可能である。Francis and Martin (2010) は、保守主義の程度が高い企業の経営者ほど効率的な M&A 投資を行うことを示した。

守主義ではその反対であることが示されている<sup>(19)</sup>。このようにわが国でも保守主義に関する実証研究は多く行われており、保守主義が投資の効率性にどのような影響をもたらすかについて検討が待たれる。中野ほか(2015)では、保守主義の逆機能(過度の保守主義)が投資水準にもたらす影響について言及しているところが興味深い。

またわが国でもIFRSを導入する企業が増えている状況では、会計基準の変化を踏まえたAndre et al.(2015)の研究成果とともに、IFRSの導入と保守主義の変化が投資の効率性に与える影響の変化が観察できよう。

#### 4. 利益の特性以外の財務報告の質及びその変化と投資の効率性

本節は財務報告の質を会計数値から計算する方法ではなく、会計に関連した事象が財務報告の質に影響を与えるものと仮定された分析について取り扱う。

##### 4.1. 会計基準の新設・改訂と投資の効率性

会計基準の新設・改訂は、一般的に企業の経済活動をよりよく描写し財務報告の質を向上させ、投資家が企業の将来キャッシュ・フローを予測する能力を改善させるために実施される。それらは情報の非対称性を緩和するための質の高い会計情報の提供から、モラル・ハザードと逆選択の問題を緩和させる。投資の効率性と財務報告の質の関係で言えば、外部資金の調達コストが低下し、投資がより効率的になることになる。企業内部の観点からは、新会計基準により将来キャッシュ・フローに対して追加的な情報を収集できるようになることから、投資がより効率的になる。こういった観点から会計基準の新設・改訂が財務報告(利益)の質の向上と関連するとして研究が実施されている。

会計基準に関する近年の大きなイベントとして、IFRSの適用がある。以下

---

(19) これらの研究は、わが国企業を対象に保守主義と投資水準の関連性について調査した貴重な文献であるが、投資の効率性については言及されていない。

まず IFRS の適用による投資の効率性の変化について、次に個別の会計基準の新設・改訂による投資の効率性の変化について紹介する。

#### 4.1.1. IFRS の適用

IFRS の適用と投資の効率性の改善における研究では、IFRS に関する先行研究（例えば、Barth, Landsman, and Lang 2008; Daske, Hail, and Leuz 2008; Li 2010）などの結果から、IFRS により財務報告の質が上昇して、情報の非対称性から生じるモラル・ハザード、逆選択の問題が緩和されることが前提となっている<sup>(20)</sup>。Schleicher, Tahoun, and Walker (2010) はヨーロッパ7カ国のデータを用いて、IFRS の適用と投資の効率性について分析した。IFRS の適用は、*Outsider economies* よりも *Insider economies* で大企業よりも小企業で、財務会計の質を向上させる効果があると考えられる。従って、*Outsider economies* よりも *Insider economies* で大企業よりも小企業で投資の効率性が改善する。*Outsider economies* とは、一般的に証券市場が大きく、外部（少数）投資家の保護が整備されており、開示の水準が高く、強力な法の強制力を持つ国であり、*Insider economies* はその反対である。つまり情報の非対称性が大きいと考えられる状況下において投資の効率性がより改善されることを示している。

Lenger, Ernstberger, and Stiebale (2011) は、ヨーロッパ10カ国のデータを用いて、IFRS の適用と投資の効率性について調査した。分析の結果、IFRS の適用後に、公開会社では投資の効率性が改善したが、非公開会社では過大投資は緩和されるが過小投資が増加していた。

Chen, Young, and Zhung (2013) は、ヨーロッパ17カ国のデータを用いて投資の効率性における IFRS の波及効果 (spillover effect) を分析している。

---

<sup>(20)</sup> Ahmed, Neel, and Wang (2013) のように、IFRS は原則主義による裁量性の増加から、財務報告の質を下げると主張する論文もある。財務報告の質を下げるのであれば、投資の効率性は低下するはずである。また Daske et al. (2008) では、資本コストや取引の流動性の改善については法の強制力 (legal enforcement) の強い国、適用前から利益の透明性の高い企業で観察される傾向にある。

そこでは投資の意思決定は同業他社の影響を受けるとし、IFRSの適用後は、外国の同業他社の会計情報の透明性、比較可能性が増すため、同業他社の影響をより受けるようになり、投資の効率性の改善につながることを示している。

Biddle, Callahan, Hong, and Knowles (2015) では、IFRSの適用と投資の効率性について26カ国の国際比較を行っている。分析の結果、IFRSの強制適用は、投資の効率性を上昇させている。さらに法システムの弱い国では、IFRSの適用により利益の質の向上が図られ、投資の効率性がより向上していることを示している。

IFRSの適用については、2005年にEU各国で適用が始まって以降、利益の質の視点からの研究が増加してきている。一般の会計基準の新規適用と異なり、IFRSの適用は関連する会計基準を包括的に変更することになり、利益の質に対する影響が大きい。従って、研究対象となりやすい。

先行研究の分析結果は、IFRSの適用が情報の非対称性を緩和していることと首尾一貫する。そしてSchleicher et al. (2010), Biddle et al. (2015) に共通する証拠は、IFRSの適用前に情報の非対称性が大きい国において、各国の事前に適用されていたGAAPとIFRSの乖離が大きい場合（言いかえると適用前の各国のGAAPが低質である場合）に、IFRSが財務報告の質の上昇に特に寄与するため、情報の非対称性が緩和し、投資の効率性が高まると解釈できる<sup>(21)</sup>。これはIFRSの適用前から財務報告の質が高ければ、情報の非対称性が緩和されず、それほど投資の効率性も改善しないことを意味する。

わが国でも2011年からIFRSの任意適用が始まっているが、まだ十分なサンプル・サイズが確保できず研究の蓄積が不足している。日本取引所グループによれば、IFRSを適用ないし適用が決定している上場企業は2015年12月現在で96社である<sup>(22)</sup>。IFRS適用企業で投資の効率性が変化するかを観察する前提と

---

(21) Daske et al. (2008) ほかの証券市場に関する知見とは対照的になっている。



して、わが国企業で IFRS の適用と財務報告の質の変化について議論し、証拠を蓄積する必要がある<sup>23)</sup>。その後で、適切なコントロール・サンプルを設定すれば、適用前後の投資の効率性の変化を適用していない企業の変化と比較する方法で確認することができよう。

また IFRS に移行する際には、移行前の期間の財務諸表が IFRS に則って開示される。また移行前の期間における財政状態変動表、包括利益計算書に関する調整表も開示される。これらを利用すれば、後述する Shroff (2014) での手法を援用して、当該企業における IFRS とそれ以前の会計基準との距離を測ることができる。ここから投資の効率性の変化の大きさと 2 つの基準間の距離の関係させる分析が IFRS の適用と投資の効率性の変化を探るポイントとなるかもしれない。

#### 4.1.2. IFRS 以外の会計基準の適用

IFRS のような包括的な会計基準の改定ではなく、特定の会計基準が投資の効率性に与える影響を広範囲に分析した研究として、米国での会計基準の新設・改訂が投資に与える影響を分析した Shroff (2014) がある。Shroff (2014) は会計基準の新設・改訂から、情報の非対称性が緩和され、経営者が投資意思決定に有用な情報を得られるようになるとして、分析を進めている。そこでは、会計基準が企業に与える影響の代理変数として、会計基準が導入される際に包括利益計算書で開示される累積的影響額を使用している。分析の結果、投資意思決定に有用な会計基準が導入されると投資の効率性が増すことを示した。

また Cho (2015) では 1997 年以降適用されたセグメント情報の開示に関する会計基準である、財務会計基準書 (Statement of Financial Accounting Standards; 以下 SFAS とする) 第 131 号「企業のセグメント情報および関連情報の

---

<sup>22)</sup> 日本取引所グループ「IFRS 適用済・適用決定会社一覧」<http://www.jpx.co.jp/listing/stocks/ifrs/> を参照されたい (2015 年 12 月 26 日最終アクセス)。

<sup>23)</sup> 井上・石川 (2014) では、IFRS が証券市場に与えた影響について様々な角度から分析している。

開示 (Disclosure about segments of an enterprise and related information)』に着目した<sup>24)</sup>。多角化企業ではエージェンシー問題がシビアとなる。米国企業のうち複数のセグメントを持つ企業を分析した結果、この会計基準の適用によりセグメントの開示が改善された企業では、エージェンシー問題が緩和され、投資の効率性が高まっていた<sup>25)</sup>。

さらに Hsu, Jung, and Pourjalali (2015) では、台湾において2005年から適用された IAS27号「連結及び個別財務諸表 (Consolidated and separate financial statements)」に着目した。IAS27号の適用により連結範囲の決定における支配の概念が変更になった。IAS27号の適用が、関連会社との異常な取引を減少させ、利益の質を高めて透明性を増すことから、逆選択の可能性が減少するとともに情報の非対称性が緩和され、また透明性を増した財務報告でより投資家が経営者を監視できるためモラル・ハザード問題も緩和されるとしている。そのため投資の効率性が改善されることを仮説化し、仮説通りの結果を得ている。

また Bouaziz and Breton (2014) では、カナダ企業において、公正価値会計が導入された結果、より導入しているほど投資の効率性が高いという結論が得られている。

どの研究でも新会計基準の導入が投資の効率性の上昇につながったと結論している。ただし、IFRS の適用と異なり、個別の会計基準は財務諸表全体に与える影響が限定的であり、投資の効率性に影響を与えるほど大きいとは限らない。そこで先行研究では、財務諸表全体に影響を与える基準の改訂に着目する (Hsu et al. 2015)、影響度を測定してそれによる違いを考慮する (Shroff

---

24) Hope and Thomas (2008) では、SFAS 第131号の適用後の開示に焦点を当てた。そこでは基準適用後に地域別の利益情報を非開示にした企業は、海外売上高が増加するものの、利益率については低下することを示した。非開示による情報の非対称性の増加は株主の経営者の監視能力を低下させた結果、経営者の利益率を伴わない海外展開を招いたと推測している。

25) 取締役の独立性の低い企業ほど、基準の適用により投資の効率性が改善することも示している。

2014), 調査対象企業を影響の大きい企業に絞る (Cho 2015) ことで対応している。いずれにせよ, 会計基準の新設・改訂が財務報告の質を改善することを前提とする。

Hsu et al. (2015) から類推すれば, わが国では連結会計が2000年3月期以降大きな変貌を遂げ, 情報内容が大きく変化して, 投資の効率性に影響を与えているかもしれない。また Shroff (2014) では, 経営者に意思決定に重要な影響を与える会計基準を選択しているが, そこでは退職給付や固定資産の減損に関する会計基準が重要な影響を与える基準として識別されている<sup>(26)</sup>。この指摘に従えば, 2001年3月期から導入された「退職給付に係る会計基準」(企業会計審議会)により人件費に関する将来の見通しが改善されたこと, 2006年3月期から強制適用された「固定資産の減損に係る会計基準」(企業会計審議会)によって将来の収益性に対する予想が財務諸表にオンバランスされたことが, 財務報告の質に重要な影響を与えているかもしれない<sup>(27)</sup>。もしこれらの会計基準が財務報告の質を改善したのであれば, 投資の効率性が改善すると考えられる<sup>(28)</sup>。そこでは退職給付制度が企業経営に重要である企業, 固定資産の重要性が大きい企業を対象とすることで, 新会計基準導入の影響が大きい企業を識別しコントロールすることが必要であろう。

---

<sup>(26)</sup> Shroff (2014) では, 経営者の投資意思決定を改善する会計基準の新設・改訂として SFAS 第106号「年金以外の退職後給付制度に関する事業主の会計 (Employers' accounting for postretirement benefits other than pensions)」, SFAS 第109号「法人所得税の会計 (Accounting for income tax)」, SFAS 第112号「雇用後給付に関する事業主の会計 (Accounting for post employment benefits)」, SFAS 第142号「のれん及びその他の無形資産 (Goodwill and other intangible assets)」, SFAS 第143号「資産除去債務の会計 (Accounting for asset retirement obligations)」, FASB Interpretation 47「条件付き資産除却債務の会計 (Accounting for conditional asset retirement obligations)」が識別されている。

<sup>(27)</sup> 「退職給付に係る会計基準」は, 改訂を経て現在では企業会計基準第26号「退職給付に関する会計基準」(企業会計基準委員会)となっている。

<sup>(28)</sup> Riedl (2004), 榎本 (2008), 胡・加藤 (2012) では減損会計の適用に関し, 経営者の裁量が介入していることを指摘している。もし裁量の介入により, 情報の非対称性の緩和の程度が抑制されるのであれば, 投資の効率性はさほど改善しないかもしれない。

IFRS や個別の会計基準の導入より投資の効率性が高まるかどうかは、会計基準の導入により財務報告の質が改善されるかどうかと財務報告の質が投資意思決定を改善するかどうかに関する2つの検証となるため、分析上注意が必要となる。

財務報告の質を改善する制度設計は会計基準だけではない。例えば金融商品取引法（日本版 SOX 法、以下 J-SOX とする）の制定は財務報告の質を高めることが期待されている<sup>29)</sup>。J-SOX は財務報告の質を高めるための内部統制を構築することを目的としている。先行研究に従えば、J-SOX により、投資家にとっては情報の非対称性が緩和され、また経営者は投資のためのより精度の高い将来キャッシュ・フローの予測を入手することができる。先行研究で得られた知見を用いれば、財務報告の質の向上から投資の効率性の改善が期待される。

#### 4.2. 財務報告の質に関する外部からの指摘と投資の効率性

財務報告の質の指標として、企業外部からの会計不正の指摘及びそれに伴う修正再表示等が考えられる。これらに該当する企業は当初開示した財務諸表について問題が指摘され、会計不正等により財務諸表の修正を余儀なくされることになる。また内部統制に開示すべき重要な不備が指摘された企業もこの範疇に入る。

こういった企業は、2つの研究機会を提供している。ひとつは、会計不正が指摘された企業とそうでない企業の比較であり、もうひとつは同一企業内で、会計不正が指摘された期間とそうでない期間の比較である。ここでは会計不正

---

<sup>29)</sup> Brown, Pott, and Wömpener (2013) は、ドイツで1998年に「企業におけるコントロールと透明性に関する法律 (KTG)」が制定されて以降、ドイツにおいて低かった利益の質と投資の効率性の関連が上昇したことを報告している。Chen and Li (2013) では、トロント証券取引所で制定された監査委員会に関する政策に着目した。監査委員会の全構成員を財務の専門家とした企業では、財務報告の質が向上することから、投資の効率性が改善すると予測し、仮説通りの結果を得た。また同時に資本コストも低減する証拠も示している。

が実施された期間を、情報の非対称性が大きく財務報告の質が低い期間として仮定できる。また会計不正が解消された後は、相対的に財務報告の質が高いと想定することができる。内部統制の不備も同様である。内部統制の不備は会計数値を生み出す企業内部のシステムを問題視するため、必然的にそこから生み出される財務報告の質、ひいては情報の非対称性と関連する。

この観点から行われた研究として、McNichols and Stubben (2008) がある。彼らは米国企業を対象に SEC の強制執行を受けた企業、株主に会計不正で訴訟を提起された企業、米国会計検査院 (General Accounting Office; GAO) が報告した財務諸表の修正再表示を行った企業を対象にした<sup>(30)</sup>。ここでは、利益操作を行っている期間中に過大投資を行っているが、その後はこの傾向は見られなかった。この結果は財務報告の質の低い情報が過大投資を招き、財務報告の質が改善されると、より効率的な投資水準を導くことと首尾一貫している。

Kedia and Philippon (2009) も、GAO が修正再表示を報告した企業においては、修正再表示の対象となった期間に過大投資が行われていることを報告している。

内部統制の観点からの研究としては、米国企業を対象にした Cheng, Dhaliwal, and Zhang (2013) がある。彼らは内部統制の不備が指摘される前は、一般的に財務報告の質が低く、不備が知られていないことから情報の非対称性が高いとした。合理的な投資家は、こういった特性を予測するため、資本コストが高くなる。従って、内部統制の不備がある企業でなおかつ財務的な制約のある企業は過小投資となることを示した。一方モラル・ハザード問題から個人的な利得を得るために、財務的制約がなければ過大投資になることも示した。内部統制の不備が公表されると、情報の非対称性は緩和されるため、過大投資、過小投資とも緩和されていた<sup>(31)</sup>。

(30) 現在では Government Accounting Office に名称が変更になっている。

(31) 過小投資よりも過大投資の方が改善のスピードが速いことを示している。

Sun (2015) も米国企業を対象にして内部統制の不備と投資の効率性を議論した。Cheng, et al. (2013) と同様に、内部統制の不備が公表されると過大投資が削減されると結論している<sup>32)</sup>。

上記の研究結果では、不適切な会計処理が実施された期間、内部統制の不備が指摘される前の期間すなわち情報の非対称性が大きいと想定される期間においては、投資の効率性が低く、それらが解消されると投資の効率性が上昇することが研究で示されている。わが国でも2009年3月期から内部統制報告制度がスタートし、財務報告に係る内部統制の不備を持つ企業が特定できる。また修正再表示についても研究が進んでいる（例えば、奥村 2014）。今後の研究が期待される。

#### 4.3. その他の財務報告の質に影響を与える事象と投資の効率性

##### 4.3.1. 監査

財務報告の質を左右するものとして監査の質がある。監査の質は財務報告の質と直結している。この観点から Bae and Choi (2012) では、監査人の専門性が高いほど監査の品質と利益の質が高いあるいは資金調達のコストが低いという先行研究 (Reichelt and Wang 2010; Ahmed, Rasmussen, and Tse 2008; Li, Xie, and Zhou 2010など) に依拠して、監査の業種特化の程度が高い監査人を持つ企業は財務報告の質が高いため、投資の効率性が高いという仮説を提示し、仮説に合致する証拠を提供した。

Shroff (2015) は、米国以外の監査法人が米国において公開会社会計監督委員会 (Public Company Accounting Oversight Board; PCAOB) の検査を受けた場合に、本国のクライアント企業への報告利益の質、資金調達、投資に対す

---

<sup>32)</sup> Sun (2016) は、Cheng et al. (2013) の知見に追加して内部統制の不備が解消されたあとの投資の水準にも着目している。Sun (2015) では内部統制の不備が報告されている期間は投資水準が低く、不備の報告が解消すると投資水準が上昇することを示している。

る効果を分析した。分析の結果、監査法人への検査がクライアント企業の財務報告の質（会計発生高）は改善するものの、投資の効率性に対する影響は観察されなかった。しかしながら検査が報告されると、投資の効率性が改善していることを報告している。

この両者の研究は監査の質が投資の効率性の改善につながったことを示している。監査は企業の財務情報の信頼性の保証であるので、監査の質を財務報告の質の代理変数として分析することは、有用な結果をもたらすと考えられる。ただし監査の質の代理変数として会計発生高を使う研究もあり（Becker, DeFond, Jiambalvo, and Subramanyam 1998; Francis, Maydew, Sparks, and Building 1999など）、財務報告の質の代理変数と重複するかもしれない。Dechow et al. (2010) では利益の質に影響を与える監査に関する変数として、監査の業種特化のほか、監査時間、監査の継続期間をあげている<sup>63</sup>。監査の質が財務報告の質に与える影響に関する分析を援用すれば、多くの分析機会を提供すると考えられる。

#### 4.3.2. CSR

財務報告と関連する企業の開示として、CSRに注目し投資の効率性との関連を見る研究がある。投資の効率性の関係については、CSRはより幅広いステイクホルダーに経営者の行動を知らせるものであり、その質が高いほど、情報の非対称性が緩和され、経営者の行動が監視される。ここからCSRの質が高いほど、資本コストが低下し、財務報告の質が改善されるという分析がもたらされる（Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang 2011; Kim, Park, and Wier 2012）。CSRと投資の効率性の分析においては、この関係を前提として分析している。

こういった前提のもとで、Cook, Romi, Sanchez, and Sanchez (2015) はCSR水準の高い企業ほど投資の効率性が高いことを示した。まずCSRの強力

<sup>63</sup> Marquardt and Zur (2015) は、Hribar, Kravet, and Wilson (2014) に依拠して異常監査報酬を財務報告の質として利用し、M&A投資のプロセスを効率化することを示している。

さは財務報告の質とプラスの関連があること主張した。そして、CSRを重視するほどの幅広い関心を持つ経営者は長期的視野に立った意思決定を行うとし、CSRに関連した意思決定能力の向上は、企業内の他の意思決定も改善すると主張した。またCSRのレベルが高い企業の経営者は幅広いステークホルダーとコミットすることになるため、彼らの監視がより大きく、自己中心的な意思決定が困難になり、エージェンシー・コストが低減するため投資がより効率的になると仮定している。

Cook et al. (2015)と同様にBenlemlih (2015)も、CSRの高い企業ほど投資の効率性が高いことを示している。ただし、CSRの水準が相当高い水準か低い水準の時には、その効果が低減し投資の効率性への影響がないことも確認している。

わが国でもSuto and Takehara (2016)がCSRの水準を示すCSP (Corporate Social Performance)と財務指標の関連、Gu, Takehara, and Kubota (2015)は、CSPを構成する長期的な視点が利益の質と関連していることを示している。これらの研究と上記の研究を援用すれば、わが国のデータでも同種の分析が可能である。

## 5. まとめ

本論文では、財務報告の質と投資の効率性について言及している先行研究をサーベイし、発見事項を要約し将来の研究可能性について議論した。

その結果、財務報告の質としては利益の特性に注目している研究が多いことが判明した。その中でも中心となっているのは会計発生高を用いて財務報告の質を特定することである。会計発生高以外の利益の特性を用いる研究はそれほど多くなく、未だ議論の余地がある。この研究の発展した形として、例えば債権者との結びつきと投資の効率性との関係に対し、財務報告の質が債権者との結びつきに対して補完的効果を与えるのか代替的効果を与えるのかを分析する



研究も見られる。会計発生高で代表される基本的な利益の特性と投資の効率性の関係については、議論が既になされているため、今後は財務報告の質の補完的効果あるいは代替的効果に着目した研究が進展するものと思われる。

利益の特性を利用する研究以外では、会計基準の新設・改訂、内部統制の不備等の外部からの財務報告の質に対する意見、監査、CSR等を取り上げた。これら分野については十分に研究があるとはいいがたく、特にわが国のデータを用いた研究が不足している現状にあるため、今後の進展の余地は大きい。

これまでの実証研究では、財務報告の質について多種多様な定義が行われている。また財務報告の質に影響を与える要素も種々検討されている。先行研究で取り扱われた投資の効率性と財務報告の質及び財務報告に影響を与える事象との関係はその一部であるため、これまでの財務報告の質に関する研究を前提にすれば、研究機会はまだ十分に残されているといえよう。

#### 【参考文献】

- Ahmed, A. S., M. Neel, and D. Wang. 2013. Does mandatory adoption of IFRS improve accounting quality? Preliminary evidence. *Contemporary Accounting Research* 30 (4): 1344-1372.
- Ahmed, A., S. J. Rasmussen, and S. Tse. 2008. Audit quality, alternative monitoring mechanisms, and cost of capital: an empirical analysis. *Working paper*. Available at SSRN <http://ssrn.com/abstract=1124082>.
- Andre, P., A. Filip, and S. Marmousez. 2015. The impact of IFRS on the relationship between conservatism and investment efficiency. *Working Paper*. Available at SSRN <http://ssrn.com/abstract=2545938>.
- Bae, G. S., and S. U. Choi. 2012. Do industry specialist auditors improve investment efficiency? *Working Paper*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2566891>.
- Baik, B., B. Jung, and S. G. Rhee. 2010. When does accounting quality improve investment efficiency in bank-centered economies? Evidence from Japan. *Working Paper*.
- Balakrishnan, K., R. L. Watts, and L. Zuo. 2015. The effect of accounting conservatism on corporate investment during the global financial crisis. *Working Paper*. Available at SSRN <http://ssrn.com/abstract=1952722>.
- Ball, R., A. Robin, and J. Wu. 2003. Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asia countries. *Journal of Accounting and Economics* 36 (1-3): 235-270.
- Baker, M., J. Stein, and J. Wurgler. 2003. When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *Quarterly Journal of Economics* 118 (3): 969-1005.
- Barth, M. E., W. R. Landsman, and M. H. Lang. 2008. International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research* 46 (3): 467-498.

- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1): 3-37.
- Beatty, A., S. Liao, and J. Weber. 2010. The effect of private information and monitoring on the role of accounting quality in investment decisions. *Contemporary Accounting Research* 27 (1): 17-47.
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam. 1998. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research* 15 (1): 1-24.
- Benlemlih, M. 2015. Corporate social responsibility and investment efficiency. *Working Paper*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2566891>.
- Bhattacharya, N., E. Black, T. Christensen, and C. Larson. 2003. Assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP operating earnings. *Journal of Accounting and Economics* 36 (1-3): 285-319.
- Bhattacharya, U., H. Daouk, and M. Welker. 2003. The world price of earnings opacity. *The Accounting Review* 78 (3): 641-678.
- Biddle, G. C., C. M. Callahan, H. A. Hong, and B. L. Knowles. 2015. Do adoptions of international financial reporting standards enhance capital investment efficiency? *Working Paper*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2353693>.
- Biddle, G. C., and G. Hilary. 2006. Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review* 81 (5): 963-982.
- Biddle, G. C., G. Hilary, and R. S. Verdi. 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48 (2-3): 112-131.
- Bouaziz, M. Z., and G. Breton. 2014. Fair value accounting and investment efficiency. *Working Paper*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2379753>.
- Brown, N. C., C. Pott, and A. Wömpener. 2014. The effect of internal control and risk management regulation on earnings quality: Evidence from Germany. *Journal of Accounting and Public Policy* 33 (1): 1-31.
- Bushman, R. M., J. D. Piotroski, and A. J. Smith. 2004. What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research* 42 (2): 207-252.
- Bushman, R. M., J. D. Piotroski, and A. J. Smith. 2011. Capital allocation and timely accounting recognition of economic losses. *Journal of Business Finance and Accounting* 38 (1-2): 1-33.
- Bushman, R. M., and A. J. Smith. 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32 (1-3): 237-333.
- Chen, C., D. Young, and Z. Zhung. 2013. Externalities of mandatory IFRS adoption: Evidence from cross-border spillover effects of financial information on investment efficiency. *The Accounting Review* 88 (3): 881-914.
- Chen, F., O. Hope, Q. Li, and X. Wang. 2011. Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review* 86 (4): 1255-1288.
- Chen, F., and Y. Li. 2013. Voluntary adoption of more stringent governance policy on audit committees: theory and empirical evidence. *The Accounting Review* 88 (6): 1939-1969.
- Chen, R., S. E. Ghoul, G. Omrane, and H. Wang. 2015. Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*. Forthcoming.
- Chen, S., Z. Sun, S. Tang, and D. Wu. 2011. Government intervention and investment efficiency: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance* 17 (2): 259-271.
- Cheng, M., D. Dhaliwal, and Y. Zhang. 2013. Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting? *Journal of Accounting and*

*Economics* 56 (1): 1-18.

- Cho, Y. J. 2015. Segment disclosure transparency and internal capital market efficiency: Evidence from SFAS No. 131. *Journal of Accounting Research* 53 (4): 669-723.
- Cook, K. A., A. M. Romi, D. Sanchez, and J. M. Sanchez, 2015. The influence of corporate social responsibility on investment efficiency and innovation. *Working Paper*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2616021>.
- Cutillas Gomariz, M. F., and J. P. Sánchez Ballesta, 2014. Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking and Finance* 40 (1): 494-506.
- Daske, H., L. Hail, C. Leuz, and R. Verdi. 2008. Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences. *Journal of Accounting Research* 46 (5): 1085-1142.
- Dechow, P. M., and I. D. Dichev. 2002. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77 (4): 35-59.
- Dechow, P. M., W. Ge, and C. M. Schrand, 2010. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50 (2-3): 344-401.
- Demerjian, P. R., B. Lev, and S. E. McVay. 2012. Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science* 58 (7): 1229-1248.
- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang, and Y. G. Yang. 2011. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review* 86 (1): 59-100.
- Dichev, I. D., J. R. Graham, C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2013. Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics* 56 (2-3): 1-33.
- Fazzari, S. M., G. Hubbard, and B. C. Petersen. 1988. Finance constraints and corporate investment. *Brookings Paper on Economic Activity* 1: 141-195.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2004. Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review* 79 (4): 967-1010.
- Francis, J. R. and X. Martin. 2010. Acquisition profitability and timely loss recognition. *Journal of Accounting and Economics*. 49 (1-2): 161-78.
- Francis, J. R., E. L. Maydew, H. C. Sparks, and M. C. Building. 1999. The role of Big 6 auditors in the credible reporting of accruals. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 18 (2): 17-34.
- García Lara, J. M., B. García Osma, and F. Penalva. 2010. Conditional conservatism and cost of capital. *Review of Accounting Studies* 16 (2): 247-271.
- García Lara, J. M., B. García Osma, and F. Penalva, 2015. Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*. Forthcoming.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick. 2003. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118 (1): 107-155.
- Goodman, T., M. Neamtiu, N. Shroff, and H. White. 2014. Management forecast quality and capital investment decisions. *The Accounting Review* 89 (1): 331-365.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 (1-3): 3-73.
- Gu, Z., H. Takehara, and K. Kubota. 2015. On the relationship between earnings quality and corporate social performance. *Working Paper*.
- Gunny, K. 2010. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting*

- Research* 27 (3): 855-888.
- Habib, A. 2014. Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. *Working Paper*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2517905>.
- Hail, L., and C. Leuz. International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation Matter? *Journal of Accounting Research* 44 (3): 485-531.
- Healy, P. M., and K. G. Palepu. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1-3): 405-440.
- Hope, O., and W. B. Thomas. 2008. Managerial empire building and firm disclosure. *Journal of Accounting Research* 46 (3): 591-626.
- Hope, O., W. B. Thomas, and D. Vyas. 2014. Stakeholder demand for accounting quality and economic usefulness of accounting in U.S. private firms. *Working Paper*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2457956>.
- Hribar, P., T. Kravet, and R. Wilson. 2014. A new measure of accounting quality. *Review Accounting Studies* 19 (1): 506-538.
- Hsu, A. W., B. Jung, and H. Pourjalali. 2015. Does international accounting standard No. 27 improve investment efficiency? *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 30 (4): 484-508.
- Ishida, S, and K. Ito. 2014. The effect of accounting conservatism on corporate investment behavior. in K. Ito and M. Nakano, eds. *International Perspectives on Accounting and Corporate Behavior*, Chapter 3, Springer, 59-80.
- Jensen, M. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76 (2): 323-329.
- Kedia, S., and T. Philippon. 2009. The economics of fraudulent accounting. *The Review of Financial Studies* 22 (6): 2169-2199.
- Kim, Y., M. S. Park, and B. Wier. 2012. Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review* 87 (3): 761-796.
- Kim, J. B., and B. C. Sohn. 2013. Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy* 32 (6): 518-543.
- Lambert, R., C. Leuz, and R. E. Verrecchia. 2007. Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research* 45 (2): 385-420.
- Lenger, S., J. Ernstberger, and J. Stiebale. 2011. The impact of IFRS on firms' investment efficiency - European evidence on private and public firms. *Working Paper*.
- Li, C., Y. Xie, and J. Zhou. 2010. National level, city level auditor industry specialization and cost of debt. *Accounting Horizons* 24 (3): 395-417.
- Li, F. 2008. Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics* 45 (2-3): 221-247.
- Li, K. F., and Y. P. Liao. 2014. Directors' and officers' liability insurance and investment efficiency: Evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal* 29: 18-34.
- Li, S. 2010. Does mandatory adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union reduce the cost of equity capital? *The Accounting Review* 85 (2): 607-636.
- Lin C., T. Wang, and C. Pan. 2016. Financial reporting quality and investment decisions for family firms. *Asia Pacific Journal of Management*. Forthcoming.
- Marquardt, C., and E. Zur. 2015. The role of accounting quality in the M&A market. *Management Science* 61 (3): 604-623.

- McInnis, J. 2010. Earnings smoothness, average returns, and implied cost of equity capital. *The Accounting Review* 85 (1): 315-341.
- McNichols, M., and S. Stubben, 2008. Does earnings management affect firms' investment decisions? *The Accounting Review* 83 (6): 1571-1603.
- Myers, S., and N. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13 (2): 187-221.
- Reichelt, K. J., and D. Wang. 2010. National and office-specific measures of auditor industry expertise and effects on audit quality. *Journal of Accounting Research* 48 (3): 647-686.
- Riedl, E. J. 2004. An examination of long-lived asset impairments. *The Accounting Review* 79 (3): 823-852.
- Schleicher, T., A. Tahoun, and M. Walker. 2010. IFRS adoption in Europe and investment-cash flow sensitivity: Outsider versus insider economies. *The International Journal of Accounting* 45 (2): 143-168.
- Shen, C., F. Luo, and D. Huang. 2015. Analysis of earnings management influence on the investment efficiency of listed Chinese companies *Journal of Empirical Finance* 34: 60-78.
- Shroff, N. 2014. Corporate investment and changes in GAAP. *Working Paper*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1977532>.
- Shroff, N. 2015. Real effects of financial reporting quality and credibility: Evidence from the PCAOB regulatory regime. *Working Paper*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2667969>.
- Stein, J. 2003. Agency, information and corporate investment, in Constantinides, G., M. Harris, and R. Stulz (Eds.), *Handbook of the economics of finance*: 111-165. London: Elsevier.
- Stiglitz J. E., and A. Weiss. 1981. Capital rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review* 71 (3): 393-410.
- Sun, Y. 2016. Internal control weakness disclosure and firm investment. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. Forthcoming.
- Suto, M., and H. Takehara. 2016. The link between corporate social performance and financial performance: empirical evidence from Japanese firms. *International Journal of Corporate Strategy and Social Responsibility*. Forthcoming.
- Tucker, J., and P. Zarowin. 2006. Does income smoothing improve earnings informativeness? *The Accounting Review* 81 (1): 251-270.
- Wang, F., Z. Zhu, and J. Hoffmire. 2015. Financial reporting quality, free cash flow, and investment efficiency. ICMETM 2015 - International Conference on Modern Economic Technology and Management, SHS Web of Conferences 17.
- Watts, R. L. 2003. Conservatism in accounting Part1: Explanations and implications. *Accounting Horizons* 17 (3): 207-221.
- Zhang, J., 2008. The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics* 45 (1): 27-54.
- 井上謙仁・石川博行. 2014. 「IFRSが資本市場に与えた影響（特集 IFRSへの対応）」『証券アナリストジャーナル』52 (9): 28-40.
- 榎本正博. 2008. 「減損会計基準の適用時期の選択と経営者の会計行動に関する実証分析」『会計ブログレス』9: 23-38.
- 奥村雅史. 2014. 『利益情報の訂正と株式市場』中央経済社.
- 胡丹・車戸祐介. 2012. 「日本における減損会計に関する実証分析」『会計ブログレス』13: 43-58.
- 中野誠・大坪史尚・高須悠介. 2015. 「会計上の保守主義が企業の投資水準・リスクテイク・株主価値

値に及ぼす影響」『金融研究』34 (1): 99-146.

山口朋泰. 2009. 「機会主義的な実体的裁量行動が将来業績に与える影響」『会計プロGRESS』10: 117-137.