

# 株式所有構造と会計上の保守主義との関連性： 既存研究のレビュー

大橋 良生<sup>\*</sup>

## 1 本稿の目的と構成

本稿の目的は、株式所有構造と会計上の保守主義との関連性に関する既存研究のレビューを行い、これまでの研究成果を概観することにある。具体的には、株式所有の集中度合いや株式所有主体と保守主義との関連性を検証している実証研究をとりあげる。

近年、会計基準のコンバージェンスやアドプションが進められる中、アメリカ財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board: FASB）と国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board: IASB）は、共同プロジェクトの一環として、概念フレームワークにおいて、会計情報が備える質的特性から保守主義（慎重性）を排除している（FASB 2010；IASB 2010）<sup>1)</sup>。日本の企業会計基準委員会でも、この動向はみられ、討議資料・概念フレームワークにおいて、会計情報の質的特性に保守主義は含まれていない。しかしながら、会計基準では、事業用資産に対する取得原価会計や減損会計など、保守主義は全面的には排除されておらず、むしろ統一的に保守的な会計処理が導入され、会計情報の保守性は担保されているといえる。それでは、保守的会計にはどのような効果が期待され、また、どのような状況で保守主義は採用されているのであろうか。本稿では、これらの問題意識に対して、株式所有構造の観点から、既存研究の成果をとりまとめることとする。

会計上の保守主義（accounting conservatism）は、「バッド・ニュースを損失として認識する場合よりも、グッド・ニュースを利益として認識する場合に、より高い程度の検証を必要とする会計専門家の傾向を捉えたもの」（Basu 1997, p.7）

と解釈され、会計上の利益と損失に要求される検証が非対称であることから、異質な検証性（differential verification）と捉えられている（Watts 2003, p. 208）。

会計基準の枠組みの中で採用される保守主義には、そのタイミングについて、無条件保守主義（unconditional conservatism）と条件付保守主義（conditional conservatism）の2つのタイプがあるとされる（Beaver and Ryan 2005）。無条件保守主義は、経済的ニュースに先立って（予防的に）保守的な会計を行うことを意味しており、研究開発費の即時費用計上など純資産簿価を過少に表示する会計方法の選好と説明される。一方、条件付保守主義は、適時的な損失認識（timely loss recognition）ともいわれ（Ball and Shivakumar 2005）、経済的ニュースの生起に基づいて（事後的に）保守的な会計を行うことを意味しており、棚卸資産の低価法や固定資産の減損処理がこれに該当する。このように、2つのタイプの保守主義は、会計上の費用や損失を計上するタイミングに相違があるものの、会計上の認識に必要とされる検証性が利益と損失とで異なっていることを意味する点で共通している。

株式が広範囲に分散し所有と経営の分離が一般的となっている現代企業では、株主が企業の所有者として経営者の業務執行をモニタリングし、株主価値や企業価値の最大化につながるよう、会計行動を含めた経営者の行動を規律づける。会計上の保守主義には、以下の二つの点で、エージェンシー問題を緩和し、株主価値や企業価値の最大化に寄与することが期待されている（Ball 2001；Watts 2003）。

第一に、保守主義は、過大な経営者報酬の支払いの回避に役立つことが期待される。経営者は

<sup>\*</sup> 青森公立大学非常勤講師・会津大学短期大学部准教授

社外の利害関係者よりも多くの情報を有しており、両者の間に情報の非対称性が存在する。そのため、検証性が要求されない状況では、経営者は将来キャッシュ・フローの推定値に上方バイアスをかけ、会計利益ベースの報酬契約の下で過大な報酬の支払いが行われることになる。保守的会計は、会計利益や純資産簿価を計算する過程で検証性を高め、そのバイアスを緩和する。そのため、保守主義には、経営者が実現の見込みの低い収益を利用して報酬を獲得する機会を制限することを通じて、エージェンシー問題の緩和に貢献することが期待される。

第二に、保守主義は、事業投資意思決定に関するエージェンシー問題を緩和することが期待される。正味現在価値がマイナスである投資プロジェクトであっても、経営者の在任期間に当期利益や私的便益をもたらす場合、このプロジェクトが実施・継続されると考えられる。非効率な事業投資の継続は株主に対する損失を拡大させる。保守的会計は、事業投資の失敗が実現する前あるいは実現直後に費用や損失を計上し、当該事業の調査や是正行動の必要性を示すシグナルを株主に提供する。その結果、経営者は成果が芳しくない事業投資による経済的損失を限定的にする行動を起こすようになるはずである。

以上のように、会計上の保守主義はエージェンシー問題の対処に有用であると考えられる。一方で、これまでの研究から株主による規律づけの有効性は株式の所有主体や所有割合といった株式所有構造の影響を受けることが示唆されている（浅野・古市2015, p. 59）。すなわち、企業間の株式所有構造の違いが企業間の保守主義の程度の違いと関連していることが想定される。そこで、本稿では、株式所有構造と会計上の保守主義の関連性を実証的に検証している既存研究をレビューし、その研究成果を概観する。

なお、これまでにも、首藤（2013）や浅野・古市（2015）において、株式所有構造と経営者の会計行動との関連性に関する先行研究のレビューが行われている。これらの研究では、主に、経営者や機関投資家などの株式所有主体と利益マネジメントとの関連性に関する先行研究がとりあげられている。これらの先行研究に対して、

本稿では、会計行動の一つである保守主義に着目し、株式所有構造との関連性を分析している既存研究のレビューを行う。

本稿の構成は、以下のとおりである。第2節では株式所有の集中度合いの観点から、第3節では株式所有主体の観点から、保守主義との関連性に関する研究をとりあげる。第4節では、本稿のまとめを述べる。

## 2. 株式所有の集中度合いと会計上の保守主義

本節では、株式所有の集中度合いと会計上の保守主義との関連性を検証している研究をとりあげる。株式所有の集中度合いとの関連性に関する文脈においては、情報の非対称性を緩和する（条件付）保守主義の役割が注目される。一般的に、上場企業に比べ、非上場企業の株式所有の広がりは限定的であり、株式所有の集中度合いは高いと考えられる。また、上場企業においても持株比率が高い大株主や支配株主を有する場合がある。このような企業では、経営者は、特定の株主に対して会計情報などの公的な情報開示ではなく、私的な情報伝達により情報の非対称性を解消すると考えられる（薄井2015, p.565）。対照的に、株式所有の集中度合いが低い企業では、情報の非対称性の緩和に、保守的な会計が用いられ、保守主義の程度は高いと予想される。

### 2.1 証券取引所への上場

証券取引所への上場の観点から会計上の保守主義との関連性を検証している研究に、Ball and Shivakumar (2005) がある。この研究は、株式市場における保守主義の需要を調査するために、イギリスの非上場企業と上場企業を用いた分析を行い、非上場企業に比べ上場企業がより高い程度の条件付保守主義を採用していることを報告している。また、上場企業が非上場企業よりも保守的な会計報告を行っていることを示す分析結果は、サンプル数を拡大した分析を行っているHammermeister and Werner (2009) でも提示されている<sup>2)</sup>。これらの分析結果は、株式所有の集中度合いが低い企業において、条件付保守主

義の需要が高いことを示唆している。

また、複数国の証券市場で株式発行を行う（すなわち、株式所有の集中度合いが低い）企業では、より保守的な会計が行われていることが示されている。Huijgen and Lubberink (2005) は、アメリカ市場に重複上場しているイギリス企業と重複上場していないイギリス企業との比較を行い、重複上場がより高い程度の条件付保守主義に結びついていることを示している。また、Lubberink and Huijgen (2006) では、アメリカ市場に重複上場しているイギリス企業について、アメリカ市場での株式発行を行っている企業が、それを行っていない企業に比べ、より保守的な会計利益を報告していることが示されている。さらに、Lubberink and Huijgen (2005) は、15か国の企業を分析サンプルとして、株式発行を可能にするアメリカ預託証券プログラム（ADRレベル3）を選択した企業と、株式発行を行わないプログラム（ADRレベル2）を選択した企業との比較を行い、前者がより保守的な会計報告を行っていること示す分析結果を提示している。自国証券市場とアメリカ市場における投資家が完全には一致しないと仮定すると、以上の分析結果は、株式所有の集中度合いが低い企業ではより高い程度の保守主義が採用されていることを示唆している、と考えられる。

他方、ブラジル企業を対象とした研究では、異なる分析結果が示されている。Ball and Shivakumar (2005) の研究成果とは対照的に、Coelho et al. (2010) は、ブラジルの上場企業と非上場企業との間で、条件付保守主義の程度に有意な差がないことを示している。また、Paulo et al. (2012) は、保守主義や持続性などの会計利益の質に対して株式や社債の発行が影響を及ぼしていることを示す結果が得られなかったことを報告している。

## 2.2 大株主・支配株主

ここでは、大株主（blockholder）や支配株主（controlling shareholder）と会計上の保守主義との関連性を検証している研究をとりあげる。

Kung et al. (2010) とCullinan et al. (2012) は、中国企業を対象とした分析を行い、非流通株式

の割合や大株主の持株比率と条件付保守主義との間の負の関係をみだしている。これらの分析結果は、株式所有の集中度合いが高い企業では、情報の非対称性の解消に私的な情報伝達が用いられており、それゆえ、保守主義に対する需要が低いことを示唆している。

Haw et al. (2012) は、西欧13か国の企業をサンプルとして、筆頭株主と第2大株主がそれぞれ10%以上の議決権を保有する企業を複数大株主企業と定義し、その条件付保守主義の程度を単独大株主企業のそれと比較している。分析の結果、投資家保護の法的制度を備えた国において、単独大株主企業に比べ、複数大株主企業がより保守的な会計利益を報告していることが示された。また、筆頭株主と第2大株主のキャッシュ・フロー権の差異をエージェンシー問題の代理変数として、それが保守主義と正の関係にあることをみだしている。以上の結果は、株式所有の集中度合いが高いほど、より低い程度の条件付保守主義が採用されていること、および、保守主義が株主相互間のエージェンシー問題<sup>3)</sup>の緩和に用いられていることを示唆している。

他方、日本企業やイラン企業を分析対象とした研究では、異なる実証結果が報告されている。日本企業については、薄井（2004・2015）が大株主の持株比率と2つのタイプの保守主義との関連性を検証し、大株主の持株比率と両タイプの保守主義とに有意な関係が確認されなかったことを報告している。また、Dehkordi (2013) は、イラン企業を分析対象として、20%超の議決権を保有する支配株主を有する企業が、支配株主を有しない企業よりも、より高い条件付保守主義と関連していることを示す実証結果を提示している。

以上を要約すると、検証対象の国によって異なる分析結果も報告されているものの、おおそ、株式所有の集中度合いが低いと高い程度の保守主義が採用されているという負の関係があることが確認されており、株式所有の集中度合いが低い企業では、情報の非対称性の緩和に、保守的な会計が用いられていることが示唆されている。

### 3. 株式所有主体と会計上の保守主義

本節では、株式所有主体として経営者、機関投資家、およびその他の主体をとりあげ、保守主義との関連性を検証している既存研究をレビューする。株式所有主体との関連性に関する文脈においては、経営者に対するモニタリングにおける保守主義の有用性が注目される。株主と経営者とのエージェンシー問題が深刻であるほど、厳格なモニタリングが必要となり、保守主義の需要が高いと予想される(LaFond and Roychowdhury 2008；Shuto and Takada 2010；Ramalingegowda and Yu 2012等)。

#### 3.1 経営者

LaFond and Roychowdhury (2008) は、所有と経営の分離がもたらす株主と経営者間のエージェンシー問題に対して保守主義がその緩和・解決に有用であるとの仮定に基づいて、経営者持株比率が低下するほど、所有と経営の分離が拡大し、エージェンシー問題が深刻になり、保守主義の需要は高まるとの仮説を検証している。アメリカ企業を対象とした分析結果は、この仮説と整合的に、経営者持株比率と条件付保守主義との間に負の関係があることを示している。

他方、日本企業を対象とした研究はやや異なる実証結果を提示している。薄井 (2004・2015) は、経営者持株比率と無条件保守主義との間に負の関係があり、経営者持株比率が低い企業ほど、純資産簿価を過小に評価する保守的な会計を選好することをみいだしている。また、薄井 (2015) は、経営者持株比率と条件付保守主義との間に有意な関係が確認されなかったことを報告している。

日本企業における経営者持株比率と条件付保守主義との関係について、Shuto and Takada(2010) は、アラインメント効果とエントレンチ効果の観点から検証を行っている<sup>4)</sup>。アラインメント効果とは、経営者が株式を多く保有するほど、経営者自身の富と企業価値との連動が大きくなり、企業価値を高める行動をとるインセンティブが大きくなる効果のことである (Jensen and Meckling 1976)。また、エントレンチ効果とは、経営者が

株式を過度に保有すると、経営者の地位が安泰となり、解雇や敵対的買収などの規律づけが働かなくなることから企業価値を高めるインセンティブが低下する効果のことである (Morck et al. 1988)。経営者持株比率が相対的に低い範囲と高い範囲では、アラインメント効果が働き、経営者と株主の利害対立が小さく、保守主義の需要は低いと考えられる。一方で、経営者持株比率が中間範囲にある場合、エントレンチ効果が影響し、経営者と株主の利害対立が大きく、保守主義の需要は高いと考えられる。これらの見解と整合的に、経営者持株比率が相対的に低い範囲と高い範囲では経営者持株比率と条件付保守主義との間に負の関係が、経営者持株比率が中間範囲にある場合には両者の間に正の関係があることが報告されている。

以上の分析結果は、経営者による株式保有が多くなると、経営努力のインセンティブが高まり、株主との対立が深刻ではなくなることから保守主義の需要が低くなるが、過度な保有は、経営努力のインセンティブを低下させ、エージェンシー問題が深刻となることから保守主義の需要が高くなることを示唆しているといえよう (浅野・古市2015, p. 62)。

#### 3.2 機関投資家

機関投資家は、個人投資家とは対照的に、より洗練されており、また株価形成においてより重要な役割を担っているため、保守的な財務報告がガバナンスに有用であるなら、機関投資家は保守主義を要求する、と考えられる。Ramalingegowda and Yu (2012) は、アメリカ企業を対象に、Basu (1997) の保守主義測定モデルを用いて、機関投資家による持株比率と条件付保守主義との間に正の関係があることをみいだしている。この結果は、Ball and Shivakumar (2006)の保守主義測定モデルを用いたPeterson and Whitworth (2013)やイラン企業を分析しているDehkordi (2013)でも確認されている。

また、機関投資家の特徴について、Ramalingegowda and Yu (2012)は、先行研究に基づいて、分析上、献身的 (dedicated) 機関投資家と独立的 (independent) 機関投資家をモニタリングに注力す

る機関投資家と位置づけ、上述のように、その株式保有と保守主義との間に正の関係をみだしている。この点に関し、Lin (2014) は、献身的機関投資家と一時的 (transient) 機関投資家とを区別し、それぞれの持株比率と条件付保守主義との関連性を分析している。分析の結果、上記の研究と同様に、献身的機関投資家の持株比率と保守主義との間に正の関係を確認している。他方、一時的な投資家は経営者に経済的バッド・ニュースの会計上の認識を遅らせるインセンティブをもたらし、当該企業の財務報告は保守的ではなく、との考えに基づいて、一時的機関投資家の持株比率が高まるほどその企業は低い程度の保守主義を採用するとの仮説を立て、その仮説と整合的な分析結果を得ている。

以上のように、経営者のモニタリングに注力する機関投資家の持株比率と条件付保守主義との間には正の関係があることが確認されている。このことは、経営者のモニタリングに保守主義が有用であり、それゆえ、当該機関投資家が保守的な会計を要求していることを示唆している。

### 3.3 その他の主体

Chen et al. (2014) は、創業者一族による株式保有と保守主義との関連性を分析している。この研究では、大規模、低い分散度合い、および長期投資の特徴を有する創業者株主は、法的責任やエージェンシー問題を緩和するために、保守的な会計を行うインセンティブを有している、として、最高経営責任者 (CEO) ではない創業者株主と保守主義との間に正の関係があるとの仮説を検証している。保守主義のタイプを区別しないGivoly and Hayn (2000) の測定モデルを用いた分析を行い、仮説を支持する統計的証拠を提示している<sup>5)・6)</sup>。

Lopatta et al. (2016) は、債権者でもある株主 (dual holdings) を有する企業の条件付保守主義を調査している。分析の結果、当該企業の条件付保守主義の程度が当該株主を有しない企業よりも低いことを示す証拠が提示されている。このことは、当該企業においては、債権者と株主の情報の非対称性が低く利害対立が深刻ではないため、エージェンシー問題に対処するツール

である保守的会計の需要が低いことを示唆している。

薄井 (2004・2015) は、包括的に株主構成と保守主義との関連性を検証し、金融機関、事業法人、外国人、および個人株主による持株比率を分析に含めている。分析の結果、金融機関と外国人による株式保有が高いほどより低い程度の条件付保守主義となっており、これらの株主との直接的なコミュニケーションの可能性を指摘している。また、金融機関、事業法人、外国人および個人株主による株式保有が高いほどより低い程度の無条件保守主義となっており、これらの株主は純資産簿価が時価に近い会計測定を選好している可能性が高いとの見解を示している。

以上を要約すると、株式所有主体の持株比率と保守主義との間に有意な関係が確認されており、エージェンシー問題の対処に保守主義が用いられていることが示唆されている。

## 4. まとめ

本稿の目的は、株式所有構造と保守主義との関連性に関する国内外の既存研究をレビューし、研究成果を概観することにあつた。はじめに、株式所有の集中度合いの観点から、証券取引所への上場や大株主・支配株主と保守主義との関連性の検証を行っている研究をとりあげた。その結果、検証対象の国によって異なる分析結果も報告されているものの、おおよそ、株式所有の集中度合いと保守主義との間に負の関係にあることが確認されており、集中度合いが低い企業では、情報の非対称性の緩和に、私的な情報伝達の代わりに、保守的な会計報告が用いられていることが示唆されている。

次に、株式所有主体の観点から、経営者、機関投資家、およびその他の主体の持株比率と保守主義との関連性を検証している研究をとりあげた。その結果、株主と経営者とのエージェンシー問題が深刻な場合により高い保守主義が採用されていることを示す実証結果が提示されて

おり、経営者のモニタリングに保守主義が利用されていることが示唆された。

これまでの研究において、無条件保守主義に注目した研究や日本企業を対象とした研究はやや限定的である。今後の課題として、条件付保守主義の程度に影響する予防的保守主義である無条件保守主義の機能の考察と分析とあわせて、株式相互持合いやメインバンクによる株式保有、あるいは株式所有期間に注目した安定株主など日本企業特有の株式所有構造と保守主義との関連性のより詳細な考察と検証があげられる。

(2016年11月30日受付、2017年1月12日受理)

## 注

- 1) IASBは、2015年3月に公開草案「財務報告に関する概念フレームワーク」を公表し、慎重性の概念への明示的言及を再導入し、慎重性が中立性の達成に重要である旨を記述することを提案している (IASB 2015)。
- 2) Hammermeister and Werner (2009) は、サンプルを4つのグループ (株式のみ上場, 株式・社債を上場, 社債のみ上場, 非上場) に区分した分析の結果、非上場を除く、3グループに属する企業において条件付保守主義が同程度であることをみいだしている。彼らは、負債市場だけではなく株式市場においても保守主義が求められている、と解釈している。
- 3) 支配株主は経営者との利害対立は少ないが、自らの支配権を利用して私的便益を得るインセンティブをもち、機会主義的に行動すると考えられる。その行動の結果、企業価値は毀損し、非支配株主との利害対立の原因となる (首藤2013, p. 271)。
- 4) これらの効果については、手嶋 (2004) や首藤 (2010) 等を参照。
- 5) 創業者株主の特徴の一つである大規模保有に注目すれば、この分析結果は2.2に示した結果とは整合的とはいえないものである。この点は、さらなる考察と検証が必要であろう。
- 6) Chen et al. (2014)は、CEOである創業者株主と保守主義との関連性も検証し、CEOではない創業者株主との間で確認された正の関係

が有意ではなくなっていることを示している。このことは、3.1に示した経営者持株比率との関連性と整合的といえよう。

## 引用文献

- [1] 浅野敬志・古市峰子 (2015) 「企業のガバナンス構造と会計戦略および企業価値との関連性について」『金融研究』34(1), 35-97.
- [2] 薄井彰 (2004) 「株式評価における保守的な会計測定の経済的機能について」『金融研究』23(1), 127-159.
- [3] 薄井彰 (2015) 『会計制度の経済分析』中央経済社.
- [4] 首藤昭信 (2010) 『日本企業の利益調整 理論と実証』中央経済社.
- [5] 首藤昭信 (2013) 「利益調整の動機と手法」伊藤邦雄・桜井久勝責任編『体系現代会計学 [第3巻] 会計情報の有用性』中央経済社, 第7章, 251-293.
- [6] 手嶋宣之 (2004) 『経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス』白桃書房.
- [7] Ball, R. (2001) Infrastructure Requirements for an Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosure, *Brookings-Wharton papers on Financial Services*, edited by Litan, R. E. and R. Herring, Washington, D. C.: Brookings Institution Press, 127-169.
- [8] Ball, R. and L. Shivakumar (2005) Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness, *Journal of Accounting and Economics* 39(1), 83-128.
- [9] Ball, R. and L. Shivakumar (2006) The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition, *Journal of Accounting Research* 44(2), 207-242.
- [10] Basu, S. (1997) The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings, *Journal of Accounting and Economics* 24(1), 3-37.
- [11] Beaver, W. H. and S. G. Ryan (2005) Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts

- and Modeling, *Review of Accounting Studies* 10(2), 269-309.
- [12] Chen, S., X. Chen and Q. Cheng (2014) Conservatism and Equity Ownership of the Founding Family, *European Accounting Review* 23(3), 403-430.
- [13] Coelho, A. C., F. C. Galdi and A. B. Lopes (2010) The Determinants of Earnings Quality: The Case of Brazilian Public and Private Firms, *Working Paper*, 1-35.
- [14] Cullinan, C. P., F. Wang, P. Wang and J. Zhang (2012) Ownership Structure and Accounting Conservatism in China, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 21, 1-16.
- [15] Dehkordi, H. F. (2013) Controlling Shareholder and Earnings Conservatism: Empirical Evidences from an Emerging Capital Market, *Working Paper*, 1-26.
- [16] Financial Accounting Standards Board (2010) *Statement of Financial Accounting Concepts No. 8: Conceptual Framework for Financial Reporting*.
- [17] Givoly, D. and C. Hayn (2000) The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative?, *Journal of Accounting and Economics* 29(3), 287-320.
- [18] Hammermeister, J. H. and J. R. Werner (2009) Conditional Conservatism, Debt Markets and Financial Structure: Further Evidence from the United Kingdom, *Working Paper*, 1-25.
- [19] Haw, I-M., S. Ho, J. Y. Tong and F. Zhang (2012) Complex Ownership Structures and Accounting Conservatism, *Working Paper*, 1-48.
- [20] Huijgen, C. and M. J. P. Lubberink (2005) Earnings Conservatism, Litigation and Contracting: The Case of Cross-Listed Firms, *Journal of Business Finance and Accounting* 32(7)&(8), 1275-1309.
- [21] International Accounting Standards Board (2010) *Conceptual Framework for Financial Reporting 2010*.
- [22] International Accounting Standards Board (2015) *Exposure Draft Conceptual Framework for Financial Reporting*.
- [23] Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.
- [24] Kung, F-H., C-L. Cheng and K. James (2010) The Effects of Corporate Ownership Structure on Earnings Conservatism: Evidence from China, *Asian Journal of Finance and Accounting* 2(1), 47-67.
- [25] LaFond, R. and S. Roychowdhury (2008) Managerial Ownership and Accounting Conservatism, *Journal of Accounting Research* 46(1), 101-135.
- [26] Lin, L. (2014) Institutional Ownership Composition and Accounting Conservatism, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 46(2), 359-385.
- [27] Lopatta, K., M. Gloger and T. Kaspereit (2016) The Effect of Dual Holdings on the Level of Accounting Conservatism, *Working Paper*, 1-39.
- [28] Lubberink, M. J. P. and C. Huijgen (2005) Cross-Listing in US Markets and Conservatism: Does Type of Listing Matter?, *Working Paper*, 1-19.
- [29] Lubberink, M. J. P. and C. Huijgen (2006) Earnings Conservatism and Equity Raisings of Cross-Listed Firms, *Working Paper*, 1-26.
- [30] Morck, R. K., A. Sheleifer and R. W. Vishny (1988) Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- [31] Paulo, E., P. R. N. Cavalcante and I. I. S. L. d. Melo (2012) Accounting Information Quality in Public Stock and Bond Offerings by Brazilian Public Companies, *Brazilian Business Review* 9(1), 1-24.
- [32] Peterson, R. and J. D. Whitworth (2013) Institutional Ownership and Conservatism, *Academy of Business Research Journal* 4, 1-9.

- [33] Ramalingegowda, S. and Y. Yu (2012) Institutional Ownership and Conservatism, *Journal of Accounting and Economics* 53, 98-114.
- [34] Shuto, A. and T. Takada (2010) Managerial Ownership and Accounting Conservatism in Japan: A Test of Management Entrenchment Effect, *Journal of Business Finance and Accounting* 37(7-8), 815-840.
- [35] Watts, R. L. (2003) Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications, *Accounting Horizons* 17(3), 207-221.
- (謝辞) 本稿はJSPS科研費JP15K17177の助成を受けたものです。