

## CARF ワーキングペーパー

CARF-J-043

### 利益変化額と水準額の Value Relevance

東京大学大学院経済学研究科  
大日方 隆

2007 年 10 月

現在、CARFは第一生命、日本生命、野村ホールディングス、みずほフィナンシャルグループ、三井住友銀行、三菱東京UFJ銀行、明治安田生命（五十音順）から財政的支援をいただいております。CARFワーキングペーパーはこの資金によって発行されています。

CARFワーキングペーパーの多くは  
以下のサイトから無料で入手可能です。

[http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index.\\_j.cgi](http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index._j.cgi)

このワーキングペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿です。著者の承諾無しに引用・複写することは差し控えて下さい。

# Value Relevance of Earnings Changes and Levels

**Takashi OBINATA**

University of Tokyo, Faculty of Economics

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

October 2007

## Abstract

The purpose of this paper is to investigate the value relevance of current year earnings with condition of previous year earnings. First, since negative changes in earnings may contain more transitory elements, the capitalization coefficient on earnings decrease is smaller. However, that asymmetry of coefficients is determined not only by the direction of earnings changes, but also by environmental conditions. The asymmetric effects are not observed in some industry sectors and periods. Second, we cannot detect the sufficient evidence supporting the hypothesis that current earnings would contain more transitory elements as the size of changes in earnings becomes larger, i.e. S shaped response hypothesis. On the contrary, the large size increase in earnings is more persistent than the smaller. In some industry sectors and periods, we find the evidence supporting the capitalization coefficient of earnings levels with larger positive changes is larger than the smaller, i.e. J shaped relationship between earnings and firm value. Third, the value relevance of earnings changes and levels differs among the sign of the previous year earnings. This effect of previous year earnings also depends on the environmental conditions of industries and years.

*Keywords:* value relevance, permanent earnings, earnings changes, losses, Japan

# 利益変化額と水準額の Value Relevance

大日方 隆  
(東京大学)

2007年10月

## 要 約

この論文の目的は、前期の利益情報を前提条件にして、当期利益の価値関連性 (value relevance) を検証することである。第 1 に、減益にはより多くの transitory earnings が含まれており、減益企業の報告利益にかかる係数は、増益企業よりも小さいが、その非対称性は環境条件にも規定され、それが観察されない産業部門や期間もある。第 2 に、大規模な利益変化額にはより多くの transitory earnings が含まれるという仮説 (S 字型反応仮説) は棄却される。むしろ、大規模な増益は小規模な増益よりも persistent であり、大規模増益企業の報告利益 (水準) にかかる係数は、小規模増益企業の係数よりも大きくなる J 字型の関係が観察される産業部門や期間も存在する。第 3 に、増益額と黒字額の relevance は、前期が黒字か赤字かによって異なることもあり、また、その影響の相違も、産業部門や期間などの条件に依存している。

キー・ワード : value relevance, permanent earnings, earnings changes, losses, Japan

\* 本稿のもととなっている研究は、「利益水準と増減益情報の Relevance(1) 一年度別クロス・セクション分析」、東京大学大学院経済学研究科附属日本経済国際共同研究センター CIRJE ディスカッション・ペーパー, CIRJE-J-85, 2002年12月である。ただし、サンプルを追加して、固定効果モデルによる分析も加えており、本文も大幅に修正している。

# 利益変化額と水準額の Value Relevance

## 1 はじめに

わが国では有価証券報告書において、直近 2 期の財務諸表の開示が義務づけられており、投資家は、当期の業績と同時に前期の業績を知ることができる。財務分析の実践的な手引書においても、企業価値を推定するためには、当期の業績だけではなく、過去からの業績の履歴も考慮に入れるべきであることが強調されている。さらに、大日方 (2007a) で紹介したように、最近の研究では、先行する会計情報を前提条件にして、後に公表される会計情報と企業価値との関係を分析する研究がなされている。ところが、利益水準額の価値関連性 (value relevance: 以下、relevance と略すことがある) にかんする多くの分析では、同一時点の状況別に relevance の違いが確認されることがあっても、過去の業績 (変化) の条件別に分析されることは少ない。過去の利益との関連において現在の利益の relevance を確かめることが、この研究の 1 つのモチベーションになっている。

もう 1 つのモチベーションは、利益と株価 (反応) との関係は、環境に依存することを再確認し、強調することである。しばしば、event study における短期的な株価反応についてのかぎられた実証結果が、利益と株価とのファンダメンタルな関係についての普遍的事実を表していると誤解されることがある。その典型の 1 つは、この研究でも取り上げる、増益と減益とのあいだの非対称的反応である。多くの場合、反証結果が当面観察されていない (論文の著者には知られていない) ことと、論理の普遍的妥当性とが混同されている。その混同が議論をいたずらに混乱させるだけでなく、一面的な規範的提言と結びつけられて弊害をもたらしているケースさえある。この研究では、利益の relevance が経済環境によって異なること、具体的には、産業や期間によって異なっていることを、多様な角度から、繰り返し確認したい。

この論文の主題は、従来から着目されてきた一時的な損益 (transitory earnings) の発生要因を確かめたうえで、その要因をコントロールして利益情報の relevance を確認することである。この論文では、2 期間の業績 (変化) 情報を利用して、1) プラスの利益変化 (増益) とマイナスの利益変化 (減益) とで株価変化との関係が異なるか、2) 大規模な利益変化と小規模な利益変化とで株価変化との関係が異なるか、3) 前期の利益が黒字か赤字かによって、利益変化額および水準額と株価 (変化) との関係は異なるか、という 3 点に注目する。

この論文の分析によって、増減益や、その規模、前期損失か否かなどによって、利益の価値関連性が異なることから、当期の利益を企業評価に利用するにあたり、前期の情報は

有用であることが判明した。より具体的には、以下の3点があきらかになった。第1に、減益にはより多くの transitory earnings が含まれており、減益企業の報告利益にかかる係数は、増益企業よりも小さいが、その非対称性は環境条件にも規定され、それが観察されない産業部門や期間もある。第2に、大規模な利益変化額にはより多くの transitory earnings が含まれるという仮説（S字型反応仮説）は棄却される。むしろ、大規模な増益は小規模な増益よりも persistent であり、大規模増益企業の報告利益（水準）にかかる係数は、小規模増益企業の係数よりも大きくなるJ字型の関係が観察される産業部門や期間も存在する。第3に、増益額と黒字額の relevance は、前期が黒字か赤字かによって異なることもあり、また、その影響の相違も、産業部門や期間などの条件に依存している。

この論文の以下の構成は次の通りである。2節では、先行研究をレビューし、この論文の検討課題を説明する。3節では、サンプルとこの研究の分析方法の特徴を説明する。4節では、利益変化額について増益と減益との relevance の違いを確認する。5節では、利益変化の規模の大小に着目する。利益変化額と株価変化との関係についての分析結果を基礎にして、利益水準と株価水準との関係に分析を拡張する。6節では、前期の利益水準の条件を追加して、利益変化額と利益水準額の relevance を再検討する。7節は、まとめである。

## 2 先行研究

利益情報の value relevance をめぐる研究において、利益の対前年変化額に注目する研究の源流は、リターンと会計利益の関係をめぐる return association study である。その変遷および value relevance study の有効性と限界については、優れたサーベイがすでになされている（Barth et al., 2001, Holthausen and Watts, 2001, Kothari, 2001, Beaver, 2002）。その return association study の議論では、被説明変数をリターンにするか期待外のリターンにするかとともに、会計利益の水準（level）と変化額（change）のいずれを説明変数とすべきかも、重要な争点の1つであった（Lev, 1989, Easton and Harris, 1991, Ali and Zarowin, 1992, Easton et al., 1992, Kothari, 1992, Kothari and Sloan, 1992, Ohlson and Shroff, 1992, Warfield and Wild, 1992, Ball et al., 1993, Strong, 1993, Strong and Walker, 1993, Kothari and Zimmerman, 1995, Ryan and Zarowin, 1995）<sup>1</sup>。

もっとも、利益の対前年変化額を説明変数とする研究の始まりは、形式上は Ball and Brown (1968) を端緒とする event study であるが、event study での関心は、投資家の期待の改訂に向けられていた。それにたいして、return association study とその後の value relevance study は投資家の期待そのものに関心が向けられている。その違いだけでなく、「報告利益には一時的損益（transitory earnings）が含まれ、とくにその変化額に一時的損益がより

---

<sup>1</sup> その後の value relevance study ではあまり注意が向けられないデフレーターについても、この時期の return association study では、前期末の株価をデフレーターとすることが分析上は有効であるというのが、すでに支配的な考え方であった。

多く含まれている」という return association study の基本的な共通認識は、変化額のすべてを permanent earnings の変化と結びつけて捉えようとする event study の思考とは決定的に異なっている (Christie, 1987, Kormendi and Lipe, 1987, Penman, 1992)。

この論文で利益の変化額を用いた回帰モデルを採用するのも、報告利益に含まれる transitory earnings を除去ないし分離把握する方法を探究することが目的である。報告利益に含まれる transitory earnings の影響を除いて利益水準の relevance を考えるためには、どのような要因が transitory earnings を生じさせ、どのようにして報告利益が permanent earnings から乖離するのかが知られていなければならない。この論文では、その手がかりを、利益の変化額を説明変数とする分析にもとめるわけである。その分析作業を通じて、event study におけるかぎられた実証結果を、そのまま、利益と株価とのファンダメンタルな関係として理解する根本的な誤謬を解消することも意図されている。

第1の着目点は、増益と減益とで株価の反応が非対称であるか否かである。これまでの実証研究では、増益と減益とで反応は非対称であることが報告されている (Nichols and Wahlen, 2004)。多くの研究では、減益のケースのほうが報告利益 (あるいは減益額) により多くの transitory earnings が含まれるため、利益にかかる係数が小さくなると報告されている<sup>2</sup>。しかし、企業の競争環境によっては、減益のほうが株価反応が大きくなることも否定できない (Nwaeze, 2000, Christophe, 2002)。はたして、減益企業の報告利益にはより多くの transitory earnings が含まれているため、利益の quality は低いのか、さらに、しばしば指摘されている損失情報の relevance と減益情報の relevance とはどのような関係にあるのかを確かめるのが、この論文の重要な検討課題の1つである。

第2の着目点は、利益変化の大きさと transitory earnings との関係である。従来の研究 (とくに event study) では、permanent earnings の期待が改訂されるのは小さな incremental な利益変化であり、大きな利益変化は一時的なショックに過ぎないと理解するのが支配的通念である (Freeman and Tse, 1992, Ali, 1994, Cheng et al., 1996, Brown and Higgins, 2001, Charitou et al., 2001, Donnelly, 2002)。しかし、利益変化の規模の大小とそれが permanent earnings の改訂をもたらすか否かとは、直接の論理的関係はない。利益変化額の大小にかかわらず、それが将来キャッシュフローの永続的 (persistent) な変化の指標であるかぎり、利益変化は株価変化と有意な関係をもつはずである。かりに企業が業界において競争優位な地位を獲得したならば、大規模な増益ほど、期待 permanent earnings の大幅な上方改訂と結びつく

---

<sup>2</sup> 増益と減益の非対称性は、保守主義 (conservatism) によるタイムリーな報告の観点からも注目されている。この観点からは、増益よりも減益のほうが早く報告されるため、報告時点の利益と株価との関係では、減益のほうが株価 (負のリターン) との相関関係が高いといわれている (Basu, 1997, Pope and Walker, 1999, Ball et al., 2000)。ただし、保守的会計処理による減益が株価と関係をもちうるのは、その減益が permanent earnings と関係がある場合にかぎられる。減益には一般に増益よりも transitory earnings が多く含まれているという理解と、保守主義をめぐる実証結果とは必ずしも矛盾しないものの、実証研究のデザインをめぐって、2つの仮説をどのように識別するのかに難しい問題が残されている。

かもしれない。そのような問題意識にもとづいて、利益変化の規模の大小と利益情報の relevance との関係を検証するのが、この論文のもう 1 つの検討課題である。

ただし、利益変化額を説明変数とする relevance の検証には、すでに Kothari (1992) によって指摘されている通り、一定の限界がある。たとえば、前年度の報告利益に含まれていたプラスの transitory earnings が、当年度に消滅したとしよう。当年度は、transitory earnings が少なくなったために、報告利益がより permanent earnings に近くなり、利益情報の relevance は上昇するはずである。しかし、利益変化額を説明変数とすると、当年度の減益（プラスの transitory earnings の消滅）は株価の変化と有意な関係はない。このように、年度別のクロス・セクション分析を通じて、年度ごとの利益の relevance を検討するうえでは、利益変化額を説明変数とすることには限界があるため、やはり、利益水準を対象にして年度ごとの relevance を考えなければならない。その意味で、利益変化額を対象にした検証は、利益の relevance の検証作業において、補助的、補完的な役割を果たすに過ぎず、最終的には、利益水準の次元に議論は統合されなければならない。

第 3 の着目点は、前期の利益と当期の利益との関係である。かりに投資家が 2 期の業績の関係も考慮して企業価値を評価しているとしたら、当期の利益水準と株価との関係のみを問う relevance 研究は、その投資家の意思決定の一面しか取り上げていないことになり、利益の relevance を不完全に検証していることになる。事前の開示情報を含む情報環境いかに、次の開示情報にたいする投資家の反応を規定すると考えるのが、今日の多数説である（詳細は大日方, 2007a を参照）。この研究でも、それと同様の考え方にたつて、当期の利益に含まれる transitory earnings を除くうえで前期の利益情報が役立つのか否かを、ごく単純な回帰モデルで検証する。

### 3 サンプルと変数の記述統計量

この研究で対象としたサンプルは、すべて 3 月決算の企業であり、サンプルの分布は Table 1 に示した通りである。会計データは、個別（親会社単独）財務諸表のものである。製造業として括っているのは、水産、鉱業、食品、繊維、紙・パルプ、化学、医薬品、ゴム、窯業、鉄鋼、非鉄金属、機械、電気機器、自動車、輸送用機器、精密機器、造船、その他製造の 18 業種である。データは、原則として日経 NEEDS から入手した。この製造業のデータの一部を有価証券報告書から手作業で収集する必要があったため、サンプルは、1999 年 3 月期において売上高が業界 50 位以内にランク・インしていたものに限定されている。したがって、このサンプルは、営業規模が大きいというバイアスを含んでいる。他方、非製造業に括られているのは、不動産、建設、小売、サービス、商社・卸、海運、陸運、倉庫、鉄道、ガス、石油、電力の 12 業種である。日経 NEEDS から財務データを入手できた 3 月決算の企業のすべてをサンプルとしている。なお、石油は、ガスおよび電力との代替・補完関係を考慮して、非製造業に分類した。株価のデータは、すべて東洋経済新

報社の株価 CD-ROM からダウンロードした。

変数の記述統計量は Table 2 にまとめた。P は株価、OP は営業利益、OI は経常利益、NI は当期純利益(以下、純利益と略す)であり、 $\Delta$  は対前年変化額であることを示している。なお、記述統計量はすべて、前期末株価でデフレートした後の値である。

分析期間は、1979年3月期から1999年3月期までの21年間である。この期間全体を統合した結果とともに、サブ期間に分けた結果も記載する。I期は1979年3月期から1985年3月期まで、II期は1986年3月期から1992年3月期まで、III期は1993年3月期から1999年3月期までであり、それぞれ7年間で1期間とするように均等に分割した。表中の年を表わす2ケタの数字は年度を示しており、たとえば99とあるのは1999年3月期を表している。また、「79-85」とあるのは、I期を表している。分析の結果は、製造業と非製造業、および両者を合わせた全産業のそれぞれをまとめている。利益の relevance が経済環境によって異なることを確かめるために、産業部門別、期間別にもサンプルを分割して分析していることは、この論文の特徴の1つである。なお、紙幅の都合により、定数項および産業ダミーの推定結果は表から除かれている。

この研究では、2つの回帰分析を併用して分析を行った。1つは、産業効果と年度効果を固定した、固定効果モデルによる回帰である。もう1つは、年度別のクロス・セクション回帰である。利益の特性や relevance は産業ごとに異なる競争環境の影響、すなわち産業効果の影響を受けることから、回帰分析にあたっては、上記の産業分類にもとづく産業ダミーを含めている。回帰分析の結果は、全産業をまとめたもの、製造業と非製造業に分けたものをそれぞれ開示している。

これらの2通りの分析結果を相互に比較参照するため、固定効果モデルでは、企業効果ではなく、産業効果を固定している。また、全期間とサブ期間に分けて結果をまとめるにあたり、2つの方法を採用した。第1は、各年のクロス・セクション回帰から得られた偏回帰係数を Fama and MacBeth (1973) の方法によって統合する方法であり、これによる検定統計量は表中で Z1 と記されている。第2は、各年において、不均一分散と整合的な共分散行列を利用した Huber-White の  $t$  値を計算し、それを Fama-MacBeth の方法によって統合する方法である (Barth, 1994, Beaver et al., 2007 など)。これによる検定統計量は表中で Z2 と記されている。このように、複数の回帰方法を併用して結果の頑強性をそのつど確認していることは、この論文のもう1つの特徴である。なお、Z1 の欄に記載されている偏回帰係数と自由度修正後決定係数の値は、クロス・セクション回帰の結果の平均値である。

## 4 増益と減益の非線形性

### 4.1 モデルと仮説

利益変化額モデルは、利益の対前年度増減が permanent earnings の変化 投資家の期待改訂 に結びつくとき、その増益・減益が株価変化と関係をもつということを想定して



いる。その場合、利益水準について負の利益（損失）と正の利益とで株価との関係が異なるのと同じように、利益の変化額についても、増益と減益とでは株価変化が異なると予想される。一般に、増益と減益が生じる頻度、規模は異なっているとされており、Burgstahler and Dichev (1997)、Barth and Elliott (1999)、Degeorge (1999)、Easton (1999)、Schrand and Walther (2000)、Brown (2001)、Brown and Caylor (2003, 2005) などの研究によって、企業経営者が増益よりも減益、とくに損失を回避する傾向が強いことが知られている<sup>3</sup>。最近は、増益と減益との非対称性に着目して、アナリストや投資家の受動的な反応だけでなく、企業経営者が減益を回避したり、アナリスト予測を誘導したりするという能動的な行動も研究対象とされている（Kasznik and Lev, 1995, Conroy et al., 1998, Barth et al., 1999, Kaznik and McNichols, 1999, Brown, 2001, Chevis, 2001, Bartov et al., 2002, Beatty et al., 2002, Burgstahler and Eames, 2002, Lopez and Rees, 2002, Conrad et al., 2002, Matsumoto, 2002, Kothari et al. 2003, Ding et al., 2004, Lara et al., 2003, Brown and Caylor, 2005, Burgstahler and Eames, 2006, Daske et al., 2006, Habib, 2007 など多数）。

いま個別企業を例に考えると、たとえば価格支配力や市場独占力がある場合には、販売価格の値上げによる増益にたいして株価は正の反応を示す一方で、競争の激化による一時的減益が生じても株価は変化しないという状況も考えられよう。実際、企業の決算を伝える新聞報道などでは、対前年度比で増益か減益かに注目している。そのような慣習に意味があるか否かを確かめるためにも、増益と減益とで株価変化との関係が異なっているのかを検証してみなければならない。

いま、株価変化を  $P$ 、利益変化額を  $X$  とし、以下の回帰式を考える<sup>4</sup>。

$$\Delta P_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta X_{it} + \beta_2 NEG * \Delta X_{it} + u_{it} \quad (1)$$

ここで  $NEG$  は、減益の場合を 1、それ以外の場合を 0 とするダミー変数である。この研究では、定数項を除く説明変数と被説明変数は、不均一分散の影響を緩和するため、前期末株価によってデフレートされている。増益と減益とで  $relevance$  が異なっているならば、(1) 式の偏回帰係数  $\beta_2$  は有意にゼロと異なっているはずである。一般には、減益には  $transitory\ earnings$  が増益よりも多く含まれているため、その分、偏回帰係数は小さくなると解されている。したがって、以下の仮説が検証対象となる。

#### 仮説 H1A

減益は、株価にたいして  $irrelevant$  である。減益にかかる偏回帰係数

<sup>3</sup> このような非対称性は  $earnings\ management$  の結果であるとみるのが多数説であるが、Beaver et al. (2003) は、それに否定的な証拠を示している。

<sup>4</sup> この変化額を対象にした回帰モデルについては、大日方 (2007b) の 197 頁を参照。

は、増益の係数よりも小さく、(1)式の係数  $\beta_2$  はマイナスになる。

この問題に関連して、event study の枠組みであるが、最近、興味深い論争が展開された。期待外利益が正であるか負であるかによって、投資家の反応が異なることが着目され、それを投資家の非合理性（ミス・プライシング）に帰着させるとする論者もいる（サーベイは、大日方、2007a を参照）。Ho and Sequeira (2007) によると、この問題にかんして、次の対立点があるという。すなわち、Lopez and Rees (2002) と Skinner and Sloan (2002) は、ミス・プライシングが企業ごとに異なる企業固有の現象であると主張する一方、Conrad et al. (2002) は、市場全体の動向に依存して投資家の心理が左右されていると主張している、と対比されている。前者は、正と負の期待外利益への非対称的反応を普遍的現象とみなしているのに対して、後者は環境依存的であるとみなしているわけである。

Ho and Sequeira (2007) 自身は、産業セクターを横断的に分析したうえで、ほぼすべての産業で非対称的反応が観察されたことから、上記の前者に軍配を上げている。しかし、提起された問題に対して、彼らのリサーチ・デザインは不適切である。経済環境が異なることにかかわらず、固定化された非対称反応が普遍的に観察されるか否かを問うべきであり、そのためには、異なる経済環境にあると想定される異なる年代であっても、同一の反応が観察されるか否かを検証すべきである。この論文では、value relevance の研究の枠組みにおいて、その問題に取り組む。仮説は、次の通りである。

#### 仮説 H1B

増益と減益の relevance の格差は、年代によって異なっている。景気が低迷した時期では、減益のほうが persistent であり、係数はより大きい。したがって、(1)式の係数  $\beta_2$  はプラスになる。

利益の relevance の高低は、利益の持続性に比例する。景気が低迷していた III 期では、増益期待よりも、減益期待のほうが支配的であったと予想されるから、他の期間とは異なると、係数  $\beta_2$  は正になると予想される。あるいは、次のように考えることも可能であろう。この III 期では、増益を達成するのが困難であったと考えられるから、かりに増益が報告されても、それにたいする投資家の信頼性は低いかもしれない。つまり、企業の裁量的な利益マネジメント（earnings management）によって増益が達成されている可能性が高いと投資家が考えれば、それを割り引いたかたちで企業価値が評価されているはずであろう。

#### 4.2 検証結果

分析の結果は、Table 3 にまとめた。パネルは、利益の種類、産業部門、固定効果モデルとクロス・セクション回帰によって分割されている。まず、仮説 H1B を検証してみよう。

Table 3 の III 期 ( 93 – 99 ) の結果に着目する。営業利益の変化額では、産業部門を問わず、固定効果モデルにおいて、(1)式の係数  $\beta_2$  はプラスであるが、統計的には有意ではない。クロス・セクション回帰でも、係数  $\beta_2$  は統計的に有意ではない。

経常利益の変化額は、全産業の固定効果モデルにおいて、係数  $\beta_2$  は 5%水準で有意であり、符号はプラスである。非製造業の固定効果モデルの結果では、有意水準は  $p = 0.052$  と低いものの、符号はプラスになっている。純利益の変化額は、全産業、製造業、非製造業ともに、固定効果モデルにおいて、係数  $\beta_2$  の符号はプラスであり、すべて 1%水準で有意である。ただし、経常利益も、純利益も、クロス・セクション回帰を統合した結果では、係数  $\beta_2$  は正ではあるものの、統計的に有意ではない。

ここでの検証結果は、仮説 H1B を支持していないものの、完全には棄却していない。すなわち、年代、あるいは産業によって、減益のほうが資本化係数 ( 偏回帰係数 ) が大きくなる可能性は、必ずしも否定されていない。このことから、逆に、仮説 H1A の普遍性は否定される。Table 3 に示されている通り、減益のほうがつねに relevance が低い ( 係数が小さい ) とはいえない。利益の relevance は、投資家の期待によって決まるが、その期待が経済環境に依存しているとすれば、利益の relevance も、経済環境に規定されると考えられるわけである。Ho and Sequeira (2007) は、興味深い問題提起をしているが、彼らのリサーチ・デザインはもちろんのこと、一般に、投資家の期待 ( あるいは心理 ) と経済環境とはどのような関係にあるのかは、再検討してみなければならない重要な問題である。

## 5 利益変化の規模：S字型反応仮説の検証

### 5.1 モデルと仮説

利益の value relevance を検証するにあたり、利益変化額およびその正負の符号 ( 増益か減益か ) に着目して transitory earnings を分離することは、従来の研究でも試みられてきた。さらに、しばしば利益変化額の規模 ( size ) にたいしても検討の目が向けられている。従来の仮説は、利益変化額が大きいほど、より多くの transitory earnings が含まれるため、大きな利益変化額にかかる係数はより小さくなるというものである。そこでは、定常状態が想定されたり、平均回帰的 ( mean reverting ) な経済状況が想定されたりしている。そのように、小規模な利益変化と株価とは正の相関を有しながら、大規模な利益変化は株価と有意な関係がない ( 弱い ) という仮説は、S字型反応仮説と呼ばれている。最近では、このS字型反応仮説を prospect theory (Kahneman and Tversky, 1979) を援用して説明する見解もある ( Burgstahler and Dichev, 1997, Scott, 2003, Caylor et al., 2007 など )<sup>5</sup>。

そのS字型反応仮説の実証研究にさいしては、利益変化の規模の大小を分ける尺度として、年度の変化額の絶対値についてのメディアンが採用されることが多い。その場合、年度のメディアンを超える変化は一時的なものであり、企業が報告利益の大きな変化を経験

<sup>5</sup> なお、心理学の実証会計研究への応用は、Koonce and Mercer (2005) を参照。

しても、その報告利益の水準は長期にわたって維持されないという競争環境が仮定されている<sup>6</sup>。確かに、競争環境が激しく、どの企業も長期的には業界の平均水準の利益しか獲得できないとすれば、そのような仮定にも合理性がある（Cheng and Hopwood, 1992, Freeman and Tse, 1992, Ali, 1994, Cheng et al., 1996, Bartov et al., 2001, Charitou et al., 2001, Kinney et al., 2002, Skinner and Sloan, 2002, Cheng and Yang, 2003）。

また、利益変化額が大きな場合、投資家はその情報を処理するのに時間を要するため、過小反応を示すという見解もある（Mendenhall, 1991, Abarbanell and Bernard, 1992, Livnat, 2003, Mikhail et al., 2004）。Kaestner (2006a, 2006b) は、大規模な増益が生じると、その発表当初に投資家は過小反応をする一方で、将来の利益について過大な期待をする結果、その後の利益発表にたいして過大反応をすると報告している。さらに、Kirschenheiter and Melumad (2002) は、報告利益の大きな変化は投資家に企業の事業リスクが高いと思わせかねないため、経営者は一時的な増減益を平準化する傾向があると指摘している。

しかし、すべての産業が一律に上述のような競争環境にあるのかは、実証に先立ってはなにもいえない。（定型化された反応とは異なるという意味で）anomalous な結果を解釈するためだけに、投資家の洗練度や市場の効率性を安易に疑うのも、問題であろう（Lipe et al., 1998, Bartov et al., 2001, Kothari, 2001）。たとえば、Caylor et al. (2007) は、投資家行動に心理学を応用して、アナリストの利益予測の改訂と決算公表という経路（path）を対象にして増減益にたいする市場反応を検証している。Caylor et al. (2007) は、Soffer et al. (2000) や Bartov et al. (2002) の企業の開示戦略にかんする議論を否定したうえで、prospect theory を支持しているが、そこでは、増減益の規模の違いは分析されていない。ほんらいなら、増減益の規模も分析されるべきである。もちろん、彼らという経路、すなわち投資家が入手した情報の履歴が、かりに報告利益の持続性にたいする投資家の評価を規定しているとしたら、Soffer et al. (2000) や Bartov et al. (2002) の実証結果も矛盾なく解釈できるであろう。投資家は、事前に入手している情報を条件にして、決算情報を解釈するはずだからである（Alexander, 1992, Ellis and Gebhardt, 2006, Lev et al., 2007 などを参照）。

一般に、会計情報にたいする市場の反応は環境条件によって異なるのが自然である。Conrad et al. (2002) では、増減益の情報にたいする市場の反応は、証券市場全体の動向に依存すると報告されている。かりに大規模増益が成長性の実現値であるなら、成長企業の資本化係数（利益資本化モデルにおいて、利益の変数にかかる係数）は大きくなるから、大規模増益にかかる係数が大きくなる可能性もある。たとえば、Lee et al. (2006) は、利益の成長が期待されている企業では、利益変化にたいする株価の反応の程度が大きいため、より多額の利益捻出がなされる可能性を示している。また、Atiase et al. (2006) も、利

<sup>6</sup> もちろん、なかには競争に敗れて業界平均に満たない利益水準しか獲得できない企業も、短期的には存在する。その企業の存在が本文の仮定に反することはあきらかであるが、長期的にそうした状態が継続するなら、その企業は廃業・退出などで淘汰されるため、permanent earnings の推定とは関係がないとみられているのである。

益発表にたいする株価の反応は、企業の訴訟リスクによって異なることをあきらかにし、大規模な増益にたいして株価が大きく反応するケースがあることを示した（なお、Hackenbrack and Hogan, 2002 も参照）。

そこで、この節では、業界メディアンを超える利益変化額の value relevance を確かめてみることにする。検証する回帰モデルは、以下の通りである。

$$\Delta P_{it} = \alpha + \gamma_1 \Delta X_{it} + \gamma_2 NEG * \Delta X_{it} + \gamma_3 BP * \Delta X_{it} + \gamma_4 BN * \Delta X_{it} + u_{it} \quad (2)$$

上記(2)式の  $X$  は会計上の利益の変化額であり、営業利益 ( $OP$ : Operating Profits)、経常利益 ( $OI$ : Ordinary Income)、純利益 ( $NI$ : Net Income) がそれぞれ 1 株あたりの値で代入される。変数  $BP$  と  $BN$  は、利益変化額(対前年度増減)のデフレートされた絶対値  $|\Delta X_{it} / P_{it-1}|$  が年度の業界メディアンを超える場合を 1、それ以外を 0 とするダミー変数である。 $BP$  は大規模な増益、 $BN$  は大規模な減益を表している。ここで産業ごとに規模の大小を分けるのは、競争状況は産業によって異なっていると考えられるからである。変数  $NEG$  は、利益変化額がマイナスの場合を 1、それ以外を 0 とするダミー変数である。なお、定数項を除くすべての変数は、前期末株価でデフレートされる。

ここで検証すべき仮説は、次のようになる。なお、relevance 研究においては、会計情報の公表にたいする反応ではなく、利益と企業価値とのファンダメンタルな関係を問題にしているから、「反応」ではなく、「関係」と称するのが、ほんらいは適切である。しかし、この論文では、先行研究の慣例にしたがって、「反応」に用語を統一して使用する。

#### 仮説 H2A : S 字型反応 (関係) 仮説

大きな利益変化額には、より多くの transitory earnings が含まれ、大きな利益変化額にかかる偏回帰係数は、小さな利益変化額のそれよりも小さい。したがって、(2)式の係数  $\gamma_3$  はマイナスになる。

しかし、すでに大日方 (2002) では、この S 字型反応仮説が妥当しない時期や産業が存在することがあきらかにされている。さらに、大日方 (2002) は、より大規模な増益ほど係数が大きくなる J 字型の関係が観察されることを報告している。そこでは、競争優位を確立している企業の大規模増益の persistence は高いという解釈があたえられている。もちろん、その競争優位性も必ずしも固定的なものではないから、時期や産業によって、J 字型反応が観察されないこともある。ここで重要なのは、S 字型反応が普遍的な現象であるか否かという点である。利益の relevance が環境に依存するとしたら、S 字型反応は必ずしも普遍的ではないはずであり、もしも普遍的ではないとしたら、通説的な理解は、再検討を迫られることになる。S 字型反応と J 字型反応の違いは、(2)式の係数  $\gamma_3$  の符号にあらわ

れる。それが負であれば、S字型反応仮説が支持され、逆に、それが正であれば、J字型反応仮説が支持される。

### 仮説 H2B : J字型反応(関係)仮説

大きな利益変化額には、より多くの permanent earnings が含まれ、大きな利益変化額にかかる偏回帰係数は、小さな利益変化額のそれよりも大きい。したがって、(2)式の係数  $\gamma_3$  はプラスになる。

この論文では、さらに、損失、減益、大規模増益の条件を統合した利益資本化モデルを設定して、回帰分析を試みる。先行研究では、利益変化額の分析と利益水準額の分析とが切り離されてしまっているが、ここでは、利益変化額の情報ダミー変数として、水準額の分析に取り込むことにする。その回帰式は次の通りである。

$$P_{it} = \alpha' + \gamma_1' X_{it} + \gamma_2' LOSS * X_{it} + \gamma_3' NEG * X_{it} + \gamma_4' BP * X_{it} + u_{it} \quad (3)$$

上記(3)式の  $X$  は会計上の利益の水準額であり、営業利益、経常利益、純利益がそれぞれ代入される。変数  $LOSS$  は、利益がマイナス(損失)の場合を 1、それ以外を 0 とするダミー変数である。(2)式の場合と同様に、S字型反応仮説では、(3)式の係数  $\gamma_4'$  の符号はマイナスになると予想される。他方、J字型反応仮説では、その符号はプラスになると予想される。

さらに、(3)式による回帰分析は、同じ黒字であっても、それが増益によってもたらされたのか、それとも、減益であったのかによって、利益の relevance がどのように異なるのかを確かめることも目的としている。変化額の符号を条件にして水準額の relevance を検証するわけである。すでに確かめたように、多くのケースにおいて、減益の relevance は相対的に低かったから、それに対応して、係数  $\gamma_3'$  の符号はマイナスになると予想される。

なお、結果は表に示していないが、利益水準額と変化額それぞれの relevance について、損失と減益および両者の交差効果を確認したところ、損失情報と減益情報には重なる部分があるものの、一方が他方を完全に包含するという関係や、相乗効果は観察されなかった。そのため、この研究の以下の部分では、損失と減益を並列に扱うとともに、交差効果は分析対象から除くことにする。

## 5.2 検証結果

利益変化額についての(2)式の推定結果は、Table 4 にまとめた。営業利益については、全産業を対象としたとき、I期において、J字型反応が観察されている。ただし、製造業と非製造業とに分割すると、係数  $\gamma_3$  の有意水準は低くなり、I期において、符号はプラスであ

るものの、統計的に有意ではない。他方、S字型反応仮説が明確に支持されているのは、III期においてのみであり、II期では、S字型反応仮説を支持する明確な結果は得られていない。また、経常利益の変化額の結果も、営業利益の場合と同様である。すなわち、I期ではJ字型反応が観察され、III期ではS字型反応が観察されている。

純利益の変化額の結果は、回帰の分析の方法によって異なっている。非製造業のIII期において、S字型反応仮説が支持されている点を除いて、頑強な結果は得られていない。これは、そもそも純利益には特別損益と税などの一時的な要素が多く含まれているため、その変化額にも多くの一時的な要素が含まれてしまうためであろう。J字型反応仮説が特定の時期や産業で支持されるとはいえないが、S字型反応仮説がつねに観察されるわけではないことも、Table 4の結果から、あきらかである。

利益水準額にかんする(3)式の推定結果は、Table 5にまとめた。まず、係数 $\gamma'_4$ の符号に着目しよう。営業利益について、全産業を対象としたとき、ほぼすべての期間において、係数 $\beta'_4$ は有意な正の値になっている。製造業と非製造業に分けた場合、サブ期間の有意水準はまちまちであるものの、符号はすべてプラスであり、分析期間全体については、統計的に有意である。この結果は、J字型反応仮説と整合的である。

経常利益については、産業部門を問わず、営業利益の場合と類似の結果を示している。係数 $\gamma'_4$ の符号はすべてプラスである。有意水準は、I期が高く、II期がより低く、III期が最も低くなっている。全産業と製造業のIII期、非製造業のII期とIII期を除いて、J字型反応仮説と整合的で頑強な結果が得られている。

純利益の結果で特徴的なのは、I期とII期ではJ字型反応仮説と整合的な結果が得られている一方、III期では、係数 $\gamma'_4$ の符号がマイナスであり、S字型反応仮説と整合的な結果が得られていることである。営業利益や経常利益とは異なるIII期の結果は、この時期に、リストラにともなう大きな特別損失が頻繁に計上されたことによるものであろう。いずれにしても、Table 5の結果は、S字型反応は必ずしも普遍的ではなく、状況によってJ字型反応が起こりうるという、大日方(2002)の結果をあらためて裏づけている。

次に着目するのは、減益ダミーと利益水準との交差項にかかる係数 $\gamma'_3$ の符号である。最初に確認しておかなければならないのは、Table 3における減益の追加的係数 $\beta_2$ と、このTable 5の係数 $\gamma'_3$ の符号は、1対1では対応していない点である。たとえば、III期では、減益にかかる係数が正になることがあったものの、このTable 5の係数 $\gamma'_3$ はIII期ではマイナスになっており、しかも、おしなべて有意水準は高い。(1)式と(3)式とでは、回帰モデルが異なっているため、単純な比較はできないのであろう。また、2節で触れた利益変化額モデルの限界も考慮に入れておくべきであろう。

Table 5に示されている通り、一部のサブ期間を除けば、減益を経験した企業の利益のrelevanceは低くなっている。例外は、II期である。営業利益、経常利益、純利益の3者に共通して、また、産業部門を問わず、 $\gamma'_3$ は必ずしも有意な負の値になっていない。減益を

経験した黒字の利益の係数は、増益を経験したそれよりも小さくなることは、直感的にも納得できるが、従来、それが実証的に確認されたことはほとんどなかった。それを、例外はあるにせよ、損失をコントロールしたうえで確認したことが、この分析の重要な貢献である。この結果は、次節において、重要な役割を果たすことになる。

## 6 前期の損失と当期の利益情報の relevance

### 6.1 モデルと仮説

投資家は、当期の業績を評価するにあたり、前期の業績を参考にする。換言すれば、前期業績の条件付きで、当期の業績が評価されているであろう。増減益の状況をふまえて、当期の利益水準と企業価値との関連を問う前節までの分析も、そうした投資家の判断パターンの1つの類型を想定したものである。この節では、前節の利益水準を条件として、利益の変化額と水準額の relevance を検証する。ひとくちに「前期の利益水準を考慮する」といっても、多様な「考慮」方法を想定することができ、最善の方法を一義的、先験的に定めるのは困難である。そこで、この研究では、前期の利益が黒字か赤字かに着目する。その理由は、利益水準額の relevance は黒字と赤字では異なっていること（大日方, 2003 を参照）前期が黒字である場合に、2期連続黒字を達成するために損失回避行動がとられる可能性が高いことなどが、先行研究によって指摘されているからである。

前期の損失と利益変化額の relevance を検証するため、次の回帰モデルを推定する。

$$\Delta P_{it} = \alpha + \delta_1 \Delta X_{it} + \delta_2 PL * \Delta X_{it} + \delta_3 NEG * \Delta X_{it} + \delta_4 PL * NEG * \Delta X_{it} + u_{it} \quad (4)$$

ここで新たに追加した変数  $PL$  は、前年度の利益  $X$  が赤字の場合は 1、それ以外の場合には 0 とするダミー変数である。前期の利益が黒字の場合に比べて、赤字の場合には収益基盤が相対的に脆弱であるから、同じ増益であっても、その persistence は低いであろう。したがって、検証すべき仮説は次のようになる。

#### 仮説 H3

前期が赤字の場合の利益増加額には、より多くの transitory earnings が含まれ、それにかかる偏回帰係数は、前期が黒字の場合の係数よりも小さい。したがって、(4)式の係数  $\delta_2$  はマイナスになる。

なお、(4)式の前期損失と減益の交差項は、コントロールのために回帰式に含まれているが、係数  $\delta_4$  の符号については予測が困難である。以下では、もっぱら、仮説 H3 の検証に関心を向けて、係数  $\delta_2$  の符号に着目する。

次に、水準額についても、以下の回帰式によって同様の分析を行う。



$$P_{it} = \alpha' + \delta_1' X_{it} + \delta_2' PL * X_{it} + \delta_3' LOSS * X_{it} + \delta_4' PL * LOSS * X_{it} + u_{it} \quad (5)$$

この研究で注目するのは、係数  $\delta_2'$  の符号である。係数  $\delta_1'$  は、2 期連続黒字の場合の当期の利益の係数であり、係数  $\delta_1'$  と  $\delta_2'$  の合計は、前期赤字・当期黒字の場合の当期の利益にかかる係数である。後者のほうが収益基盤は脆弱であると予想され、当期の利益水準の persistence は低いと考えられる。したがって、前述したのと同様に、検証する仮説は次のようになる。

#### 仮説 H4A

前期が赤字の場合の利益水準額には、より多くの transitory earnings が含まれ、それにかかる偏回帰係数は、前期が黒字の場合の係数よりも小さい。したがって、(5)式の係数  $\delta_2'$  はマイナスになる。

しかし、これとは正反対の対立仮説を考えることもできる。すでに前節の分析において、当期の損失をコントロールしたとき、増益に裏づけられた黒字額のほうが、減益を経験した黒字額よりも relevance は高いことがあきらかになっている。前期赤字・当期黒字のサンプルのすべては、増益サンプルである。一方、2 期連続黒字のサンプルには、増益サンプルと減益サンプルが含まれている。前期赤字のダミーが、そうした減益サンプルを含まないことの目印（フラッグ）として機能するならば、係数  $\delta_2'$  はプラスになると予想される。このように考えるなら、仮説は次のようになる。

#### 仮説 H4B

2 期連続黒字の場合の利益水準額は、より多くの transitory earnings が含まれ、それにかかる偏回帰係数は、前期赤字・当期黒字の場合の係数よりも小さい。したがって、(5)式の係数  $\delta_2'$  はプラスになる。

このように、係数  $\delta_2'$  がマイナスであれば、仮説 H4A が支持され、反対にそれがプラスであれば、仮説 H4B が支持されることになる。かりに前掲の仮説 H3 が支持され、前期が赤字の場合の増益額の relevance が低いとしても、減益額の relevance がそれ以上に低ければ、この仮説 H4B が成立する可能性は十分にある。

なお、この(5)式でも、コントロール変数として、前期損失と当期損失の交差項を含めているが、分析の関心は、もっぱら係数  $\delta_2'$  の符号に向けられる。

## 6.2 検証結果

Table 6 は、(4)式による分析結果をまとめたものである。営業利益の変化額については、係数  $\delta_4$  の符号はすべてマイナスであり、非製造業の I 期と II 期を除いて、統計的に有意である。経常利益の場合も、係数  $\delta_4$  の符号はすべてマイナスである。有意水準は、I 期と II 期でやや低くなっているものの、おおむね統計的に有意である。これらの結果は、仮説 H3 を支持している。

純利益の変化額について、固定効果モデルとクロス・セクション回帰とで整合的な結果が得られて、かつ、仮説 H3 が支持されているのは、製造業の II 期だけである。すでに 3 節で確認したように、そもそも純利益の変化額の relevance は低く、ここでのダミー変数によるサンプル分割は、それを改善することには役立っていない。

Table 7 は、(5)式による結果をまとめたものである。営業利益の係数  $\delta'_2$  の符号はすべてプラスであり、仮説 H4A は棄却される。しかし、その値はつねに統計的に有意にゼロと異なっているわけではない。全産業を対象としたときは、II 期を除いて、それは統計的に有意である。製造業では分析期間全体を対象としたときのみ有意であり、非製造業では、すべてにおいて有意とはいえない。

経常利益の場合も、係数  $\delta'_2$  の符号はすべてプラスである。ここでも、仮説 H4A は棄却される。ただし、有意水準は低く、仮説 H4A が支持されているのは、全産業と製造業の分析期間全体と I 期だけである。純利益の場合は、係数  $\delta'_2$  の符号と有意水準は、産業、期間、回帰方法によってまちまちであり、仮説 H4A も仮説 H4B もともに支持されない。

この節の分析結果は、2つの論点に興味深い示唆をあたえている。第 1 は、利益の relevance の環境依存性である。利益の種類、産業、期間によって、仮説 H4B は支持されることも、されないこともあることが確認された。この結果は、赤字の次の期の増益、あるいは前期に赤字を経験した利益の relevance が、経済環境によって異なることを示唆している。その点で、この節の結果も 4 節および 5 節の結果と整合しており、利益の情報価値の環境依存性が学界の争点の 1 つになっていることを考慮すれば、これを確認した意義は大きいであろう。また、部分サンプルであるが、当期の利益水準に含まれる transitory earnings を除くうえで、前期の利益水準が役に立つことがあることを確かめたことも、この研究の重要な貢献である。

第 2 は、損失回避をめぐる議論である。2 期連続黒字を達成するために損失回避がなされるといわれているものの、そのように行動する企業と、行動しない企業とが存在する。この節の分析結果は、すべての企業にとって、そのような損失回避が投資家の企業評価を高めるとはかぎらないことを示している。状況によっては、無理に黒字を確保せずに、あえて赤字を計上し、次期に増益・黒字を達成したほうが、投資家が高く評価する可能性もある。2 期連続黒字の場合よりも、前期赤字・当期黒字のほうが、利益の relevance は高くなるケースも観察されたからである。この結果は、損失回避が普遍的なインセンティブで

はないこと、逆に、積極的な赤字計上 (= ビッグ・バス) が企業のインセンティブになる可能性を示唆している。この研究は企業の会計戦略のインセンティブを分析したものではないが、将来の研究にたいして有益な示唆をあたえている。

## 7 おわりに

投資家が利益情報から permanent earnings を推定することを前提にして、利益の relevance を検証する場合、その推定方法を明示的にモデルに組み込む必要がある。たんなる統計的関連性としての relevance ではなく、投資家の企業評価 ( valuation ) と利益情報とのあいだに有意な関係 ( valuation relevance ) があるか否かを検証してみなければならないからである。利益の value relevance と valuation relevance は、会計規制や会計基準以外の環境要因にも依存するため、relevance の研究が制度設計や基準設定に有益な示唆を提供するためには、可能なかぎり、会計制度以外の要因に規定される transitory earnings を除いて利益情報の relevance を確認しなければならないであろう。この研究では、利益の relevance が多種多様な要因に規定されることをふまえて、一時的な環境要因とみられる条件をコントロールして、利益の relevance の検証を試みたわけである。

この研究で取り上げた4つの要因 減益、大規模増益、当期損失、前期損失 のすべてが、会計外の要因によると断定できるわけではないが、従来の relevance 研究では、会計外の要因の影響を慎重に検討せずに、利益の relevance の高低のすべてを会計制度の問題と捉える誤りが繰り返されてきた。その典型は、時系列比較や国際比較の研究である。この論文の実証結果は、そうした先行研究にたいして再検討を迫るものである。ただし、この研究のサンプルはランダム・サンプリングから得られたものではなく、完全な全数調査でもないため、この研究の結果をただちに一般化できるわけではない。むしろ、この研究は、かぎられた実証結果を簡単に一般化できないこと、定型化されて理解されている利益と株価の関係も環境条件に規定されており、必ずしも普遍的な事実ではないことを強調するのが重要な目的であった。安易な一般化に頼ることなく、愚直な実証作業の繰り返しが必要なのである。

## 参考文献

- Abarbanell, J. S. and V. L. Bernard, "Tests of Analysts' Overreaction / Underreaction to Earnings Information as an Explanation for Anomalous Stock Price Behavior," *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 3, July 1992, 1181 – 1207.
- Alexander Jr., J. C., "Earnings Surprise, Market Efficiency, and Expectations," *Financial Review*, Vol. 27, No. 4, November 1992, 475 – 502.
- Ali, A., "The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operations and Cash Flows," *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, No. 1, Spring 1994, 61 – 74.
- and P. Zarowin, "The Role of Earnings Levels in Annual Earnings – Returns Studies," *Journal of Accounting Research*, Vol. 30, No. 2, Autumn 1992, 286 – 296.
- Atiase, R. K., S. Supattarakul and S. Tse, "Market Reaction to Earnings Surprise Warnings: The Incremental Effect of Shareholder Litigation Risk on the Warning Effect," *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 21, No. 2, Spring 2006, 191 – 222.
- Ball, R. and P. Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, Autumn 1968, 159 – 178.
- 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., S. P. Kothari and R. L. Watts, "Economic Determinants of the Relation between Earnings Changes and Stock Returns," *Accounting Review*, Vol. 68, No. 3, July 1993, 622 – 638.
- Barth, M. E., "Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks," *Accounting Review*, Vol. 69, No. 1, January 1994, 1 – 25.
- Barth, M. E., W. H. Beaver and W. R. Landsman, "The Relevance of the Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, Nos. 1-3, September 2001, 77 – 104.
- Barth, M. E., J. A. Elliott and M. W. Finn, "Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings," *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 2, Autumn 1999, 387 – 413.
- Bartov, E., D. Givoly and C. Hayn, "The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, No. 2, June 2002, 173 – 204.
- Bartov, E., S. Lynn and J. Ronen, "Returns-Earnings Regressions: An Integrated Approach," working paper, New York University, 2001.
- Basu, S., "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, December 1997, 3 – 37.
- Beatty, A. L., B. Ke and K. R. Petroni, "Earnings Management to Avoid Earnings Declines across Publicly and Privately Held Banks," *Accounting Review*, Vol. 77, No. 3, July 2002, 547 – 570.
- Beaver, W. H., "Perspectives on Recent Capital Market Research," *Accounting Review*, Vol. 77, No. 2, April 2002, 453 – 474.
- Beaver, W. H., B. Cornell, W. R. Landsman and S. R. Stubben, "The Impact of Analysts' Forecast Errors and Forecast Revisions on Stock Prices," working paper, Stanford University, 2007.
- Beaver, W. H., M. F. McNichols and K. K. Nelson, "An Alternative Interpretation of the Discontinuity in Earnings Distributions," working paper, Stanford University, 2003.

- Brown, L. D., "A Temporal Analysis of Earnings Surprises: Profits versus Losses," *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, No. 2, Spring 2001, 221 – 241.
- Brown, L. D. and M. L. Caylor, "A Temporal Analysis of Earnings Management Thresholds," working paper, Georgia State University, 2003.
- , "A Temporal Analysis of Quarterly Earnings Thresholds: Propensities and Valuation Consequences," *Accounting Review*, Vol. 80, No. 2, April 2005, 423 – 440.
- 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.
- Burgstahler, D. and I. Dichev, "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, December 1997, 99 – 126.
- Burgstahler, D. and M. Eames, "Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Decreases: Are Analysts Fooled?" working paper, Santa Clara University, 2002.
- , "Management of Earnings and Analysts' Forecasts to Achieve Zero and Small Positive Earnings Surprises," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, Nos. 5-6, June/July 2006, 663 – 652.
- Caylor, M. L., T. J. Lopez and L. Rees, "Is the Value Relevance of Earnings on the Timing of Earnings Information?" *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 26, No. 1, January/February 2007, 62 – 95.
- Charitou, A., C. Clubb and A. Andreou, "The Effect of Earnings Permanence, Growth and Firm Size on the Usefulness of Cash Flows and Earnings in Explaining Security Returns: Empirical Evidence for the UK," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 28, Nos. 5-6, June/July 2001, 563 – 594.
- Cheng, C. S. A., W. S. Hopwood and J. C. McKeown, "Non-linearity and Specification Problems in Unexpected Earnings Response Regression Model," *Accounting Review*, Vol. 67, No. 3, July 1992, 579 – 598.
- Cheng, C. S. A., C. Liu and T. Schaefer, "Earnings Permanence and the Incremental Information Content of Cash Flows from Operations," *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, No. 1, Spring 1996, 173 – 181.
- Cheng, C. S. A. and S. S. M. Yang, "The Incremental Information Content of Earnings and Cash Flows from Operations Affected by Their Extremity," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 30, Nos. 1-2, January/March 2003, 73 – 116.
- Chevis, G., S. Das and K. Sivaramakrishnan, "An Empirical Analysis of Firms that Meet or Exceed Analysts' Earnings Forecasts," working paper, Texas A&M University, 2001.
- Christie, A. A., "On Cross-Sectional Analysis in Accounting Research," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, No. 3, December 1987, 231 – 258.
- Christophe, S. E., "The Value of U.S. MNC Earnings Changes from Foreign and Domestic Operations," *Journal of Business*, Vol. 75, No. 1, January 2002, 67 – 93.
- Conrad, J., B. Cornell and W. R. Landsman, "When Is Bad News Really Bad News?" *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 6, December 2002, 2507 – 2532.
- Conroy, R. M., R. S. Harris and Y. S. Park, "Fundamental Information and Share Prices in Japan: Evidence from Earnings Surprises and Management Predictions," *International Journal of*

- Forecasting*, Vol. 14, No. 2, June 1998, 227 – 244.
- Daske, H., G. Gebhardt and S. McLeay, “The Distribution of Earnings Relative to Targets in the European Union,” *Accounting and Business Research*, Vol. 36, No. 3, 2006, 137 – 167.
- DeGeorge, F., J. Patel and R. Zeckhauser, “Earnings Management to Exceed Thresholds,” *Journal of Business*, Vol. 72, No. 1, January 1999, 1 – 33.
- Ding, D. K., C. Charoenwong and R. Seetoh, “Prospect Theory, Analyst Forecasts, and Stock Returns,” *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 14, Nos. 4-5, October/December 2004, 425 – 442.
- Donnelly, R., “Earnings Persistence, Losses and the Estimation of Earnings Response Coefficients,” *ABACUS*, Vol. 38, No. 1, February 2002, 121 – 133.
- Easterwood, J. C. and S. R. Nutt, “Inefficiency in Analysts’ Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic Optimism?” *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 5, October 1999, 1777 – 1797.
- Easton, P. D., “Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data,” *Accounting Horizons*, Vol. 13, No. 4, December 1999, 399 – 412.
- Easton, P. D. and T. S. Harris, “Earnings as an Explanatory Variables for Returns,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 1, Spring 1991, 19 -36.
- Easton, P. D., T. S. Harris and J. A. Ohlson, “Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most of Security Returns,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, Nos. 2-3, June/September 1992, 119 – 142.
- Ellis, K. and W. Gebhardt, “Expecting to be Surprised: An Analysis of Price Responses to Earnings Announcements,” working paper, University of California, 2006.
- Fama, E. F. and J. D. MacBeth, “Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests,” *Journal of Political Economy*, Vol. 81, No.3, May/June 1973, 607 – 636.
- Freeman, R. N. and S. Y. Tse, “A Non-Linear Model of Security Price Responses to Unexpected Earnings,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 30, No. 2, Autumn 1992, 185 – 209.
- Habib, A., “Benchmark Beating’ as Evidence of Earnings Management: Review of the Literature,” working paper, Lincoln University, 2007.
- Hackenbrack, K. E. and C. E. Hogan, “Market Response to Earnings Surprises Conditional on Reasons for an Auditor Change,” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 19, No. 2, Summer 2002, 195 – 223.
- Ho, Y.-K. and J. M. Sequeira, “Earnings Surprises, Asymmetry of Returns, and Market-Level Changes: An Industry Study,” *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 22, No. 1, Winter 2007, 29 – 55.
- 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.
- Kaestner, M., “Anomalous Price Behavior Following Earnings Surprises: Does Representativeness Cause Overreaction?” *Revue Finance*, Vol. 27, No. 2, December 2006a. Available at <http://ssrn.com>.
- , “Investors’ Misreaction to Unexpected Earnings: Evidence of Simultaneous Overreaction and Underreaction,” *CFA/ Journal of Behavioral Finance*, Vol. 3, No. 1, March 2006, Available at

<http://ssrn.com>.

- Kahneman, D. and A. Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk," *Econometrica*, Vol. 47, No. 2, March 1979, 263 – 292.
- Kasznik, R. and B. Lev, "To Warn or Not to Warn: Management Disclosures in the Face of an Earnings Surprises," *Accounting Review*, Vol. 70, No. 1, January 1995, 113 – 134.
- Kasznik, R. and M. F. McNichols, "Does Meeting Expectations Matter?: Evidence from Analyst Forecast Revisions and Share Prices," working paper, Stanford University, 1999.
- Kinney, W. and D. Burgstahler and R. Martin, "Earnings Surprise 'Materiality' as Measured by Stock Returns," *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 5, December 2002, 1297 – 1329.
- Kirschenheiter, M. and N. Melumad, "Earnings' Quality and Smoothing," working paper, Columbia University, 2002.
- Koonce, L. and M. Mercer, "Using Psychology Theories in Archival Financial Accounting Research," working paper, the University of Texas, 2005.
- Kormendi, R. and R. Lipe, "Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns," *Journal of Business*, Vol. 60, No. 3, July 1987, 323 – 345.
- Kothari, S. P., "Price-Earnings Regressions in the Presence of Prices Leading Earnings: Earnings Level versus Change Specifications and Alternative Deflators," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, Nos. 2-3, June/September 1992, 173 – 202.
- , "Capital Market Research in Accounting," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1, Nos. 1-3, September 2001, 105 – 231.
- Kothari, S. P., J. W. Lewellen and J. B. Warner, "Stock Returns, Aggregate Earnings Surprises, and Behavioral Finance," working paper, Massachusetts Institute of Technology, Sloan School of Management, 2003.
- Kothari, S. P. and R. G. Sloan, "Information in Prices about Future Earnings: Implications for Earnings Response Coefficients," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, Nos. 2-3, June/September 1992, 143 – 171.
- Kothari, S. P. and J. L. Zimmerman, "Price and Return Models," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, No. 2, September 1995, 155 – 192.
- Lara, J. M. G., B. G. Osma and A. Mora, "The Effect of Earnings Management on the Asymmetric Timeliness of Earnings," working paper, Lancaster University, 2003.
- Lee, C.-W. J., L. Y. Li and H. Yue, "Performance, Growth and Earnings Management," *Review of Accounting Studies*, Vol. 11, Nos. 2-3, September 2006, 305 – 334.
- Lev, B., "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research," *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, Supplement 1989, 153 – 192.
- Lev, B., S. G. Ryan and M. Wu, "Rewriting Earnings History," working paper, New York University, 2007.
- Lipe, R. C., L. Bryant and S. K. Widener, "Do Nonlinearity, Firm – Specific Coefficients, and Losses Represent Distinct Factors in the Relation between Stock Returns and Accounting Earnings?" *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, No. 2, May 1998, 195 – 214.
- Livnat, J., "Differential Persistence of Extremely Negative and Positive Earnings Surprises:

- Implications for the Post – Earnings – Announcement Drift,” working paper, New York University, 2003.
- Lopez, T. J. and L. Rees, “The Effect of Beating and Missing Analysts’ Forecasts on the Information Content of Unexpected Earnings,” *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 17, No. 2, Spring 2002, 155 – 184.
- Matsumoto, D. A., “Management’s Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises,” *Accounting Review*, Vol. 77, No. 3, July 2002, 483 – 514.
- Mendenhall, R. R., “Evidence on the Possible Underweighting of Earnings – Related Information,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 1, Spring 1991, 170 – 179.
- Mikhail, M. B., B. R. Walther and R. H. Willis, “Earnings Surprises and the Cost of Equity Capital,” *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 19, No. 4, Fall 2004, 491 – 513.
- Nichols, D. C. and J. M. Wahlen, “How Do Earnings Numbers Relate to Stock Returns? A Review of Classic Accounting Research with Updated Evidence,” *Accounting Horizons*, Vol. 18, No. 4, December 2004, 263 – 286.
- Nwaeze, E. T., “Positive and Negative Earnings Surprises, Regulatory Climate, and Stock Returns,” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 17, No. 1, Spring 2000, 107 – 134.
- Ohlson, J. A. and P. K. Shroff, “Changes versus Levels in Earnings as Explanatory Variables for Returns: Some Theoretical Considerations,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 30, No. 2, Autumn 1992, 210 – 226.
- Penman, S. H., “Financial Statement Information and the Pricing of Earnings Changes,” *Accounting Review*, Vol. 67, No. 3, July 1992, 563 – 577.
- Pope, P. and M. Walker, “International Differences in Timeliness, Conservatism and Classification of Earnings,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, Supplement 1999, 53 – 87.
- Ryan, S. G. and P. A. Zarowin, “On the Ability of the Classical Errors in Variables Approach to Explain Earnings Response Coefficients and  $R^2$ s in Alternative Valuation Models,” *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 10, No. 4, Fall 1995, 767 – 768.
- Schrand, C. M. and B. R. Walther, “Strategic Benchmarks in Earnings Announcements: The Selective Disclosure of Prior-Period Earnings Components,” *Accounting Review*, Vol. 75, No. 2, April 2000, 151 – 177.
- Scott, W. R., *Financial Accounting Theory*, 3<sup>rd</sup> ed., Prentice Hall, Toronto, 2003.
- Skinner D. J. and R. G. Sloan, “Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don’t Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio,” *Review of Accounting Studies*, Vol. 7, Nos. 2-3, June/September 2002, 289 – 312.
- Soffer, L., S. R. Thiagarajan and B. R. Walther, “Earnings Preannouncement Strategies,” *Review of Accounting Studies*, Vol. 5, No. 1, March 2000, 5 – 26.
- Strong, N., “The Relation between Returns and Earnings: Evidence for the UK,” *Accounting and Business Research*, Vol. 24, No. 4, Winter 1993, 69 – 77.
- and M. Walker, “The Explanatory Power of Earnings for Stock Returns,” *Accounting Review*, Vol. 68, No. 2, April 1993, 385 – 399.
- Warfield, T. D. and J. J. Wild, “Accounting Recognition and the Relevance of Earnings as an Explanatory Variable for Returns,” *Accounting Review*, Vol. 67, No. 4, October 1992, 821 – 842.



- 大日方隆, 「利益水準と増減益情報の Relevance(1) 一年度別クロス・セクション分析」, 東京大学大学院経済学研究科附属日本経済国際共同研究センターCIRJE ディスカッション・ペーパー, CIRJE- J-85, 2002 年 12 月.
- , 「利益、損失および純資産簿価情報の Relevance」, 『経済学論集』, 第 69 巻, 第 1 号, 2003 年 4 月, 2 – 57 頁.
- , 「会計情報の有用性と企業価値評価 効率的市場仮説の再検討」, 東京大学大学院経済学研究科附属日本経済国際共同研究センターCIRJE ディスカッション・ペーパー, CIRJE- J-181, 2007 年 8 月 (2007a).
- , 『アドバンスト財務会計 理論と実証分析』, 中央経済社, 2007 年 (2007b).

**Table 1 Sample distribution**

<b>Fiscal Year</b>	<b>1979</b>	<b>1980</b>	<b>1981</b>	<b>1982</b>	<b>1983</b>	<b>1984</b>	<b>1985</b>	<b>Sub Total</b>
All	530	536	542	550	555	560	567	3,840
Manufacturing	303	304	307	310	313	316	317	2,170
Non-manufacturing	227	232	235	240	242	244	250	1,670
<b>Fiscal Year</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>Sub Total</b>
All	573	576	604	645	764	876	941	4,579
Manufacturing	322	321	330	348	418	469	491	2,699
Non-manufacturing	251	255	274	297	346	407	450	2,280
<b>Fiscal Year</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>Sub Total</b>
All	977	1,005	1,037	1,074	1,123	1,151	1,176	7,543
Manufacturing	502	508	517	521	541	547	558	3,694
Non-manufacturing	475	497	520	553	582	604	618	3,849
								<b>Total</b>
All								16,362
Manufacturing								8,563
Non-manufacturing								7,799

**Table 2 Descriptive statistics**

Panel A: <i>P</i>								
Period	Industry	Mean	St. Dev.	Min	1 Q	Median	3 Q	Max
1979 – 99	All	1.0319	0.4068	0.0314	0.7883	0.9598	1.1739	8.0769
	Manu.	1.0478	0.4181	0.1216	0.7937	0.9672	1.2017	8.0769
	Non-manu.	1.0145	0.3933	0.0314	0.7831	0.9516	1.1404	5.9748
1979 – 85	All	1.1261	0.4065	0.0771	0.9077	1.0245	1.2222	5.4405
	Manu.	1.1660	0.4496	0.4571	0.9072	1.0533	1.2925	5.4405
	Non-manu.	1.0744	0.3356	0.0771	0.9083	1.0043	1.1429	3.8673
1986 – 92	All	1.1074	0.4969	0.0691	0.7826	0.9945	1.3087	8.0769
	Manu.	1.0798	0.4778	0.1216	0.7761	0.9683	1.2771	8.0769
	Non-manu.	1.1400	0.5168	0.0691	0.7896	1.0224	1.3581	5.9748
1993 – 99	All	0.9342	0.3067	0.0314	0.7416	0.8957	1.0810	7.1556
	Manu.	0.9551	0.3198	0.2566	0.7531	0.9134	1.1146	7.1556
	Non-manu.	0.9141	0.2922	0.0314	0.7277	0.8800	1.0522	3.8734
Panel B: <i>OP</i>								
Period	Industry	Mean	St. Dev.	Min	1 Q	Median	3 Q	Max
1979 – 99	All	-0.0011	0.0841	-1.7419	-0.0179	-0.0007	0.0127	2.6568
	Manu.	-0.0005	0.0837	-1.7419	-0.0184	-0.0006	0.0133	2.6568
	Non-manu.	-0.0018	0.0845	-1.1806	-0.0171	-0.0009	0.0120	1.9121
1979 – 85	All	0.0083	0.1458	-1.7419	-0.0273	0.0019	0.0323	2.6568
	Manu.	0.0107	0.1448	-1.7419	-0.0264	0.0030	0.0347	2.6568
	Non-manu.	0.0052	0.1470	-1.1806	-0.0292	0.0007	0.0297	1.9121
1986 – 92	All	0.0008	0.0446	-0.7980	-0.0094	0.0009	0.0107	1.1611
	Manu.	-0.0013	0.0420	-0.7050	-0.0123	-0.0002	0.0096	0.2788
	Non-manu.	0.0033	0.0474	-0.7980	-0.0062	0.0021	0.0119	1.1611
1993 – 99	All	-0.0072	0.0558	-0.7520	-0.0210	-0.0035	0.0087	1.3589
	Manu.	-0.0064	0.0503	-0.5339	-0.0201	-0.0026	0.0098	1.0481
	Non-manu.	-0.0079	0.0607	-0.7520	-0.0220	-0.0042	0.0076	1.3589
Panel C: <i>OI</i>								
Period	Industry	Mean	St. Dev.	Min	1 Q	Median	3 Q	Max
1979 – 99	All	0.0008	0.0807	-1.8858	-0.0145	0.0003	0.0119	2.8276
	Manu.	0.0012	0.0859	-1.8858	-0.0153	0.0003	0.0127	2.8276
	Non-manu.	0.0004	0.0746	-1.1042	-0.0136	0.0003	0.0111	1.3229
1979 – 85	All	0.0105	0.1362	-1.8858	-0.0206	0.0036	0.0301	2.8276
	Manu.	0.0133	0.1475	-1.8858	-0.0213	0.0052	0.0328	2.8276
	Non-manu.	0.0068	0.1199	-1.1042	-0.0196	0.0024	0.0249	1.1365
1986 – 92	All	0.0022	0.0456	-0.6632	-0.0080	0.0009	0.0091	1.1505
	Manu.	-0.0001	0.0470	-0.6632	-0.0106	0.0002	0.0083	1.1505
	Non-manu.	0.0049	0.0436	-0.3713	-0.0049	0.0016	0.0102	1.0826
1993 – 99	All	-0.0050	0.0570	-0.7020	-0.0180	-0.0018	0.0087	1.3229
	Manu.	-0.0050	0.0511	-0.4416	-0.0176	-0.0011	0.0095	1.1602
	Non-manu.	-0.0051	0.0621	-0.7020	-0.0184	-0.0024	0.0079	1.3229

**Table 2 Descriptive statistics (continued)**

Panel D: <i>NI</i>								
Period	Industry	Mean	St. Dev.	Min	1 Q	Median	3 Q	Max
1979 – 99	All	-0.0014	0.1244	-3.8705	-0.0086	0.0000	0.0055	4.4703
	Manu.	-0.0008	0.1102	-2.3630	-0.0091	0.0000	0.0064	2.7288
	Non-manu.	-0.0022	0.1383	-3.8705	-0.0080	0.0000	0.0048	4.4703
1979 – 85	All	0.0053	0.1464	-2.3630	-0.0097	0.0009	0.0113	2.7288
	Manu.	0.0064	0.1722	-2.3630	-0.0108	0.0012	0.0129	2.7288
	Non-manu.	0.0040	0.1036	-0.8582	-0.0088	0.0006	0.0084	2.2174
1986 – 92	All	0.0009	0.1015	-3.8705	-0.0041	0.0006	0.0049	4.4703
	Manu.	0.0002	0.0681	-1.0420	-0.0058	0.0003	0.0049	1.8809
	Non-manu.	0.0017	0.1304	-3.8705	-0.0027	0.0009	0.0049	4.4703
1993 – 99	All	-0.0064	0.1258	-2.6001	-0.0120	-0.0017	0.0038	3.3683
	Manu.	-0.0057	0.0855	-1.9417	-0.0118	-0.0014	0.0045	1.2624
	Non-manu.	-0.0072	0.1549	-2.6001	-0.0121	-0.0019	0.0032	3.3683
Panel E: <i>OP</i>								
Period	Industry	Mean	St. Dev.	Min	1 Q	Median	3 Q	Max
1979 – 99	All	0.0791	0.1052	-1.9034	0.0327	0.0599	0.1061	2.2473
	Manu.	0.0673	0.0968	-1.9034	0.0275	0.0518	0.0917	1.6382
	Non-manu.	0.0920	0.1124	-1.2861	0.0404	0.0699	0.1193	2.2473
1979 – 85	All	0.1589	0.1592	-1.9034	0.0872	0.1352	0.2068	2.2473
	Manu.	0.1425	0.1437	-1.9034	0.0806	0.1256	0.1866	1.6382
	Non-manu.	0.1803	0.1751	-1.2861	0.0994	0.1530	0.2358	2.2473
1986 – 92	All	0.0567	0.0571	-0.5320	0.0289	0.0476	0.0739	0.6814
	Manu.	0.0487	0.0505	-0.5320	0.0262	0.0429	0.0655	0.4737
	Non-manu.	0.0662	0.0628	-0.3412	0.0320	0.0552	0.0847	0.6814
1993 – 99	All	0.0532	0.0687	-0.5981	0.0267	0.0514	0.0791	0.7543
	Manu.	0.0367	0.0567	-0.5081	0.0179	0.0398	0.0626	0.2982
	Non-manu.	0.0689	0.0751	-0.5981	0.0383	0.0629	0.0952	0.7543
Panel F: <i>OI</i>								
Period	Industry	Mean	St. Dev.	Min	1 Q	Median	3 Q	Max
1979 – 99	All	0.0556	0.0891	-2.6041	0.0261	0.0509	0.0844	1.3151
	Manu.	0.0473	0.0872	-2.6041	0.0226	0.0449	0.0747	1.3151
	Non-manu.	0.0646	0.0903	-1.6173	0.0312	0.0579	0.0941	1.2927
1979 – 85	All	0.0910	0.1428	-2.6041	0.0499	0.0924	0.1416	1.3151
	Manu.	0.0834	0.1374	-2.6041	0.0497	0.0877	0.1330	1.3151
	Non-manu.	0.1008	0.1490	-1.6173	0.0506	0.0990	0.1552	1.2927
1986 – 92	All	0.0482	0.0503	-0.6363	0.0255	0.0438	0.0675	0.4946
	Manu.	0.0419	0.0483	-0.6363	0.0244	0.0406	0.0597	0.3938
	Non-manu.	0.0557	0.0515	-0.3892	0.0270	0.0491	0.0759	0.4946
1993 – 99	All	0.0424	0.0658	-0.7710	0.0219	0.0447	0.0712	0.3541
	Manu.	0.0301	0.0613	-0.7710	0.0157	0.0360	0.0588	0.2708
	Non-manu.	0.0543	0.0678	-0.7519	0.0303	0.0544	0.0842	0.3541

**Table 2 Descriptive statistics** (*continued*)

Panel G:	<i>N</i>							
Period	Industry	Mean	St. Dev.	Min	1 Q	Median	3 Q	Max
1979 – 99	All	0.0197	0.1018	-3.4531	0.0117	0.0232	0.0387	4.7716
	Manu.	0.0191	0.0914	-3.4531	0.0110	0.0218	0.0367	1.8270
	Non-manu.	0.0203	0.1122	-2.5944	0.0124	0.0249	0.0412	4.7716
1979 – 85	All	0.0421	0.1212	-3.4531	0.0252	0.0425	0.0658	1.8270
	Manu.	0.0411	0.1383	-3.4531	0.0257	0.0425	0.0637	1.8270
	Non-manu.	0.0434	0.0945	-1.6011	0.0247	0.0425	0.0680	0.7511
1986 – 92	All	0.0230	0.0789	-1.0164	0.0121	0.0208	0.0314	4.7716
	Manu.	0.0202	0.0445	-1.0164	0.0120	0.0200	0.0295	1.1434
	Non-manu.	0.0263	0.1060	-0.8354	0.0122	0.0220	0.0336	4.7716
1993 – 99	All	0.0061	0.1022	-2.5944	0.0082	0.0190	0.0319	2.4023
	Manu.	0.0055	0.0787	-2.2037	0.0062	0.0166	0.0278	0.7220
	Non-manu.	0.0066	0.1206	-2.5944	0.0100	0.0220	0.0356	2.4023

**Table 3 Positive and negative changes**

Panel A1a:	<i>OP</i>	Fixed Effects		All			
		<i>OP</i>		<i>NEG*</i>		<i>OP</i>	
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	R-sq.
1979 – 85	0.8609	4.93	0.000	-0.6193	-2.71	0.007	0.0607
1986 – 92	4.1200	3.29	0.001	-4.3330	-3.01	0.003	0.0691
1993 – 99	0.7192	3.14	0.002	0.4606	1.61	0.107	0.0349
1979 – 99	1.1752	6.52	0.000	-0.6587	-3.02	0.002	0.0399
Panel A1b:	<i>OP</i>	Cross-section		All			
		<i>OP</i>		<i>NEG*</i>		<i>OP</i>	
Z1	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Adj. R-sq.
1979 – 85	1.2453	4.02	0.007	-0.8705	-2.47	0.049	0.2124
1986 – 92	3.9782	2.64	0.039	-3.8222	-1.54	0.175	0.2049
1993 – 99	1.8851	3.13	0.020	-0.7094	-1.12	0.307	0.1605
1979 – 99	2.3695	4.06	0.001	-1.8007	-2.05	0.054	0.1926
Z2							
1979 – 85		5.77	0.001		-1.67	0.147	
1986 – 92		3.54	0.012		-1.70	0.139	
1993 – 99		5.62	0.001		-0.49	0.639	
1979 – 99		8.09	0.000		-2.27	0.034	
Panel A2a:	<i>OP</i>	Fixed Effects		Manu.			
		<i>OP</i>		<i>NEG*</i>		<i>OP</i>	
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	R-sq.
1979 – 85	1.1914	3.49	0.000	-0.8650	-2.03	0.043	0.0935
1986 – 92	6.9965	7.28	0.000	-7.1153	-6.45	0.000	0.1435
1993 – 99	0.8329	2.70	0.007	0.6083	1.54	0.123	0.0117
1979 – 99	1.6057	4.31	0.000	-1.0692	-2.42	0.015	0.0654
Panel A2b:	<i>OP</i>	Cross-section		Manu.			
		<i>OP</i>		<i>NEG*</i>		<i>OP</i>	
Z1	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Adj. R-sq.
1979 – 85	1.6868	3.90	0.008	-1.1595	-2.32	0.060	0.2492
1986 – 92	4.4999	3.35	0.015	-4.3383	-2.33	0.058	0.1770
1993 – 99	2.0340	3.98	0.007	-0.0917	-0.16	0.882	0.1835
1979 – 99	2.7402	4.97	0.000	-1.8631	-2.47	0.023	0.2032
Z2							
1979 – 85		6.69	0.001		-1.70	0.139	
1986 – 92		3.62	0.011		-2.18	0.072	
1993 – 99		5.03	0.002		0.40	0.701	
1979 – 99		8.32	0.000		-2.02	0.057	

**Table 3 Positive and negative changes (continued)**

Panel A3a:	<i>OP</i>	Fixed Effects		Non-Manu..			
		<i>OP</i>		<i>NEG* OP</i>			
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	R-sq.
1979–85	0.4149	3.12	0.002	-0.2376	-1.17	0.243	0.0229
1986–92	2.4449	2.19	0.029	-3.1955	-2.48	0.013	0.0319
1993–99	0.6433	2.11	0.035	0.3662	0.99	0.323	0.0117
1979–99	0.7039	5.10	0.000	-0.2107	-1.17	0.243	0.0187
Panel A3b:	<i>OP</i>	Cross-section		Non-Manu..			
		<i>OP</i>		<i>NEG* OP</i>			
Z1	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Adj. R-sq.
1979–85	0.8165	3.58	0.012	-0.6781	-2.98	0.025	0.1308
1986–92	4.2022	2.20	0.070	-4.4931	-1.26	0.255	0.1798
1993–99	1.7673	2.63	0.039	-0.8635	-1.20	0.277	0.1301
1979–99	2.2620	3.15	0.005	-2.0116	-1.65	0.114	0.1469
Z2							
1979–85		3.51	0.013		-1.62	0.157	
1986–92		3.11	0.021		-1.41	0.208	
1993–99		3.67	0.010		-0.75	0.483	
1979–99		5.71	0.000		-2.06	0.053	
Panel B1a:	<i>OI</i>	Fixed Effects		All			
		<i>OI</i>		<i>NEG* OI</i>			
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	R-sq.
1979–85	1.0292	4.48	0.000	-0.7025	-2.46	0.014	0.0779
1986–92	2.9843	2.98	0.003	-2.0801	-1.78	0.075	0.0537
1993–99	0.7351	3.58	0.000	0.6093	2.25	0.024	0.0416
1979–99	1.2757	6.14	0.000	-0.5357	-2.08	0.037	0.0479
Panel B1b:	<i>OI</i>	Cross-section		All			
		<i>OI</i>		<i>NEG* OI</i>			
Z1	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Adj. R-sq.
1979–85	1.1642	3.63	0.011	-0.7431	-1.91	0.105	0.2218
1986–92	4.7193	2.50	0.046	-5.0192	-1.60	0.160	0.2194
1993–99	1.3433	3.40	0.014	-0.1021	-0.26	0.803	0.1553
1979–99	2.4089	3.36	0.003	-1.9548	-1.75	0.096	0.1988
Z2							
1979–85		4.64	0.004		-1.39	0.213	
1986–92		2.91	0.027		-0.60	0.568	
1993–99		5.56	0.001		0.49	0.639	
1979–99		6.36	0.000		-0.92	0.370	

**Table 3 Positive and negative changes (continued)**

Panel B2a:	<i>OI</i>	Fixed Effects		Manu.			
		<i>OI</i>		<i>NEG* OI</i>			
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	R-sq.
1979–85	1.2066	3.34	0.001	-0.8558	-1.93	0.053	0.1021
1986–92	3.8581	1.90	0.058	-2.9325	-1.28	0.201	0.0829
1993–99	0.9772	2.71	0.007	0.5151	1.13	0.258	0.0428
1979–99	1.5285	4.14	0.000	-0.8663	-1.95	0.051	0.0679
Panel B2b:	<i>OI</i>	Cross-section		Manu.			
		<i>OI</i>		<i>NEG* OI</i>			
Z1	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Adj. R-sq.
1979–85	1.5210	3.71	0.010	-0.7796	-1.52	0.180	0.2532
1986–92	5.3808	3.07	0.022	-5.5169	-2.35	0.057	0.1902
1993–99	1.7817	4.20	0.006	0.1180	0.26	0.801	0.1828
1979–99	2.8945	4.10	0.001	-2.0595	-2.17	0.042	0.2088
Z2							
1979–85		5.14	0.002		-0.95	0.377	
1986–92		2.71	0.035		-0.89	0.410	
1993–99		5.73	0.001		0.69	0.519	
1979–99		6.89	0.000		-0.97	0.343	
Panel B3a:	<i>OI</i>	Fixed Effects		Non-Manu.			
		<i>OI</i>		<i>NEG* OI</i>			
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	R-sq.
1979–85	0.6110	4.32	0.000	-0.2856	-1.39	0.164	0.0337
1986–92	2.2253	2.49	0.013	-1.6370	-1.31	0.190	0.0308
1993–99	0.5958	2.44	0.015	0.6378	1.95	0.052	0.0423
1979–99	0.8805	5.90	0.000	-0.0325	-0.16	0.873	0.0276
Panel B3b:	<i>OI</i>	Cross-section		Non-Manu.			
		<i>OI</i>		<i>NEG* OI</i>			
Z1	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Adj. R-sq.
1979–85	0.7809	2.94	0.026	-0.6562	-3.14	0.020	0.1582
1986–92	5.1109	2.53	0.045	-5.6829	-1.42	0.206	0.2007
1993–99	1.1195	2.83	0.030	-0.1364	-0.33	0.752	0.1209
1979–99	2.3371	2.96	0.008	-2.1585	-1.55	0.137	0.1599
Z2							
1979–85		2.59	0.041		-3.09	0.021	
1986–92		3.17	0.019		-1.59	0.162	
1993–99		5.31	0.002		0.58	0.585	
1979–99		5.47	0.000		-1.91	0.071	



**Table 3 Positive and negative changes (continued)**

Panel C1a:	<i>NI</i>	Fixed Effects		All			
		<i>NI</i>		<i>NEG* NI</i>			
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	R-sq.
1979–85	0.5584	3.47	0.001	-0.4463	-2.10	0.036	0.0257
1986–92	0.3124	1.47	0.142	-0.2189	-0.88	0.377	0.0029
1993–99	0.1041	3.17	0.002	0.2546	3.27	0.001	0.0131
1979–99	0.3151	4.25	0.000	-0.0046	-0.04	0.966	0.0093
Panel C1b:	<i>NI</i>	Cross-section		All			
		<i>NI</i>		<i>NEG* NI</i>			
Z1	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Adj. R-sq.
1979–85	0.5424	3.04	0.023	-0.1649	-0.59	0.577	0.1869
1986–92	1.5667	1.29	0.245	-2.2132	-1.48	0.190	0.1653
1993–99	0.2993	1.83	0.117	0.2759	1.54	0.174	0.1193
1979–99	0.8028	1.95	0.065	-0.7007	-1.29	0.211	0.1572
Z2							
1979–85		4.28	0.005		-0.25	0.809	
1986–92		1.74	0.132		-0.82	0.445	
1993–99		1.56	0.171		2.10	0.081	
1979–99		3.99	0.001		0.55	0.589	
Panel C2a:	<i>NI</i>	Fixed Effects		Manu.			
		<i>NI</i>		<i>NEG* NI</i>			
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	R-sq.
1979–85	0.6344	2.99	0.003	-0.6071	-2.36	0.018	0.0314
1986–92	0.1566	1.22	0.222	-0.1587	-1.13	0.258	0.0010
1993–99	0.0714	2.43	0.015	0.1941	2.60	0.009	0.0117
1979–99	0.6128	3.92	0.000	-0.3106	-1.55	0.120	0.0174
Panel C2b:	<i>NI</i>	Cross-section		Manu.			
		<i>NI</i>		<i>NEG* NI</i>			
Z1	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Adj. R-sq.
1979–85	0.6819	3.65	0.011	-0.2387	-0.79	0.458	0.1942
1986–92	1.9924	1.57	0.167	-2.6427	-1.67	0.146	0.1358
1993–99	0.4821	1.59	0.163	0.4296	1.22	0.267	0.1373
1979–99	1.0522	2.38	0.028	-0.8173	-1.37	0.187	0.1558
Z2							
1979–85		7.40	0.000		-0.24	0.816	
1986–92		1.61	0.160		-1.44	0.200	
1993–99		1.89	0.108		1.79	0.123	
1979–99		3.99	0.001		-0.02	0.986	

**Table 3 Positive and negative changes (continued)**

Panel C3a:	<i>NI</i>	Fixed Effects		Non-Manu.			R-sq.
		<i>NI</i>		<i>NEG* NI</i>			
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
1979 – 85	0.3182	1.78	0.075	0.2603	0.82	0.411	0.0149
1986 – 92	0.1566	1.22	0.222	-0.1587	-1.13	0.258	0.0010
1993 – 99	0.0714	2.43	0.015	0.1941	2.60	0.009	0.0117
1979 – 99	0.1137	2.98	0.003	0.1962	1.80	0.072	0.0061

  

Panel C3b:	<i>NI</i>	Cross-section		Non-Manu.			Adj. R-sq.
		<i>NI</i>		<i>NEG* NI</i>			
Z1	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
1979 – 85	0.4306	1.39	0.213	-0.0357	-0.10	0.921	0.1365
1986 – 92	1.5941	1.36	0.223	-2.4639	-1.07	0.324	0.1356
1993 – 99	0.4761	1.49	0.186	-0.0478	-0.15	0.884	0.0927
1979 – 99	0.8336	2.01	0.058	-0.8491	-1.09	0.291	0.1216
Z2							
1979 – 85		1.46	0.196		-0.09	0.932	
1986 – 92		1.51	0.181		0.28	0.791	
1993 – 99		1.39	0.214		1.18	0.282	
1979 – 99		2.55	0.019		0.93	0.365	

**Table 4 Big surprise**

Panel A1a: <i>OP</i> Fixed Effects													
<i>OP</i>			All			<i>BP* OP</i>			<i>BN* OP</i>			R-sq.	
Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value		
79–85	0.3603	2.10	0.035	-0.2381	-0.95	0.340	0.6943	2.52	0.012	0.1860	1.13	0.260	0.0713
86–92	6.0410	4.10	0.000	-7.0630	-4.35	0.000	-2.0507	-1.19	0.234	1.0145	2.03	0.042	0.0715
93–99	2.1399	3.17	0.002	-0.3439	-0.42	0.678	-1.4415	-2.18	0.030	-0.6612	-2.07	0.039	0.0359
79–99	0.6149	3.34	0.001	-0.5220	-2.27	0.023	0.7368	2.58	0.010	0.5285	3.67	0.000	0.0433
Panel A1b: <i>OP</i> Cross-section													
<i>OP</i>			All			<i>BP* OP</i>			<i>BN* OP</i>			Adj. R-sq.	
Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value		
Z1													
79–85	0.7027	2.70	0.035	-0.3665	-0.94	0.384	0.5903	1.93	0.102	0.0628	0.46	0.664	0.2138
86–92	4.0785	1.93	0.102	-5.6057	-1.17	0.285	-0.0686	-0.09	0.929	1.9985	1.05	0.334	0.2046
93–99	3.7925	4.00	0.007	-2.0145	-2.34	0.058	-1.9975	-3.53	0.012	-0.6489	-1.51	0.182	0.1623
79–99	2.8579	3.52	0.002	-2.6622	-1.65	0.115	-0.4919	-1.25	0.225	0.4708	0.71	0.488	0.1936
Z2													
79–85		2.60	0.041		-0.46	0.659		2.32	0.060		0.77	0.468	
86–92		3.38	0.015		-1.12	0.307		0.62	0.557		0.82	0.443	
93–99		5.70	0.001		-2.40	0.053		-4.43	0.004		-1.92	0.104	
79–99		6.41	0.000		-1.97	0.063		0.03	0.980		-0.40	0.697	
Panel A2a: <i>OP</i> Fixed Effects													
<i>OP</i>			Manu.			<i>BP* OP</i>			<i>BN* OP</i>			R-sq.	
Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value		
79–85	1.0583	1.95	0.051	-0.0966	-0.10	0.924	0.1160	0.24	0.812	-0.6281	-0.98	0.328	0.0948
86–92	17.2758	8.94	0.000	-21.5095	-7.93	0.000	-10.1400	-5.20	0.000	3.8798	2.67	0.008	0.1575
93–99	3.6275	2.74	0.006	-0.9002	-0.55	0.583	-2.8304	-2.21	0.027	-1.3595	-2.32	0.020	0.0406
79–99	3.4881	5.88	0.000	-3.0973	-3.76	0.000	-1.8981	-3.14	0.002	0.0946	0.23	0.820	0.0673
Panel A2b: <i>OP</i> Cross-section													
<i>OP</i>			Manu.			<i>BP* OP</i>			<i>BN* OP</i>			Adj. R-sq.	
Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value		
Z1													
79–85	2.1292	1.29	0.246	-1.8635	-0.74	0.486	0.6040	1.32	0.236	0.2618	0.22	0.832	0.2525
86–92	4.5468	3.68	0.010	-4.4966	-1.74	0.133	-0.0470	-0.05	0.964	0.1245	0.10	0.923	0.1747
93–99	5.8501	3.92	0.008	-2.7928	-1.56	0.169	-3.9321	-2.65	0.038	-1.1942	-2.32	0.059	0.1895
79–99	4.1753	4.76	0.000	-3.0510	-2.35	0.029	-1.1251	-1.53	0.142	-0.2693	-0.46	0.650	0.2056
Z2													
79–85		0.92	0.394		0.11	0.917		0.76	0.474		-0.88	0.412	
86–92		3.25	0.017		-1.30	0.240		-0.23	0.827		0.09	0.931	
93–99		3.97	0.007		-1.57	0.167		-2.56	0.043		-2.86	0.029	
79–99		3.94	0.001		-1.36	0.189		-1.16	0.258		-1.89	0.074	

**Table 4 Big surprise (continued)**

Panel A3a:													
	Fixed Effects			Non-Manu.			BP* OP			BN* OP			R-sq.
	OP			NEG* OP			OP			OP			
	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
79–85	0.3066	1.75	0.080	-0.2271	-0.92	0.355	0.3244	1.35	0.177	0.1831	0.95	0.344	0.0266
86–92	4.1368	3.76	0.000	-4.9618	-4.13	0.000	-1.8803	-1.28	0.201	0.0003	0.00	1.000	0.0335
93–99	1.3261	1.92	0.055	0.0399	0.05	0.963	-0.6949	-1.00	0.320	-0.3825	-1.05	0.295	0.0337
79–99	0.4433	2.64	0.008	-0.3991	-1.88	0.060	0.5058	1.95	0.051	0.6971	4.50	0.000	0.0228
Panel A3b:													
	Cross-section			Non-Manu.			BP* OP			BN* OP			Adj. R-sq.
	OP			NEG* OP			OP			OP			
	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
Z1													
79–85	0.4139	1.52	0.180	-0.2513	-0.82	0.443	0.4806	0.99	0.360	0.0327	0.20	0.848	0.1382
86–92	5.1203	1.88	0.109	-7.8807	-1.44	0.200	-0.7558	-0.62	0.561	3.1920	1.88	0.109	0.1787
93–99	2.9677	3.05	0.022	-1.4993	-2.32	0.059	-1.2643	-2.27	0.063	-0.5923	-1.03	0.341	0.1310
79–99	2.8340	2.80	0.011	-3.2105	-1.69	0.107	-0.5131	-1.11	0.282	0.8775	1.29	0.211	0.1493
Z2													
79–85		1.49	0.187		-0.72	0.498		1.33	0.231		1.41	0.208	
86–92		3.19	0.019		-1.73	0.135		0.12	0.910		3.32	0.016	
93–99		4.73	0.003		-2.05	0.086		-2.47	0.048		-1.31	0.239	
79–99		4.80	0.000		-2.37	0.028		0.39	0.701		0.40	0.693	
Panel B1a:													
	Fixed Effects			All			BP* OI			BN* OI			R-sq.
	OI			NEG* OI			OI			OI			
	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
79–85	0.3983	2.68	0.007	0.1976	0.72	0.469	0.7259	2.56	0.011	-0.2809	-1.34	0.181	0.0844
86–92	1.6420	1.44	0.150	-1.0212	-0.52	0.604	1.7632	1.09	0.274	0.2913	0.21	0.836	0.0567
93–99	3.1133	3.92	0.000	-0.8936	-0.94	0.349	-2.4002	-3.05	0.002	-0.9439	-2.51	0.012	0.0440
79–99	0.8511	4.44	0.000	-0.1461	-0.50	0.615	0.4918	1.66	0.097	0.0493	0.22	0.827	0.0485
Panel B1b:													
	Cross-section			All			BP* OI			BN* OI			Adj. R-sq.
	OI			NEG* OI			OI			OI			
	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
Z1													
79–85	0.5149	1.94	0.101	0.3193	0.67	0.529	0.7090	2.38	0.055	-0.4266	-1.96	0.097	0.2252
86–92	5.9207	2.22	0.069	-6.9193	-1.28	0.249	-1.0894	-0.85	0.428	0.8700	0.47	0.656	0.2204
93–99	4.0998	3.85	0.008	-1.9143	-2.21	0.070	-2.8184	-3.30	0.016	-1.0104	-2.53	0.045	0.1585
79–99	3.5118	3.37	0.003	-2.8381	-1.52	0.144	-1.0663	-1.80	0.086	-0.1890	-0.30	0.767	0.2014
Z2													
79–85		1.88	0.109		0.62	0.558		2.06	0.085		-1.19	0.278	
86–92		3.36	0.015		-1.00	0.355		-0.24	0.816		-0.19	0.853	
93–99		5.70	0.001		-2.26	0.064		-4.34	0.005		-2.86	0.029	
79–99		5.72	0.000		-0.99	0.336		-0.61	0.552		-2.23	0.037	

**Table 4 Big surprise (continued)**

Panel B2a:														
	<i>OI</i>	Fixed Effects			Manu.			<i>BP* OI</i>			<i>BN* OI</i>			R-sq.
		<i>OI</i>			<i>NEG* OI</i>									
		Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	1.5056	2.71	0.007	0.4295	0.34	0.738	-0.3313	-0.67	0.500	-1.5929	-1.69	0.091	0.1060	
86–92	17.5408	6.85	0.000	-17.1177	-3.68	0.000	-13.7143	-7.03	0.000	0.1804	0.07	0.948	0.1056	
93–99	5.0775	3.35	0.001	-1.6322	-0.87	0.382	-4.1351	-2.82	0.005	-2.0454	-2.96	0.003	0.0480	
79–99	4.2216	5.84	0.000	-2.4012	-2.18	0.030	-2.7284	-3.74	0.000	-1.2337	-1.81	0.070	0.0726	
Panel B2b:														
	<i>OI</i>	Cross-section			Manu.			<i>BP* OI</i>			<i>BN* OI</i>			Adj. R-sq.
		<i>OI</i>			<i>NEG* OI</i>									
		Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
Z1														
79–85	1.5144	1.25	0.259	1.9237	1.58	0.166	-0.0897	-0.08	0.939	-2.6596	-2.11	0.080	0.2617	
86–92	8.1895	2.81	0.031	-6.8981	-1.90	0.107	-2.8228	-0.89	0.408	-1.4582	-0.83	0.436	0.1915	
93–99	7.6849	3.50	0.013	-3.6160	-1.40	0.211	-5.9576	-3.04	0.023	-2.3067	-3.68	0.010	0.1918	
79–99	5.7963	4.16	0.000	-2.8634	-1.71	0.103	-2.9567	-2.20	0.040	-2.1415	-2.98	0.007	0.2150	
Z2														
79–85		1.01	0.350		1.31	0.238		0.52	0.621		-2.86	0.029		
86–92		4.02	0.007		-2.56	0.043		-1.84	0.116		-0.18	0.864		
93–99		3.45	0.014		-1.33	0.232		-2.58	0.042		-9.46	0.000		
79–99		4.40	0.000		-1.04	0.312		-1.87	0.076		-3.67	0.002		
Panel B3a:														
	<i>OI</i>	Fixed Effects			Non-Manu.			<i>BP* OI</i>			<i>BN* OI</i>			R-sq.
		<i>OI</i>			<i>NEG* OI</i>									
		Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	0.2857	2.11	0.035	0.1717	0.69	0.488	0.6170	2.30	0.022	-0.2029	-0.94	0.346	0.0399	
86–92	1.0437	1.43	0.152	-1.7623	-0.93	0.355	2.1432	1.50	0.134	1.4546	0.82	0.414	0.0388	
93–99	2.1874	2.65	0.008	-0.4760	-0.49	0.626	-1.6081	-1.94	0.053	-0.5269	-1.32	0.185	0.0437	
79–99	0.5351	3.90	0.000	-0.0079	-0.03	0.972	0.5260	2.09	0.037	0.4483	2.13	0.033	0.0295	
Panel B3b:														
	<i>OI</i>	Cross-section			Non-Manu.			<i>BP* OI</i>			<i>BN* OI</i>			Adj. R-sq.
		<i>OI</i>			<i>NEG* OI</i>									
		Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
Z1														
79–85	0.6718	1.72	0.137	-0.3719	-0.77	0.473	0.1867	0.56	0.593	-0.2155	-0.78	0.465	0.1609	
86–92	6.6323	1.72	0.137	-7.8450	-1.12	0.306	-1.1461	-0.49	0.638	0.8125	0.48	0.647	0.2035	
93–99	2.6045	4.04	0.007	-0.8668	-2.03	0.089	-1.5296	-2.98	0.025	-0.7851	-1.32	0.234	0.1218	
79–99	3.3029	2.42	0.025	-3.0279	-1.29	0.213	-0.8297	-1.07	0.297	-0.0627	-0.11	0.917	0.1621	
Z2														
79–85		1.81	0.120		-1.02	0.347		0.87	0.420		0.21	0.844		
86–92		2.61	0.040		-1.04	0.340		0.07	0.944		-0.20	0.852		
93–99		5.13	0.002		-2.32	0.060		-3.61	0.011		-1.25	0.256		
79–99		4.53	0.000		-1.89	0.073		-0.61	0.547		-0.76	0.456		

**Table 4 Big surprise (continued)**

Panel C1a: <i>NI</i> Fixed Effects													
<i>NI</i>													
All													
<i>NEG* NI</i>													
<i>BP* NI</i>													
<i>BN* NI</i>													
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	R-sq.
79–85	0.0406	0.35	0.725	1.0865	3.67	0.000	0.5909	2.74	0.006	-1.0575	-4.12	0.000	0.0316
86–92	0.0810	1.32	0.187	-0.1044	-1.47	0.140	0.7358	1.61	0.108	0.4008	1.60	0.109	0.0066
93–99	2.0346	2.43	0.015	-1.2192	-1.35	0.178	-1.9366	-2.31	0.021	-0.4690	-1.51	0.130	0.0148
79–99	0.1465	1.75	0.079	-0.0187	-0.10	0.921	0.2112	1.81	0.070	0.2191	1.23	0.217	0.0100
Panel C1b: <i>NI</i> Cross-section													
<i>NI</i>													
All													
<i>NEG* NI</i>													
<i>BP* NI</i>													
<i>BN* NI</i>													
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Adj. R-sq.
Z1													
79–85	-0.7713	-0.70	0.508	1.5219	1.18	0.283	1.4023	1.23	0.264	-0.3594	-1.44	0.201	0.1919
86–92	0.9337	1.06	0.331	-1.0233	-0.62	0.558	1.1381	0.70	0.512	-0.5448	-0.46	0.659	0.1693
93–99	4.1113	1.65	0.151	-3.7149	-1.48	0.190	-3.8210	-1.53	0.177	0.1527	0.20	0.851	0.1254
79–99	1.4245	1.41	0.175	-1.0721	-0.94	0.358	-0.4269	-0.37	0.713	-0.2505	-0.55	0.590	0.1622
Z2													
79–85		0.15	0.889		1.41	0.208		2.16	0.074		-1.33	0.233	
86–92		0.37	0.723		0.54	0.606		1.37	0.221		-0.49	0.640	
93–99		3.82	0.009		-0.91	0.398		-3.17	0.019		-1.12	0.304	
79–99		1.51	0.146		0.78	0.447		0.76	0.458		-1.64	0.117	
Panel C2a: <i>NI</i> Fixed Effects													
<i>NI</i>													
Manu.													
<i>NEG* NI</i>													
<i>BP* NI</i>													
<i>BN* NI</i>													
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	R-sq.
79–85	2.3158	1.65	0.098	0.0756	0.03	0.975	-1.6948	-1.25	0.211	-2.3723	-1.57	0.117	0.0358
86–92	21.9925	4.82	0.000	-14.6469	-2.61	0.009	-21.2516	-4.71	0.000	-7.0320	-3.23	0.001	0.0273
93–99	6.1056	1.66	0.096	-4.1679	-1.10	0.271	-5.8672	-1.60	0.109	-1.3515	-2.84	0.005	0.0218
79–99	8.4731	5.44	0.000	-5.9761	-3.25	0.001	-7.8614	-5.08	0.000	-2.2419	-2.96	0.003	0.0245
Panel C2b: <i>NI</i> Cross-section													
<i>NI</i>													
Manu.													
<i>NEG* NI</i>													
<i>BP* NI</i>													
<i>BN* NI</i>													
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Adj. R-sq.
Z1													
79–85	-3.0961	-1.34	0.228	8.8473	2.40	0.053	3.6890	1.55	0.172	-5.2420	-2.51	0.046	0.2027
86–92	1.2838	0.17	0.869	10.8092	0.90	0.405	0.5000	0.06	0.953	-12.4535	-2.29	0.062	0.1451
93–99	11.8853	1.62	0.157	-8.4920	-0.97	0.369	-11.4410	-1.54	0.174	-2.4861	-1.33	0.233	0.1572
79–99	3.3577	0.91	0.372	3.7215	0.71	0.485	-2.4173	-0.63	0.536	-6.7272	-3.13	0.005	0.1684
Z2													
79–85		-1.01	0.352		2.31	0.060		1.27	0.250		-3.34	0.016	
86–92		0.44	0.674		0.03	0.976		-0.26	0.804		-2.12	0.078	
93–99		1.82	0.119		-1.29	0.244		-1.68	0.145		-0.24	0.818	
79–99		1.13	0.272		0.13	0.900		-0.84	0.411		-2.94	0.008	

**Table 4 Big surprise (continued)**

Panel C3a:	Fixed Effects			Non-Manu.									R-sq.
	<i>NI</i>			<i>NEG* NI</i>			<i>BP* NI</i>			<i>BN* NI</i>			
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	0.0257	0.24	0.809	0.8874	3.22	0.001	0.7160	2.91	0.004	-0.4732	-1.40	0.161	0.0222
86–92	0.0641	1.39	0.163	-0.1090	-2.04	0.041	1.2893	1.97	0.049	0.4371	1.29	0.196	0.0065
93–99	1.5590	2.28	0.023	-1.0350	-1.37	0.170	-1.4931	-2.18	0.029	-0.2664	-0.86	0.389	0.0135
79–99	0.1116	1.87	0.062	-0.0601	-0.48	0.628	0.0041	0.05	0.958	0.3578	2.67	0.008	0.0078
Panel C3b:	Cross-section			Non-Manu.									Adj. R-sq.
	<i>NI</i>			<i>NEG* NI</i>			<i>BP* NI</i>			<i>BN* NI</i>			
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
Z1													
79–85	0.3160	0.26	0.800	-0.1891	-0.16	0.882	0.3988	0.38	0.716	0.3844	1.50	0.185	0.1513
86–92	1.4683	1.48	0.189	-2.6986	-1.42	0.205	0.9745	0.45	0.666	0.3539	0.40	0.703	0.1420
93–99	3.0216	2.95	0.026	-2.8014	-2.35	0.057	-2.5275	-2.16	0.074	0.1831	0.23	0.829	0.0976
79–99	1.6020	2.51	0.021	-1.8964	-2.23	0.037	-0.3847	-0.42	0.676	0.3071	0.79	0.439	0.1303
Z2													
79–85		0.68	0.521		-0.01	0.995		1.20	0.275		1.59	0.163	
86–92		0.32	0.757		0.29	0.780		0.91	0.400		0.40	0.700	
93–99		5.63	0.001		-1.64	0.153		-2.78	0.032		-1.36	0.223	
79–99		1.98	0.062		-0.42	0.675		0.69	0.496		0.29	0.776	

**Table 5 Value relevance of earnings levels conditional on negative and big surprise**

Panel A1a: <i>OP</i> Fixed Effects													
	<i>OP</i>			All <i>LOSS*OP</i>			<i>NEG*OP</i>			<i>BP*OP</i>			R-sq.
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	0.4898	4.56	0.000	-0.5394	-3.18	0.001	-0.2847	-3.32	0.001	0.5515	5.04	0.000	0.0843
86–92	3.2433	12.81	0.000	-5.0132	-10.01	0.000	-0.2009	-0.80	0.424	0.6025	2.20	0.028	0.1074
93–99	1.3799	10.89	0.000	-0.5278	-3.07	0.002	-0.6144	-5.47	0.000	0.2051	1.42	0.156	0.0427
79–99	0.8692	8.28	0.000	-0.6826	-6.04	0.000	-0.3297	-3.65	0.000	0.6213	5.48	0.000	0.0695
Panel A1b: <i>OP</i> Cross-section													
	<i>OP</i>			All <i>LOSS*OP</i>			<i>NEG*OP</i>			<i>BP*OP</i>			Adj. R-sq.
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
Z1													
79–85	0.6376	4.46	0.004	-0.4403	-2.33	0.058	-0.3319	-2.18	0.072	0.3806	2.57	0.043	0.2388
86–92	1.7422	2.55	0.043	-4.2588	-1.61	0.158	-0.2650	-1.35	0.226	0.8307	2.98	0.025	0.2158
93–99	1.3611	8.37	0.000	-0.3928	-1.53	0.178	-0.7728	-5.85	0.001	0.2842	2.20	0.070	0.1767
79–99	1.2470	5.02	0.000	-1.6973	-1.82	0.084	-0.4565	-4.46	0.000	0.4985	4.14	0.001	0.2104
Z2													
79–85		5.03	0.002		-2.80	0.031		-2.39	0.054		3.18	0.019	
86–92		3.44	0.014		-2.59	0.041		-1.64	0.152		3.33	0.016	
93–99		8.54	0.000		-1.57	0.168		-5.58	0.001		2.30	0.061	
79–99		8.25	0.000		-4.02	0.001		-4.86	0.000		5.16	0.000	
Panel A2a: <i>OP</i> Fixed Effects													
	<i>OP</i>			Manu. <i>LOSS*OP</i>			<i>NEG*OP</i>			<i>BP*OP</i>			R-sq.
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	0.7020	3.83	0.000	-0.5613	-2.04	0.042	-0.5074	-3.46	0.001	0.6074	3.41	0.001	0.1167
86–92	3.6956	8.95	0.000	-4.3171	-5.69	0.000	-1.5567	-4.18	0.000	0.8597	1.83	0.067	0.1276
93–99	2.0686	9.15	0.000	-1.2357	-3.96	0.000	-0.7296	-3.19	0.001	0.1894	0.82	0.410	0.0589
79–99	1.3988	10.92	0.000	-0.9719	-5.56	0.000	-0.6953	-5.65	0.000	0.4296	2.61	0.009	0.1014
Panel A2b: <i>OP</i> Cross-section													
	<i>OP</i>			Manu. <i>LOSS*OP</i>			<i>NEG*OP</i>			<i>BP*OP</i>			Adj. R-sq.
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
Z1													
79–85	0.8980	3.58	0.012	-0.8141	-4.95	0.003	-0.3623	-1.80	0.123	0.4691	1.97	0.096	0.2704
86–92	1.9420	3.11	0.021	-4.4495	-1.85	0.114	-0.3042	-0.82	0.445	0.8719	1.77	0.127	0.1805
93–99	2.1695	5.44	0.002	-1.1125	-2.29	0.062	-1.0265	-4.20	0.006	0.2697	0.85	0.428	0.2247
79–99	1.6698	6.04	0.000	-2.1253	-2.47	0.023	-0.5643	-3.30	0.004	0.5369	2.59	0.018	0.2252
Z2													
79–85		4.69	0.003		-4.17	0.006		-4.17	0.006		1.81	0.120	
86–92		3.90	0.008		-3.59	0.012		-3.59	0.012		1.73	0.134	
93–99		5.83	0.001		-2.63	0.039		-2.63	0.039		1.12	0.306	
79–99		7.74	0.000		-5.76	0.000		-5.76	0.000		2.81	0.011	



**Table 5 Value relevance of earnings levels conditional on negative and big surprise (continued)**

Panel A3a: <i>OP</i>													
Fixed Effects			Non-Manu.			<i>NEG*OP</i>			<i>BP*OP</i>			R-sq.	
<i>OP</i>			<i>LOSS*OP</i>										
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	0.3633	3.09	0.002	-0.4262	-2.44	0.015	-0.2081	-2.19	0.029	0.3137	2.71	0.007	0.0558
86–92	3.0142	9.78	0.000	-5.5277	-7.97	0.000	0.7588	2.21	0.027	0.3396	1.08	0.282	0.1008
93–99	1.1086	7.45	0.000	-0.3128	-1.38	0.169	-0.5267	-4.13	0.000	0.2383	1.36	0.174	0.0515
79–99	0.6144	5.63	0.000	-0.4289	-2.79	0.005	-0.1981	-2.04	0.041	0.5343	4.62	0.000	0.0469
Panel A3b: <i>OP</i>													
Cross-section			Non-Manu.			<i>NEG*OP</i>			<i>BP*OP</i>			Adj. R-sq.	
<i>OP</i>			<i>LOSS*OP</i>										
Z1	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	0.5368	3.06	0.022	-0.7575	-1.46	0.193	-0.3431	-2.98	0.025	0.1891	1.15	0.294	0.2002
86–92	1.7503	2.40	0.053	-8.6733	-1.40	0.210	-0.2766	-1.19	0.280	0.6566	3.01	0.024	0.1962
93–99	1.0469	6.36	0.001	-0.0961	-0.35	0.736	-0.6749	-4.72	0.003	0.3017	1.45	0.197	0.1428
79–99	1.1113	4.16	0.000	-3.1757	-1.48	0.155	-0.4315	-4.25	0.000	0.3825	3.26	0.004	0.1797
Z2													
79–85		3.67	0.010		-0.88	0.410		-3.00	0.024		1.24	0.262	
86–92		3.19	0.019		-1.15	0.295		-1.32	0.236		3.67	0.010	
93–99		7.92	0.000		-0.20	0.847		-5.20	0.002		1.55	0.171	
79–99		7.63	0.000		-1.41	0.173		-4.82	0.000		2.96	0.008	
Panel B1a: <i>OI</i>													
Fixed Effects			All			<i>NEG*OI</i>			<i>BP*OI</i>			R-sq.	
<i>OI</i>			<i>LOSS*OI</i>										
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	0.5547	4.42	0.000	-0.4086	-2.48	0.013	-0.3332	-3.34	0.001	0.8943	6.29	0.000	0.0748
86–92	4.4653	15.19	0.000	-4.9007	-9.87	0.000	-0.9025	-3.36	0.001	0.6735	2.18	0.029	0.1234
93–99	1.9449	13.86	0.000	-1.3227	-5.78	0.000	-0.6403	-4.96	0.000	0.2306	1.41	0.158	0.0541
79–99	1.4462	11.51	0.000	-1.1736	-8.26	0.000	-0.4999	-4.92	0.000	0.8448	6.17	0.000	0.0780
Panel B1b: <i>OI</i>													
Cross-section			All			<i>NEG*OI</i>			<i>BP*OI</i>			Adj. R-sq.	
<i>OI</i>			<i>LOSS*OI</i>										
Z1	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	0.3796	1.43	0.203	-0.2154	-0.93	0.388	-0.1977	-1.34	0.228	0.9296	4.25	0.005	0.2379
86–92	2.1624	2.61	0.040	-3.4610	-1.80	0.123	-0.4347	-1.87	0.111	0.9552	3.44	0.014	0.2382
93–99	1.8389	5.86	0.001	-1.0771	-3.15	0.020	-0.7905	-4.57	0.004	0.3308	2.66	0.037	0.1992
79–99	1.4603	4.29	0.000	-1.5845	-2.28	0.034	-0.4743	-4.08	0.001	0.7385	5.48	0.000	0.2251
Z2													
79–85		2.20	0.070		-1.25	0.257		-1.93	0.101		3.82	0.009	
86–92		3.03	0.023		-3.11	0.021		-1.84	0.115		3.24	0.018	
93–99		5.59	0.001		-3.75	0.010		-4.14	0.006		2.45	0.050	
79–99		5.38	0.000		-4.55	0.000		-4.31	0.000		5.30	0.000	

**Table 5 Value relevance of earnings levels conditional on negative and big surprise (continued)**

Panel B2a: <i>OI</i> Fixed Effects													
<i>OI</i>													
			Manu.			<i>NEG*OI</i>			<i>BP*OI</i>				
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	R-sq.
79–85	0.8072	3.47	0.001	-0.3919	-1.27	0.206	-0.6982	-3.61	0.000	0.8333	3.43	0.001	0.0892
86–92	4.3605	9.98	0.000	-3.8931	-4.92	0.000	-1.9059	-4.77	0.000	1.2364	2.58	0.010	0.1421
93–99	2.1583	8.89	0.000	-1.5713	-4.40	0.000	-0.5466	-2.16	0.031	0.2320	0.93	0.350	0.0576
79–99	1.9035	11.59	0.000	-1.3499	-5.50	0.000	-0.8886	-5.70	0.000	0.6376	2.98	0.003	0.0979
Panel B2b: <i>OI</i> Cross-section													
<i>OI</i>													
			Manu.			<i>NEG*OI</i>			<i>BP*OI</i>				
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Adj. R-sq.
Z1													
79–85	0.6543	1.41	0.209	-0.5141	-2.06	0.086	-0.3430	-1.12	0.305	1.0303	2.94	0.026	0.2562
86–92	2.2162	2.67	0.037	-3.4763	-2.10	0.081	-0.4912	-1.09	0.317	1.1087	2.54	0.044	0.1974
93–99	2.2730	3.43	0.014	-1.4126	-1.96	0.098	-0.8977	-3.49	0.013	0.1822	0.77	0.472	0.2252
79–99	1.7145	4.25	0.000	-1.8010	-2.81	0.011	-0.5773	-2.92	0.008	0.7737	3.62	0.002	0.2263
Z2													
79–85		1.77	0.127		-1.68	0.144		-1.85	0.113		3.08	0.022	
86–92		2.90	0.027		-2.81	0.031		-1.69	0.142		2.55	0.043	
93–99		3.48	0.013		-2.82	0.030		-3.28	0.017		0.88	0.414	
79–99		4.53	0.000		-4.18	0.000		-3.95	0.001		3.70	0.001	
Panel B3a: <i>OI</i> Fixed Effects													
<i>OI</i>													
			Non-Manu.			<i>NEG*OI</i>			<i>BP*OI</i>				
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	R-sq.
79–85	0.3946	3.11	0.002	-0.3383	-2.03	0.042	-0.1053	-1.01	0.311	0.7992	5.75	0.000	0.0653
86–92	4.5323	11.61	0.000	-5.5404	-9.59	0.000	-0.0801	-0.21	0.830	0.2089	0.53	0.600	0.1112
93–99	1.8366	10.62	0.000	-1.2401	-3.86	0.000	-0.6865	-4.75	0.000	0.2469	1.15	0.252	0.0745
79–99	1.1545	7.85	0.000	-0.9735	-6.08	0.000	-0.2818	-2.42	0.015	0.8856	6.02	0.000	0.0656
Panel B3b: <i>OI</i> Cross-section													
<i>OI</i>													
			Non-Manu.			<i>NEG*OI</i>			<i>BP*OI</i>				
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Adj. R-sq.
Z1													
79–85	0.3533	1.26	0.254	-0.2676	-0.98	0.364	-0.1899	-1.39	0.215	0.7020	5.42	0.002	0.2132
86–92	2.2042	2.49	0.047	-5.5029	-1.48	0.188	-0.4651	-2.62	0.040	0.7437	4.57	0.004	0.2197
93–99	1.6294	7.39	0.000	-0.8814	-2.95	0.026	-0.7629	-5.50	0.002	0.3626	2.99	0.024	0.1734
79–99	1.3957	4.01	0.001	-2.2173	-1.72	0.101	-0.4726	-4.80	0.000	0.6028	7.08	0.000	0.2021
Z2													
79–85		1.62	0.157		-0.89	0.410		-1.88	0.109		6.13	0.001	
86–92		2.91	0.027		-1.43	0.203		-2.15	0.075		4.40	0.005	
93–99		8.42	0.000		-2.84	0.029		-5.36	0.002		2.86	0.029	
79–99		5.44	0.000		-2.80	0.011		-4.65	0.000		6.28	0.000	

**Table 5 Value relevance of earnings levels conditional on negative and big surprise (continued)**

Panel C1a: <i>NI</i> Fixed Effects													
<i>NI</i>													
All													
<i>LOSS*NI</i>													
<i>NEG*NI</i>													
<i>BP*NI</i>													
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	R-sq.
79–85	0.5910	2.43	0.015	0.3467	1.03	0.305	-1.0120	-3.98	0.000	0.7508	2.76	0.006	0.0496
86–92	0.2032	1.18	0.237	-1.3496	-1.54	0.123	1.1167	1.48	0.138	2.5681	2.71	0.007	0.0233
93–99	2.9066	6.67	0.000	-0.5293	-1.06	0.287	-2.1550	-5.85	0.000	-1.9781	-4.68	0.000	0.0354
79–99	0.5176	1.39	0.166	-0.0516	-0.18	0.859	-0.2815	-0.79	0.430	0.9552	2.05	0.041	0.0302
Panel C1b: <i>NI</i> Cross-section													
<i>NI</i>													
All													
<i>LOSS*NI</i>													
<i>NEG*NI</i>													
<i>BP*NI</i>													
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Adj. R-sq.
Z1													
79–85	-0.0542	-0.11	0.917	0.6752	0.90	0.405	-0.4556	-1.08	0.323	1.2079	2.48	0.048	0.2046
86–92	1.3325	0.92	0.391	-3.2142	-0.94	0.385	0.3778	0.36	0.734	2.2785	2.20	0.071	0.2090
93–99	3.0330	5.43	0.002	-0.8880	-2.18	0.072	-1.8957	-5.10	0.002	-0.9239	-2.59	0.041	0.1653
79–99	1.4371	2.45	0.024	-1.1423	-0.97	0.342	-0.6578	-1.52	0.145	0.8542	1.77	0.092	0.1930
Z2													
79–85		0.37	0.724		1.44	0.201		-2.00	0.092		2.27	0.064	
86–92		1.06	0.331		-0.53	0.618		-0.32	0.756		1.80	0.122	
93–99		5.46	0.002		-2.15	0.075		-5.02	0.002		-2.71	0.035	
79–99		3.04	0.006		-0.59	0.560		-3.19	0.005		1.37	0.186	
Panel C2a: <i>NI</i> Fixed Effects													
<i>NI</i>													
Manu.													
<i>LOSS*NI</i>													
<i>NEG*NI</i>													
<i>BP*NI</i>													
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	R-sq.
79–85	0.4176	1.00	0.320	0.9648	1.89	0.059	-1.4953	-3.83	0.000	0.8505	2.25	0.025	0.0566
86–92	3.7453	2.88	0.004	-0.8364	-0.52	0.605	-2.8886	-2.74	0.006	-1.1014	-1.05	0.294	0.0310
93–99	4.0463	6.27	0.000	-1.0991	-2.36	0.018	-2.5949	-4.62	0.000	-2.5430	-4.23	0.000	0.0427
79–99	2.7994	8.35	0.000	-0.6259	-1.69	0.091	-2.0932	-6.58	0.000	-1.0258	-2.92	0.004	0.0455
Panel C2b: <i>NI</i> Cross-section													
<i>NI</i>													
Manu.													
<i>LOSS*NI</i>													
<i>NEG*NI</i>													
<i>BP*NI</i>													
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Adj. R-sq.
Z1													
79–85	0.0060	0.01	0.995	0.9945	0.94	0.386	-0.7859	-1.64	0.152	1.2133	1.68	0.145	0.2124
86–92	2.9543	1.68	0.144	-3.3527	-0.96	0.373	-0.7932	-0.71	0.507	1.0999	0.82	0.441	0.1726
93–99	4.0852	3.26	0.017	-1.0869	-1.62	0.157	-2.5067	-3.48	0.013	-2.0586	-2.38	0.054	0.1968
79–99	2.3485	2.83	0.010	-1.1484	-0.93	0.364	-1.3619	-2.82	0.011	0.0848	0.13	0.897	0.1939
Z2													
79–85		0.37	0.726		1.52	0.179		-2.59	0.041		1.60	0.162	
86–92		1.66	0.148		-0.77	0.472		-1.20	0.274		0.26	0.801	
93–99		2.90	0.027		-1.76	0.128		-3.19	0.019		-2.01	0.091	
79–99		2.92	0.008		-0.61	0.552		-3.87	0.001		-0.19	0.855	

**Table 5 Value relevance of earnings levels conditional on negative and big surprise (continued)**

Panel C3a: <i>NI</i>													
Fixed Effects				Non-Manu.			<i>NEG*NI</i>			<i>BP*NI</i>			R-sq.
<i>NI</i>				<i>LOSS*NI</i>									
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	0.7534	2.94	0.003	-0.2790	-0.77	0.443	-0.4179	-1.28	0.201	0.8399	2.86	0.004	0.0384
86–92	0.1662	1.25	0.212	-3.5496	-3.50	0.000	3.0554	3.47	0.001	3.4994	3.05	0.002	0.0266
93–99	2.4464	5.20	0.000	-0.3105	-0.61	0.541	-1.9710	-4.68	0.000	-1.6992	-3.55	0.000	0.0382
79–99	0.3167	1.33	0.184	0.0920	0.21	0.832	-0.1605	-0.40	0.691	0.9229	1.49	0.135	0.0228
Panel C3b: <i>NI</i>													
Cross-section				Non-Manu.			<i>NEG*NI</i>			<i>BP*NI</i>			Adj. R-sq.
<i>NI</i>				<i>LOSS*NI</i>									
Z1	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	0.1077	0.18	0.863	-0.1794	-0.49	0.640	-0.3733	-1.02	0.347	1.2187	3.65	0.011	0.1821
86–92	0.6546	0.51	0.629	-7.7217	-1.36	0.222	0.8401	0.77	0.469	2.5509	2.62	0.039	0.1841
93–99	2.6528	10.22	0.000	-0.8078	-2.86	0.029	-1.7114	-4.94	0.003	-0.3602	-1.13	0.300	0.1350
79–99	1.1383	2.20	0.040	-2.9030	-1.49	0.153	-0.4149	-0.93	0.362	1.1365	2.63	0.016	0.1671
Z2													
79–85		0.68	0.523		0.03	0.978		-1.69	0.142		3.96	0.007	
86–92		0.49	0.640		-0.82	0.444		0.03	0.980		2.37	0.055	
93–99		8.50	0.000		-2.47	0.048		-5.73	0.001		-0.92	0.394	
79–99		2.92	0.008		-1.43	0.169		-2.82	0.011		2.59	0.017	

**Table 6 Value relevance of earnings changes conditional on losses of previous year**

Panel A1a:	Fixed Effects			All			NEG* OP			PL*NEG* OP			R-sq.
	OP			PL* OP			OP			OP			
	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
79-85	1.2661	4.81	0.000	-0.6709	-2.20	0.028	-1.0272	-3.25	0.001	0.3212	0.93	0.354	0.0693
86-92	7.8404	11.82	0.000	-5.3646	-4.42	0.000	-8.2968	-10.99	0.000	3.7813	2.22	0.026	0.0948
93-99	3.3837	8.72	0.000	-3.2629	-8.26	0.000	-2.4342	-5.60	0.000	3.6453	7.74	0.000	0.0599
79-99	2.0345	6.15	0.000	-1.3786	-3.85	0.000	-1.5561	-4.22	0.000	1.1721	2.88	0.004	0.0513
Panel A1b:	Cross-section			All			NEG* OP			PL*NEG* OP			Adj. R-sq.
	OP			PL* OP			OP			OP			
	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
Z1													
79-85	1.7102	4.24	0.005	-0.9914	-3.78	0.009	-1.2618	-2.57	0.042	1.3468	1.74	0.132	0.2227
86-92	5.4073	3.55	0.012	-2.7965	-4.71	0.003	-5.2582	-2.08	0.083	-22.6008	-0.95	0.377	0.2228
93-99	4.0832	6.21	0.001	-3.3295	-5.81	0.002	-3.0987	-4.82	0.003	4.4779	9.68	0.000	0.1892
79-99	3.7336	5.84	0.000	-2.3725	-6.69	0.000	-3.2062	-3.50	0.002	-5.5920	-0.70	0.491	0.2116
Z2													
79-85		8.28	0.000		-4.73	0.003		-2.41	0.052		1.76	0.130	
86-92		4.99	0.002		-3.81	0.009		-3.48	0.013		-0.73	0.495	
93-99		21.07	0.000		-7.30	0.000		-15.91	0.000		11.81	0.000	
79-99		11.06	0.000		-7.33	0.000		-7.04	0.000		1.36	0.190	
Panel A2a:	Fixed Effects			Manu.			NEG* OP			PL*NEG* OP			R-sq.
	OP			PL* OP			OP			OP			
	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
79-85	2.2013	6.51	0.000	-1.4858	-3.51	0.000	-1.9072	-4.61	0.000	0.9971	2.06	0.040	0.1269
86-92	9.0345	9.40	0.000	-3.5631	-2.07	0.038	-9.2166	-8.55	0.000	1.7626	0.80	0.423	0.1539
93-99	3.7909	8.33	0.000	-3.4838	-7.32	0.000	-2.5744	-4.84	0.000	3.4171	5.87	0.000	0.0582
79-99	3.0506	8.11	0.000	-2.1562	-4.56	0.000	-2.5590	-5.92	0.000	1.7252	3.31	0.001	0.0910
Panel A2b:	Cross-section			Manu.			NEG* OP			PL*NEG* OP			Adj. R-sq.
	OP			PL* OP			OP			OP			
	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
Z1													
79-85	2.5501	4.20	0.006	-1.6396	-3.39	0.015	-1.9745	-3.13	0.020	2.0055	2.95	0.025	0.2838
86-92	5.8578	4.59	0.004	-2.7644	-2.55	0.043	-5.7326	-3.47	0.013	-27.7071	-1.00	0.362	0.2073
93-99	5.2548	4.20	0.006	-4.4820	-3.25	0.018	-3.6110	-2.61	0.040	5.4629	4.88	0.003	0.2280
79-99	4.5543	6.72	0.000	-2.9620	-4.69	0.000	-3.7727	-4.78	0.000	-5.6982	-0.67	0.509	0.2397
Z2													
79-85		7.19	0.000		-3.75	0.009		-3.77	0.009		3.74	0.010	
86-92		4.57	0.004		-2.32	0.059		-4.86	0.003		-0.87	0.423	
93-99		8.39	0.000		-3.72	0.010		-3.63	0.011		4.90	0.003	
79-99		10.86	0.000		-5.55	0.000		-7.23	0.000		0.79	0.440	

**Table 6 Value relevance of earnings changes conditional on losses of previous year (continued)**

Panel A3a:	Fixed Effects			Non-Manu.			NEG* OP			PL*NEG* OP			R-sq.
	OP			PL* OP			OP			OP			
	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
79-85	0.4251	2.92	0.004	-0.0218	-0.09	0.931	-0.2342	-1.09	0.278	-0.1585	-0.39	0.698	0.0232
86-92	6.7483	7.91	0.000	-5.6238	-5.48	0.000	-7.7827	-7.87	0.000	2.7541	1.22	0.221	0.0606
93-99	3.1789	6.04	0.000	-3.1825	-5.98	0.000	-2.4065	-4.17	0.000	3.9372	6.01	0.000	0.0667
79-99	1.1593	3.63	0.000	-0.7958	-2.29	0.022	-0.7086	-1.98	0.048	0.9702	2.14	0.033	0.0228
Panel A3b:	Cross-section			Non-Manu.			NEG* OP			PL*NEG* OP			Adj. R-sq.
	OP			PL* OP			OP			OP			
	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
Z1													
79-85	1.1951	2.70	0.036	-0.9172	-1.18	0.284	-0.9912	-1.89	0.107	-5.5176	-0.50	0.644	0.1751
86-92	5.6479	2.70	0.036	-3.9963	-1.50	0.185	-6.0218	-1.54	0.175	-10.8542	-0.63	0.552	0.1890
93-99	3.4433	7.83	0.000	-2.5103	-5.52	0.003	-2.6987	-6.15	0.001	3.9278	2.45	0.050	0.1554
79-99	3.4288	4.28	0.000	-2.4746	-2.59	0.018	-3.2372	-2.41	0.026	-4.0038	-0.59	0.563	0.1731
Z2													
79-85		2.42	0.052		-0.50	0.635		-1.31	0.238		-0.59	0.585	
86-92		3.32	0.016		-1.87	0.111		-2.20	0.071		-0.29	0.780	
93-99		23.60	0.000		-6.01	0.001		-15.76	0.000		3.37	0.015	
79-99		6.27	0.000		-3.34	0.003		-4.71	0.000		-0.39	0.704	
Panel B1a:	Fixed Effects			All			NEG* OI			PL*NEG* OI			R-sq.
	OI			PL* OI			OI			OI			
	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
79-85	1.7908	5.46	0.000	-0.9104	-2.43	0.015	-1.2520	-3.26	0.001	0.2326	0.54	0.589	0.0905
86-92	9.2315	12.89	0.000	-7.6893	-7.90	0.000	-8.6671	-10.58	0.000	6.6896	6.14	0.000	0.1065
93-99	4.3430	9.91	0.000	-4.0520	-9.11	0.000	-3.1820	-6.41	0.000	3.8255	7.35	0.000	0.0733
79-99	3.3544	7.53	0.000	-2.4835	-5.31	0.000	-2.4918	-5.08	0.000	1.7096	3.32	0.001	0.0715
Panel B1b:	Cross-section			All			NEG* OI			PL*NEG* OI			Adj. R-sq.
	OI			PL* OI			OI			OI			
	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
Z1													
79-85	2.1993	3.70	0.010	-1.2254	-3.36	0.015	-1.5824	-2.26	0.064	0.6481	1.05	0.333	0.2414
86-92	6.5441	4.23	0.006	-3.6117	-4.15	0.006	-7.0260	-2.51	0.046	6.4279	3.58	0.012	0.2280
93-99	4.6891	10.77	0.000	-2.7668	-2.26	0.065	-3.5332	-8.58	0.000	4.2487	8.06	0.000	0.1976
79-99	4.4775	6.66	0.000	-2.5346	-4.73	0.000	-4.0472	-3.85	0.001	3.7749	4.60	0.000	0.2224
Z2													
79-85		5.25	0.002		-4.17	0.006		-2.41	0.053		1.46	0.196	
86-92		4.79	0.003		-4.41	0.005		-2.81	0.031		3.27	0.017	
93-99		10.50	0.000		-6.30	0.001		-12.16	0.000		8.14	0.000	
79-99		10.17	0.000		-6.42	0.000		-6.20	0.000		5.29	0.000	

**Table 6** Value relevance of earnings changes conditional on losses of previous year (continued)

Panel B2a:														
	<i>OI</i>	Fixed Effects			Manu.			<i>NEG* OI</i>			<i>PL*NEG* OI</i>			R-sq.
		<i>OI</i>			<i>PL* OI</i>			<i>NEG* OI</i>			<i>PL*NEG* OI</i>			
		Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	1.9725	4.28	0.000	-0.8982	-1.65	0.099	-1.1625	-1.93	0.054	-0.0397	-0.06	0.952	0.1170	
86–92	9.9180	9.15	0.000	-7.7253	-4.18	0.000	-9.1504	-7.66	0.000	6.3055	3.26	0.001	0.1405	
93–99	4.5159	8.72	0.000	-3.8965	-6.99	0.000	-3.1754	-5.16	0.000	3.5699	5.45	0.000	0.0645	
79–99	3.5706	5.28	0.000	-2.3886	-3.27	0.001	-2.6131	-3.45	0.001	1.4385	1.80	0.073	0.0922	
Panel B2b:														
	<i>OI</i>	Cross-section			Manu.			<i>NEG* OI</i>			<i>PL*NEG* OI</i>			Adj. R-sq.
		<i>OI</i>			<i>PL* OI</i>			<i>NEG* OI</i>			<i>PL*NEG* OI</i>			
		Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
Z1														
79–85	2.8991	3.44	0.014	-1.5408	-2.28	0.063	-2.0293	-2.35	0.057	1.0152	1.40	0.211	0.2793	
86–92	7.2509	5.39	0.002	-3.8576	-2.28	0.063	-7.5224	-4.05	0.007	4.9732	1.77	0.138	0.2002	
93–99	5.6076	6.56	0.001	-4.6035	-5.35	0.002	-3.9985	-4.96	0.003	6.4863	3.12	0.020	0.2238	
79–99	5.2525	7.53	0.000	-3.3340	-4.75	0.000	-4.5167	-5.24	0.000	4.1175	3.42	0.003	0.2344	
Z2														
79–85		8.78	0.000		-2.94	0.026		-2.28	0.063		1.12	0.305		
86–92		6.07	0.001		-2.50	0.047		-4.30	0.005		1.75	0.140		
93–99		8.96	0.000		-4.33	0.005		-7.26	0.000		8.86	0.000		
79–99		13.11	0.000		-5.24	0.000		-6.87	0.000		4.20	0.000		
Panel B3a:														
	<i>OI</i>	Fixed Effects			Non-Manu.			<i>NEG* OI</i>			<i>PL*NEG* OI</i>			R-sq.
		<i>OI</i>			<i>PL* OI</i>			<i>NEG* OI</i>			<i>PL*NEG* OI</i>			
		Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	1.4881	3.23	0.001	-1.1301	-2.47	0.014	-1.1421	-2.23	0.026	0.5992	1.05	0.294	0.0532	
86–92	8.5682	8.67	0.000	-7.5592	-7.12	0.000	-8.9903	-6.84	0.000	8.0918	5.90	0.000	0.0750	
93–99	4.2682	7.10	0.000	-4.1726	-6.93	0.000	-3.2365	-4.84	0.000	4.0015	5.62	0.000	0.0891	
79–99	3.0919	5.37	0.000	-2.7406	-4.79	0.000	-2.3070	-3.68	0.000	2.2942	3.64	0.000	0.0530	
Panel B3b:														
	<i>OI</i>	Cross-section			Non-Manu.			<i>NEG* OI</i>			<i>PL*NEG* OI</i>			Adj. R-sq.
		<i>OI</i>			<i>PL* OI</i>			<i>NEG* OI</i>			<i>PL*NEG* OI</i>			
		Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
Z1														
79–85	1.8924	3.08	0.022	-1.5176	-2.77	0.032	-0.4326	-0.44	0.672	1.0475	0.68	0.519	0.2015	
86–92	6.0974	3.29	0.017	-3.9229	-2.95	0.026	-6.7705	-1.75	0.131	-1.4550	-0.15	0.887	0.2039	
93–99	4.1522	12.05	0.000	-3.5733	-10.06	0.000	-3.1939	-8.14	0.000	3.6705	4.54	0.004	0.1679	
79–99	4.0473	5.51	0.000	-3.0046	-5.72	0.000	-3.4657	-2.48	0.022	1.0877	0.34	0.736	0.1911	
Z2														
79–85		2.60	0.041		-2.42	0.052		-2.00	0.092		1.73	0.135		
86–92		3.71	0.010		-2.92	0.027		-2.23	0.067		0.25	0.808		
93–99		13.46	0.000		-7.31	0.000		-10.12	0.000		4.27	0.005		
79–99		7.13	0.000		-5.78	0.000		-5.06	0.000		3.05	0.006		

**Table 6 Value relevance of earnings changes conditional on losses of previous year (continued)**

Panel C1a:	NI	Fixed Effects			All			NEG* NI			PL*NEG* NI			R-sq.
		NI			PL* NI			NEG* NI			PL*NEG* NI			
		Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
79-85	1.1198	2.30	0.021	-0.6362	-1.27	0.203	-0.5851	-1.03	0.303	-0.0335	-0.06	0.953	0.0337	
86-92	0.2543	1.15	0.250	0.2064	0.52	0.606	-0.1603	-0.63	0.531	-0.2364	-0.47	0.639	0.0033	
93-99	0.4845	1.19	0.233	-0.4254	-1.05	0.294	-0.1511	-0.36	0.716	0.5617	1.31	0.190	0.0148	
79-99	0.5317	1.72	0.086	-0.2830	-0.90	0.369	-0.1574	-0.48	0.634	0.0432	0.12	0.902	0.0106	
Panel C1b:	NI	Cross-section			All			NEG* NI			PL*NEG* NI			Adj. R-sq.
		NI			PL* NI			NEG* NI			PL*NEG* NI			
		Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
Z1														
79-85	1.7793	2.37	0.056	-1.2151	-1.73	0.134	-1.2087	-1.42	0.204	0.8147	1.02	0.347	0.2042	
86-92	3.1616	2.12	0.078	-2.1270	-2.41	0.053	-4.0400	-2.08	0.082	1.6732	1.14	0.305	0.1681	
93-99	4.2573	5.31	0.002	-4.0510	-4.78	0.003	-3.6773	-4.92	0.003	4.2233	4.32	0.005	0.1433	
79-99	3.0661	4.88	0.000	-2.4644	-4.75	0.000	-2.9753	-3.90	0.001	2.2653	3.34	0.003	0.1719	
Z2														
79-85		5.38	0.002		-1.76	0.129		-1.32	0.235		0.37	0.726		
86-92		4.12	0.006		-3.25	0.017		-1.84	0.115		2.47	0.056		
93-99		6.67	0.001		-5.62	0.001		-4.21	0.006		5.34	0.002		
79-99		9.13	0.000		-5.26	0.000		-3.96	0.001		3.37	0.003		
Panel C2a:	NI	Fixed Effects			Manu.			NEG* NI			PL*NEG* NI			R-sq.
		NI			PL* NI			NEG* NI			PL*NEG* NI			
		Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
79-85	0.9577	2.04	0.042	-0.3764	-0.74	0.457	-0.5316	-0.95	0.341	-0.2146	-0.37	0.714	0.0369	
86-92	8.0608	3.84	0.000	-7.6120	-3.60	0.000	-7.7591	-3.59	0.000	7.2319	3.18	0.002	0.0429	
93-99	1.5173	1.31	0.189	-1.3612	-1.18	0.237	-0.7615	-0.64	0.521	1.0285	0.87	0.384	0.0228	
79-99	1.6797	2.37	0.018	-1.1900	-1.66	0.097	-1.1133	-1.49	0.135	0.6667	0.88	0.377	0.0250	
Panel C2b:	NI	Cross-section			Manu.			NEG* NI			PL*NEG* NI			Adj. R-sq.
		NI			PL* NI			NEG* NI			PL*NEG* NI			
		Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
Z1														
79-85	2.0883	2.96	0.025	-1.4002	-2.02	0.090	-1.4596	-1.71	0.139	0.8870	0.92	0.395	0.2177	
86-92	5.8336	2.98	0.025	-4.4868	-3.53	0.012	-6.6797	-2.68	0.037	7.0369	1.76	0.138	0.1453	
93-99	3.7651	3.54	0.012	-3.3840	-2.89	0.028	-2.9168	-2.73	0.034	3.4617	2.69	0.036	0.1630	
79-99	3.8956	4.78	0.000	-3.0903	-4.72	0.000	-3.6854	-3.59	0.002	3.6331	2.66	0.015	0.1754	
Z2														
79-85		4.66	0.003		-1.44	0.199		-0.83	0.438		-0.17	0.871		
86-92		4.09	0.006		-4.41	0.005		-3.12	0.021		2.70	0.043		
93-99		4.90	0.003		-3.42	0.014		-1.89	0.107		2.57	0.042		
79-99		8.06	0.000		-4.35	0.000		-3.09	0.006		2.01	0.058		



**Table 6** Value relevance of earnings changes conditional on losses of previous year (continued)

Panel C3a:														
	<i>NI</i>	Fixed Effects			Non-Manu.			<i>NEG* NI</i>			<i>PL*NEG* NI</i>			R-sq.
		<i>NI</i>			<i>PL* NI</i>									
		Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	2.1137	3.16	0.002	-1.8985	-2.84	0.005	-1.2459	-1.67	0.095	1.0964	1.45	0.149	0.0354	
86–92	0.1215	1.23	0.219	0.8004	1.25	0.213	-0.1268	-1.13	0.260	-0.7834	-1.07	0.285	0.0032	
93–99	0.3452	1.08	0.280	-0.3109	-0.97	0.332	-0.1050	-0.32	0.749	0.6399	1.84	0.065	0.0142	
79–99	0.2735	1.49	0.135	-0.2374	-1.28	0.201	0.0223	0.10	0.917	0.3877	1.50	0.135	0.0070	
Panel C3b:														
	<i>NI</i>	Cross-section			Non-Manu.			<i>NEG* NI</i>			<i>PL*NEG* NI</i>			Adj. R-sq.
		<i>NI</i>			<i>PL* NI</i>									
		Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
Z1														
79–85	1.9234	1.48	0.190	-1.7102	-1.52	0.179	-1.2741	-0.95	0.380	0.7480	0.32	0.758	0.1842	
86–92	1.9153	1.41	0.208	-1.6751	-1.20	0.275	-3.0753	-1.23	0.266	-591.2308	-0.99	0.367	0.1633	
93–99	5.2810	5.16	0.002	-4.9329	-4.97	0.003	-4.7383	-4.47	0.004	4.5250	4.72	0.003	0.1218	
79–99	3.0399	3.98	0.001	-2.7727	-3.79	0.001	-3.0292	-3.00	0.007	-175.5237	-0.98	0.339	0.1564	
Z2														
79–85		2.32	0.059		-2.42	0.052		-1.38	0.216		2.25	0.066		
86–92		1.87	0.111		-2.05	0.086		-0.17	0.869		-0.70	0.517		
93–99		6.44	0.001		-5.82	0.001		-4.21	0.006		6.54	0.001		
79–99		5.03	0.000		-5.29	0.000		-2.51	0.021		0.62	0.545		

**Table 7 Value relevance of earnings levels conditional on losses of previous year**

Panel A1a: <i>OP</i> Fixed Effects													
<i>OP</i>			All			<i>LOSS*OP</i>			<i>PL*LOSS*OP</i>			R-sq.	
Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value		
79–85	0.7307	8.01	0.000	0.6253	2.32	0.020	-1.0845	-3.17	0.002	-1.0689	-6.45	0.000	0.0471
86–92	3.4359	16.92	0.000	5.7648	2.39	0.017	-4.6877	-9.80	0.000	-5.8412	-8.88	0.000	0.1184
93–99	1.2349	12.62	0.000	1.1245	2.61	0.009	-0.5062	-2.39	0.017	-0.9961	-5.17	0.000	0.0303
79–99	1.0568	15.05	0.000	0.6899	1.97	0.048	-0.9094	-4.31	0.000	-1.2188	-10.08	0.000	0.0534
Panel A1b: <i>OP</i> Cross-section													
<i>OP</i>			All			<i>LOSS*OP</i>			<i>PL*LOSS*OP</i>			Adj. R-sq.	
Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value		
Z1													
79–85	0.8400	4.73	0.003	1.2547	2.52	0.045	-0.5344	-1.59	0.164	-0.9813	-4.32	0.005	0.2193
86–92	2.2852	2.97	0.025	3.4619	1.70	0.140	-3.2585	-3.41	0.014	-7.7530	-1.46	0.194	0.2166
93–99	1.1404	11.85	0.000	1.8053	2.56	0.043	-0.6338	-2.71	0.035	-0.7647	-3.23	0.018	0.1580
79–99	1.4219	4.95	0.000	2.1739	2.98	0.007	-1.4755	-3.41	0.003	-3.1663	-1.73	0.099	0.1980
Z2													
79–85		6.68	0.001		3.54	0.012		-1.60	0.162		-3.78	0.009	
86–92		4.06	0.007		1.38	0.216		-2.60	0.041		-3.83	0.009	
93–99		11.29	0.000		2.34	0.058		-2.58	0.042		-3.19	0.019	
79–99		10.08	0.000		3.58	0.002		-4.02	0.001		-6.45	0.000	
Panel A2a: <i>OP</i> Fixed Effects													
<i>OP</i>			Manu.			<i>LOSS*OP</i>			<i>PL*LOSS*OP</i>			R-sq.	
Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value		
79–85	1.0980	7.89	0.000	1.1495	2.18	0.029	-1.5784	-3.54	0.000	-1.5676	-5.60	0.000	0.0846
86–92	3.6927	11.21	0.000	11.0180	2.54	0.011	-5.2128	-6.92	0.000	-6.1128	-6.98	0.000	0.1463
93–99	1.8899	10.36	0.000	1.0586	1.99	0.046	-1.2187	-3.39	0.001	-1.7646	-6.71	0.000	0.0513
79–99	1.4673	13.88	0.000	1.4481	2.22	0.026	-1.5637	-5.55	0.000	-1.7744	-9.98	0.000	0.0900
Panel A2b: <i>OP</i> Cross-section													
<i>OP</i>			Manu.			<i>LOSS*OP</i>			<i>PL*LOSS*OP</i>			Adj. R-sq.	
Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value		
Z1													
79–85	1.2153	6.55	0.001	1.2904	2.29	0.062	-0.4719	-0.74	0.487	-1.9221	-4.92	0.003	0.2496
86–92	2.6985	3.40	0.014	7.1391	1.98	0.095	-4.1676	-4.61	0.004	-9.8504	-1.75	0.131	0.2071
93–99	1.9315	6.15	0.001	1.7573	1.91	0.104	-0.9896	-1.11	0.310	-1.6908	-3.99	0.007	0.2046
79–99	1.9484	6.34	0.000	3.3956	2.55	0.019	-1.8764	-3.24	0.004	-4.4878	-2.27	0.035	0.2205
Z2													
79–85		10.56	0.000		1.21	0.272		-1.16	0.290		-5.72	0.001	
86–92		4.49	0.004		1.28	0.248		-3.84	0.009		-5.07	0.002	
93–99		5.31	0.002		1.21	0.271		-2.34	0.058		-4.19	0.006	
79–99		9.84	0.000		2.22	0.038		-3.92	0.001		-8.75	0.000	

**Table 7 Value relevance of earnings levels conditional on losses of previous year (continued)**

Panel A3a: <i>OP</i>													
Fixed Effects				Non-Manu.			<i>LOSS*OP</i>			<i>PL*LOSS*OP</i>			R-sq.
<i>OP</i>				<i>PL*OP</i>									
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	0.4122	4.37	0.000	0.3849	1.39	0.164	-0.5380	-1.45	0.149	-0.6498	-3.30	0.001	0.0347
86–92	3.3254	13.03	0.000	1.8290	1.64	0.102	-4.2621	-8.16	0.000	-5.8479	-6.05	0.000	0.1023
93–99	1.0127	9.37	0.000	0.9526	1.37	0.171	-0.3530	-1.44	0.149	-0.7334	-2.41	0.016	0.0365
79–99	0.7451	9.51	0.000	0.2639	0.96	0.338	-0.2363	-1.02	0.309	-0.7869	-4.40	0.000	0.0350
Panel A3b: <i>OP</i>													
Cross-section				Non-Manu.			<i>LOSS*OP</i>			<i>PL*LOSS*OP</i>			Adj. R-sq.
<i>OP</i>				<i>PL*OP</i>									
Z1	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	0.5746	2.29	0.062	0.1384	0.17	0.870	-0.4099	-1.05	0.334	-2.6147	-1.12	0.315	0.1841
86–92	2.0530	2.66	0.037	4.1344	2.33	0.067	-28.7567	-1.43	0.202	-9.3506	-1.50	0.183	0.1901
93–99	0.8273	10.22	0.000	1.7686	3.07	0.022	-0.3196	-1.23	0.266	-0.5882	-1.82	0.118	0.1166
79–99	1.1517	3.90	0.001	2.0009	2.79	0.012	-9.8288	-1.40	0.177	-4.2630	-1.82	0.084	0.1636
Z2													
79–85		2.87	0.029		0.13	0.902		-1.22	0.268		-0.53	0.618	
86–92		3.69	0.010		1.42	0.214		-1.04	0.339		-1.62	0.157	
93–99		9.64	0.000		1.67	0.145		-1.10	0.313		-1.59	0.163	
79–99		7.31	0.000		2.14	0.046		-1.90	0.072		-1.90	0.073	
Panel B1a: <i>OI</i>													
Fixed Effects				All			<i>LOSS*OI</i>			<i>PL*LOSS*OI</i>			R-sq.
<i>OI</i>				<i>PL*OI</i>									
	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	0.8420	7.39	0.000	1.8630	5.02	0.000	-0.4236	-2.02	0.044	-1.0394	-7.08	0.000	0.0650
86–92	4.6265	18.04	0.000	8.0091	2.78	0.006	-5.0601	-10.65	0.000	-6.3488	-13.39	0.000	0.1341
93–99	1.8647	14.23	0.000	1.6600	3.21	0.001	-1.3803	-6.12	0.000	-1.8145	-9.34	0.000	0.0443
79–99	1.6787	16.66	0.000	1.7896	4.64	0.000	-1.2317	-7.66	0.000	-1.8719	-14.66	0.000	0.0672
Panel B1b: <i>OI</i>													
Cross-section				All			<i>LOSS*OI</i>			<i>PL*LOSS*OI</i>			Adj. R-sq.
<i>OI</i>				<i>PL*OI</i>									
Z1	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	
79–85	0.8332	3.18	0.019	1.6537	3.40	0.015	-0.0908	-0.19	0.858	-0.8524	-3.23	0.018	0.2161
86–92	2.7604	3.26	0.017	9.2254	1.65	0.150	-4.1722	-1.95	0.099	-4.1098	-2.09	0.082	0.2320
93–99	1.7550	7.99	0.000	2.4456	1.67	0.145	-1.2959	-3.67	0.010	-1.6035	-5.33	0.002	0.1833
79–99	1.7829	5.27	0.000	4.4416	2.24	0.037	-1.8530	-2.31	0.031	-2.1886	-3.09	0.006	0.2105
Z2													
79–85		4.75	0.003		4.66	0.003		-0.98	0.366		-4.22	0.006	
86–92		3.71	0.010		3.38	0.015		-2.49	0.047		-3.81	0.009	
93–99		6.07	0.001		2.68	0.037		-3.81	0.009		-1.78	0.126	
79–99		7.11	0.000		6.15	0.000		-4.05	0.001		-4.78	0.000	

**Table 7 Value relevance of earnings levels conditional on losses of previous year (continued)**

Panel B2a: <i>OI</i>														
Fixed Effects				Manu.			<i>LOSS*OI</i>			<i>PL*LOSS*OI</i>			R-sq.	
<i>OI</i>				<i>PL*OI</i>										
Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value		Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value		
79–85	0.9383	5.58	0.000	2.9820	5.18	0.000	-0.5984	-1.47	0.142	-1.2416	-5.25	0.000	0.1155	
86–92	4.7478	11.80	0.000	13.1421	3.00	0.003	-5.2633	-8.37	0.000	-6.7277	-9.37	0.000	0.1649	
93–99	1.9677	8.98	0.000	1.9703	2.54	0.011	-1.2112	-3.14	0.002	-1.8465	-6.67	0.000	0.0599	
79–99	1.8406	11.34	0.000	2.9897	4.71	0.000	-1.4530	-5.31	0.000	-2.1197	-10.15	0.000	0.1018	
Panel B2b: <i>OI</i>														
Cross-section				Manu.			<i>LOSS*OI</i>			<i>PL*LOSS*OI</i>			Adj. R-sq.	
<i>OI</i>				<i>PL*OI</i>										
Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value		Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value		
Z1														
79–85	1.0962	3.41	0.014	2.9857	3.59	0.011	0.4227	0.70	0.513	-1.3090	-4.42	0.004	0.2588	
86–92	2.9750	3.51	0.013	9.2928	1.58	0.165	-3.4914	-2.77	0.033	-4.3304	-2.46	0.049	0.1982	
93–99	2.0651	3.69	0.010	1.7673	1.75	0.131	-1.0598	-1.03	0.344	-1.8393	-2.87	0.028	0.2131	
79–99	2.0454	5.41	0.000	4.6820	2.29	0.033	-1.3761	-2.09	0.049	-2.4929	-3.73	0.001	0.2234	
Z2														
79–85		6.13	0.001		4.35	0.005		-0.02	0.987		-4.41	0.005		
86–92		3.86	0.008		2.09	0.082		-4.18	0.006		-3.55	0.012		
93–99		3.40	0.014		2.55	0.043		-1.74	0.133		-3.32	0.016		
79–99		6.24	0.000		5.01	0.000		-2.92	0.009		-6.16	0.000		
Panel B3a: <i>OI</i>														
Fixed Effects				Non-Manu.			<i>LOSS*OI</i>			<i>PL*LOSS*OI</i>			R-sq.	
<i>OI</i>				<i>PL*OI</i>										
Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value		Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value		
79–85	0.7155	4.66	0.000	0.0103	0.07	0.945	-0.2095	-0.92	0.357	-0.7809	-4.24	0.000	0.0294	
86–92	4.5926	13.80	0.000	2.5125	1.88	0.060	-4.8184	-5.04	0.000	-5.8869	-10.01	0.000	0.1132	
93–99	1.8129	11.09	0.000	1.0854	1.78	0.075	-1.5079	-5.70	0.000	-1.8662	-6.10	0.000	0.0567	
79–99	1.5267	12.05	0.000	-0.1631	-0.70	0.483	-1.0424	-5.49	0.000	-1.6172	-10.30	0.000	0.0475	
Panel B3b: <i>OI</i>														
Cross-section				Non-Manu.			<i>LOSS*OI</i>			<i>PL*LOSS*OI</i>			Adj. R-sq.	
<i>OI</i>				<i>PL*OI</i>										
Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value		Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	Coef.	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value		
Z1														
79–85	0.7243	1.87	0.110	1.6144	1.85	0.114	-0.1649	-0.28	0.786	-0.8505	-2.48	0.048	0.1759	
86–92	2.6643	2.85	0.029	7.2318	1.49	0.187	-11.0814	-1.87	0.121	-6.4116	-1.68	0.143	0.2111	
93–99	1.6180	10.39	0.000	3.6959	1.87	0.111	-1.4001	-5.11	0.002	-1.6284	-5.81	0.001	0.1527	
79–99	1.6689	4.52	0.000	4.1807	2.38	0.028	-3.8722	-1.93	0.068	-2.9635	-2.23	0.038	0.1799	
Z2														
79–85		2.17	0.073		1.34	0.228		-1.15	0.294		-2.57	0.042		
86–92		3.10	0.021		2.57	0.042		-1.35	0.236		-2.80	0.031		
93–99		9.58	0.000		3.03	0.023		-4.33	0.005		-6.19	0.001		
79–99		6.15	0.000		3.99	0.001		-3.15	0.005		-5.85	0.000		

**Table 7 Value relevance of earnings levels conditional on losses of previous year (continued)**

Panel C1a: NI													
Fixed Effects			All				LOSS*NI			PL*LOSS*NI			R-sq.
NI			PL*NI										
	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
79-85	0.8537	3.40	0.001	1.0970	2.85	0.004	-0.2254	-0.61	0.543	-0.9851	-3.60	0.000	0.0406
86-92	0.4759	1.16	0.247	0.5291	0.70	0.481	0.2076	0.41	0.682	-1.0121	-1.74	0.082	0.0076
93-99	1.0486	1.58	0.115	0.1472	0.22	0.828	-0.8209	-1.18	0.237	-0.7370	-1.05	0.296	0.0237
79-99	0.8470	2.12	0.034	0.8809	1.86	0.064	-0.4598	-1.07	0.284	-0.7509	-1.77	0.077	0.0241
Panel C1b: NI													
Cross-section			All				LOSS*NI			PL*LOSS*NI			Adj. R-sq.
NI			PL*NI										
Z1	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
79-85	0.9780	2.62	0.040	0.5428	1.14	0.298	-0.5040	-1.41	0.209	-0.9069	-2.24	0.066	0.1886
86-92	2.8354	1.64	0.152	3.0409	1.41	0.209	-4.8337	-1.61	0.159	-5.8826	-1.24	0.261	0.1999
93-99	2.2528	4.04	0.007	-0.7354	-1.07	0.327	-1.8220	-3.08	0.022	-1.9291	-3.22	0.018	0.1571
79-99	2.0220	3.31	0.004	0.9494	1.17	0.256	-2.3866	-2.26	0.035	-2.9062	-1.83	0.083	0.1819
Z2													
79-85		4.40	0.005		1.25	0.257		1.25	0.257		-3.18	0.019	
86-92		2.17	0.073		0.09	0.935		0.09	0.935		-1.62	0.155	
93-99		3.53	0.012		-1.14	0.296		-1.14	0.296		-3.18	0.019	
79-99		4.87	0.000		-0.64	0.527		-0.64	0.527		-4.22	0.000	
Panel C2a: NI													
Fixed Effects			Manu.				LOSS*NI			PL*LOSS*NI			R-sq.
NI			PL*NI										
	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
79-85	0.7285	2.67	0.008	1.6327	3.13	0.002	0.0541	0.12	0.902	-0.9025	-3.00	0.003	0.0543
86-92	5.5523	6.81	0.000	-4.4522	-4.22	0.000	-5.2484	-5.90	0.000	-6.5697	-6.33	0.000	0.0446
93-99	2.0423	2.68	0.007	-0.9542	-1.17	0.243	-1.4764	-1.77	0.077	-1.7558	-2.20	0.028	0.0346
79-99	1.6319	3.59	0.000	0.3509	0.58	0.561	-0.9620	-1.86	0.062	-1.6282	-3.40	0.001	0.0415
Panel C2b: NI													
Cross-section			Manu.				LOSS*NI			PL*LOSS*NI			Adj. R-sq.
NI			PL*NI										
Z1	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	
79-85	1.3482	2.18	0.072	0.2890	0.35	0.735	-0.7352	-0.94	0.384	-1.4211	-2.24	0.066	0.2053
86-92	4.2559	2.50	0.047	1.8586	0.74	0.488	-6.0942	-2.17	0.073	-6.3990	-1.65	0.149	0.1674
93-99	2.8809	2.97	0.025	-1.5054	-1.49	0.186	-2.0898	-2.07	0.084	-2.5304	-2.50	0.047	0.1939
79-99	2.8283	4.03	0.001	0.2140	0.23	0.823	-2.9731	-2.70	0.014	-3.4502	-2.52	0.020	0.1889
Z2													
79-85		5.41	0.002		0.30	0.775		-0.49	0.641		-3.65	0.011	
86-92		3.25	0.018		-0.82	0.444		-3.25	0.017		-2.40	0.053	
93-99		2.97	0.025		-1.37	0.220		-2.06	0.085		-2.65	0.038	
79-99		5.65	0.000		-1.38	0.183		-3.01	0.007		-4.62	0.000	

**Table 7 Value relevance of earnings levels conditional on losses of previous year (continued)**

Panel C3a:		Fixed Effects			Non-Manu.			LOSS*NI			PL*LOSS*NI			R-sq.
NI		NI			PL*NI			LOSS*NI			PL*LOSS*NI			
	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value		
79-85	1.2221	4.46	0.000	-0.2523	-0.89	0.375	-0.7844	-1.68	0.092	-1.2209	-4.05	0.000	0.0235	
86-92	0.2970	1.15	0.249	4.0162	1.51	0.132	0.6556	0.76	0.450	-0.8806	-1.39	0.164	0.0078	
93-99	0.8230	1.30	0.192	0.9607	1.37	0.170	-0.6579	-1.01	0.315	-0.5115	-0.74	0.457	0.0252	
79-99	0.5442	1.60	0.110	0.5271	1.53	0.127	-0.2326	-0.64	0.522	-0.2966	-0.80	0.425	0.0146	
Panel C3b:		Cross-section			Non-Manu.			LOSS*NI			PL*LOSS*NI			Adj. R-sq.
NI		NI			PL*NI			LOSS*NI			PL*LOSS*NI			
Z1	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value	Coef.	t-value	p-value		
79-85	0.9850	1.45	0.197	1.0264	0.47	0.656	-0.6803	-0.97	0.370	-1.4914	-2.65	0.038	0.1694	
86-92	2.0903	1.26	0.256	2.4315	1.28	0.247	-5.9083	-1.48	0.191	-13.7370	-1.89	0.108	0.1718	
93-99	1.9931	6.08	0.001	1.1500	1.04	0.339	-1.6850	-4.68	0.003	-1.7701	-4.57	0.004	0.1165	
79-99	1.6895	2.87	0.009	1.5360	1.55	0.137	-2.7579	-1.99	0.061	-5.6662	-2.15	0.044	0.1526	
Z2														
79-85		2.12	0.078		-0.16	0.877		-1.28	0.248		-2.95	0.026		
86-92		1.72	0.136		-0.24	0.819		0.33	0.751		-1.13	0.301		
93-99		5.03	0.002		0.35	0.738		-3.95	0.008		-4.51	0.004		
79-99		4.67	0.000		-0.17	0.870		-2.40	0.026		-3.98	0.001		