

Online Appendix

Table A-1: Summary statistics

Variables	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
<i>For</i>	8,700	0.964	0.048	0.763	0.953	0.983	0.995	1.000
<i>NI</i>	8,700	0.031	0.041	-0.304	0.014	0.030	0.050	0.259
$\sigma(NI)$	8,700	0.028	0.025	0.003	0.013	0.022	0.035	0.230
<i>DAC</i>	8,100	0.029	0.016	0.008	0.018	0.025	0.035	0.103
$\sigma(WCA)$	6,247	0.016	0.011	0.003	0.008	0.013	0.020	0.067
<i>CF(EQ)</i>	5,876	0.000	1.000	-1.559	-0.678	-0.230	0.401	5.850
<i>Return</i>	8,700	0.139	0.369	-0.705	-0.068	0.072	0.260	2.989
<i>ID_ratio</i>	8,700	0.175	0.147	0.000	0.000	0.167	0.250	0.857
<i>No. D</i>	8,700	8.576	3.059	3.000	6.000	8.000	10.000	30.000
<i>Director%</i>	8,700	0.037	0.068	0.000	0.002	0.008	0.036	0.700
<i>Fin%</i>	8,700	0.206	0.121	0.000	0.110	0.191	0.297	0.489
<i>Foreign%</i>	8,700	0.115	0.123	0.000	0.014	0.071	0.189	0.510
<i>Firm%</i>	8,700	0.274	0.174	0.004	0.133	0.249	0.384	0.770
<i>LnTA</i>	8,700	11.066	1.554	8.071	9.960	10.866	11.988	15.455
<i>Lev</i>	8,700	0.475	0.189	0.076	0.328	0.474	0.617	0.930
<i>MB_0</i>	8,700	0.906	0.292	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
<i>MB_increase</i>	8,700	0.683	0.465	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>MB_industry</i>	8,700	0.491	0.500	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>MB_mf</i>	8,700	0.606	0.489	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000

All continuous variables are winsorized at the point of 1 percentile and 99 percentile. All variables are as defined in Table 1.

Table A-2: Correlation matrix

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	
(1) <i>For</i>	1.00																			
(2) <i>NI</i>	0.10	1.00																		
(3) $\sigma(NI)$	-0.02	-0.01	1.00																	
(4) <i> DAC </i>	0.05	-0.01	0.30	1.00																
(5) $\sigma(WCA)$	-0.03	-0.03	0.41	0.36	1.00															
(6) <i>CF(EQ)</i>	0.00	-0.02	0.75	0.72	0.79	1.00														
(7) <i>Return</i>	0.05	0.27	0.07	0.03	0.02	0.06	1.00													
(8) <i>ID_ratio</i>	0.06	0.06	0.06	0.00	0.01	0.03	0.02	1.00												
(9) <i>No. D</i>	-0.10	0.09	-0.25	-0.20	-0.13	-0.26	-0.03	0.00	1.00											
(10) <i>Director%</i>	0.13	0.02	0.06	0.10	0.02	0.08	0.04	-0.10	-0.15	1.00										
(11) <i>Fin%</i>	-0.23	0.11	-0.22	-0.27	-0.14	-0.27	-0.03	0.04	0.35	-0.36	1.00									
(12) <i>Foreign%</i>	-0.34	0.24	-0.05	-0.11	0.00	-0.07	0.04	0.19	0.32	-0.19	0.49	1.00								
(13) <i>Firm%</i>	0.21	-0.04	-0.01	0.11	0.03	0.06	0.00	-0.02	-0.09	-0.10	-0.49	-0.42	1.00							
(14) <i>LnTA</i>	-0.29	0.10	-0.23	-0.27	-0.12	-0.27	-0.02	0.10	0.53	-0.31	0.65	0.70	-0.27	1.00						
(15) <i>Lev</i>	0.08	-0.33	0.06	0.07	-0.02	0.05	0.00	-0.08	0.00	-0.03	-0.05	-0.18	0.04	0.07	1.00					
(16) <i>MB_0</i>	0.10	0.61	-0.19	-0.06	-0.08	-0.15	0.13	-0.01	0.13	-0.04	0.14	0.11	0.00	0.12	-0.16	1.00				
(17) <i>MB_increase</i>	0.08	0.29	-0.07	-0.02	0.00	-0.04	0.21	-0.07	0.03	0.02	0.05	0.01	-0.01	0.02	0.00	0.24	1.00			
(18) <i>MB_industry</i>	0.10	0.60	0.03	0.00	0.01	0.02	0.16	0.00	0.07	0.04	0.08	0.22	-0.04	0.08	-0.28	0.29	0.23	1.00		
(19) <i>MB_mf</i>	-0.03	0.21	-0.05	-0.03	-0.03	-0.05	0.09	0.04	0.10	-0.10	0.14	0.13	-0.04	0.19	-0.07	0.17	0.17	0.17	1.00	

This table presents the Pearson's listwise correlation matrix. All variables are as defined in Table 1.