

アナリスト・カバレッジに関する 実証研究のレビュー —ガバナンスとの関係を中心に—

中 井 誠 司

1. はじめに
2. アナリストの調査対象企業の決定要因
 2. 1. 株式所有構造
 2. 2. 開示情報の質
 2. 3. 企業の社会的責任
 2. 4. コーポレート・ガバナンス
 2. 5. 小括
3. アナリストによるモニタリング機能
 3. 1. 保守主義会計
 3. 2. 利益調整
 3. 3. 保有現金の市場価値評価
 3. 4. 企業価値
 3. 5. 小括
4. まとめと今後の課題

1. はじめに

アナリスト⁽¹⁾は証券市場において企業と投資家を結ぶ役割を担っている。アナリストは担当企業の情報を収集し、経営者（IR 担当者）への個別インタビューや工場見学等を行い、それらを総合的に判断し、最終的にその企業の収益予想・投資判断を投資家に提供する。投資家が投資企業についての専門的知識を持たない場合、投資家は投資意思決定に役立つ情報を必要とする。そのような際に、中立的な立場から投資意思決定に有用な情報を提供することがアナ

リストの存在意義である。またアナリストは日常的に企業行動を観察することになるため、企業（経営者）に対してモニタリング機能を持つことが期待される（Jensen and Meckling, 1976）。企業（経営者）に対するモニタリングは、株主と経営者の情報の非対称性を軽減させるコーポレート・ガバナンスの一つの仕組みである。本稿では、ガバナンス・システムの一部としてのアナリストによるモニタリング機能について、主に米国で行われた実証研究をレビューし、今後のわが国での研究の課題を明らかにする。

本稿では、先ずアナリストが調査対象とする企業の決定要因に関する実証研究をレビューする。全ての上場企業がアナリストの調査対象となっているわけではなく、調査対象とするか否かを決定するのはアナリストもしくは所属証券会社である。アナリストの調査対象企業は、アナリスト（証券会社）のビジネスにとってのコストとベネフィットを勘案して決定される。そこで、どのような特徴を持った企業がアナリストの調査対象となるのかを検討し、アナリストの選好を明らかにする。次にアナリストによるモニタリング機能に関する実証研究をレビューする。アナリストには企業（経営者）へのモニタリングが期待されているが、実際のアナリストによるモニタリング機能の有無、ひいては企業価値向上への寄与に関して検討する。

これまでわが国ではアナリストとコーポレート・ガバナンスの関係に関する研究は少ない。わが国でもコーポレート・ガバナンスの重要性が高まるなか、ガバナンスの観点からのアナリストのモニタリング機能に関するこれまでの研究の成果を整理することが本稿の目的である。

本稿の構成は以下の通りである。次節において、アナリストの調査対象企業の決定要因に関する研究をレビューする。次に第3節において、アナリストによるモニタリング機能に関する研究をレビューする。最終節においてこれまでの実証研究で明らかになった事項をまとめ、今後の課題を述べる。

2. アナリストの調査対象企業の決定要因

アナリストは上場企業全てを調査対象とするわけではなく、アナリストのビジネスにおけるコストとベネフィットからアナリスト（証券会社）が調査対象企業を決定する。しかしそのコストとベネフィットを直接的には測定できない。企業のどのような特徴がアナリストの選好と繋がるかは実証的課題となる。本節では、企業の株式保有構造や開示される企業情報の質が、その企業を調査対象とするアナリスト数（アナリスト・カバレッジ数：AC）に与える影響について検討した研究を中心にレビューする。

2.1. 株式所有構造

アナリストの主な業務は調査対象企業の収益予想と投資推奨の表明であり、それは主に機関投資家向けである。そして機関投資家はアナリストからの情報提供の見返りに、その証券会社に株式の売買の発注をする。このようにアナリストは、主に機関投資家からの株式売買手数料を対価としてビジネスを行っている⁽²⁾。そのため機関投資家保有比率が高い企業ほどアナリスト情報への需要も多く、ACが多いことが予想される。しかし一方で機関投資家は内部でアナリストを抱えていることも多く、その場合はアナリスト情報への需要は少ない。このようにACと機関投資家保有比率の関係は事前には特定化できない。これまでの研究の多くは、ACと機関投資家保有比率との関係は正であること明らかにしている（Bhushan, 1989 ; O'Brien and Bhushan, 1990 ; 中井, 2006）。

次にACと経営者保有比率との関係について検討する。ACと経営者保有比率とは負の関係が見られるが、その理由については見解が分かれる。Moyer et al.(1989) は、経営者が株主となることで経営者と株主の利害が一致し、エージェンシー問題が軽減され、アナリストによる外部モニタリングの必要性が低下するためACが少ないとした。一方、Lang et al. (2004) は米国以外の27か国の企業を対象にACと経営者保有比率の関係について検証し、経営者保有比率の高い企業はACが少ないことを明らかにした。そこでの解釈は、経営者が

株主になることは経営者にとって外部からの規律づけに対する防御となり、その結果、経営者と株主との情報の非対称性の拡大からアナリストの調査コストが上昇するため AC が少ないとした。Baik et al. (2010) は米国企業を対象に、AC と経営者保有比率との負の関係を確認した。Baik et al. (2010) は、経営者保有比率の高い企業は、経営者による予想利益が正確ではなくまた楽観的であることを示し、経営者は開示情報をコントロールしていることを明らかにした。加えて経営者保有比率が高い企業ほど AC が企業価値に与えるプラスの影響が大きいことを示し、経営者保有比率が高い企業ほどアナリストのモニタリング機能の効果が大きいことを示した。以上の点から、AC と経営者保有比率の負の関係は、経営者保有比率が高いことによるエージェンシー問題の深刻化がアナリストの調査コストを高くするためであると結論づけた。

2. 2. 開示情報の質

企業から開示される情報の質が高ければ、アナリストの情報収集コストは低いと考えられる。そのため他の条件が同じであれば、アナリスト情報の供給は多くなる。一方、アナリスト情報の需要に関しては、アナリストに期待する役割によって異なる。アナリストが単に企業の情報を伝達するだけの役割であれば、企業から質の高い情報が提供される場合、投資家は企業からの情報で十分でありアナリスト情報への需要は少ない。しかしアナリストが企業の情報に付加価値を追加すると考えれば、企業からの情報の質が高ければアナリストが付加価値を生むことが容易となることが予想され、その結果アナリスト情報への需要は多くなる。

Lang and Lundholm (1996) は米国企業を対象に、AC と企業の情報開示との関係について検証を行った。そこでは AC を企業の情報開示に関するレーティングで回帰分析を行い、レーティングが高い企業ほど AC が多くなることが明らかにした。同様に Hamrouni et al. (2017) はフランス企業を対象に AC と年次報告書内の自発的開示事項との関係を検証し、自発的開示項目が多い企業ほど AC が多いことと明らかにした。Bushman et al. (2005) は AC とイン

サイダー取引に関する法律との関係について、国レベルでの分析を行った。インサイダー取引は、企業外部者が企業情報の獲得により取引する動機を低減させ、ひいては市場参加者を減少させる。そのためインサイダー取引規制が緩い国では、ACが少ないことが予想される。結果は、インサイダー取引規制に関する法律が施行された後に、ACが増加することが明らかになった。これは、アナリストの調査企業を決定する要因が国レベルの規制にも影響を受けることを示している。

2.3. 企業の社会的責任 (CSR)

CSRを経営者による個人的な名声のための投資と考えるならば、それは企業価値を毀損するものであり、アナリストはそのような企業を調査対象とすることに消極的となろう。反対にCSRは利害関係者の利害調整の機能を果たすと考えるならば、それはCSRに積極的な企業をアナリストが調査対象とする動機となろう。

Jo and Harjoto (2014) では米国企業を対象にACとCSRとの関係を検証した。CSRに関しては、80程度の指標から作成された指数を用いた。その結果、CSR指数の大きい企業ほどACが多いことが明らかになった。

2.4. コーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンスが優れた企業は、経営者と外部者との情報の非対称性が小さく、また企業から提供される情報の信頼性も高いことが期待される。アナリストは自身の評判・キャリアのために利益予想の精度を高める必要があり、そのためにはより質の高い情報を提供するコーポレート・ガバナンスの優れた企業をアナリストは選好するであろう。その場合、ガバナンスが優れた企業ほどACが多いことが予想される。しかし一方、コーポレート・ガバナンスの劣っている企業は、経営者と外部者との情報の非対称性が大きいことため現状の株価と企業の本質的価値とのかい離が大きいことが予想され、アナリスト情報への需要は高いであろう。この場合はガバナンスが劣った企業ほどACが多

いことが予想される。このように AC とコーポレート・ガバナンスの優劣の関係は事前に特定化できない。

Yu (2010b) は世界各国の企業を分析対象として、AC とコーポレート・ガバナンスに関する情報開示との関係を検証した。コーポレート・ガバナンスに関する情報開示は S&P によるスコアを用いた。その結果、スコアの高い企業ほど AC が多いことを明らかになった。Chou and Shiah-Hou (2010) は米国企業を対象に、AC と取締役の独立性との関係を検証し、取締役の独立性が高い企業ほど AC が多いことを明らかにした。Fortin and Roth (2010) は米国の小型株に関して、AC とガバナンスの優劣との関係を負の二項回帰分析により検証した。ガバナンスの優劣の測定は Gompers et al. (2003) の指標により作成したインデックスを用いた。その結果、ガバナンスが優れている企業ほど AC が多いことを明らかになった。Yu (2010a) はエマージング市場に関して同様の検証を行った。そこでは英米法の国々でのみ、ガバナンスの優れた企業ほど AC が多いことが明らかになった。その解釈として、英米法の国は大陸法の国よりも所有の分散が進んでおり、経営者と投資家の間の情報の非対称性の解消には情報開示の役割が大きく、その点でアナリスト情報への需要が大きいためであるとした。一方で ISS (Institutional Shareholder Service) のコーポレート・ガバナンス指数を用いた Chintrakarn et al. (2015) は、AC とコーポレート・ガバナンスの優劣には負の関係があることを明らかにした。そこでの解釈は、アナリストは現状の株価と企業の本質的価値とのかい離を埋める情報の提供により、売買手数料の獲得を目指すためだとしている。

2. 5. 小括

本節ではアナリストの調査対象企業の決定要因に関する実証研究のレビューを行った。先ずアナリストのビジネスの観点から、機関投資家比率の高い企業ほど AC が多いことが明らかになった。次にコーポレート・ガバナンスとの観点からは、先ず株式保有構造で経営者に株式保有が集中している企業の AC は少ない。そこでは、経営者に株式保有が集中している企業は、エージェンシー

問題が軽減されアナリスト情報の需要が少なくなるのか、エージェンシー問題が深刻化してアナリスト情報の供給が少なくなるのかは解釈が分かれる。一方、コーポレート・ガバナンス指数を用いた研究では、ACの大小とコーポレート・ガバナンスの優劣は正と負の両方の関係が見られる。コーポレート・ガバナンスが優れていればアナリストの情報収集コストは小さく、そのためにACは多くなり正の関係となる。しかしコーポレート・ガバナンスが優れた企業は投資家のアナリスト情報への需要は少なくなり、その場合はACとコーポレート・ガバナンスとの関係は負となる。この点は、コーポレート・ガバナンス指数の作成方法も含めて、さらなる検証が必要である。

3. アナリストによるモニタリング機能

アナリストは日々調査企業の動向を観察しているため、調査対象企業に対するモニタリング機能が期待されている。本節では、アナリストが調査対象とすることによって企業へのモニタリングが働き、その結果エージェンシーコストが低減し、ひいては企業価値が向上するか否かについて検討する。

アナリストによるモニタリング機能は直接的には観測できない。そのため幾つかの仮説を通して検証することになる。

3.1. 保守主義会計

会計における保守主義とエージェンシー問題の関係性には、ある種のパズルが存在している(石田, 2014)。株主と経営者の間に深刻なエージェンシー問題が存在する場合、経営者は保守的ではなくむしろ非保守的な会計処理により、自己利益の最大化を図ることが予想される。しかしこれまでの実証研究では株主と経営者とのエージェンシー問題が深刻な企業ほど、保守主義の程度が高くなることを明らかにしている(LaFond and Roychowdhury, 2008; Shuto and Takada, 2010)。これらの結果に対する解釈の一つは、株主の保守主義に対する需要を汲み取るメカニズムの存在である。すなわちエージェンシー問題

が深刻な企業ほど株主は経営者の自己利益の最大化行動に対する警戒が強くなり、投資家は企業に対して保守的な会計処理を要求し、企業はその需要を汲み取り保守主義の程度が高くなる。

次に AC と保守主義との関係について検討する。アナリストのモニタリング機能により経営者が自己の利益を追求する行動が抑制されるのならば、AC が多ければ保守主義の程度は高くなり、AC と保守主義の程度は正となる。一方、AC が多ければ経営者と株主との情報の非対称性が低下し、株主から企業への保守主義への要求は弱くなる。その場合は AC と保守主義の程度は負となる。

Sun and Liu (2011) は米国企業を対象に AC と保守主義との関係を検証し、正の関係を検出した。そこでの解釈は、アナリストのモニタリング機能が情報の非対称性を解消する情報伝達機能を上回っているとした。一方、Shi and You (2016) は米国企業を対象として、AC が減少した企業は会計保守主義の程度が高まることを示した。そこでは、AC が減少した企業はエージェンシー問題が深刻化したと考えられ、企業はエージェンシー問題を軽減させる対応策として保守主義の程度を高めるとした。また Marhfor et al. (2015) は米国以外の44か国を対象として AC と保守主義の関係を検証したが、そこでは正の関係を検出できず、アナリストが他のガバナンス・メカニズムの代替とはならないと結論づけた。

3. 2. 利益調整

利益調整 (earnings management) とは、一般に認められた会計基準の範囲内で、経営者が特定の目的を達成するために行う会計的裁量行動である (首藤, 2010)。アナリストが企業の利益調整行動に与える影響は、二つの経路から想定される。一つはアナリストのモニタリング機能によるものである。アナリストによるモニタリングが機能していれば、企業による利益調整は抑制され、AC と企業の利益調整は負の関係になる。一方で、アナリストが企業に対して過度に利益達成を求めると、そのプレッシャーにより企業は報告利益を過大に

する利益調整を行うことが予想され、その場合は AC と利益調整は正の関係になる。

Yu (2008) は米国企業を対象として、AC が多い企業ほど利益調整が少ないことを示した。また Sun (2009) は米国を含む22か国を分析対象として、AC と企業の利益調整の負の関係は、投資家保護の弱い国ほど関係が強くなることを明らかにした。この結果は、投資家保護の弱い国ほどアナリストのモニタリング機能が重要であることを示している。また Degeorge et al. (2013) は AC と利益調整の関係について、金融システムの観点から国レベルでの分析を行った。金融システムが発達している国は投資情報の需要が多く、企業から供給される情報の質も高いことが想定されるため、AC と利益調整の関係は負であることが予想される。しかし一方で、金融システムが発達している国では、企業の利益達成へのプレッシャーもより大きいため、AC と利益調整の関係が正であることも考えられる。分析結果としては、金融システムが発達している国ほど AC が多ければ利益調整がより少ないことが明らかになった。また Irani and Oesch (2013) は、米国企業においてアナリストの減少により裁量的発生高の水準が高くなることを明らかにした。その上で裁量的発生高の増加はコーポレート・ガバナンスの劣っている企業ほど顕著であることを示した。また Bradley et al. (2017) は AC と利益調整の関係に関して、アナリストの属性の観点から分析した。担当業種の経験の長いアナリストと経験の浅いアナリストと比較した場合、AC の減少により利益調整が増加する関係は、経験の長いアナリストが調査対象としなくなったことによる影響が大きいことを明らかにした。

3.3. 保有現金の市場価値評価

企業が投資を行う場合に、利用する資本の中で最もアクセスしやすいのは自社が保有している現金である。企業は様々な理由により現金を保有する。現金の保有動機には、日々のビジネスで必要な取引的動機のほかに、ビジネス上の突発的なリスクに備えるための予備的動機もある。加えて経営者の私的便益に

利用するための保有動機もあろう。経営者にとって保有現金を利用することは容易であり、現金が有効な投資に利用されるか私的便益に利用されるかは不明である。このように現金の保有目的に関して株主と経営者には情報の非対称性があり、この情報の非対称性は企業価値評価にあたり深刻な影響を与える。そのため情報の非対称性を軽減させるコーポレート・ガバナンス・システムの優劣により、企業の保有現金の市場評価は異なることが予想される (Dittmar and Mahrt-Smith, 2007 ; Pinkowitz et al., 2006)。すなわちコーポレート・ガバナンスが優れている企業は情報の非対称性が少ないとみなされ、ガバナンスが劣っている企業と比較して保有現金の市場評価が高いことが予想される。アナリストによるモニタリング機能はガバナンス・システムの一部であるため、ACが多い企業は保有現金の市場価値が高いことが予想される。

Jung et al. (2012) は米国企業を対象に AC と企業価値の関係を検証し、その中で AC の多い企業ほど保有現金の市場評価が高いことを示した。また同様に Chen et al. (2015) は米国企業を対象として、証券会社の合併等による AC の減少は、当該企業の保有現金の市場評価を低くすることを明らかにした。これらの結果は、アナリストのモニタリング機能により企業の保有現金の市場評価が高くなることを示している。

3. 4. 企業価値

AC と企業価値との関係に関して、Chung and Jo (1996) は米国企業を対象に同時方程式により検証した。その結果、AC が大きい企業ほど企業価値が高いことが明らかになった。ただし Chung and Jo (1996) は、アナリストが調査対象とすることが企業価値向上に寄与する過程を明確にしていない。アナリストがモニタリング機能を有していれば、エージェンシーコストが低減され、企業価値が向上することが期待される。Doukas et al. (2000) は米国企業を対象に、Doukas et al. (2005b) は英国企業を対象に AC とエージェンシーコスト、企業属性の関係についてトービット回帰分析により検証を行った。エージェンシーコストは直接的には観察できないので、その代理変数としてトービンの Q

や売上高成長率がサンプルの中央値未満であることを表すダミー変数とフリー・キャッシュ・フローの交差項を用いた。その結果、ACとエージェンシーコストは負の関係が見られ、アナリストがモニタリング機能を有していることが明らかになった。そしてACとエージェンシーコストの負の関係は、企業属性の観点から見ると、単一セグメント企業や小規模の企業の方が大きい。これは、ビジネスが複雑であると思われる企業はアナリストによるモニタリング効果が薄れるものと解釈できる。その上で、ACと企業価値の正の関係も確認された。

わが国におけるACと企業価値の関係に関する研究は少ない。末木(2000)は、アナリストがモニタリング機能を有していれば企業業績が良いとの仮説から、ACと自己資本利益率(ROE)の関係について加重最小二乗法(WLS)により検証した。しかしACとROEの正の関係は検出できなかった。

アナリストが調査対象とすることによる企業価値への影響は、モニタリング機能によるエージェンシーコストの低減に起因するものだけではない。アナリストは自身(証券会社)の利益により調査対象企業を決定しており、そのため調査企業に対して楽観的になる傾向がある。Doukas et al. (2005a)は、ACが企業規模や業種から推定される人数と比較して過剰の企業は、企業価値が過大評価されて取引されていることを示した。またHe and Tian (2013)はACが多い企業は特許数やその重要度が低いことを示し、アナリストのプレッシャーが企業のイノベーションを低下させることを明らかにした。またLi and You (2015)は米国企業を対象に、アナリストの調査開始・終了と市場での反応の関係を検証した。そこではACと企業価値との正の関係は、アナリストが調査対象とすることによる投資家の認知による効果が大きく、アナリストのモニタリング機能や情報の非対称性の軽減による資本コストの低下による効果ではないとした。

3.5. 小括

本節ではアナリストによるモニタリング機能についての実証研究をレビュー

した。実証研究の結果は、アナリストが調査対象とすることによって利益調整は軽減され、保有現金の市場価値は高まることが示された。これらの結果から、アナリストは企業に対するモニタリング機能を有していると言える。しかしACと企業価値の関係は複雑である。モニタリング機能によってエージェンシーコストの低減が期待される一方、アナリストの楽観的見通しから企業価値が過大評価される場合もある。またアナリストの企業に対する利益達成のプレッシャーは、企業のイノベーションを損なう恐れもあり、それは長期的な観点からの企業価値を低下させる可能性もある。

4. まとめと今後の課題

本稿ではアナリストのモニタリング機能に着目し、主に米国での実証研究をレビューした。

先ずアナリストの調査対象企業の決定要因に関して検討した。そこでは機関投資家比率が高い企業ほどACが多いことが明らかになった。これはアナリストのビジネスが主に機関投資家に対する情報提供であることから生じる。コーポレート・ガバナンスの優劣がアナリストの調査対象企業の決定要因に与える影響に関しては、明確な結論は得られていない。コーポレート・ガバナンスが劣ることによるアナリストの分析コストと、投資家に情報を提供する際に得られるベネフィットの比較考量であるが、その点は不明である。

次にアナリストが調査対象とすることによるモニタリング機能について検討した。アナリストは企業の利益調整を抑制しており、保有現金の市場評価も増加する。これらの結果はアナリストがモニタリング機能を有していることを支持する結果である。しかし最終的にアナリストが調査対象とすることで企業価値が増加するかは不明である。それはアナリストによる予想利益が楽観バイアスを含んでいることや、企業に対する過度の利益達成プレッシャーが企業価値を毀損する恐れがあることが理由である。

以上のレビューをふまえて、今後の課題は二点あげられる。先ずコーポレー

ト・ガバナンスの評価方法である。コーポレート・ガバナンスはシステムとして機能するものであり、特定の指標だけでコーポレート・ガバナンスの優劣を評価することができない。そのため適切なコーポレート・ガバナンスの評価方法の確立が必要である。その中でアナリストが果たすべき役割を明確にしたうえで、その点に関し実証的課題を設定することが重要である。第二に、アナリストの調査企業決定に関する内生性の問題である。本稿ではアナリストの調査対象企業の決定要因とその帰結としてのモニタリング機能を分けて検討したが、これらは同時決定的であることが予想される。すなわちコーポレート・ガバナンスが優れた企業をアナリストが選好した場合、ACとコーポレート・ガバナンスの関係について、通常の見方による回帰分析を行うことは適切ではない。そのためこれまでの研究では、分析手法として二段階最小二乗法等が用いられている。またアナリストが調査対象とした結果のモニタリング機能について検討する研究では、アナリストの選択バイアスを排除するため、証券会社の合併・閉鎖などによるACの減少をサンプルとする工夫がされている。アナリストの調査企業決定の内生性の問題に対応する分析方法の改善も今後の課題となる。

わが国でもコーポレート・ガバナンス・コードが適用されるなど、ガバナンスの重要性が高まってきている。業界・企業に精通したアナリストは、経営者に対する規律付けの役割を果たすことが期待される。コーポレート・ガバナンス・システムの中でのアナリストによるモニタリング機能について、わが国での検証の蓄積が必要である。

注

- (1) アナリストは、調査対象とする資産により株式アナリストと債券（クレジット）アナリストに分類される。また所属機関によって、証券会社に所属するセルサイド・アナリストと機関投資家（年金・投信・保険など）に所属するパイサイド・アナリストに分類される。本稿で取り扱うのはセルサイドの株式アナリストである。
- (2) 欧州では2018年以降、機関投資家はアナリスト情報それ自体の対価を明示する

[論文] アナリスト・カバレッジに関する実証研究のレビュー (中井)

ことになっており、そのためアナリストのビジネスも今後変化する可能性がある。

参考文献

- 石田悠平, 2014. 「会計保守主義とエージェンシー問題との関係性に関する予備的考察」『一橋商学論叢』第9巻2号, 33-47。
- 首藤昭信, 2010. 『日本企業の利益調整 理論と実証』, 中央経済社。
- 末木将史, 2000. 「証券アナリストによる経営のモニタリング的機能」『証券経済学会年報』第35巻, 226-232。
- 中井誠司, 2006. 「アナリストカバレッジと機関投資家保有」, 『証券アナリストジャーナル』第44巻6号, 84-97。
- Baik, B., Kang, J., Morton, R., 2010. Why are analysts less likely to follow firms with high managerial ownership? *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 25 (2), 171-200.
- Bhushan, R., 1989. Firm characteristics and analyst following. *Journal of Accounting and Economics* 11 (2-3), 255-274.
- Bradley, D., Gokkaya, S., Liu, X., Xie, F., 2017. Are all analysts created equal? Industry expertise and monitoring effectiveness of financial analysts. *Journal of Accounting and Economics* 63 (2-3), 179-206.
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., Smith, A. J., 2005. Insider trading restriction and analysts' incentives to follow firms. *Journal of Finance* 60 (1), 35-66.
- Chen, T., Harford, J., Lin, C., 2015. Do analysts matter for governance? Evidence from natural experiments. *Journal of Financial Economics* 115 (2), 383-410.
- Chintrakarn, P., Jiraporn, P., Kim, Y., Kim, J., 2015. Does corporate governance quality affect analyst coverage? Evidence from the Institutional Shareholders Service (ISS). *Applied Economics Letters* 22 (4), 312-317.
- Chou, R. K., Shiah-Hou, S., 2010. Quality of corporate governance, analyst coverage, and analyst forecast error: Do analysts serve as external monitors to managers? working paper.
- Chung, K., Jo, K., 1996. The impact of security analysts' monitoring and marketing function on the market value of firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (4), 493-512.
- Degeorge, F., Ding, Y., Jeanjean, T., Stolowy, H., 2013. Analyst coverage, earnings management and financial development: An international study. *Journal of Public Policy* 32 (1), 1-25.

- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., 2007. Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics* 83 (3), 599-634.
- Doukas, J. A., Kim, C., Pantzalis, C., 2005a. The two faces of analyst coverage. *Financial Management* 34 (2), 99-125.
- Doukas, J. A., McKnight, P. J., Pantzalis, C., 2000. Security analysis, agency cost, and company characteristics. *Financial Analysts Journal* 56 (6), 54-63.
- Doukas, J. A., McKnight, P. J., Pantzalis, C., 2005b. Security analysis, agency cost, and UK firm characteristics. *International Review of Financial Analysis* 14 (4), 493-507.
- Fortin, R., Roth, G., 2010. Small firm governance and analyst following. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal* 14 (2), 47-57.
- Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A., 2003. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118 (1), 107-155.
- Hamrouni, A., Mebnkraiem, R., Karmani, M., 2017. Voluntary information disclosure and sell-side analyst coverage intensity. *Review of Accounting and Finance* 16 (2), 260-280.
- He, J., Tian, X., 2013. The dark side of analyst coverage: The case of innovation. *Journal of Financial Economics* 109 (3), 856-878.
- Irani, R. M., Oesch, D., 2013. Monitoring and corporate disclosure: Evidence from a natural experiment. *Journal of Financial Economics* 109 (2), 398-418.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4), 305-360.
- Jo, H., Harjoto, M., 2014. Analyst coverage, corporate social responsibility and firm risk. *Business Ethics: A European Review* 23 (3), 272-292.
- Jung, B., Sun, K. J., Yang, Y. S., 2012. Do financial analysts add value by facilitating more effective monitoring of firms' activities? *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 27 (1), 61-99.
- Lafond, R., Roychowdhury, S., 2008. Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research* 46 (1), 101-135.
- Lang, M. H., Lins, K.V., Miller, D. P., 2004. Concentrated control, analyst following, and valuation: Do analysts matter most when investors are protected least? *Journal of Accounting Research* 42 (3), 589-623.
- Lang, M. H., Lundholm, R. J., 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *Accounting Review* 71 (4), 467-492.
- Li, K. K., You, H., 2015. What is the value of sell-side analysts? Evidence from coverage initiation and terminations. *Journal of Accounting and Economics* 60 (2-3), 141-160.

- Marhfor, A., Ghilal, R., M'Zali, B., 2015. The monitoring role of financial analysts: An international evidence. *American Journal of Industrial and Business Management* 5 (5), 258-263.
- Moyer, R. C., Chatfield, R. E., Sisneros, M., 1989. Security analyst monitoring activity: Agency costs and information demands. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 24 (4), 503-511.
- O'Brien, P. C., Bhushan, R., 1990. Analyst following and institutional ownership. *Journal of Accounting Research* 28 (Supplement), 55-76.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., 2006. Does the contribution of corporate cash holding and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *Journal of Finance* 61 (6), 2725-2751
- Shi, W., You, H., 2016. Agency conflicts and accounting conservatism: Evidence from exogenous shocks to analyst coverage. working paper.
- Shuto, A., Takada, T., 2010. Managerial ownership and accounting conservatism in Japan: A test of management entrenchment effect. *Journal of Business Finance & Accounting* 37 (8), 815-840.
- Sun, J., 2009. Governance role of analyst coverage and investor protection. *Financial Analysts Journal* 65 (6), 52-64.
- Sun, J., Liu, G., 2011. The effect of analyst coverage on accounting conservatism. *Managerial Finance* 37 (1), 5-20.
- Yu, F., 2008. Analyst coverage and earnings management. *Journal of Financial Economics* 88 (2), 245-271.
- Yu, M., 2010a. Analyst following and corporate governance: Emerging-market evidence. *Accounting Research Journal* 23 (1), 69-93.
- Yu, M., 2010b. Analyst forecast properties, analyst following and governance disclosure: A global perspective. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 19 (1), 1-15.