



ارائه شده توسط:

سایت ترجمه فا

مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده

از نشریات معتبر

حاکمیت شرکتی^۱ و رفتار تحلیلگر: شواهدی از بازارهای در حال ظهور

چکیده

در این پژوهش به این موضوع پرداخته میشود که چگونه تحلیلگران، به شرکتهایی که دچار ضعف حاکمیت هستند مشتریانی از بازارهای در حال ظهور پیشنهاد می‌کنند که در آنها عدم تقارن اطلاعات بالاست و حقوق سهامداران توسط نظام قانونی بخوبی حفظ نمی‌شود. از آنجاییکه تحلیلگران انگیزه زیادی برای دسترسی به مدیران دارند و نیز برای کمک به کارگزارپهانشان در برنده شدن در سرمایه گذاری در معاملات بانکی، فرض میکنیم حاکمیت شرکتی ضعیف ترجیح میدهد توصیه‌هایی را بشنود که تمایلات اغراق آمیز و خوش بینانه دارد، درحالیکه حاکمیت شرکتی خوب به اطلاعاتی دقیق نیاز دارد و تحلیلگر تمایل دارد اطلاعاتی که شرکت ترجیح میدهد ارائه کند. ما 55625 پیشنهاد را روی شرکتهایی موجود در بازار بورس تایوان بررسی کردیم و شواهدی یافتیم که فرضیه ما را تایید کرد. مطالعه ما نشان میدهد توصیه‌هایی که تحلیلگران به شرکتهایی با حاکمیت ضعیف ارائه میدهند، کمتر قابل اعتماد هستند. بعلاوه بهبود حاکمیت شرکتی نه تنها میتواند مشکلات نمایندگی در شرکت را حل کند، بلکه میتواند کیفیت اطلاعاتی که توسط تحلیلگر ارائه میشود و نیز ریسک اطلاعاتی که به دست سرمایه‌گذار میرسد را هم کاهش دهد.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، توصیه‌های تحلیلگر^۲، تعصب تحلیلگر^۳

مقدمه:

تحلیلگران اوراق بهادار شرکتهای کارگزاری، توصیه‌هایی را در مورد خرید، فروش یا نگهداری سهام شرکتها به سرمایه‌گذاران ارائه میکنند. پیشنهادات آنها سرمایه‌گذاران را به سمت ارزیابی مجدد شرکتها هدایت میکند که این کار اغلب منجر به تغییرات قابل توجهی در قیمت سهام میشود. با اینکه شهرت آنها در ارائه پیشنهادات مناسب اهمیت زیادی دارد، اما تحلیلگران تمایل دارند که توصیه‌هایی مطلوب به افراد دهند تا به شرکت خود در کسب درآمد بیشتر کمک کنند. در حقیقت مطالعات زیادی نشان داده است که تحلیلگران، بیشتر پیشنهاد خرید و فروش ارائه میکنند و

¹ Corporate Governance

² Analyst recommendations

³ Analyst bias

تحلیلگرانی که به شرکتهای انجام دهنده اولین عرضه عمومی یا شرکتهای بهبود رتبه در موتورهای جستجو وابسته‌اند، در مقایسه با تحلیلگران غیروابسته تمایل بیشتری به ارائه پیشنهادات اغراق آمیز و خوش بینانه دارند.

هدف این پژوهش؛ بررسی یک سوال ساده است: چگونه تحلیلگران، به شرکتهایی که دچار ضعف حاکمیت هستند مشتریانی از بازارهای در حال ظهور پیشنهاد میکنند که در آنها عدم تقارن اطلاعات بالاست و حقوق سهامداران توسط نظام قانونی بخوبی حفظ نمیشود. تیروول (2001) بیان میکند که یک ساختار حاکمیتی خوب توانمندترین مدیران را انتخاب میکند و آنها را در مقابل سرمایه گذاران، مسئولیت پذیر بار می‌آورد. لاپورتا و دیگران (2000) نکاتی به این گفته افزودند و بیان کردند که حاکمیت شرکتی، در مقیاسی وسیع، مجموعه مکانیسم‌هایی است که از طریق آن سرمایه گذاران بیرونی از خودشان در برابر سلب مالکیت توسط سرمایه‌گذاران داخلی محافظت میکنند. بنابراین بطور ذاتی انتظار می‌رود در سازمانهایی که حاکمیت شرکتی خوبی در آن برقرار است، تحلیلگران پیشنهادات بهتری ارائه کنند و مشتریان اطمینان بیشتری از بازگشت سرمایه خود حاصل کنند (1997، Vishny و Shleifer).

اما این انتظار ساده انگارانه، تمایل تحلیلگران را در نظر نمی‌گیرد. در حالیکه در ادبیات مربوط به این موضوع بیان شده که تحلیلگران تمایل دارند به شرکتهایی که مشتری سرمایه گذاری در بانکها هستند یا مشتریان بالقوه پیشنهادات مثبت ارائه دهند، ما ادعا میکنیم انگیزه تحلیلگر برای ارائه یک پیشنهاد خاص، به حاکمیت شرکتی سازمان مورد نظر بستگی دارد. تا زمانی که شرکتهایی با حاکمیت ضعیف تمایل دارند شفافیت کمتری داشته باشند و بیشتر علاقه دارند درآمدها را مدیریت کنند، مدیران چنین شرکتهایی ترجیح میدهند در بانکهایی سرمایه گذاری کنند که طبق پیشنهاد تحلیلگران به استتار فعالیتهای آنها کمک میکند. از طرف دیگر همانطور که در قسمت قبلی بحث کردیم، مدیران شرکتهایی که بخوبی حاکمیت میشوند ترجیح میدهند در بانکهایی سرمایه گذاری کنند که تحلیلگران اطلاعات دقیقتر در مورد آنها به سرمایه گذاران بدهند.

همانطور که لاپورتا و دیگران (2000) اشاره کردند، وقتیکه سرمایه گذاران داخلی کمتر سلب مالکیت کنند و مزایای شخصی کاهش یابد، شرکتهای عموماً میتوانند از طریق منابع خارج از شرکت، تامین مالی بهتری داشته باشند. بعلاوه لاپورتا و دیگران (2002) نشان دادند که ارزیابی بازار در شرکتهایی که از اقلیت سهامداران حمایت بهتری میکنند، بیشتر

انجام میشود. و گامپرز و دیگران (2003) گزارش کردند شرکتهایی که حقوق سهامداران در آن بیشتر رعایت میشود، ارزش شرکت⁴، سود و رشد فروش⁵ بیشتری دارند. بنابراین، مسئولیت پذیر ساختن مدیران و حمایت از سهامداران اقلیت، با اصل حداکثرسازی ارزش شرکت مطابقت دارد.

با توجه به اینکه تحلیلگران علاقه دارند به مدیران دسترسی داشته باشند و به شرکتهای کارگزاری خود برای برنده شدن در معاملات سرمایه گذاری در بانکها کمک کنند، ما فرضیه ای ساده مطرح میکنیم تا حاکمیت شرکتی را به رفتار تحلیلگری که شرکت را در بازارهای در حال ظهور پوشش میدهد، ربط دهیم. بویژه ما فرض میکنیم حاکمیت شرکتی ضعیف پیشنهادات اغراق آمیز و خوش بینانه را ترجیح میدهد، درحالیکه حاکمیت شرکتی مناسب توصیه های صادقانه را میپسندد و تحلیلگران، بویژه افراد متعهد، اجبارا باید آنچه را سازمانها میخواهند ارائه کنند.

تحلیلگران متعهد نسبت به غیر متعهدها تمایل بیشتری دارند که نیازهای مدیران را رفع کنند. هانگ و کیوبیک (2003) نشان دادند تحلیلگرانی که سهام امضا شده توسط کارگزارهای خود را پوشش میدهند تفکیک شغلی کمتر وابسته به دقت است و بیشتر بر مبنای خوشبینی صورت میگیرد. بعلاوه روابط تجاری به تحلیلگران متعهد اجازه میدهد درباره ترجیحات مدیران و روشهای کسب و کار آنها بیشتر بدانند. در نتیجه برای تحلیلگران متعهد و وابسته بسیار سخت است که با مدیران شرکتهایی با حاکمیت ضعیف تماس داشته باشند.

بنابراین همانطور که مطالعات پیشین نشان دادند، قابل درک است که تحلیلگران انگیزه و تمایل به بیان پیشنهادات اغراق آمیز و خوش بینانه دارند. علاوه بر این فرضیه ما بیان میکند که در بازارهای در حال ظهور، حاکمیت ضعیف شرکتهایی که به آنها پیشنهاد میشود، با تحریک کردن تحلیلگر به سمت خوشبینی انگیزه او را تقویت کنند. زیرا فرهنگ شرکتی که رفتارهای مدیریتی را با انتخابهای مضر و بی اخلاقی تحمل میکند، نشان دهنده تمایل بیشتر مدیران به توصیه های اغراق آمیز و خوش بینانه است و بانکهای سرمایه گذار به هر طریقی به تحلیلگران نشان برای ارائه این پیشنهادات فشار میاورند. همانطور که مایکلی و وومک (1999) اشاره کردند فشاری ضمنی روی تحلیلگران وجود دارد که پیشنهاداتی مثبت به مشتریان سرمایه گذار بانکی یا مشتریان بالقوه ارائه کنند.

⁴ Firm value

⁵ Sales growth

در شرکتهایی که حاکمیت خوبی در آنها برقرار است، مجموعه‌ای از مکانیسمها که از سرمایه‌گذاران بیرونی حمایت میکند آن را شفاف‌تر مینماید و باعث میشود مدیران هشیارتر باشند و بادقت بیشتری از مشکلات نمایندگی⁶، که ممکن است قوانین حاکمیتی را نقض کند، اجتناب کنند. در نتیجه مدیران شرکتهایی با حاکمیت مناسب، کمتر علاقه دارند برای ارائه پیشنهادات مغرضانه بر سرمایه‌گذاران بانکی تاثیر گذاشته یا آنها را تحت فشار قرار دهند. این باعث میشود تحلیلگران در انجام شغل خود که فراهم کردن اطلاعات قابل اعتماد برای شرکت است و به تحلیلگران اجازه میدهد سرمایه و اعتبار بیشتری انباشته کنند، راحت‌تر باشند.

برای امتحان فرضیه، از نمونه‌ای حاوی 55652 پیشنهاد که توسط تحلیلگران وابسته به شرکتهای کارگزاری بازار بورس تایوان ارائه شده بودند، استفاده کردیم. از آنجاییکه در این مطالعه برای آزمایش تعصب تحلیلگر وابسته از داده‌های بازار آمریکا استفاده شده است، میتوانیم آزمونی اضافه برای تمایلات یکجانبه طراحی کنیم. بعلاوه در بازارهای در حال ظهور که عدم تقارن اطلاعات در آنها زیاد است، حاکمیت شرکتی میتواند نقشی حیاتی‌تر در کاهش مشکلات نمایندگی ایفا کند. بنابراین تاثیر حاکمیت شرکتی، اگر وجود داشته باشد، بر رفتار تحلیلگر بسیار عمیق خواهد بود. پس باید داده‌هایی مورد استفاده قرار گیرند که مربوط به بازارهای در حال ظهور باشند و نه بازارهایی پیشرفته مانند بازار آمریکا. علاوه بر این مانند بسیاری از بازارهای در حال ظهور، بیشتر سرمایه‌گذاران در تایوان، سرمایه‌گذاران خرد هستند (از نظر ارزش و تعداد معاملات) و توصیه‌های تحلیلگران برای آنها منابع بااهمیتی از اطلاعات میباشد. بنابراین با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران خرد مکرراً توسط تحلیلگران دچار گمراهی میشوند، روشن ساختن نقش حاکمیت شرکتی در کاهش تمایلات یک طرفه تحلیلگر اهمیت زیادی دارد.

در حقیقت ما دریافتیم با ثابت نگه داشتن سایر عوامل (1) تحلیلگران به احتمال کمتری به شرکتهایی با حاکمیت ضعیف توصیه‌های مناسب ارائه میکنند (نسبت به شرکتهایی با حاکمیت قوی) و (2) تحلیلگران وابسته، تمایلات یک جانبه بیشتری دارند که این تمایل با کاهش حاکمیت شرکتی افزایش میابد. با تحلیل واکنش تحلیلگر (در ارائه پیشنهاد) به قیمت سهام، دریافتیم در حالیکه بازار به پیشنهادات خرید واکنش مثبت نشان میدهد، پیشنهاد خرید شرکتهایی با

⁶ agency problems

حاکمیت ضعیف را تنزیل می‌دهد و این تنزیل برای شرکتهای وابسته و متعهد به سازمانها نسبت به غیروابسته‌ها بیشتر است. بنابراین مطابق با فرضیه ما داده‌ها نشان می‌دهند پیشنهادات تحلیلگران برای شرکتهایی با حاکمیت ضعیف حاوی تعصبات اغراق آمیز و خوش بینانه بیشتری است.

یافته‌های ما نشان می‌دهد وقتی یک شرکت حاکمیت خود را بهبود می‌بخشد، تحلیلگرانی که شرکت را پوشش می‌دهند تمایل کمتری به تعصبات اغراق آمیز در ارائه پیشنهادات خود دارند. بنابراین درحالی‌که بهبود حاکمیت شرکتی میتواند مشکلات نمایندگی در شرکت را کاهش دهد، با تعدیل تمایلات یک طرفه تحلیلگر بیگانگی دارد.

ادامه این مقاله بصورت زیر سازماندهی شده است. بخش 2 مروری بر ادبیات پیشنهادات تحلیلگر و حاکمیت شرکتی دارد و فرضیه‌های ما را ارائه میکند. بخش 3 داده‌های ما را شرح می‌دهد. بخش 4 شواهد مربوط به تمایلات تحلیلگر و رابطه آن با حاکمیت شرکتی را بیان میکند. بخش 5 تاثیر تنزیل بازار بر تمایلات تحلیلگر را بررسی میکند. بخش 6 هم این سوال را مورد بررسی قرار می‌دهد که کدام مکانیسمهای حاکمیت شرکتی در تعدیل تمایلات و تعصبات تحلیلگر موثر است؟ در بخش 7 نتایج بیان خواهند شد.

2. مروری بر ادبیات و فرضیه‌ها

1.2. توصیه‌های تحلیلگران

ادبیات مربوط به رفتار تحلیلگران مالی بیان میکند تفاوت‌های قابل توجهی بین پیشنهادات تحلیلگرانی که شرکتهایشان به بانکها وابستگی داشته باشند و یا نداشته باشند، وجود دارد. مثلاً لین و مک نیکولز (1998) نشان دادند که راهنماییهای تحلیلگرانی که به شرکت متعهد هستند به میزان قابل توجهی مطلوبتر از آنهایی است که وابسته به شرکت نیستند. آنها همچنین نشان دادند بازگشت سرمایه در مواقعی که تحلیلگران وابسته به شرکت، توصیه به نگهداری سهام میکنند، از زمانیکه افراد غیر وابسته توصیه میکنند منفی تر است و بیان کردند که سرمایه‌گذاران انتظار دارند وقتی که «فروش» پیشنهاد بهتری است، تحلیلگران توصیه به نگهداری سهام کنند.

بطور مشابه مایکلی و وومک (1999) گزارش کردند که پیشنهادات تحلیلگران متعهد به سازمانها بسیار اغراق آمیز و خوش بینانه است و بازار میزان این تمایل و تعصب را نمیشناسد و اینکه تحلیلگران وابسته، کمتر توصیه به خرید

میکنند. بعلاوه دچو و دیگران (2000) دریافتند تحلیلگرانی که در استخدام مدیران عالی هستند، در شرایط برابر، پیش بینی رشد خوشبینانه‌ای دارند و اگر سودآوری مطابق با انتظارات نباشد، اغلب پیش بینی رشد زیاد توسط تحلیلگران وابسته انجام شده است.

به گفته آبرین و دیگران (2005)، تحلیلگران وابسته نسبت به افراد غیروابسته در تنزیل پیشنهاداتشان آهسته و در ارتقای آنها سریع عمل میکنند. مطالعه آنها نشان میدهد داشتن سرمایه در یک بانک بر سرعت انتقال اخبار مطلوب یا نامطلوب توسط تحلیلگر تاثیر میگذارد.

با این حال بردشاو و دیگران (2006)، به این موضوع پرداختند که هر دو نوع تحلیلگر اغلب پیش‌بینی‌های خوشبینانه دارند و پیشنهاداتشان اغراق آمیز است که اینها بر فعالیتهای مالی بیرونی شرکت تاثیر دارد. آنها بیان کردند که خوش بینی بیش از حد تحلیلگر، در وهله اول بیشتر به علت فشارهایی است که به دلیل سرمایه گذاری غیرمستقیم در بانک به آنها وارد میشود و دلیل دیگر تمایل یک جانبه به ایجاد کسب و کارهای کارگزاری وساده انگاری آنهاست تا به خاطر تعارضات حاصل از سرمایه گذاری مستقیم در بانک.

شن و چیه (2009) به بررسی این پرداختند که آیا بین نرخ بهره کارگزاریها و بخشهای تجاری اختصاصی بانکهای سرمایه گذاری اختلافی وجود دارد یا خیر. آنها دریافتند بانکهای سرمایه گذاری سهام پیشنهاد شده را از طریق بخشهای تجاری اختصاصی خود، قبل از صدور پیشنهادات، میخرند (میفروشند). شواهد نشان میدهد بین نرخهای بهره در تایوان تعارض وجود دارد و بانکهای سرمایه گذار میتوانند در کوتاه مدت از پیشنهادات خود عایدی داشته باشند.

اخیرا مالمندیر و شانتیکیومار (2009) نشان دادند در حالیکه معامله گران بزرگ به تبعیت از پیشنهادات خوبی که برای خرید به آنها میشود، اقدام به خرید میکنند، عکس‌العمل خاصی به پیشنهادات معمولی خرید نشان نمیدهند و در برابر پیشنهادات فروش، اقدام به نگهداری سهام میکنند و تنزیل پیشنهاداتی که توسط وابسته‌ها ارائه میشود، بالاست. در مقابل معامله‌گران خرد هم در مقابل پیشنهادات خرید بسیار عالی و نیز معمولی، اقدام به خرید میکنند و وقتی به آنها پیشنهاد حفظ سهام میشود، اقدام خاصی نمیکنند. طبق تحلیل این دو نفر معامله‌گران خرد به احتمال بیشتری با توصیه‌های تحلیلگران گمراه میشوند و ضررهای بیشتری متحمل میشوند.

بنابراین شواهدی محکم وجود دارد که بیان میکند تحلیلگران تعصبات خوش بینانه دارند. در واقع، در سال 2003، 10 شرکت کارگزاری بورس در وال استریت با همکاری کمیسیون بورس و اوراق بهادار⁷، بازار بورس نیویورک⁸، انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار⁹ و دادستان عمومی نیویورک¹⁰ پژوهشی جهانی با هزینه 1/4 میلیارد دلار انجام دادند تا اطمینان پیدا کنند که پیشنهاداتی که توسط تحلیلگرانشان به مشتریان داده میشود، مستقل و غیر متعصبانه است. این مورد اهمیت تمایلات تحلیلگر را نشان میدهد.

کادان و دیگران (2009) تاثیر قوانین جدید مانند قانون 2711 انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار، قانون 472 بازار بورس نیویورک و توافقنامه جهانی پژوهشی تحلیلگران¹¹ را بر پیشنهادات تحلیلگران مورد آزمون قرار دادند و دریافتند آگاهی بخش بودن پیشنهادات کم شده است. آنها نشان دادند در حالیکه تحلیلگران وابسته، همچنان به ارائه پیشنهادهای بدبینانه بی رغبت هستند، ارائه پیشنهادات خوش بینانه به اینکه تحلیلگران به شرکتهای تحت پوشش وابسته هستند یا خیر، بستگی ندارد. هم‌چنین کلارک و دیگران (2011) گزارش کردند که شرکتهای پژوهشی مستقلی که بعد از توافقنامه جهانی پژوهشی تشکیل شده‌اند، کیفیتی خوبی ندارند و پیشنهاداتی ارائه میکنند که بیشتر خوشبینانه و کمتر نوآورانه است و نسبت به شرکتهایی که قبل از توافقنامه وجود داشتند، دوره بازگشت کوتاه تری دارند. بنابراین قوانینی که با هدف کاهش تضاد بین علاقمندی‌های واحدهای تحقیقاتی و بانکهای سرمایه گذاری کارگزاریهای آمریکا ایجاد شده‌اند، به نتیجه نرسیده‌اند و ممکن است تمایلات تحلیلگر را از بین نبرند.

تعصبات و تمایلات تحلیلگران در بازارهای در حال ظهور نسبت به بازار پیشرفته آمریکا شدیدتر است. همانگونه که ما در این مقاله فرض کردیم، در یک بازار در حال ظهور که در آن عدم تقارن اطلاعات بالاست و از حقوق سهامداران بخوبی حمایت نمیشود، حاکمیت شرکتی در شرکتهای تحت پوشش ممکن است تحلیلگران را تحریک کند که برای تمایلات خود نسبت به شهرتشان وزن بیشتری در ارائه یک پیشنهاد خوش بینانه قائل شوند.

⁷ Securities and Exchange Commission (SEC)

⁸ New York Stock Exchange (NYSE)

⁹ National Association of Securities Dealers (NASD)

¹⁰ New York Attorney General

¹¹ Global Analyst Research Settlement

2.2. حاکمیت شرکتی

شلیفر و ویشتی (1997) بیان کردند که حاکمیت شرکتی مربوط به راههایی است که در آن تامین کنندگان مالی شرکتها، خودشان را از بازگشت سرمایه خود مطمئن میکنند. از دید آنها از زمانیکه برای مدیران فرصتی فراهم شد که با سرمایه تامین کنندگان مالی فرار کنند و در پروژه‌های نامناسب سرمایه گذاری کنند یا اقدام به سرقت سودهای حاصله کنند، مشکلات نمایندگی (Jensen و Meckling، 1976) یکی از نگرانیهای حاکمیت شرکتی بوده است. بنابراین بعد از مرور تحقیقات انجام شده در این حوزه شلیفر و ویشتی بیان کردند که یک سیستم حاکمیت شرکتی خوب باید برخی از انواع سرمایه گذاران کلان (کسانی که میتوانند بر مدیران نظارت کنند) را با یکدیگر ترکیب کند و از حقوق قانونی آنها و نیز سرمایه گذاران خرد حمایت کند. به عبارت دیگر همانطور که تیروول (2001) گفته است، ساختار یک حاکمیت شرکتی مناسب طوری است که توانمندترین مدیران را انتخاب میکند و آنها را وادار میکند در مقابل سرمایه گذاران پاسخگو باشند.

با همین استدلال، لاپورتا و دیگران (2000) به این نکته رسیده‌اند که سرمایه گذاران بیرونی با این خطر مواجهند که بازگشت سرمایه آنها صورت خارجی بخود نمیگیرد؛ زیرا افرادی از داخل شرکت (سهام داران کنترل کننده و مدیران) ممکن است از آنها سلب مالکیت کنند. بنابراین آنها بیان کردند که حاکمیت شرکتی در مقیاس وسیع مجموعه‌ای از مکانیسم‌هاست که از طریق آن سرمایه گذاران خارج از شرکت در برابر سلب مالکیت افراد داخل شرکت از خود محافظت میکنند.

حمایت از سرمایه گذاران بیرونی برای شرکت سودآور است. همانطور که لاپورتا و دیگران (2000) و تیروول (2001) اشاره کردند، وقتی که افراد داخل شرکت کمتر سلب مالکیت کنند و از کاهش نظارت سود شخصی بپزند، بطور کلی شرکت میتواند از بیرون شرکت تامین مالی بهتری داشته باشد. جو (2003) دریافت که در زمینه سودآوری شرکت، حاکمیت شرکتی قویتر، در شرکتهای کره‌ای، با عملکرد بهتر رابطه دارد. علاوه بر آن، لاپورتا و دیگران (2002) نشان دادند ارزش شرکت در کشورهایی که از سهامداران خرد حمایت بهتری میشود و نیز شرکتهایی که جریان نقدی، مالکیت بیشتری در دست سهامداران ناظر دارد، بالاتر است.

بارکلی و دیگران (1993) نشان دادند تنزیل سرمایه‌های مدت دار در سهامی که بیشتر تحت مالکیت مدیریت است بالاتر می‌باشد. آنها بیان کردند که تنزیلها منعکس کننده سود شخصی سهامداران عمده است که به سایر سهامداران تعلق نمی‌گیرد. کلاسنس و دیگران هم (2002) دریافتند زمانیکه حق نظارت سهامداران کلان از حقوق جریان نقد تجاوز میکند، حاکمیت شرکتی ضعیف می‌شود و ارزش شرکت افت میکند (همچنین Lins و Lemmon، 2003، را ببینید). میتون (2002) دریافت که قیمت‌های سهام شرکتی که خودگشودگی بیشتر (ADR ها و حسابرسی از 6 شرکت حسابداری) و مالکیت بیرونی بیشتری دارد در بحران مالی آسیا در سالهای 1997-1998 بهتر بوده است. نتایجی که او بدست آورد بیان میکند حاکمیت شرکتی که عدم تقارن اطلاعات را کاهش و فعالیتهای نظارتی را افزایش دهد، تأثیری مثبت بر ارزش شرکت دارد (Baek و دیگران، 2004، را هم ببینید). همچنین جانسون و دیگران (2000) اعلام کردند که در طی بحران مالی آسیا بازار بورس در کشورهایی که حاکمیت شرکتی ضعیفی داشتند افت بیشتری داشته است. بویژه زمانیکه با شاخص تأثیر حمایت از سهامداران خرد سنجیده شده است.

در مجموع، ادبیات نشان می‌دهد عملکرد و قیمت سهام شرکت، تحت تأثیر مکانیسمهای حاکمیت شرکتی قرار دارد که عدم تقارن اطلاعات و مشکلات نمایندگی را کاهش دهد. بنابراین حمایت از سرمایه گذاران بیرونی و سهامداران خرد با اصول حداکثرسازی ارزش شرکت سازگاری دارد.

3.2. فرضیه ارتباط حاکمیت شرکتی و رفتار تحلیلگر

بر اساس مطالب بیان شده توسط شلیفر و ویشنی (1997) و لاپورتا و دیگران (2000) در مورد حاکمیت شرکتی، فرضیه‌ای ساده را مطرح میکنیم که حاکمیت شرکتی را به رفتار تحلیلگری که شرکت را تحت پوشش قرار میدهد، مربوط میکند. در ابتدا می‌گوییم مکانیسمهای حاکمیت شرکتی بر رفتارهای مدیریتی نیز تأثیر دارد. برای شرکتهایی که حاکمیت خوبی دارند مجموعه‌ای از مکانیسمها که از سرمایه گذاران بیرونی حمایت میکنند، شرکت را شفاف‌تر می‌سازد و باعث میشود مدیران در مورد مشکلات نمایندگی که منجر به نقض قوانین حاکمیت شرکتی میشود، هوشیارتر باشند.

در مقابل برای شرکتهایی که حاکمیت ضعیفی دارند افرادی از داخل شرکت (مدیران و سهامداران کنترل کننده) به مزایای شخصی نظارت علاقه بیشتری دارند و کمتر به حمایت از سرمایه گذاران بیرونی توجه میکنند. آنها برای آسانتر بدست آوردن سودهای شخصی، شرکتشان را کمتر شفاف میکنند و درآمدهای آنها که در صورتهای حسابداری می آید، کمتر حاوی اطلاعات مفید است (فن و وانگ، 2002؛ فرانسیس و دیگران، 2005). این افراد ممکن است زمانیکه عملکرد شرکت ضعیف است عایدی های شرکتشان را بالا نشان دهند (Peasnell و دیگران، 2005). همانطور که کلین (2002) نشان داده است مدیریت درآمدها و مکانیسمهای حاکمیت شرکتی ضعیف، ارتباط مثبتی با هم دارند. تحت چنین فرهنگی، مدیران، آن دسته از بانکهای سرمایه گذاری را که تحلیلگران نشان میتوانند پیشنهادات مطلوبی از شرکت به مشتریهایشان بدهند، ترجیح میدهند. تاییدات بیرونی میتوانند مدیران را گمراه کنند. بعلاوه هالمستروم و تیرول بیان کرده اند که بازارهای مالی، برای شرکتهای معیارهایی در زمینه عملکرد مدیریتی فراهم میکنند. پیشنهادات مطلوب تحلیلگران میتواند در قیمت سهام حساب ایجاد کند که این منجر به پاداش بیشتر برای مدیران و افزایش ثروت افراد داخل شرکت میشود.

بنابراین ما فرض میکنیم که در یک بازار در حال ظهور، حاکمیت شرکتی ضعیف نشان دهنده ترجیح شرکت به دریافت پیشنهادات مطلوب است. در حالیکه حاکمیت شرکتی خوب، نشان دهنده تمایل شرکت به دریافت نظرات صادقانه از طرف تحلیلگران، بویژه تحلیلگران وابسته و متعهدی است که تمایل دارند ترجیحات شرکت را برآورده کنند. فرضیه ما رابطه نزدیکی با مسائل بیان شده توسط بردشاو و دیگران (2006)، المندیر و شانتی کومار (2007) دارد که نشان دادند در حالیکه تحلیلگران وابسته پیشنهاداتی گزافه و دست بالا میدهند (Lin و McNichols، 1998؛ Michaely و Womack، 1999)، تحلیلگران غیروابسته به میزان کمتری از این دست پیشنهادات ارائه میکنند. بعلاوه این فرضیه با نظرات لیم (2001) و Ljungqvist و دیگران (2007) نیز رابطه دارد که بیان کردند تحلیلگران مالی دقت پیش بینی ها و نیز میزان تمایلات یک جانبه را برای دسترسی مدیریت، معامله گران بانکهای سرمایه گذاری و کسب و کارهای کارگزاری، سبک و سنگین میکنند.

فرض ما در بسط این مطالب این است که حاکمیت شرکتی در شرکتهای تحت پوشش تحلیلگران، در فرایندهای تصمیم گیری، که نشان دهنده رفتار آنها در ارائه پیشنهادات است، نقش دارد. فرضیه ما بخصوص بیان میکند تحلیلگران تمایل دارند به شرکتهایی که حاکمیت ضعیفی دارند، پیشنهادات اغراق آمیز و گزاف بدهند؛ در حالیکه به شرکتهایی با حاکمیت مناسب اطلاعاتی دقیق میدهند. بنابراین فرضیه ما پیش بینی میکند پیشنهادات تحلیلگران به شرکتهایی با حاکمیت ضعیف، حاوی تعصبات و تمایلات بیشتری است و بازار، تنزیل بیشتری به اینگونه پیشنهادات میدهد.

3. داده‌ها

3.1. پیشنهادات تحلیلگران

نمونه آماری ما حاوی 55652 پیشنهاد برای 447 شرکت موجود در بازار بورس تایوان است. ما این نمونه‌ها را از طریق شرکتهای کارگزاری جمع‌آوری کرده‌ایم که در گزارش خبرگزاری مرکزی تایوان در سالهای 1996-1999 وجود دارند. این پیشنهادات توسط آن دسته از تحلیلگران مالی ارائه شده‌اند که به 46 شرکت کارگزاری وابسته هستند. در بین اینها، 38 شرکت، هم کارگزاری و هم بانک سرمایه گذاری دارند و 8 تای دیگر شرکتهایی نسبتاً کوچک هستند که هیچ کسب و کاری در زمینه بانکهای سرمایه گذاری ندارند. ما تحلیلگرانی را مورد بررسی قرار داده‌ایم که به گروهی دیگر یعنی «تحلیلگران مستقل» وابسته هستند.

با جستجوی کلیدواژه‌هایی در گزارشهای شرکتهای کارگزاری، طبق روال زیر امتیاز 1 تا 4 را به هر پیشنهاد اختصاص دادیم:

1- خرید¹²(افزودن¹³، موفقتر بودن¹⁴، انباشتن، خرید بسیار عالی)

2- خرید بلند مدت¹⁵

¹² Buy

¹³ Add

¹⁴ Outperform

¹⁵ LBuy (Long-term Buy)

3- نگهداشتن^{۱۶} (منتظر ماندن^{۱۷}، خنثی بودن^{۱۸}، تجارت محدود^{۱۹})

4- فروش^{۲۰} (ضعیف بودن، کاهش یافتن، فروش بسیار قوی)

جدول 1 توزیع امتیازات این 55652 پیشنهاد را نشان میدهد. پیشنهادات خرید، 67٪ کل پیشنهادات در نمونه ما را دربرمیگیرند. پیشنهادات بسیار عالی خرید، بسیار کم هستند (>1/). بنابراین آنها در طبقه پیشنهادات خرید با امتیاز 4 قرار میدهیم. ما دریافتیم 17٪ پیشنهادات، «خرید بلندمدت» هستند که آن را LBuy مینامیم و به این گروه امتیاز 3 را اختصاص میدهیم. (همانطور که نشان خواهیم داد در زمینه ویژگیهای شرکت و واکنش بازار، اختلافی قابل توجه بین خرید و خرید بلندمدت وجود دارد). در مجموع پیشنهادات مثبت، 84٪ کل پیشنهادات را دربرمیگیرند و حدود 10٪ پیشنهادات توصیه به نگهداشتن میکنند (با امتیاز 2). پیشنهاد قوی فروش که بسیار نادر است (>1/.) را در گروه پیشنهادات فروش قرار میدهیم و امتیاز 1 را به آن اختصاص میدهیم که 6٪ باقیمانده را در برمیگیرند. امتیاز میانگین نمونه‌های ما 3/46 است. بنابراین نمونه‌های ما مشابه پژوهشهای پیشین در این زمینه هستند که در آنها پیشنهادات خرید از فروش بیشتر است.

به تبعیت از لین و مک نیکلز (1998) و المندیر و شانتیکومار (2007)، پیشنهاداتی را بعنوان وابسته طبقه بندی کرده‌ایم که توسط تحلیلگرانی ارائه شده‌اند که وابسته به شرکتهایی هستند که برای اولین بار سهام شرکت را بصورت عمومی عرضه کرده‌اند، و این کار رادر طی 5 سال بعد از اولین عرضه عمومی^{۲۱} (IPO_5) انجام داده‌اند؛ یا از طرف تحلیلگرانی ارائه شده‌اند که به شرکتهایی که رتبه شرکت را در موتورهای جستجو بالا میبرند متعهد هستند و این تعهد 2 سال قبل از بهینه سازی در موتورهای جستجو^{۲۲} (P_SEO) یا 2 سال بعد از آن (F_SEO) وجود داشته است. از 55652 پیشنهاد در نمونه ما، 15433 یا 27/7٪ وابسته هستند. 40219 پیشنهاد باقیمانده، غیروابسته هستند و 4975 نفر، تحلیلگران مستقل هستند.

16 Hold

17 Wait

18 Neutral

19 Range Trade

20 Sell

21 Initial Public Offering (IPO)

22 Search Engine Optimization (SEO)

جدول 1، همچنین نشان دهنده توزیع تحلیلگران بر اساس وابستگی و امتیاز هستند که تفاوت‌های قابل توجه زیادی وجود دارد. اولاً، 73٪ پیشنهادات وابسته امتیاز 4 دارند، که با امتیاز مشابه، از 53٪ تعداد تحلیلگران یا 64٪ غیروابسته‌های مستقل بیشتر هستند. دوم اینکه تحلیلگران وابسته پیشنهاد «نگهداشتن» بیشتری ارائه میکنند، 32٪ در مقابل 8٪، که توسط تحلیلگران وابسته ارائه میشود. سوم اینکه حدود 19٪ پیشنهادات غیروابسته (شامل مستقل‌ها) برای خرید بلندمدت هستند که با 12٪ پیشنهادات وابسته قابل مقایسه است. بطور خلاصه، میانگین امتیاز پیشنهادات وابسته 3/54 است که به میزان قابل توجهی از میانگین غیروابسته‌ها یعنی 3/42 یا میانگین 3/14 مستقل‌ها بالاتر است. گزارش مربوط به تفاوت‌های بین میانگین امتیازات در پنل B جدول 1 آمده است. بنابراین مطابق با مطالعات پیشین، تحلیلگران وابسته در نمونه ما، نسبت به غیروابسته‌ها تمایل بیشتری به ارائه پیشنهاداتی دارند که خوش بینانه و گزافه است.

در بین زیرنمونه‌های وابسته، امتیاز میانگین پیشنهادات IPO-53، 3/5 است که به 3/52 برای P_SEO و 3/55 برای F_SEO بسیار نزدیک است. بنابراین امتیاز میانگین این سه زیرنمونه همگی به طور قابل توجهی بالاتر از نمونه‌های غیروابسته است. بعلاوه بطور میانگین تحلیلگران وابسته به SEO بیشتر تمایل به ارائه پیشنهادات گزافه و خوش بینانه دارند.

برای اینکه تعصب تحلیلگران وابسته را بهتر نشان دهیم، یک جفت زیر نمونه را انتخاب کردیم که حاوی پیشنهادات شرکت‌هایی بود که هم توسط وابسته‌ها و هم غیروابسته‌ها در یک روز ارائه شده بودند. برای این جفت زیرنمونه‌ها، اگر بیش از یک پیشنهاد وابسته (غیروابسته) از طرف یک شرکت در یک روز وجود داشته باشد، امتیاز آن را بصورت میانگین در نظر میگیریم و آزمون t جفت را برای آن استفاده میکنیم. همانطور که در پنل C جدول 1 نشان داده شده است، میانگین تفاوت جفت نمونه 0/15 است و مقدار t آن، 9/14 است. تفاوت بین جفت نمونه‌ها برای هر سه زیرنمونه وابسته قابل توجه است. این مقایسه جفتی، شواهدی روشن برای ما فراهم میکند که نشان دهنده تعصب و تمایلات یکجانبه تحلیلگران متعهد و وابسته در بازار تایوان است.

جدول 1: توزیع پیشنهادات ارائه شده توسط تحلیلگران وابسته و متعهد

پنل A نشان دهنده توزیع پیشنهادات توسط تحلیلگران وابسته و متعهد میباشد. Buy (نگهداری، فروش) به معنی پیشنهاد خرید (نگهداری، فروش) است. LBuy هم نشان دهنده پیشنهاد خرید بلندمدت است. پنل B آزمونهای t ساترثویت²³ را برای تعیین اختلاف بین انواع مختلف وابستگی نشان میدهد. پنل C هم آزمون t جفت را برای نمونه شرکتهای پیشنهاد شده هم توسط تحلیلگران وابسته و هم غیروابسته نمایش میدهد. ما پیشنهادی را وابسته در نظر گرفته ایم که توسط یک تحلیلگر وابسته به شرکتهای IPO در طی 5 سال پس از اولین عرضه عمومی یا یک شرکت SEO در دو سال قبل یا بعد از SEO ارائه شده باشد. پیشنهادی مستقل است که توسط کارگزاری ارائه شده باشد که هیچ کسب و کار تعهدآوری نداشته باشد.*** بیانگر اهمیت در سطح 1٪ میباشد.

پنل A: توزیع وابستگی		درصد بر اساس امتیاز (%)				آمار		انحراف میانگین
وابستگی	F	1 فروش	2 تقداری	3 خرید بلند مدت	4 خرید	SD	میانگین	
کل نمونه‌ها	55 652	5.99	9.52	17.34	67.14	3.46	0.89	-1.53
غیروابسته‌ها	40 219	5.77	9.81	18.97	63.61	3.42	0.90	-1.45
مستقلاً	4975	3.86	31.74	11.26	53.15	3.14	0.99	-0.51
وابسته‌ها	15 433	6.29	8.34	12.38	72.99	3.54	0.87	-1.81
اسپانسر اولین عرضه عمومی (در 5 سال گذشته)	7240	6.23	00208.11	11.80	73.87	3.53	0.89	-1.49
اسپانسر اصلی اولین عرضه عمومی	434	4.38	9.91	11.98	73.73	3.55	0.84	-1.77
عرضه عمومی مشترک	6806	6.34	8.00	11.78	73.88	3.53	0.89	-1.80
تعهد به SEO (در دو سال گذشته)	6494	5.76	9.69	11.03	73.53	3.52	0.89	-1.72
اسپانسر اصلی اولین عرضه عمومی	728	4.80	4.94	5.08	85.17	3.71	0.77	-2.61
عرضه عمومی مشترک	5766	5.88	10.28	11.78	72.06	3.50	0.90	-1.64
تعهد به SEO (در 2 سال آینده)	3240	5.50	6.20	15.31	72.99	3.55	0.84	-1.91
اسپانسر اصلی اولین عرضه عمومی	535	2.80	5.98	12.52	78.69	3.67	0.71	-2.27
عرضه عمومی مشترک	2705	6.03	6.24	15.86	71.86	3.54	0.86	-1.84

پنل B: آزمونهای تفاوت پیشنهادات

²³ Satterthwaite t-tests

	میانگین امتیاز	تفاوت در	مقدار t
مستقل در برابر غیروابسته	-0.33		-22.13***
وابسته به IPO در برابر غیروابسته	0.11		9.58***
متعهد به اولین عرضه کننده عمومی در برابر غیروابسته	0.13		3.10***
عرضه عمومی مشترک در برابر غیروابسته	0.11		9.13***
متعهد به اولین عرضه کننده عمومی در برابر عرضه عمومی مشترک	0.02		0.43
وابسته به SEO در برابر غیروابسته	0.11		11.16***
SEO در دو سال گذشته در برابر غیروابسته	0.10		8.23***
SEO در دو سال آینده در برابر غیروابسته	0.13		8.69***
<hr/>			
متعهد به اولین عرضه کننده عمومی در برابر غیروابسته	0.27		12.36***
عرضه عمومی مشترک در برابر غیروابسته	0.09		8.23***
متعهد به اولین عرضه کننده عمومی در برابر عرضه عمومی مشترک	0.18		7.72***
<hr/>			
پل: آزمونهای t جفتی			
<hr/>			
	تعداد	میانگین	مقدار t
	جفتها	تفاوتها	
وابستگی در برابر غیروابستگی			
وابستگی در برابر غیروابستگی	3895	0.15	9.14***
IPO در 5 سال گذشته در برابر غیروابستگی	2003	0.17	7.07***
SEO در 2 سال گذشته در برابر غیروابستگی	1736	0.11	4.54***
SEO در 2 سال آینده در برابر غیروابستگی	633	0.14	3.56***

2.3. حاکمیت شرکتی

در این مقاله ما از داده‌های مجله اقتصادی تایوان^{۲۴} استفاده کردیم که بزرگترین ارائه کننده داده‌های مالی در تایوان است. داده‌های ما شامل هشت متغیر حاکمیت شرکتی است که آنها را در سه گروه قرار دادیم: ساختار

مالکیت^{۲۵}، ویژگیهای هیئت مدیره^{۲۶} و شفافیت شرکت^{۲۷}.

²⁴ Taiwan Economic Journal

²⁵ ownership structure

²⁶ board characteristics

²⁷ corporate transparency

زیرگروه ساختار مالکیت شرکت سه متغیر دارد. اول سهم MNG²⁸ که متغیری ساختگی برای مدیرانی است که سهامدار نیز هستند و اگر درصد سهام مدیریت بیشتر از متوسط شرکتهای نمونه باشد برابر با 1 است. به گفته جنسن و مکلینگ (1976)، وقتی مالکیت مدیریت افزایش میابد، مدیران به احتمال کمتری ثروتهای شرکت را بر باد میدهد؛ زیرا سهم بیشتری در هزینه‌های مشکلات نمایندگی دارند. دومین متغیر UCF/UCO است که تاثیر معکوس واگرایی در حق نظارت نهایی (UCO)³⁰ و حقوق جریان نقد نهایی (UCF)³¹ سهامداران عمده بر ارزش شرکت را نشان میدهد (در زمینه حق رای مستقیم و غیرمستقیم). به تبعیت از لاپورتا و دیگران (1999) و کلاسنس و دیگران (2000)، انتظار داریم واگرایی زیادی بین UCF و UCO در شرکتهایی که حاکمیت ضعیفی دارند، وجود داشته باشد. هاگس (2005) بیان کرد که ارزش شرکت تنها زمانی سقوط میکند که سهامداران ناظر عمده، حداقل دو برابر حقوق جریان نقد، حق رای داشته باشند. بنابراین متغیر ساختگی UCF/UCO را تعریف کردیم که اگر این مقدار برای سهامداران عمده ناظر کمتر از 0/5 باشد برابر با 0 و در غیر این صورت برابر با 1 است. سومین متغیر، سهام بیرونی³² است که متغیری ساختگی برای سهام اعضای خارج از هیئت مدیره است و اگر درصد این افراد بیشتر از متوسط باشد مقدار این متغیر برابر 1 است. به گفته جنسن و مکلینگ (1976)، رولاند و دیگران (1990) و بیسلی (1996)، انتظار داریم اعضای خارج از هیئت مدیره که سهام زیادی در اختیار دارند تمایل بیشتری به نظارت بر مدیریت داشته باشند.

زیرگروه ویژگیهای هیئت مدیره نیز سه متغیر ساختگی دارد. اولین آنها اندازه هیئت مدیره است. به گفته جنسن (1993)، یرماک (1996) و ایسنبرگ و دیگران (1998)، هیئت مدیره‌ای که کوچک باشد انسجام بیشتری دارد و در نظارت بر مدیران موثرتر است. با این حال اخیراً کولز و دیگران (2008) رابطه بین ارزش شرکت و اندازه هیئت مدیره را مجدداً مورد آزمون قرار دادند و رابطه‌ای U شکل را کشف کردند که نشان میدهد در رابطه با ارزش شرکت، هیئت مدیره بسیار کوچک یا بسیار بزرگ بهینه است. آنها بیان کردند که رابطه، از تفاوت بین شرکتهای پیچیده و ساده برمیخیزد و ارزش

³⁰ ultimate control rights (UCF)

³¹ ultimate cash flow rights (UCF)

³² Outside_Share

شرکت با توجه اندازه هیئت مدیره شرکتهای پیچیده(ساده)افزایش(کاهش) می یابد. بنابراین اگر تعداد کل مدیران و سرپرستان در هیئت مدیره کمتر از چارک اول یا بیشتر از چارک سوم باشد، اندازه هیئت مدیره را 1 و در غیر این صورت 0 در نظر میگیریم.

متغیر دوم میزان استقلال هیئت مدیره است که اگر هیئت مدیره مستقل باشد برابر 1 و در غیر این صورت برابر 0 است. برای تعریف مستقل بودن هیئت مدیره از یه و دیگران(2001) تبعیت کردیم که بیان میکنند یک هیئت مدیره مستقل نیست اگر بیش از نیمی از اعضای آن به سهامداران ناظر وابسته باشند.

متغیر سوم یعنی استقلال سرپرست، زمانی برابر 1 است که هیچ کدام از سرپرستان عضو هیئت مدیره به سهامداران ناظر وابسته نباشند و در غیر این صورت برابر 0 است. سرپرستان، نظارت مهمی بر افراد داخل شرکت (مدیران و روسا) دارند و اگر مستقل باشند نظارت آنها موثرتر خواهد بود.

زیرگروه شفافیت شرکت نیز دو شاخص دارد. پیش بینی، متغیری ساختگی است که اگر تعداد پیش بینی سود که توسط مدیریت شرکتهای نمونه در سال گذشته بدست آمده، از میانگین بیشتر باشد برابر 1 و در غیر این صورت برابر با 0 است. انتشار پیش بینی سود میتواند عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهد و انتخابهای ناسازگار و نیز مشکلات را کم کند. حسابرس³³ نیز متغیری ساختگی است که اگر شرکتی حسابرس خود را در 3 سال گذشته تغییر نداده باشد برابر 1 و در غیر این صورت برابر 0 است. مطالعات متعددی انجام شده که نشان میدهند واکنش بازار به اطلاعاتی که تغییر حسابرس یا منفی است یا به آن توجهی ندارند (همچنین Nichols, Smith, و Johnson؛ 1983، Lys و Johnson، 1990 را هم ببینید). همانگونه که داویدسون و دیگران(2006) اشاره کرده اند واکنش منفی بازار به تغییر حسابرس میتواند منعکس کننده این باشد که ممکن است مدیریت به دنبال حسابرسی بی کیفیت تر است که این ممکن است کیفیت اطلاعاتی که به بازار مالی ارائه میشود را کاهش دهد و امکان دارد مدیریت علاقه داشته باشد به دلیل مزایای شخصی، عدم تقارن اطلاعات افزایش یابد.

جهت تشکیل شاخصی برای حاکمیت شرکتی (CG)، این هشت متغیر را خلاصه کرده‌ایم. بنابراین در نمونه ما اگر شاخص CG یک شرکت برابر با هشت باشد به این معنی است که سرمایه‌گذاران خارج از شرکت مجموعه‌ای کامل از مکانیسمها را در اختیار دارند تا بتوانند از خودشان در برابر سلب مالکیتی که توسط افراد داخل شرکت صورت می‌گیرد حفاظت کنند. جدول 2 خلاصه‌ای از آمار مربوط به این هشت متغیر و شاخص CG را گزارش می‌کند. محدوده شاخص CG در نمونه ما از 1 تا 8 تغییر می‌کند که میانگین آن 4/60 با انحراف استاندارد 1/50 است.

3.3. ماتریس هم بستگی

ما از شاخص CG برای تحلیل رابطه بین حاکمیت شرکتی و تمایلات تحلیلگر استفاده کرده‌ایم. جدول 3 نشان می‌دهد که «خرید» با اثر متقابل CG و خرید، همبستگی منفی دارد و به این معناست که شرکت‌هایی که پیشنهاد میشود سهام آنها را خریداری کنیم، شاخص CG کمتری دارند. در مقابل «فروش» با اثر متقابل CG و فروش، همبستگی مثبت دارد و به این معناست که شرکت‌هایی که پیشنهاد میشود سهام آنها را بفروشیم، شاخص CG بیشتری دارند. این همبستگی‌ها در وهله اول به این معناست که تحلیلگران تمایل کمتری به ارائه پیشنهاد فروش (خرید) برای شرکت‌هایی با CG پایین نسبت به شرکت‌هایی با CG بالا دارند.

ماتریس همبستگی همچنین نشان می‌دهد که اثر متقابل CG و خرید همبستگی مثبت با اندازه شرکت (سرمایه کاهش یافته بازار) و M/B (نسبت حقوق صاحبان سهام دفتری به بازار³⁴) دارد که بیان می‌کند شرکت‌هایی که توصیه به خرید سهام آنها میشود بزرگتر هستند و فرصت رشد بیشتری دارند. علاوه بر خرید همبستگی مثبتی با اندازه کارگزاری دارد که ارزش کلیه داراییهای شرکت کارگزاری است که پیشنهاد را ارائه می‌کند. این یعنی پیشنهادات خرید توسط شرکت‌های کارگزاری بزرگتر ارائه میشوند.

جالب توجه است که بر خلاف خرید، خرید بلند مدت رابطه‌ای مثبت با اثر متقابل CG و خرید بلند مدت دارد. همچنین خرید بلند مدت همبستگی مثبت با اندازه شرکت و نسبت M/B دارد؛ اما با اندازه کارگزاری دارای همبستگی منفی است. این همبستگی‌ها نشان می‌دهند که پیشنهادات خرید بلند مدت برای شرکت‌هایی ارائه میشوند که حاکمیت شرکتی

³⁴ market-to-book equity ratio

بهتری دارند، بزرگتر هستند و فرصت رشد بیشتری دارند و این پیشنهادات توسط کارگزاریهای کوچک مطرح میگردند. بنابراین تفاوت‌هایی بین پیشنهادات خرید و خرید بلندمدت در زمینه ویژگیهای شرکت و کارگزاری وجود دارد. ما این ویژگیها را برای تحلیل خود از رابطه بین حاکمیت شرکتی و تمایلات تحلیلگر تحت کنترل قرار دادیم.

جدول 2- خلاصه آماری متغیرهای حاکمیت شرکتی

سهام MNG برابر 1 است اگر کل سهام مدیریت از میانگین شرکت نمونه بیشتر باشد و در غیراینصورت برابر 0 است. UCF/UCO نهایت حقوق جریان نقد به نهایت حقوق سهم نظارت عمده‌ترین سهامدار است. اگر $UCF/UCO < 0/5$ باشد، آنگاه متغیر ساختگی UCF/UCO، 1 و در غیراینصورت 0 است. سهم خارجی، درصد اعضای سهامدار خارج از هیئت مدیره به به کل سهام ممتاز است. اگر درصد سهام بیرونی از متوسط بیشتر باشد آنگاه متغیر ساختگی سهام بیرونی برابر 1 و در غیراین صورت 0 است. اندازه هیئت مدیره، تعداد کل مدیران و سرپرستان عضو هیئت مدیره است. اگر اندازه هیئت مدیره کمتر از چارک اول یا بیشتر از چارک سوم باشد، آنگاه اندازه متغیر آن 1 و در غیراینصورت 0 است. اگر هیئت مدیره توسط سهامداران ناظر کنترل نشود آنگاه میزان استقلال هیئت مدیره برابر با 1 و در غیراینصورت 0 است. استقلال سرپرست برابر با 1 است اگر هیچ کدام از سرپرستان عضو هیئت مدیره به سهامداران ناظر وابسته نباشند و در غیراینصورت 0 است. پیش بینی تعداد پیش بینیهای مدیریت از عواید شرکت در سال گذشته و قبل از سال پیشنهادی است. اگر پیش بینی بیشتر از متوسط باشد متغیر ساختگی آن برابر با 1 و در غیراینصورت 0 است. اگر شرکتی حسابرس خود را در 2 سال قبل از پیشنهاد تغییر نداده باشد مقدار متغیر حسابرس 1 و در غیراینصورت 0 است. تمام متغیرها به جز حسابرس و پیش بینی در پایان فصل قبل از تاریخ پیشنهاد اندازه گرفته شده اند. ما با استفاده از این 8 متغیر ساختگی، شاخص CG را ایجاد کردیم.

		تعداد	میانگین	انحراف معیار	ماکسیمم	میاناه	مینیمم
1	سهام MNG (%)	55 652	1.01	2.05	23.01	0.15	0.00
1	متغیر ساختگی سهام MNG	55 652	0.49	0.50	1.00	0.00	0.00
1	UCQ (%)	55 652	24.53	15.67	88.83	23.88	0.02
1	UCF (%)	55 652	19.03	15.27	88.83	15.61	0.00
1	UCF/UCQ (%)	55 652	77.03	26.53	100.00	88.55	0.00
1	متغیر ساختگی UCF/UCQ	55 652	0.82	0.38	1.00	1.00	0.00
(	سهام بیرونی (%)	55 652	10.30	11.54	71.00	7.09	0.00
(	متغیر ساختگی سهام بیرونی	55 652	0.50	0.50	1.00	0.00	0.00
1	اندازه هیئت مدیره	55 652	11.90	5.61	41.00	10.00	3.00
1	متغیر ساختگی اندازه هیئت مدیره	55 652	0.58	0.49	1.00	1.00	0.00
1	استقلال هیئت مدیره	55 652	0.54	0.50	1.00	0.00	0.00
(	استقلال سرپرست	55 652	0.29	0.45	1.00	1.00	0.00
1	بیش بینی	55 652	1.23	0.91	5.00	1.00	0.00
1	متغیر ساختگی بیش بینی	55 652	0.42	0.49	1.00	0.00	0.00
1	حسابرس	55 652	0.96	0.19	1.00	1.00	0.00
(	شاخص CG	55 652	4.60	1.50	8.00	5.00	1.00

جدول 3- ماتریس همبستگی

Buy متغیری ساختگی برای پیشنهاداتی با امتیاز 4 است. LBuy متغیری ساختگی برای پیشنهاداتی با امتیاز 3 است. Hold متغیری ساختگی برای پیشنهاداتی با امتیاز 2 است. Sell متغیری ساختگی برای پیشنهاداتی با امتیاز 1 است. CG شاخص حاکمیت شرکتی است. Aff متغیری ساختگی است که اگر پیشنهادی توسط یک تحلیلگر وابسته ارائه شود برابر 1 میباشد. Size_Firm لگاریتم طبیعی سرمایه بازار به شرکت تحت پوشش است. M/B_Firm لگاریتم طبیعی کل داراییهای شرکت کارگزاری است. N_Brokers تعداد شرکتهای کارگزاری پیشنهاد شده در یک بازار بورس و یک روز است. ****، ***، ** و * نشان دهنده اهمیت به میزان 5، 1 و 10٪ میباشد.

	Buy	LBuy	Hold	Sell	Buy*CG	Lbuy*CG	Hold*CG	Sell*CG	Buy*Aff	LBuy*Aff	Hold*Aff	Sell*Aff	Size_Firm	M/B_Firm	Size_Broker
Buy*CG	-0.02***	0.01**	0.01	0.01*	1.00										
Lbuy*CG	-0.05***	0.08***	-0.01***	-0.01**	0.00	1.00									
Hold*CG	-0.03***	-0.01***	0.07***	-0.01	0.00	0.00	1.00								
Sell*CG	-0.06***	-0.02***	-0.01***	0.15***	0.00	0.00	0.00	1.00							
Buy*Aff	0.35***	-0.13***	-0.16***	-0.13***	0.04***	-0.02***	-0.01***	-0.02***	1.00						
LBuy*Aff	-0.27***	0.41***	-0.06***	-0.05***	0.00	0.05***	0.00	-0.01*	-0.10***	1.00					
Hold*Aff	-0.22***	-0.07***	0.47***	-0.04***	0.01	-0.01	0.11***	-0.01	-0.04***	-0.03***	1.00				
Sell*Aff	-0.18***	-0.06***	-0.04***	0.51***	0.00	-0.00	0.00	0.15***	-0.07***	-0.02***	-0.02***	1.00			
Size_Firm	-0.02***	0.04***	0.04***	-0.06***	0.01**	0.02***	0.02***	-0.00	0.07***	0.04***	0.01***	0.02***	1.00		
M/B_Firm	-0.02***	0.08***	-0.01	-0.07***	0.13***	0.09***	0.04***	0.02***	-0.02***	0.03***	-0.02***	-0.02***	0.32***	1.00	
Size_Broker	0.20***	-0.15***	-0.15***	0.02***	0.02**	0.00	0.01***	0.02***	0.25***	0.07***	0.09***	0.09***	0.09***	0.03***	1.00
N_Brokers	0.02***	-0.00	0.04***	-0.03***	-0.01*	0.04***	-0.01***	-0.02***	-0.01***	-0.03***	-0.01***	-0.03***	0.38***	0.10***	-0.14***

4. شواهدی از تاثیر حاکمیت شرکتی بر تمایلات تحلیلگر

1.4. مدل پروبیت مرتب شده^{۳۵}

فرض ما با ثابت نگهداشتن سایر عوامل پیش بینی میکند که پیشنهادات تحلیلگر، بخصوص آنهایی که توسط تحلیلگران وابسته و متعهد به شرکتها ارائه میشوند، در شرکتهایی با حاکمیت ضعیف نسبت به شرکتهایی که حاکمیت مناسبی در آن برقرار است، دارای تمایلات و جهت گیریهای اغراق آمیز و خوش بینانه هستند. از آنجاییکه ما از امتیازدهی توصیفی برای طبقه بندی پیشنهادات تحلیلگر استفاده کردیم، مدل پروبیت مرتب شده که برای اولین بار توسط مک کلوی و زاوونیا (1975) معرفی شد، برای آزمون فرضیه‌های ما مناسب بنظر میرسد.

برای استفاده از این مدل متغیر پیوسته نهفته^{۳۶} S_i^* را طوری فرض میکنیم که ارزش آن امتیاز پیشنهاد i را بصورت زیر نشان میدهد:

$$i \text{ امتیاز} = \begin{cases} 4 & \text{اگر } \gamma_3 \leq S_i^* \\ 3 & \text{اگر } \gamma_2 \leq S_i^* < \gamma_3 \\ 2 & \text{اگر } \gamma_1 \leq S_i^* < \gamma_2 \\ 1 & \text{اگر } S_i^* < \gamma_1 \end{cases} \quad (1)$$

که در آن γ_1 و γ_2 و γ_3 نقاط انقطاع هستند. متغیر نهفته بطور خطی به متغیرهای توضیحی X بصورت زیر وابسته است:

$$\begin{aligned} S_i^* &= X_i B + \varepsilon_i \\ &= \beta_1 \cdot CG_i + (\beta_2 + \beta_3 \cdot CG_i) \cdot Affiliated_i + \sum_{k=1}^K \beta_{3+k} C_{k,i} + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (2)$$

که در آن $\varepsilon_i \sim N(0,1)$ و متغیرهای توضیحی $CG_i = CGI_i - \overline{CGI}$ ، که شاخص حاکمیت شرکتی شرکتهای پیشنهاد شده است. $Affiliated_i$ متغیری ساختگی است که اگر پیشنهاد توسط تحلیلگری وابسته^{۳۷} ارائه شود، برابر با 1 خواهد

³⁵ The Ordered Probit Model

³⁶ latent continuous variable

³⁷ Affiliated

بود. $C_{i,k}$ نیز متغیر کنترل k ام است. متغیرهای کنترل شامل $\log \text{size}$ و $\log M/B$ شرکت‌های تحت پوشش و $\log \text{size}$ کارگزاری‌هایی است که این شرکتها را پیشنهاد میکنند.

این ترتیب نشان میدهد که احتمال اینکه i یک پیشنهاد خرید باشد برابر است با:

$$\Pr(\text{Score}_i = 4) = \Pr(S_i^* \geq \gamma_3) = \Pr(X_i B + \varepsilon_i \geq \gamma_3) = \Pr(\varepsilon_i \geq \gamma_3 - X_i B) = \Phi(X_i B - \gamma_3) \quad (3)$$

و احتمال اینکه i یک پیشنهاد فروش باشد برابر است با:

$$\Pr(\text{Score}_i = 1) = \Pr(S_i^* < \gamma_1) = \Pr(X_i B + \varepsilon_i < \gamma_1) = \Pr(\varepsilon_i < \gamma_1 - X_i B) = \Phi(\gamma_1 - X_i B) \quad (4)$$

که در آن $\Phi(0)$ تابع توزیع تجمعی است. بطور مشابه احتمال اینکه i پیشنهاد خرید بلندمدت و پیشنهاد نگهداری باشد

(5) ابر است با:

$$\Pr(\text{Score}_i = 3) = \Pr(\gamma_3 > S_i^* \geq \gamma_2) = \Phi(\gamma_3 - X_i B) - \Phi(\gamma_2 - X_i B)$$

و

$$\Pr(\text{Score}_i = 2) = \Pr(\gamma_2 > S_i^* \geq \gamma_1) = \Phi(\gamma_2 - X_i B) - \Phi(\gamma_1 - X_i B). \quad (6)$$

امتیاز پیشنهادات در نمونه‌های ما معین است و ساختار احتمال، یعنی مدل پروبیت مرتب شده، به ما اجازه میدهد از روش MLE برای تخمین نقطه تقاطع و ضریب رگرسیون مربوط به متغیرهای توضیحی در معادله استفاده کنیم. این تخمینها در جدول 4 گزارش شده‌اند و در بخش بعدی مورد بحث قرار خواهند گرفت.

2.4. تحلیلگران وابسته

در ابتدا تاکید ما بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر احتمال اینکه شرکتها از تحلیلگران غیروابسته پیشنهاد خرید و فروش دریافت کنند، میباشد. فرضیه ما پیش بینی میکند $\beta_1 < 0$ است؛ یعنی با ثابت نگهداشتن سایر عوامل، تحلیلگران غیروابسته با احتمال بیشتری (کمتری) پیشنهادات خرید (فروش) به شرکت‌هایی با CG پایین میدهند.

مطابق با فرضیه ما β_1 حدوداً 0/0542 با ناهمسانی، تخمین زده میشود که مقدار t آن در رگرسیون کل نمونه 13/42 است. این نتیجه نشان میدهد شرکت‌هایی که مکانیسمهای حاکمیت شرکتی کمتری دارند نسبت به شرکت‌هایی با

مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بیشتر، در حقیقت به احتمال بیشتری (کمتری) پیشنهادات خرید (فروش) از تحلیلگران غیروابسته دریافت میکنند. شواهد نشان میدهند که رفتار تحلیلگران غیروابسته تحت تاثیر حاکمیت شرکتی‌هایی که پوشش میدهند قرار دارد.

متغیرهای وابسته: امتیاز پیشنهادها						
متغیرها	کل نمونه‌ها		زیرنمونه‌ها به استثنای مستقلها		زیرنمونه‌ها به استثنای غیروابسته‌ها به جز مستقلها	
	ارزیابی	ارزیابی	ارزیابی	ارزیابی	ارزیابی	ارزیابی
<i>intercept</i>	1.5075*** (167.85)	1.5704*** (170.40)	1.4968*** (158.45)	1.5374*** (160.38)	1.2811*** (65.62)	1.2728*** (39.56)
<i>Limit2</i>	0.5422*** (77.44)	0.5449*** (77.52)	0.4379*** (64.37)	0.4354*** (64.21)	0.7547*** (57.37)	0.7575*** (57.38)
<i>Limit3</i>	1.1167*** (134.74)	1.1316*** (135.38)	1.0597*** (124.55)	1.0621*** (124.68)	1.1571*** (80.40)	1.1609*** (80.39)
<i>CG</i>	-0.0487*** (-12.32)	-0.0542*** (-13.42)	-0.0508*** (-11.85)	-0.0543*** (-12.41)	-0.0465*** (-4.45)	-0.0429*** (-4.06)
<i>Affiliated</i>	0.2125*** (17.65)	0.076*** (5.88)	0.1647*** (13.451)	0.076*** (5.86)	0.4981*** (25.70)	0.5132*** (13.18)
<i>CG *Affiliated</i>	-0.0293*** (-3.63)	-0.0328*** (-4.01)	-0.0267*** (-3.24)	-0.0324*** (-3.89)	-0.0310** (-2.46)	-0.0381*** (-3.00)
<i>Size_Firm</i>		0.0002 (0.04)		0.0046 (0.90)		-0.0792*** (-6.32)
<i>Size_Firm* Affiliated</i>		-0.0150 (-1.58)		-0.0203** (-2.10)		0.0630*** (4.25)
<i>M/B_Firm</i>		0.0398*** (4.58)		0.0457*** (4.97)		0.0304** (2.06)
<i>Size_Broker</i>		0.1396*** (35.06)		0.1425*** (27.60)		-0.0032 (-0.31)
Log likelihood	-53 369	-52 727	-46 997	-46 587	-18 907	-18 880.2
LR statistics	550.63***	1819	416.05	1224.95	755.54	799.29
Pseudo R ² (%)	1.4880***	4.8083	1.2514	3.6273	5.4590	5.7640
تعداد مشاهدات 1	55 652	55 652	50 677	50 677	20 408	20 408

جدول 4- رگرسیون پروبیت مرتب شده امتیازات پیشنهادها

این جدول نتایج رگرسیون پروبیت مرتب شده امتیازات پیشنهادات بر حاکمیت شرکتی و وابستگی را نمایش میدهد. CG شاخص حاکمیت شرکتی است. *Affiliated* متغیری ساختگی است که اگر پیشنهاد توسط یک تحلیلگر وابسته ارائه شده باشد، مقدار آن برابر 1 است. *Size_Firm* لگاریتم طبیعی سرمایه بازار به شرکت تحت پوشش است. *M/B_Firm* لگاریتم طبیعی نسبت حقوق صاحبان سهام دفتری به بازار در شرکتی‌های تحت پوشش است. *Size_Broker* لگاریتم طبیعی کل داراییهای شرکت کارگزاری است. پارامتر *intercept* منفی اولین نقطه انقطاع،

γ_1 ، برای امتیاز پیشنهادات در معادله 1 است. پارامتر Limit2 اختلاف بین دومین و اولین نقطه امتیاز پیشنهادات در معادله 1 است. پارامتر Limit3 اختلاف بین سومین و اولین نقطه انقطاع امتیاز پیشنهادات در معادله 1 است. مقادیر داخل پرانتز مقادیر t ناهمسان هستند. *،**،*** و * میزان اهمیت را از 1 تا 5٪ نشان میدهند. برای اینکه ببینید تاثیر حاکمیت شرکتی چقدر زیاد است، ما به تاثیرات CG_i شرکت بر احتمال دریافت پیشنهادی از تحلیلگران غیروابسته میپردازیم که برابر است با:

$$\frac{\partial \Pr(\text{Score}_i = 4)}{\partial CG_i} = \phi(X_i B - \gamma_3) \beta_1, \quad (7)$$

که در آن $\phi(0)$ تابع چگالی نرمال استاندارد است. از آنجاییکه آثار حاشیه‌ای به سطح تمامی متغیرها بستگی دارد، ما این مقادیر را در $CG_i = \overline{CGI}_{i,0} - \text{Affiliated}_i$ و $0 = C_{i,k}$ محاسبه کرده‌ایم (متغیر کنترل کاهش یافته k ام برای $k=1,2,\dots,K$). بنا بر جدول 4، برای کل نمونه‌ها γ_3 برابر با $-0/4388$ ، γ_2 برابر با $-1/0256$ و γ_1 برابر با $-1/5704$ می‌باشد. بنابراین:

$$\frac{\partial \Pr(\text{Score}_i = 4)}{\partial CG_i} = \phi(0.4388) \times (-0.0542) = -0.0191 \quad (8)$$

این یعنی برای یک شرکت متوسط (با در نظر گرفتن متغیرهای کنترل) کاهش مکانیسم‌های CG احتمال دریافت پیشنهاد خرید از یک تحلیلگر غیروابسته را به $1/91$ ٪ افزایش میدهد. برای یک شرکت متوسط اثر حاشیه‌ای (که با $CG_i = \overline{CGI}_{i,0} - \text{Affiliated}_i$ و $0 = C_{i,k}$ محاسبه شده است) CG_i بر احتمال دریافت پیشنهاد فروش از تحلیلگران غیروابسته برابر است با:

$$\frac{\partial \Pr(\text{Score}_i = 1)}{\partial CG_i} = [-\phi(-1.5704)] \times (-0.0542) = 0.0063 \quad (9)$$

این نشان میدهد که کاهش در یکی از مکانیسم‌های CG احتمال دریافت پیشنهاد فروش از تحلیلگران غیروابسته را به میزان $0/63$ ٪ کمتر میکند.

تحلیلگران وابسته نسبت به شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی خوب تمایل کمی به ارائه پیشنهاد فروش به شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف دارند، و بیشتر علاقه دارند به آنها پیشنهاد نگهداری سهام بدهند. بر مبنای اثر حاشیه‌ای منفی CG بر احتمال دریافت پیشنهاد نگهداری، نتیجه بصورت زیر است:

$$\begin{aligned} \frac{\partial \Pr(\text{Score}_i = 2)}{\partial CG_i} &= [\phi(X_i B - \gamma_2) - \phi(\gamma_1 - X_i B)] \beta_1 \\ &= [\phi(1.0256) - \phi(-1.5704)] \times (-0.0542) = -0.0062 \end{aligned} \quad (10)$$

تأثیر CG بر احتمال اینکه شرکت پیشنهاد خرید بلندمدت دریافت کند برابر است با:

$$\begin{aligned} \frac{\partial \Pr(\text{Score}_i = 3)}{\partial CG_i} &= [\phi(X_i B - \gamma_3) - \phi(X_i B - \gamma_2)] \beta_1 \\ &= [\phi(0.4388) - \phi(1.0256)] \times (-0.0542) = 0.0066 \end{aligned} \quad (11)$$

این یعنی افزایش در یکی از مکانیسم‌های CG، احتمال اینکه شرکت از تحلیلگران غیروابسته پیشنهاد خرید بلند مدت دریافت کند را به میزان 0/66٪ بالا میبرد.

از معادلات 8 و 11 میتوان دید که حاکمیت شرکتی اثر حاشیه‌ای زیادی بر احتمال دریافت پیشنهاد خرید دارد. طبق جدول 2 بطور میانگین، نمونه‌های ما 4/6 مکانیسم CG دارند. اگر شرکت‌های متوسط همگی هشت مکانیسم CG داشته باشند، CG_i آنها 3/4 خواهد بود. در مقابل اگر هیچ مکانیسمی نداشته باشند CG_i آنها برابر با 4/6 خواهد بود. بنابراین با توجه به معادله 3 و پارامترهایی که در جدول 4 تخمین زده شد، داریم:

$$\Pr(\text{Score}_i = 4 | CG_i = -4.6, \text{Affiliated}_i = 0, C_{ik} = 0) = 0.7543$$

و

$$\Pr(\text{Score}_i = 4 | CG_i = 3.4, \text{Affiliated}_i = 0, C_{ik} = 0) = 0.6005.$$

این اعداد نشان میدهند شرکت‌های متوسطی که هیچ کدام از هشت مکانیسم حاکمیت شرکتی را ندارند با احتمال 0/75، و در مقایسه با شرکت‌هایی که همه هشت مکانیسم را دارند با احتمال 60٪ از تحلیلگران غیروابسته پیشنهاد خرید دریافت میکنند که تفاوتی 15٪ را نشان میدهد.

بنابراین برخلاف این انتظار ساده انگارانه که شرکتهایی با حاکمیت ضعیف پیشنهادهای دریافت میکنند که مطلوبیت کمتری دارد، یافته‌های ما (بر مبنای پیشنهادهای خرید، فروش و نگهداری) نشان میدهد نسبت به شرکتهایی با حاکمیت قوی، تحلیلگران غیروابسته به احتمال بیشتری پیشنهادهای خوش بینانه و اغراق آمیز به این شرکتهای ضعیف میدهند. در بخش 2 نشان خواهیم داد مطابق با ارزیابی این پیشنهادهای خوش بینانه و اغراق آمیز، بازار به میزان قابل توجهی پیشنهادهای خرید و نگهداری تحلیلگران غیروابسته روی شرکتهایی با حاکمیت ضعیف را تنزیل میدهد.

3.4. تحلیلگران غیروابسته متعهد

اکنون به ارزیابی میزان تمایلات خوش بینانه و اغراق آمیز در پیشنهادهای میپردازیم که توسط تحلیلگران وابسته و متعهد به شرکتها ارائه میشود. به تبعیت از آنچه مک نیکلز و لین (1998) و مایکلی و وومک (1999) بیان کردند، انتظار داریم در معادله 2، $\beta_3 > 0$ که به این معناست که یک شرکت بدون توجه به CG_i آن، به احتمال بیشتری پیشنهادهای خرید را از تحلیلگران متعهد وابسته دریافت میکنند تا غیروابسته‌ها. بعلاوه فرضیه ما پیش بینی میکند $\beta_3 > 0$ که به این معناست که همانگونه که CG_i شرکت افول میکند، اختلاف بین پیشنهادهای خریدی که از طرف تحلیلگران وابسته دریافت میکنند، از پیشنهادهای خریدی که از تحلیلگران غیروابسته دریافت میکنند افزایش می‌یابد.

در حقیقت جدول 4 نشان میدهد که β_2 برابر با 0/0760 (مقدار $t=5/88$) و β_3 برابر با -0/0328 (مقدار $t=4/01$) است. یافته‌های ما تایید میکند، تحلیلگران متعهد و وابسته نسبت به غیروابسته‌ها تمایل بیشتری به پیشنهادهای اغراق آمیز و خوش بینانه دارند و وقتی این تمایل یکجانبه افزایش می‌یابد که CG شرکتهای تحت پوشش کاهش یابد.

اثر حاشیه‌ای CG_i شرکتهای تحت پوشش، بر احتمال اینکه از یک تحلیلگر وابسته پیشنهاد خرید دریافت کنند (که با

فرض $i \text{ Affiliated} - \overline{CGI}_i = CG_i = CGI_i$ و $0 = C_{i,k}$ ارزیابی شده است) برابر است با:

$$\frac{\partial \Pr(\text{Score}_i = 4)}{\partial CG_i} = \phi(X_i B - \gamma_3) \times (\beta_1 + \beta_3) = -0.0315 \quad (12)$$

این اعداد نشان میدهد کاهش در یک مکانیسم CG منجر به این میشود که احتمال ارائه پیشنهاد خرید توسط تحلیلگران وابسته 3/15٪ افزایش (کاهش) یابد. این اثر حاشیه‌ای از نظر اندازه از عددی که برای تحلیلگران غیروابسته

در معادله 8 بدست آمد بزرگتر است که نشان میدهد حاکمیت شرکتی یک سازمان اثر بزرگتری بر رفتار تحلیلگران وابسته و متعهد به خود در ارائه پیشنهاد خرید دارد.

در مقابل اثر حاشیه‌ای CG_i شرکت‌های تحت پوشش بر احتمال دریافت پیشنهاد فروش از تحلیلگران متعهد وابسته (که با فرض $0 = C_{i,k}$ و $0 = CG_i = CGI_i - \overline{CGI}_i$ Affiliated) برابر است با:

$$\frac{\partial \Pr(\text{Score}_i = 1)}{\partial CG_i} = [-\phi(\gamma_i - X_i B)] \times (\beta_1 + \beta_3) = 0.0101 \quad (13)$$

که تقریباً دو برابر عددی است که برای تحلیلگران غیروابسته در معادله 9 در آمد. بنابراین بنظر میرسد حاکمیت شرکتی در ارائه پیشنهادات فروش، بر رفتار تحلیلگران متعهد و وابسته نسبت به تحلیلگران غیروابسته، تاثیر بسیار بیشتری دارد.

در مجموع نتایج ما بیان میکنند حاکمیت شرکتی شرکت‌های تحت پوشش، درجات متغیری از تاثیر بر رفتار تحلیلگران وابسته و متعهد و نیز غیروابسته‌ها در ارائه پیشنهاد فروش و خرید را نمایش میدهد. شواهد نیز با فرضیه ما مطابقت دارد که ثابت میکند شرکت‌هایی که حاکمیت ضعیفی دارند ترجیح میدهند پیشنهاداتی اغراق آمیز و خوش بینانه داشته باشند و تحلیلگران، بخصوص آنهایی که به شرکت وابسته و متعهد هستند، تمایل دارند پیشنهاداتی را ارائه کنند که شرکتها ترجیح میدهند.

جدول 4 نشان میدهد که شرکت‌هایی با M/B بالاتر به احتمال بیشتری (کمتری) پیشنهاد خرید (فروش) دریافت میکنند که به این معناست که تحلیلگران تمایل دارند به شرکت‌هایی که فرصت رشد بیشتری دارند، پیشنهادهای مطلوبتری بدهند. بعلاوه نتایج نشان میدهد که شرکت‌های کارگزاری بزرگتر به احتمال بیشتری پیشنهادات مطلوب ارائه میکنند.

جدول 4 همچنین حاوی نتایج رگرسیون پروبیت مرتب شده برای دو زیرنمونه میباشد. یکی از زیرنمونه‌ها پیشنهادات مستقل را مستثنی کرده (آنهایی که توسط کارگزاری‌هایی ارائه شده اند که بانک سرمایه گذاری ندارد) و دیگری تمام پیشنهادات تحلیلگران غیروابسته را به جز مستقلها حذف کرده است. نتایج حاصل از هر دو زیرنمونه نشان میدهد استنتاج‌هایی که در مورد حاکمیت شرکتی و اثر متقابل آن با وابستگی تحلیلگر انجام شده لزوماً مانند نمونه‌های کامل است.

به دلیل اینکه دوره زمانی نمونه‌های این پژوهش از 1996 تا 1999 است، برای اینکه بدانیم نتایج ما پدیده‌ای خاص در دوران بحران مالی نیستند، نمونه‌ها را در دو دوره زمانی بحران مالی (از جولای 1997 تا ژوئن 1998) و بحران غیرمالی (از ژانویه 1996 تا ژوئن 1997 و از جولای 1998 تا پایان سال 1999) جدا کردیم و تحلیل‌های رگرسیون پروبیت مرتب شده را مجدداً برای آنها انجام دادیم. نتایج نشان دادند که ضریب وابستگی، هم در دوره بحران مالی و هم غیرمالی، مثبت است. جالب اینجاست که اثر آنها در دوره بحران غیرمالی بیشتر است که به معنی محکم بودن نتایج ما است و همچنین نشان می‌دهد احتمال ارائه پیشنهادات اغراق آمیز و خوش بینانه توسط تحلیلگران در دوران رونق بازار که سرمایه گذاران خوش بین تر هستند و شرکت زمان خوبی برای عرضه سهام دارد، بیشتر است.

بعلاوه برای تایید صحت نتایج بدست آمده، از هشت متغیر ساختگی استفاده کردیم تا شاخص حاکمیت شرکتی جایگزین از تحلیل عوامل را ایجاد کنیم و مجدداً آنالیز را انجام دهیم. توجه داشته باشید که ضریب همبستگی بین شاخص CG با وزن برابر و شاخص جایگزین از تحلیل عوامل، برابر با 0/7815 است که بیان میکند دو شاخص CG همبستگی بالایی دارند. جهت و اهمیت ضریب وابستگی و اثر متقابل شاخص عامل CG و وابستگی، مانند جدول 4 است. بعلاوه ما از شخص خوش بینی هم استفاده کردیم که امتیازهای موجود را با الگو مقایسه کند و بفهمد که نتایج تقریباً همان قبلی‌ها هستند یا خیر.

اگر پیشنهادات مطلوبتر برای شرکتهایی با حاکمیت ضعیف، نشان دهنده تمایلات خوش بینانه تحلیلگر باشند، همانطور که فرضیه ما بیان میکند، انتظار می‌رود بازار این پیشنهادات را برای شرکتهایی که حاکمیت ضعیف دارند تنزیل دهد و این تنزیل برای پیشنهادات تحلیلگران وابسته و متعهد بیشتر خواهد بود.

5. شواهدی در مورد تاثیر تنزیل بازار بر تمایلات و تعصبات تحلیلگر

لین و مک نیکلز (1998) نشان دادند زمانیکه پیشنهاد نگهداری توسط تحلیلگران متعهد به شرکتهای ارائه میشود، بازگشت سرمایه بسیار منفی تر از زمانی است که توسط تحلیلگران غیروابسته ارائه میشود و بیان کردند تحلیلگران راهنما³⁸ تمایل دارند وقتی فروش موجه تر است توصیه به نگهداری کنند. نتایج آنها بیان میکند سرمایه گذاران تا حدودی تمیلات

³⁸ lead analysts

یکجانبه تحلیلگران را میدانند و پیشنهاد آنها را تنزیل میدهند. مشابه با آنها، مایکلی و وومک (1999) گزارش کردند پیشنهاد تحلیلگران وابسته بورس برای خرید، ضعیفتر از پیشنهاداتی است که توسط تحلیلگران غیروابسته ارائه میشوند. با این حال، آنها به این نکته اشاره کردند که بازار میزان تعصبات تحلیلگران وابسته را نمیفهمد. بعلاوه مالمندیر و شانتیکومار (2007) نشان دادند در حالیکه معامله‌گران خرد بطور کامل از توصیه‌های تحلیلگران تبعیت میکنند، معامله‌گران کلان عکس‌العملی به پیشنهادات خرید نشان نمیدهند و در برابر توصیه به حفظ سهام، اقدام به فروش میکنند و تنزیل پیشنهاداتی که از طرف تحلیلگران وابسته ارائه میشود، بسیار بیشتر است.

به تبعیت از لین و مک نیکلز (1998)، مایکلی و وومک (1999) و مالمندیر و شانتیکومار (2007) در این بخش به بررسی این میپردازیم که آیا سرمایه‌گذاران، پیشنهادات متعصبانه و اغراق آمیز را برای شرکتی با حاکمیت ضعیف تنزیل میدهند و اینکه آیا برای پیشنهاداتی که از افراد وابسته دریافت میکنند با پیشنهادات افراد غیروابسته تفاوتی قائل میشوند یا خیر. برای این کار ابتدا رگرسیون زیر را برای زیر نمونه پیشنهادات خرید انجام دادیم:

$$CAR(-1, +3)_i = b_0 + b_1 \cdot CG_i + (b_2 + b_3 \cdot CG_i) \cdot Affiliated_i + \sum_{k=1}^K b_{3+k} C_{k,i} + u_i$$

که در آن $CAR(-1,3)_i$ بازگشت سرمایه در 5 روز و با اندازه تنظیم شده برای شرکتهای پیشنهاد شده از روز 1- تا 3+، نسبت به تاریخ عرضه عمومی پیشنهاد t_i (روز 0) CG_i شاخص حاکمیت شرکتی شرکت پیشنهاد شده، $Affiliated_i$ متغیر ساختگی برای پیشنهادات وابسته، $C_{k,i}$ متغیر کنترل k ام و u_i خطا است.

ما رگرسیون را برای خرید بلندمدت هم انجام دادیم و نتایج آن را در جدول 5 گزارش کردیم. دلیل اینکه تحلیل را بصورت جداگانه انجام دادیم این است که بتوانیم آنها را مهار کنیم. اگر ما هر چهار نوع پیشنهاد را در یک رگرسیون تحلیل میکردیم اثر متقابل بین هر نوع پیشنهاد و متغیرهای توضیحی، مدل را پیچیده و کانون توجه ما را مبهم میکردند. تمرکز ما بر این است که آیا واکنش بازار به پیشنهادات تحلیلگر با حاکمیت شرکتی مرتبط است یا خیر. برای پیشنهادات خرید، رگرسیون ما نشان میدهد ناهنجاری مورد انتظار در بازگشت سرمایه پیشنهادات خرید، در شرکتهای متوسط میتواند بصورت زیر محاسبه شود:

$$b_0 + b_1 \cdot CG_i = 1.959 + 0.111 \cdot CG_i$$

ارزش t برای b_0 و b_1 ، 50/42 و 4/13 است که نشان میدهد هر دو به مقدار زیادی بیشتر از صفر هستند. از آنجاییکه $CG_i > 0$ و $\overline{CGI} > CG_i$ ، بازگشت غیرعادی سرمایه‌های زمانیکه شرکت پیشنهاد شده حاکمیت ضعیفی داشته باشد، کمتر است. بنابراین این اعداد نشان میدهد که سرمایه‌گذاران پیشنهاد خریدی که توسط یک تحلیلگر وابسته برای شرکتی با حاکمیت ضعیف ارائه شود، را تنزیل میدهند.

به دلیل اینکه تمایلات و تعصبات خوش بینانه و اغراق آمیز در پیشنهادها و وابسته بیشتر از غیروابسته است، انتظار داریم قبلاً تنزیل بیشتری رخ داده باشد. در حقیقت برای شرکتهای متوسط و نیز پیشنهاد خرید وابسته، بازگشتی غیرعادی را انتظار داشتیم که میتواند بصورت زیر نوشته شود:

$$(b_0 + b_2) + (b_1 + b_3) \cdot CG_i = (1.959 + 0.078) + (0.111 + 0.114) \cdot CG_i \\ = 2.037 + 0.225 \cdot CG_i$$

اگر ارزش t پارامتر b_2 برابر با 1/04 باشد، نشان دهنده این است که به میزان قابل توجهی بیشتر از صفر است و میزان b_3 (با ارزش t برابر با 2/28) در سطح 5٪ قابل توجه خواهد بود. نتایج بیان میکنند که تنزیل پیشنهادات خرید شرکتهایی با حاکمیت ضعیف که توسط تحلیلگران وابسته ارائه میشوند، بیشتر از آنهایی است که توسط غیروابسته‌ها ارائه میشوند.

زمانی که توسط تحلیلگران غیروابسته توصیه به نگهداری میشود، نتایج رگرسیون نشان میدهد بازگشت غیرعادی مورد انتظار، در شرکتهای متوسط، میتواند به صورت زیر نشان داده شود:

$$b_0 + b_1 \cdot CG_i = 1.092 + 0.181 \cdot CG_i$$

که هر دو مقدار b_0 و b_1 به میزان قابل توجهی متفاوت از صفر هستند. این یعنی بازار پیشنهادات نگهداری که توسط تحلیلگران برای شرکتهایی با حاکمیت ضعیف هم ارائه میشوند را تنزیل میدهد.

برای سایر انواع پیشنهادات، بنظر نمیرسد حاکمیت شرکتی شرکتهای پیشنهاد شده تاثیری بر واکنش تحلیلگر داشته باشد. با این وجود یافته‌های جالب متعددی وجود دارد که ارزش بیان کردن دارند. اولاً ما دریافتیم که واکنش بازار به

پیشنهادات خرید بلندمدت زمانی مثبت تر است که این پیشنهادات توسط تحلیلگران وابسته ارائه شده باشند تا غیروابسته. دومین نکته این است که اندازه شرکت نیز اثری قبل توجه دارد؛ به این ترتیب که با ثابت نگهداشتن سایر عوامل، واکنش بازار به پیشنهاداتی برای خرید، خرید بلندمدت و نگهداشتن، برای شرکت‌های کوچکتر روند مثبت‌تری دارد. سوم اینکه نسبت M/B هم اثر خاص خود را دارد. یعنی با فرض اینکه سایر عوامل ثابت باشند، برای شرکت‌هایی که این نسبت بالاتر باشد، سرمایه‌گذاران تنزیل بیشتری را برای پیشنهادات خرید و خرید بلند مدت قائل میشوند. برای استفاده از مدل سه عاملی فاما-فرنج³⁹ برای مدل کردن بازار، یا روش بازگشت سرمایه بازار تنظیم شده برای محاسبه CARها، تقریباً از همان نتایج استفاده میکنیم.

در نهایت دریافتیم تعداد شرکت‌های کارگزاری که برای یک شرکت و در یک روز به ارائه پیشنهاد میپردازند (بدون در نظر گرفتن نوع پیشنهاد ارائه شده) نیز تاثیر مثبت قابل توجهی بر واکنش سرمایه‌گذار به پیشنهادات دارد. بعلاوه ما آزمایشات متعددی را برای افزودن متغیرهای دیگر به مدل خود انجام دادیم که شامل اثر متقابل بین متغیرهای توضیحی و اولین عرضه‌کننده عمومی و SEO میباشد و فهمیدیم که این متغیرها تاثیر قابل توجهی بر CARها ندارند. در مجموع نتایج مربوط به واکنش سرمایه‌گذار به پیشنهادات خرید، به میزان زیادی با فرضیه ما مطابقت دارد. یعنی تحلیلگران به شرکتی که حاکمیت ضعیفی دارد پیشنهادات متعصبانه و اغراق آمیز میدهند و دیگر اینکه تمایلات یکجانبه در پیشنهادهای تحلیلگران وابسته، بیشتر از غیروابسته‌ها است.

³⁹ Fama-French three factor model

پارامترها Pa	متغیرهای وابسته CAR(-1,+3)			
	خرید برآورد	خرید بلندمدت برآورد	نگهداری برآورد	فروش برآورد
Intercept	1.9586*** (50.42)	0.8299*** (11.99)	1.0921*** (11.02)	-1.3177*** (-8.84)
CG	0.1113*** (4.13)	0.0289 (-0.57)	0.1805*** (3.07)	-0.0164 (-0.18)
Affiliated	0.0784 (1.04)	0.7029*** (4.24)	-0.2058 (-0.90)	0.2594 (0.79)
Affiliated*CG	0.1142** (2.28)	-0.0876 (-0.78)	0.0176 (0.13)	0.2608 (1.43)
Size_Firm	-0.9300*** (-29.11)	-0.9035*** (-15.02)	-0.6895*** (-8.69)	0.0050 (0.04)
Affiliated*Size_Firm	0.0848 (1.52)	0.2881** (2.47)	0.2481 (1.51)	-0.3237 (-1.55)
M/B_Firm	-0.3089*** (-5.49)	-0.2269** (-2.13)	-0.1531 (-1.01)	0.1353 (0.64)
Size_Broker	0.0943*** (3.31)	-0.0520 (-0.99)	0.1967*** (3.98)	0.8827*** (7.90)
N_Brokers	0.5565*** (37.52)	0.5951*** (19.24)	0.4996*** (13.95)	1.0224*** (13.60)
Adj. R ² (%)	5.39	5.35	4.04	8.21
Nu	37 367	9648	5299	3938

جدول 5- رگرسیون CAR

این جدول نشان دهنده بازده غیرعادی تجمعی 5روزه (CAR) از روز 1 تا 3-، نسبت به تاریخ پیشنهاد وابسته و حاکمیت شرکتی برای پیشنهادات خرید، خرید بلندمدت و فروش است. CG شاخص حاکمیت شرکتی است. Affiliated متغیری ساختگی است که اگر پیشنهاد توسط یک تحلیلگر وابسته ارائه شود مقدار آن برابر با 1 است. Size_Firm لگاریتم طبیعی سرمایه بازار شرکتهای تحت پوشش است. M/B_Firm لگاریتم طبیعی نسبت حقوق صاحبان سهام دفتری به بازار در شرکت تحت پوشش است. Size_Broker لگاریتم طبیعی کل داراییهای شرکت کارگزاری است. N_Brokers تعداد مورد نیاز کارگزاریهای پیشنهاددهنده در یک روز و در یک بازار بورس است. مقادیر داخل پرانتز مقدار t بر مبنای خطای استاندارد ناهمسان وایت است. *** و ** هم نشان دهنده اهمیت به میزان 1 و 5٪ است.

6. کدام مکانیسمهای CG موثرترند؟

شاخص حاکمیت شرکتی ما شامل هشت متغیر است که سوالی جالب به ذهن متبادر میکند: کدام یک از مکانیسمهای حاکمیت شرکتی در تعدیل تمایلات یکجانبه و اغراق آمیز تحلیلگر موثرترند؟ برای پاسخ به این سوال رگرسیون پروبیت

مرتب شده را برای معادله 2 مجدداً انجام داده و در آن هشت متغیر ساختگی CG را جایگزین شاخص CG کردیم و نتایج آن را در جدول 6 گزارش کردیم.

نتایج نشان میدهند که متغیرهای ساختگی برای مالکیت مدیریت، اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، استقلال سرپرستان، عدم تغییر در حسابرسان و تکرار پیش بینی درآمد مدیریت، تاثیر زیادی در کاهش تمایلات تحلیلیگر دارد. بعلاوه اثر متقابل تحلیلیگران وابسته با متغیرهایی مانند واگرایی بین جریان نقد بزرگترین سهامدار و حقوق نظارتی، مالکیت اعضای خارج از هیئت مدیره و نیز استقلال سرپرستان هم تاثیر قابل توجهی نشان میدهند. بنابراین نتایج نشان میدهند که بیشتر مکانیسمهای حاکمیت شرکتی آثاری در تعدیل تعصبات و تمایلات تحلیلیگر دارند.

ما عملی مشابه را برای معادله 14 نیز انجام دادیم که نتایج در جدول 7 گزارش شده است. نتایج نشان میدهند که بازگشت غیرعادی سرمایه با پیشنهاد خرید رابطه‌ای مثبت دارد و مربوط به متغیرهای ساختگی واگرایی بین جریان نقد بزرگترین سهامدار و حقوق نظارتی، مالکیت اعضای خارج از هیئت مدیره، استقلال سرپرستان، مالکیت مدیریت، اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، عدم تغییر در حسابرسان و تکرار پیش بینی درآمد مدیریت میباشد. مجدداً بیشتر مکانیسمهای CG فردی تاثیری مثبت بر واکنش بازار به پیشنهاد خرید تحلیلیگر نشان میدهد. نتایج بیان میکنند در واقع بازار تنزیل بیشتری روی پیشنهاد خرید شرکتهایی با مکانیسمهای CG کمتر میگذارد.

با این حال با توجه به جدول 7 بنظر میرسد مکانیسمهای CG فردی شرکتهای پیشنهاد شده نسبت به سایر انواع پیشنهادات تحلیلیگران یا اثری ترکیبی به واکنش بازار دارند و یا اثری ندارند. شواهد نشان میدهند تمایلات اغراق آمیز و خوش بینانه در پیشنهادهای خرید، نسبت به سایر انواع پیشنهادات جدی تر هستند و و رابطه‌ای معکوس با حاکمیت شرکتی شرکتهای پیشنهاد شده دارند.

در مجموع نتایجی که ما بدست آوردیم بیان میکنند، زمانیکه یک شرکت مکانیسمهای CG خود را افزایش میدهد، تعصبات و تمایلات تحلیلیگر به شرکت کاهش می‌یابد. این موضوع با این نکته مطابقت دارد که بیشتر مکانیسمهای CG که در ادبیات بیان شده‌اند و ما نیز در شاخص CG خود آن را لحاظ کردیم در تعدیل تعصبات و تمایلات یکجانبه تحلیلیگر موثر هستند.

جدول 6- رگرسیون پریت مرتب شده امتیازات پیشنهاد روی هشت متغیر ساختگی CG

این جدول نشان دهنده رگرسیون پریت مرتب شده روی هشت متغیر ساختگی حاکمیت شرکتی و وابستگی است. MNG_Share متغیری ساختگی برای سهام مدیریت است. UCF/UCO واگرایی بین نهایت حقوق جریان نقد به نهایت حقوق سهم نظارت عمده‌ترین سهامدار است. Outside_Share سهامداران خارج از هیئت مدیره هستند. Board size تعداد کل مدیران و سرپرستان است. Board_Ind استقلال هیئت مدیره است. Supervisor_Ind استقلال سرپرستان است. Forecast تعداد پیش‌بینی‌های مدیریت از عواید شرکت در سال گذشته و قبل از سال پیشنهاد است. Audit تغییر در حسابرس در 3 سال گذشته است. برای تعاریف جزئی‌تر به جدول 2 مراجعه کنید. Affiliated متغیری ساختگی است که اگر پیشنهاد توسط یک تحلیلگر وابسته ارائه شود مقدار آن برابر با 1 است. Size_Firm لگاریتم طبیعی سرمایه بازار شرکتهای تحت پوشش است. M/B_Firm لگاریتم طبیعی نسبت حقوق صاحبان سهام دفتری به بازار، در شرکت تحت پوشش است. Size_Broker لگاریتم طبیعی کل داراییهای شرکت کارگزاری است. نقاط انقطاع 1^۷، 2^۷ و 3^۷ گزارش نشده اند. مقادیر داخل پرانتز، مقادیر t بر مبنای خطای استاندارد ناهمسان وایت است. ****،*** و ** هم نشان دهنده اهمیت به میزان 1، 5 و 10٪ است.

متغیرهای وابسته: امتیاز پیشنهادها				
	کل نمونه‌ها	زیرنمونه‌ها به استثنای مستقلها		زیرنمونه‌ها به استثنای غیروابسته‌ها به جز مستقلها
	پارامترها	ارزیابی	ارزیابی	ارزیابی
<i>Mng_Share</i>	-0.0638*** (-4.80)	-0.0590*** (-4.11)		-0.0835** (-2.33)
<i>UCF/UCO</i>	0.0215 (1.29)	0.0260 (1.44)		0.0318 (0.72)
<i>Outside_Share</i>	0.0182 (1.37)	0.0186 (1.31)		0.0230 (0.63)
<i>Board_Size</i>	-0.0274** (-2.20)	-0.0172 (-1.28)		-0.0874*** (-2.59)
<i>Board_Ind</i>	-0.0984*** (-7.18)	-0.1194*** (-8.08)		0.0379 (1.01)
<i>Supervisor_Ind</i>	-0.0853*** (-6.08)	-0.0600*** (-3.96)		-0.2348*** (-6.10)
<i>Auditor</i>	-0.0968*** (-2.86)	-0.1163*** (-3.13)		-0.0285 (-0.34)
<i>Forecast</i>	-0.1021*** (-8.05)	-0.1110*** (-8.13)		-0.0386 (-1.08)
<i>Affiliated</i>	0.1601** (2.31)	0.1432** (2.01)		0.6629*** (5.77)
<i>Affiliated*Mng_Share</i>	-0.0119 (-0.44)	-0.0176 (-0.63)		0.0273 (0.63)
<i>Affiliated*UCF/UCO</i>	-0.1549*** (-4.78)	-0.1570*** (-4.74)		-0.1839*** (-3.51)
<i>Affiliated*Outside_Share</i>	-0.1137*** (-4.10)	-0.1137*** (-4.03)		-0.1255*** (-2.86)
<i>Affiliated*Board_Size</i>	0.0226 (0.86)	0.0123 (0.46)		0.0884** (2.17)
<i>Affiliated*Board_Ind</i>	0.1509*** (5.36)	0.1719*** (5.99)		0.0089 (0.20)
<i>Affiliated*Supervisor_Ind</i>	-0.1029*** (-3.49)	-0.1279*** (-4.26)		0.0733 (1.58)
<i>Affiliated*Auditor</i>	0.0493 (0.79)	0.0689 (1.08)		0.0155 (0.16)
<i>Affiliated*Forecast</i>	-0.0185 (-0.74)	-0.0083 (-0.33)		-0.0792* (-1.90)
<i>Size_Firm</i>	-0.0012 (-0.25)	0.0053 (1.00)		-0.0887*** (-6.81)
<i>Affiliated*Size_Firm</i>	-0.0300*** (-3.06)	-0.0370*** (-3.69)		0.0574*** (3.72)
<i>M/B_Firm</i>	0.0509*** (5.71)	0.0541*** (5.73)		0.0387** (2.56)
<i>Size_Broker</i>	0.1421*** (35.43)	0.1452*** (27.89)		-0.0041 (-0.40)
Log likelihood	-52 650	-46 508		-18 826
LR statistics	1974	1382		908
Pseudo R ² (%)	5.2039	4.0810		6.5179
تعداد مشاهدات	55 652	50 677		20 408

جدول 7- رگرسیون CAR روی هشت متغیر ساختگی CG

این جدول نتایج نوع پیشنهادات رگرسیون بازگشت غیرعادی تجمعی 5 روزه روی هشت متغیر ساختگی حاکمیت شرکتی و وابستگی را نشان میدهد. این جدول نشان دهنده رگرسیون پروبیت مرتب شده روی هشت متغیر ساختگی حاکمیت شرکتی و وابستگی است. *MNG_Share* متغیری ساختگی برای سهام مدیریت است. *UCF/UCO* واگرایی بین نهایت حقوق جریان نقد به نهایت حقوق سهم نظارت عمده‌ترین سهامدار است. *Outside_Share* سهامداران خارج از هیئت مدیره هستند. *Board size* تعداد کل مدیران و سرپرستان است. *Board_Ind* استقلال

هیئت مدیره است. Supervisor_Ind استقلال سرپرستان است. Forecast تعداد پیش بینی‌های مدیریت از عواید شرکت در سال گذشته و قبل از سال پیشنهاد است. Audit تغییر در حسابرس در 3 سال گذشته است. برای تعاریف جزئی تر به جدول 2 مراجعه کنید. Affiliated متغیری ساختگی است که اگر پیشنهاد توسط یک تحلیلگر وابسته ارائه شود مقدار آن برابر با 1 است. Size_Firm لگاریتم طبیعی سرمایه بازار شرکتهای تحت پوشش است. M/B_Firm لگاریتم طبیعی نسبت حقوق صاحبان سهام دفتری به بازار در شرکت تحت پوشش است. Size_Broker لگاریتم طبیعی کل داراییهای شرکت کارگزاری است. مقادیر داخل پرانتز، مقادیر t بر مبنای خطای استاندارد ناهمسان وایت است. *، **، *** و * هم نشان دهنده اهمیت به میزان 1، 5 و 10٪ است.

پارامترها	متغیرهای وابسته (CAR(-1,+3))			
	Esti	خرید برآورد	خرید بلندمدت برآورد	نگهداری برآورد	فروش برآورد
Intercept	1.7359*** (7.29)	1.8615*** (4.68)	0.3627 (0.56)	-1.7155* (-1.72)
Mng_Share	-0.0014 (-0.02)	-0.2859* (-1.87)	0.2647 (1.23)	-0.8840** (-2.34)
UCF/UCO	0.2697** (2.32)	0.1932 (1.00)	0.3582 (1.41)	0.0551 (0.14)
Outside_Share	-0.1659* (-1.86)	0.2521 (1.57)	0.4079* (1.81)	0.5915* (1.77)
Board_Size	0.2780*** (3.39)	-0.0232 (-0.16)	-0.0847 (-0.42)	0.1667 (0.56)
Board_Ind	0.0782 (0.88)	-0.3888** (-2.39)	-0.2673 (-1.13)	0.2671 (0.70)
Supervisor_Ind	0.5470*** (5.84)	0.5614*** (3.47)	0.3958 (1.65)	0.4428 (1.31)
Auditor	-0.3437 (-1.56)	-1.0871*** (-2.86)	0.0931 (0.15)	0.5425 (0.59)
Forecast	0.1502* (1.80)	-0.1260 (-0.88)	0.2067 (0.97)	-0.8031*** (-2.66)
Affiliated	-0.7513* (-1.87)	0.5085 (0.55)	0.1358 (0.11)	0.4465 (0.27)
Affiliated*Mng_Share	0.3223*** (2.00)	0.3422 (0.99)	0.1988 (0.39)	-0.6905 (-1.04)
Affiliated*UCF/UCO	-0.0475 (-0.25)	-0.8340** (-2.14)	-0.6816 (-1.13)	-0.8366 (-1.13)
Affiliated*Outside_Share	0.4737*** (2.83)	-0.1957 (-0.53)	0.3440 (0.68)	-1.2134* (-1.74)
Affiliated*Board_Size	-0.2583 (-1.61)	-0.2711 (-0.80)	-0.1075 (-0.23)	-0.0870 (-0.13)
Affiliated*Board_Ind	-0.2140 (-1.29)	-0.0555 (-0.15)	-0.5128 (-1.01)	0.3231 (0.43)
Affiliated*Supervisor_Ind	-0.3234* (-1.82)	-0.7606** (-2.05)	0.4294 (0.77)	1.94713*** (2.73)
Affiliated*Auditor	0.7531** (2.14)	1.0342 (1.25)	0.3210 (0.26)	-0.0089 (-0.01)
Affiliated*Forecast	0.3046** (2.04)	0.4395 (1.37)	-0.5184 (-1.18)	1.2338** (2.22)
Size_Firm	-0.9179*** (-28.33)	-0.8767*** (-14.13)	-0.6545*** (-8.03)	0.0650 (0.52)
Affiliated*Size_Firm	0.1053* (1.80)	0.3073** (2.56)	0.2235 (1.30)	-0.4159* (-1.96)
M/B_Firm	-0.3289*** (-5.69)	-0.2565*** (-2.32)	-0.1513 (-0.96)	0.0859 (0.40)
Size_Broker	0.0899*** (3.14)	-0.0440 (-0.83)	0.2065*** (4.07)	0.8773*** (7.90)
N_Brokers	0.5711*** (37.90)	0.6113*** (19.54)	0.4968*** (13.70)	1.0224*** (13.34)
Adj. R ² (%)	5.50	5.58	4.18	8.79
Number of Observations	37 367	9648	5299	3938

7. نتیجه گیری

در این پژوهش ما فرضیه‌ای ساده را پیشنهاد و آزمایش کردیم که ارتباط فرهنگ شرکت و رفتار تحلیلگر را در بازاری در حال ظهور بررسی میکند. همانطور که جکسون (2005) اشاره کرده است تحلیلگران تلاش میکنند تعادلی بین شهرت و خوش بینی بوجود آورند. بحث ما این است که در یک بازار در حال ظهور این تعادل میتواند تحت تاثیر حاکمیت شرکتی شرکتهای تحت پوشش قرار گیرند. ما فرض میکنیم که شرکتهایی با حاکمیت ضعیف ترجیح میدهند پیشنهاداتی خوشبینانه و اغراق آمیز دریافت کنند؛ در حالیکه شرکتهایی با حاکمیت شرکتی خوب ترجیح میدهند نظرات صادقانه دریافت کنند و تحلیلگران تمایل دارند آنچه شرکتهای ترجیح میدهند به آنها ارائه کنند.

برای آزمون فرضیه‌ها نمونه‌ای بزرگ از پیشنهادات تحلیلگران را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادیم که متعلق به شرکتهای حاضر در بازار بورس تایوان بودند. مطابق با فرضیه ما، شرکتهایی که CG کمتری داشتند پیشنهادات خوش بینانه را ترجیح میدهند. بعلاوه دریافتیم که بازار تنزیل بیشتری برای پیشنهادات خرید تحلیلگران در شرکتهایی با CG کمتر قائل میشوند.

یافته‌های ما بیان میکند که پیشنهادات خرید تحلیلگران برای شرکتهایی با حاکمیت ضعیف، کمتر قابل اتکا است و این شرکتهای میتوانند با بهبود حاکمیت شرکتی، روایی پیشنهادات تحلیلگران را افزایش دهند. در حالیکه ما از داده‌های مربوط به بازار تایوان استفاده کردیم، این نتایج برای بازارهای در حال ظهور دیگر نیز مفید هستند. در بازارهای در حال ظهور که کیفیت اطلاعات پایین‌تر است و حقوق سهامداران کمتر توسط نظام قانونی حمایت میشود، مشکلات اخلاقی و انتخابهای متناقض شدیدتر هستند. بنابراین برای شرکتهای در بازارهای در حال ظهور مهم است که حاکمیت شرکتی خوبی داشته باشند که این نه تنها میتواند مشکلات نمایندگی را در شرکت کاهش دهد، بلکه کیفیت اطلاعات تولید شده توسط تحلیلگران را افزایش میدهد و باعث میشود سرمایه‌گذاران با ریسک اطلاعاتی کمتری مواجه شوند.

این مقاله، از سری مقالات ترجمه شده رایگان سایت ترجمه فا میباشد که با فرمت PDF در اختیار شما عزیزان قرار گرفته است. در صورت تمایل میتوانید با کلیک بر روی دکمه های زیر از سایر مقالات نیز استفاده نمایید:

لیست مقالات ترجمه شده ✓

لیست مقالات ترجمه شده رایگان ✓

لیست جدیدترین مقالات انگلیسی ISI ✓

سایت ترجمه فا ؛ مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده از نشریات معتبر خارجی