

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VN

Nhận dạng rủi ro với giả thuyết bong bóng tài sản trong bối cảnh vĩ mô

NGUYỄN TRỌNG HOÀI (*)

Dấu hiệu ngoài thị trường là kỳ vọng các nhà đầu tư đã đẩy giá chứng khoán lên trung bình 7 -10 lần (thậm chí là 20 lần) cho các công ty bảo hiểm và ngân hàng ngay từ đợt phát hành đầu tiên, và giá bất động sản nhiều nơi đã tăng chóng mặt ngay cả khi công trình bất động sản chưa khởi công nền móng. Sự tăng giá chứng khoán và bất động sản theo kiểu này gần như tuân theo một quy luật bong bóng giá tài sản, đã từng xảy ra ở các nước châu Á vào năm 1997.

Thị trường chứng khoán VN trong năm 2007 có nhiều biến động khá thất thường, có khi lên tới 1.200 điểm và có khi lại xuống dưới 900 điểm nếu theo dõi chỉ số VN Index trong cả năm 2007. Các dao động của chỉ số VN Index thông thường chỉ có hai chiều hướng hoặc lên rất nhanh và sau đó lại đi vào một thời kỳ điều chỉnh sâu, và xu hướng vận động này làm nhiều nhà đầu tư hồi hộp và thậm chí mất ăn mất ngủ, và càng lo lắng hơn đối với những nhà đầu tư cá nhân khi họ kỳ vọng thu lợi nhuận trong ngắn hạn. Bài viết này sẽ nhận dạng các rủi ro vĩ mô mà nền kinh tế có khả năng gặp phải khi thị trường chứng khoán với yếu tố kỳ vọng phát triển quá mức thậm chí vượt quá các thông tin cơ bản hiện hữu của bản thân doanh nghiệp niêm yết và của chính thị trường, có nghĩa là hầu hết các nhà đầu tư chỉ mong giá lên và hành xử theo yếu tố tâm lý là chủ yếu chứ chưa ai nghĩ đến sự việc một quá trình điều chỉnh quá sâu kết hợp với các rủi ro vĩ mô khác có thể làm cho thị trường này tụt dốc hoặc thậm chí có khả năng khủng hoảng. Các rủi ro của thị trường chứng khoán sẽ được tác giả nhận diện trong bối cảnh vĩ mô kết hợp với các thông tin về các thị trường nhạy cảm dựa theo giả thuyết "bong bóng giá tài sản".

Tăng trưởng cao và kéo dài nhưng tính bền vững yếu

VN với thành tích tăng trưởng cao trung bình từ 7% - 8% năm tính từ sau khủng hoảng tiền tệ châu Á 1997, càng lạc quan hơn khi tăng trưởng năm 2007 với con số đẹp gần 8,5%. Một nền kinh tế rất hứa hẹn, đặc biệt sau khi được công nhận

chính thức gia nhập WTO thì kỳ vọng tăng trưởng cao lại càng mạnh mẽ khi các dòng vốn FDI (dự tính sẽ 20 tỉ đô la trong năm 2007) và FII gia tăng với tốc độ nhanh chóng với sự xuất hiện của nhiều quỹ đầu tư trong và ngoài nước, đặc biệt là dòng vốn FII luôn mong đợi chính phủ nâng cao tỉ trọng sở hữu doanh nghiệp cổ phần để nhảy vào chiếm lĩnh thị trường vốn đang có quá nhiều cơ hội sinh lợi do cung thấp nhưng cầu lại cao. Tuy nhiên khác với các năm trước thì năm 2007, tốc độ tăng trưởng dù cao nhưng các yếu tố góp phần gây ra một tỷ lệ lạm phát không mong đợi như sốt dầu lửa, nâng lương cơ bản, giá nguyên liệu trên thế giới tăng, giá nông sản tăng theo, dòng vốn vào VN tăng cung tiền tệ vượt quá mức kiểm soát, giá vàng diễn biến tăng theo mức độ bất ổn trên thị trường toàn cầu.

Thị trường bất động sản tăng trưởng theo "con sốt kỳ vọng"

Hầu hết các chuyên gia địa ốc đều quá lạc quan và cho rằng đầu tư vào lĩnh vực này nhiều khi chẳng làm gì cũng có lợi nhuận. Do vậy mà nhiều công ty lớn, nhiều ngân hàng, nhiều quỹ đầu tư bên cạnh chứng khoán, họ cũng kinh doanh và đầu tư vào lĩnh vực bất động sản, hay nói khác đi các nhà đầu tư, thậm chí có thể nói là các nhà đầu cơ luôn luôn có đích ngắm đến hai loại tài sản là chứng khoán và bất động sản. Đành rằng, nhu cầu của các nhà đầu tư nước ngoài và dân chúng về văn phòng làm việc và nhà ở là tăng cao và có thực nhưng nhu cầu đầu cơ bất động sản thì khả năng chiếm phần lớn của cầu thị trường này. Điều này gần giống như tình trạng thị trường bất động

(*) Phó giáo sư, tiến sĩ, Đại học kinh tế TP.HCM

sản của các nước như Thái Lan, Hàn Quốc vào những thập niên 1990 trước khủng hoảng. Cầu đầu tư thị trường bất động sản VN với kỳ vọng giá tăng trong tương lai khi nguồn cung bất động sản lại ít do dân do thủ tục cấp phép chậm, đền bù giải phóng mặt bằng cần có nhiều thời gian thương lượng, quỹ đất lại eo hẹp và thậm chí quỹ đất đã được nắm giữ bởi các nhà đầu tư cá nhân trước đó, và điều này tất yếu giá càng tăng cao khi mà các nhà đầu tư đổ vào thị trường này với kỳ vọng giá tăng sau đó. Giá bất động sản nói chung đã tăng vượt quá ngưỡng thu nhập của người dân và thậm chí là các doanh nghiệp.

Thị trường tiền tệ có dấu hiệu “tâm lý ỷ lại”

Thị trường tiền tệ cũng nóng đối với khu vực ngân hàng và các công ty tài chính khi VN gia nhập WTO. Các ngân hàng cổ phần, các ngân hàng nước ngoài bắt đầu vào cuộc với tốc độ nhanh hơn và với qui mô cao hơn và quyết liệt hơn với trình độ cạnh tranh thị trường cao hơn trước. Đó là chưa kể các tổng công ty, các tập đoàn kinh tế VN cũng có xu hướng hình thành ngân hàng của chính mình. Dĩ nhiên khi có nhiều chủ thể tham gia thị trường này thì chất lượng dịch vụ cũng sẽ cao hơn trước, các loại dịch vụ cũng đa dạng hơn nhưng có vẻ rủi ro hơn, ví dụ ngân hàng chấp nhận cho vay tiêu dùng dài hạn cho các mặt hàng lâu bền như xe hơi và nhà ở, và thậm chí cho vay bằng cách chấp nhận cầm cố chứng khoán. Điều này cũng bình thường, và việc cho vay từ thị trường tiền tệ đến các nhà đầu tư bất động sản, các nhà đầu tư chứng khoán cũng là nguyên do hai thị trường này trở nên nóng hơn. Chỉ thị 03 của Ngân hàng Nhà nước về việc hạn chế cho vay đầu tư chứng khoán và các quy định chỉ cho nhà đầu tư liên kết với các đơn vị có nhu cầu nhà ở đã chứng tỏ rằng sự can thiệp này là cần thiết nhằm đảm bảo cho các thị trường phát triển ổn định và bền vững, nhưng các can thiệp này lại đi sau thị trường và phần nào lại gây khó cho các nhà đầu tư bất động sản, nhà đầu tư chứng khoán và ngân hàng và hệ quả là giao dịch của thị trường lúc đầu thì thuận sau đó thì lại có dấu hiệu đóng băng. Một điều cần lưu ý ở đây, tính ỷ lại của các ngân hàng và các nhà đầu tư bất động sản trở nên cao hơn khi mà giá chứng khoán và giá bất động sản về mặt tâm lý luôn kỳ vọng tăng lên, và như vậy các hành vi về thẩm định dự án và cho vay cầm cố chứng khoán có chiều hướng nói lỏng trong các giao dịch, do các ngân hàng quá lạc quan và luôn ỷ lại vào tình hình thị trường.

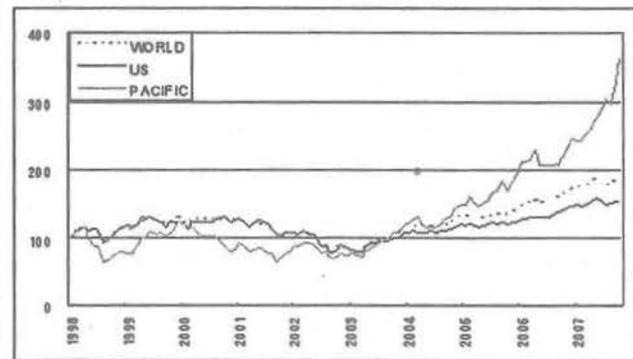
Giả thuyết bong bóng giá tài sản

Các chủ thể tham gia giả thuyết bong bóng giá tài sản này bao gồm các doanh nghiệp niêm yết thị trường chứng khoán là các công ty liên quan đến đầu tư bất động sản và các doanh nghiệp đầu tư bất động sản, và các ngân hàng thương mại. Cơ chế giao dịch của các chủ thể cơ bản này là: Các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản vay vốn ngân hàng và thế chấp chính bằng công trình bất động sản, các công ty bất động sản này lại niêm yết trên thị trường chứng khoán trong bối cảnh yếu tố tâm lý chiếm ưu thế là giá bất động sản ngày càng

cao, do vậy ngân hàng sẽ ỷ lại cho vay nhiều hơn vì giá trị thế chấp bằng bất động sản luôn kỳ vọng tăng lên trong tương lai, nhà đầu tư chứng khoán cũng kỳ vọng giá chứng khoán tăng do nghĩ rằng lợi nhuận kinh doanh bất động sản tăng lên là tất yếu, các công ty kinh doanh bất động sản cũng tăng cường đầu tư trong bối cảnh giá bất động sản và giá cổ phiếu của họ tăng với sự hỗ trợ đặc lực của các ngân hàng. Giá chứng khoán và giá bất động sản cứ thế mà tăng mãi theo kỳ vọng và tâm lý ỷ lại do quá lạc quan vào tình hình thị trường. Hệ quả là cầu về chứng khoán và bất động sản lại càng tăng lên trong điều kiện khan hiếm về nguồn cung, việc tăng giá này không xuất phát chủ yếu từ các yếu tố cơ bản như hiệu quả kinh tế của công ty kinh doanh bất động sản, và hiệu quả các ngân hàng. Ngoài ra các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư cá nhân kinh doanh bất động sản, và chứng khoán bằng mọi giá lao vào thị trường cho dù chẳng nắm nhiều các thông tin cơ bản và các phân tích kỹ thuật. Dấu hiệu ngoài thị trường là kỳ vọng các nhà đầu tư đã đẩy giá chứng khoán lên trung bình 7-10 lần (thậm chí là 20 lần) cho các công ty bảo hiểm và ngân hàng ngay từ đợt phát hành đầu tiên, và giá bất động sản nhiều nơi đã tăng chóng mặt ngay cả khi công trình bất động sản chưa khởi công nền móng. Sự tăng giá chứng khoán và bất động sản theo kiểu này gần như tuân theo một quy luật bong bóng giá tài sản, đã từng xảy ra ở các nước châu Á vào năm 1997.

Bảng chứng dữ liệu

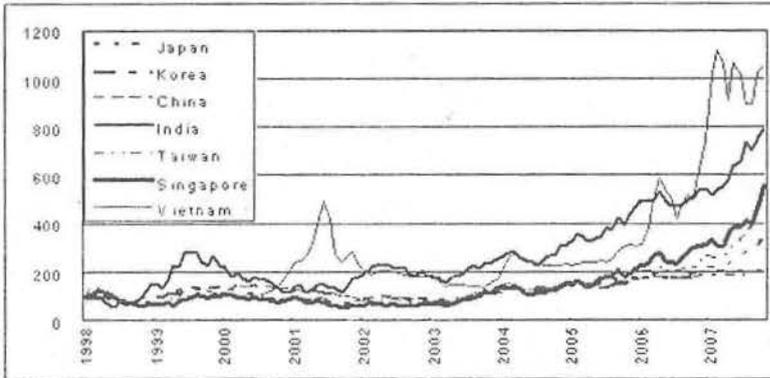
Hình 1: Chỉ số chứng khoán thế giới, Mỹ, và các nước châu Á Thái Bình Dương



Nguồn: MSCI standard index (Chỉ số tiêu chuẩn từ Morgan Stanley Capital International)

Hình 1 cho thấy chỉ số chứng khoán trung bình của các nước châu Á - Thái Bình Dương tăng trưởng cao hơn rất nhiều so với mức trung bình của thế giới và Mỹ. Điều này cho thấy các thị trường chứng khoán mới nổi tại các nước châu Á và đặc biệt là thị trường chứng khoán còn quá non trẻ tại VN có nhiều tiềm năng về tốc độ tăng trưởng và khả năng tìm kiếm lợi nhuận của nó. Tuy nhiên, các nhà kinh tế quan ngại rằng: Tốc độ tăng trưởng và khả năng sinh lợi cao cũng tiềm ẩn những rủi ro nhất định.

Hình 2: Chỉ số chứng khoán các quốc gia châu Á chọn lọc (1998 – 2007)



Nguồn: MSCI standard index (Chỉ số tiêu chuẩn từ Morgan Stanley Capital International).

Chỉ số VN Index Hình 2 cho chúng ta thấy rằng chỉ số VN Index đã gia tăng khá mạnh trong giai đoạn 2001-2007, nếu so sánh với các quốc gia khác thì thị trường chứng khoán VN trong dữ liệu thể hiện đặc điểm tiêu biểu là: có cùng xu hướng tăng trưởng với các quốc gia khác nhưng không ổn định. Điều này thể hiện ở chỗ chỉ số VN Index trong đồ thị luôn có những đỉnh khá dốc và sau đó lại giảm khá đột ngột trong giai đoạn trung bình khoảng từ 3 tháng đến 6 tháng, có nghĩa là thị trường này vẫn chưa thể hiện sự ổn định cần thiết của nó cho dù tốc độ tăng trưởng khá cao và hiện nay có thể nói chỉ số này đã cao hơn nhiều quốc gia châu Á lựa chọn trong hình 2.

Bảng 1 mô tả tỉ lệ lợi nhuận trung bình hàng tháng của thị trường chứng khoán toàn cầu và chín quốc gia lựa chọn trong đó có VN. Hai tiêu chí thống kê mô tả được thực hiện trong bảng này là trung bình (mean) và độ lệch chuẩn (Standard Deviation) áp dụng cho dữ liệu tỉ lệ lợi nhuận trung bình hàng tháng cho thị trường chứng khoán toàn cầu và chín quốc gia. Việc tính toán này áp dụng cho giai đoạn khác nhau sau khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á năm 1997. Thị trường chứng khoán các quốc gia châu Á như Nhật, Hàn Quốc, Singapore, Đài Loan trừ VN thì đều có chung một đặc điểm là khởi đầu những năm đầu sau khủng hoảng thì tỉ lệ lợi nhuận trung bình thấp sau đó hồi phục trở lại và mang tính ổn định, tuy nhiên các thị trường châu Á vẫn thể hiện một đặc điểm nổi bật là tỉ lệ lợi nhuận trung bình cao hơn mức tỉ lệ lợi nhuận trung bình thế giới và mức rủi ro được thể hiện bằng độ lệch chuẩn cao hơn mức độ lệch chuẩn trung bình thế giới.

Chúng ta có thể lấy ví dụ ở Nhật tỉ lệ lợi nhuận trung bình là 1,331%/tháng, nhưng độ rủi ro là 7,423%/tháng trong khi đó thì tỉ lệ lợi nhuận trung bình

của thế giới chỉ là 0,622%/tháng và độ rủi ro là 4,095%/tháng.

Các thị trường có mức độ rủi ro khá cao so với các nước châu Á khác là Đài Loan, Ấn Độ, và VN; trong đó VN có tỉ lệ lợi nhuận trung bình hàng tháng là cao nhất 3,463%/tháng và độ rủi ro là cao nhất 12,303%/tháng. Cũng trong Bảng 1, nếu xét theo các giai đoạn khác nhau từ sau khủng hoảng cho đến năm 2007 thì thị trường chứng khoán VN có dấu hiệu phát triển không ổn định qua ba giai đoạn: giai đoạn mới hình thành trước tháng 10.2001 thì lợi nhuận bình quân tháng là 6,561% nhưng mức độ rủi ro lại là cao nhất thế giới (17,182%/tháng) sau Đài Loan và Ấn Độ; giai đoạn tháng 1.2002 cho đến

12.2004 thì tỉ lệ lợi nhuận trung bình của thị trường chứng khoán VN chỉ còn 0,347%, và độ rủi ro chỉ còn 8,229. Trong giai đoạn này thì tỉ lệ lợi nhuận trung bình tháng thấp hơn mức trung bình thế giới và các nước trong khu vực, và mặc dù tỉ lệ rủi ro giảm nhưng cũng vẫn cao hơn các nước trong khu vực một chút ít. Giai đoạn từ 1.2005 cho đến tháng 10.2007 thì tỉ lệ lợi nhuận trung bình của thị trường chứng khoán VN là 5,241%/tháng gấp năm lần tỉ lệ lợi nhuận trung bình thế giới và cao hơn rất nhiều so với các nước trong khu vực, và độ rủi ro là 12,681%/tháng cao hơn gấp 5 lần so với thế giới và trung bình gấp 3 lần so với các nước trong khu vực.

Dự báo những rủi ro tiềm ẩn

Căn cứ vào bối cảnh vĩ mô, thị trường bất động sản, thị trường tiền tệ, bằng chứng về đặc điểm của thị trường chứng khoán VN so với các nước trên thế giới chúng ta có thể dự báo những rủi ro mang tính tiềm ẩn như sau:

- Nếu thị trường bất động sản vẫn tiếp tục phát triển theo kiểu bong bóng thì có khả năng xảy ra là giá bất động sản tăng vượt quá thu nhập của dân chúng, thậm chí vượt quá sự chịu đựng về chi phí của các nhà đầu tư sản xuất thực thì có khả năng thị trường sẽ bị đóng băng và chỉ có các nhà đầu cơ mua bán với nhau cho đến lúc họ không còn kỳ vọng

Bảng 1: Tỉ lệ lợi tức trung bình chứng khoán hàng tháng (%/tháng)

	World	US	Pacific	Japan	Singapore	Korea	Taiwan	China	India	Vietnam
01. 1998 – 10. 2007										
Mean	0.622	0.464	1.353	1.331	1.835	0.731	2.049	0.629	2.426	3.463
Std. Dev.	4.095	4.290	6.846	7.423	8.381	4.981	11.569	5.352	11.723	12.303
01.1998 -12.2001										
Mean	0.242	0.307	-0.084	0.002	-0.565	0.016	0.471	-0.137	2.461	6.561
Std. Dev.	4.557	4.929	8.578	9.738	9.116	6.534	16.226	6.493	16.719	17.182
01.2002 - 12.2004										
Mean	0.391	0.391	1.877	1.81	2.808	1.285	2.264	1.355	1.921	0.347
Std. Dev.	4.965	4.965	5.282	5.502	7.426	4.489	6.626	5.333	7.417	8.229
01.2005 - 10.2007										
Mean	1.065	0.759	2.784	2.662	4.123	1.132	4.002	0.917	2.913	5.214
Std. Dev.	2.246	2.131	5.222	4.983	7.612	2.888	7.026	3.205	5.875	12.681

Nguồn: MSCI standard index (Chỉ số tiêu chuẩn từ Morgan Stanley Capital International) và chỉ số VN Index, Hyun và cộng sự (2007).

manh mẽ như trước nữa thì có khả năng thị trường bất động sản chỉ còn người bán chứ ít người mua và giá bất động sản sẽ có khả năng đổi chiều theo xu hướng giảm.

- Giá bất động sản giảm sẽ kéo theo giá chứng khoán của các công ty bất động sản giảm theo và phá vỡ kỳ vọng của các nhà đầu tư, và họ cũng bắt đầu phải cắt lỗ bằng cách bán cổ phiếu lại càng góp phần cho giá cổ phiếu giảm nhanh trên thị trường, lúc này VN Index sẽ đảo chiều sâu và thực sự có vấn đề.

• Giá bất động sản và giá chứng khoán đảo chiều bất lợi sẽ tạo hệ lụy cho khu vực hệ thống ngân hàng nơi đang giữ nhiều thế chấp bất động sản và chứng khoán khi cho vay, tài sản của ngân hàng bị bốc hơi và họ sẽ phải ép các nhà đầu tư trả nợ khi đến hạn, càng ép trả nợ đảo hạn thì giá chứng khoán

và giá bất động sản càng xuống và tính thanh khoản (liquidity) của hệ thống ngân hàng lúc này bắt đầu trực trực.

• Các thông tin về thị trường đảo chiều có khả năng tạo ra một hành vi mang tính bầy đàn của những nhà đầu tư nước ngoài, các người gởi tiền tiết kiệm cùng đến ngân hàng rút tiền gởi và lúc này hệ thống ngân hàng có khả năng mất khả năng thanh toán diện rộng.

• Dòng vốn FII lúc này cũng đảo chiều, thay vì lúc đầu vô ào ạt thì bây giờ ngược lại sẽ ra ào ạt theo kiểu "bay vốn" (capital flight), dự trữ quốc gia có khả năng bị sút giảm nhanh chóng và bài toán lúc này là tính ổn định vĩ mô của nền kinh tế.

Gợi ý chính sách

Gợi ý chính sách cụ thể không phải là mục tiêu của bài viết này vì tác giả chỉ tập trung nhận diện các rủi ro tiềm năng

dựa vào giả thuyết bong bóng giá tài sản trong bối cảnh vĩ mô của VN. Tuy nhiên căn cứ vào các rủi ro tiềm ẩn của thị trường chứng khoán trong mối quan hệ với thị trường bất động sản và thị trường tiền tệ, thì VN đã và đang có những điểm yếu thuộc về thất bại thị trường như: yếu tố tâm lý chi phối mạnh giá chứng khoán; thông tin bất cân xứng và tính minh bạch yếu làm cho các nhà đầu tư dễ bị mất phương hướng cơ bản và chỉ đầu tư theo tính bầy đàn. Do vậy, các nhà hoạch định chính sách cần tập trung các biện pháp phòng ngừa rủi ro mang tính dự báo cho trường hợp thị trường có những dấu hiệu đảo chiều ngay từ lúc khởi đầu để tránh những khủng hoảng diện rộng có khả năng xảy ra ■

Tài liệu tham khảo

Hyun, C.C và Kim, Dong Hoe (2007): Test on Asian Stock Market Linkages Based on the Time-Varying Parameters Regression, hội thảo quốc tế 21.12.2007 về Hợp tác kinh tế giữa VN và Hàn Quốc tại Đại học kinh tế TP.HCM.

(Tiếp theo trang 19)

Ý kiến của chuyên gia ...

Mỹ đã phải đi những bước hồi sức mạnh mẽ trong năm 2004 với mục tiêu siết chặt quản lý đối với quan hệ lợi ích, giao dịch, v.v. có liên quan đến các nhà phân tích chứng khoán "nhóm bán". Tuy vậy, như nhiều chuyên gia thực tiễn lần nghiên cứu lo ngại, thực chất vấn đề tại Mỹ vẫn không được giải quyết, và họ nghi ngờ những điều luật mới có thể đem lại hiệu quả tốt. Nếu mà Mỹ đã như vậy, thì e rằng ở VN ta, nếu mà thả lỏng hoạt động cung cấp "thông tin mang tính tham khảo", thì sẽ dẫn đến nhiều hệ lụy không lường được.

Đối với nhóm phân tích độc lập (ở VN khá đông các chuyên gia nghiên cứu độc lập, nhà báo đưa ra phân tích chứng khoán trên báo), cũng cần lưu ý các thiên lệch xuất phát từ lợi ích bản thân. Nếu có người đang sở hữu chứng khoán của ngân hàng S, giờ cần bán chứng khoán, lợi dụng vị thế và tên tuổi của mình để ảnh hưởng đến thị trường thì biết xử lý làm sao? Vấn đề này có lẽ là một tình trạng nan giải không chỉ cho VN mà còn ở nhiều nước, vì vấn đề yêu cầu từng nhà

phân tích độc lập công khai mối liên quan của mình với chứng khoán được phân tích không dễ thực hiện. Có lẽ, cách đơn giản nhất là tiến hành một "bảng xếp hạng chất lượng các nhà phân tích". Nhà phân tích nào càng được xếp hạng cao, đánh giá cao, thì càng được tin cậy nhiều hơn. Âu đó cũng là một giải pháp có thể nghĩ đến trong tình hình vừa phát triển vừa tìm giải pháp của thị trường VN hiện nay.

Đối với giới nghiên cứu học thuật VN, các nhà nghiên cứu cũng có thể tìm hiểu liệu các nhà phân tích tại VN, bao gồm nhà phân tích của tổ chức nước ngoài lẫn trong nước, có rơi vào trạng thái lạc quan quá hay không? Một điều thú vị mà người viết phát hiện là dường như các nhà phân tích trong nước có vẻ lạc quan nhiều hơn so với các nhà phân tích nước ngoài về tình hình thị trường, diễn hình là qua các trường hợp "thị trường nóng hay không nóng" và "vi sao thị trường giảm" trong năm nay ■

[1] Các nghiên cứu của Jegadeesh và Kim (2006) đã nghiên cứu các nước G7, Azzi và Bird (2005) nghiên cứu trường hợp của Úc, McKnight và Todd (2005) tìm hiểu về trường hợp của 13 nước châu Âu. Kết quả là bình quân chỉ có khoảng dưới 15% các đề xuất của nhà phân tích "nhóm bán" là thuộc nhóm "bán", trong

khi, đa phần còn lại là "giữ cổ phiếu", "mua" và "mua thật nhiều".

Tài liệu tham khảo

Azzi, S. and Bird, R. (2005), 'Prophets during boom and gloom downunder', *Global Finance Journal*, 15, 337-367.
 Boni, L., and Womack, K. L. (2003) 'Analysts, industries, and price momentum', Working Paper, University of New Mexico and Dartmouth College.
 Cowen A., Groysberg, B. and Healy, P. M. (2003) 'Which types of analyst firms make more optimistic forecasts?', Working paper, Harvard Business School.
 Cragg, J.L. and Malkiel, B.G. (1968) 'The Consensus and Accuracy of Some Predictions of the Growth of Corporate Earnings.', *Journal of Finance* 23, 67-84.
 Friesen, G. and Weller, P. A. (2006) 'Quantifying cognitive biases in analyst earnings forecasts', *Journal of Financial Markets* 9, 333-365.
 Green, C. (2006) 'The value of client access to analyst recommendations', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1-24.
 Jegadeesh, N. and Kim, W. (2006) 'Value of analyst recommendations: international evidence.', *Journal of Financial Markets* 9, 274-309.
 Jegadeesh, N., Kim, J., Krische, S. D. and Lee C. (2004) 'Analyzing the analysts: When do recommendations add value?', *Journal of Finance* 59, 1083-1124.
 Ke, B. and Yu, Y. (2006) 'The effect of issuing biased earnings forecasts on analysts' access to management and survival', *Journal of Accounting Research*, 44, 965-999.
 McKnight, P.J. and Todd, S.K. (2005) 'Analyst forecasts and the cross section of European stock returns', Working paper, University of St. Andrews.
 Michaely, R., and Womack, K. (1999) 'Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations'. *Review of Financial Studies* 12, 653-686.
 Mola, S. and Guidolin M. (2007) 'Affiliated mutual funds and analyst optimism', Working paper, Federal Reserve Bank of St. Louis.
 Panchenko, V. (2007) 'Impact of analysts' recommendations on stock performance'. *The European Journal of Finance*, 13:2,165 - 179.