

บทบาทของรายงานของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ในงานวิจัยทางการบัญชีและการเงิน Analyst report roles in accounting and finance research

ณัฐชานนท์ โกมุตพุฒิมงคล *

บทคัดย่อ

นักวิเคราะห์หลักทรัพย์นับว่าเป็นผู้ที่มีความรอบรู้ ความชำนาญในการใช้ข้อมูลรวมถึงทำหน้าที่วิเคราะห์ ข้อมูลเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพในการพยากรณ์กำไร ต่อหุ้นและเสนอความเห็นเกี่ยวกับการลงทุนในหุ้นของบริษัทผ่านรายงานการวิเคราะห์ บทความนี้นำเสนอ ผลงานวิจัยหลักทางการบัญชีและการเงินตั้งแต่ปี ค.ศ. 1980 ที่ใช้ผลงานของนักวิเคราะห์ ประกอบงานวิจัย ในต่างประเทศ และมุ่งหวังให้นักวิชาการในประเทศไทย นำผลงานของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในประเทศมาใช้ ในงานวิจัย การใช้ผลงานของนักวิเคราะห์ ในงานวิจัย ทางการบัญชีและการเงินในต่างประเทศ ประกอบด้วย (1) การใช้ข้อมูลของนักวิเคราะห์ ในการพยากรณ์ และให้ความเห็นต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ (2) ความ เชื่อว่าชาญของนักวิเคราะห์ และปัจจัยที่ส่งผลต่อความ เชื่อว่าชาญ (3) การตอบสนองของนักลงทุนต่อรายงาน

ของนักวิเคราะห์ (4) การทดสอบความมีประสิทธิภาพ ของรายงานการพยากรณ์ (5) แรงจูงใจที่ส่งผลต่อ คุณสมบัติต่างๆ ของรายงานการพยากรณ์และพฤติกรรม ของนักวิเคราะห์ (6) การศึกษากฎเกณฑ์ หรือ สภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไปที่ส่งผลต่อพฤติกรรมของ นักวิเคราะห์ (7) งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการออกแบบ งานวิจัย รวมถึงฐานข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัย ทั้งนี้วิธีการที่ นักวิจัยใช้ตอบคำถามงานวิจัยข้างต้นนั้นมีความแตกต่าง กันไป เช่น การใช้แบบจำลองทางสถิติ การทดลองโดยใช้กลุ่มตัวอย่าง เป็นต้น ผลของงานวิจัยจึงต่างกันไปตามวิธีการและตัวอย่างที่ใช้ จึงเป็นประเด็นที่นักวิจัย ในประเทศไทยพึงระวังในการนำมาปรับใช้กับงานวิจัย ของตน



คำสำคัญ : นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ผลงานของนักวิเคราะห์ รายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้น รายงานของ นักวิเคราะห์

* อาจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Abstract

As a sophisticated financial statement user, a security analyst (financial analyst per se) incorporates quantitative and qualitative information in predicting earnings per share and estimating firms' value to address his/her stock recommendation via an analyst report. The objective of this article is to highlight prior accounting and finance research in United States and international settings relevant to financial analyst's products such as earnings forecasts, and stock recommendations, commencing from 1980. Also, the article aims to inspire Thai accounting and finance researchers in incorporating analyst products in their academic work. In accounting and finance research, analyst products are utilized in seven schemes:

(1) analysts' decision processes in issuing forecasts and stock recommendations; (2) the nature and determinants of analyst expertise; (3) the information content of analyst reports; (4) tests of analyst and market efficiency; (5) analysts' incentives and behavioral biases; (6) the effects of the institutional and regulatory environment; and (7) research design issues. Various research methodologies together with different databases are introduced to address research questions such as regression analyses, and experimental methods etc. Remarkably, a mixture of research designs with different sample periods yields inconsistent outcomes. Thai academicians are, therefore, required to implement their research methodologies with care.

Keywords : Financial Analysts, Financial Analyst Product, Earnings Forecasts, Financial Analyst Report



หากกล่าวถึงรายงานพยากรณ์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ (Analyst forecast ต่อไปจะเรียกว่า รายงานการพยากรณ์ฯ) หลายท่านจะนึกถึงการพยากรณ์ตัวเลขกำไรต่อหุ้นของบริษัท ที่จัดทำโดยนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ (ต่อไปจะเรียกว่า นักวิเคราะห์ฯ) นักวิเคราะห์ฯ เป็นผู้ที่ทำหน้าที่รวบรวมและวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัทที่ตนติดตามอยู่ เช่น ข้อมูลจากรายงานการเงินประจำปี บทสัมภาษณ์ผู้บริหาร ข้อมูลสภาพเศรษฐกิจ สังคมและการเมือง เป็นต้น ดังนั้นการศึกษาวิจัยทางการบัญชีในด้านตลาดทุน (Capital market research in accounting) จึงถือว่า ตัวเลขที่พยากรณ์โดยบุคคลกลุ่มนี้เป็นตัวแทนความคาดหวังของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีความรอบรู้และความชำนาญในการใช้ข้อมูลส่งผลให้ผู้บริหารของบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ต่างมุ่งที่จะทำกำไรต่อหุ้นให้เป็นที่น่าพอใจของนักวิเคราะห์ฯ คาดการณ์ไว้

บทความนี้มีวัตถุประสงค์ที่นำเสนองานวิจัยหลักทางการบัญชีและการเงินในอดีตนับตั้งแต่ปี ค.ศ. 1980 ที่ใช้รายงานการพยากรณ์ฯ ประกอบงานวิจัยในต่างประเทศ และจุดประกายให้กับนักวิชาการในประเทศไทยในการนำผลงานของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในประเทศไทยมาใช้ ประกอบงานวิจัยไม่ว่าจะเป็นด้านการใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (archival) หรือการทดลอง (experiment) หรืออาจใช้วิธีการวิจัยอื่น บทความนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะทบทวนวรรณกรรมทั้งหมดของงานวิจัยที่ใช้รายงานการพยากรณ์ฯ ผู้ที่สนใจในงานวิชาการที่ใช้ผลงานของนักวิเคราะห์ฯ สามารถศึกษาเพิ่มเติมได้จากวารสารทางวิชาการในต่างประเทศ อาทิเช่น วารสาร Journal of accounting and economics วารสาร The accounting review วารสาร

Journal of accounting research วารสาร Contemporary accounting research วารสาร Review of accounting studies วารสาร International journal of forecasting วารสาร Journal of business finance and accounting วารสาร Accounting horizons วารสาร Accounting and business research วารสาร Accounting, organizations and society วารสาร Financial analysts journal เป็นต้น ทั้งนี้ Ramnath และคณะ (2008)¹ ได้ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับรายงานพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ ไว้อย่างละเอียด ซึ่งผู้อ่านสามารถศึกษาเพิ่มเติมได้จากงานทบทวนงานวิจัยดังกล่าว บทความนี้จะครอบคลุมเฉพาะงานวิจัยหลักๆ ที่เกี่ยวข้องกับรายงานการพยากรณ์ฯ ไม่รวมถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความเห็นของนักวิเคราะห์ฯ

บทความนี้แบ่งออกเป็น 3 ส่วน ส่วนแรกกล่าวถึงความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับนักวิเคราะห์หลักทรัพย์รวมถึงผลงานของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ส่วนที่สองกล่าวถึงการใช้รายงานการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ ในงานวิจัยทางการบัญชีและการเงินในอดีตรวมถึงประเด็นที่น่าศึกษาเพิ่มเติมตามด้วยบทสรุปและข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในประเทศไทยในที่สุดท้าย

ความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ รวมถึงผลงานของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์

นักวิเคราะห์หลักทรัพย์มักถูกคาดหวังว่า เป็นผู้ที่มีความรอบรู้และสามารถวิเคราะห์ข้อมูลจากงบการเงินร่วมกับข้อมูลอื่นๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ผลงานที่สำคัญของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ คือ รายงานของนักวิเคราะห์ฯ (Analyst report) ซึ่งจะรายงานข้อมูลต่างๆ ของบริษัทที่ตนติดตาม แต่ข้อมูลส่วนใหญ่ที่นักลงทุนให้ความสำคัญ

¹ ศึกษาเพิ่มเติมได้จาก Ramnath, S., S. Rock, and P. Shane. 2008. The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research. *International Journal of Forecasting* 24: 34-75.

ประกอบด้วยข้อมูล 2 ส่วนหลัก คือ 1) รายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัทหรือที่เรียกกันว่า Earnings forecast และ 2) การให้ความเห็นของนักวิเคราะห์ในการซื้อ ขายหรือการถือหุ้นบริษัทที่ตนติดตาม (Buy, sell, or hold stock securities) หรือที่เรียกว่า Stock recommendation ซึ่งความเห็นเช่นว่า จะได้มาจาก การประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ตนติดตาม จะเห็นได้ว่าผลงานหลักหรือผลงานชิ้นเอกของนักวิเคราะห์คือ การให้ความเห็นในการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่ตนติดตามอยู่ ส่วนการให้รายงานการพยากรณ์ตัวเลขในงบการเงิน อาทิเช่น รายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้น ถือเป็นผลงานอันดับรองที่นำมาสนับสนุนการให้ความเห็นของนักวิเคราะห์เท่านั้น นักวิเคราะห์สามารถพยากรณ์ตัวเลขในงบการเงินได้หลากหลายไม่ว่าจะเป็น กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (Operating cash flow forecast หรือ Cash flow forecast) เงินปันผลต่อหุ้น (Dividend forecast) ยอดขายต่อหุ้น (Sale forecast) หรือแม้กระทั่งอัตราการเติบโตของบริษัท (Growth forecast) โดยระยะเวลาในการพยากรณ์อาจเป็น รายไตรมาสหรือรายปีล่วงหน้าซึ่งอาจเป็นหลายๆ ปีได้ นักวิเคราะห์ จะใช้รายงานการพยากรณ์ข้างต้น ประกอบการออกความเห็นให้นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ใช้ตัดสินใจที่จะซื้อหรือขายหลักทรัพย์

นักวิเคราะห์หลักทรัพย์แบ่งได้เป็น 2 กลุ่ม คือ 1) นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในฝั่งผู้ขายหลักทรัพย์ (Sell-side analyst) หรือ 2) นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในฝั่งผู้ซื้อหลักทรัพย์ (Buy-side analyst) นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในฝั่งผู้ขายหลักทรัพย์ คือ นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่ทำงานให้กับบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ (Brokerage firm) ทำหน้าที่พยากรณ์ตัวเลขให้กับบริษัทที่ต้องการขายหลักทรัพย์ให้กับนักลงทุน ไม่ว่าจะเป็นการพยากรณ์กำไรต่อหุ้น การพยากรณ์อัตราการเจริญเติบโตของกิจการรวมถึงการให้ความเห็นในการซื้อ ขายหรือ

ถือครองหลักทรัพย์ โดยนำเสนอให้กับนักลงทุนที่สนใจในหลักทรัพย์นั้นๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งกลุ่มนักลงทุนที่เป็นสถาบัน (Institutional investor) ซึ่งความเห็นดังกล่าวจะถูกเปิดเผยต่อสาธารณชนผ่านรายงานการวิเคราะห์หลักทรัพย์ นักวิเคราะห์ฯ ในฝั่งผู้ขายหลักทรัพย์จะมีข้อมูลของบริษัทที่ขายหลักทรัพย์ที่นอกเหนือไปจากข้อมูลในรายงานประจำปีของบริษัท เช่น ข้อมูลภายในที่ได้รับจากฝ่ายบริหารของกิจการ เป็นต้น

นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในฝั่งผู้ซื้อหลักทรัพย์ จะทำงานให้กับบริษัทบริหารสินทรัพย์ทางการเงิน เช่น กองทุนรวม กองทุนบำเหน็จบำนาญ เป็นต้น โดยจะทำหน้าที่วิเคราะห์หลักทรัพย์เพื่อหาโอกาสในการลงทุนให้ได้ผลตอบแทนมากที่สุด นับเป็นการเพิ่มมูลค่าให้กับเงินลงทุนที่ตนดูแลอยู่ นักวิเคราะห์ฯ กลุ่มนี้จะสืบค้นข้อมูลจากหลายแหล่งเพื่อให้ได้ข้อสรุปว่า ควรลงทุนในหลักทรัพย์หรือบริษัทใดบริษัทหนึ่งหรือไม่ เนื่องจากนักวิเคราะห์ฯ กลุ่มนี้ทำงานให้เฉพาะบริษัทหรือหน่วยกองทุนที่ตนสังกัดเท่านั้น ความเห็นในการตัดสินใจในการลงทุนของนักวิเคราะห์ฯ กลุ่มนี้จะไม่ถูกเปิดเผยต่อสาธารณะ แหล่งข้อมูลที่ล้ำค่านักวิเคราะห์ฯ กลุ่มนี้จะมาจากรายงานของนักวิเคราะห์ฯ ฝั่งผู้ขายหลักทรัพย์ โดยพิจารณาพร้อมกับข้อมูลอื่นๆ ทั้งใน ส่วนจุลภาคและมหภาค

จะเห็นได้ว่า นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ไม่ว่าจะเป็นนักวิเคราะห์ฯ ในฝั่งผู้ขายหลักทรัพย์หรือฝั่งผู้ซื้อหลักทรัพย์ต้องใช้ข้อมูลต่างๆ มากมายประกอบการพยากรณ์ตัวเลขในอนาคตของบริษัทที่ตนติดตาม รวมถึงการให้ความเห็นในการลงทุน ดังนั้นนักวิชาการจึงตั้งคำถามงานวิจัยหลากหลายเกี่ยวกับนักวิเคราะห์ฯ อาทิเช่น นักวิเคราะห์ฯ มีการประมวลผลข้อมูลต่างๆ หรือมีกระบวนการการตัดสินใจอย่างไร นักวิเคราะห์ฯ สามารถพยากรณ์ตัวเลขดังกล่าวของแต่ละบริษัทให้

แม่นยำได้อย่างไร ปัจจัยอะไรที่ทำให้เกิดความแม่นยำ เช่นว่า ทำให้นักวิเคราะห์จึงเลือกที่จะพยากรณ์บริษัท บางบริษัทและไม่พยากรณ์บางบริษัท หากนักวิเคราะห์ทำพยากรณ์ตัวเลขผิดพลาด บริษัทที่ตนติดตามอยู่นั้นจะได้รับผลกระทบอย่างไรหรือนักลงทุนมีการตอบสนองอย่างไรต่อตัวเลขพยากรณ์ดังกล่าว เป็นต้น

การใช้รายงานการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในงานวิจัยทางการบัญชีและการเงินในอดีต

เนื่องจากรายงานการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ ในฝั่งผู้ซื้อไม่เป็นที่เผยแพร่ในสาธารณะ งานวิจัยทางการบัญชีและการเงินจึงศึกษาโดยใช้ข้อมูลจากรายงานการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ ในฝั่งผู้ขายหลักทรัพย์ ซึ่งรวบรวมในฐานข้อมูลหลายแหล่งด้วยกัน แต่ฐานข้อมูลที่เป็นที่นิยมในงานวิจัยนั้นประกอบด้วย ฐานข้อมูลจาก Institution Brokers' Estimate System (I/B/E/S) และจาก Value Line โดยฐานข้อมูล I/B/E/S จะให้ข้อมูลทั้งตัวเลขพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ เป็นรายบุคคล (Individual forecast) และตัวเลขพยากรณ์โดยส่วนใหญ่ (Consensus forecast) ย้อนหลังของนักวิเคราะห์ฯ กว่า 70 ประเทศทั่วโลก โดยตัวเลขดังกล่าวจะมีทั้งตัวเลขพยากรณ์รายไตรมาส รายปี ไม่ว่าจะ เป็นกำไรต่อหุ้น ยอดขายต่อหุ้น เงินปันผลต่อหุ้น อัตราการเจริญเติบโตของบริษัทและอื่นๆ ในขณะที่ฐานข้อมูล Value Line จะจำกัดเฉพาะข้อมูลในประเทศสหรัฐอเมริกาเท่านั้น งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับรายงานการพยากรณ์ในช่วงปี ค.ศ. 1980 นั้น ส่วนใหญ่จะมุ่งเน้นไปที่คุณสมบัติของรายงานการวิเคราะห์ฯ และกระบวนการในการใช้ข้อมูลของนักวิเคราะห์ฯ ซึ่งวิธีการวิจัยนั้นมีหลากหลายไม่ว่าจะใช้ข้อมูลทุติยภูมิจาก I/B/E/S หรือ Value Line

หรือการวิจัยเชิงการทดลอง ซึ่งในยุคแรกของงานวิจัย นักวิจัยจะสนใจรายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของกิจการ เพราะเป็นข้อมูลที่มีจำนวนมากที่สุดในช่วงเวลาดังกล่าวส่งผลให้ผลของการทดสอบเป็นที่น่าเชื่อถือ (High power of test)

Schipper (1991)² ได้รวบรวมตลอดจนให้ความเห็นเกี่ยวกับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับรายงานการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ ในยุคแรก (ก่อนปี ค.ศ. 1990) และพบว่างานวิจัยในช่วงดังกล่าวมุ่งเน้นไปที่คุณสมบัติทางสถิติของรายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้น (Statistical properties of analyst earnings forecast) นักวิจัยจะสงสัยว่า รายงานการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ จะพยากรณ์ได้แม่นยำว่าการพยากรณ์ด้วยแบบจำลองทางสถิติ (Statistical model หรือ Mechanical model) หรือไม่อย่างไร เช่น การใช้แบบจำลอง Autoregressive (AR(1) model) หรือ ARIMA model (Autoregressive integrated moving average model) และอื่นๆ อีกมากมาย ซึ่งแบบจำลองดังกล่าวจะใช้ข้อมูลกำไรต่อหุ้นในอดีตในการพยากรณ์ ซึ่งงานวิจัยเช่น Brown และ Rozeff (1978) และ Brown และคณะ (1987) พยายามที่จะตอบคำถามดังกล่าวโดยใช้ข้อมูลรายปีในการเปรียบเทียบความสามารถในการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ กับแบบจำลองทางสถิติ นอกจากนี้ Brown และ Rozeff (1979) และ O'Brien ในปี ค.ศ. 1988 และ ค.ศ. 1990 ยังศึกษาความสามารถในการพยากรณ์โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาส ซึ่งผลการศึกษาส่วนใหญ่พบว่า นักวิเคราะห์ฯ มีความสามารถในการพยากรณ์ที่ดีกว่าการใช้แบบจำลองทางสถิติ ทั้งนี้เพราะในการพยากรณ์นั้น นักวิเคราะห์ฯ จะรวบรวมข้อมูลจากแหล่งต่างๆ และปรับข้อมูลดังกล่าวกับตัวเลขที่ได้รับจากการประมาณการโดยใช้ข้อมูลในอดีต นอกเหนือจากการทดสอบความแม่นยำของการพยากรณ์

² ศึกษาเพิ่มเติมได้จาก Schipper, K. 1991. Commentary on analysts' forecasts. *Accounting Horizons* 5(4): 105-121.

แล้ว งานวิจัยบางฉบับในช่วงแรกได้พยายามศึกษากระบวนการการตัดสินใจของนักวิเคราะห์ โดยใช้เทคนิคต่างๆ ในงานวิจัย อาทิเช่น การวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression analysis) ร่วมกับ Brunswik lens model³ หรือการวิเคราะห์เนื้อหา (Content analysis) เป็นต้น

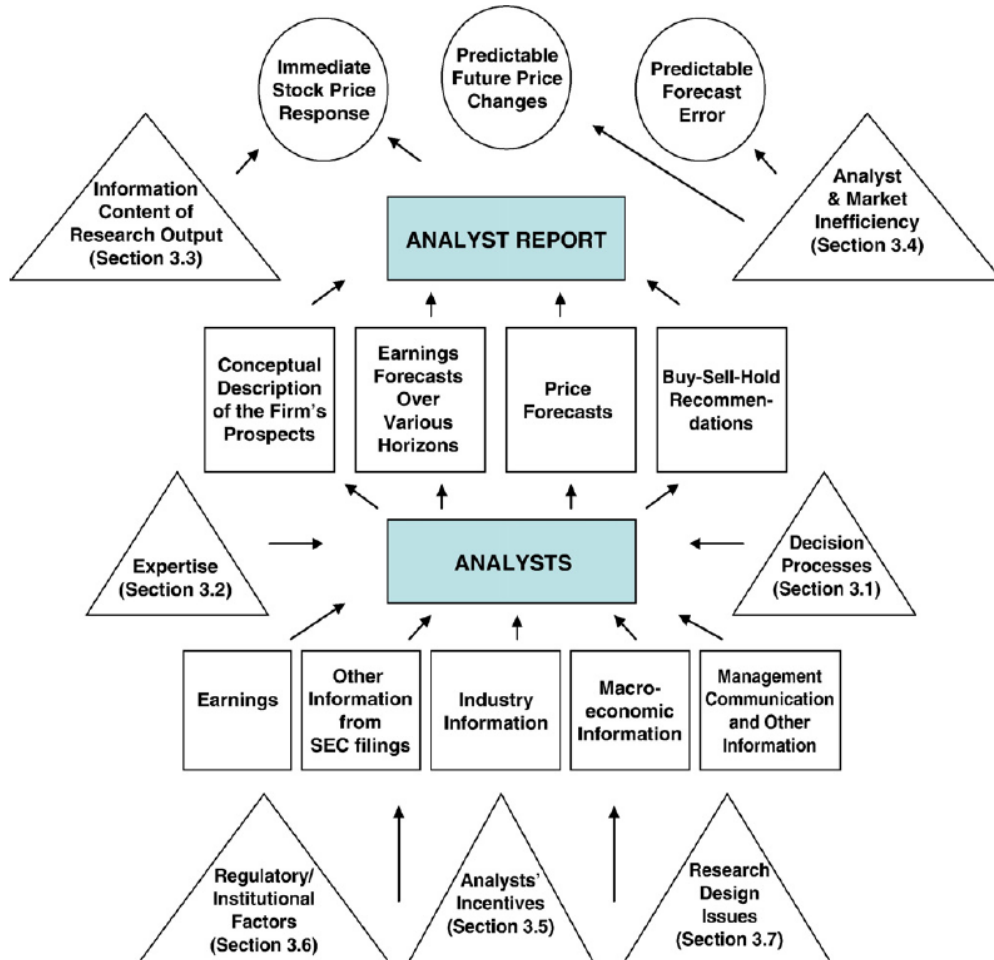
ในการศึกษากระบวนการการตัดสินใจของนักวิเคราะห์ Mear และ Ferth (1987) ได้ทำการทดลองกับนักวิเคราะห์ จำนวน 38 ท่าน โดยให้ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน ข้อมูลทางการตลาดและอุตสาหกรรม เพื่อดูว่านักวิเคราะห์กลุ่มนี้ใช้ข้อมูลอะไรประกอบการตัดสินใจ จากการทดลองดังกล่าว ผู้วิจัยพบว่านักวิเคราะห์ให้น้ำหนักของข้อมูลอัตราส่วนที่ต่างกันไป โดยนักวิเคราะห์บางรายให้ความสำคัญกับอัตราส่วนที่แสดงความสามารถในการทำกำไรมากกว่าอัตราส่วนสภาพคล่อง ในขณะที่นักวิเคราะห์บางรายกลับมองตรงกันข้าม ทั้งนี้การใช้ข้อมูลในการตัดสินใจของนักวิเคราะห์ จะแปรไปตามข้อมูลที่ตนได้รับว่า ในแต่ละชุดข้อมูลมีความแตกต่างกันมากน้อยเพียงไร นอกจากนี้ Govindarajan (1980) ยังได้วิเคราะห์ถึงรายงานของนักวิเคราะห์ (Analyst report) โดยพิจารณาจากเนื้อหาของคำแนะนำว่า นักวิเคราะห์ให้น้ำหนักกับข้อมูลเรื่องใดมากกว่ากัน ระหว่างกำไรหรือกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน จากการอ่านรายงานของนักวิเคราะห์จำนวน 976 ฉบับ พบว่า นักวิเคราะห์ให้ความสำคัญกับกำไรต่อหุ้นมากกว่า ซึ่งสังเกตได้จากกรกล่าวถึงกำไรของบริษัทในรายงานของนักวิเคราะห์

นอกจากนี้ในช่วงแรกของการวิจัยที่เกี่ยวข้องกับรายงานการพยากรณ์ นักวิจัยยังศึกษาเพิ่มเติมในเรื่องของความสัมพันธ์ระหว่างกำไรของบริษัทกับราคาของหลักทรัพย์ (The association between earnings and stock return) โดยใช้รายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ เป็นตัวแทนของกำไรที่นักลงทุนคาดหวัง ซึ่งนักวิจัยคาดว่า หากนักลงทุนให้ความสำคัญต่อตัวเลขกำไรของบริษัท เมื่อบริษัทประกาศผลกำไรที่สูงกว่าที่นักวิเคราะห์ คาดการณ์แล้ว นักลงทุนย่อมไม่ไหว้วลกับบริษัทนั้นโดยมีการสั่งซื้อหุ้นที่มากกว่าปกติส่งผลให้ราคาหุ้นสูงกว่าที่ควรจะเป็น (หรือเกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติตนเอง) จะเห็นว่า นักวิจัยใช้รายงานการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ เป็น benchmark ของกำไรในปีที่ศึกษา ซึ่งเป็นการเน้นให้เห็นถึงความสำคัญของรายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยนักวิเคราะห์ว่าเป็นตัวแทนของนักลงทุนที่มีความรอบรู้ ดังจะเห็นได้จากงานของ Brown และคณะ (1987) Brown และ Kim (1991) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวผ่านกำไรที่ไม่เป็นไปตามที่คาดหวัง (Unexpected earnings) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal return) ซึ่งผลการศึกษานั้นเป็นไปตามที่คาดไว้

ในช่วงหลังปี ค.ศ. 1990 จนถึงปัจจุบันงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับนักวิเคราะห์ มีออกมาอีกมาก เพื่อช่วยตอบคำถามในมุมมองต่างๆ ซึ่ง Ramnath และคณะ (2008) ได้สรุปมุมมองงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับรายงานของนักวิเคราะห์ ออกเป็น 7 มุมผ่านสภาพแวดล้อมของการรายงานของนักวิเคราะห์ ดังแสดงในรูปที่ 1

³ แบบจำลองนี้เป็นที่นิยมใช้กันอย่างแพร่หลายในการวิจัยเชิงพฤติกรรม (Behavioral research) ซึ่งนักวิจัยใช้ศึกษาพฤติกรรมการใช้ข้อมูลประกอบการตัดสินใจของบุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่นักวิจัยต้องการศึกษาในเรื่องใดเรื่องหนึ่ง โดยนักวิจัยจัดหาข้อมูลที่คาดว่าจะเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจและให้ (กลุ่ม) บุคคลดังกล่าวเลือกใช้ข้อมูลในการตัดสินใจเพื่อตอบคำถามงานวิจัย

รูปที่ 1 ประเด็นงานวิจัยกับสภาพแวดล้อมของนักวิเคราะห์



ที่มา : Ramnath, S., S. Rock, and P. Shane. 2008. The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research. *International Journal of Forecasting* 24: 34-75.

รูปที่ 1 แสดงสภาพแวดล้อมรอบตัวนักวิเคราะห์ที่ส่งผลต่อรายงานการวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่ออกโดยนักวิเคราะห์ จะเห็นได้ว่า ข้อมูลต่างๆ ที่แวดล้อมนักวิเคราะห์ ประกอบด้วย ข้อมูลจากงบการเงิน (กำไรต่อหุ้น) ข้อมูลอื่นๆ อาทิเช่น รายงานประจำปี ข้อมูลอุตสาหกรรม ข้อมูลเศรษฐกิจเชิงมหภาค ข้อมูลจากผู้บริหารของบริษัท ซึ่งนักวิเคราะห์ ใช้ข้อมูลเหล่านี้ในการผลิตผลงานของตน เช่น รายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้น รายงานการพยากรณ์ราคาหุ้น (มูลค่าหุ้นที่ควรจะเป็น) และความเห็นของนักวิเคราะห์ต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏในรายงานการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของนักวิเคราะห์ ที่นักลงทุนไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนรายย่อย (Individual investors) หรือนักลงทุนที่เป็นสถาบัน (Institutional investors) นำไปพิจารณาประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

จากสภาพแวดล้อมข้างต้น งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับรายงานของนักวิเคราะห์⁴ จึงแบ่งออกได้ 7 ด้านด้วยกันคือ

1. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการใช้ข้อมูลในการตัดสินใจของนักวิเคราะห์ สำหรับการพยากรณ์และการให้ความเห็นต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ (Analysts' decision process)

2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความเชี่ยวชาญของนักวิเคราะห์ และปัจจัยที่ส่งผลต่อความเชี่ยวชาญดังกล่าว (Analyst expertise)

3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการตอบสนองของนักลงทุนต่อรายงานของนักวิเคราะห์ และการตอบสนองของนักลงทุนต่อองค์ประกอบของรายงานดังกล่าว ไม่ว่าจะป็นรายงานการพยากรณ์หรือความเห็นของนักวิเคราะห์ (Information content of analyst report หรือ Market reaction to analyst report)

4. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความมีประสิทธิภาพของรายงานการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ เช่น รายงานการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ได้รวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกำไรต่อหุ้นในอนาคตแล้วหรือไม่ เป็นต้น (Analyst and market efficiency)

5. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแรงจูงใจ (Analysts' incentives) ที่ส่งผลต่อคุณสมบัติต่างๆ ของรายงานการพยากรณ์และพฤติกรรมของนักวิเคราะห์ เช่น ความแม่นยำในการพยากรณ์ (Analyst accuracy) ความลำเอียงในการพยากรณ์ (Analyst bias) เป็นต้น

6. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับกฎเกณฑ์ หรือสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไป (Regulatory/Institutional factors) ที่ส่งผลต่อพฤติกรรมของนักวิเคราะห์ เช่น การออกกฎควบคุมเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลส่งผลต่อคุณสมบัติของรายงานการพยากรณ์หรือไม่ อย่างไร เป็นต้น

7. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการออกแบบงานวิจัย วิธีการที่ใช้ในงานวิจัย รวมถึงฐานข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับรายงานของนักวิเคราะห์ (Research design issues)

⁴ ผู้สนใจสามารถศึกษาเพิ่มเติมรายละเอียดของการวิจัยรวมทั้งตารางสรุปวิธีการและผลของงานวิจัยที่อ้างถึงในแต่ละหัวข้อได้ใน Ramnath, S., S. Rock, and P. Shane. 2008. The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research. *International Journal of Forecasting* 24: 34-75.

1. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการใช้ข้อมูลในการตัดสินใจของนักวิเคราะห์ฯ สำหรับการพยากรณ์และการให้ความเห็นต่อการลงทุนในหลักทรัพย์

นักวิจัยศึกษาการใช้ข้อมูลในการตัดสินใจของนักวิเคราะห์ฯ โดยใช้วิธีการหลายรูปแบบ เพื่อให้ทราบว่านักวิเคราะห์ฯ ใช้ข้อมูลใดบ้างประกอบการพยากรณ์และการให้ความเห็นต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ อาทิเช่น Block (1999) ใช้แบบสอบถามในการถามนักวิเคราะห์ฯ ถึงขั้นตอน กระบวนการในการประมวลผลข้อมูลต่างๆ เพื่อใช้ในการพยากรณ์และการแสดงความเห็น Roger และ Grant (1997) และ Bradshaw (2002) วิเคราะห์การประมวลผลข้อมูลของนักวิเคราะห์ฯ จากรายงานการวิเคราะห์หลักทรัพย์ เป็นต้น ซึ่งพบว่า ในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้น นักวิเคราะห์ฯ ให้ความสำคัญกับข้อมูลปลีกย่อยที่นอกเหนือไปจากกำไรสุทธิในงบการเงิน อาทิเช่น การรายงานข้อมูลจำแนกตามส่วนงาน ข้อมูลอื่นๆ จากฝ่ายบริหาร เป็นต้น นอกจากนี้ Lang และ Lundholm (1996) และ Botosan และ Harris (2000) พบว่านักวิเคราะห์ฯ ให้ความสำคัญกับคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลของกิจการ โดยนักวิเคราะห์ฯ มีแนวโน้มที่จะติดตามกิจการที่มีคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลในระดับสูง ซึ่งแสดงให้เห็นว่า นักวิเคราะห์ฯ รวบรวมและวิเคราะห์ข้อมูลต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้น ในช่วงหลังนักวิจัยบางกลุ่มได้ศึกษาถึงการใช้องค์ประกอบของกำไรในการจัดทำรายงานพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ เช่น Mest และ Plummer (1999) ศึกษาว่า นักวิเคราะห์ฯ สามารถแยกองค์ประกอบของกำไรในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นในระยะสั้นและระยะยาวได้หรือไม่ ซึ่งหากนักวิเคราะห์ฯ มีความเชี่ยวชาญและเข้าใจถึงกำไรที่เกิดขึ้นเป็นการชั่วคราว (Transitory earnings) และกำไรที่ยั่งยืน (Persistent earnings) นักวิเคราะห์ฯ ย่อมพยากรณ์กำไรต่อหุ้นใน

ระยะสั้นและระยะยาวได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น งานวิจัยดังกล่าวพบว่า นักวิเคราะห์ฯ พยากรณ์กำไรต่อหุ้นในระยะสั้นโดยใช้กำไรตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป (ซึ่งรวมทั้งกำไรที่เกิดขึ้นเป็นการชั่วคราว) ในขณะที่การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นในระยะยาวนั้น นักวิเคราะห์ฯ จะประมาณการจากกำไรที่ยั่งยืน Barker และ Imam (2008) ได้ศึกษาเพิ่มเติมถึงการรับรู้ของนักวิเคราะห์ฯ ที่มีต่อคุณภาพกำไร (Analysts' perceptions of earnings quality) โดยการสัมภาษณ์นักวิเคราะห์ฯ ในฝั่งผู้ขายหลักทรัพย์ 35 ท่านจาก 10 สถาบัน และใช้วิธีการวิเคราะห์เนื้อหา (Content analysis) พบว่า นักวิเคราะห์ฯ ให้ความสำคัญกับคุณภาพของกำไร (ซึ่งสะท้อนผ่านการปรับตัวเลขด้วยรายการต่างๆ ในงบการเงิน เช่น ค่าเสื่อมราคา ค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการด้อยค่าของสินทรัพย์ เป็นต้น) และข้อมูลอื่นๆ นอกจากงบการเงิน (เช่น ข้อมูลในอุตสาหกรรม กลยุทธ์ในการวางแผนของผู้บริหาร เป็นต้น) ก่อนออกความเห็นต่อหลักทรัพย์ที่ตนติดตาม

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประมวลผลข้อมูลของนักวิเคราะห์ฯ ยังมีอีกเป็นจำนวนมาก (ดูได้จาก Ramnath และคณะ (2008)) ซึ่งงานวิจัยในอดีตพบว่า นักวิเคราะห์ฯ พยายามรวบรวมข้อมูลจากหลายภาคส่วนและให้ความสำคัญต่อข้อมูลที่ตนได้รับแตกต่างกันในการพยากรณ์ตัวเลขและการให้ความเห็น อย่างไรก็ตามประเด็นที่น่าศึกษาเพิ่มเติมในแขนงนี้ได้แก่ การศึกษาถึงปัจจัยในการเลือกใช้ข้อมูลตลอดจนแบบจำลองที่นักวิเคราะห์ฯ ใช้ในการประเมินมูลค่ากิจการและการเสนอความเห็นในการลงทุนในหลักทรัพย์ เป็นต้น

2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความเชี่ยวชาญของนักวิเคราะห์ฯ และปัจจัยที่ส่งผลต่อความเชี่ยวชาญ

งานวิจัยในแขนงนี้มีจำนวนมากและให้นิยามความเชี่ยวชาญของนักวิเคราะห์ฯ ว่า ความเชี่ยวชาญของ

นักวิเคราะห์ นั้นขึ้นอยู่กับความถูกต้องแม่นยำของการพยากรณ์ (Forecast accuracy)⁵ ซึ่งนักลงทุนจะได้รับประโยชน์อย่างมากจากนักวิเคราะห์ที่มีความแม่นยำในการพยากรณ์ ดังนั้นนักวิจัยในอดีตจึงพยายามที่จะศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อความถูกต้องของรายงานการพยากรณ์ เพราะส่งผลต่อการตัดสินใจของผู้มีส่วนร่วมในตลาดทุน ยกตัวอย่างเช่น Brown และคณะ (1987) พบว่า ความซับซ้อนขององค์กรและข้อมูลส่งผลต่อความถูกต้องในการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ Mikhail และคณะ (1997) และ Clement (1999) พบว่า ความถูกต้องของรายงานการพยากรณ์จะเพิ่มมากขึ้นหากนักวิเคราะห์นั้นมีประสบการณ์ทำงานสูงโดยเฉพาะอย่างยิ่งประสบการณ์ในการติดตามบริษัทที่ตนพยากรณ์ และนักวิเคราะห์ ที่ทำงานอยู่ในบริษัทขนาดใหญ่สามารถพยากรณ์ได้ถูกต้องมากกว่านักวิเคราะห์ ที่ทำงานอยู่ในบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีแหล่งข้อมูลที่มากกว่า ทำให้นักวิเคราะห์ ได้รับข้อมูลข่าวสารมากมายประกอบการพยากรณ์ ในทางตรงกันข้ามหากนักวิเคราะห์ ติดตามบริษัท มากมายในหลายอุตสาหกรรม ความสามารถในการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ ย่อมด้อยลง เนื่องจากภาระงานที่มากเกินไปและขาดความชำนาญเฉพาะด้าน นอกจากนี้การตอบสนองของนักลงทุนต่อความถูกต้องของรายงานของนักวิเคราะห์ ที่มีประสบการณ์ต่างกันก็แตกต่างกันด้วย โดยนักลงทุนจะให้น้ำหนักของรายงานการพยากรณ์ที่มาจากนักวิเคราะห์ ที่มีประสบการณ์สูงมากกว่านักวิเคราะห์ ที่มีประสบการณ์ในการติดตามบริษัทน้อย ดังนั้นการตอบสนองของนักลงทุนผ่านราคาหลักทรัพย์จึงรุนแรงกว่า นั้นหมายถึง

หากนักวิเคราะห์ ที่มีประสบการณ์ในการติดตามบริษัทสูงพยากรณ์ตัวเลขผิดพลาด ราคาของหลักทรัพย์ดังกล่าวจะตกลงอย่างมาก

Brown (2001) พบว่า นักวิเคราะห์ เรียนรู้จากความผิดพลาดในอดีต นั้นหมายถึง เราสามารถใช้ความถูกต้องของการพยากรณ์ในอดีต (Past forecast accuracy) ในการพยากรณ์ความถูกต้องของรายงานการพยากรณ์ที่เพิ่งมีในอนาคต (Future forecast accuracy) เนื่องจากนักวิเคราะห์ พยากรณ์ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว Clement และคณะ (2003) พบว่า ในสภาพแวดล้อมและวัฒนธรรมที่ต่างกัน ปัจจัยที่ส่งผลต่อความเชี่ยวชาญของนักวิเคราะห์ ก็ต่างกันไปด้วย ยกตัวอย่างเช่น นักวิเคราะห์ที่มีประสบการณ์ในการทำงานสูงในกลุ่มประเทศที่มีวัฒนธรรมความเป็นกลุ่มสูง (Collectivist societies)⁶ จะพยากรณ์ได้แม่นยำน้อยกว่านักวิเคราะห์ ในกลุ่มประเทศที่มีการแข่งขันในการจ้างงานค่อนข้างสูง นอกจากความถูกต้องแม่นยำของรายงานการพยากรณ์แล้ว นักวิจัยยังศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อและผลกระทบของการกระจายตัวของรายงานการพยากรณ์ (Forecast dispersion) ซึ่งวัดโดยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของรายงานการพยากรณ์ การกระจายตัวเช่นว่านี้ เป็นตัวแทนในการวัดความไม่แน่นอนของนักลงทุนในการลงทุน (Investor uncertainty) ซึ่งหากการกระจายตัวของรายงานการพยากรณ์ มากย่อมสะท้อนถึงความไม่แน่นอนในการลงทุนที่สูง ส่งผลต่อจำนวนรายการค้าหลักทรัพย์ในตลาด (Trading volume) ดังที่ปรากฏในงานของ Barron (1995) Bamber และคณะ (1997) และ Barron และคณะ (1998)

⁵ ความแม่นยำหรือความถูกต้องของการพยากรณ์ (Forecast accuracy) คำนวณได้จากผลต่างระหว่างตัวเลขพยากรณ์กับตัวเลขจริง และหารด้วยตัวเลขจริงหรือราคาต่อหุ้น

⁶ Collectivist societies คือ กลุ่มสังคมที่ให้ความสำคัญกับการทำงานในระยะยาว และมักมีกฎหมายที่ช่วยเหลือลูกจ้างจากการไล่ออก ทำให้ต้นทุนในการไล่ออกจากงานของนายจ้างค่อนข้างสูง ดังนั้นเมื่อมีการจ้างนักวิเคราะห์ เข้าทำงานในองค์กร นักวิเคราะห์ จึงไม่ต้องกังวลในเรื่องความถูกต้องในการพยากรณ์มากนัก ประเทศที่อยู่ในกลุ่มนี้ อาทิเช่น สเปน มาเลเซีย ไทย ไต้หวัน บราซิล เป็นต้น

นักวิจัยบางกลุ่มสนใจศึกษาถึงพฤติกรรมของนักวิเคราะห์ฯ ผ่านรายงานการพยากรณ์ฯ เช่น รายงานการพยากรณ์ฯ ที่รายงานไกลัววันประกาศผลกำไรจะมีความถูกต้องมากกว่ารายงานการพยากรณ์ฯ ที่ล่าสมัย (Stale forecast) นักวิเคราะห์ฯ ที่พยากรณ์ไกลัววันประกาศผลประกอบการของกิจการมักจะพยากรณ์ตัวเลขที่ใกล้เคียงกับรายงานพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ ท่านอื่นที่ออกมาก่อนหน้านี้ หรือที่เรียกว่า พฤติกรรมเกาะกลุ่ม (Herding behavior) อย่างไรก็ตามนักวิเคราะห์ฯ บางรายก็พยากรณ์ตัวเลขที่ห่างจากกลุ่มของนักวิเคราะห์ฯ ด้วยกัน (Bold forecast) เนื่องจากมีข้อมูลเฉพาะ (Private information) ซึ่งส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้นเช่นเดียวกัน จะเห็นได้ว่าลักษณะของรายงานการพยากรณ์ที่ต่างกัน พฤติกรรมของนักวิเคราะห์ฯ ที่ต่างกัน ถือเป็นอีกประเด็นที่ให้นักวิจัยศึกษาเพิ่มเติม ดังจะเห็นได้จากงานของ Trueman (1994) Graham (1999) และ Welch (2000) ที่ศึกษาถึงพฤติกรรมของนักวิเคราะห์ฯ ในแต่ละกลุ่ม รวมถึงความแม่นยำของรายงานการพยากรณ์ของแต่ละกลุ่ม ผลการศึกษาพบว่า นักวิเคราะห์ฯ ที่มีประสบการณ์น้อยและนักวิเคราะห์ฯ ที่มีชื่อเสียงมักจะมีพฤติกรรมเกาะกลุ่ม ในกรณีที่ข้อมูลสาธารณะไม่เป็นไปในทางเดียวกับข้อมูลเฉพาะของบริษัทหรือนักวิเคราะห์ฯ ได้รับข้อมูลในจำนวนไม่มาก นักวิเคราะห์ฯ จะมีพฤติกรรมเกาะกลุ่มเช่นกัน

Givoly และคณะ (2009) พบว่า ความแม่นยำของการพยากรณ์กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash flow forecasts) จะต่ำกว่าเมื่อเทียบกับความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้น (Earnings forecasts) นอกจากนี้รายงานการพยากรณ์กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นของบริษัทน้อยกว่าเมื่อเทียบกับความสัมพันธ์ระหว่างรายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นของบริษัท Call และคณะ

(2009) พบว่า นักวิเคราะห์ฯ ที่พยากรณ์กำไรต่อหุ้นควบคู่ไปกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นจะมีความแม่นยำมากกว่านักวิเคราะห์ฯ ที่พยากรณ์กำไรต่อหุ้นแต่เพียงอย่างเดียว ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความเข้าใจข้อมูลที่มากขึ้นเมื่อนักวิเคราะห์ฯ ต้องพยากรณ์ทั้งกำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น

จากงานวิจัยข้างต้น นักวิจัยไม่ได้สนใจเฉพาะปัจจัยที่ส่งผลต่อความเชี่ยวชาญในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นแต่เพียงอย่างเดียว ในกรณีที่นักวิเคราะห์ฯ พยากรณ์ตัวเลขอื่น นักวิจัยก็พยายามหาปัจจัยที่ส่งผลต่อความแม่นยำในการพยากรณ์ตัวเลขนั้นรวมถึงผลกระทบของตัวเลขพยากรณ์นั้นต่อการตัดสินใจของนักลงทุนด้วยเช่นกัน ทั้งนี้ประเด็นที่น่าสนใจเพิ่มเติมในเรื่องความเชี่ยวชาญของนักวิเคราะห์ฯ อาจมีได้หลากหลาย อาทิเช่น ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความเชี่ยวชาญของนักวิเคราะห์ฯ ในการพยากรณ์ระยะสั้นจะส่งผลเช่นเดียวกับความเชี่ยวชาญของนักวิเคราะห์ฯ ในการพยากรณ์ระยะยาวหรือไม่ ปัจจัยที่ส่งผลต่อความเชี่ยวชาญของนักวิเคราะห์ฯ ในฝั่งผู้ขายหลักทรัพย์จะส่งผลเช่นเดียวกับนักวิเคราะห์ฯ ในฝั่งผู้ซื้อหลักทรัพย์หรือไม่ นักวิเคราะห์ฯ ที่มีประสบการณ์ในการทำงานต่างกันจะได้รับผลกระทบจากปัจจัยที่ส่งผลต่อความเชี่ยวชาญเหมือนกันหรือไม่ นอกจากนี้การเปิดเผยข้อมูลของกิจการจะส่งผลกระทบต่อการกระจายตัวในรายงานการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ หรือไม่ ในกรณีที่สภาพแวดล้อมของข้อมูล (Information environment) เปลี่ยนแปลงไปการกระจายตัวของรายงานฯ จะเปลี่ยนแปลงอย่างไร เป็นต้น

3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการตอบสนองของนักลงทุนต่อรายงานของนักวิเคราะห์ฯ

งานวิจัยแขนงนี้มุ่งเน้นไปที่การตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อรายงานการพยากรณ์ในแต่ละประเภท

เช่น รายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้น รายงานการพยากรณ์การเติบโตของกำไรต่อหุ้น เป็นต้น นอกจากนี้งานวิจัยยังเจาะลึกถึงองค์ประกอบของกำไรว่า องค์ประกอบของกำไรหรือองค์ประกอบอื่นๆ ในรายงานของนักวิเคราะห์ (เช่น ความเห็นในการตัดสินใจลงทุน) ให้ประโยชน์เพิ่มขึ้นจากการพยากรณ์เฉพาะตัวเลขกำไรต่อหุ้นแต่เพียงอย่างเดียวหรือไม่ (Incremental information content) โดยนักวิจัยวัดการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ที่มีต่อข้อมูลใหม่ที่มีอยู่ในตลาด (Publicly available information) เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงประโยชน์ของข้อมูลดังกล่าวในการตัดสินใจของนักลงทุน

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient market) ราคาหุ้นย่อมสะท้อนถึงประโยชน์ของข้อมูลใหม่ที่ตลาดฯ หรือนักลงทุนได้รับ ดังนั้นในงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับรายงานของนักวิเคราะห์ การตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อรายงานของนักวิเคราะห์ จะเกิดขึ้นเมื่อราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงตอบสนองต่อกำไรต่อหุ้นที่เกิดขึ้นจริง ณ วันประกาศผลกำไร หากกำไรต่อหุ้นที่เกิดขึ้นจริงของบริษัทมากกว่ากำไรต่อหุ้นที่เกิดจากการประมาณการโดยนักวิเคราะห์ นักลงทุนจะซื้อหุ้นของบริษัทดังกล่าว ทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น เพราะกำไรต่อหุ้นที่เกิดขึ้นจริงสูงกว่ากำไรต่อหุ้นที่นักลงทุนคาดหวัง (กำไรต่อหุ้นที่นักวิเคราะห์ประมาณการขึ้นถือเป็นความคาดหวังของนักลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดฯ) หากรายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นมีประโยชน์ในการตัดสินใจจริง เมื่อมีการประกาศผลกำไรที่ต่างไปจากที่คาดหวัง นักลงทุนก็จะตอบสนองต่อเหตุการณ์ดังกล่าวผ่านราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งเท่ากับเป็นการวัดการตอบสนองของนักลงทุนต่อรายงานการพยากรณ์ผ่านความถูกต้องของตัวเลขพยากรณ์ (Forecast accuracy) ในบางกรณีการวัดการตอบสนองของนักลงทุนต่อรายงานการพยากรณ์วัดจากการปรับตัวเลขประมาณการของนักวิเคราะห์ หรือที่เรียกว่า Forecast revision เมื่อ

นักวิเคราะห์ ปรับตัวเลขประมาณการ นักลงทุนควรตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว เพราะถือเป็นข้อมูลใหม่ที่นักลงทุนได้รับ ตัวอย่างงานวิจัยในประเด็นนี้ได้แก่ Conroy และคณะ (1998) พบว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่นตอบสนองต่อความต้องการของรายงานการพยากรณ์ฯ Clement และ Tse (2003b) พบว่า การตอบสนองของตลาดฯ ต่อการปรับตัวเลขพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ จะเพิ่มมากขึ้นเมื่อการปรับตัวเลขพยากรณ์ทำให้รายงานการพยากรณ์มีความถูกต้องมากยิ่งขึ้น เป็นต้น

นอกจากนี้ นักวิจัยยังศึกษาถึงประโยชน์หรือสาระ (Informativeness) ของรายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้น โดยแบ่งแยกรายงานการพยากรณ์เป็นการพยากรณ์ในระยะสั้นและการพยากรณ์ในระยะยาว ดังจะเห็นได้จากงานของ Frankel และ Lee (1998) ที่พบว่า รายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นสำหรับปีจนถึง 2 ปีล่วงหน้า และการพยากรณ์การเติบโตของกำไรต่อหุ้นในอีก 3 ปีล่วงหน้าสามารถนำมาช่วยอธิบายอัตราส่วนราคาตลาดต่อหุ้นต่อราคาตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัทในปัจจุบันได้ (Current P-E ratio) Botosan และ Plumlee (2005) พบว่า ในการคำนวณต้นทุนเงินทุน (Cost of equity capital) ของกิจการ การใช้รายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นในระยะยาวของนักวิเคราะห์ ในแบบจำลองการประเมินมูลค่ากิจการนับว่าเป็นประโยชน์อย่างยิ่ง เพราะรายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหรือแม้กระทั่งการพยากรณ์ราคาต่อหุ้นโดยนักวิเคราะห์ ถือเป็นตัวแทนความคาดหวังของนักลงทุน นอกจากนี้ นักวิจัยได้ศึกษาถึงประโยชน์ขององค์ประกอบของกำไรต่อหุ้นในรายงานการพยากรณ์ฯ เช่น รายงานการพยากรณ์รายได้ รายงานการพยากรณ์กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ดังจะเห็นได้จากงานของ Ertimur และคณะ (2003) ที่พบว่า นักลงทุนได้รับประโยชน์จากรายงานการพยากรณ์รายได้ และงานของ Defond และ Hung (2003) ที่พบว่า นักลงทุนได้รับ

ประโยชน์จากรายงานการพยากรณ์กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน โดยเฉพาะอย่างยิ่งนักวิเคราะห์จะออกรายงานการพยากรณ์กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เมื่อคุณภาพกำไรของบริษัทไม่ดี รายงานการพยากรณ์องค์ประกอบของกำไรต่อหุ้นจึงช่วยให้ข้อมูลเพิ่มเติมแก่นักลงทุนประกอบการตัดสินใจ

นอกจากนี้ Francis และ Soffer (1997) ยังพบว่า นักลงทุนตอบสนองต่อการปรับตัวเลขพยากรณ์ (analyst forecast revision) ร่วมกับการให้ความเห็นของนักวิเคราะห์ (analyst forecast recommendation) เนื่องจากเมื่อนักวิเคราะห์ ปรับตัวเลขพยากรณ์ นักลงทุนย่อมอยากได้ข้อมูลเพิ่มเติมในการตัดสินใจ ซึ่งส่วนหนึ่งได้มาจากรายงานการแสดงความเห็นเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น

งานวิจัยที่กล่าวมาข้างต้นสะท้อนให้เห็นว่า นักลงทุนให้ความสำคัญและตอบสนองต่อรายงานการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ โดยนักวิจัยวัดการตอบสนองดังกล่าวต่างกันไปตามคำถามของงานวิจัย ประเด็นที่น่าศึกษาเพิ่มเติมในงานวิจัยแขนงนี้อาจได้แก่ การศึกษาถึงสาเหตุของการออกรายงานการพยากรณ์องค์ประกอบของกำไรต่อหุ้นในมุมมองต่างๆ นอกจากนี้ นักวิจัยอาจศึกษาถึงประโยชน์ของการออกรายงานการพยากรณ์อื่นควบคู่ไปกับรายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้น (การตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อรายงานการพยากรณ์ประเภทต่างๆ มีความแตกต่างกันหรือไม่ อย่างไร) หรือนักวิจัยสามารถศึกษาการเปลี่ยนแปลงในการออกความเห็นของนักวิเคราะห์ โดยอาจพิจารณาเป็นกลุ่มของนักวิเคราะห์ เพื่อความชัดเจนของการออกแบบวิธีวิจัย เป็นต้น

4. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความมีประสิทธิภาพของรายงานการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์

เนื่องจากนักวิเคราะห์ เป็นตัวแทนของนักลงทุนที่มีความรอบรู้และมีประสิทธิภาพในการประมวลผล

ข้อมูลต่างๆ ประกอบการตัดสินใจลงทุน การศึกษารายงานการพยากรณ์ที่ออกโดยคนกลุ่มนี้จึงสามารถสะท้อนประสิทธิภาพในการประมวลผลข้อมูลของนักลงทุนโดยเฉลี่ยในตลาดหลักทรัพย์ได้ นักวิจัยวัดความมีประสิทธิภาพของนักวิเคราะห์ ผ่านรายงานที่นักวิเคราะห์ เป็นผู้ออก โดยทดสอบว่า รายงานการพยากรณ์ และการให้ความเห็นเกี่ยวกับการลงทุนที่ออกโดยนักวิเคราะห์ สะท้อนข้อมูลที่ปรากฏในผลประกอบการของบริษัทรวมถึงข้อมูลอื่นๆ หรือไม่ นอกจากนี้ นักวิจัยยังสนใจเพิ่มเติมถึงประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ โดยศึกษาว่า ราคาหุ้นของบริษัทสามารถสะท้อนข้อมูลที่ปรากฏในรายงานของนักวิเคราะห์ (ซึ่งรวมถึงรายงานการพยากรณ์ รายงานการให้ความเห็น และข้อมูลอื่นๆ) ได้หรือไม่ และศึกษาถึงความสามารถของรายงานการพยากรณ์ ในการอธิบายความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในตลาด

Easterwood และ Nutt (1999) พบว่า นักวิเคราะห์ ตอบสนองต่อข้อมูลในเชิงลบน้อยกว่าข้อมูลในเชิงบวกของกิจการ สะท้อนให้เห็นว่า นักวิเคราะห์ โดยเฉลี่ยมีมุมมองที่ดีในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัท (Optimistic bias) Ettredge และคณะ (1995) พบว่า ในช่วงการประกาศผลกำไร นักวิเคราะห์ ปรับตัวเลขพยากรณ์โดยใช้ข้อมูลอื่นๆ เพื่อสะท้อนถึงพฤติกรรม การตกแต่งตัวเลขของผู้บริหาร ในปี ค.ศ. 1997 Abarbanell และ Bushee พบว่า นักวิเคราะห์ ไม่ได้ปรับรายงานการพยากรณ์ เมื่อบริษัทมีการให้ข้อมูลด้านอื่นที่สะท้อนกำไรในอนาคตของกิจการ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า รายงานการพยากรณ์ ไม่ได้สะท้อนข้อมูลดังกล่าว Bradshaw และคณะ (2001) พบว่า นักวิเคราะห์ ไม่ได้ปรับรายงานการพยากรณ์ สำหรับรายการคงค้างที่เกี่ยวข้องกับทุนหมุนเวียน (Transitory working capital accruals)

ในประเด็นการตอบสนองของนักลงทุนต่อข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในรายงานการวิเคราะห์ นักวิจัยหลายกลุ่ม

พบว่า นักลงทุนตอบสนองค่อนข้างล่าช้าต่อข้อมูลที่ถูกลบปล่อยสู่ตลาดหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นผลประกอบการหรือรายงานการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ (Gleason และ Lee (2003) และ Womack (1996)) ดังนั้นนักวิจัยน่าจะศึกษาเพิ่มเติมถึงสาเหตุที่ก่อให้เกิดพฤติกรรมตอบสนองที่ล่าช้าของนักลงทุน Lopez และ Rees (2002) พบว่า ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นเมื่อผลประกอบการของบริษัทอยู่ในระดับเดียวกันหรือเกินกว่าผลประกอบการที่นักวิเคราะห์ คาดการณ์ไว้ในกรณีที่บริษัทมีผลประกอบการเกินกว่าที่คาดการณ์ไว้อย่างต่อเนื่อง ราคาหุ้นของบริษัทนั้นก็สูงขึ้นด้วยเช่นกัน นอกจากนี้งานวิจัยในช่วงหลังยังพยายามศึกษาถึงบทบาทของรายงานการพยากรณ์ฯ ในการอธิบายปรากฏการณ์ที่ผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ อาทิเช่น Elgers และคณะ (2003) พบว่า รายงานการพยากรณ์ฯ สามารถอธิบายถึงการตอบสนองของนักลงทุนต่อองค์ประกอบของรายการคงค้างได้ถึง 40% ซึ่งแสดงให้เห็นว่า นักวิเคราะห์ เมื่อเปรียบเทียบกับนักลงทุนอื่นสามารถประมวลผลข้อมูลได้มีประสิทธิภาพมากกว่า ซึ่งอาจเป็นการเข้าถึงข้อมูลที่ต่างกัน

จะเห็นได้ว่า งานวิจัยแขนงนี้พยายามสะท้อนให้เห็นการใช้ข้อมูลในด้านต่างๆ ของนักวิเคราะห์ ในการพยากรณ์ซึ่งสะท้อนผ่านความแม่นยำและการปรับตัวเลขพยากรณ์ ซึ่งหากนักวิเคราะห์ ได้พิจารณาข้อมูลอื่นๆ เข้าไปในรายงานการพยากรณ์จริง รายงานเช่นว่าย่อมมีความถูกต้องมากขึ้น ซึ่งสะท้อนถึงควมมีประสิทธิภาพของการประมวลผลข้อมูลรอบตัวนักวิเคราะห์ คำถามที่ว่า เหตุใดนักวิเคราะห์ จึงตอบสนองต่อข้อมูลต่างๆ ต่างกัน คุณสมบัติเฉพาะตัวของนักวิเคราะห์ เช่น ประสบการณ์ สถานที่ทำงาน จะส่งผลต่อการตอบสนองที่ต่างกันหรือไม่ นักวิเคราะห์ มีความเข้าใจในข้อมูลอื่นๆ มากน้อยเพียงไร จึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจเพิ่มเติมในงานวิจัยด้านนี้ นอกจากนี้การศึกษาประสิทธิภาพของรายงานการพยากรณ์

ภายใต้สภาพแวดล้อมของข้อมูลและ/หรือตลาดทุนที่ต่างกันไปในแต่ละประเทศก็อาจเป็นประเด็นที่น่าสนใจเพิ่มเติมในแขนงนี้ได้เช่นกัน

5. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแรงจูงใจที่ส่งผลต่อคุณสมบัติต่างๆ ของรายงานการพยากรณ์และพฤติกรรมของนักวิเคราะห์

งานวิจัยในแขนงนี้มุ่งศึกษาถึงแรงจูงใจของนักวิเคราะห์ ในการติดตามบริษัทฯ โดยพิจารณาถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักวิเคราะห์ ซึ่งปัจจัยดังกล่าวอาจมาจากคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ หรือคุณลักษณะของบริษัทที่ติดตาม รวมทั้งการศึกษาพฤติกรรมของนักวิเคราะห์ ผ่านคุณสมบัติของรายงานการพยากรณ์ฯ เช่น ทิศทางของการพยากรณ์ฯ การกระจายตัวของรายงานพยากรณ์ฯ เป็นต้น ภายใต้ข้อสมมติที่ว่า นักวิเคราะห์ จะมีความกังวลในชื่อเสียง ความก้าวหน้าในวิชาชีพ นักวิจัยจึงพยายามวัดแรงจูงใจโดยอิงกับประเด็นที่นักวิเคราะห์ กังวล อาทิเช่น การที่นักวิเคราะห์พยากรณ์ตัวเลขได้ถูกต้องแม่นยำ ส่งผลให้นักวิเคราะห์ท่านนั้นมีชื่อเสียง เป็นที่ต้องการในตลาดแรงงานและได้รับการเลื่อนตำแหน่งในองค์กร หรือย้ายไปองค์กรใหม่ที่ให้ค่าตอบแทนที่สูงขึ้น เป็นต้น ซึ่งนักวิจัยพยายามหาคำตอบโดยใช้วิธีการหลากหลาย ไม่ว่าจะเป็นการใช้วิธีการทางสถิติ เช่น การคำนวณโดยใช้สมการถดถอย โดยหาความสัมพันธ์ระหว่างความถูกต้องของรายงานการพยากรณ์กับอัตราการหมุนเวียนของนักวิเคราะห์ในองค์กร (Mikhail และคณะ (1999)) หรือการส่งแบบสอบถามให้กับนักวิเคราะห์ เพื่อตอบคำถามถึงแรงจูงใจที่ทำให้ให้นักวิเคราะห์ พยากรณ์ในเชิงบวก (Optimistic forecast) ให้กับองค์กรที่ตนติดตามอยู่ (Jackson (2005)) เป็นต้น

Hayne (1998) พบว่า นักวิเคราะห์ เลือกที่จะตามบริษัทที่มีข่าวดี ส่งผลให้รายงานการพยากรณ์มี

ความถูกต้องมากยิ่งขึ้น ซึ่งส่งผลต่อชื่อเสียงของนักวิเคราะห์ Lin และ McNichols (1998) พบว่านักวิเคราะห์ ที่ทำงานในบริษัทที่เป็นผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ของบริษัทที่ตนติดตามจะเสนอความเห็นเกี่ยวกับการลงทุน (Optimistic recommendation) ไปในทิศทางที่ดี Dechow และคณะ (2000) พบว่า ในช่วงที่มีการเสนอขายหุ้น รายงานการพยากรณ์อัตราการเจริญเติบโตของกิจการในระยะยาว จะมีทิศทางที่ดีต่อกิจการ (Optimistic long-term growth forecast) แต่รายงานการพยากรณ์ที่ออกโดยนักวิเคราะห์ ที่ทำงานให้กับองค์กรที่เป็นบริษัทผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์จะมีการพยากรณ์ที่มีความลำเอียงไปในทิศทางที่ดีมากที่สุด (the most optimistic forecast)

งานวิจัยบางฉบับศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างแรงจูงใจของผู้บริหารกับลักษณะของรายงานการพยากรณ์ โดยนักวิเคราะห์ หรือรายงานการแสดงความเห็นโดยนักวิเคราะห์ เช่น Matsunaga และ Park (2001) พบว่าบริษัทลดการจ่ายโบนัสประจำปีของประธานบริษัทลงเมื่อกำไรต่อหุ้น 2 ไตรมาสไม่เป็นไปตามกำไรที่พยากรณ์ไว้ โดยนักวิเคราะห์ Graham และคณะ (2003) ใช้วิธีการส่งแบบสอบถามไปยังผู้อำนวยการระดับสูงทางการบัญชีและการเงิน (Chief financial officer, CFO) ประมาณ 400 ฉบับ พบว่า ผู้บริหารมุ่งที่จะทำกำไรให้เกินกว่าที่นักวิเคราะห์ คาดหวัง เพราะต้องการให้ราคาหุ้นสูงขึ้น และทำให้ตนมีชื่อเสียงมากขึ้น การที่บริษัทไม่สามารถทำกำไรให้มากกว่าที่นักวิเคราะห์ คาดไว้ อาจส่งผลเสียหายต่อองค์กรได้ เพราะถือว่า ขาดดังกล่าวเป็นข่าวร้ายสำหรับนักลงทุน จึงทำให้ผู้บริหารต้องการทำให้กำไรอย่างน้อยเป็นไปตามที่นักวิเคราะห์ ได้พยากรณ์ไว้

จากงานวิจัยข้างต้น นักวิจัยได้พยายามเชื่อมโยงปัจจัยต่างๆ ตลอดจนแรงกดดันทั้งจากตลาดแรงงานและตลาดทุนที่มีต่อการตัดสินใจของนักวิเคราะห์ เข้ากับคุณสมบัติต่างๆ ของรายงานการพยากรณ์ไม่ว่าจะเป็นความแม่นยำในการพยากรณ์หรือการกระจายตัวของรายงานการพยากรณ์ ซึ่งงานวิจัยในแขนงนี้ยังสามารถขยายต่อไปได้ในหลายมุมมอง อาทิเช่น นักวิจัยอาจพิจารณาถึงคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ ที่ต่างกัน เช่น นักวิเคราะห์ ในฝั่งผู้ซื้อหรือฝั่งผู้ขายที่อาจมีแรงจูงใจที่ต่างกัน หรือแม้กระทั่งบริษัท ที่นักวิเคราะห์ ติดตามที่มีคุณลักษณะที่ต่างกัน (เช่น บริษัทที่กำลังเติบโต หรือบริษัทที่เติบโตเต็มที่แล้ว) อาจส่งผลกระทบต่อคุณสมบัติของรายงานการพยากรณ์ที่ต่างไปได้ เป็นต้น

6. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับกฎเกณฑ์ หรือสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไปที่จะส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมของนักวิเคราะห์

นักวิจัยบางกลุ่มนำเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในแต่ละช่วงเวลา เข้ามาประกอบการศึกษาพฤติกรรมของนักวิเคราะห์ เพราะในสถานการณ์ที่ต่างกัน นักวิเคราะห์ อาจตัดสินใจต่างกันไป เช่น ในประเทศสหรัฐอเมริกา ช่วงก่อนที่มีการประกาศ Reg FD⁷ (Regulation Fair Disclosure) โดยคณะกรรมการกำกับและดูแลตลาดหลักทรัพย์ (U.S. Securities and Exchange Commission) และช่วงหลังประกาศ Reg FD การตัดสินใจของนักวิเคราะห์ อาจต่างกันส่งผลให้พฤติกรรมของนักวิเคราะห์ ในช่วงก่อนและหลังต่างกันไป เช่น การติดตามบริษัท การออกรายงานการพยากรณ์ เป็นต้น กฎเกณฑ์เช่นว่าส่งผลให้สภาพแวดล้อมของข้อมูลที่อยู่รอบตัวนักลงทุน

⁷ Reg FD หรือ Regulation Fair Disclosure นับเป็นการเปลี่ยนแปลงครั้งสำคัญของการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ จะต้องเปิดเผยข้อมูลที่มีสาระสำคัญแก่นักลงทุนในเวลาเดียวกัน ซึ่งเป็นการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information asymmetry) สำหรับนักลงทุน

นักวิเคราะห์ฯ เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งเป็นที่คาดเดาว่าการเปลี่ยนแปลงในสภาวะแวดล้อมดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมของนักวิเคราะห์ฯ รวมทั้งคุณสมบัติต่างๆ ของรายงานการพยากรณ์ฯ เช่น การติดตามบริษัท ความแม่นยำในการพยากรณ์ การกระจายตัวของรายงานการพยากรณ์ฯ เป็นต้น

Bailey และคณะ (2003) พบว่า การกระจายตัวของรายงานพยากรณ์ฯ และการเปิดเผยข้อมูลรายไตรมาสของบริษัทเพิ่มมากขึ้น หลังประกาศ Reg FD ซึ่งเท่าเทียมเป็นการเพิ่มปริมาณข้อมูลในตลาดฯ และเพิ่มความต้องการนักลงทุนที่มีความเชี่ยวชาญในการใช้ข้อมูล ซึ่งก็คือ นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ Bushee และคณะ (2004) พบว่า ภายหลังจากการประกาศ Reg FD ผู้บริหารมักจะไม่เรียกประชุมชี้แจงข้อมูลให้กับบุคคลภายนอกซึ่งรวมถึงนักวิเคราะห์ฯ (หรือที่เรียกว่า Conference call) อย่างไรก็ตามจำนวนข้อมูลที่เปิดเผย (หากมีการประชุม) ก็ไม่เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้การประกาศ Reg FD ยังส่งผลให้ราคาหุ้นผันผวนสำหรับบริษัทที่มีข้อจำกัดในการเปิดเผยข้อมูล Hope (2003) ได้ทดสอบความแม่นยำของนักวิเคราะห์ฯ โดยใช้ตัวอย่างในระดับสากล และพบว่า การบังคับใช้มาตรฐานการบัญชีในทิศทางเดียวกันลดความผันผวนของกำไรลง ส่งผลให้รายงานการพยากรณ์ฯ มีความถูกต้องมากขึ้น Lang และคณะ (2004) ศึกษาว่า บทบาทของนักวิเคราะห์ฯ จะเปลี่ยนไปหรือไม่ในสภาวะที่นักลงทุนได้รับความคุ้มครองน้อย ซึ่งนักวิจัยกลุ่มนี้พบว่า นักวิเคราะห์ฯ ไม่นิยมพยากรณ์กำไรต่อหุ้นสำหรับบริษัทที่มีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดี (Poor corporate governance) ซึ่งทำให้เห็นว่าระบบการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อการออกรายงานการพยากรณ์ฯ ของนักวิเคราะห์ฯ

นอกจากการศึกษารายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้น นักวิจัยบางกลุ่มศึกษาถึงผลกระทบของสภาพแวดล้อมที่มีต่อรายงานการพยากรณ์ด้านอื่นด้วย เช่น Defond และ Hung (2007) พบว่า นักวิเคราะห์ฯ จะพยากรณ์กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมากขึ้นในประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนต่ำ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า นักลงทุนมีความต้องการข้อมูลที่มากขึ้นในกรณีที่ดินได้รับความคุ้มครองต่ำ Nowland และ Simon (2010) เสนอว่า ในการพิจารณาคุณสมบัติของรายงานการพยากรณ์ฯ ในแต่ละช่วงของเหตุการณ์ นักวิจัยควรต้องคำนึงถึงองค์ประกอบของนักวิเคราะห์ฯ (Analyst composition) ในช่วงเวลาดังกล่าวด้วย ยกตัวอย่างเช่น เมื่อมีการทำ Cross-listing องค์ประกอบของนักวิเคราะห์ฯ ที่พยากรณ์อยู่ในตลาดฯ มีการเปลี่ยนแปลงถึง 50% โดยการเปลี่ยนแปลงในองค์ประกอบดังกล่าว เช่น จำนวนนักวิเคราะห์ฯ ที่เคยติดตามบริษัทนั้นในอดีตหายไป มีจำนวนนักวิเคราะห์ฯ ใหม่เข้ามามากขึ้นซึ่งการเปลี่ยนแปลงในองค์ประกอบเช่นว่านั้น ย่อมส่งผลกระทบต่อความแม่นยำของการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ โดยรวม ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่องานวิจัยในอดีตได้

งานวิจัยที่ใช้กฎเกณฑ์หรือสภาพแวดล้อมที่แตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลานับได้ว่าเป็นประโยชน์อย่างมากในระดับสากล นักวิชาการและบุคคลในวิชาชีพต่างได้รับประโยชน์จากการอ่านงานวิจัย โดยจะทราบถึงผลกระทบของกฎเกณฑ์ที่มีต่อพฤติกรรมของนักลงทุน และสามารถนำกลับไปเป็นบทเรียนในการออกกฎเกณฑ์ในครั้งต่อไป ประเด็นที่น่าศึกษาเพิ่มเติมในแขนงนี้อาจครอบคลุมถึง การนำความแตกต่างของสภาพแวดล้อมของข้อมูลมาพิจารณาเป็นองค์ประกอบร่วมในการออกแบบงานวิจัยในอนาคต โดยสภาพแวดล้อมที่ต่างกันอาจอยู่ในรูปของกฎหมาย วัฒนธรรมของประเทศหรือแม้กระทั่งองค์กร เป็นต้น

7. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการออกแบบงานวิจัย วิธีการที่ใช้ในงานวิจัย รวมถึงฐานข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับรายงานของนักวิเคราะห์ฯ

งานวิจัยในแขนงนี้มุ่งเน้นไปที่การออกแบบงานวิจัย ไม่ว่าจะเป็นการใช้ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของรายงานการพยากรณ์ฯ รายย่อย หรือโดยรวม ตลอดจนฐานข้อมูลที่นำมาใช้ในงานวิจัย ผู้เข้าร่วมงานวิจัย นอกจากนั้นงานวิจัยในแขนงนี้ยังรวมถึงความสมเหตุสมผลของข้อสมมติ (assumption) ที่ใช้ในงานวิจัย เช่น AbarbaneII และ Leheavy (2003) เตือนให้นักวิจัยระวังถึงการกระจายของรายงานการพยากรณ์ฯ ที่ไม่ปกติในการทำวิจัย เพราะการใช้ค่าเฉลี่ยหรือค่ามัธยฐานของรายงานการพยากรณ์ฯ อาจเกิดความลำเอียงของข้อมูลได้ (Bias) Ramnath และคณะ (2005) พบว่า ข้อมูลที่อยู่ในฐานข้อมูล I/B/E/S และ Value Line ให้ผลลัพธ์ในการทำวิจัยที่ต่างกัน โดยการใช้ข้อมูลจาก I/B/E/S ให้ผลที่ดีกว่าสำหรับนักวิจัยในการใช้รายงานการพยากรณ์ฯ กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ เป็นตัวแทนของความคาดหวังของนักลงทุนในตลาดฯ ซึ่งประเด็นที่อาจศึกษาเพิ่มเติมได้ในงานวิจัยแขนงนี้อาจอยู่ในรูปของการนำเทคนิคการวิจัยใหม่ๆ มาปรับใช้ เช่น การวิจัยเชิงการทดลอง รวมถึง การใช้ฐานข้อมูลใหม่ในงานวิจัย เช่น การศึกษาการพยากรณ์ฯ ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในประเทศไทยผ่านฐานข้อมูลของสมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นฐานข้อมูลท้องถิ่น เป็นต้น

บทสรุปและข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในประเทศไทย

นักวิเคราะห์หลักทรัพย์นับเป็นตัวแทนที่ดีของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในการรวบรวมและวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อการตัดสินใจในการลงทุน งานวิจัยทางการบัญชีและการเงินที่เกิดขึ้นนับตั้งแต่ช่วงปี ค.ศ. 1980 ในประเทศ

สหรัฐอเมริกาได้ให้ความสำคัญกับผลงานของนักวิเคราะห์ฯ โดยนำมาใช้ในงานวิจัยในหลายมุมมองด้วยกัน บทความนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะนำเสนอผลงานวิจัยหลักทางการบัญชีและการเงินในอดีตที่ใช้รายงานการพยากรณ์ฯ ประกอบงานวิจัยในต่างประเทศ และจุดประกายให้กับนักวิชาการในประเทศไทยในการนำผลงานของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ฯ ในประเทศไทยมาใช้ในงานวิจัย ทั้งนี้หากวิเคราะห์จากสภาพแวดล้อมที่อยู่รอบตัวของนักวิเคราะห์ฯ งานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับนักวิเคราะห์ฯ สามารถแบ่งได้เป็น 7 แขนงด้วยกัน คือ 1) การใช้ข้อมูลในการตัดสินใจของนักวิเคราะห์ฯ สำหรับการพยากรณ์และการให้ความเห็นต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ 2) ความเชี่ยวชาญของนักวิเคราะห์ฯ และปัจจัยที่ส่งผลต่อความเชี่ยวชาญ 3) การตอบสนองของนักลงทุนต่อรายงานของนักวิเคราะห์ฯ และการตอบสนองของนักลงทุนต่อองค์ประกอบของรายงาน 4) การทดสอบความมีประสิทธิภาพของรายงานการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ 5) แรงจูงใจที่ส่งผลต่อคุณสมบัติต่างๆ ของรายงานการพยากรณ์และพฤติกรรมของนักวิเคราะห์ฯ 6) การศึกษากฎเกณฑ์ หรือสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไปที่อาจส่งผลต่อพฤติกรรมของนักวิเคราะห์ฯ 7) งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการออกแบบงานวิจัย วิธีการที่ใช้ในงานวิจัย รวมถึงฐานข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับรายงานของนักวิเคราะห์ฯ วิธีการที่นักวิจัยใช้ในการตอบคำถามทั้ง 7 แขนงนั้นมีความแตกต่างกัน อาทิเช่น การใช้แบบจำลองทางสถิติ การทดลองโดยใช้กลุ่มตัวอย่าง การส่งแบบสอบถาม เป็นต้น ซึ่งผลลัพธ์ของการศึกษาก็ต่างกันไปตามวิธีการและตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบ

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับนักวิเคราะห์ฯ และผลงานของนักวิเคราะห์ฯ ในประเทศไทยยังมีไม่มากนัก ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากฐานข้อมูลที่ยังไม่พร้อมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับนักวิเคราะห์ฯ ยังไม่เป็นที่แพร่หลายในแวดวงวิชาการไทย ด้วยเหตุนี้นักวิชาการด้านการบัญชีและการเงินในประเทศไทยจึงมีคำถามที่รอคำตอบเกี่ยวกับ

นักวิเคราะห์ และผลงานของนักวิเคราะห์ ภายในประเทศอีกมาก ประเด็นต่างๆ ที่นำเสนอในบทความนี้เป็นเพียงแค่จุดเริ่มต้นของการวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลงานของนักวิเคราะห์ เท่านั้น นักวิจัยในประเทศไทยสามารถนำประเด็นต่างๆ ที่พบในงานวิจัยในต่างประเทศตั้งที่ได้กล่าวบางส่วนในบทความนี้ มาศึกษาเพิ่มเติมภายใต้สภาพแวดล้อมตลาดทุนแบบตะวันออก โดยอ้างอิงสภาพตลาดเงินตลาดทุนที่กำลังพัฒนา (Emerging market) ซึ่งสภาพเศรษฐกิจ สังคม วัฒนธรรมที่ต่างไปจากโลกตะวันตกอาจเป็นจุดขายที่ดีอีกหนึ่งจุดของงานวิจัยในบ้านเรา ด้วยสภาพแวดล้อมของข้อมูลที่แตกต่างกันระหว่างโลกตะวันตกและโลกตะวันออก ความรู้ความเข้าใจในการใช้ข้อมูลในตลาดทุนซึ่งรวมถึงการใช้ข้อมูลในบทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่ต่างกันอย่างกับในปัจจุบันผู้มีส่วนร่วมในตลาดทุนของประเทศไทยไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนรายใหญ่ รายย่อย ตลอดจน

หน่วยงานกำกับดูแลต่างมีส่วนร่วมในการพัฒนาคุณภาพตลาดทุนไทยให้มีความก้าวหน้าทัดเทียมกับนานาประเทศซึ่งผู้มีส่วนได้เสียในตลาดทุนดังกล่าวต้องการข้อมูลที่มีคุณภาพประกอบการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ ทำให้การศึกษาวิจัยถึงบทบาทของข้อมูลทางการเงินที่รวมถึงรายงานของนักวิเคราะห์ ตลอดจนประสิทธิผลของการใช้ข้อมูลดังกล่าวมีความสำคัญมากยิ่งขึ้น ทั้งนี้ในการศึกษาวิจัย นักวิจัยต้องคำนึงถึงข้อจำกัดของการเข้าถึงและการเก็บรวบรวมข้อมูลในประเทศไทย ถึงจุดนี้นักวิชาการคงต้องช่วยกันพัฒนาตลาดเงินตลาดทุนในประเทศไทยผ่านงานวิจัยมากยิ่งขึ้น ซึ่งงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับนักวิเคราะห์ ก็นับเป็นส่วนหนึ่งที่จะช่วยสะท้อนและป้อนกลับการพัฒนาตลาดเงินตลาดทุนไทยในด้านพฤติกรรมของนักลงทุน ตลอดจนการประมวลผลข้อมูลของนักลงทุนในบ้านเราได้เป็นอย่างดี

เอกสารอ้างอิง

- Abarbanell, J. S. 1991. Do analysts' earnings forecasts incorporate information in prior stock price changes? **Journal of Accounting and Economics** 14(2): 147-165.
- Abarbanell, J. S., and V. L. Bernard. 1992. Tests of analysts' overreaction/underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior. **Journal of Finance** 47(3): 1181-1207.
- Abarbanell, J., and R. Leavy. 2003. Biased forecasts or biased earnings? The role of reported earnings in explaining apparent bias and over/underreaction in analysts' earnings forecasts. **Journal of Accounting and Economics** 36: 105-146.
- Ackert, L. F., and G. Athanassakos. 1997. Prior uncertainty, analyst bias, and subsequent abnormal returns. **Journal of Financial Research** 20(2): 263-273.
- Ali, A., and A. Klein. 1992. Analysts' use of information about permanent and transitory earnings components in forecasting annual EPS. **The Accounting Review** 67(1): 183-198.

- Bailey, W., H. Li, C. Mao, and R. Zhong. Regulation Fair Disclosure and earnings information: Market, analyst and corporate responses. **Journal of Finance** 63: 2487-2514.
- Bamber, L., O. Barron, and T. Stober. 1997. Trading volume and different aspects of disagreement coincident with earnings announcements. **The Accounting Review** 72: 575-597.
- Barker, R., and S. Immam. 2008. Analysts' perceptions of "earnings quality". **Accounting and Business Research** 38(4): 313-329.
- Barron, O. E. 1995. Trading volume and belief revisions that differ among individual analysts. **The Accounting Review** 70(4): 581-597.
- Barron, O. E., O. Kim, S. C. Lim, and D. E. Stevens. 1998a. Using analysts' forecasts to measure properties of analysts information environment. **The Accounting Review** 73(4): 421-433.
- Barron, O. E., and P. S. Stuerke. 1998b. Dispersion in analysts' earnings forecasts as a measure of uncertainty. **Journal of Accounting, Auditing and Finance** 13(3): 245-270.
- Bartov, E., D. Givoly, and C. Hayn. 2002. The rewards to meeting or beating earnings expectations. **Journal of Accounting and Economics** 33(2): 173-204.
- Benesh, G. A., and P. P. Peterson. 1986. On the relation between earnings changes, analysts' forecasts and stock price fluctuations. **Financial Analysts Journal** 42(6): 29-40.
- Bhushan, R. 1989. Firm characteristics and analyst following. **Journal of Accounting and Economics** 11(2/3): 255-274.
- Biddle, G. C., and W. E. Ricks. 1988. Analyst forecast errors and stock price behavior near the earnings announcement dates of LIFO adopters. **Journal of Accounting Research** 26(2): 169-194.
- Block, S. 1999. A study of financial analysts: practice and theory. **Financial Analysts Journal** 55: 86-95.
- Botosan, C., and M. Harris. 2000. Motivations for a change in disclosure frequency and its consequences: an examination of voluntary quarterly segment disclosures. **Journal of Accounting Research** 38: 329-353.
- Botosan, C., and M. Plumlee. 2005. Assessing alternative proxies for the expected risk premium. **The Accounting Review** 80: 21-53.
- Bradshaw, M., S. Richardson, and R. Sloan. 2001. Do analysts and auditors use information in accruals? **Journal of Accounting Research** 39: 45-74.

- Bradshaw, M. 2002. The use of target prices to justify sell-side analysts' stock recommendations. **Accounting Horizons** 16: 27-40.
- Brown, L. D., and M. S. Rozeff. 1978. The superiority of analyst forecasts as measures of expectations: Evidence from earnings. **Journal of Finance** 33(1): 1-16.
- Brown, L. D., and M. S. Rozeff. 1979. Univariate time-series models of quarterly accounting earnings per share: A proposed model. **Journal of Accounting Research** 17(1): 179-189.
- Brown, L. D., R. L. Hagerman, P. A. Griffin, and M. E. Zmijewski. 1987a. Security analyst superiority relative to univariate time-series models in forecasting quarterly earnings. **Journal of Accounting and Economics** 9(1): 61-87.
- Brown, L. D., R. L. Hagerman, P. A. Griffin, and M. E. Zmijewski. 1987b. An evaluation of alternative proxies for the market's assessment of unexpected earnings. **Journal of Accounting and Economics** 9(2): 159-193.
- Brown, L. D., G. D. Richardson, and S. J. Schwager. 1987c. An information interpretation of financial analyst superiority in forecasting earnings. **Journal of Accounting Research** 25(1): 49-67.
- Brown, L. D., and K. J. Kim. 1991. Timely aggregate analyst forecasts as better proxies for market earnings expectations. **Journal of Accounting Research** 29(2): 382-385.
- Brown, L. D. 1993. Earnings forecasting research: Its implications for capital markets research. **International Journal of Forecasting** 9(3): 295-320.
- Brown, L. D. 1996. Analyst forecasting errors and their implications for security analysis: An alternative perspective. **Financial Analysts Journal** 52(1): 40-47.
- Brown, L. D. 1997a. Earnings surprise research: Synthesis and perspectives. **Financial Analysts Journal** 53(2): 13-19.
- Brown, L. D. 1997b. Analyst forecasting errors: Additional evidence. **Financial Analysts Journal** 53(6): 81-88.
- Brown, L. D. 2001a. A temporal analysis of earnings surprises: Profits versus losses. **Journal of Accounting Research** 39(2): 221-241.
- Brown, L. D. 2001b. How important is past analyst forecast accuracy? **Financial Analysts Journal** 57(6): 44-49.

- Brown, L. D., and E. Mohd. 2003. The predictive value of analyst characteristics. **Journal of Accounting, Auditing and Finance** 18(4): 625-647.
- Brown, L. D., and M. L. Caylor. 2005. A temporal analysis of quarterly earnings thresholds: Propensities and valuation consequences. **The Accounting Review** 80(2): 423-440.
- Bushee, B., D. Matsumoto, and G. Miller. 2004. Managerial and investor responses to disclosure regulation: The case of Reg FD and conference calls. **The Accounting Review** 79: 617-643.
- Call, A., S. Chen, and Y. Tong. 2009. Are analysts' earnings forecasts more accurate when accompanied by cash flow forecasts? **Review of Accounting Studies** 14(2-3): 358-391.
- Capstaff, J., and K. Paudyal. 1995. The accuracy and rationality of earnings forecasts by UK analysts. **Journal of Business Finance and Accounting** 22(1): 67-85.
- Capstaff, J., K. Paudyal, and W. Rees. 1999. The relative forecast accuracy of UK brokers. **Accounting and Business Research** 30(1): 3-16.
- Capstaff, J., K. Paudyal, and W. Rees. 2001. A comparative analysis of earnings forecasts in Europe. **Journal of Business Finance and Accounting** 28(5/6): 531-562.
- Chen, Q., Francis, J., & Jiang, W. 2005. Investor learning about analyst predictive ability. **Journal of Accounting and Economics** 39: 3-24.
- Chopra, V. K. 1998. Why so much error in analysts' earnings forecasts? **Financial Analysts Journal** 54(6): 35-42.
- Chung, R., and L. Kryzanowski. 2000. Market timing using strategists' and analysts' forecasts of S&P 500 earnings per share. **Financial Services Review** 9(2): 125-144.
- Ciccone, S. J. 2005. Trends in analyst earnings forecast properties. **International Review of Financial Analysis** 14(1): 1-22.
- Clement, M. B. 1999. Analyst forecast accuracy: Do ability, resources, and portfolio complexity matter? **Journal of Accounting and Economics** 27(3): 285-303.
- Clement, M. B., L. Rees, and E. P. Swanson. 2003a. The influence of culture and corporate governance on the characteristics that distinguish superior analysts. **Journal of Accounting, Auditing and Finance** 18(4): 593-618.
- Clement, M. B., and S. Y. Tse. 2003b. Do investors respond to analysts' forecast revisions as if forecast accuracy is all that matters? **The Accounting Review** 78(1): 227-249.

- Clement, M. B., and S. Y. Tse. 2005. Financial analyst characteristics and herding behavior in forecasting. **Journal of Finance** 60(1): 307-341.
- Collins, W. A., and W. S. Hopwood. 1980. A multivariate analysis of annual earnings forecasts generated from quarterly forecasts of financial analysts and univariate time-series models. **Journal of Accounting Research** 18(2): 390-406.
- Conroy, R. M., Y. Fukuda, and R. S. Harris. 1997. Securities houses and earnings forecasts in Japan: What makes for an accurate prediction? **Financial Analysts Journal** 53(4): 29-40.
- Conroy, R., R. Harris, and Y. Park. 1998. Fundamental information and share prices in Japan: evidence from earnings surprises and management predictions. **International Journal of Forecasting** 14: 227-244.
- Constantinou, C. P., W. P. Forbes, and L. Skerratt. 2003. Analyst underreaction in the United Kingdom. **Financial Management** 32(2): 93-106.
- Cooper, R. A., T. E. Day, and C. M. Lewis. 2001. Following the leader: A study of individual analysts' earnings forecasts. **Journal of Financial Economics** 61(3): 383-416.
- Cote, J., and J. Goodstein. 1999. A breed apart? Security analysts and herding behavior. **Journal of Business Ethics** 18(3): 305-314.
- Das, S., and S. M. Saudagaran. 2002. Accuracy of analysts' earnings forecasts: A comparison of non-U.S. cross-listed firms and U.S. multinationals. **Journal of International Accounting Research** 1: 61-74.
- Dechow, P. M. 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. **Journal of Accounting and Economics** 18(1): 3-42.
- Dechow, P. M., S. P. Kothari, and R. L. Watts. 1998. The relation between earnings and cash flows. **Journal of Accounting and Economics** 25(2): 133-168.
- Dechow, P., A. Hutton, and R. Sloan. 2000. The relation between analysts' forecasts of long-term earnings growth and stock price performance following equity offerings. **Contemporary Accounting Research** 17: 1-32.
- DeFond, M. L., and M. Hung. 2003. An empirical analysis of analysts' cash flow forecasts. **Journal of Accounting and Economics** 35(1): 73-100.

- DeFond, M. L., and M. Hung. 2007. Investor protection and analysts' cash flow forecasts around the world. **Review of Accounting Studies** 12(2): 377-419.
- Dreman, D. N., and M. A. Berry. 1995. Analyst forecasting errors and their implications for security analysis. **Financial Analysts Journal** 51(3): 30-41.
- Dunn, K., and S. Nathan. 2005. Analyst industry diversification and earnings forecast accuracy. **Journal of Investing** 14(2): 7-14.
- Eames, M. J., and S. M. Glover. 2003. Earnings predictability and the direction of analysts' earnings forecast errors. **The Accounting Review** 78(3): 707-724.
- Easterwood, J. C., and S. R. Nutt. 1999. Inefficiency in analysts' earnings forecasts: Systematic misreaction or systematic optimism? **Journal of Finance** 54(5): 1777-1797.
- Elgers, P., M. Lo, and R. Jr. Pfeiffer. 2003. Analysts' vs. investors' weightings of accruals in forecasting annual earnings. **Journal of Accounting and Public Policy** 22: 255-280.
- Elliot, J. A., D. R. Philbrick, and C. I. Wiedman. 1995. Evidence from archival data on the relation between security analysts' forecast errors and prior forecast revisions. **Contemporary Accounting Research** 11(2): 919-938.
- Ertimur, Y., Livnat, J., and M. Martikainen. 2003. Differential market reactions to revenue and earnings surprises. **Review of Accounting Studies** 8: 185-211.
- Fortin, R., and S. Michelson. 2006. The earnings forecast accuracy of financial analysts who are CFA charterholders. **Journal of Investing** 15(3): 19-24.
- Foster, G. 1977. Quarterly accounting data: Time-series properties and predicative-ability results. **The Accounting Review** 52(1): 1-21.
- Frankel, R., and Lee, C. 1998. Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. **Journal of Accounting and Economics** 25: 283-320.
- Frankel, R., M. Johnson, and D. J. Skinner. 1999. An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium. **Journal of Accounting Research** 37(1): 133-150.
- Fried, D., and D. Givoly. 1982. Financial analysts' forecasts of earnings. **Journal of Accounting and Economics** 4(2): 85-107.
- Ghosh, D., and S. M. Whitecotton. 1997. Some determinants of analysts' forecast accuracy. **Behavioral Research in Accounting** 9: 50-68.

- Gillies, A. T. 2004. Beat the consensus. **Forbes**, Forbes Inc. 174: 95-98.
- Givoly, D., C. Hayn, and R. Lehavy. 2009. The Quality of Analysts' Cash Flow Forecasts. **The Accounting Review** 84 (6): 1877-1911.
- Gleason, C., and C. Lee. 2003. Analyst forecast revisions and market price discovery. **The Accounting Review** 78: 193-225.
- Govindarajan, V. 1980. The objectives of financial statements: An empirical study of the use of cash flow and earnings by security analysts. **Accounting, Organizations and Society** 5(4): 383-392.
- Graham, J. 1999. Herding among investment newsletters: Theory and evidence. **Journal of Finance** 54: 237-268
- Graham, J., C. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics** 40: 3-73.
- Griffin, P. A. 1977. The time-series behavior of quarterly earnings: Preliminary evidence. **Journal of Accounting Research** 15(1): 71-83.
- Guttman, I. 2010. The Timing of Analysts' Earnings Forecasts. **The Accounting Review** 85(2): 513-545.
- Hayes, R. M. 1998. The impact of trading commission incentives on analysts' stock coverage decisions and earnings forecasts. **Journal of Accounting Research** 36(2): 299-320.
- Herrmann, D., and W. B. Thomas. 2005. Rounding of analyst forecasts. **The Accounting Review** 80(3): 805-823.
- Hodgkinson, L. 2001. Analysts' forecasts and the broker relationship. **Journal of Business Finance and Accounting** 28(7/8): 943-961.
- Hong, H., J. D. Kubik, and A. Solomon. 2000. Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts. **The RAND Journal of Economics** 31(1): 121-144.
- Hong, H., and J. D. Kubik. 2003. Analyzing the analysts: Career concerns and biased earnings forecasts. **Journal of Finance** 58(1): 313-351.
- Hope, O.-K. 2003a. Accounting policy disclosures and analysts' forecasts. **Contemporary Accounting Research** 20(2): 295-321.
- Hope, O.-K. 2003b. Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: An international study. **Journal of Accounting Research** 41(2): 235-272.

- Hope, O.-K. 2004. Variations in the financial reporting environment and earnings forecasting. **Journal of International Financial Management and Accounting** 15(1): 21-43.
- Hunton, J. E., and R. A. McEwen. 1997. An assessment of the relation between analysts' earnings forecast accuracy, motivational incentives and cognitive information search strategy. **The Accounting Review** 72(4): 497-515.
- Hussain, S. 1996. Over-reaction by security market analysts: The impact of broker status and firm size. **Journal of Business Finance and Accounting** 23(9/10): 1223-1244.
- Hussain, S. 1997. The impact of segment definition on the accuracy of analysts' earnings forecasts. **Accounting and Business Research** 27(2): 145-156.
- Hussain, S. 1998. Lead indicator models and UK analysts' earnings forecasts. **Accounting and Business Research** 28(4): 271-280.
- Hussain, S. 2000. Simultaneous determination of UK analyst following and institutional ownership. **Accounting and Business Research** 30(2): 111-124.
- Hussain, S. 2002. UK brokers' characteristics: Does size matter? **Accounting and Business Research** 32(3): 153-170.
- Irani, A. J., and I. Karamanou. 2003. Regulation fair disclosure, analyst following, and analyst forecast dispersion. **Accounting Horizons** 17(1): 15-29.
- Irvine, P. J. A. 2001. Do analysts generate trade for their firms? Evidence from the Toronto stock exchange. **Journal of Accounting and Economics** 30(2): 209-226.
- Irvine, P. J. 2004. Analysts' forecasts and brokerage-firm trading. **The Accounting Review** 79(1): 125-149.
- Jacob, J., T. Z. Lys, and M. A. Neale. 1999. Expertise in forecasting performance of security analysts. **Journal of Accounting and Economics** 28(1): 51-82.
- Jackson, A. 2005. Trade generation, reputation and sell-side analysts. **Journal of Finance** 60: 673-717.
- Kim, K., and D. A. Schroeder. 1990. Analysts' use of managerial bonus incentives in forecasting earnings. **Journal of Accounting and Economics** 13(1): 3-23.
- Kothari, S. P. 2001. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics** 31(1-3): 105-231.
- Lang, M. H., and R. J. Lundholm. 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. **The Accounting Review** 71(4): 467-492.

- Lang M.H., K. Lins, and D. P. Miller. 2004. Concentrated Control, Analyst Following, and Valuation: Do Analysts Matter Most When Investors Are Protected Least? **Journal of Accounting Research** 42(3): 589-623.
- Libby, R., and H.-T. Tan. 1999. Analysts' reactions to warnings of negative earnings surprises. **Journal of Accounting Research** 37(2): 415-435.
- Lin, H., and McNichols, M. 1998. Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations. **Journal of Accounting and Economics** 25: 101-127.
- Lopez, T. J., and L. Rees. 2002. The effect of beating and missing analysts' forecasts in the information content of unexpected earnings. **Journal of Accounting, Auditing and Finance** 17(2): 155-184.
- Lorek, K. S., C. L. McDonald, and D. H. Patz. 1976. A comparative examination of management forecasts and box-jenkins forecasts of earnings. **The Accounting Review** 51(2): 321-330.
- Lorek, K. S. 1979. Predicting annual net earnings with quarterly earnings time-series models. **Journal of Accounting Research** 17(1): 190-204.
- Lys, T., and S. Sohn. 1990. The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and security-price changes. **Journal of Accounting and Economics** 13(4): 341-363.
- Matsumoto, D. A. 2002. Management's incentives to avoid negative earnings surprises. **The Accounting Review** 77(3): 483-514.
- Matsunaga, S., and C. Park. 2001. The effect of missing a quarterly earnings benchmark on the CEO's annual bonus. **The Accounting Review** 76: 313-332.
- McEwen, R. A., and J. E. Hunton. 1999. Is analyst forecast accuracy associated with accounting information use? **Accounting Horizons** 13(1): 1-16.
- Mear, R., and M.Firth. 1987. Cue usage and self-insight of financial analysts. **The Accounting Review** 62(1): 176-182.
- Mensah, Y. M., X. Song, and S. S. M. Ho. 2004. The effect of conservatism on analysts' annual earnings forecast accuracy and dispersion. **Journal of Accounting, Auditing and Finance** 19(2): 159-183.
- Mest, D., and E. Plummer. 1999. Transitory and persistent earnings components as reflected in analysts' short-term and long-term earnings forecasts: evidence from a nonlinear model. **International Journal of Forecasting** 15: 291-308.

- Mikhail, M. B., B. R. Walther, and R. H. Willis. 1997. Do security analysts improve their performance with experience? **Journal of Accounting Research** 35(3): 131-157.
- Mikhail, M. B., B. R. Walther, and R. H. Willis. 1999. Does forecast accuracy matter to security analysts? **The Accounting Review** 74(2): 185-200.
- Mikhail, M. B., B. R. Walther, and R. H. Willis. 2003. The effect of experience on security analyst underreaction. **Journal of Accounting and Economics** 35(1): 101-116.
- Nowland, J., and A. Simon. 2010. The Effect of a Change in Analyst Composition on Analyst Forecast Accuracy: Evidence from U.S. Cross-Listings. **Journal of International Accounting Research** 9 (1): 23-38.
- O'Brien, P. C. 1988. Analysts' forecasts as earnings expectations. **Journal of Accounting and Economics** 10(1): 53-83.
- O'Brien, P. C. 1990a. Forecast accuracy of individual analysts in nine industries. **Journal of Accounting Research** 28(2): 286-304.
- O'Brien, P. C., and R. Bhushan. 1990b. Analyst following and institutional ownership. **Journal of Accounting Research** 28(3): 55-82.
- Pae, J., S. Wang, and C.-Y. Yoo. 2006. Do analysts who issue cash flow forecasts predict more accurate earnings. **Working Paper**. Queen's University.
- Patz, D. H. 1989. UK analysts' earnings forecasts. **Accounting and Business Research** 19(75): 267-275.
- Payne, J. L., and S. W. G. Robb. 2000. Earnings management: The effect of ex ante earnings expectations. **Journal of Accounting, Auditing and Finance** 15(4): 371-392.
- Payne, J. L., and W. B. Thomas. 2003. The implications of using stock-split adjusted I/B/E/S data in empirical research. **The Accounting Review** 78(4): 1049-1067.
- Peek, E. 2005. The influence of accounting changes on financial analysts' forecast accuracy and forecasting superiority: Evidence from the Netherlands. **European Accounting Review** 14(2): 261-295.
- Penman, S. H. 2009. **Financial statement analysis and security valuation** (4th ed). New York: McGraw Hill.
- Philbrick, D. R., and W. E. Ricks. 1991. Using Value Line and IBES analyst forecasts in accounting research. **Journal of Accounting Research** 29(2): 397-417.

- Ramnath, S. 2002. Investor and analyst reactions to earnings announcements of related firms: An empirical analysis. **Journal of Accounting Research** 40(5): 1351-1376.
- Ramnath, S., S. Rock, and P. Shane. 2005. Value Line and I/B/E/S earnings forecasts. **International Journal of Forecasting** 21(1): 185-198.
- Ramnath, S., S. Rock, and P. Shane. 2008. The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research. **International Journal of Forecasting** 24: 34-75.
- Rogers, R., and J. Grant. 1997. Content analysis of information cited in reports of sell-side financial analysts. **Journal of Financial Statement Analysis** 3: 17-30.
- Roulstone, D. T. 2003. Analyst following and market liquidity. **Contemporary Accounting Research** 20(3): 551-578.
- Schipper, K. 1991. Commentary on analysts' forecasts. **Accounting Horizons** 5(4): 105-121.
- Sinha, P., L. D. Brown, and S. Das. 1997. A re-examination of financial analysts' differential earnings forecast accuracy. **Contemporary Accounting Research** 14(1): 1-42.
- Stickel, S. E. 1995. The anatomy of the performance of buy and sell recommendations. **Financial Analysts Journal** 51(5): 25-39.
- Trueman, B. 1994. Analyst forecast and herding behavior. **Review of Financial Studies** 7: 97-124.
- Walther, B. 1997. Investor sophistication and market earnings expectations. **Journal of Accounting Research** 35: 157-179.
- Welch, I. 2000. Herding among security analysts. **Journal of Financial Economics** 58: 369-386.
- Womack, K. 1996. Do brokerage analysts' recommendations have investment value? **Journal of Finance** 51: 137-167.
- Zhang, X. 2006. Information uncertainty and analyst forecast behavior. **Contemporary Accounting Research** 23: 565-590.