

อิทธิพลของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ศศิวรรณ กำจรกิจไพศาล*
ยอดยิ่ง ธนทวี**

บทคัดย่อ

การศึกษาวิจัยครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาคำแนะนำของนักวิเคราะห์สำหรับหลักทรัพย์ในดัชนี SET100 จากบทวิเคราะห์ที่เผยแพร่โดย 19 บริษัทหลักทรัพย์ ในช่วงเดือนสิงหาคมถึงเดือนตุลาคม พ.ศ. 2557 จำนวนทั้งหมด 1,448 บทวิเคราะห์ ผลการศึกษาพบว่า คำแนะนำของนักวิเคราะห์ให้ซื้อ/ซื้อเพื่อลงทุน ทำให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนคำแนะนำให้ ขาย/ถือ/เต็มมูลค่า และคำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ ทำให้ราคาหุ้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ยังพบว่า การตอบสนองของราคาหุ้นต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์ที่ต่างกัน ไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: การตอบสนองของราคาหุ้น คำแนะนำของนักวิเคราะห์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

* นิสิตในหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิตสำหรับผู้บริหาร วิทยาลัยพาณิชยศาสตร์ มหาวิทยาลัยบูรพา

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์สาขาวิชาการเงิน วิทยาลัยพาณิชยศาสตร์ มหาวิทยาลัยบูรพา

Effects of Analysts' Recommendations on Stock Prices in the Stock Exchange of Thailand

*Sasiwan Kumjonkitpaisan**

*Yordying Thanatawee***

Abstract

This paper aims to examine stock price reactions to analysts' recommendations in the Stock Exchange of Thailand (SET). The sample consists of 1,448 recommendations as disclosed in analysts' reports from 19 brokerage firms for the stocks listed in the SET100 index from August to October 2014. The results show that stock price increases significantly following analysts' recommendations to buy or long-term buy. However, analysts' recommendations to trading buy or buy on weakness, to hold or fully valued, and to sell or reduce have negative and significant impact on stock prices. In addition, the evidence indicates that there is no significant difference in stock price reactions to recommendations by analysts from different brokerage firms.

Keywords: Stock Price Reaction, Analysts' Recommendations, Stock Exchange of Thailand

* Student in Master of Business Administration for Executives Program, Graduate School of Commerce, Burapha University.

** Assistant Professor of Finance, Graduate School of Commerce, Burapha University.

บทนำ

นักลงทุนรายย่อยถือเป็นกลุ่มนักลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งสัดส่วนการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยของนักลงทุนรายย่อยในช่วงปี พ.ศ. 2552-2557 สูงถึง 57.24% เทียบกับนักลงทุนต่างประเทศ 21.97% บัญชีของบริษัทหลักทรัพย์ 12.48% และนักลงทุนสถาบัน 8.32% (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า นักลงทุนรายย่อยมีบทบาทอย่างมากในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีส่วนทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีความผันผวนมากขึ้นจากการเก็งกำไรของนักลงทุนรายย่อย เนื่องจากนักลงทุนรายย่อยมักไม่มีความรู้ ความชำนาญในการวิเคราะห์มูลค่าที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ จึงมักอ่อนไหวต่อข้อมูลข่าวสารต่างๆ ในตลาด อย่างไรก็ตาม ผู้ที่มีบทบาทสำคัญในตลาดหลักทรัพย์ที่ช่วยให้ข้อมูลแก่นักลงทุนและช่วยลดความแตกต่างของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างบริษัทจดทะเบียนและนักลงทุน ก็คือนักวิเคราะห์ โดยนักวิเคราะห์จะทำการแนะนำการลงทุนผ่านเครื่องมือที่สำคัญก็คือ บทวิเคราะห์หลักทรัพย์ ซึ่งช่วยให้นักลงทุนมีข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนมากขึ้น ส่งผลให้มีการลงทุนอย่างเป็นระบบและอยู่บนพื้นฐานของมูลค่ายุติธรรมของกิจการมากยิ่งขึ้น ซึ่งจากการศึกษาของ Lonkani Khantavit และ Chunchachinda (2010) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า นักลงทุนอาศัยคำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ในการตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์

นอกจากนั้น ผลการศึกษาของ Moshirian Ng และ Wu (2009) Braham และ Galanti (2013) และ Jamil Aurakzai และ Subayyal (2014) ยังชี้ให้เห็นว่า หากนักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์ จะสามารถทำให้นักลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติ ดังนั้น คำแนะนำของนักวิเคราะห์จึงมีความสำคัญค่อนข้างมากต่อนักลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยซึ่งมีข้อมูลน้อยกว่านักลงทุนกลุ่มอื่น แม้ว่างานวิจัยในอดีตจะแสดงว่าคำแนะนำของนักวิเคราะห์มีคุณค่าต่อนักลงทุน แต่การศึกษาคุณค่าของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ต่อนักลงทุนในประเทศไทยยังมีน้อยมาก ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นต่อคำแนะนำการลงทุนของนักวิเคราะห์ ซึ่งผลที่ได้จะทำให้มีหลักฐานเชิงประจักษ์เพิ่มเติมว่า นักลงทุนในประเทศไทยใช้คำแนะนำของนักวิเคราะห์ในการตัดสินใจลงทุนหรือไม่ และถ้านักลงทุนทำการซื้อหรือขายหุ้นตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์ จะได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติมากน้อยเพียงใด

ทบทวนวรรณกรรม

ในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ข้อมูลข่าวสารนับเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญและมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน ซึ่งตามทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) กล่าวว่า มีความแตกต่างของข้อมูลระหว่างนักลงทุนกับข้อมูลภายในบริษัท โดยนักลงทุนไม่มีสิทธิพิเศษในการเข้าถึงข้อมูลของบริษัท จึงทำให้ไม่มีข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุน แม้ว่าการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารและการรายงานทางการเงินของบริษัท อาจช่วยแก้ไขปัญหาค่าความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลได้บ้างก็ตาม (Leuz, 2010) ดังนั้นนักวิเคราะห์หลักทรัพย์จึงทำหน้าที่เป็นตัวกลางที่สำคัญในการแจ้งข้อมูลข่าวสารและผลประกอบการของบริษัท รวมถึงการให้คำแนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์ผ่านทางบทวิเคราะห์ เพื่อให้ให้นักลงทุนมีข้อมูลในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุนมากขึ้น นอกจากนี้ ผู้บริหารของบริษัทอาจจะส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัทให้กับนักลงทุนผ่านทางบทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ซึ่งอาจนำไปสู่การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหลักทรัพย์ (เริงรัก จำปาเงิน, 2543) ทั้งนี้ หากบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี มีแนวโน้มที่จะทำกำไรได้สูงขึ้นในอนาคต นักวิเคราะห์หลักทรัพย์จะออกบทวิเคราะห์แนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อลงทุน เพื่อส่งสัญญาณที่ดีให้นักลงทุน ส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น ในทางตรงกันข้าม หากบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ลดลงและมีโอกาสที่จะขาดทุนสูง นักวิเคราะห์หลักทรัพย์จะออกบทวิเคราะห์แนะนำให้ ขาย/ลดการถือ เพื่อส่งสัญญาณที่ไม่ดีให้นักลงทุน ส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง (สุขใจ วิรุฬมาศ, 2554)

งานวิจัยในอดีตแสดงให้เห็นว่า คำแนะนำของนักวิเคราะห์ทำให้ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ เช่น Mikhail Walther และ Willis (2004) พบว่า การปรับเพิ่มคำแนะนำของนักวิเคราะห์ (เช่น จากถือเป็นซื้อ) มีผลทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และการปรับลดคำแนะนำของนักวิเคราะห์ (เช่น จากซื้อเป็นถือ) มีผลทำให้ราคาหุ้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยคำแนะนำของนักวิเคราะห์ที่มีความแม่นยำสูงในอดีตจะมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นมากกว่าคำแนะนำของนักวิเคราะห์ที่มีความแม่นยำน้อยกว่า กล่าวคือ นักลงทุนจะซื้อหรือขายหุ้นตามความสามารถของนักวิเคราะห์ในอดีต Moshirian และคณะ (2009) ทำการศึกษาอิทธิพลของบทวิเคราะห์ต่อราคาหุ้นในตลาดที่เกิดขึ้นใหม่ 11 ประเทศ ในช่วงปี ค.ศ. 1996-2005 พบว่า คำแนะนำของนักวิเคราะห์มีผลให้ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญในวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ โดยคำแนะนำให้ซื้อจะมีผลเชิงบวกต่อราคาหุ้น 4-6 สัปดาห์หลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ และ Lonkani และคณะ (2010) ทำการศึกษาถึงคุณค่าของคำแนะนำในการลงทุนของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเดือนพฤศจิกายน ค.ศ. 1993 ถึงเดือนธันวาคม ค.ศ. 2002 พบว่า คำแนะนำของนักวิเคราะห์ที่ให้นักลงทุนซื้อหลักทรัพย์มีผลกระทบต่อราคาหุ้นมากที่สุดเมื่อเทียบกับคำแนะนำอื่น โดยเป็นคำแนะนำที่ทำให้ นักลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเชิงบวก นอกจากนี้ Braham และ Galanti (2013)

ได้ศึกษาถึงผลกระทบของคำแนะนำของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ดูนิส ในช่วงปี ค.ศ. 2005-2009 พบว่า คำแนะนำให้ซื้อ ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงบวก ในช่วงหลังวันที่เผยแพร่บทวิเคราะห์ 5 วันทำการมากที่สุด ในขณะที่คำแนะนำให้ขาย ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงลบในช่วงหลังวันที่เผยแพร่บทวิเคราะห์ 3 วันทำการมากที่สุด ส่วนคำแนะนำให้ถือ มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติไม่มากนัก ในขณะที่ Farooq และ Ali (2014) ได้ศึกษาอิทธิพลของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ต่อราคาหุ้นในตะวันออกกลาง และแอฟริกาเหนือ ในช่วงปี ค.ศ. 1999-2010 พบว่า คำแนะนำให้ซื้อของนักวิเคราะห์ที่มีผลเชิงบวกต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงหลังวันที่เผยแพร่บทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ 7 วันทำการ 14 วันทำการ และ 28 วันทำการ ในขณะที่คำแนะนำให้ขาย มีผลเชิงลบต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงหลังวันที่เผยแพร่บทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ 7 วันทำการ

นอกจากนั้น ก็มีงานวิจัยที่ศึกษาถึงปัจจัยต่างๆ ที่อธิบายการตอบสนองของราคาหุ้นต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์ เช่น Frankel Kothari และ Weber (2006) พบว่า คำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์ที่มีกำไรสูงจะมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นมากกว่าคำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์ที่มีกำไรต่ำและต้นทุนในการประมวลผลข้อมูลสูง และ Frankel และคณะ (2006) ยังพบว่า ข้อมูลจากบทวิเคราะห์จะมีส่วนช่วยเสริมข้อมูลจากรายงานทางการเงิน ในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน

สำหรับการศึกษาอิทธิพลของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ต่อราคาหุ้นในประเทศไทยนั้น พลฤกษ์ หิรัญศรี และรวี ลงกาณี (2547) ได้ศึกษาบทวิเคราะห์ในช่วงปี พ.ศ. 2539-2546 พบว่า คำแนะนำของนักวิเคราะห์ที่แนะนำให้ซื้อหลักทรัพย์ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญมากที่สุดในช่วง 3 วันทำการ ในขณะที่ คำแนะนำของนักวิเคราะห์ให้ขายหลักทรัพย์ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเชิงลบแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับคำแนะนำให้ถือทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเชิงบวกแต่น้อยมาก ในขณะที่ ทศนีย์ ก่อกุลดิถก วราพร ตีรสิทธิ์ สุวิมล วัชรวรารท และปิยภัสร ธาระวินิช (2550) ได้ศึกษาข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2550-2551 พบว่า การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์ ทำให้นักลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยเท่ากับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งไม่ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ

เนื่องจากผลการศึกษาอิทธิพลของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ต่อราคาหุ้น โดยเฉพาะในประเทศไทย ยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน หลักฐานเชิงประจักษ์ที่ได้จากงานวิจัยนี้จะช่วยให้เกิดความชัดเจนยิ่งขึ้นในเรื่องดังกล่าว ซึ่งจะเป็นการเพิ่มพูนความรู้ในสาขาวิชาการเงินและเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการใช้บทวิเคราะห์ประกอบการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่อไป สำหรับงานวิจัยนี้ แม้ว่าจะมีความคล้ายคลึงกับงานวิจัยในอดีตที่ทำการศึกษาคือการตอบสนองของราคาหุ้นต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์ ด้วยวิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) เช่น Lonkani และคณะ (2010) อย่างไร

กิติ งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลจากเว็บไซต์ www.settrade.com ในปี ค.ศ. 2014 ซึ่งมีการเปิดเผยคำแนะนำของนักวิเคราะห์ต่อสาธารณชนทั่วไป นักลงทุนจึงสามารถเข้าถึงบทวิเคราะห์ได้ง่าย ในขณะที่ Lonkani และคณะ (2010) ทำการเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล Institutional Brokers' Estimate System (I/B/E/S) ในช่วงปี ค.ศ. 1993-2002 ซึ่งการเปิดเผยบทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ยังคงค่อนข้างจำกัด และการเข้าถึงบทวิเคราะห์อาจทำได้เฉพาะนักลงทุนบางกลุ่ม เช่น นักลงทุนสถาบันหรือนักลงทุนต่างชาติ เท่านั้น ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงใช้ข้อมูลในช่วงเวลาที่มีการเปิดเผยข้อมูลที่ตีความผ่านแหล่งข้อมูลที่มีการเข้าถึงโดยนักลงทุนได้ง่ายกว่ามาทำการวิเคราะห์ ซึ่งบทบาทของบทวิเคราะห์ต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนน่าจะสูงขึ้นกว่าในอดีตที่การเปิดเผยข้อมูลยังไม่ดีเท่าในปัจจุบัน

ในงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยจัดกลุ่มคำแนะนำการลงทุนของนักวิเคราะห์เป็น 4 ประเภท คือ คำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อลงทุน คำแนะนำให้ซื้อเก็งกำไร/ซื้อเมื่ออ่อนตัว คำแนะนำให้ถือ/เติมมูลค่า และคำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ และตั้งสมมติฐานเกี่ยวกับอิทธิพลของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ต่อราคาหุ้นดังนี้

- สมมติฐานที่ 1 คำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อลงทุน มีผลเชิงบวกต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ
- สมมติฐานที่ 2 คำแนะนำให้ซื้อเก็งกำไร/ซื้อเมื่ออ่อนตัว มีผลเชิงบวกต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ
- สมมติฐานที่ 3 คำแนะนำให้ถือ/เติมมูลค่า ไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น
- สมมติฐานที่ 4 คำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ มีผลเชิงลบต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

วิธีการวิจัย

ผู้วิจัยทำการเก็บข้อมูลคำแนะนำการลงทุน จากบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีการเผยแพร่ผ่านทางเว็บไซต์ www.settrade.com ในหมวด IAA Consensus ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET100 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเป็นบทวิเคราะห์การลงทุนในหุ้นสามัญ ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์รายบริษัท ในช่วงเดือนสิงหาคมถึงเดือนตุลาคม พ.ศ. 2557 รวมถึงศึกษาข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART ได้ข้อมูลทั้งหมด 1,448 คำแนะนำ จากนั้น นำคำแนะนำของนักวิเคราะห์ทั้งหมดมาจัดกลุ่มเป็น 4 ประเภท คือ คำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อลงทุน คำแนะนำให้ซื้อเก็งกำไร/ซื้อเมื่ออ่อนตัว คำแนะนำให้ถือ/เติมมูลค่า และคำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ

ในการศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์ ใช้วิธีศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) วัดอัตราผลตอบแทนใน 5 ช่วง คือ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ (Abnormal Return: AR) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) ในช่วงตั้งแต่วันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่จนถึง 3 วันทำการหลังวันที่บทวิเคราะห์ถูก

เผยแพร่ CAR (0, +3) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงตั้งแต่วันที่บิหวเคราะห์ถูกเผยแพร่จนถึง 5 วันทำการหลังวันที่บิหวเคราะห์ถูกเผยแพร่ CAR (0, +5) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงตั้งแต่วันที่บิหวเคราะห์ถูกเผยแพร่จนถึง 7 วันทำการหลังวันที่บิหวเคราะห์ถูกเผยแพร่ CAR (0, +7) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงตั้งแต่วันที่บิหวเคราะห์ถูกเผยแพร่จนถึง 30 วันทำการหลังวันที่บิหวเคราะห์ถูกเผยแพร่ CAR (0, +30)

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) ของแต่ละหลักทรัพย์ ซึ่งเกิดจากส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ คำนวณได้ดังนี้

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

โดยที่ $AR_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t
 $R_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t
 $E(R_{i,t})$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

ในการประมาณการ $E(R_{i,t})$ ใช้วิธี Market Model ของ Brown และ Warner (1980) ซึ่งสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}$$

โดยที่ $E(R_{i,t})$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t
 $\hat{\alpha}_i$ และ $\hat{\beta}_i$ คือ ค่าพารามิเตอร์ของ Market Model
 $R_{m,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด ในวันที่ t

ในการคำนวณค่าพารามิเตอร์ของ $\hat{\alpha}_i$ และ $\hat{\beta}_i$ ได้จากการใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์และดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการวิเคราะห์สมการถดถอยในช่วงก่อนวันที่เผยแพร่บิหวเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ 100 วันทำการ (วันที่ -100 ถึง -1) เพื่อคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ตามการศึกษาของ Isa Ghani และ Lee (2011)

สำหรับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ สามารถคำนวณได้โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ เพื่อคำนวณการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในแต่ละวัน ตามสมการ

$$R_{i,t} = \frac{(p_{i,t+1} - p_{i,t})}{(p_{i,t})}$$

โดยที่ $R_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t
 $p_{i,t+1}$ คือ ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ i ในวันที่ $t+1$
 $p_{i,t}$ คือ ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

สำหรับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้น สามารถคำนวณได้โดยใช้ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ตามสมการ

$$R_{m,t} = \frac{(SET_{i,t+1} - SET_{i,t})}{(SET_{i,t})}$$

โดยที่ $R_{m,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์รายวัน ในวันที่ t
 $SET_{i,t+1}$ คือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในวันที่ $t+1$
 $SET_{i,t}$ คือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในวันที่ t

ทั้งนี้ช่วงเวลาในการวัดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ สามารถวัดได้ 2 ลักษณะดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (Abnormal Return: AR) ของแต่ละหลักทรัพย์

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t}$$

โดยที่ n คือ จำนวนของหลักทรัพย์ ในวันที่ t

2. อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ (Cumulative Abnormal Return: CAR)

$$CAR_i = \sum_{t=p}^q AR_t$$

โดยที่ CAR_i คือ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ i ในวันที่ p ถึงวันที่ q
 AR_t คือ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ i ในช่วงเวลา t

ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 แสดงข้อมูลคำแนะนำของนักวิเคราะห์สำหรับหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในดัชนี SET100 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่เผยแพร่ผ่านทางเว็บไซต์ www.settrade.com ในช่วงเดือนสิงหาคม ถึง เดือนตุลาคม พ.ศ. 2557 จำนวนทั้งหมด 1,448 คำแนะนำ จาก 19 บริษัทหลักทรัพย์ จำแนกประเภทคำแนะนำเป็น 4 กลุ่ม แยกตามรายบริษัทหลักทรัพย์

ตารางที่ 1 ประเภทของคำแนะนำของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์แยกตามรายบริษัทหลักทรัพย์

บริษัทหลักทรัพย์	ชื่อย่อ	ประเภทคำแนะนำ				รวม
		ซื้อ/ ซื้อเพื่อ ลงทุน	ซื้อเก็งกำไร/ ซื้อเมื่อ อ่อนตัว	ถือ/ เต็ม มูลค่า	ขาย/ ลด การถือ	
เออีซี จำกัด (มหาชน)	AEC	18	4	6	2	30
ไอรา จำกัด (มหาชน)	AIRA	10	5	1	7	23
แอปเพิล เวิร์ล จำกัด (มหาชน)	APPLE	6	0	2	2	10
เอเชีย พลัส จำกัด	ASP	80	0	32	13	125
บัวหลวง จำกัด (มหาชน)	BLS	76	3	20	12	111
คันทรี่กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	CGS	34	29	6	11	80
ซีไอเอ็มบี (ประเทศไทย) จำกัด	CIMBS	37	0	21	18	76
ดีบีเอส วิกเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด	DBSV	74	0	21	2	97
ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)	FSS	36	0	16	8	60
เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	KGI	24	0	5	1	30
เคเคเทรด จำกัด	KKTRADE	34	24	4	14	76
กลสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	KS	54	0	34	23	111
เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	MBKET	64	33	0	7	104
ฟิลลิป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	PST	34	52	24	12	122
ไทยพาณิชย์ จำกัด	SCBS	71	0	23	9	103
ธนชาต จำกัด (มหาชน)	TNS	34	0	7	5	46
ทรินิตี้ จำกัด	TRINITY	39	0	9	3	51
ทิสโก้ จำกัด	TSC	85	0	58	4	147
ยูโอบีเคย์เฮียน จำกัด (มหาชน)	UOBKHST	30	0	12	4	46
	รวม	840	150	301	157	1,448

จากตารางที่ 1 แสดงให้เห็นว่าในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา มีคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อลงทุนมากที่สุด จำนวน 840 บทวิเคราะห์ คิดเป็นร้อยละ 58.01 ของกลุ่มตัวอย่าง รองลงมาเป็นคำแนะนำให้ถือ/เต็มมูลค่า จำนวน 301 บทวิเคราะห์ คิดเป็นร้อยละ 20.79 ของกลุ่มตัวอย่าง สำหรับคำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ และคำแนะนำให้ซื้อเก็งกำไร/ซื้อเมื่ออ่อนตัว มีจำนวนใกล้เคียงกันคือ 157 บทวิเคราะห์ คิดเป็นร้อยละ 10.84 ของกลุ่มตัวอย่าง และ 150 บทวิเคราะห์ คิดเป็นร้อยละ 10.36 ของกลุ่มตัวอย่าง ตามลำดับ และบริษัทหลักทรัพย์ที่มีจำนวนบทวิเคราะห์มากที่สุด คือ บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด จำนวน 147 บทวิเคราะห์ คิดเป็นร้อยละ 10.15 ของกลุ่มตัวอย่าง ในขณะที่บริษัทหลักทรัพย์ที่มีจำนวนบทวิเคราะห์น้อยที่สุด บริษัทหลักทรัพย์ แอปเพิล เวิร์ล จำกัด (มหาชน) จำนวน 10 บทวิเคราะห์ คิดเป็นร้อยละ 0.69 ของกลุ่มตัวอย่าง

ตารางที่ 2 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ของราคาหุ้นต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์

	Min.	Max.	Mean	S.D.	t
คำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อลงทุน (n = 840)					
AR	-4.795	7.829	0.204**	1.652	3.409
CAR (0, +3)	-13.601	12.182	0.418**	3.089	3.917
CAR (0, +5)	-11.974	13.783	0.479**	3.553	3.919
CAR (0, +7)	-14.740	14.194	0.546**	4.028	3.913
CAR (0, +30)	-22.068	66.913	0.324	7.598	1.231
คำแนะนำให้ซื้อเก็งกำไร/ซื้อเมื่ออ่อนตัว (n = 150)					
AR	-4.807	7.218	-0.068	1.503	-0.570
CAR (0, +3)	-9.363	9.321	-0.118	3.802	-0.477
CAR (0, +5)	-11.974	10.121	-0.605*	4.215	-2.031
CAR (0, +7)	-11.845	16.706	-0.996**	3.986	-3.032
CAR (0, +30)	-25.867	23.477	-3.167**	8.359	-4.553
คำแนะนำให้ถือ/เต็มมูลค่า (n = 301)					
AR	-4.875	5.353	-0.381**	1.295	-4.334
CAR (0, +3)	-9.168	9.094	-0.306**	2.393	-2.808
CAR (0, +5)	-10.927	16.656	-0.586**	2.918	-2.805
CAR (0, +7)	-12.345	16.706	-0.800**	3.230	-3.573
CAR (0, +30)	-22.404	20.563	-1.002*	6.620	-2.229
คำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ (n = 157)					
AR	-9.403	8.368	-0.630**	1.521	-4.135
CAR (0, +3)	-14.022	10.969	-0.840**	3.048	-2.879
CAR (0, +5)	-11.187	12.390	-0.648*	3.361	-2.061
CAR (0, +7)	-12.345	12.036	-1.011**	3.463	-3.093
CAR (0, +30)	-25.283	22.446	-2.631**	5.650	-4.344

*, ** แสดงค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 2 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันทีบทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ของราคาหุ้นต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ซึ่งจากผลการวิเคราะห์พบว่า คำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อลงทุน มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกทั้ง 5 ช่วง โดย AR CAR (0, +3) CAR (0, +5) และ CAR (0, +7) มีค่าเฉลี่ย 0.204% 0.418% 0.479% และ 0.546% ตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และ CAR (0, +30) มีค่าเฉลี่ย 0.324% แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับคำแนะนำให้ซื้อเก็งกำไร/ซื้อเมื่ออ่อนตัว มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบทั้ง 5 ช่วง โดย AR และ CAR (0, +3) มีค่าเฉลี่ย -0.068% และ -0.118% ตามลำดับ อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และ CAR (0, +5) CAR (0, +7) และ CAR (0, +30) มีค่าเฉลี่ย -0.605% -0.996% และ -3.167% ตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับคำแนะนำให้ถือ/เต็มมูลค่า มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบทั้ง 5 ช่วง โดย AR CAR (0, +3) CAR (0, +5) CAR (0, +7) และ CAR (0, +30) มีค่าเฉลี่ย -0.381% -0.306% -0.586% -0.800% และ -1.002% ตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับคำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบทั้ง 5 ช่วง โดย AR CAR (0, +3) CAR (0, +5) CAR (0, +7) และ CAR (0, +30) มีค่าเฉลี่ย -0.630% -0.840% -0.648% -1.011% และ -2.631% ตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 3 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ต่อคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อลงทุน จำแนกตามรายบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งจากผลการวิเคราะห์พบว่า โดยเฉลี่ยมีบทวิเคราะห์ประมาณ 44 บทวิเคราะห์จากแต่ละบริษัทหลักทรัพย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ TSC มีบทวิเคราะห์มากที่สุด 85 บทวิเคราะห์และ บริษัทหลักทรัพย์ APPLE มีบทวิเคราะห์น้อยที่สุด 6 บทวิเคราะห์ ซึ่งคำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์ทั้ง 19 ราย มีค่า AR CAR (0, +3) CAR (0, +5) CAR (0, +7) และ CAR (0, +30) โดยเฉลี่ย 0.204% 0.418% 0.479% 0.546% และ 0.324% ตามลำดับ และจากค่าสถิติ F แสดงว่าไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยที่เกิดจากคำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์ที่ต่างกัน

เมื่อพิจารณาค่า AR ของแต่ละบริษัทหลักทรัพย์ พบว่า คำแนะนำโดย AEC ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -0.532% และคำแนะนำโดย MBKET ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 0.709% สำหรับค่า CAR (0, +3) พบว่า คำแนะนำโดย DBSV ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -0.501% และคำแนะนำโดย AIRA ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 2.269% สำหรับค่า CAR (0, +5) พบว่า คำแนะนำโดย FSS ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -0.716% และคำแนะนำโดย AIRA ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 2.136% สำหรับค่า CAR (0, +7) พบว่า คำแนะนำโดย FSS ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -0.897% และคำแนะนำโดย AIRA ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 2.663% และ สำหรับค่า CAR (0, +30) พบว่า คำแนะนำโดย PST ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -1.693% และคำแนะนำโดย KKTRADE ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 4.115% ซึ่งในภาพรวมจะเห็นว่า คำแนะนำของ AIRA มีผลเชิงบวกต่อราคาหุ้นค่อนข้างสูงกว่าคำแนะนำของบริษัทหลักทรัพย์อื่น สอดคล้องกับสมมติฐานที่ 1 มากที่สุด

ตารางที่ 4 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ต่อคำแนะนำให้ซื้อ/ถือ/ขาย/ถือเมื่ออ่อนตัว จำแนกตามรายบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งจากผลการวิเคราะห์ พบว่า โดยเฉลี่ยมีบววิเคราะห์ประมาณ 21 บววิเคราะห์จากแต่ละบริษัทหลักทรัพย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ PST มีบววิเคราะห์มากที่สุด 52 บววิเคราะห์ และ บริษัทหลักทรัพย์ BLS มีจำนวนบววิเคราะห์น้อยที่สุด 3 บววิเคราะห์ ซึ่งคำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์ ทั้ง 7 ราย มีค่า AR CAR (0, +3) CAR (0, +5) CAR (0, +7) และ CAR (0, +30) เป็นลบโดยเฉลี่ย -0.068% -0.118% -0.605% -0.996% และ -3.167% ตามลำดับ และจากค่าสถิติ F แสดงว่าไม่มี ความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยที่เกิดจากคำแนะนำของนักวิเคราะห์ จากบริษัทหลักทรัพย์ที่ต่างกัน

ตารางที่ 3 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) เฉลี่ยต่อคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อลงทุน จำแนกตามรายบริษัทหลักทรัพย์

บริษัทหลักทรัพย์ (n = 19)	จำนวนบทวิเคราะห์ (n = 840)	AR	CAR (0,+3)	CAR (0,+5)	CAR (0,+7)	CAR (0,+30)
AEC	18	-0.532	1.282	0.160	0.383	0.017
AIRA	10	0.666	2.269	2.136	2.663	3.542
APPLE	6	0.290	0.034	1.654	2.007	0.351
ASP	80	0.489	0.642	0.597	0.820	2.083
BLS	76	0.196	0.287	0.240	0.181	-0.833
CGS	34	0.424	-0.421	0.028	0.103	0.275
CIMBS	37	0.155	-0.048	0.067	-0.179	-0.561
DBSV	74	-0.162	-0.501	-0.481	-0.089	-0.730
FSS	36	-0.267	0.081	-0.716	-0.897	-0.668
KGI	24	0.262	0.721	0.995	1.562	-0.998
KKTRADE	34	0.364	0.751	0.886	1.424	4.115
KS	54	0.348	-0.160	-0.063	-0.474	0.059
MBKET	64	0.709	0.960	0.792	0.468	-0.425
PST	34	-0.050	0.118	-0.488	0.294	-1.693
SCBS	71	0.358	0.070	-0.014	0.094	0.471
TNS	34	0.187	0.227	2.106	2.276	0.627
TRINITY	39	0.295	0.527	-0.071	-0.424	0.244
TSC	85	0.007	0.509	0.715	0.403	0.456
UOBKHST	30	0.140	0.592	0.565	-0.233	-0.171
ค่าเฉลี่ย	44.21	0.204	0.418	0.479	0.546	0.324
F-statistic		1.187	1.171	1.549	1.542	1.261

ค่าสถิติ F แสดงค่านัยสำคัญของความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยที่เกิดจากคำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์ที่ต่างกัน **, * แสดงค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

เมื่อพิจารณาค่า AR ของแต่ละบริษัทหลักทรัพย์พบว่า คำแนะนำโดย AIRA ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -0.353% และคำแนะนำโดย BLS ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 0.314% สำหรับค่า CAR (0, +3) พบว่า คำแนะนำโดย KKTRADE ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -0.876% และคำแนะนำโดย BLS ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 1.820% สำหรับค่า CAR (0, +5) พบว่า คำแนะนำโดย BLS ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -1.376% และคำแนะนำโดย CGS ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 0.359% สำหรับค่า CAR (0, +7) พบว่า คำแนะนำโดย BLS ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -4.051% และคำแนะนำโดย CGS ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 0.787% และ สำหรับค่า CAR (0, +30) พบว่า คำแนะนำโดย BLS ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -11.263% และคำแนะนำโดย PST ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 0.275% ดังนั้น ในภาพรวมจะเห็นว่า คำแนะนำของ CGS มีผลเชิงบวกต่อราคาหุ้นทั้ง 5 ช่วงระยะเวลาของการวัดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ สอดคล้องกับสมมติฐานที่ 2 มากที่สุด

ตารางที่ 4 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) เฉลี่ยต่อคำแนะนำให้ซื้อ/ถือ/ขาย/ซื้อเมื่ออ่อนตัว จำแนกตามรายบริษัทหลักทรัพย์

บริษัทหลักทรัพย์ (n = 7)	จำนวนบทวิเคราะห์ (n = 150)	AR	CAR (0,+3)	CAR (0,+5)	CAR (0,+7)	CAR (0,+30)
AEC	4	0.080	-0.429	-1.311	-0.908	-1.387
AIRA	5	-0.353	-0.732	-0.111	0.050	-7.261
BLS	3	0.314	1.820	-1.376	-4.051	-11.263
CGS	29	0.311	0.439	0.359	0.787	0.191
KKTRADE	24	-0.216	-0.876	-1.321	-1.217	-0.742
MBKET	33	-0.332	-0.619	-0.388	-1.522	-1.982
PST	52	-0.280	-0.426	-0.085	-0.113	0.275
ค่าเฉลี่ย	21.43	-0.068	-0.118	-0.605	-0.996	-3.167
F-statistic		0.719	0.759	0.590	1.497	1.576

ค่าสถิติ F แสดงค่านัยสำคัญของความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยที่เกิดจากคำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์ที่ต่างกัน **, * แสดงค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 5 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ต่อคำแนะนำให้ถือ/เต็มมูลค่า จำแนกตามรายบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งจากผลการวิเคราะห์ พบว่า โดยเฉลี่ยมีบทวิเคราะห์ประมาณ 17 บทวิเคราะห์จากแต่ละบริษัทหลักทรัพย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ TSC มีบทวิเคราะห์มากที่สุด 58 บทวิเคราะห์ และ บริษัทหลักทรัพย์ AIRA มีจำนวนบทวิเคราะห์น้อยที่สุด 1 บทวิเคราะห์ ซึ่งคำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์ทั้ง 18 ราย มีค่า AR CAR (0, +3) CAR (0, +5) CAR (0, +7) และ CAR (0, +30) เป็นลบโดยเฉลี่ย -0.381% -0.306% -0.585% -0.800% และ -1.002% ตามลำดับ และจากค่าสถิติ F แสดงว่าไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยที่เกิดจากคำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์ที่ต่างกัน

เมื่อพิจารณาค่า AR ของแต่ละบริษัทหลักทรัพย์ พบว่า คำแนะนำโดย AIRA ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -1.748% และคำแนะนำโดย TNS ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 0.251% สำหรับค่า CAR (0, +3) พบว่า คำแนะนำโดย TRINITY ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -2.001% และคำแนะนำโดย KGI ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 0.710% สำหรับค่า CAR (0, +5) พบว่า คำแนะนำโดย AEC ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -2.430% และคำแนะนำโดย TSC ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 0.187% สำหรับค่า CAR (0, +7) พบว่า คำแนะนำโดย KKTRADE ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -3.572% และคำแนะนำโดย FSS ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 1.601% และ สำหรับค่า CAR (0, +30) พบว่า คำแนะนำโดย TRINITY ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -7.494% และคำแนะนำโดย APPLE ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 3.851% โดยภาพรวม อิทธิพลของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ต่อราคาหุ้นที่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ 3 มากที่สุด คือ คำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์ BLS CIMBS KGI และ TNS ซึ่งมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมใกล้เคียงศูนย์มากที่สุดทั้ง 5 ช่วงเวลาของการวัด

ตารางที่ 5 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) เฉลี่ยต่อคำแนะนำให้ถือ/เต็มมูลค่า จำแนกตามรายบริษัทหลักทรัพย์

บริษัทหลักทรัพย์ (n = 18)	จำนวนบทวิเคราะห์ (n = 301)	AR	CAR (0,+3)	CAR (0,+5)	CAR (0,+7)	CAR (0,+30)
AEC	6	-0.765	-1.567	-2.430	-2.040	-4.964
AIRA	1	-1.748	-0.698	-1.259	-2.312	1.174
APPLE	2	-0.535	-0.414	-0.209	-0.122	3.851
ASP	32	-0.826	-1.071	-1.065	-1.370	-3.035
BLS	20	-0.622	-0.331	0.130	-0.080	0.573
CGS	6	-0.103	-0.585	-0.500	-0.539	1.857
CIMBS	21	0.203	-0.045	-0.638	-0.882	-0.122
DBSV	21	-0.137	0.069	0.599	1.203	1.322
FSS	16	0.176	0.568	0.681	1.601	0.278
KGI	5	-0.361	0.710	0.393	-0.078	-0.119
KKTRADE	4	-0.156	-0.159	-2.112	-3.572	-1.585
KS	34	-0.552	-0.220	-0.677	-0.855	-0.804
PST	24	-0.177	-0.041	-0.526	-1.077	-3.674
SCBS	23	-0.157	-0.514	0.078	-0.262	-2.034
TNS	7	0.251	0.847	0.016	0.211	-0.266
TRINITY	9	-1.042	-2.001	-2.256	-2.641	-7.494
TSC	58	-0.273	0.453	0.187	-0.516	-1.847
UOBKHST	12	-0.041	-0.516	-0.953	-1.067	-1.149
ค่าเฉลี่ย	16.72	-0.381	-0.306	-0.586	-0.800	-1.002
F-statistic		0.881	0.798	0.723	1.096	1.077

ค่าสถิติ F แสดงค่านัยสำคัญของความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยที่เกิดจากคำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์ที่ต่างกัน **, * แสดงค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 6 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ต่อคำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ จำแนกตามรายบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งจากผลการวิเคราะห์พบว่า โดยเฉลี่ยมีบทวิเคราะห์ประมาณ 8 บทวิเคราะห์จากแต่ละบริษัทหลักทรัพย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ KSMACQ มีบทวิเคราะห์มากที่สุด 23 บทวิเคราะห์ และ บริษัทหลักทรัพย์ KGI มีจำนวนบทวิเคราะห์น้อยที่สุด 1 บทวิเคราะห์ ซึ่งคำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์

ทั้ง 19 ราย มีค่า AR CAR (0, +3) CAR (0, +5) CAR (0, +7) และ CAR (0, +30) โดยเฉลี่ย -0.630% -0.840% -0.648% -1.011% และ -2.631% ตามลำดับ และจากค่าสถิติ F แสดงว่าไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยที่เกิดจากคำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์ที่ต่างกัน

ตารางที่ 6 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) เฉลี่ยต่อคำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ จำแนกตามรายบริษัทหลักทรัพย์

บริษัทหลักทรัพย์ (n = 19)	จำนวนบทวิเคราะห์ (n = 157)	AR	CAR (0,+3)	CAR (0,+5)	CAR (0,+7)	CAR (0,+30)
AEC	2	-1.727	-3.882	-3.881	-4.347	-9.312
AIRA	7	-0.323	-1.596	-0.693	-1.074	-1.107
APPLE	2	-0.074	-0.903	-0.943	-2.034	-3.279
ASP	13	-0.778	-1.443	-0.583	-1.725	-0.110
BLS	12	-0.524	-1.881	-2.422	-2.002	-5.026
CGS	11	-0.464	-0.748	-0.208	-0.383	0.104
CIMBS	18	-0.463	-1.187	-0.928	-1.273	-4.050
DBSV	2	-1.223	-1.634	-2.075	-2.471	-10.911
FSS	8	-0.949	-1.368	-2.204	-2.322	-5.300
KGI	1	0.929	8.843	9.848	9.953	16.938
KKTRADE	14	0.489	0.588	0.027	-0.267	1.258
KSMACQ	23	-0.605	-1.128	-0.939	-1.332	-3.132
MBKET	7	-0.999	-1.965	-1.122	-0.444	1.196
PST	12	-0.568	-1.778	-1.028	-0.935	-5.404
SCBS	9	0.012	0.116	-0.170	-0.563	-0.711
TNS	5	-1.807	-1.560	-2.966	-2.889	-9.501
TRINITY	3	-1.879	-1.632	-0.139	-1.180	-5.274
TSC	4	-0.222	-1.043	-0.246	-1.748	-3.050
UOBKHST	4	-0.804	-1.765	-1.643	-2.182	-3.328
ค่าเฉลี่ย	8.26	-0.630	-0.840	-0.648	-1.011	-2.631
F-statistic		0.614	0.793	0.799	0.696	1.735

ค่าสถิติ F แสดงค่านัยสำคัญของความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยที่เกิดจากคำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์ที่ต่างกัน *,** แสดงค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

เมื่อพิจารณาค่า AR ของแต่ละบริษัทหลักทรัพย์พบว่า คำแนะนำโดย TRINITY ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -1.879% และคำแนะนำโดย KGI ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 0.929% สำหรับค่า CAR (0, +3) พบว่า คำแนะนำโดย AEC ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -3.882% และคำแนะนำโดย KGI ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 8.843% สำหรับค่า CAR (0, +5) พบว่า คำแนะนำโดย AEC ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -3.881% และคำแนะนำโดย KGI ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 9.848% สำหรับค่า CAR (0, +7) พบว่า คำแนะนำโดย AEC ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -4.347% และคำแนะนำโดย KGI ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 9.953% และ สำหรับค่า CAR (0, +30) พบว่า คำแนะนำโดย DBSV ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด -10.911% และคำแนะนำโดย KGI ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด 16.938% ในภาพรวมจะเห็นว่า คำแนะนำของ AEC มีผลเชิงลบต่อราคาหุ้นค่อนข้างสูงกว่าคำแนะนำของบริษัทหลักทรัพย์อื่น สอดคล้องกับสมมติฐานที่ 4 มากที่สุด

อภิปรายผล

จากผลการวิจัยพบว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมักทำตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อลงทุน ซึ่งมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 1 โดยเมื่อบทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อลงทุน ถูกเผยแพร่ นักลงทุนจะซื้อหุ้นตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ จะเห็นได้จากการที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในวันที่เผยแพร่บทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญในช่วงหลังการเผยแพร่บทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ 3 วันทำการ 5 วันทำการ และ 7 วันทำการ ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นนี้จะคงอยู่ในช่วงระยะเวลาหนึ่งภายหลังจากการเผยแพร่บทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ แต่ในช่วงหลังการเผยแพร่ บทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ 30 วันทำการ พบว่า นักลงทุนไม่ได้รับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญจากการลงทุนในช่วงเวลาดังกล่าว ทั้งนี้อาจเนื่องจากราคาหุ้นได้สะท้อนถึงข้อมูลหรือข่าวสารต่างๆ ไปแล้วในช่วงเวลาก่อนหน้านี้ จึงทำให้ราคาหุ้นปรับตัวกลับเข้าสู่ระดับราคาปกติภายหลัง ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาของ Desai Liang และ Singh (2000) พฤษหัส หิรัญศรี และรวี ลงกานี (2547) Moshirian และคณะ (2009) Lonkani และคณะ (2010) Braham และ Galanti (2013) และ Farooq และ Ali (2014)

สำหรับบทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเมื่ออ่อนตัวพบว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมักไม่ทำตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเมื่ออ่อนตัว เนื่องจากไม่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเชิงบวกจากการลงทุนเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในทางกลับกันพบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบอย่างมี

นัยสำคัญในช่วงหลังการเผยแพร่บทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ 5 วันทำการ 7 วันทำการ และ 30 วันทำการ ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 2 ทุกรูปแบบ ผลการศึกษาสอดคล้องกับการศึกษาของทัศนีย์ ก่อกุลดิถก วราพร ตริสิทธิ สุวิมล วัชรวรารท และปิยภัสร ธาระวินิช (2550) ซึ่งอธิบายว่า บทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีคำแนะนำให้ซื้อ/ถือ/เพิ่มมูลค่า/ซื้อเมื่ออ่อนตัว เป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกอย่างอ่อนๆ ทำให้นักลงทุนเกิดความลังเล ไม่เข้าซื้อหุ้นในทันทีแต่จะหาจังหวะเข้าลงทุนเมื่อราคาหุ้นปรับตัวลดลงเท่านั้น ซึ่งนักลงทุนที่ถือหุ้นอยู่แล้วก็อาจเกิดความกังวลต่อเหตุการณ์ต่างๆ ในอนาคตที่อาจส่งผลทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง จึงขายหุ้นที่ถืออยู่ ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยเป็นลบ

สำหรับบทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีคำแนะนำให้ถือ/เพิ่มมูลค่า พบว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมักไม่ทำตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ เนื่องจากมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 3 ที่นักลงทุนควรถือหลักทรัพย์นั้นไว้ จึงไม่ควรเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้อธิบายได้ว่า คำแนะนำให้ถือ/เพิ่มมูลค่า เป็นสัญญาณที่เป็นกลาง สะท้อนให้เห็นถึงแนวโน้มการทำการใดๆที่อาจเพิ่มขึ้นหรือลดลงของบริษัทในอนาคตซึ่งยังไม่มี ความแน่นอน ทำให้นักลงทุนอาจกังวลถึงความเสี่ยงและทำการขายหุ้นที่ถืออยู่ ส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับผลการศึกษาของ พลุ่หัส ธีรฤทธิ และรวี ลงานี่ (2547) และ Braham และ Galanti (2013)

สำหรับบทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีคำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ พบว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมักทำตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มี คำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ ซึ่งมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 4 โดยบทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มี คำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ เป็นการส่งสัญญาณเชิงลบ สะท้อนให้เห็นว่าราคาหุ้นของบริษัทอยู่ใน ภาวะที่สูงกว่าราคาตามปัจจัยพื้นฐาน เมื่อนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรับรู้ถึง ความเสี่ยงเหล่านี้ จึงทำการขายหุ้นตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ โดยนักลงทุนจะขายหลักทรัพย์ อย่างรวดเร็วตั้งแต่วันที่เผยแพร่บทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีคำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ และในช่วงหลังการเผยแพร่บทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ 3 วันทำการ 5 วัน ทำการ 7 วันทำการ และ 30 วันทำการ โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเชิงลบที่เกิดขึ้นมีค่าสูงขึ้น ตามช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Asquith Michael และ Andrea (2005) และ Braham และ Galanti (2013)

จากการวิเคราะห์การตอบสนองของราคาหุ้นต่อคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อลงทุน คำแนะนำให้ซื้อเก็งกำไร/ซื้อเมื่ออ่อนตัว คำแนะนำให้ถือ/เต็มมูลค่า และคำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ ของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์แต่ละบริษัท พบว่าไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามคำอธิบายของ Kanne และ Kreutzmann (2008) และ Moshirian และคณะ (2009) ที่กล่าวว่า คำแนะนำของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์สะท้อนถึงการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์เกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะสั้นว่าเป็นไปในทิศทางใด และบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่มักมีนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ติดตามและให้ความสนใจมาก ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่ามีการสนับสนุนหรือให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่คล้ายคลึงกัน จึงทำให้การตอบสนองของราคาหุ้นต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์จากบริษัทหลักทรัพย์แต่ละบริษัทไม่แตกต่างกันมากนัก

อย่างไรก็ดี พบว่า บริษัทหลักทรัพย์ที่มีความสามารถในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ให้นักลงทุนได้รับผลประโยชน์จากบทวิเคราะห์ที่มีคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อลงทุนได้มากที่สุด ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ ไอรา จำกัด (มหาชน) (AIRA) สำหรับบทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีคำแนะนำให้ซื้อเก็งกำไร/ซื้อเมื่ออ่อนตัว คือ บริษัทหลักทรัพย์ คันทรีกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (CGS) สำหรับบทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีคำแนะนำให้ถือ/เต็มมูลค่า คือ บริษัทหลักทรัพย์ บัวหลวง จำกัด (มหาชน) (BLS) บริษัทหลักทรัพย์ ซีไอเอ็มบี (ประเทศไทย) จำกัด (CIMBS) บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (KGI) และ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) สำหรับบทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีคำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ คือ บริษัทหลักทรัพย์ เออีซี จำกัด (มหาชน) (AEC) ซึ่งบริษัทหลักทรัพย์เหล่านี้ถือเป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่มีความแม่นยำในการให้คำแนะนำแก่นักลงทุนค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับบริษัทหลักทรัพย์อื่นในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

สรุปผลการวิจัย

การศึกษาวิจัยครั้งนี้ศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในดัชนี SET100 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเดือนสิงหาคมถึงเดือนตุลาคม พ.ศ. 2557 จำนวน 1,448 คำแนะนำ ซึ่งผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า คำแนะนำของนักวิเคราะห์ที่มีคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อลงทุน มีผลต่อการตอบสนองของราคาหุ้นในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทั้งในวันที่เผยแพร่บทวิเคราะห์ และช่วงหลังการเผยแพร่บทวิเคราะห์ สำหรับคำแนะนำให้ซื้อเก็งกำไร/ซื้อเมื่ออ่อนตัว มีผลต่อการตอบสนองของราคาหุ้นในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญในช่วงเวลา 5 วัน 7 วัน และ 30 วัน หลังจากบทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ สำหรับคำแนะนำให้ถือ/เต็มมูลค่า และ คำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ มีผลต่อการตอบสนองของราคาหุ้นในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทั้งในวันที่เผยแพร่บทวิเคราะห์ และหลังการเผยแพร่บทวิเคราะห์

โดยภาพรวมอาจกล่าวได้ว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมักทำตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อลงทุน และคำแนะนำให้ขาย/ลดการถือ ซึ่งเป็นการส่งสัญญาณที่ค่อนข้างชัดเจนจากนักวิเคราะห์ว่าราคาหุ้นราคาถูกหรือแพงเมื่อเทียบกับราคาตามปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งถือว่าการให้ข้อมูลที่ดีแก่นักลงทุนโดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อย นอกจากนั้น ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า การตอบสนองของราคาหุ้นต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์จากบริษัทหลักทรัพย์แต่ละบริษัทไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจาก คำแนะนำของนักวิเคราะห์ที่ทำการศึกษาเป็นการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ที่มีนักวิเคราะห์ติดตามผลการดำเนินงานและออกบทวิเคราะห์อยู่เสมอ จึงค่อนข้างให้คำแนะนำไปในทิศทางเดียวกัน

เนื่องจาก งานวิจัยนี้ศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์สำหรับหุ้นในดัชนี SET100 เท่านั้น ดังนั้นในการศึกษาในครั้งต่อไปจึงควรศึกษาให้ครอบคลุมคำแนะนำสำหรับหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ไม่อยู่ในดัชนี SET100 หรือ บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ (MAI) ซึ่งเป็นบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก นอกจากนั้น อาจจะทำการศึกษาถึงอิทธิพลของการเปลี่ยนแปลงคำแนะนำของนักวิเคราะห์ต่อราคาหุ้น และศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับปัจจัยที่อาจมีผลกระทบต่อตอบสนองของราคาหุ้นต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์ เช่น ความแตกต่างระหว่างราคาตลาดของหุ้นกับราคาเป้าหมาย มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของหุ้น ส่วนแบ่งตลาดของบริษัทหลักทรัพย์ที่ออกบทวิเคราะห์ การเติบโตของกำไรสุทธิต่อหุ้น และ ความผันผวนของราคาหุ้น รวมทั้งสภาพคล่องของหุ้น เป็นต้น

เอกสารอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2557). *สรุปมูลค่าการซื้อขายตามกลุ่มนักลงทุน*. วันที่ค้นข้อมูล 31 สิงหาคม 2557, เข้าถึงได้จาก <http://marketdata.set.or.th/mkt/investortype.do?languageinvestortype.do?language=th&country=TH>
- ทัศนีย์ ก่อกุลดิลก, วราพร ตีรสิทธิ์, สุวิมล วัชรวรารท และปิยภัทร ธาธรวินิช. (2550). คำแนะนำการลงทุนและบทวิเคราะห์หลักทรัพย์สร้างมูลค่าให้แก่ นักลงทุนจริงหรือ. *วารสารวิชาการคณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี*, 6(1), 65-76.
- พลุทัต หิรัญศรี และรวี ลงกานี. (2547). การศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยอาศัยข้อมูลคำแนะนำการลงทุนของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์. *วารสารมหาวิทยาลัยพายัพ*, 17(1), 145-175.
- เริงรัก จำปาเงิน. (2543). *การจัดการการเงิน*. กรุงเทพฯ: บัณฑิต.

สุขใจ วิรุฬหมาส. (2554). *การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, วิชาการเงิน, บัณฑิตวิทยาลัย, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.

References

- Asquith, P., Michael B. M., & Andrea, S. A. (2005). Information content of equity analyst reports. *Journal of Financial Economics*, 75, 245-282.
- Braham, Z. B., & Galanti, S. (2013). *Recommendation value on an emerging market: The impact of financial analysts recommendations on stock price and trading volume in Tunisia*. Doctoral dissertation, Orleans Economic Laboratorys, University of Orleans.
- Brown, S., & Warner, J. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8, 205-258.
- Desai, H., Liang B., & Singh, K. A. (2000). Do all-stars shine? Evaluation of analyst recommendations. *Financial Analysts Journal*, 56(3), 20-29.
- Farooq, O., & Ali, L. I. (2014). Value of analyst recommendations: Evidence from the MENA region. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 7(3), 258-276.
- Frankel, R., Kothari, S. P., & Weber, J. (2006). Determinants of the informativeness of analyst research. *Journal of Accounting and Economics*, 41(1), 29-54.
- Gorkuldilok, T., Tirasit, W., Vacharawatorn, S., & Tharavinich, P. (2007). Do investment recommendations and analyst reports create value for investors? *RMUTT Global Business and Economics Review*, 6(1), 65-76. (In Thai).
- Hirunsri, P., & Lonkani, R. (2004). A study of efficiency of the Stock Exchange of Thailand using analyst recommendations. *Payap University Journal*, 17(1), 145-175. (In Thai).
- Isa, M., Ghani, Z., & Lee, S. P. (2011). Market reaction to actual share repurchase in Malaysia. *Asian Journal of Business and Accounting*, 4(2), 27-46.
- Jamil, H. B., Aurakzai, A. G., & Subayyal, M. (2014). Can analysts really forecast? Evidence from the Karachi stock exchange. *The Lahore Journal of Economics*, 19(1), 91-109.

- Jampangoen, R. (2000). *Fundamentals of Financial Management*. Bangkok: Booknet. (In Thai).
- Kanne, S., & Kreutzmann, D. (2008). *Recommendations and the performance of target price changes*. In Colloquium on Financial Markets. Retrieved November 15, 2014, from <http://www.cfr-cologne.de/download/kolloquium/2009/kanne-kreutzmann.pdf>
- Leuz, C. (2010). Different approaches to corporate reporting regulation: How jurisdictions differ and why. *Accounting and Business Research*, 40(3), 229-256.
- Lonkani, R., Khantavit, A., & Chunchinda, P. (2010). The value of analyst recommendations in the Thai stock market. *International Research Journal of Finance and Economics*, 36, 96-119.
- Mikhail, M. B., Walther, B. R., & Willis, R. H. (2004). Do security analysts exhibit persistent differences in stock picking ability?. *Journal of Financial Economics*, 74(1), 67-91.
- Moshirian, F., Ng, D., & Wu, E. (2009). The value of stock analysts' recommendations: Evidence from emerging markets. *International Review of Financial Analysis*, 18, 74-83.
- Stock Exchange of Thailand (2014). *Summary of trading value classified by investor groups*. Accessed on 31 August 2014, Available at <http://marketdata.set.or.th/mkt/investortype.do?languageinvestortype.do?language=th&country=TH> (In Thai).
- Wirunmas, S. (2011). *Stock price reactions to dividend announcements of listed companies in the Stock Exchange of Thailand*. M.B.A. Thesis, Finance, Graduate School, University of the Thai Chamber of Commerce. (In Thai).