



FINANCIAL ANALYST'S CHARACTERISTICS TO BOLD FORECAST
AND THEIR FORECAST ACCURACY: EVIDENCE FROM STOCK
EXCHANGE THAILAND (SET50)

โดย

นางสาวรติพร ตั้งศรีพงษ์กุล

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

FINANCIAL ANALYST'S CHARACTERISTICS TO BOLD FORECAST
AND THEIR FORECAST ACCURACY: EVIDENCE FROM STOCK
EXCHANGE THAILAND (SET50)

โดย

นางสาวรติพร ตั้งศรีพงษ์กุล




การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



FINANCIAL ANALYST'S CHARACTERISTICS TO BOLD FORECAST
AND THEIR FORECAST ACCURACY: EVIDENCE FROM STOCK
EXCHANGE THAILAND (SET50)

BY

MISS RATIPORN TANGSRIPONGKUL



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE
FINANCIAL MANAGEMENT
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2015
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวรติพร ตั้งศรีพงษ์กุล

เรื่อง

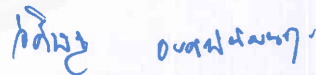
FINANCIAL ANALYST'S CHARACTERISTICS TO BOLD FORECAST
AND THEIR FORECAST ACCURACY: EVIDENCE FROM STOCK
EXCHANGE THAILAND (SET50)

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

30 ส.ย. 2559

เมื่อ วันที่

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(ดร.วิศิษฐ์ องค์กรพัฒน์กุล)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.อาณัติ ลิ้มคเดช)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ

FINANCIAL ANALYST'S CHARACTERISTICS TO
BOLD FORECAST AND THEIR FORECAST
ACCURACY: EVIDENCE FROM STOCK EXCHANGE
THAILAND (SET50)

ชื่อผู้เขียน

นางสาวรติพร ตั้งศรีพงษ์กุล

ชื่อปริญญา

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย

สาขาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

รองศาสตราจารย์ ดร.อาณัติ ลีมีคเดช

ปีการศึกษา

2558

บทคัดย่อ

การศึกษานี้ได้แสดงความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ทางการเงินที่มีต่อการคาดการณ์แบบโหด (Boldness forecast) โดยทำการศึกษาถึงการคาดการณ์หุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระหว่างปีพ.ศ.2551 ถึง 2558 ผ่านสมการรีเกรสชันในการอธิบายคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์แบบโหด ซึ่งเราสามารถจำแนกการคาดการณ์ว่าแบบเป็นการคาดการณ์แบบโหด (Boldness forecast) ก็ต่อเมื่อการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์นั้นมากกว่าหรือน้อยกว่าทั้งการคาดการณ์ครั้งก่อนของตัวเอง และ ค่าเฉลี่ยการคาดการณ์ในไตรมาสนั้นๆ ในส่วนของการคาดการณ์ที่นอกเหนือจากนี้จะจัดอยู่ในประเภทการคาดการณ์แบบแห่ตามกัน (Herding Forecast) และทำการศึกษาต่อถึงความแม่นยำในการคาดการณ์แบบโหด นอกจากนี้งานศึกษาอิสระนี้ยังได้ทำการศึกษาคูณลักษณะของบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์ที่ส่งผลต่อการคาดการณ์แบบโหดด้วยเช่นกัน

ซึ่งที่ผ่านมาพบว่านักวิเคราะห์ที่มีความถี่ในการคาดการณ์สูงมักจะมีแนวโน้มที่จะทำการคาดการณ์แบบโหด ต่างจากนักวิเคราะห์ที่มีการคาดการณ์หลายบริษัทจะมีแนวโน้มหลีกเลี่ยงการคาดการณ์ที่ต่างจากนักวิเคราะห์อื่นๆ และพบว่าบริษัทหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินให้กับบริษัทต่างๆ แนวโน้มที่นักวิเคราะห์ของบริษัทนั้นๆ จะทำการคาดการณ์โหดจากนักวิเคราะห์อื่นๆ

คำสำคัญ: นักวิเคราะห์ทางการเงิน, การคาดการณ์แบบแห่ตามกัน, การคาดการณ์แบบโหด

Independent Study Title	FINANCIAL ANALYST'S CHARACTERISTICS TO BOLD FORECAST AND THEIR FORECAST ACCURACY: EVIDENCE FROM STOCK EXCHANGE THAILAND (SET50)
Author	Miss Ratiporn Tangsripongkul
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Dr.Arnat Leemakdej
Academic Years	2015

ABSTRACT

The study investigates the associates between financial analyst's characteristic and boldness of Stock Exchange of Thailand (SET) during the period of 2008 until 2015. By using regression model to describe the analyst's characteristic who issue boldness forecast. We classify as bold if they are above both the analyst's prior forecast and the average forecast in a quarter, or else below both, and classify all other forecasts as herding. This study also show the accuracy from boldness forecast. Moreover, the independent study also investigate the brokerage's characteristics which lead analyst to boldness forecast.

The empirical result exhibit that the more frequency forecast the more boldness in analyst forecast. However, analysts who have more stock in their portfolio tend to have less boldness forecast. Furthermore, there are some research appear that brokerages which do investment banking for the firm their financial analyst usually issue the boldness forecast.

Keywords: Financial analyst, Herding Forecast, Boldness Forecast

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาครั้งนี้สำเร็จลุล่วงได้ดีเนื่องจาก ข้าพเจ้าได้รับการสนับสนุนและความช่วยเหลือจากผู้มีพระคุณทุกท่าน โดยเฉพาะอาจารย์ที่ปรึกษาในการศึกษาอิสระนี้ รองศาสตราจารย์ ดร.อาณัติ ลี้มัคเดช ท่านได้สละเวลาในการให้คำปรึกษา ให้ข้อเสนอแนะ ติดตามความก้าวหน้าในการดำเนินงาน ซึ่งมีส่วนสำคัญเป็นอย่างมากที่ทำให้การศึกษานี้สำเร็จสมบูรณ์ได้ด้วยดีมาโดยตลอด และข้าพเจ้ากราบขอขอบพระคุณในความกรุณาของคณะกรรมการที่สละเวลาในการให้คำแนะนำเพิ่มเติมเพื่อพิจารณาความถูกต้องและสมบูรณ์ของเนื้อหา

สุดท้ายนี้ข้าพเจ้ายังได้รับการช่วยเหลือและกำลังใจจากคุณพ่อคุณแม่พี่น้องและเพื่อนๆ ตลอดจนบุคคลต่างๆ ที่ให้ความช่วยเหลือ ข้าพเจ้ารู้สึกซาบซึ้งในความกรุณาและความปรารถนาดีของทุกท่านเป็นอย่างยิ่งจึงกราบขอขอบพระคุณและขอบคุณไว้ในโอกาสนี้

นางสาวรติพร ตั้งศรีพงษ์กุล

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	5
1.2.1 เพื่อศึกษาคูณลักษณะของนักวิเคราะห์ (Analyst's Characteristic) ต่อรูปแบบการคาดการณ์แบบโหด (Boldness Forecast)	5
1.2.2 เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการคาดการณ์แบบโหด (Boldness Forecast) กับความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์	6
1.3 ขอบเขตงานวิจัย	6
1.4 ผลที่คาดว่าจะได้รับ	7
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	9
2.1 พฤติกรรมทางการเงิน (Behavioral Finance)	9
2.2 ปัจจัยที่ส่งผลต่อการคาดการณ์แบบโหดและความแม่นยำ ในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์	12
2.2.1 คุณลักษณะของนักวิเคราะห์ (Analyst's Characteristics)	12
2.2.2 คุณลักษณะของบริษัทที่นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์ (Firm's Characteristics)	14

2.2.3 คุณลักษณะของบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์ (Brokerage's Characteristic)	15
2.3 คำนิยาม	16
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	17
3.1 แหล่งที่มาของข้อมูลในการวิจัย	17
3.2 วิธีวิจัยและแบบจำลอง	17
3.3 ปัจจัยและสมมติฐานการวิจัย	20
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	25
4.1 ผลการวิจัยความสัมพันธ์ในการคาดการณ์แบบโหดและ คุณลักษณะในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์เบื้องต้น	25
4.1.1 ผลการศึกษาโดยจำกัดตัวแปรบริษัทที่มีนักวิเคราะห์มากกว่า 4 คนต่อบริษัท	28
4.1.2 ผลการศึกษาโดยจำกัดตัวแปรบริษัทที่มีนักวิเคราะห์มากกว่า 31 4 คนต่อบริษัท และนักวิเคราะห์แต่ละคนทำการคาดการณ์ มากกว่า 4 ครั้งในช่วงเวลาที่ได้ทำการศึกษา	30
4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างความแม่นยำในการคาดการณ์ (Forecast Accuracy) และ การคาดการณ์แบบโหด (Boldness Forecast)	32
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	34
5.1 สรุปผลการศึกษา	34
5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	35
5.3 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย	36
รายการอ้างอิง	37
ประวัติผู้เขียน	39

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 ปัจจัยคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ที่ส่งผลต่อการคาดการณ์แบบโหด	18
4.1 ความสัมพันธ์ในการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) ของนักวิเคราะห์ และ คุณลักษณะของนักวิเคราะห์	27
4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างการคาดการณ์แบบโหดของนักวิเคราะห์ และ คุณลักษณะของนักวิเคราะห์ โดยศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์มากกว่า 4 คน	29
4.3 ความสัมพันธ์ระหว่างการคาดการณ์แบบโหดของนักวิเคราะห์ และ คุณลักษณะของนักวิเคราะห์ โดยศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์มากกว่า 4 คน และนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์มากกว่า 4 ครั้ง	31
4.4 ความสัมพันธ์ระหว่างความแม่นยำในการคาดการณ์ กับขนาดของการคาดการณ์แบบโหด และ คุณลักษณะของนักวิเคราะห์	33

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในตลาดการเงิน นักวิเคราะห์เป็นเสมือนตัวกลางสำคัญที่ทำหน้าที่สื่อข้อมูลในตลาดทุนให้แก่นักลงทุน (Ramnath, 2008) ดังนั้นการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ไม่ว่าจะเป็นการคาดการณ์กำไรของบริษัท การตั้งเป้าราคาหุ้น รวมไปถึงคำแนะนำด้านกลยุทธ์ว่านักลงทุนควรที่จะซื้อหรือขายหุ้นนั้น จะถูกเผยแพร่ในรูปของบทวิเคราะห์ ซึ่งทั้งผู้เชี่ยวชาญทางการเงินหรือนักลงทุนรายย่อยต่างก็นำบทวิเคราะห์เหล่านี้มาเป็นปัจจัยสำคัญในการวิเคราะห์เพื่อกำหนดกลยุทธ์ในการวางแผนการลงทุน มีความเชื่อว่านักวิเคราะห์เป็นผู้มีประสบการณ์มากกว่านักลงทุนทั่วไปในการตีความข้อมูลที่ได้รับมา และช่องทางในการเข้าถึงข้อมูลที่มากกว่า จึงอาจทำให้นักวิเคราะห์สามารถคาดการณ์ได้แม่นยำมากกว่านักลงทุนทั่วไป จากการศึกษางานวิจัยทางการเงินในต่างประเทศพบว่า นักวิเคราะห์ที่คาดการณ์เบี่ยงเบนไปจากการคาดการณ์อย่างมีเหตุผลของนักวิเคราะห์อื่นๆ ส่งผลให้มีความคลาดเคลื่อนจากค่าที่ควรจะเป็นสูง ทำให้มีความแม่นยำที่ค่อนข้างต่ำซึ่งทำให้นักลงทุนได้รับข้อมูลการวิเคราะห์ที่ผิดพลาด (Hirshleifer & Teoh, 2003) นอกจากนี้ยังพบว่าการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์มักมีแนวโน้มที่จะดีเกินความเป็นจริง ซึ่งส่งผลให้การคาดการณ์มีความคลาดเคลื่อนประมาณร้อยละ 20 (Ciccone, 2005)

พฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding behavior) เป็นพฤติกรรมที่พบได้ทั่วไปในกลุ่มนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากนักลงทุนรายย่อยไม่มีความสามารถที่เพียงพอในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้วยตนเองจึงทำให้มีแนวโน้มที่จะลงทุนตามนักลงทุนรายใหญ่หรือผู้นำตลาด เนื่องจากนักลงทุนรายย่อยมีความเชื่อมั่นว่านักลงทุนรายใหญ่อาจจะสามารถเข้าถึงแหล่งข้อมูลได้มากกว่า หรือมีต้นทุนในการเข้าถึงข้อมูลที่ต่ำกว่านักลงทุนอื่นๆ (ธนโชติ บุญวรโชติ, 2556) นอกจากพฤติกรรมแห่ตามกันในกลุ่มผู้ลงทุน ยังพบว่ามีพฤติกรรมแห่ตามกันในการคาดการณ์ (Herding Forecast) ของนักวิเคราะห์เช่นเดียวกัน ซึ่งเป็นพฤติกรรมที่พบมากในตลาดทุนทั่วโลก พฤติกรรมแห่ตามกันในกลุ่มของนักวิเคราะห์อาจเกิดจากการที่นักวิเคราะห์มีความไม่มั่นใจในข้อมูลของตนเองได้รับมา จึงหาทางออกด้วยการเลียนแบบการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์อื่นๆ ที่เชื่อว่ามีข้อมูลที่ดีกว่า การที่นักวิเคราะห์เลียนแบบการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์อื่นๆ เป็นพฤติกรรมที่ส่งผลให้เกิดความเข้าใจผิดในหมู่นักลงทุนรายย่อยทำให้ราคาหลักทรัพย์เบี่ยงเบนไปจากมูลค่าพื้นฐานของหลักทรัพย์นั้นๆ ซึ่งอาจจะนำไปสู่ความด้อยประสิทธิภาพของตลาด จากการศึกษาวิจัยที่ผ่านมา

พบว่าสาเหตุที่ทำให้นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์แบบแห่ตามกัน (1) เนื่องจากนักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์กำไรของบริษัทเดียวกัน ทำให้ได้รับข่าวสารที่คล้ายคลึงกัน ตัวอย่างเช่น เมื่อบริษัทประกาศข่าวดีในช่วงก่อนการคาดการณ์กำไร นักวิเคราะห์ส่วนมากจะทำการปรับการคาดการณ์จากข่าวสารที่ได้รับตามที่บริษัทได้ทำการประกาศ ทำให้การคาดการณ์ของนักวิเคราะห์มีลักษณะที่คล้ายคลึงกัน (2) พฤติกรรมแห่ตามกันในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์นั้นอาจจะไม่เกี่ยวข้องกับข้อมูลที่บริษัทได้ประกาศ (Scharfstein & Stein, 1990; Trueman, 1994) แต่อาจจะเกี่ยวกับรายได้ของนักวิเคราะห์ ซึ่งทำให้นักวิเคราะห์ไม่กล้าที่จะคาดการณ์ต่างจากคนอื่นมากเนื่องจากกลัวผลกระทบต่อเงินเดือน ซึ่งเหตุผลนี้ขึ้นอยู่กับโครงสร้างเงินเดือนของแต่ละบริษัทและความสามารถของตัวนักวิเคราะห์เองโดยงานวิจัยของ Trueman (1994) ได้แสดงให้เห็นว่านักวิเคราะห์ที่มีความสามารถในการคาดการณ์ต่ำมักจะทำการออกบทวิเคราะห์ใกล้กับวันประกาศผลกำไรของบริษัทเพื่อรอให้นักวิเคราะห์ที่มีความสามารถได้ทำการออกบทวิเคราะห์ออกมาก่อน และจะทำการเลียนแบบการคาดการณ์ อย่างไรก็ตามนอกจากพฤติกรรมแห่ตามกันในการคาดการณ์ การคาดการณ์ก็จะมีกลุ่มนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์โดดเด่นจากนักวิเคราะห์คนอื่น ๆ อย่างเห็นได้ชัด ซึ่งการคาดการณ์ที่โดดเด่นนั้นอาจเกิดขึ้นจากปัจจัยหลายอย่าง เช่น จากการที่ได้รับข้อมูลข่าวสารที่ดีกว่าหรือความสามารถในการคาดการณ์ที่แม่นยำกว่า จากการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมาพบว่าการคาดการณ์แบบโดดเด่น (Bold forecasts) จะมีความแม่นยำมากกว่าการคาดการณ์แบบแห่ตามกัน (Herding Forecast) อย่างไรก็ตามความแม่นยำที่มากกว่าของการคาดการณ์แบบโดดเด่นอาจจะขึ้นอยู่กับขนาดของบริษัทที่นักวิเคราะห์ทำงาน (Clement & Senyo, 2005) รวมถึงเกิดจากความสามารถในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ซึ่งความสามารถของนักวิเคราะห์สามารถวัดได้จากการค่าความคาดเคลื่อนในคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ในอดีต และ ชื่อเสียงของนักวิเคราะห์ (Mikhail, 2004) นอกจากนี้การคาดการณ์แบบโดดเด่นอาจจะมี ความแม่นยำมากกว่าการคาดการณ์แบบแห่ตามกันเนื่องจากนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์แบบโดดเด่น (Bold Forecasts) นั้นมีความสามารถในการรวมข้อมูล และช่องทางในการเข้าถึงข้อมูลที่มีความเกี่ยวข้องมากกว่านักวิเคราะห์ที่คาดการณ์แบบแห่ตามกัน อย่างไรก็ตามการคาดการณ์แบบโดดเด่น (Bold Forecast) อาจจะไม่ได้อาจเกิดจากการที่นักวิเคราะห์มีข้อมูลภายในที่ดีกว่า หรือความสามารถในการคาดการณ์ที่ดีกว่าเสมอไป แต่อาจจะเกิดจากความผิดพลาดในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์เอง จึงทำให้ค่าที่ได้มีความแตกต่างจากนักวิเคราะห์คนอื่นมาก (Hua Xin, 2013)

เมื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์และการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์นั้นพบว่าบทวิเคราะห์ที่มีการปรับใหม่ (Forecast Revision) จะได้รับการตอบสนองต่อนักลงทุนมากกว่าบทวิเคราะห์ในตอนแรกของนักวิเคราะห์เอง (Prior Forecast) ซึ่งสามารถตีความได้ว่านักลงทุนนั้นให้ความสำคัญกับบทวิเคราะห์ที่ได้รับการปรับใหม่มากกว่าบท

วิเคราะห์ก่อนหน้า เพราะมีความเชื่อว่านักวิเคราะห์ที่ได้รับข้อมูลที่มีความสำคัญมาจึงทำให้ต้องปรับบทวิเคราะห์ ซึ่งการวัดการคาดการณ์ว่าเป็นการคาดการณ์แบบแห่ตามกัน หรือการคาดการณ์แบบโดด จะวัดจากค่าการคาดการณ์ที่มีการปรับใหม่ของนักวิเคราะห์ (Mouna & Mohamed ,2010)

การแห่ตามกันของนักวิเคราะห์ในการคาดการณ์ (Herding Forecast) อาจจะทำให้เกิดความคาดเคลื่อนจากราคาหลักทรัพย์ที่ควรจะเป็น เนื่องจากมีนักวิเคราะห์บางส่วนที่ไม่ได้ใช้ข้อมูลที่ได้รับมาอย่างเต็มที่ในการวิเคราะห์แต่กลับวิเคราะห์ตามนักวิเคราะห์หมู่่มาก ความไม่ชัดเจนเหล่านี้จึงเป็นที่มาของคำถามในงานวิจัย ซึ่งงานศึกษาชิ้นนี้จะศึกษาถึงคุณลักษณะที่มีผลต่อการคาดการณ์แบบโดด (Bold Forecast) โดยมีคุณลักษณะต่างๆของนักวิเคราะห์เป็นปัจจัยและตรวจสอบทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างการคาดการณ์แบบโดด (Bold Forecast) และความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ เพื่อที่จะช่วยให้นักลงทุนสามารถประเมินข้อมูลที่ได้รับจากนักวิเคราะห์ และ ทำให้การลงทุนเกิดประสิทธิภาพสูงสุด

ในการศึกษาที่เราได้ทำการแบ่งออกเป็นสองส่วน ในส่วนแรกได้ศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อพฤติกรรมการคาดการณ์แบบโดด (Bold forecast) ของนักวิเคราะห์ว่า คุณลักษณะของนักวิเคราะห์แบบใดที่มีความสัมพันธ์กับการคาดการณ์แบบโดด (Bold forecast) อย่างมีนัยสำคัญ โดยสามารถแยกประเภทว่าเป็นคาดการณ์แบบโดดได้ก็ต่อเมื่อการคาดการณ์นั้นมีค่ามากกว่าหรือน้อยกว่าทั้งการคาดการณ์ครั้งก่อนหน้าของตัวนักวิเคราะห์เอง (Prior Analyst Forecast) และค่าเฉลี่ยของการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ในครั้งที่เราสนใจ (Average Forecast) ในส่วนของการวิเคราะห์ที่เหลือทั้งหมดนั้นจะจัดอยู่ในการคาดการณ์แบบแห่ตามกัน (Herding forecast) (Gleason & Lee, 2003)

จากการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมาพบว่าการคาดการณ์แบบโดดนั้นมียปัจจัยที่เกี่ยวข้องคือชื่อเสียงของนักวิเคราะห์ ความกังวลในหน้าที่การงาน รวมถึงความสามารถของนักวิเคราะห์ (Scharfstein & Stein, 1990) นอกจากนี้ยังพบว่าประสบการณ์ทำงานของนักวิเคราะห์มีแนวโน้มที่จะส่งผลต่อการคาดการณ์ โดยนักวิเคราะห์ที่มีประสบการณ์ทำงานยาวนานมักจะมีแนวโน้มที่จะคาดการณ์แบบโดดมากกว่านักวิเคราะห์ที่มีประสบการณ์น้อยซึ่งเป็นหนึ่งคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ที่มีความเชื่อมโยงกับบริษัท (Firm-Analyst Relationship) และเราได้ทำการศึกษาต่อถึงความสัมพันธ์ของการคาดการณ์แบบโดด และคุณลักษณะอื่นๆ คือความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ในอดีต (Past Accuracy) ขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ทำงาน (Brokerage House's Size) ความถี่ในการวิเคราะห์ (Forecast Frequency) และ จำนวนของบริษัทที่นักวิเคราะห์ได้ติดตามและมีการคาดการณ์ (Analyst's Portfolio) รวมถึงได้เพิ่มตัวแปรควบคุมในการวัดความสัมพันธ์ระหว่างการคาดการณ์คุณลักษณะของนักวิเคราะห์เนื่องจากข้อมูลการคาดการณ์

ของนักวิเคราะห์ที่นำมาเปรียบเทียบลักษณะการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์แต่ละคนมีความแตกต่างกันในเรื่องของระยะห่างในแต่ละไตรมาสที่นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์ ทำให้การเก็บข้อมูลอาจจะเกิดความคาดเคลื่อนเราจึงได้ทำการเพิ่มตัวแปรช่วงเวลาที่นักวิเคราะห์ได้ทำการปรับการคาดการณ์เทียบกับนักวิเคราะห์คนก่อนหน้า (Day Elapsed) เพื่อเป็นตัวแปรควบคุม และ รวมถึงช่วงเวลาในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ เนื่องจากนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์ใกล้กับช่วงเวลาประกาศผลกำไรอาจจะทำให้การคาดการณ์มีความใกล้เคียงมากกว่านักวิเคราะห์อื่นๆเนื่องจากในช่วงเวลานั้นบริษัทอาจจะได้ทำการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของบริษัทสู่สาธารณะ เพราะฉะนั้นงานวิจัยในต่างประเทศได้ทำการเพิ่มตัวแปรควบคุมคือ ช่วงเวลาระหว่างการคาดการณ์จนถึงวันที่มีการประกาศกำไรของบริษัท (Forecast Horizon) เพื่อที่จะอธิบายการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) (Trueman, 1994)

นอกจากปัจจัยคุณลักษณะของนักวิเคราะห์คุณลักษณะของบริษัทที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์ (Firm Characteristics) และ คุณลักษณะของบริษัทหลักทรัพย์ (Brokerage's Characteristic) ก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการคาดการณ์แบบโหดของนักวิเคราะห์เช่นกันซึ่งในส่วนของคุณลักษณะของบริษัทที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์และคุณลักษณะของบริษัทหลักทรัพย์นั้นเป็นปัจจัยที่นักวิเคราะห์ไม่สามารถควบคุมได้ซึ่งส่งผลต่อลักษณะของการคาดการณ์กำไร เราจึงได้ทำการเพิ่มตัวแปรทั้งสองกลุ่มนี้มาเป็นตัวแปรควบคุมในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ต่อการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) ซึ่งคุณลักษณะของบริษัทที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ที่อาจจะส่งผลต่อการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์พบว่า (1) ขนาดของบริษัท (Firm Size) และ (2) จำนวนนักวิเคราะห์ที่ทำการติดตามบริษัท (Analyst Covered) ส่งผลต่อลักษณะของการคาดการณ์กำไร (Breton, Galanti, Christophe & Vaubourg, 2013) และ ประสบการณ์ที่นักวิเคราะห์ทำการติดตามคาดการณ์บริษัทนั้นๆ (Analyst's Specific Experience) ซึ่งสามารถวัดได้จากจำนวนครั้งในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ ซึ่งก็เป็นตัวแปรที่สำคัญที่ทำให้นักวิเคราะห์สามารถคาดการณ์ได้อย่างแม่นยำมากขึ้นและนักวิเคราะห์เหล่านี้ยังมีแนวโน้มที่จะวิเคราะห์โหดจากนักวิเคราะห์อื่น นอกจากประสบการณ์ในการวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์ ความสัมพันธ์ของนักวิเคราะห์กับบริษัทก็ยังส่งผลให้นักวิเคราะห์แต่ละคนได้รับข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน การคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ที่มีความใกล้ชิดระหว่างบริษัทจะมีข้อมูลที่มีคุณภาพมากกว่านักวิเคราะห์คนอื่น ซึ่งจะทำการคาดการณ์กำไรมีความถูกต้องแม่นยำมากกว่า (Breton et al, 2013) ทั้งช่วงเวลาที่ได้รับข้อมูล และ ความสำคัญของข้อมูลที่ได้รับ พบว่านักวิเคราะห์ที่ทำงานอยู่ในบริษัทที่ตนได้ทำการคาดการณ์ หรือนักวิเคราะห์ทำงานอยู่ในบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่บริษัทมาใช้บริการ พบว่ามักจะมี ความแม่นยำกว่านักวิเคราะห์คนอื่นที่ไม่ได้มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัทนั้นๆเสมอ

ซึ่งเป็นเพราะสามารถเข้าถึงข้อมูลภายในที่ได้รับจากการทำงานให้กับบริษัทได้มากกว่านักวิเคราะห์คนอื่น หรืออาจจะต้องการเบี่ยงเบนราคาให้ขึ้นไปตามเป้าหมายที่บริษัทตั้งไว้

ในส่วนที่สองเราจะทำการศึกษาถึงความแม่นยำในการคาดการณ์ (Forecast Accuracy) ของการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) โดยงานวิจัยในต่างประเทศได้มีการศึกษาว่าผลตอบแทนจากการคาดการณ์ที่ปรับใหม่ให้เข้าใกล้ค่าเฉลี่ยการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ (Average Forecast) นั้นมีการตอบสนองน้อยกว่าการปรับการคาดการณ์ใหม่ที่โหดจากนักวิเคราะห์อื่นๆ (Gleason et al, 2003) ซึ่งการตอบสนองที่มากกว่าของการปรับการคาดการณ์ใหม่แบบBold สามารถบอกได้ว่าการวิเคราะห์แบบBoldมีความแม่นยำมากกว่าและสามารถตอบสนองต่อผลตอบแทนได้ดีกว่า ซึ่งการคาดการณ์ที่แม่นยำกว่านั้นก็ผลมาจากคุณลักษณะของนักวิเคราะห์เช่นเดียวกัน โดยนักวิเคราะห์ที่มีการคาดการณ์ที่แม่นยำมีแนวโน้มที่จะอยู่ในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (Kubik, 2003) ซึ่งเราคาดว่า การคาดการณ์กำไรแบบโหด (Bold Forecast) จะมีความแม่นยำมากกว่าการคาดการณ์แบบแห่ตามกัน (Herding Forecast)

จากการศึกษาวิจัยของ (Clement ,2005) พบว่า Bold forecast มีแนวโน้มที่จะถูกคาดการณ์จากนักวิเคราะห์ที่ (1) มีความแม่นยำในการคาดการณ์ในอดีต (2) ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (3) มีความถี่ในการคาดการณ์สูง (4) มีประสบการณ์ในการทำงานสูง ในทางตรงกันข้ามนักวิเคราะห์ที่มีการติดตามและคาดการณ์กำไรในหลายบริษัทหรือหลายอุตสาหกรรมมักมีแนวโน้มที่จะไม่คาดการณ์แบบโหด

ทั้งสองคำถามหลักๆดังกล่าวได้เป็นตัวกระตุ้นที่ทำให้เกิดการค้นคว้าศึกษาและหาคำตอบของผลการวิจัยที่เกิดขึ้นในประเทศไทยว่าผลลัพธ์ออกมาสอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศหรือคำทำนายต่างๆที่นักวิจัยในอดีตคาดการณ์ไว้หรือไม่ เพื่อนำคำตอบที่ได้มาปรับใช้กับการพิจารณาบทวิเคราะห์และประเมินคุณภาพของนักวิเคราะห์ ซึ่งถ้าหากนักลงทุนในประเทศไทยสามารถทำความเข้าใจถึงลักษณะในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ได้ ก็จะช่วยให้ความรู้ข้อมูลที่รับมาได้ดีขึ้น และสามารถสร้างกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมได้

1.2 วัตถุประสงค์ของงานการวิจัย

1.2.1 เพื่อศึกษาคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ (Analyst's Characteristic) ต่อรูปแบบการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast)

ซึ่งในการศึกษาจะมีคุณลักษณะของบริษัท (Firm's Characteristic) ที่นักวิเคราะห์นั้นๆได้ทำการคาดการณ์ และจุดเวลาที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์เทียบกับ

นักวิเคราะห์อื่นๆ (Day Elapsed) และช่วงเวลาในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์เทียบกับวันก่อนการประกาศผลกำไร (Forecast Horizon) เป็นตัวแปรควบคุม และยังสามารถนำคุณลักษณะของบริษัทหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ทำงานอยู่ (Brokerage's Characteristics) มาเป็นตัวแปรอธิบายลักษณะของการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) ซึ่งการศึกษานี้ได้แบ่งลักษณะการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ที่ออกมาเป็น 2 รูปแบบคือ การคาดการณ์แบบแห่ตามกัน (Herding forecast) และ การคาดการณ์แบบโหด (Bold forecast) (Gleason et al., 2003) โดยที่เราจะแบ่งการคาดการณ์ว่าเป็นการคาดการณ์แบบโหดก็ต่อเมื่อ ค่าการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์นั้นสูงกว่าหรือต่ำกว่าการคาดการณ์ทั้งการคาดการณ์รอบก่อนของตัวนักวิเคราะห์คนนั้นๆ (Prior Analyst's Forecast) และค่าเฉลี่ยของการคาดการณ์ในรอบที่ทำการศึกษา (Average Forecast) ในส่วนที่เหลือจะจัดอยู่ในประเภทการคาดการณ์แบบแห่ตามกันทั้งหมด (Herding Forecast)

1.2.2 เพื่อศึกษาถึงความความสัมพันธ์ระหว่างการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) กับความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ (Forecast Accuracy) ว่าการคาดการณ์แบบโหดมีความแม่นยำมากน้อยเพียงใด

1.3 ขอบเขตการวิจัย

งานวิจัยนี้ทำการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The stock Exchange of Thailand : SET) โดยผู้วิจัยได้จำกัดขอบเขตของบริษัทโดยทำการศึกษาบริษัทที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 50 อันดับแรก (SET50) ซึ่งวัดจากมูลค่าตลาดของบริษัท (Market Capitalization) ตั้งแต่ปี ค.ศ.2009-2015 เนื่องจากช่วงเวลาดังกล่าวมีการศึกษาพบว่ามีพฤติกรรมแห่ตามกัน(Herding Forecast) ในกลุ่มนักวิเคราะห์ และผู้วิจัยได้ทำการเก็บข้อมูลการคาดการณ์ย้อนหลัง 1 ปีเพื่อที่จะนำการคาดการณ์มาเทียบกับการคาดการณ์ในช่วงเวลาที่เราทำการศึกษา (Clement, 2005) และเนื่องจากบริษัทใน SET50 มีการจัดทำใหม่ให้เหมาะสมกับขนาดมูลค่าตลาดทุกๆปีทำให้ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษามีบริษัทที่จะนำมาศึกษาทั้งหมด 75 บริษัท และมีนักวิเคราะห์ในขอบเขตสำรวจ 354 คน และมีการคาดการณ์ทั้งหมด 8,593 ครั้ง โดยการคาดการณ์ที่เราได้ทำการสำรวจจะไม่รวมถึง

- (1) บริษัทที่ไม่มีนักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์กำไร
- (2) บริษัทที่มีนักวิเคราะห์เพียงคนเดียวที่ทำการติดตามและพยากรณ์บริษัทนั้นๆ เนื่องจากเราจะไม่สามารถทำการเปรียบเทียบคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ที่มีต่อบริษัทนั้นๆได้
- (3) นักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์บริษัทนั้นๆเพียงครั้งเดียว

- (4) การคาดการณ์ที่ทำการวิเคราะห์เป็นทีม (Team Coverage)
 (5) การคาดการณ์ครั้งแรกของนักวิเคราะห์ในกรอบเวลาที่ได้ทำการสำรวจ เนื่องจากจะไม่สามารถ
 เปรียบเทียบกับการคาดการณ์ก่อนหน้านี้เพื่อระบุลักษณะการคาดการณ์ได้
 (6) การคาดการณ์ที่มีข้อมูลไม่ครบ ทำให้ไม่สามารถวิเคราะห์ผลได้

โดยผู้วิจัยพบว่า บริษัทที่ไม่มีนักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์มี 3 บริษัท

บริษัทที่มีนักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์เพียงคนเดียวมี 1 บริษัท

การคาดการณ์ที่เกิดจากการวิเคราะห์เป็นทีม (Team Coverage) 125 ครั้ง

การคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ที่เกิดขึ้นเพียงครั้งเดียว 423 ครั้ง

การคาดการณ์ครั้งแรกของนักวิเคราะห์ในกรอบเวลา 1,108 ครั้ง

การคาดการณ์ที่มีข้อมูลไม่ครบ 1,989 ครั้ง

ทำให้เหลือการคาดการณ์ที่จะนำศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการคาดการณ์แบบโดด (Bold Forecast) กับ คุณลักษณะของนักวิเคราะห์ (Analyst Characteristics) และความแม่นยำในการคาดการณ์ที่มีต่อการคาดการณ์แบบโดด เป็นจำนวน 4,948 การคาดการณ์ ซึ่งเกิดจากนักวิเคราะห์จำนวน 183 คน และ บริษัทที่ทำการศึกษาทั้งหมด 71 บริษัท ซึ่งเป็นการคาดการณ์แบบโดด 2,821 ครั้ง และการคาดการณ์แบบแห่ตามกัน 2,127 ครั้ง โดยข้อมูลที่น่ามาใช้ในการเปรียบเทียบการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์คือการคาดการณ์กำไรต่อหุ้น (EPS) ที่ทำการคาดการณ์โดยนักวิเคราะห์ที่มีการขึ้นทะเบียนกับสมาคมนักวิเคราะห์การลงทุน (IAA)

1.4 ผลที่คาดว่าจะได้รับ

เนื่องจากนักวิเคราะห์มีบทบาทที่สำคัญในการถ่ายทอดข้อมูลที่ได้รับมาซึ่งมีความสำคัญมากกับตลาดเงินในปัจจุบัน เพราะนักวิเคราะห์จะช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันระหว่างบริษัท และ ผู้ลงทุน อย่างไรก็ตามข้อมูลที่นักวิเคราะห์ได้ทำการถ่ายทอดให้กับผู้ลงทุนนั้น สามารถทำให้ราคาหลักทรัพย์สามารถเข้าใกล้ หรือ เบี่ยงเบนไปจากความเป็นจริงได้ ผ่านการคาดการณ์กำไร (Estimate Earning) ที่ออกมาเป็นการคาดการณ์กำไรของบริษัทต่อหุ้น (EPS) หรือ คำแนะนำในการซื้อขายหุ้น ทำให้การศึกษาพฤติกรรมของนักวิเคราะห์เป็นสิ่งที่นักลงทุนควรให้ความสำคัญ เนื่องจากนักลงทุนเชื่อว่านักวิเคราะห์สามารถเข้าถึงข้อมูลได้มากกว่า และนอกจากนี้นักลงทุนส่วนใหญ่ยังเชื่อว่านักวิเคราะห์มีความสามารถในการวิเคราะห์กำไรของบริษัทได้มากกว่าตัวนักลงทุนเอง อย่างไรก็ตามเมื่อนักลงทุนได้ทำการศึกษาตัวเลขการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์จะพบว่าจะมีทั้งส่วนที่นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์ได้ใกล้เคียงกัน (Herding Forecast) และ จะมีนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์ที่

แตกต่างจากนักวิเคราะห์คนอื่น (Bold Forecast)

ซึ่งการศึกษาลักษณะการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์จากการคาดการณ์ในอดีตของนักวิเคราะห์จะช่วยให้ผู้ลงทุนเข้าใจคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ต่างๆที่ทำการคาดการณ์บริษัทที่ผู้ลงทุนสนใจ และทำการวิเคราะห์ข้อมูลที่ได้รับเพื่อที่จะสามารถเลือกข้อมูลจากนักวิเคราะห์ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากที่สุด และงานวิจัยนี้จะช่วยให้นักลงทุนอ่านบทวิเคราะห์ทางการเงินต่างๆด้วยความรอบคอบและระมัดระวังมากขึ้น โดยสามารถวิเคราะห์ว่าผลการคาดการณ์ที่ออกมานั้นเป็นการวิเคราะห์แบบแห่ตามกัน (Herding Forecast) หรือเป็นการคาดการณ์แบบโดด (Bold Forecast) และนำข้อมูลที่ได้มาวิเคราะห์เทียบกับลักษณะอื่นๆของนักวิเคราะห์และความเป็นไปได้ของการคาดการณ์ เนื่องจากนักวิเคราะห์ทางการเงินมักมีความกังวลต่อชื่อเสียงและหน้าที่การงานหากวิเคราะห์คาดเคลื่อนจากค่าจริง ทำให้พวกเขาเลือกที่จะคาดการณ์กำไรในอนาคตให้เป็นไปตามนักวิเคราะห์กลุ่มใหญ่แทนที่จะวิเคราะห์จากข้อมูลที่มีอยู่ในมือ นอกจากนี้แล้ว นักลงทุนยังสามารถนำมาเป็นเครื่องมือในการแยกแยะว่านักวิเคราะห์คนใดมีแนวโน้มที่จะวิเคราะห์แบบแห่ตามกัน (Herding Forecast) หรือแบบโดด (Bold Forecast) เพื่อใช้ในการคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตได้แม่นยำมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงขึ้น

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 การเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance)

การเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance) ศึกษาถึงพฤติกรรมของนักลงทุนและนักวิเคราะห์ซึ่งรวมทั้งพฤติกรรมที่มีและไม่มีเหตุผล จากวิกฤติเศรษฐกิจ หรือ ข่าวสารในปัจจุบันจะเห็นได้ว่าตลาดการเงินได้ตอบสนองต่อเศรษฐกิจที่ผ่านมาอย่างรวดเร็ว ซึ่งในบางครั้งทฤษฎีทางการเงินไม่สามารถที่จะอธิบายการแกว่งตัวในช่วงกว้างๆของหลักทรัพย์นั้นได้ (Stefan, 2009) พฤติกรรมทางการเงินเป็นเรื่องที่ทำนายในการวิเคราะห์ลักษณะของการเคลื่อนไหวของสมาชิกในตลาดการเงินที่ตอบสนองต่อข่าวสารที่ได้รับ (Dargham, 2009) การเข้าใจพฤติกรรมทางการเงินของนักวิเคราะห์หรือผู้ลงทุนด้วยตนเอง ทำให้นักลงทุนสามารถที่จะสร้างกลยุทธ์การลงทุนที่ดีกว่าเดิมได้ในตลาดการเงินที่ซับซ้อน (Dunn & Nathan, 2005)

พฤติกรรมการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ (Analyst's Behavior in Forecasting) สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภทหลักๆ คือ (1) พฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding Forecast) และ (2) พฤติกรรมการคาดการณ์ที่โดดเด่นจากนักวิเคราะห์คนอื่น (Bold Forecast) โดยที่ Herding คือ พฤติกรรมเลียนแบบที่เป็นผลมาจากปัจจัยส่วนบุคคล ซึ่งผลลัพธ์มักจะนำไปสู่ตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Bikhchandani, 1992) ซึ่ง Asch (1992) ได้ตั้งข้อสังเกตว่าคนที่อยู่ในกลุ่มมักจะละทิ้งข้อมูลที่เป็นสัญญาณสำคัญของตนเองที่มีอยู่เพื่อที่จะทำตามความเห็นของคนส่วนใหญ่ในกลุ่มและเมื่อนำพฤติกรรมการเลียนแบบนี้มาผนวกกับศาสตร์ด้านการเงิน Bikhchandani (1992) ได้นำเสนอรูปแบบของพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding models) และเน้นย้ำถึงผลกระทบที่อาจเป็นไปได้สำหรับการดำเนินงานโดยรวมของตลาดการเงินและการประมวลผลข้อมูลโดยบุคคล

สำหรับผู้ลงทุนนั้นตัวเลขทางการเงินนั้นมีความสำคัญในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนเป็นอย่างมาก ซึ่งในหลายๆครั้งงบการเงินที่ออกมาจากบริษัทนั้นมีความซับซ้อน ทำให้นักลงทุนไม่สามารถที่จะทำการวิเคราะห์ข่าวสารที่ได้รับมาและทำการปรับเปลี่ยนข่าวสารที่สำคัญเป็นตัวเลขทางการเงินได้ด้วยตนเอง (Bradshaw, 2011) นักลงทุนจึงพึ่งพานักวิเคราะห์ด้วยความเชื่อที่ว่านักวิเคราะห์มีการเข้าถึงแหล่งข้อมูล เวลา และ ความสามารถที่ดีกว่า ตัวเลขทางการเงินที่สำคัญที่นักลงทุนใช้ในการวิเคราะห์ก็คือกำไรต่อหุ้น (Earning Per Share) และ Price-to-earnings ratio เพราะเป็นตัวเลขที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท นักลงทุนจึงมักจะใช้ตัวเลขการคาดการณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์เป็นส่วนหนึ่งในการตัดสินใจลงทุน และตัวเลขกำไรต่อหุ้นที่นักวิเคราะห์

ทำการประเมินออกมานั้นเป็นตัวเลขที่ง่ายนักลงทุนที่จะทำความเข้าใจว่าตัวเลขทางการเงินอื่นๆ ทำให้เป็นที่นิยมในหมู่นักลงทุนที่จะใช้ตัวเลขกำไรต่อหุ้นในการเปรียบเทียบข้ามบริษัท (Axelson, 1975) ที่สำคัญการปรับการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์นั้นเปรียบเสมือนกับเป็นสัญญาณที่สื่อถึงผู้ลงทุนว่านักวิเคราะห์ได้มีการรับข้อมูลข่าวสารใหม่ๆของบริษัทมา และ นักวิเคราะห์ยังทำการปรับการคาดการณ์เพื่อที่จะลดความเสี่ยงในการเสียชื่อเสียงของตนเองซึ่งอาจจะเกิดจากการได้รับข้อมูล หรือ การปรับการคาดการณ์ตามนักวิเคราะห์คนอื่นๆก็ตาม ทำให้นักลงทุนรายย่อยส่วนใหญ่ทำการพึ่งพาบทวิเคราะห์ที่ออกโดยนักวิเคราะห์และให้ความสนใจกับบทวิเคราะห์ที่ปรับใหม่เป็นอย่างมาก (Clement, 2005)

งานวิจัยที่ผ่านมาได้มีการให้คำจำกัดความของพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding Behavior) แตกต่างกันไป ซึ่ง Nofsinger and Sias (1999) ได้ให้คำจำกัดความว่าพฤติกรรมแห่ตามกันคือ กลุ่มนักลงทุนที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันในช่วงเวลาเดียวกัน นอกจากกลุ่มนักลงทุนแล้วพฤติกรรมแห่ตามกันยังสามารถใช้เพื่อกล่าวถึงพฤติกรรมของกลุ่มคนที่กระทำการอย่างเดียวกันโดยทำการเลียนแบบกันในช่วงเวลาเดียวกัน (Graham, 1999) ซึ่งพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นในกลุ่มนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์กำไร และ คาดการณ์คำแนะนำซื้อขายหลักทรัพย์ โดยที่นักวิเคราะห์ ซึ่งการคาดการณ์แบบแห่ตามกันในกลุ่มนักวิเคราะห์เป็นผลมาจากแรงกดดันในเรื่องเงินเดือน หรืออาจจะเกิดขึ้นได้จากการเรียนรู้ความสามารถของนักวิเคราะห์อื่นๆในการคาดการณ์ทำให้ไม่เชื่อมั่นในความสามารถของตนเองเกิดการลอกเลียนแบบนักวิเคราะห์ที่เชื่อว่ามีความสามารถที่มากกว่าและยังพบว่าในเชิงเศรษฐศาสตร์พฤติกรรมของนักวิเคราะห์จะเน้นถึงการละทิ้งข้อมูลที่นักวิเคราะห์มีอยู่แต่จะทำการลอกเลียนแบบนักวิเคราะห์คนอื่นแทน (Salamouris and Muradoglu, 2010)

สำหรับการศึกษาของ Scharfstein and Stein (1990) และ Trueman (1994) ได้ให้พื้นฐานทางทฤษฎีไว้ โดย Scharfstein et al. (1990) ได้สรุปว่าความพยายามของนักวิเคราะห์ที่อยากมีชื่อเสียงอาจนำไปสู่การคาดการณ์ในทิศทางเดียวกัน และเมื่อมุ่งเน้นไปที่นักวิเคราะห์ทางการเงิน Trueman (1994) แสดงให้เห็นว่านักวิเคราะห์ชอบที่จะเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรที่ใกล้เคียงกับข้อมูลการคาดการณ์รอบก่อน แม้ว่าข้อมูลที่อยู่ในมือชี้ให้เห็นว่าควรคาดการณ์แบบโดดจากคนอื่นก็ตาม (Bold Forecast) นั่นเป็นเพราะนักวิเคราะห์ที่ไม่เชื่อว่าตนเองมีความสามารถมากพอมักจะมีความกังวลเรื่องชื่อเสียงมากกว่านักวิเคราะห์ที่มีความสามารถ ดังนั้นพวกเขาจึงมีแนวโน้มที่จะคาดการณ์ไปในทิศทางเดียวกัน

Trueman (1994) ได้ทำนายต่อไปว่าความคลาดเคลื่อนในการคาดการณ์ (Forecast Error) มีความสัมพันธ์อย่างสูงกับการปรับการคาดการณ์ขนาดเล็กมากกว่าการปรับการคาดการณ์

ขนาดใหญ่ซึ่งการคาดการณ์ขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะนำไปสู่การคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) เพราะความกังวลทางด้านชื่อเสียงได้กระตุ้นให้นักวิเคราะห์ที่มีพฤติกรรมแห่ตามกันเผยแพร่ข้อมูลการปรับการคาดการณ์ (Forecast Revision) ที่มีการปรับเพียงเล็กน้อยแม้ว่าข้อมูลเหล่านั้นควรต้องถูกปรับแก้มากกว่านี้ ซึ่งเราจะอ้างอิงสถานการณ์นี้ว่าเป็นพฤติกรรมคาดการณ์แห่ตามกัน (Informed Herding) ซึ่งเราสามารถมองอีกมุมหนึ่งได้ว่านักวิเคราะห์ที่ปรับการคาดการณ์เพียงเล็กน้อยนั้นทำไปเพราะไม่ทราบสาเหตุที่แท้จริงของการเปลี่ยนแปลง (Uninformed Herding) แต่เป็นเพียงการปรับให้เป็นตามที่นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่คาดการณ์ไว้เท่านั้น (Gleason and Lee, 2003)

Scharfstein and Stein (1990) พบว่านักวิเคราะห์ที่มีประสบการณ์สูงนั้นมีแนวโน้มที่จะคาดการณ์ผลประกอบการของบริษัทแตกต่างจากผลการคาดการณ์รอบก่อนมากกว่านักวิเคราะห์ที่ประสบการณ์ยังไม่สูงมากนัก และบริษัทหลักทรัพย์ก็มีแนวโน้มที่จะให้นักวิเคราะห์ที่ประสบการณ์ต่ำออกจากรางานถ้าพวกเขาคาดการณ์คาดเคลื่อนไปจากความเป็นจริงมาก ซึ่งผลของพวกเขาก็สอดคล้องกับ Trueman (1994) ที่เสนอว่านักวิเคราะห์ที่ยังไม่มีประสบการณ์นั้นมีแนวโน้มที่คาดการณ์แตกต่างจากนักวิเคราะห์คนอื่นต่ำเพราะพวกเขากังวลเรื่องชื่อเสียง ดังนั้นจึงมีความถี่ในการคาดการณ์แบบแห่ตามกันมากกว่าการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast)

อย่างไรก็ตามยังมีงานวิจัยที่พบว่าความสัมพันธ์ของการปรับการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ (Revision Forecast) และความผิดพลาดจากการคาดการณ์ (Forecast Error) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน โดยพบว่ายิ่งค่าที่เกิดจากการปรับการคาดการณ์มีการเปลี่ยนแปลงมากก็ยิ่งจะทำให้มีความคลาดเคลื่อนจากผลกำไรที่ประกาศออกมามากขึ้นและการคาดการณ์ที่มีความแตกต่างจากค่าเฉลี่ยของการคาดการณ์โดยนักวิเคราะห์ทั้งหมดในช่วงเวลานั้นๆ (Average Forecast) จะมีความผิดพลาดมากกว่าการคาดการณ์ที่เข้าใกล้ค่าเฉลี่ย (Salamouris & Muradoglu, 2010) โดยที่นักวิเคราะห์ที่ทำการปรับการคาดการณ์ต่างจากนักวิเคราะห์คนอื่นมากๆ ซึ่งมักจะจัดเป็นการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) แต่มีค่าความคลาดเคลื่อนสูงสาเหตุอาจจะเป็นเพราะข้อมูลที่ได้รับมาเป็นข้อมูลที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Stickel, 1992) ซึ่งงานวิจัยของ Ehrbeck and Waldman (1996) ได้อธิบายความสัมพันธ์นี้เช่นกันว่าการคาดการณ์ที่มีความแตกต่างจากค่าเฉลี่ยจากการคาดการณ์มากอาจจะนำไปสู่ความผิดพลาดในการคาดการณ์

เพื่อที่จะทำความเข้าใจพฤติกรรมคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) ของนักวิเคราะห์ให้มากขึ้น เราต้องพิจารณาข้อมูลที่นักวิเคราะห์เหล่านั้นใช้ โดยทั่วไปแล้วนักวิเคราะห์จะวางโครงสร้างการคาดการณ์กำไรตามข้อมูลสองประเภทคือ ข้อมูลที่เปิดเผยตามสาธารณะ (Public Information) และข้อมูลส่วนตัว (Private Information) (Ramnath et al., 2008) ซึ่งข้อมูลส่วนตัวของบริษัทที่นักวิเคราะห์อาจได้มาจากความสามารถในการเข้าถึงฝ่ายบริหาร ซึ่งอาจจะเป็นผลจาก

การที่บริษัทที่นักวิเคราะห์ทำงานอยู่ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินให้กับบริษัทนั้นๆอาจจะทำให้การคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ที่ได้รับข้อมูลในส่วนนี้ทำการคาดการณ์ที่โดดเด่นจากนักวิเคราะห์คนอื่นมาก ส่วนข้อมูลที่เปิดเผยตามสาธารณะนั้น ได้แก่ กำไรในอดีต ข้อมูลเชิงอุตสาหกรรม หรือแม้แต่ข้อมูลการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์คนอื่นๆ ซึ่งข้อมูลนี้มักเป็นข้อมูลสำคัญที่กระตุ้นให้นักวิเคราะห์เกิดพฤติกรรมแห่ตามกัน

Abarbanel (1991) พบหลักฐานที่แสดงว่านักวิเคราะห์ไม่ได้ใช้ประโยชน์ของข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นอย่างเต็มที่ ซึ่งหมายความว่านักวิเคราะห์ไม่ได้สนใจข้อมูลที่มีอยู่มากนัก โดยการค้นพบนี้ได้กระตุ้นการตรวจสอบว่าการปรับการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์นั้นสะท้อนข้อมูลส่วนตัวของบริษัท (Private information) ที่นักวิเคราะห์มีอยู่ในมือหรือไม่

2.2 ปัจจัยส่งผลต่อการคาดการณ์แบบโดดเด่นและความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ (Determinants of Bold Forecast and Forecast Accuracy)

การคาดการณ์ของนักวิเคราะห์อาจจะส่งผลให้เกิดค่าที่มีความคาดเคลื่อนจากกำไรที่แท้จริง อันเนื่องมาจากปัจจัยที่นักวิเคราะห์ไม่สามารถควบคุมได้ และอาจจะทำให้การคาดการณ์ของนักวิเคราะห์มีลักษณะที่แตกต่างกันไปไม่ว่าจะเป็นในลักษณะที่โดดเด่นจากนักวิเคราะห์คนอื่นมากๆ (Bold Forecast) หรือ เป็นการคาดการณ์ในลักษณะแห่ตามกัน (Herding Forecast) โดยสาเหตุหลักที่สำคัญได้แก่ (1) คุณลักษณะของนักวิเคราะห์ (Analyst Characteristic) คุณลักษณะของนักวิเคราะห์สะท้อนนั้นจะสะท้อนถึงความสามารถของนักวิเคราะห์ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อลักษณะของการคาดการณ์และความแม่นยำในการคาดการณ์ (2) คุณลักษณะของบริษัทที่นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์ (Firm Characteristics) อาจจะทำให้การคาดการณ์การกำไรของแต่ละบริษัทมีความแตกต่างกันไป (3) คุณลักษณะของนักวิเคราะห์ที่มีกับแต่ละบริษัท (Firm-Analyst Characteristics) ส่งผลต่อความสามารถในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ (Mouna Youssef & Mohamed TaherRajhi ,2010) (4) คุณลักษณะของบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ทำงานอยู่ (Brokerage's Characteristics)

2.2.1 คุณลักษณะของนักวิเคราะห์ (Analyst's Characteristics)

คุณลักษณะของนักวิเคราะห์นั้นเป็นปัจจัยสำคัญที่กระทบกับการคาดการณ์กำไรงานวิจัยที่ผ่านมาได้แสดงให้เห็นความถูกต้องแม่นยำในการคาดการณ์โดยทำการเปรียบเทียบจากช่วงเวลาที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์ (Brown, Griffin, Hagerman & Zmijewski, 1987) โดย

นักวิเคราะห์ที่มีความสามารถที่ทำการคาดการณ์ได้แม่นยำมากกว่าจะดึงข้อมูลล่าสุดที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทที่ได้รับมา มาทำการวิเคราะห์ (Mendenhall et al. ,1997) งานวิจัยที่ผ่านมาพบว่าระยะเวลาระหว่างการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ และนักวิเคราะห์คนก่อนหน้าที่อยู่ในขอบเขตสำรวจ (Day Elapsed) การคาดการณ์แบบแห่ตามกันมักจะมีช่วงเวลาในส่วนนี้สั้นกว่าการคาดการณ์แบบโดด (Bold Forecast) โดยความสัมพันธ์ของการคาดการณ์แบบโดด (Bold Forecast) และช่วงเวลาที่ใช้ในการปรับการคาดการณ์เป็นไปในเชิงบวกและปัจจัยนี้ยังเป็นปัจจัยควบคุมช่วงเวลาที่ใช้ในการเปรียบเทียบลักษณะการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ด้วยเช่นกัน (Clement et al. ,2005) นอกจากนี้ระยะเวลาที่นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์ก่อนที่บริษัทจะทำการประกาศกำไรก็เป็นปัจจัยที่สำคัญในการส่งผลต่อลักษณะและความแม่นยำในการคาดการณ์ การคาดการณ์ที่ใกล้กับวันประกาศผลกำไรของบริษัทมักมีความแม่นยำมากกว่าค่าการคาดการณ์ก่อนหน้า (Brown et al, 1987; Kross, Ro and Schroeder, 1990) การศึกษานี้เราจึงได้นำทั้งระยะเวลาที่นักวิเคราะห์ใช้ในการปรับการคาดการณ์เทียบกับการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์คนก่อนหน้า (Day Elapsed) และระยะห่างระหว่างวันที่นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์ และ ช่วงเวลาที่นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์ก่อนวันประกาศผลกำไร (Forecast Horizon) มาเป็นตัวแปรควบคุมเพื่อศึกษาถึงคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ (Analyst's Characteristics) ต่อลักษณะคาดการณ์การแบบโดด (Bold Forecast)

นอกจากนี้ยังพบว่าจำนวนของบริษัทที่นักวิเคราะห์ได้ทำการติดตามและวิเคราะห์ (Analyst's Portfolio) ส่งผลกระทบต่อลักษณะของการคาดการณ์และความแม่นยำในการคาดการณ์ (Mouna et al,2010) และงานวิจัยของ Clement (1999) พบว่าความแม่นยำของการคาดการณ์มีความสัมพันธ์ในทางลบกับจำนวนของบริษัทที่นักวิเคราะห์ทำการติดตาม เนื่องจากนักวิเคราะห์ไม่มีเวลามากเพียงพอที่จะสามารถวิเคราะห์ข่าวสารข้อมูลของแต่ละบริษัทได้อย่างละเอียดถี่ถ้วน จึงเลือกที่จะคาดการณ์ตามนักวิเคราะห์หมู่่มาก (Herding Forecast) เช่นเดียวกับความแม่นยำในการคาดการณ์ในอดีตของนักวิเคราะห์ (Past Accuracy) พบว่านักวิเคราะห์ที่ในอดีตมีการคาดการณ์ที่แม่นยำจะมีแนวโน้มที่จะเลือกวิเคราะห์ตามคนหมู่่มากเพื่อที่จะหลีกเลี่ยงความผิดพลาดที่จะเกิดขึ้นตรงกันข้ามกับขนาดของบริษัทที่นักวิเคราะห์ทำงานอยู่ (Brokerage House's Size) งานวิจัยของ Stickle (1995) ได้ศึกษาถึงผลกระทบของขนาดบริษัทหลักทรัพย์ต่อการเข้าถึงแหล่งข้อมูล และความสำเร็จในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของนักวิเคราะห์ พบว่านักวิเคราะห์ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่สามารถคาดการณ์กำไรของบริษัท จะสามารถออกคำแนะนำในการลงทุนให้กับนักลงทุนได้แม่นยำมากกว่านักวิเคราะห์ที่อยู่ในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็ก เช่นเดียวกับกับงานวิจัยของ Jacob (1999) ได้แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างขนาดของบริษัทหลักทรัพย์และความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่มีต้นทุนใน

การเข้าถึงข้อมูลที่ต่ำกว่า พร้อมทั้งมีหน่วยงานที่คอยช่วยเหลือในนักวิเคราะห์ในการหาข้อมูล และ ยังมีเครื่องมือให้นักวิเคราะห์ได้ทำการพัฒนาความสามารถมากกว่าบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็ก ทำให้นักวิเคราะห์มีโอกาสที่จะเข้าถึงข้อมูลใหม่ๆได้ง่าย (Brown, 1999) จำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์ ขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ จึงเป็นคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ที่ราจะศึกษาว่ามีความสัมพันธ์ต่อการคาดการณ์แบบโดด (Bold Forecast) และความแม่นยำในการคาดการณ์ (Forecast Accuracy) สำหรับหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ และยังมี การพบว่าตัวแปร Firm-Analyst Characteristics เป็นตัวแปรที่สำคัญที่ส่งผลต่อค่าความคาดเคลื่อนในการคาดการณ์ ซึ่งความแม่นยำเกิดจากประสบการณ์ในการคาดการณ์บริษัทนั้นๆของนักวิเคราะห์ (Analyst's Specific Experience) ประสบการณ์ของนักวิเคราะห์ต่อบริษัทนั้นๆทำการวัดจากจำนวนไตรมาสที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์อย่างน้อยหนึ่งครั้ง ซึ่งประสบการณ์และความชำนาญของนักวิเคราะห์สามารถวัดได้ในรูปแบบของความถี่ในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ (Forecast Frequency) โดยนักวิเคราะห์ที่มีประสบการณ์สูงมีแนวโน้มที่จะทำการคาดการณ์ได้แม่นยำกว่านักวิเคราะห์ที่มีประสบการณ์ต่ำกว่า (Clement ,1999) และมักจะทำการคาดการณ์แบบโดดมากกว่านักวิเคราะห์ที่มีประสบการณ์น้อย (Hong et al, 2000) เนื่องจากนักวิเคราะห์ที่มีประสบการณ์ต่ำมักจะมี ความกังวลเรื่องหน้าที่การทำงานทำให้หลีกเลี่ยงการใช้ข้อมูลที่ตนเองได้รับมาในการวิเคราะห์แต่เลือกที่จะคาดการณ์ตามนักวิเคราะห์หมู่ มาก เพื่อลดความเสี่ยงที่จะผิดพลาด

ผลการศึกษาของความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์กับการคาดการณ์แบบแห่ตามกัน (Clement, 2005) พบว่าคุณลักษณะของนักวิเคราะห์จำนวนมากมีความเกี่ยวข้องกับ การคาดการณ์โดด (Bold Forecast) ความถี่ในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ (Forecast Frequency) ซึ่งหมายถึงนักวิเคราะห์ได้ข้อมูลใหม่จึงต้องมีการปรับการคาดการณ์เพื่อให้สอดคล้องกับความเป็นจริงมากที่สุด และขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ทำงาน (Brokerage House's Size) ล้วนมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการคาดการณ์แบบโดด (Bold Forecast)

2.2.2 คุณลักษณะของบริษัทที่นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์

(Firm's Characteristics)

ที่ผ่านมา มีหลายงานวิจัยที่ทำการศึกษาเกี่ยวกับคุณลักษณะของบริษัทที่มีผลกระทบต่อ การคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ โดยที่ศึกษาความสัมพันธ์ของขนาดของบริษัท (Firm Size) ซึ่งวัดจากมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ หรือจำนวนของนักวิเคราะห์ที่ทำการติดตามบริษัทโดยพบว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีนักวิเคราะห์ติดตามและทำการคาดการณ์ (Number of analyst cover

the firm) เป็นจำนวนมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ในส่วนของการเปิดเผยข้อมูลของบริษัท พบว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะทำการเปิดเผยข้อมูลมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก โดยมีสาเหตุจาก

- บริษัทที่มีขนาดใหญ่มักจะมีการตรวจสอบอย่างละเอียดจากภาครัฐมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก เพราะฉะนั้นบริษัทขนาดใหญ่จึง มีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก (Khalid & Alsaed, 2006)
- การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทใหญ่ ทำให้บริษัทสามารถจัดหาเงินทุนได้ในต้นทุนที่ต่ำ (Botosan, 1997)
- Agency Cost สำหรับบริษัทใหญ่มีค่อนข้างสูงเนื่องจากมีผู้ถือหุ้นขยายในวงกว้าง ดังนั้นการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทช่วยลดความน่า เป็นที่จะเกิดAgency Cost (Zimmerman, 1983)

นอกจากนี้บริษัทที่มีจำนวนนักวิเคราะห์ทำการวิเคราะห์และติดตาม (Number of Analyst Cover the Firm) เป็นจำนวนมากจะทำให้การคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ที่มีดูเหมื่อนจะเป็นการคาดการณ์ในลักษณะแห่ตามกัน (Herding Forecast) ซึ่งไม่สะท้อนลักษณะการคาดการณ์และความสามารถที่แท้จริงของนักวิเคราะห์ ในขณะที่เดียวกันบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ให้ความสนใจจำนวนน้อย เราจะพบว่ามีความเป็นไปได้สูงที่ลักษณะการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์จะโดด (Bold Forecast) จากนักวิเคราะห์อื่นๆ ซึ่งตัวแปรคุณลักษณะของบริษัทเหล่านี้เป็นปัจจัยที่นักวิเคราะห์ไม่สามารถควบคุมได้ เราจึงได้เพิ่มคุณลักษณะของบริษัทมาเป็นตัวแปรควบคุมในงานศึกษาชิ้นนี้

2.2.3 คุณลักษณะของบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์

(Brokerage's Characteristics)

งานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า การคาดการณ์ของนักวิเคราะห์มีความสัมพันธ์กับการที่บริษัทที่นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์มาใช้บริการที่ปรึกษาทางการเงินกับบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์ของนักวิเคราะห์ ไม่ว่าจะเป็นการออกหุ้นเพิ่มทุน ออกหุ้นกู้ หรือว่าการควบรวมกับบริษัทอื่น การคาดการณ์ที่เกิดจากนักวิเคราะห์ที่อยู่ในบริษัทที่ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินอาจจะออกบทวิเคราะห์ที่แตกต่างจากนักวิเคราะห์อื่นๆค่อนข้างมากเนื่องอาจจะมีการเข้าถึงข้อมูลที่ง่ายกว่า ซึ่งอาจจะทำให้ข้อมูลนั้นมีคุณภาพมากกว่าคือมีความแม่นยำมากกว่า หรืออาจจะคาดการณ์เบี่ยงเบนจากนักวิเคราะห์คนอื่นมากๆเพื่อเป็นการขึ้นตลาดให้ราคาเป็นที่พึงพอใจสำหรับบริษัทที่มาใช้บริการที่ปรึกษาทางการเงิน (Breton et al., 2013) และนอกจากนั้นยังเป็นการเพิ่มความสัมพันธ์อันดีระหว่างบริษัทและนักวิเคราะห์ที่อาจจะทำให้การเข้าถึงข้อมูลในอนาคตมีความง่ายมากยิ่งขึ้น ทฤษฎีนี้ได้ทำการยืนยันจาก Dugar and Nathan (1995) โดยทำการศึกษาบริษัท 400 บริษัทในช่วงเวลาหนึ่ง โดยพบว่าบริษัทที่นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์บริษัทที่ได้ใช้บริการที่ปรึกษาทางการเงิน

กับบริษัทหลักทรัพย์อื่นๆ การคาดการณ์ของนักวิเคราะห์นั้นจะออกไปในแนวทางที่เอื้อประโยชน์ให้กับบริษัทที่นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์ (Dugar & Nathan, 1995; Lin & MacNichols, 1998)

2.3 คำนิยาม

Bold Forecast คือ การคาดการณ์ที่สูงกว่าหรือต่ำกว่าการคาดการณ์รอบก่อนของตัวนักวิเคราะห์คนนั้นๆ (Prior Analyst's Forecast) และค่าเฉลี่ยของการคาดการณ์ในรอบที่ทำการศึกษา (Average Forecast)

Herding Forecast คือ การคาดการณ์ที่อยู่ระหว่างการคาดการณ์รอบก่อนของตัวนักวิเคราะห์คนนั้นๆ และนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ (Clement et al., 2005) และค่าเฉลี่ยของการคาดการณ์ในรอบที่ทำการศึกษา (Average Forecast)



- Forecast Revision คือ การคาดการณ์ที่ปรับเปลี่ยน
- Forecast Error คือ ความคลาดเคลื่อนในการคาดการณ์
- Average Forecast คือ การเฉลี่ยการคาดการณ์จากนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์ในช่วงเวลานั้นๆ

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

3.1 แหล่งที่มาของข้อมูลในการวิจัย

ข้อมูลในงานศึกษานี้ได้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลของ Bloomberg ในระหว่างปี 2008-2015 ซึ่งงานวิจัยนี้จะทำการศึกษาเฉพาะในช่วงปี 2009-2015 แต่ได้เริ่มทำการเก็บข้อมูลการคาดการณ์ตั้งแต่ปี 2008 เพื่อจะได้สามารถทำการเปรียบเทียบการคาดการณ์ โดยใช้ฟังก์ชัน “EE” ในการเก็บรวบรวมข้อมูลการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ ข้อมูลจะรวมถึงการคาดการณ์กำไรของ นักวิเคราะห์แต่ละคน วันที่มีการออกบทวิเคราะห์ ค่าเฉลี่ยการคาดการณ์กำไรของ นักวิเคราะห์ และค่าเฉลี่ยในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ในแต่ละไตรมาส และใช้ฟังก์ชัน “ENT” ในการเก็บข้อมูลกำไรต่อหุ้นของบริษัท ซึ่งข้อมูลจะรวมถึงวันที่บริษัททำการประกาศกำไร

3.2 วิธีวิจัยและแบบจำลอง

การศึกษานี้จะทำการศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลให้นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์แบบโดดเด่น (Bold forecast) โดยส่วนแรกจะศึกษาถึงความสัมพันธ์ของคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ (Analyst's Characteristic) ต่อลักษณะการคาดการณ์แบบโดดเด่น ว่าการคุณลักษณะของนักวิเคราะห์แบบใดที่ส่งผลให้นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์แบบโดดเด่น จากนั้นในส่วนที่สองของการศึกษาเราจะศึกษาถึงความแม่นยำ (Forecast Accuracy) ว่าการคาดการณ์แบบโดดเด่นนั้นมีความแม่นยำหรือไม่ ซึ่งเราคาดว่านักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์แบบโดดเด่น (Bold Analyst) จะประเมินหลักทรัพย์ได้แม่นยำถ้า นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์จากข้อมูลภายในที่ได้รับมา และเรายังคาดการณ์ว่าปัจจัยคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์แบบโดดเด่น จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์

เพื่อที่จะตอบคำถามที่หนึ่งในงานศึกษานี้ผู้วิจัยได้ใช้แบบจำลอง โลจิสต์ (Logit Model) เพื่อใช้วัดความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของนักวิเคราะห์และการคาดการณ์แบบโดดเด่น (Bold Forecast) ผ่านสมการรีเกรสชัน (Regression Model) โดยปัจจัยที่เราจะทำการศึกษาได้แก่

ตารางที่3.1 ปัจจัยคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ที่ส่งผลต่อการคาดการณ์แบบโหด

BOLD FORECAST (Bold Forecast=0, Herding Forecast=1)	Analyst's Characteristics	Forecast Frequency (<i>ForFrequencyijt</i>)			
		Past Accuracy (<i>PastAccuracyijt</i>)			
		Analyst's Portfolio (<i>AnalystPortsijt</i>)			
		Gender (<i>Genderijt</i>)			
	Control Bias	Day Elapsed (<i>DaysElapsedijt</i>)			
		Forecast Horizon (<i>ForHorizonijt</i>)			
		Analyst's Coverage (<i>AnalystCoverijt</i>)			
		Brokerage's Characteristics	Brokerage	House's	Size
			(<i>BrokerSizeijt</i>)		
			M&A Deal(<i>M&Aijt</i>)		
) PO Deal (<i>POijt</i>)					

จากปัจจัยดังกล่าวข้างต้นสามารถเขียนเป็นสมการ Regression ได้ดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned}
 Boldijt = & \alpha_0 + \alpha_1 ForFrequencyijt + \alpha_2 PastAccuracyijt + \alpha_3 AnalystPortsijt + \\
 & \alpha_4 Genderijt + \alpha_5 DaysElapsedijt + \alpha_7 ForHorizonijt + \alpha_7 AnalystCoverijt + \\
 & \alpha_8 BrokerSizeijt + \alpha_9 M\&Aijt + \alpha_{10} POijt + \epsilon_{ijt}
 \end{aligned}$$

โดยที่สมการข้างต้นมี *Boldijt* เป็นตัวแปรตามที่ชี้วัดการพยากรณ์แบบโหด(Bold Forecast) ของนักวิเคราะห์ *i* บริษัท *j* ปีที่ *t* ซึ่งการศึกษาทำการวัดเป็น Binary โดยที่ *Boldijt* จะเท่ากับ 1 ถ้าหากการคาดการณ์ที่ปรับใหม่ของนักวิเคราะห์ *i* นั้นมากกว่าหรือน้อยกว่าทั้งการคาดการณ์ก่อนหน้าของตนเองและ Average Forecast โดยที่ Average Forecast คือค่าเฉลี่ยจากการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ทั้งหมดในช่วงไตรมาสที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์ ในส่วนของการคาดการณ์ที่เหลือจะจัดเป็นการคาดการณ์แบบแห่ตามกัน(Herding Forecast) โดยจะให้หมีค่าเท่ากับ 0 ทั้งหมด

ในส่วนที่สองงานวิจัย เราจะศึกษาความแม่นยำในการคาดการณ์(Forecast Accuracy) แบบโหด ซึ่งเราคาดว่า การคาดการณ์แบบโหดนั้นจะมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับความแม่นยำในการคาดการณ์โดยที่เราจะศึกษานักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์แบบโหด และค่าคาดการณ์มีความโหด (Bold Size) มากกว่านักวิเคราะห์อื่น ๆ นั้นจะส่งผลให้หมีค่าความแม่นยำที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ และนอกจากนี้เรายังศึกษาถึงคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ว่าคุณลักษณะใดของนักวิเคราะห์มีความสัมพันธ์กับความแม่นยำในการคาดการณ์

ซึ่งเราสามารถวัดว่าการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) มีค่าความโหดมากหรือน้อย (Bold Size) ซึ่งเราสามารถจำแนกการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ว่าเป็นการคาดการณ์แบบโหดก็ต่อเมื่อค่าการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ สูงกว่าหรือต่ำกว่า ทั้งการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์เองในครั้งแรกค่าเฉลี่ยการคาดการณ์



เมื่อเราจำแนกการคาดการณ์แบบโหดออกมาจะพบว่าการคาดการณ์แต่ละครั้งที่จัดให้อยู่ในประเภทการคาดการณ์แบบโหดมีขนาดของความแตกต่างที่มากน้อยต่างกัน ผู้วิจัยจึงทำการศึกษาขนาดความต่างของการคาดการณ์แบบโหด (Bold Size) ผ่านการวัดว่ามีค่าความต่างจากทั้งการคาดการณ์ในครั้งก่อนของนักวิเคราะห์เองและค่าเฉลี่ยการคาดการณ์ มากน้อยเพียงใด



ซึ่งเราได้แบ่งค่าการคาดการณ์แบบโหดเป็นการคาดการณ์ที่ความแตกต่างโดยเราจะกำหนดให้ความแม่นยำมีค่าเป็น 0 เมื่อการคาดการณ์นั้นมีความแม่นยำน้อยที่สุด (ค่าความคลาดเคลื่อนสูงสุด) และกำหนดให้มีค่าเป็น 1 เมื่อการคาดการณ์นั้นมีความแม่นยำมากที่สุด (ค่าความคลาดเคลื่อนต่ำสุด) โดยจะคำนวณความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ i จากสูตร

$$Error_{ijt} = \left| \frac{X_{Actual Forecast} - X_{ijt}}{X_{ijt}} \right|$$

$$Accuracy_{ijt} = 1 - Error_{ijt}$$

เมื่อ $X_{Actual Forecast}$ คือ ค่า EPS จริงที่มีการประกาศในไตรมาสนั้นๆ

X_{ijt} คือ ค่าการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ ในไตรมาสนั้นๆ

ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าถ้านักวิเคราะห์ใช้การวิเคราะห์แบบโหด (Bold Forecast) จากข้อมูลภายในของบริษัท (Private Information) ที่นักวิเคราะห์ได้รับมา ดังนั้นการคาดการณ์แบบโหด

(Bold Forecast) จึงควรมีความสัมพันธ์กับความแม่นยำในการคาดการณ์ (Forecast Accuracy) อย่างไรก็ตามยังคงมีงานวิจัยที่ผ่านมาจำนวนมากพบว่าการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) ไม่มีความสัมพันธ์กับความแม่นยำในการคาดการณ์ ซึ่งอาจจะเป็นเหตุมาจากการคาดการณ์แบบโหด ถูกประเมินโดยนักวิเคราะห์ที่ไม่มีความสามารถมากนักแต่มีความมั่นใจเกินเหตุ ดังนั้นการคาดการณ์แบบโหดก็อาจจะไม่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแม่นยำในการคาดการณ์ ซึ่งเราสามารถกำหนดแบบจำลองเพื่อใช้หาความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$Accuracy_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 BoldSize_{ijt} + \alpha_2 ForFrequency_{ijt} + \alpha_3 PastAccuracy_{ijt} + \alpha_4 AnalystPort_{ijt} + \epsilon_{ijt}$$

3.3 ปัจจัยและสมมติฐานการวิจัย

ตัวแปรอิสระที่แทนคุณลักษณะต่างๆของนักวิเคราะห์ (Analyst's Characteristics)

(1) Forecast Frequency (*ForFrequency_{ijt}*) เป็นตัววัดในเรื่องความถี่ของการวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์ *i* ในการคาดการณ์บริษัท *j* จำนวนการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ *i* ในการคาดการณ์บริษัท *j* ช่วงเวลา *t* โดยความถี่ในการคาดการณ์ยังเป็นอีกปัจจัยที่สามารถบอกประสบการณ์ในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ได้โดยนักวิเคราะห์ที่มีความถี่ในการคาดการณ์บริษัท *j* สูงก็จะมีผู้เชี่ยวชาญและชำนาญในการวิเคราะห์บริษัท *j* มากกว่านักวิเคราะห์อื่นๆ (Learning by Doing) จากการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมาทำให้ผู้วิจัยคาดว่านักวิเคราะห์ที่ทำการปรับการคาดการณ์เพื่อให้ค่าที่ได้เข้าใกล้ความเป็นจริงมากที่สุด และเราคาดว่านักวิเคราะห์ที่มีความถี่ในการคาดการณ์มากซึ่งก็คือมีประสบการณ์มากจะมีความมั่นใจในการคาดการณ์แบบโหดมากกว่านักวิเคราะห์ที่มีความถี่ในการคาดการณ์ต่ำ ดังนั้นนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์ถี่จึงมีแนวโน้มที่จะทำการคาดการณ์แบบโหดมากกว่า

(2) Past Accuracy (*PastAccuracy_{ijt}*) เป็นตัววัดความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ *i* บริษัท *j* ในช่วงเวลาการคาดการณ์ที่ผ่านมา (*t-1*) โดยเราคาดว่านักวิเคราะห์ที่มีความแม่นยำในการคาดการณ์ที่ผ่านมา จะมีความมั่นใจที่จะทำการคาดการณ์ต่างจากนักวิเคราะห์อื่นๆ แต่อย่างไรก็ตามยังมีงานวิจัยที่พบว่านักวิเคราะห์ที่มีความแม่นยำในการคาดการณ์ในอดีตมีแนวโน้มที่จะแห่ตามการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์อื่น เนื่องจากต้องการที่จะหลีกเลี่ยงความผิดพลาดเพื่อรักษาชื่อเสียงของตัวเองไว้จึงเลือกที่จะทำการคาดการณ์ตามคนหมู่มาก

(3) Analyst's Portfolio (*AnalystPort_{ijt}*) เป็นตัววัดจำนวนของบริษัททั้งหมดที่นักวิเคราะห์ *i* ได้มีการติดตามและคาดการณ์ งานวิจัยนี้ที่ผ่านมาพบว่าความแม่นยำของการคาดการณ์

มีความสัมพันธ์ในทางลบกับจำนวนของบริษัทที่นักวิเคราะห์ทำการติดตาม เนื่องจากนักวิเคราะห์ที่ไม่มีเวลามากเพียงพอที่จะสามารถวิเคราะห์ข่าวสารข้อมูลของแต่ละบริษัทได้อย่างละเอียดถี่ถ้วน จึงเลือกที่จะคาดการณ์ตามนักวิเคราะห์หมู่่มาก (Herding Forecast) เพื่อที่จะหลีกเลี่ยงความผิดพลาด โดยเราคาดว่าจำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์ทำการติดตามจะมีความสัมพันธ์ในทางลบกับการคาดการณ์แบบโดด

(4) Analyst's Gender (*Genderijt*) เป็นตัววัดเพศของนักวิเคราะห์ i โดยที่ทำการวัดแบบBinary โดยเราให้นักวิเคราะห์ที่มีเพศชายคือ1 และ เพศหญิงคือ0 เพื่อศึกษาว่าเพศจะมีผลกระทบต่อคาดการณ์ของนักวิเคราะห์หรือไม่ เนื่องจากเพศชายอาจจะมีลักษณะนิสัยที่มีความกล้าที่จะเสี่ยงมากกว่าเพศหญิง แต่อย่างไรก็ตามเพศอาจจะมีผลต่อลักษณะของการคาดการณ์ เนื่องจากนักวิเคราะห์จะคาดการณ์ออกมาตามข้อมูลที่ได้รับมา

นอกจากคุณลักษณะต่างๆของนักวิเคราะห์ที่ได้กล่าวไปในข้างต้นงานวิจัยนี้ได้เพิ่มปัจจัยควบคุมซึ่งควบคุมระยะเวลาในการเปรียบเทียบลักษณะการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ เนื่องจากลักษณะการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ที่นำมาเปรียบเทียบกันอาจจะเกิดจากคาดการณ์คนละไตรมาสซึ่งอาจจะทำให้การเปรียบเทียบลักษณะการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์มีความไม่แน่นอน นอกจากนี้ยังรวมถึงคุณลักษณะของบริษัท (Firm's Characteristic) ที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์ และคุณลักษณะของบริษัทที่นักวิเคราะห์ได้ทำงานอยู่ (Brokerage's Characteristics) ซึ่งปัจจัยเหล่านี้เป็นปัจจัยที่นักวิเคราะห์ไม่สามารถควบคุมได้ ดังนั้นเราจึงใส่คุณลักษณะต่างๆเพิ่มเพื่อเป็นตัวแปรควบคุม โดยปัจจัยควบคุมที่เพิ่มเข้ามาคือ

(5) Day Elapsed (*DaysElapsedijt*) เป็นตัววัดช่วงเวลาการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ กับนักวิเคราะห์ใดๆก็ตามที่ทำการคาดการณ์บริษัท*j*เช่นเดียวกัน

(6) Forecast Horizon (*ForHorizonijt*) เป็นตัววัดช่วงเวลาจากวันที่มีการคาดการณ์จนถึงวันที่ประกาศกำไรของบริษัท*j* โดยผู้วิจัยคาดว่านักวิเคราะห์ที่มักจะทำการคาดการณ์แบบโดดอาจจะจะมีการปรับข้อมูลในช่วงใกล้วันประกาศผลกำไรเพื่อที่จะให้การคาดการณ์ออกมาแม่นยำที่สุด อย่างไรก็ตามอาจจะไม่สามารถสรุปได้ว่านักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์แบบโดดมีข้อมูลภายใน (Private Information) ที่นำมาปรับการคาดการณ์มากกว่านักวิเคราะห์อื่นๆเพราะการปรับการคาดการณ์ในช่วงใกล้วันประกาศผลกำไรช่วงนั้นบริษัทได้เริ่มทำการเปิดเผยข้อมูลสู่สาธารณะแล้ว จึงอาจจะทำให้การคาดการณ์มีความแม่นยำมากกว่า

ในส่วนของตัวแปรควบคุมที่ควบคุมถึงคุณลักษณะของบริษัทที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์ (Firm's Characteristic) เราได้ทำการเพิ่มตัวแปรจำนวนนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์บริษัทนั้นๆ ซึ่งจำนวนนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์แต่ละบริษัทสามารถบอกถึงขนาดของบริษัทโดย

บริษัทที่มีนักวิเคราะห์ทำการติดตามเป็นจำนวนมากจะมีขนาดซึ่งวัดจากมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ใหญ่กว่าบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ติดตามน้อย

(7) Number of analyst cover the firm (*AnalystCoverijt*) จำนวนของนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์และติดตามกำไรของบริษัทก็ส่งผลต่อลักษณะของการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์เช่นเดียวกัน โดยบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ติดตามเป็นจำนวนมากอาจจะทำให้เกิดการคาดการณ์แบบโดดได้ยาก ทำให้ลักษณะการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์นั้นเหมือนเป็นการคาดการณ์แบบแห่ตามกัน (Herding Forecast) ในทางตรงกันข้ามบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ติดตามจำนวนน้อยจะทำให้การคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ดูเหมือนเป็นลักษณะการคาดการณ์แบบโดด (Bold Forecast) และนอกจากนี้บริษัทที่มีขนาดใหญ่ยังมีแนวโน้มที่จะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ทำให้นักวิเคราะห์ได้รับข้อมูลในปริมาณที่ใกล้เคียงกัน ทำให้การคาดการณ์มักจะออกมาในรูปแบบที่เป็นการคาดการณ์แบบแห่ตามกัน (Herding Forecast)

คุณลักษณะของบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์ (Brokerage's Characteristic) เป็นตัวแปรที่เป็นปัจจัยที่สำคัญต่อลักษณะการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ และเป็นตัวแปรที่นักวิเคราะห์ไม่สามารถควบคุมได้ โดยที่เราจะทำการศึกษาถึงขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ และการที่บริษัทหลักทรัพย์นั้นเป็นที่ปรึกษาทางการเงินให้กับบริษัทที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์ โดยผู้วิจัยได้แบ่งประเภทของการเป็นที่ปรึกษาออกเป็น 3 ประเภท คือ (1)การควบรวมกิจการ (M&A) (2)การออกหุ้นเพิ่มทุน(PO) (3)การออกหุ้นกู้ อย่างไรก็ตามพบว่าบริษัทส่วนมากในSET50 ที่เราได้นำมาทำการศึกษาคั้งนี้ได้สิทธิจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ให้สามารถออกหุ้นกู้ได้เองโดยไม่ต้องมีที่ปรึกษาทางการเงินทำให้เราเหลือธุรกรรมที่จะทำการวิเคราะห์เพียงแค่สองประเภทข้างต้น

(8) Brokerage House's Size (*BrokerSizeijt*) เป็นการวัดขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ของนักวิเคราะห์ i ในแต่ละช่วงเวลาที่ได้ทำการคาดการณ์ ซึ่งขนาดเทียบจากจำนวนนักวิเคราะห์ในบริษัท เราคาดว่า นักวิเคราะห์ที่ทำงานอยู่ในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ คือมีนักวิเคราะห์จำนวนมากจะสามารถคาดการณ์กำไรได้แม่นยำมากกว่านักวิเคราะห์ในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็ก และมีแนวโน้มที่จะคาดการณ์แบบโดดมากกว่า เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่จะมีต้นทุนในการเข้าถึงข้อมูลที่ต่ำกว่า และมีเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพเอื้อประโยชน์ให้กับนักวิเคราะห์ในการวิเคราะห์ข้อมูล

(9) M&A Deal (*M&Aijt*) เป็นการเก็บข้อมูลบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์และเป็นที่ปรึกษาให้กับบริษัทในการควบรวมกิจการ โดยผู้วิจัยจะแบ่งบริษัทที่มีการทำธุรกรรมในขณะนั้นให้เท่ากับ1 ในช่วงเวลาปกติเท่ากับ0 โดยจะให้ถือเป็นช่วงเวลาการทำธุรกรรมคือ 1 ไตรมาส ก่อนและ

หลังที่ได้มีการเปิดเผยการควมรวมอย่างเป็นทางการ โดยเราคาดว่านักวิเคราะห์ที่อยู่ในบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์ที่รับเป็นที่ปรึกษาทางการเงินจะมีแนวโน้มที่จะทำการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) มากกว่านักวิเคราะห์อื่นๆเนื่องจากสามารถเข้าถึงข้อมูลได้ง่าย

(10) Public Offering Deal (POijt) เป็นการวัดข้อมูลบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์และเป็นที่ปรึกษาให้กับบริษัทในการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยผู้วิจัยจะแบ่งบริษัทที่มีการทำธุรกรรมในขณะนั้นให้เท่ากับ1 ในช่วงเวลาปกติเท่ากับ0 โดยจะให้ถือเป็นเวลาการทำธุรกรรมคือ 1 ไตรมาส ก่อนและหลังที่ได้มีการเปิดเผยการออกหุ้นเพิ่มทุนอย่างเป็นทางการ โดยเราคาดว่านักวิเคราะห์ที่อยู่ในบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์ที่รับเป็นที่ปรึกษาทางการเงินจะมีแนวโน้มที่จะทำการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) มากกว่านักวิเคราะห์อื่นๆเนื่องจากสามารถเข้าถึงข้อมูลได้ง่าย และนอกจากนี้อาจจะทำการคาดการณ์แบบโหดเพื่อขึ้นนำตลาดให้เป็นไปตามที่ลูกค้าต้องการ

ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าหลังจากศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการคาดการณ์แบบโหด(Bold Forecast) และ คุณลักษณะของนักวิเคราะห์ (Analyst's Characteristics) ดังกล่าวข้างต้น พบว่าจำนวนวันนี้นักวิเคราะห์ที่มีมักจะทำการเทียบกับนักวิเคราะห์คนก่อนหน้า (DayElapsed) อาจจะมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast)คาดการณ์แบบโหด เนื่องจากความแตกต่างในการเก็บข้อมูลการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์แต่ละช่วงที่ใช้ในการหา ลักษณะของการคาดการณ์ นอกจากนี้การคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ที่ใกล้กับวันประกาศผลกำไร อาจจะมี ความแม่นยำมากกว่าและอาจมีความแตกต่างมากกว่านักวิเคราะห์อื่นๆ ทำให้ดูเหมือนเป็น การคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) ทั้งๆที่ความเป็นจริงอาจจะเกิดจากข้อมูลที่บริษัทได้ เผยแพร่ต่อสาธารณะ และจากงานวิจัยที่ผ่านมาส่วนมากพบว่านักวิเคราะห์ที่อยู่ในบริษัทหลักทรัพย์ ขนาดใหญ่ (Brokerage's Size) สามารถเข้าถึงข้อมูลได้ง่ายกว่าและมีเครื่องมือในการช่วยประเมิน ข้อมูลที่มีประสิทธิภาพมากกว่าจึงทำให้นักวิเคราะห์ในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะ ทำการคาดการณ์แบบโหด รวมไปถึงความถี่ในการปรับการคาดการณ์ (Forecast Frequency) โดย เราเชื่อว่านักวิเคราะห์ที่ปรับการคาดการณ์อยู่เสมอ เนื่องจากต้องการปรับการคาดการณ์ให้ถูกต้องกับ ข้อมูลใหม่ที่ได้รับมาและยังทำให้เกิดความชำนาญในการคาดการณ์บริษัทนั้นๆมากขึ้น และผู้วิจัยคาด ว่าลักษณะนิสัยของเพศชายอาจจะทำให้เกิดการคาดการณ์แบบโหดมากกว่าเพศหญิง

ในทางตรงกันข้าม นักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์แบบโหดมักจะมีจำนวนบริษัทที่ ติดตามน้อยกว่านักวิเคราะห์ที่มีมักจะทำการคาดการณ์แบบแห่ตามกัน ทำให้นักวิเคราะห์ที่ทำการ คาดการณ์แบบโหดมีเวลาในการวิเคราะห์บริษัทได้อย่างเต็มที่มากกว่า ดังนั้นเราคาดว่า การ คาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) จะมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับ Analyst Portfolio

ในส่วนที่สองงานวิจัยเราจะทำการศึกษาความสัมพันธ์ของการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) และ ความแม่นยำในการคาดการณ์ (Forecast Accuracy) โดยผู้วิจัยคาดว่า คุณลักษณะของนักวิเคราะห์ที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) ควรมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับความแม่นยำในการคาดการณ์ (Forecast Accuracy) ด้วยเช่นกัน ในทางกลับกันคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) ควรมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับความแม่นยำของการคาดการณ์ (Forecast Accuracy) ด้วยเช่นกัน และปัจจัยนอกเหนือจากคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ที่นำมา ศึกษาถึงความสัมพันธ์กับค่าความแม่นยำในการคาดการณ์คือ

ขนาดของความโหดของการคาดการณ์แบบโหดของนักวิเคราะห์ (Bold Size) โดยที่เรา คาดว่าความสัมพันธ์ของขนาดการคาดการณ์แบบโหด และ ความแม่นยำในการคาดการณ์จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันถ้านักวิเคราะห์ที่ใช้การวิเคราะห์แบบโหด (Bold Forecast) จากข้อมูล ภายในของบริษัท (Private Information) ที่นักวิเคราะห์ได้รับ

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

4.1 ผลการวิจัยความสัมพันธ์ในการคาดการณ์แบบโหดและคุณลักษณะในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์เบื้องต้น

จากการที่ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการคาดการณ์แบบโหด และคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ โดยได้ทำการแบ่งลักษณะการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) และการคาดการณ์แบบแท้ตามกัน เป็น 1 และ 0 ตามลำดับ ซึ่งทางผู้วิจัยได้แบ่งการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ว่าเป็นการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) ก็ต่อเมื่อมีการคาดการณ์ของในการคาดการณ์ครั้งนั้นๆ นักวิเคราะห์นั้นมากกว่าหรือน้อยกว่าทั้งการคาดการณ์ครั้งก่อนหน้าของตนเอง (Prior Forecast) และ ค่าเฉลี่ยของการคาดการณ์ (Average Forecast) โดยมีตัวแปรคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ (Analyst's Characteristic) ที่นำมาศึกษาคือ (1) ความถี่ในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ในรอบเวลาที่ได้ทำการศึกษา (Forecast Frequency) โดยรวมทุกครั้งที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์โดยไม่คำนึงถึงบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์ ณ ขณะนั้น (2) ความแม่นยำในการคาดการณ์ครั้งก่อนหน้า (Past Accuracy) ของนักวิเคราะห์ ซึ่งวัดจากความแม่นยำในการคาดการณ์ครั้งก่อนหน้าที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์ไว้ (3) จำนวนหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์และติดตาม (Analyst Portfolio) ซึ่งวัดจากจำนวนหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ได้ทำการติดตามทั้งหมดในช่วงเวลานั้นๆ (4) เพศ (Gender) โดยทำการแบ่งเพศเป็น 2 เพศ คือชายและหญิง เป็น 1 และ 0 ตามลำดับ นอกจากคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ที่นำมาศึกษาเราคาดว่าคุณลักษณะของบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์ (Brokerage's Characteristic) ก็มีส่วนสำคัญในการอธิบายลักษณะการคาดการณ์แบบโหดของนักวิเคราะห์ ซึ่งงานวิจัยนี้คุณลักษณะของบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์ที่เราจะนำมาทำการศึกษาคือ (1) ขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ (Brokerage House's Size) โดยวัดจากจำนวนนักวิเคราะห์ทั้งหมดในบริษัท (2) การรับเป็นที่ปรึกษาทางการเงินของให้กับบริษัทที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์ ซึ่งในส่วนนี้เราได้ธุรกรรมที่บริษัทซื้อขายหลักทรัพย์เป็นที่ปรึกษาให้กับบริษัทที่นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์เป็น 2 รูปแบบ คือ การควบรวมกิจการ (M&A) และการออกหุ้นเพิ่มทุน (Public Offering) นอกจากตัวแปรดังกล่าวข้างต้นผู้วิจัยได้ทำการเพิ่มตัวแปรควบคุม ที่อาจจะเกิดจากความไม่แน่นอนของช่วงเวลาที่นำมาเปรียบเทียบการคาดการณ์แบบโหดในนักวิเคราะห์แต่ละคน (1)ระยะห่างระหว่างช่วงเวลาที่นักวิเคราะห์ได้ทำการ

คาดการณ์เทียบกับนักวิเคราะห์คนก่อนหน้าที่ได้ทำการคาดการณ์บริษัทเดียวกัน (Day Elapsed) (2) ช่วงเวลาที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์ก่อนวันที่บริษัทได้ทำการประกาศกำไร (Forecast Horizon) (3) จำนวนนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์ในแต่ละบริษัท (Analyst Coverage) เนื่องจากแต่ละบริษัทมีจำนวนนักวิเคราะห์ที่ทำการติดตามและคาดการณ์ไม่ซึ่งอาจจะทำให้ผลของการวิเคราะห์ออกมามีความแตกต่างกันไป ทำให้เราได้เพิ่มตัวแปรเหล่านี้มาเป็นตัวแปรควบคุม (Control Bias)

ซึ่งเราได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ผ่านสมการรีเกรสชัน โดยข้อมูลที่เราได้ทำการศึกษาทั้งหมดคือการคาดการณ์ทั้งหมด 4,948 ครั้ง จากนักวิเคราะห์ 183 คน ที่ทำการคาดการณ์ทั้งหมด 71 บริษัท

ผลการทดสอบความสัมพันธ์นั้นพบว่าเพศ ไม่มีความสัมพันธ์กับการคาดการณ์แบบโตดอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตามเราพบว่าคุณลักษณะอย่างอื่นทั้งความถี่ในการคาดการณ์ ความแม่นยำจากการคาดการณ์ในอดีต จำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์ได้ทำการติดตาม มีความสัมพันธ์กับการคาดการณ์แบบโตด (Bold Forecast) ของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับกับคุณลักษณะของบริษัททำการซื้อขายหลักทรัพย์ที่รับเป็นที่ปรึกษาทางการเงินให้กับบริษัทที่นักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์ ก็มีความสัมพันธ์กับลักษณะการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ อย่างมีนัยสำคัญ ต่างจากขนาดของบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีความสัมพันธ์กับลักษณะการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ และ คุณลักษณะของบริษัทหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์กับลักษณะการคาดการณ์แบบโตดของนักวิเคราะห์ ยังพบว่าตัวแปรควบคุม ที่ใช้ควบคุมช่วงเวลาในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ยังมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการคาดการณ์แบบโตด ต่างจากจำนวนนักวิเคราะห์ที่ทำการติดตามคาดการณ์ในแต่ละบริษัทไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการคาดการณ์แบบโตด

จากการศึกษาความสัมพันธ์ข้างต้นพบว่านักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์บ่อยจะนำไปสู่การคาดการณ์แบบโตดที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่เราคาดว่านักวิเคราะห์มักจะปรับการคาดการณ์จากข้อมูลที่ได้รับมาใหม่ซึ่งจะมีความแตกต่างจากค่าเก่า อย่างไรก็ตามเมื่อนักวิเคราะห์พบว่าการคาดการณ์ที่ออกไปในอดีตนั้นมีความแม่นยำ นักวิเคราะห์จึงเลือกที่จะหลีกเลี่ยงความผิดพลาดที่อาจจะเกิดขึ้นจากการคาดการณ์แบบโตด จึงทำให้นักวิเคราะห์ที่มีค่าความแม่นยำในอดีตสูงเลือกที่จะทำการคาดการณ์แบบแท้ตามกันในครั้งถัดมากกว่า และนักวิเคราะห์ที่มีทำการติดตามบริษัทเป็นจำนวนไม่มากมีแนวโน้มที่จะทำการคาดการณ์แบบโตดมากกว่านักวิเคราะห์ที่มีจำนวนหลักทรัพย์ที่ต้องติดตามมาก เพื่อหลีกเลี่ยงความผิดพลาดจึงทำการคาดการณ์แบบแท้ตามกันจะเห็นได้จากความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างจำนวนหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ทำการติดตามกับการคาดการณ์แบบโตด ซึ่งจำนวนหลักทรัพย์ที่มากขึ้นจะทำให้นักวิเคราะห์เลือกที่จะทำการคาดการณ์

ตารางที่ 4.1 ความสัมพันธ์ระหว่างการคาดการณ์แบบโหดของนักวิเคราะห์ (Bold Forecast) และ คุณลักษณะของนักวิเคราะห์

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0.8283	0.0846	9.7868	0.0000	0.6623	0.9942
ForFrequency	0.0022	0.0010	2.1896	0.0286	0.0002	0.0042
PastAccuracy	-0.1894	0.0829	-2.2856	0.0223	-0.3519	-0.0269
AnalystPort	-0.0091	0.0011	-8.4242	0.0000	-0.0112	-0.0070
Gender	0.0113	0.0140	0.8076	0.4194	-0.0162	0.0388
DayElapsed	-0.0011	0.0003	-4.2643	0.0000	-0.0016	-0.0006
ForHorizon	0.0004	0.0002	2.1061	0.0352	0.0000	0.0008
AnalystCover	0.0002	0.0008	0.2304	0.8178	-0.0014	0.0018
BrokerSize	-0.0005	0.0012	-0.4290	0.6679	-0.0030	0.0019
M&A	0.4219	0.0413	10.2073	0.0000	0.3408	0.5029
PO	0.3230	0.0796	4.0580	0.0001	0.1670	0.4791

แบบโหด (Bold Forecast) ลดลง ต่างจากนักวิเคราะห์ที่มีจำนวนหลักทรัพย์ที่ทำการติดตามน้อยทำให้มีเวลาที่จะทำการศึกษาและวิเคราะห์หลักทรัพย์มากขึ้น ทำให้เกิดการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) ที่มากกว่า นอกจากนี้ยังพบว่าช่วงเวลาระหว่างการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์และนักวิเคราะห์คนก่อนหน้า (Day Elapsed) ที่มากส่งผลให้นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์แบบโหดน้อยลง ต่างจากนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์ใกล้กับวันประกาศผลกำไร พบว่านักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์ใกล้กับวันที่บริษัททำการประกาศผลกำไร จะมีแนวโน้มที่จะมีการคาดการณ์แบบโหดมากขึ้น ซึ่งอาจจะเป็นเพราะนักวิเคราะห์ที่ได้รับข้อมูลจากบริษัท ซึ่งเป็นข้อมูลที่มีความน่าเชื่อถือเพราะเป็นในช่วงเวลาเดียวกันกับที่บริษัทต้องการจะประกาศผลกำไรอยู่แล้วเช่นกัน อย่างไรก็ตามข้อมูลที่นักวิเคราะห์เหล่านี้ได้รับมาก็อาจจะเป็นข้อมูลที่บริษัทนั้นทำการเผยแพร่สู่สาธารณะเช่นเดียวกัน

ในส่วนของคุณลักษณะของบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์ต่อการคาดการณ์แบบโหด พบว่าขนาดของหลักทรัพย์ ไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญต่อการคาดการณ์แบบโหด แต่บริษัทหลักทรัพย์ที่รับเป็นที่ปรึกษาทางการเงินให้กับบริษัทที่นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์พบว่ามีความสัมพันธ์ทำให้เกิดการคาดการณ์แบบโหดที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งการเป็นที่ปรึกษาให้บริษัทเมื่อบริษัทต้องการทำการควบรวมกิจการ (M&A) และ เมื่อบริษัทต้องการที่จะออกหุ้นเพิ่มทุน (PO) โดยเราคาดการณ์ว่านักวิเคราะห์ที่อยู่ในบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์ที่รับเป็นที่ปรึกษาทางการเงิน อาจจะมีช่องทางการเข้าถึงข้อมูลที่ดีกว่านักวิเคราะห์อื่นๆ และนอกจากนี้นักวิเคราะห์ยังสามารถทำการคาดการณ์เพื่อเป็นการขึ้นนำตลาด ซึ่งอาจจะทำให้บทวิเคราะห์กำไรต่อหุ้นที่ออกมามีความแตกต่างจากนักวิเคราะห์อื่นๆมาก เพื่อเป็นการเอาใจลูกค้าของบริษัทให้ราคาเป็นไปตามเป้าหมายที่ลูกค้าต้องการ ซึ่งอาจจะนำไปสู่ราคาที่สูงเกินไปหรืออาจจะเกิดการบิดเบือนจากราคาที่ควรจะเป็นก็เป็นได้

4.1.1 ผลการศึกษาโดยจำกัดตัวแปรบริษัทที่มีนักวิเคราะห์มากกว่า 4 คน ต่อบริษัท

หลังจากที่ได้ทำการศึกษาตัวแปรทั้งหมดทางผู้วิจัยจึงได้ทำการศึกษาต่อเฉพาะบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์มากกว่า 4 คน โดยเราคาดว่าบริษัทที่มีนักวิเคราะห์น้อยอาจจะทำให้ผลการแบ่งประเภทคุณลักษณะมีความคาดเคลื่อน ซึ่งจะส่งผลให้การอธิบายคุณลักษณะการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) ของนักวิเคราะห์ที่ได้ค่าที่มีความผิดพลาด หลังจากที่เราจำกัดตัวแปรบริษัทเหลือเฉพาะบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์มากกว่า 4 คน พบว่าเหลือบริษัททั้งหมด 67 บริษัทจาก 71 บริษัท และมีนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์ทั้งหมด 182 คนจากเดิมที่มี 183 คน

ตารางที่ 4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างการคาดการณ์แบบโตของนักวิเคราะห์ และ คุณลักษณะของนักวิเคราะห์ โดยศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์มากกว่า 4 คน

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0.8283	0.0846	9.7868	0.0000	0.6623	0.9942
ForFrequency	0.0022	0.0010	2.1896	0.0286	0.0002	0.0042
PastAccuracy	-0.1894	0.0829	-2.2856	0.0223	-0.3519	-0.0269
AnalystPort	-0.0091	0.0011	-8.4242	0.0000	-0.0112	-0.0070
Gender	0.0113	0.0140	0.8076	0.4194	-0.0162	0.0388
DayElapsed	-0.0011	0.0003	-4.2643	0.0000	-0.0016	-0.0006
ForHorizon	0.0004	0.0002	2.1061	0.0352	0.0000	0.0008
AnalystCover	0.0002	0.0008	0.2304	0.8178	-0.0014	0.0018
BrokerSize	-0.0005	0.0012	-0.4290	0.6679	-0.0030	0.0019
M&A	0.4219	0.0413	10.2073	0.0000	0.3408	0.5029
PO	0.3230	0.0796	4.0580	0.0001	0.1670	0.4791

จากตารางที่ 4.2 พบว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการคาดการณ์แบบ โดดก่อนที่เราจะทำการจำกัดตัวแปรให้เหลือเฉพาะบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์มากกว่า 4 คน ยังคงความสัมพันธ์แบบเดิม โดยพบว่า เพศ (Gender) จำนวนนักวิเคราะห์ที่ทำการการ คาดการณ์บริษัท (Analyst Cover) รวมถึงขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ (Broker's Size) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการคาดการณ์แบบโดด (Bold Forecast) โดยพบว่านักวิเคราะห์ที่ ทำการคาดการณ์ถี่ จะมีแนวโน้มที่ทำการคาดการณ์ต่างจากนักวิเคราะห์คนอื่น ๆ มากขึ้น ต่างจาก นักวิเคราะห์ที่ทำติดตามและคาดการณ์หลายบริษัทซึ่งอาจจะไม่มีเวลาในการวิเคราะห์ที่เพียงพอจึง เลือกที่จะทำการคาดการณ์แบบแห่ตามกัน (Herding Forecast) เพื่อที่จะหลีกเลี่ยงความผิดพลาด จากการคาดการณ์ เช่นเดียวกันกับนักวิเคราะห์ที่ความแม่นยำในการคาดการณ์ในอดีตที่สูง มีแนวโน้ม ที่จะคาดการณ์แบบโดดน้อยลงเพื่อที่จะหลีกเลี่ยงความผิดพลาดที่อาจจะเกิดขึ้น จึงเลือกทำการ คาดการณ์แบบแห่ตามกัน (Herding Forecast) เพื่อรักษาชื่อเสียงไว้

4.1.2 ผลการศึกษาโดยจำกัดตัวแปรบริษัทที่มีนักวิเคราะห์มากกว่า 4 คนต่อบริษัท และนักวิเคราะห์แต่ละคนทำการคาดการณ์มากกว่า 4 ครั้งในช่วงเวลาที่ได้ทำการศึกษา

หลังจากที่ได้ทำการจะจำกัดตัวแปรบริษัทให้เหลือเพียงบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ทำ การคาดการณ์มากกว่า 4 ครั้ง เราจึงได้ทำการจำกัดการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ โดยจะศึกษา เฉพาะนักวิเคราะห์ที่มีการคาดการณ์มากกว่า 4 ครั้งในรอบเวลาที่เราได้ทำการศึกษา และทำการ คาดการณ์บริษัทที่มีนักวิเคราะห์คาดการณ์มากกว่า 4 คน หลังจากที่เราจำกัดตัวแปรดังกล่าวแล้ว พบว่าเหลือบริษัททั้งหมด 62 บริษัทจาก 71 บริษัท และมีนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์ทั้งหมด 120 คนจากเดิมที่มี 183 คน

จากตารางที่ 4.3 พบว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการ คาดการณ์แบบโดดทั้งก่อนที่เราจะทำการจำกัดตัวแปรให้เหลือเฉพาะบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ทำการ คาดการณ์มากกว่า 4 คนและหลังจากได้จำกัดแล้ว และเมื่อจำกัดให้เหลือเพียงนักวิเคราะห์ที่ทำการ คาดการณ์มากกว่า 4 ครั้งในรอบเวลา พบว่าตัวแปรยังคงความสัมพันธ์แบบเดิมโดยที่ เพศ (Gender) จำนวนนักวิเคราะห์ที่ทำการการคาดการณ์บริษัท (Analyst Cover) รวมถึงขนาดของ บริษัทหลักทรัพย์(Brokerage House's Size) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการคาดการณ์ แบบโดด (Bold Forecast) โดยพบความสัมพันธ์เช่นเดียวกันกับการจำกัดตัวแปรในก่อนหน้า

ตารางที่ 4.3 ความสัมพันธ์ระหว่างการคาดการณ์แบบโตดของนักวิเคราะห์ และ คุณลักษณะของนักวิเคราะห์ โดยศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ทำการ
 คาดการณ์มากกว่า 4 คน และนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์มากกว่า 4 ครั้ง

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0.8300	0.0847	9.7995	0.0000	0.6639	0.9960
ForFrequency	0.0022	0.0010	2.2105	0.0271	0.0003	0.0042
PastAccuracy	-0.1897	0.0829	-2.2883	0.0222	-0.3522	-0.0272
AnalystPort	-0.0091	0.0011	-8.4180	0.0000	-0.0112	-0.0070
Gender	0.0115	0.0140	0.8153	0.4149	-0.0161	0.0390
DayElapsed	-0.0011	0.0003	-4.3278	0.0000	-0.0016	-0.0006
ForHorizon	0.0004	0.0002	2.1028	0.0355	0.0000	0.0008
AnalystCover	0.0002	0.0008	0.1922	0.8476	-0.0015	0.0018
BrokerSize	-0.0006	0.0012	-0.4613	0.6446	-0.0030	0.0019
M&A	0.4221	0.0413	10.2119	0.0000	0.3410	0.5031
PO	0.3230	0.0796	4.0580	0.0001	0.1670	0.4790

จากตารางที่ 4.3 พบว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการคาดการณ์แบบโหดทั้งก่อนที่เราจะทำการจำกัดตัวแปรให้เหลือเฉพาะบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์มากกว่า 4 คนและหลังจากได้จำกัดแล้ว และเมื่อจำกัดให้เหลือเพียงนักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์มากกว่า 4 ครั้งในรอบเวลา พบว่าตัวแปรยังคงความสัมพันธ์แบบเดมโตน เพศ (Gender) จำนวนนักวิเคราะห์ที่ทำการการคาดการณ์บริษัท (Analyst Cover) รวมถึงขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ (Brokerage House's Size) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) โดยพบความสัมพันธ์เช่นเดียวกันว่านักวิเคราะห์ที่ทำการคาดการณ์ถี่ จะมีแนวโน้มที่ทำการคาดการณ์ต่างจากนักวิเคราะห์คนอื่นๆมากขึ้น ต่างจาก นักวิเคราะห์ที่ทำติดตามและคาดการณ์หลายบริษัทซึ่งอาจจะไม่มีเวลาในการวิเคราะห์ที่เพียงพอจึงเลือกที่จะทำการคาดการณ์แบบแห่ตามกัน (Herding Forecast) เพื่อที่จะหลีกเลี่ยงความผิดพลาดจากการคาดการณ์ เช่นเดียวกันกับนักวิเคราะห์ที่ในอดีตสามารถคาดการณ์ได้แม่นยำ มีแนวโน้มที่จะคาดการณ์ตามนักวิเคราะห์อื่นๆมากกว่าที่จะคาดการณ์โหดจากคนอื่น เนื่องจากต้องการที่จะรักษาชื่อเสียงไว้ จึงคาดการณ์แบบโหดน้อยลงเพื่อที่จะหลีกเลี่ยงความผิดพลาดที่อาจจะเกิดขึ้น

4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างความแม่นยำในการคาดการณ์ (Forecast Accuracy) และการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast)

ในส่วนที่สองของการศึกษาเราจะทำการศึกษาถึงความแม่นยำในการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) ซึ่งผู้วิจัยได้นำขนาดของการคาดการณ์แบบโหดมาศึกษาหาความสัมพันธ์กับความแม่นยำในการคาดการณ์รวมถึงคุณลักษณะของการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ด้วยเช่นเดียวกัน ซึ่งจำนวนการคาดการณ์ที่เหลือจากการตัดข้อมูลที่ไม่สามารถใช้ได้ทำให้เหลือการคาดการณ์ที่นำมาศึกษาทั้งหมดมีจำนวน 4,948 ครั้ง ซึ่งแบ่งเป็นการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) 2,821 ครั้ง และเป็นการคาดการณ์แบบแห่ตามกัน (Herding Forecast) ทั้งหมด 2,127 ครั้ง ซึ่งในส่วนที่สองของงานวิจัยนี้เราได้ทำการวัดขนาดของการคาดการณ์แบบโหดเพิ่มเติมเพื่อมาเป็นตัวแปรศึกษาถึงความแม่นยำในการคาดการณ์

จากตารางที่ 4.4 พบว่าขนาดของการคาดการณ์แบบโหด (Bold Size) ค่าความแม่นยำในอดีตของนักวิเคราะห์ (Past Accuracy) และ จำนวนหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์ (Analyst's Portfolio) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับค่าความแม่นยำในการคาดการณ์ อย่างไรก็ตามเราพบว่าไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างความถี่ในการคาดการณ์ (Forecast Frequency) และ ความแม่นยำในการคาดการณ์

ตารางที่ 4.4 ความสัมพันธ์ระหว่างความแม่นยำในการคาดการณ์ กับขนาดของการคาดการณ์แบบ
โหด และ คุณลักษณะของนักวิเคราะห์

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard</i>		<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower</i>	<i>Upper</i>
		<i>Error</i>				<i>95%</i>	<i>95%</i>
Intercept	0.83568	0.074586		8.58	0.000	4.107535	6.580449
BoldSize	0.0685	.0080443		4.03	0.000	-0.08471	0.072797
ForeFrequency	-1.35E-19	5.44E-20		-2.49084	0.447	-2.4E-19	-2.9E-20
PastAccuracy	0.445938	5.4E-18		1.85E+17	0.013	0.371617	0.52026
AnalystPort	-0.0162	6.66E-20		5.615553	0.025	2.43E-19	5.05E-19

ซึ่งนักวิเคราะห์ที่มีขนาดของการคาดการณ์แบบโหดที่แตกต่างจากนักวิเคราะห์อื่นๆมาก ส่งผลให้ความแม่นยำมากขึ้นในการคาดการณ์ เช่นเดียวกันกับนักวิเคราะห์ที่มีค่าความแม่นยำในการคาดการณ์ในอดีตสูงจะมีแนวโน้มที่จะมีความแม่นยำในการคาดการณ์สูงโดยที่ผู้วิจัยคาดว่านักวิเคราะห์ที่มีความแตกต่างในการคาดการณ์ต่างจากนักวิเคราะห์อื่นๆสูงเนื่องจากนักวิเคราะห์ได้รับข้อมูลภายในจากบริษัทจึงทำให้สามารถวิเคราะห์ออกมาได้แตกต่างและมีความแม่นยำมากยิ่งขึ้น และนอกจากนั้นความแม่นยำในอดีตยังสะท้อนถึงความสามารถของนักวิเคราะห์ว่านักวิเคราะห์มีความเชี่ยวชาญในการคาดการณ์ทำให้มีความแม่นยำสูงมากขึ้น ในทางตรงข้ามนักวิเคราะห์ที่ทำการติดตามหลายหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะมีความแม่นยำในการคาดการณ์ลดลงเนื่องจากนักวิเคราะห์ไม่มีเวลาในการคาดการณ์อย่างเต็มที่จึงเลือกที่จะคาดการณ์ตามนักวิเคราะห์อื่นๆ

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) และความแม่นยำในการคาดการณ์ (Forecast Accuracy) พบว่าคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ที่ส่งผลต่อการคาดการณ์แบบโหดของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญคือ ความถี่ในการคาดการณ์ (Forecast Frequency) ความแม่นยำจากการคาดการณ์ในอดีต (Past Accuracy) และ จำนวนหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ทำการติดตามและการคาดการณ์อย่างไรก็ตามเราพบว่าเพศของนักวิเคราะห์ที่ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) ของนักวิเคราะห์

จากความสัมพันธ์ของคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ที่มีต่อลักษณะการคาดการณ์แบบโหด ซึ่งงานวิจัยนี้ได้ทำการเก็บข้อมูลการคาดการณ์ในช่วง ค.ศ.2009-2015 โดยเราได้ศึกษาเฉพาะกลุ่มบริษัทที่มีขนาดใหญ่ 50 อันดับแรกโดยวัดจากขนาดมูลค่าตามราคาตลาด สามารถสรุปได้ว่านักวิเคราะห์ที่มีการคาดการณ์ถี่ โดยไม่คำนึงถึงลักษณะการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ นั้นจะมีแนวโน้มที่จะทำการคาดการณ์แบบโหดมากขึ้น ซึ่งความถี่ที่มากในการคาดการณ์จะรวมถึงประสบการณ์ที่มากในการวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์เช่นเดียวกัน เพราะความถี่ในการคาดการณ์จะหมายถึงความถี่ในการศึกษาบริษัทนั้นๆเช่นเดียวกัน ในทางตรงกันข้ามนักวิเคราะห์ที่ทำการติดตามและคาดการณ์บริษัทเป็นจำนวนมากมักจะทำการคาดการณ์แบบโหดน้อยลง โดยจะทำการคาดการณ์แบบแห่ตามนักวิเคราะห์อื่นๆที่เชื่อว่ามีความสามารถ เนื่องจากนักวิเคราะห์เหล่านี้มีหลักทรัพย์ที่ต้องวิเคราะห์มากจึงไม่มีเวลาที่เพียงพอในการติดตามและเข้าถึงข่าวสารของแต่ละบริษัท เพื่อหลีกเลี่ยงความผิดพลาดนักวิเคราะห์จึงเลือกที่จะวิเคราะห์ตามนักวิเคราะห์หมู่่มาก และถึงแม้ว่านักวิเคราะห์เหล่านี้จะได้รับข้อมูลภายใน (Private Information) นักวิเคราะห์เหล่านี้ก็จะมีความชำนาญในการคาดการณ์บริษัทเหล่านี้น้อยกว่านักวิเคราะห์ที่มีหลักทรัพย์ที่ติดตามน้อยจึงเลือกที่จะคาดการณ์ตามนักวิเคราะห์หมู่่มากเช่นเดียวกัน ในขณะที่นักวิเคราะห์ที่มีความแม่นยำในการคาดการณ์ในอดีตมาก (Past Accuracy) ก็มีแนวโน้มที่จะทำการคาดการณ์แบบโหดที่ต่ำลง โดยเราคาดว่าเพื่อเป็นการรักษาชื่อเสียงของนักวิเคราะห์ นักวิเคราะห์เหล่านี้จึงเลือกที่จะทำการคาดการณ์แบบแห่ตามกันเพื่อหลีกเลี่ยงความผิดพลาดที่อาจจะเกิดขึ้น ซึ่งการคาดการณ์ผิดพลาดที่เกิดพร้อมกับนักวิเคราะห์อื่นๆย่อมไม่ส่งผลต่อชื่อเสียงของนักวิเคราะห์เท่ากับการที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ต่างจากนักวิเคราะห์อื่นๆมาก แล้วมีค่าความผิดพลาดสูง

ในขณะที่เดียวกันจากการศึกษาความสัมพันธ์ของคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ที่มีต่อการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) เราพบคุณลักษณะบางอย่างของบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์ (Broker's Characteristic) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการคาดการณ์แบบโหด เราพบว่าขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ (Brokerage House's Size) ซึ่งทำการวัดจากจำนวนของนักวิเคราะห์ที่อยู่ในบริษัท โดยเราคาดว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่คือบริษัทที่มีนักวิเคราะห์เป็นจำนวนมาก อาจจะมีช่องทางที่ช่วยให้นักวิเคราะห์ทำการวิเคราะห์ข้อมูลได้ดีกว่า หรือมีต้นทุนในการเข้าถึงข้อมูลที่ถูกกว่า และจะทำให้ให้นักวิเคราะห์มีการคาดการณ์แบบโหดเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามขนาดของบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์นั้นไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการคาดการณ์แบบโหด แต่เราพบว่าเมื่อบริษัทหลักทรัพย์รับเป็นที่ปรึกษาทางการเงินให้กับบริษัทที่นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์ ซึ่งธุรกรรมทางการเงินที่เราให้ความสนใจวิเคราะห์คือ การควบรวมบริษัท (M&A) และการออกหุ้นเพิ่มทุน (Public Offering) โดยธุรกรรมทั้งสองอย่างนี้จะส่งผลต่อการวิเคราะห์ผลกำไรของบริษัทที่เปลี่ยนไป ซึ่งเราพบว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) และการที่บริษัทซื้อขายหลักทรัพย์รับเป็นที่ปรึกษาให้กับบริษัทนั้นๆ ทั้งการควบรวมกิจการ และ ออกหุ้นเพิ่มทุน ต่างก็ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อการคาดการณ์แบบโหด โดยที่เมื่อนักวิเคราะห์ที่อยู่ในบริษัทที่รับเป็นที่ปรึกษาทางการเงินให้กับบริษัทที่นักวิเคราะห์ทำการคาดการณ์ จะมีแนวโน้มที่จะทำคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) เพิ่มสูงขึ้น

ในส่วนที่สองของงานวิจัยเราได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความแม่นยำในการคาดการณ์ (Forecast Accuracy) และการคาดการณ์แบบโหด (Bold Forecast) โดยที่เราวัดขนาดการโหดของการคาดการณ์ (Bold Size) เพื่อที่จะทดสอบความสัมพันธ์ของขนาดความโหดเทียบกับความแม่นยำ และนอกจากนั้นยังศึกษาถึงความสัมพันธ์ของคุณลักษณะนักวิเคราะห์และความแม่นยำในการคาดการณ์ พบว่าการคาดการณ์แบบโหดที่มีค่าความโหดมากมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับความแม่นยำซึ่งเราคาดว่าเกิดจากการที่นักวิเคราะห์นั้นมีข้อมูลที่มากกว่า ทำให้สามารถนำข้อมูลที่ได้รับมาวิเคราะห์ได้แม่นยำกว่านักวิเคราะห์อื่นๆ นอกจากนี้นักวิเคราะห์ที่มีค่าความแม่นยำในอดีตมากยังมีแนวโน้มที่จะมีความแม่นยำในการคาดการณ์มากขึ้น ตรงกันข้ามกับนักวิเคราะห์ที่ทำการติดตามและคาดการณ์หลายบริษัทจะมีค่าความแม่นยำที่น้อยลง

5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

งานวิจัยชิ้นนี้มีข้อจำกัดในเรื่องของช่วงเวลาที่ได้ทำการศึกษาเนื่องจากเราทำการศึกษาเฉพาะหลักทรัพย์ที่มีขนาดสูงสุดเพียง 50 อันดับแรก (SET 50) ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์มักจะทำการคาดการณ์อยู่เสมอ อย่างไรก็ตามผู้วิจัยหลังจากได้ทำการเก็บข้อมูลการคาดการณ์ของ

นักวิเคราะห์ ผู้วิจัยพบว่าหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กหลายหลักทรัพย์ก็ได้รับความสนใจจากนักวิเคราะห์เช่นเดียวกัน และนอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่พบว่าการคาดการณ์แบบโดดเด่นในหลักทรัพย์ขนาดเล็กมากกว่าหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าการศึกษากลุ่มตัวอย่างที่เปลี่ยนไปอาจจะทำให้ความสัมพันธ์ของคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ (Analyst's Characteristic) ที่มีต่อการคาดการณ์แบบโดดเด่น (Bold Forecast) มีการเปลี่ยนแปลงไป

นอกจากนี้การเปรียบเทียบลักษณะการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ในงานวิจัยนี้ เราได้ทำการเก็บข้อมูลการคาดการณ์ทั้งหมด โดยไม่คำนึงถึงว่านักวิเคราะห์คนนั้นๆต้องทำการคาดการณ์ในทุกไตรมาส ซึ่งทำให้ระยะห่างของช่วงเวลาที่เรามาใช้ในการเทียบเพื่อระบุคุณลักษณะของนักวิเคราะห์ที่มีความแตกต่างกัน ทำให้ต้องมีตัวแปรที่นำมา Control Bias นี้เพิ่มขึ้นโดยที่ถ้าเราสามารถเก็บข้อมูลการคาดการณ์มีระยะห่างของช่วงเวลากันเป็นไตรมาสเดียวกัน อาจส่งผลที่แตกต่างออกไป

5.3 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

จากผลการวิจัยจะเห็นได้ว่านักวิเคราะห์ที่ทำการติดตามหลายบริษัทนั้นมีความสามารถในการคาดการณ์ที่ลดลง ซึ่งสาเหตุอาจจะเกิดจากการที่ไม่มีเวลามากเพียงพอ จึงไม่สามารถทำการคาดการณ์ข้อมูลของบริษัทต่างๆได้อย่างแม่นยำจึงเลือกที่จะคาดการณ์ตามนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ซึ่งบริษัทข้างต้นได้รวมทุกบริษัทไม่ว่าจะอยู่ในอุตสาหกรรมใดก็ตาม ซึ่งปัจจุบันทางคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้จำกัดจำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์จะทำการคาดการณ์ได้ไม่เกิน 15 บริษัท แต่อย่างไรก็ตามผู้วิจัยคาดว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันใช้การวิเคราะห์ที่ใกล้เคียงกันและวิเคราะห์หลายบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันยังส่งผลให้นักวิเคราะห์มีความสามารถที่เพิ่มขึ้น แต่การติดตามหลากหลายอุตสาหกรรมทำให้นักวิเคราะห์ต้องใช้เวลาเรียนรู้ข้อมูลต่างๆในอุตสาหกรรมนั้นๆใหม่ จึงยากที่จะเกิดความชำนาญจากการติดตามหลายบริษัทในหลายอุตสาหกรรม จึงควรที่จะมีการจำกัดกลุ่มอุตสาหกรรมสำหรับนักวิเคราะห์ในการคาดการณ์ด้วยเช่นเดียวกัน

เช่นเดียวกันกับนักลงทุนไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนรายใหญ่หรือรายย่อยก็สามารถที่จะวิเคราะห์การคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ โดยใช้ปัจจัยคุณลักษณะต่างๆของนักวิเคราะห์ รวมถึงสถานการณ์ปัจจุบัน เพื่อที่จะทำการวิเคราะห์ข้อมูลออกมาได้อย่างมีประสิทธิภาพมากที่สุด

รายการอ้างอิง

Articles

Abarbanell & Jeffrey S (1991). Do analysts' earnings forecasts incorporate information in prior stock price changes? *Journal of Accounting and Economics* 14, 147-165.

Banerjee, A. (1992). A simple model of herd behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 797- 817

Bikhchandani, S., Hirshleifer, D. & Welch, I. (1992). A theory of fads, fashion, custom and cultural change as informational cascades. *Journal of Political Economy*, 992-1026.

DeBondt, Werner F. M., & William P. Forbes (1999). Herding in analyst forecasts: Evidence from the United Kingdom. *European Financial Management* 5, 143-163.

Gleason, Cristi A. & Charles M. C. Lee (2003). Analyst forecast revisions and market price discovery. *The Accounting Review* , 193-225

Hirshleifer, D. & Hong Teoh, S. (2003). Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis. *European Financial Management*, 25-66.

Hong, Harrison, Jeffrey D. Kubik & Amit Solomon (2000). Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts. *RAND Journal of Economics* 31, 121-144.

Lily Fang, RobonM. Hogarth & Natalia Karelaia (2010). *A working paper in the INSEAD*, 9-14

Mouna Youssef & Mohamed Taher Rajhi. (2009). Determinants of Herding Behavior among Financial Analyst: A Study of French Listed Firms, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4, No. 9; September 2009

Mouna Youssef & Mohamed Taher Rajhi (2010). Does Herding Behavior Affect Analysts' Earnings Forecasts? A Study of French Listed Firms, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 2, No. 2; May 2010, 127-130

Michale B. Clement and Senyo Y. Tse (2005). Financial Analyst Characteristics and Herding Behavior in Forecasting. *The journal of finance*, 307-341.

Olsen, R. (1996). Implications of herding behavior for earnings estimation, risk assessment, and stock Returns. *Financial Analysts Journal*, 37-41.

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

Regis Breton, Sebastien Galanti, Christophe Hurlin, & Anne-Gael Vaubourg (2013). Does the firm-analyst relationship matter in explaining analysts' earnings forecast errors? *Larefil Working Paper*, 10-15.

Scharfstein, David, & Jeremy Stein (1990). Herd behavior and investment. *American Economic Review* 80, 465-479.

Shiller, R. (1987). Investor behavior in the October 1987 stock market crash: survey evidence. *NBER working paper*, (October)

Trueman & Brett (1994). Analyst forecasts and herding behavior. *Review of Financial Studies* 7, 97-124.

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวรติพร ตั้งศรีพงษ์กุล
วันเดือนปีเกิด	14 เมษายน 2536
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2557: บริหารธุรกิจบัณฑิต (การจัดการธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

