

อิทธิพลของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

Effect of analysts' recommendations on stock prices in Market for Alternative Investment (MAI)

ชน โชติ บุญวรโชติ และ ณัฐภรณ์พัทธ์ เจริญพร*

Tanachote Boonvorachote and Natthapornphat Charoenporn*

ภาควิชาเทคโนโลยีอุตสาหกรรมเกษตร คณะอุตสาหกรรมเกษตร มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ กรุงเทพฯ 10900

Department of Agro-Industrial Technology, Faculty of Agro-Industry, Kasetsart University, Bangkok 10900, Thailand

ARTICLE INFO

Article history:

Received 22 December 2016

Received in revised form 2 October 2017

Accepted 10 October 2017

Keywords:

analysts' recommendations

event study

Market for Alternative Investment (MAI)

stock price reaction

ABSTRACT

Analysts' recommendations in the market for alternative investment (MAI) have value for investors. Stock prices responded to Buy recommendations on the revealed dates, yielding a significant 0.96 percent on the average return, and significantly accumulating to 1.45 percent until the third working day. The average return of recommendation to Sell was negative since the publication date (-1.18%) and accumulated to -10.90 percent after 7 working days. Recommendations to Hold had no impact on the stock price on the event date but after that, the average cumulative return was significantly negative. This article used the Event study method and the Market model to measure the effect of an event on stock price change. For SET50 stocks, the value of the analyst's recommendation also existed but stock prices reacted to Hold and Sell recommendations over a longer period than in the MAI. Investors responded to Buy recommendations 2 days after the publication date. Furthermore, recommendations on small sizes of stocks in both markets were found to have no value for investors.

บทคัดย่อ

คำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยภาพรวมแล้วมีคุณค่าต่อนักลงทุนหากนักลงทุนตอบสนองต่อคำแนะนำอย่างรวดเร็วในวันที่เผยแพร่บทวิเคราะห์จะทำให้ได้รับผลตอบแทนเฉลี่ย 0.96 เปอร์เซ็นต์ อย่างมีนัยสำคัญสำหรับคำแนะนำให้ซื้อ และมีผลตอบแทนสะสมเฉลี่ย 1.45 เปอร์เซ็นต์ อย่างมีนัยสำคัญนับจากเผยแพร่เป็นเวลา 3 วันทำการ สำหรับคำแนะนำให้ขายพบว่ามีค่าผลตอบแทนเฉลี่ย -1.18 เปอร์เซ็นต์ ตั้งแต่วันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ และยังเป็นลบสะสมถึง -10.90 เปอร์เซ็นต์ ภายหลังจากเผยแพร่ 7 วันทำการ ทั้งนี้จะช่วยลดปริมาณขาดทุนได้หากขายตามคำแนะนำในวันที่มีการเผยแพร่บทวิเคราะห์ ส่วนคำแนะนำ

ให้ถือ นั้นพบว่าไม่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในวันที่เผยแพร่บทวิเคราะห์ แต่ผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยภายหลังการเผยแพร่ นั้นมีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ บทความนี้ใช้เทคนิควิจัยการวัดผลของเหตุการณ์ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ (Event study) โดยใช้แบบจำลองตลาด (Market model) และเมื่อทำการเปรียบเทียบกับ SET50 พบว่าคำแนะนำของนักวิเคราะห์ให้ผลลัพท์ในทิศทางเดียวกัน และส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์นานกว่าสำหรับคำแนะนำให้ถือและขาย โดยนักลงทุนจะปฏิบัติตามคำแนะนำให้ซื้อภายหลังวันที่เผยแพร่แล้วสองวันทำการ ทั้งนี้คำแนะนำของนักวิเคราะห์ต่อหลักทรัพย์ขนาดเล็กไม่พบว่ามีคุณค่าต่อนักลงทุนในทั้งสองตลาด

คำสำคัญ: คำแนะนำของนักวิเคราะห์ การศึกษาเหตุการณ์ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์

* Corresponding author.

E-mail address: natthapornphat.c@gmail.com (N. Charoenporn)

บทนำ

ผู้คนในอดีตนิยมนำเงินไปฝากไว้กับสถาบันการเงิน และคาดหวังที่จะได้รับดอกเบี้ยเงินฝากจากทางธนาคารเป็นผลตอบแทน อีกทั้งยังมีความเสี่ยงต่ำอีกด้วย แต่ในปัจจุบันดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์มีค่าต่ำมากจนเกือบเป็นศูนย์ ประชาชนจึงมองหาช่องทางอื่นในการให้เงินทำงานแทน ซึ่งการนำเงินไปลงทุนก็เป็นอีกหนึ่งวิธีที่ผู้คนในสมัยนี้เริ่มให้ความนิยมเพิ่มมากขึ้น โดยการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้นในปัจจุบัน

ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) เป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งที่สองของประเทศไทย มีวัตถุประสงค์โดยทั่วไปเหมือนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) คือเป็นตลาดทุนในการระดมทุนจากสาธารณะเพื่อนำไปใช้ในกิจการนอกเหนือจากการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ แต่ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ นี้ช่วยเปิดโอกาสให้กับบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อม (Small and medium enterprise: SME) และกิจการเกี่ยวกับนวัตกรรมที่ไม่สามารถเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ โดยทำการผ่อนผันหลักเกณฑ์และข้อกำหนดต่างๆ ในการเข้าสู่ตลาด นักลงทุนรายย่อยในประเทศมีสัดส่วนการซื้อขายสูงถึง 95 เปอร์เซ็นต์ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559) ซึ่งถือว่าเป็นสัดส่วนที่มากในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ นี้ นักลงทุนรายย่อยส่วนใหญ่ไม่มีความรู้และความชำนาญในการวิเคราะห์มูลค่าที่เหมาะสมของราคาหลักทรัพย์ จึงมีความอ่อนไหวต่อข้อมูลต่างๆ ในตลาด ดังนั้นนักวิเคราะห์หลักทรัพย์จึงเข้ามามีบทบาทสำคัญในการลดความแตกต่างของข้อมูล (Information asymmetry) ระหว่างบริษัทหลักทรัพย์และนักลงทุน โดยการเขียนบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ ซึ่งนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นผู้คัดกรองข้อมูลข่าวสารที่สำคัญด้านการลงทุนเพื่อให้คำแนะนำแก่นักลงทุน อีกทั้งยังช่วยวิเคราะห์หามูลค่าที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ บทวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์เผยแพร่ นั้นสามารถเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ช่วยประกอบการตัดสินใจในการลงทุนให้แก่ักลงทุนได้ อีกทั้งยังทำให้ตลาดหลักทรัพย์นั้นมีประสิทธิภาพเพิ่มมากขึ้นอีกด้วย

งานวิจัยนี้จึงศึกษาผลของคำแนะนำการลงทุนของนักวิเคราะห์ต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เนื่องจากในประเทศไทยมีการศึกษาเกี่ยวกับคุณค่าของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ไม่มากนัก และนักวิจัยส่วนใหญ่เน้นทำการศึกษาค่าของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ที่กล่าวถึงเพียงหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ เพื่อแสดงให้เห็นถึงคุณค่า

ของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และยังเป็นตัวชี้วัดถึงความน่าเชื่อถือของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ได้อีกด้วย

การตรวจเอกสาร

มีงานวิจัยในอดีตหลายงานที่พบว่าราคาหลักทรัพย์มีการตอบสนองต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญ เป็นหลักฐานว่าคำแนะนำของนักวิเคราะห์นั้นมีคุณค่าอย่างมากในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ Jegadeesh and Kim (2006) ทำการศึกษาเกี่ยวกับคำแนะนำในกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมชั้นนำของโลกหรือกลุ่ม G7 ช่วงปี ค.ศ. 1993–2002 พบว่าราคาหลักทรัพย์มีการตอบสนองต่อคำแนะนำในวันที่มีการเผยแพร่ โดยคำแนะนำเชิงบวกส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับขึ้นและคำแนะนำเชิงลบส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง นอกจากนี้ยังพบว่าคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดทุนขนาดใหญ่ ได้แก่ สหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่นมีคุณค่ามากที่สุดอีกด้วย งานวิจัยของ Hult and Maris (1992) พบว่าราคาหลักทรัพย์นั้นตอบสนองต่อคำแนะนำที่ตีพิมพ์ในวารสารของวอลล์สตรีทในปี ค.ศ. 1985 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งคำแนะนำให้ซื้อและคำแนะนำให้ขาย แต่เนื่องจากในทางปฏิบัตินักลงทุนรายย่อยจำเป็นต้องเสียค่าธรรมเนียมต่างๆ ในการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้ได้รับผลตอบแทนต่ำลงและอาจไม่คุ้มค่า จึงมีความเป็นไปได้ที่นักลงทุนจะไม่เชื่อตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์ นอกจากนี้ยังพบว่าราคาของหลักทรัพย์ขนาดเล็กจะมีความอ่อนไหวกับการเผยแพร่คำแนะนำมากกว่าหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ Womack (1996) พบว่าผลของการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์จะเกิดขึ้นมากกว่าในช่วงแรกของการเผยแพร่บทความวิเคราะห์หลักทรัพย์นั้นๆ ผลที่พบสอดคล้องกับงานของ Hemang, Bing, and Singh (2000) และ Roger and Stulz (2011) ที่พบว่าบทความวิเคราะห์หลักทรัพย์จากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงมากกว่าจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์มากกว่าบทความวิเคราะห์หลักทรัพย์จากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงน้อยกว่า โดยเฉพาะนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านในอุตสาหกรรมนั้นๆ ทั้งนี้ Stuckel (1995) ได้นิยามให้ชัดเจนขึ้นว่าขนาดการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ที่ถาวรขึ้นกับปัจจัยที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับข้อมูลของหลักทรัพย์นั้นๆ เช่น น้ำหนักความน่าเชื่อถือของบทวิเคราะห์ ขนาดของบริษัทจดทะเบียน และการเปลี่ยนแปลงของรายได้ปัจจุบันของบริษัท

จดทะเบียนนั้นๆ นอกจากนี้ Barber, Lehavy, McNichols, and Trueman (2001) ทำการจัดพอร์ตของคำแนะนำเชิงบวกและคำแนะนำเชิงลบ พบว่าพอร์ตของคำแนะนำเชิงบวกให้ผลตอบแทนเฉลี่ยเป็นบวก ขณะที่พอร์ตของคำแนะนำเชิงลบทำให้ผลตอบแทนเฉลี่ยติดลบ ทั้งนี้ นักลงทุนสามารถทำกำไรได้หากเชื่อถือตามคำแนะนำ ทำการปรับสมดุลของพอร์ตอย่างต่อเนื่อง และตอบสนองต่อคำแนะนำอย่างรวดเร็ว Narasimhan, Joonghyuk, Krische, and Lee (2004) ได้แสดงหลักฐานว่าแม้ความเห็นโดยรวมที่ไปในทิศทางเดียวกันของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ แต่การเปลี่ยนแปลงของราคาของหลักทรัพย์จะเกิดขึ้นสูงกว่าโดยเฉพาะในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีโมเมนตัมทางบวก มีการเติบโตสูง และมีปริมาณซื้อขายสูงที่มากกว่า ในขณะที่ Qi and Wei (2006) ได้แสดงหลักฐานว่านักวิเคราะห์ให้น้ำหนักที่เหมาะสมระหว่างการใช้ข้อมูลภายในและข้อมูลสาธารณะในการวิเคราะห์หลักทรัพย์

โดยภาพรวมแล้ว การศึกษาเกี่ยวกับคุณค่าของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศพบว่า พอร์ตของคำแนะนำให้ซื้อทันที (Strong buy) จะให้ผลตอบแทนเป็นบวก ในขณะที่คำแนะนำขายจะให้ผลตอบแทนที่เป็นลบ อย่างไรก็ตาม การศึกษาดังกล่าวส่วนใหญ่จะใช้หลักการในการวัดผลกระทบ (Impact) ด้วยความสัมพันธ์ระหว่างผลของข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่สู่สาธารณะกับการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ (หรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์) ซึ่งอยู่บนหลักการของสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient market hypothesis: EMH) โดยใช้แบบจำลองผลตอบแทนหลักทรัพย์กลุ่มแบบจำลองตลาด (Market model) และแบบจำลองการประเมินราคาหลักทรัพย์ตลาดทุน (Capital market asset pricing model: CAPM) อย่างไรก็ตาม ยังมีปัจจัยอื่นๆ ในการอธิบายคุณค่าของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศอีกหลายปัจจัย อาทิ ชื่อเสียงและความเชี่ยวชาญของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ โมเมนตัมในการซื้อขายหลักทรัพย์ อัตราการเติบโตของหลักทรัพย์ ปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ น้ำหนักที่เหมาะสมระหว่างการใช้ข้อมูลภายในและข้อมูลสาธารณะในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ เป็นต้น แม้กระนั้นก็ดี ผลลัพธ์ในการวิจัยล้วนขึ้นกับปริมาณข้อมูลคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศที่มีอยู่เป็นจำนวนมาก เพื่อให้ให้เกิดผลการศึกษาที่มีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับการศึกษาเกี่ยวกับคุณค่าของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ผลไปใน

ทิศทางเดียวกันกับคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในต่างประเทศ โดย Lonkani, Khantavit, and Chunhachinda (2010) รวบรวมข้อมูลระหว่างปีค.ศ. 1993–2002 พบว่าพอร์ตของคำแนะนำให้ซื้อทันที (Strong buy) มีผลตอบแทนเป็นบวกในทุกช่วงเวลา ในขณะที่คำแนะนำขายให้ผลตอบแทนที่เป็นลบ ภายหลังจากทัศนีย์ วราพร สุวิมล และปิยภัทร (2554) ได้ทำการศึกษาในปีพ.ศ. 2550–2551 สำหรับหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดสูงที่สุดในกลุ่ม SET50 พบว่าคำแนะนำให้ซื้อนั้นมีผลตอบแทนคิดปกติเป็นบวก 8 วันทำการ ส่วนผลตอบแทนให้ขายให้ผลตอบแทนคิดปกติเป็นลบ 14 วันทำการ อย่างไรก็ตาม ปริมาณคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังมีน้อย ทำให้การศึกษาเกี่ยวกับคุณค่าของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกระจุกอยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงและมีความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ต่ำ เช่น หลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 เป็นต้น ดังนั้น ในการศึกษาเกี่ยวกับคุณค่าของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสำหรับกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำและมีความผันผวนของราคาหลักทรัพย์สูงๆ จึงมีความน่าสนใจ

จากการทบทวนวรรณกรรมจึงสามารถตั้งสมมติฐานได้ว่าคำแนะนำให้ซื้อส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ปรับเพิ่มขึ้น และคำแนะนำให้ขายมีอิทธิพลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง ในงานวิจัยนี้จึงได้ตั้งสมมติฐาน 3 สมมติฐานแบ่งออกตามประเภทคำแนะนำดังนี้

1. คำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อเก็งกำไรส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ
2. คำแนะนำให้ถือไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
3. คำแนะนำให้ขายส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

วิธีการวิจัย

สำหรับการเก็บข้อมูล ใช้บทวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่กล่าวถึงหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่เผยแพร่ทางเว็บไซต์ settrade.com แบ่งคำแนะนำออกเป็น คำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อเก็งกำไร คำแนะนำให้ถือ และคำแนะนำให้ขาย จากนั้น จึงใช้ข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ รายวัน และข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์นั้นๆ จากเว็บไซต์

setsmart.com นำราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์มาหาผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ ($R_{i,t}$) และนำดัชนีรายวันของตลาดเอ็ม เอ ไอ มาคำนวณหาผลตอบแทนของตลาด ($R_{m,t}$) ตามสูตรดังสมการ (1) และ (2)

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (1)$$

โดย $R_{i,t}$ คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t
 $P_{i,t}$ คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t
 $P_{i,t-1}$ คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ i ในวันที่ $t-1$

$$R_{mai,t} = \frac{P_{mai,t} - P_{mai,t-1}}{P_{mai,t-1}} \quad (2)$$

โดย $R_{mai,t}$ คือ ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในวันที่ t

$P_{mai,t}$ คือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในวันที่ t

$P_{mai,t-1}$ คือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในวันที่ $t-1$

ส่วนการวิเคราะห์ข้อมูล ในงานวิจัยนี้ใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event study) ที่ถูกเสนอโดย Brown and Warner (1980) สำหรับในงานวิจัยนี้ใช้วิธีแบบจำลองตลาด (the Market model) ซึ่งได้รับความนิยมน้อยกว่าหลายในการวัดความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบจากการเผยแพร่ข้อมูลสาธารณะของบริษัทจดทะเบียนต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ โดยมีแนวคิดทฤษฎีที่ว่าราคาหลักทรัพย์จะได้รับผลกระทบจากข่าวดี (ร้าย) ของหลักทรัพย์ ซึ่งจะมีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่สูงขึ้น (ต่ำลง) จากข่าวดี (ร้าย) นั้นๆ โดยกำหนดให้วันที่ที่วิเคราะห์ถูกเผยแพร่เป็นวันที่ 0 และกำหนดให้วันรอบ ๆ ที่มีเหตุการณ์เป็นวันที่ -100, -99, ..., -1, 0, +1, ..., +29, +30 นำผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ ($R_{i,t}$) และผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ($R_{mai,t}$) มาคำนวณในสมการถดถอยเพื่อหาค่าอัลฟา ($\hat{\alpha}_i$) และเบต้า ($\hat{\beta}_i$) ของหลักทรัพย์นั้น ๆ จากนั้นแทนค่าตัวแปรต่าง ๆ ในตามสมการ (3) นี้เพื่อคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ($E(R_{i,t})$) ในวันที่ 0 ถึงวันที่ +30 เพื่อให้มีข้อมูลมากพอในการใช้แบบจำลองตลาด (the Market model)

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t} \quad (3)$$

โดย $E(R_{i,t})$ คือ ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t ในขณะที่ $R_{m,t}$ คือ ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในวันที่ t ตามแบบจำลองตลาด

$\hat{\alpha}_i$ และ $\hat{\beta}_i$ คือ พารามิเตอร์ของหลักทรัพย์ i ที่ได้รับการวิเคราะห์สมการถดถอย

นำผลตอบแทนที่คาดหวังมาคำนวณหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return: A) จากสูตรตามสมการ (4)

$$A_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (4)$$

โดย $A_{i,t}$ คือ ผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

ทั้งนี้ ผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในวันที่เกิดเหตุการณ์จะเป็นบวก หากเกิดข่าวดี หรือเกิดคำแนะนำให้ซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งสังเกตได้จากราคาหลักทรัพย์ที่ปรับตัวสูงขึ้น และในทางตรงกันข้าม ผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในวันที่เกิดเหตุการณ์หรือวันที่เผยแพร่คำแนะนำจะเป็นลบ หากเกิดข่าวร้าย หรือเกิดคำแนะนำให้ขายหลักทรัพย์นั้นขึ้น ซึ่งสังเกตได้จากราคาหลักทรัพย์ที่ปรับตัวลดลง

หาค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Average Abnormal Return) ได้ด้วยสูตรตามสมการ (5)

$$AA_i = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N A_{i,t} \quad (5)$$

โดย N คือ จำนวนหลักทรัพย์ในวันที่ t
 ค่าผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) คำนวณจากสูตรในสมการ (6)

$$CAR_i = \frac{1}{N} \sum_{t=p}^q A_{i,t} \quad (6)$$

โดย CAR_i คือ ผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ i ในวันที่ p ถึงวันที่ q

หลังจากนั้นนำผลตอบแทนที่ผิดปกติมาทดสอบทางสถิติเพื่อหาความมีนัยสำคัญของข้อมูลและวิเคราะห์ผลการศึกษา โดยมีสมมติฐานหลักว่าผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในวันที่เกิดเหตุการณ์หรือวันที่เผยแพร่คำแนะนำเป็นบวก (Brown & Warner, 1985) หากเกิดข่าวดี หรือจากคำแนะนำให้ซื้อหลักทรัพย์ และในทางตรงกันข้าม ผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในวันที่เกิดเหตุการณ์หรือวันที่เผยแพร่คำแนะนำจะเป็นลบ หากเกิดข่าวร้าย หรือจากคำแนะนำให้ขายหลักทรัพย์นั้น

ผลการศึกษา

จากการใช้บทวิเคราะห์ที่ถูกเผยแพร่ผ่านทางเว็บไซต์ settrade.com ตั้งแต่เดือนตุลาคม พ.ศ. 2558 ถึงเดือนตุลาคม พ.ศ. 2559 พบว่ามีบริษัทหลักทรัพย์ที่ออกคำแนะนำในตลาด เอ็ม เอ ไอ ทั้งหมด 13 บริษัท และมีหลักทรัพย์ที่ถูกกล่าวถึงเพียงจำนวน 30 หลักทรัพย์ ได้แก่ APCO ATP30 AUCT BKD CHO COLOR EA FPI FSMART HPT JSP JUBILE KOOL LIT NDR OTO PIMO PSTC RP SALEE SPA TACC TMC TNDT TPCH TSE TVD TVT UREKA และ XO จากจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด 128 หลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพิ่มมีจำนวนมากที่สุดจำนวน 159 คำแนะนำ (91.91%) ถัดมาคือคำแนะนำให้ถือจำนวน 11 คำแนะนำ (6.36%) และคำแนะนำให้ขายจำนวน 3 คำแนะนำ (1.73%) สำหรับคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อเก็งกำไร MBKET เขียนคำแนะนำมากที่สุดจำนวน 44 บทวิเคราะห์ (27.67%) ถัดมาคือ CNS จำนวน 34 บทวิเคราะห์ (21.38%)

สำหรับคำแนะนำให้ถือ MBKET เขียนคำแนะนำมากที่สุดเป็นจำนวน 8 บทวิเคราะห์ (72.73%) สำหรับคำแนะนำให้ขาย BLS เขียนคำแนะนำจำนวน 2 บทวิเคราะห์ (66.67%) แสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 2 แสดงค่าผลตอบแทนที่คิดปกติเฉลี่ยของราคาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในวันทีบทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ (AA_0) และผลตอบแทนที่คิดปกติสะสมเฉลี่ย (CAR) โดยได้ทำการศึกษาผลตอบแทนที่คิดปกติสะสมเป็นเวลา 3, 5, 7 และ 30 วันภายหลังจากวันที่มีการเผยแพร่ พบว่าสำหรับคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อเก็งกำไร มี AA_0 , CAR(0,+3) CAR(0,+5) และ CAR(0,+30) เป็นบวกที่ 0.96 เปอร์เซ็นต์ 1.45 เปอร์เซ็นต์ 0.82 เปอร์เซ็นต์ และ 0.60 เปอร์เซ็นต์ ตามลำดับ ส่วน CAR(0,+7) มีค่าเป็นลบที่ -2.32 เปอร์เซ็นต์ ทั้งนี้ มีเพียง AA_0 และ CAR(0,+3) เท่านั้นที่เมื่อทดสอบทางสถิติแล้วพบว่ามีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ .01

ตารางที่ 1 จำนวนคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) จำแนกรายบริษัทหลักทรัพย์ (ช่วงระยะเวลาที่ศึกษา ตุลาคม 2558 ถึง ตุลาคม 2559)

บริษัทหลักทรัพย์ (ชื่อย่อ)	ซื้อ/ซื้อเพื่อเก็งกำไร	ถือ	ขาย	รวม
เออีซี จำกัด (มหาชน) (AEC)	15 (9.43%)	0	1 (33.33%)	16 (9.25%)
ไอรา จำกัด (มหาชน) (AIRA)	2 (1.26%)	0	0	2 (1.16%)
เอเอสแอล จำกัด (ASL)	8 (5.03%)	0	0	8 (4.62%)
เอเชีย เวลท์ จำกัด (AWS)	6 (3.77%)	0	0	6 (3.47%)
บัวหลวง จำกัด (มหาชน) (BLS)	10 (6.29%)	0	2 (66.67%)	12 (6.94%)
กันทรภักดิ์ จำกัด (มหาชน) (CGS)	5 (3.14%)	0	0	5 (2.89%)
โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) (CNS)	34 (21.38%)	0	0	34 (9.43%)
กรุงศรี จำกัด (มหาชน) (KSS)	1 (0.63%)	0	0	1 (0.58%)
เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (KTBST)	11 (6.92%)	2 (18.18%)	0	13 (7.51%)
แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) (LHS)	2 (1.26%)	0	0	2 (1.16%)
เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (MBKET)	44 (27.67%)	8 (72.73%)	0	52 (30.06%)
ฟิลลิป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (PST)	20 (12.58%)	1 (9.09%)	0	21 (12.14%)
อาร์เอชบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (RHBS)	1 (0.63%)	0	0	1 (0.58%)
รวม	159 (91.91%)	11 (6.36%)	3 (1.73%)	173 (100%)

หมายเหตุ: หน่วย xx (yy %) หมายถึง จำนวนคำแนะนำ xx คำแนะนำ ซึ่งคิดเป็น yy เปอร์เซ็นต์ ของคำแนะนำทั้งหมด

ที่มา : www.settrade.com

ตารางที่ 2 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AA) และค่าผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (CAR) ของแต่ละคำแนะนำในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI)

	ค่าเฉลี่ย (%)	Min. (%)	Max. (%)	SD (%)	t
คำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อเก็งกำไร(n=159)					
AA ₀	0.96**	-7.25	20.50	3.62	3.33
CAR(0,+3)	1.45**	-20.11	29.46	6.58	2.77
CAR(0,+5)	0.82	-29.51	48.41	8.29	1.24
CAR(0,+7)	-2.32	-523.30	70.07	43.24	-0.67
CAR(0,+30)	0.60	-149.14	257.63	29.85	0.24
คำแนะนำให้ถือ(n=11)					
AA ₀	-0.87	-12.14	5.31	4.27	-0.68
CAR(0,+3)	-3.18*	-14.25	1.67	4.69	-2.25
CAR(0,+5)	-4.27**	-13.28	0.48	4.36	-3.25
CAR(0,+7)	-5.73**	-15.80	1.37	5.23	-3.63
CAR(0,+30)	-11.58*	-39.00	7.25	12.40	-3.10
คำแนะนำให้ขาย(n=3)					
AA ₀	-1.18	-3.56	2.54	3.27	-0.63
CAR(0,+3)	-7.24	-11.33	-1.26	5.29	-2.37
CAR(0,+5)	-8.62	-24.10	-0.80	13.40	-1.11
CAR(0,+7)	-10.90	-33.70	2.00	19.90	-0.95
CAR(0,+30)	3.86	3.44	4.28	0.59	9.18

หมายเหตุ: *,**แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 และ .01 ตามลำดับ

สำหรับคำแนะนำให้ถือมีค่า AA₀ CAR(0,+3) CAR(0,+5) CAR(0,+7) และ CAR(0,+30) เป็นลบทั้งหมด นั่นคือ -0.87 เปอร์เซ็นต์ -3.18 เปอร์เซ็นต์ -4.27 เปอร์เซ็นต์ -5.73 เปอร์เซ็นต์ และ -11.58 เปอร์เซ็นต์ ตามลำดับ และเมื่อทำการทดสอบทางสถิติแล้วพบว่า AA₀ ไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ค่า CAR(0,+5) และ CAR(0,+7) มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ .01 ส่วน CAR(0,+3) และ CAR(0,+30) มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ .05

สำหรับคำแนะนำให้ขายมีค่า AA₀ CAR(0,+3) CAR(0,+5) และ CAR(0,+7) มีค่าเป็นลบคือ -1.18 เปอร์เซ็นต์ -7.24 เปอร์เซ็นต์ -8.62 เปอร์เซ็นต์ และ -10.90 เปอร์เซ็นต์ ตามลำดับ ส่วนค่า CAR(0,+30) นั้นมีค่าเป็นบวกคือ 3.86 เปอร์เซ็นต์ โดยเมื่อทดสอบทางสถิติแล้วพบว่าในทุกช่วงเวลา ที่ทดสอบนั้นไม่แตกต่างจากศูนย์ อย่างไรก็ตาม การไม่มีนัยสำคัญทางสถิติของคำแนะนำให้ขายสามารถเกิดขึ้นได้เนื่องจากปริมาณคำแนะนำให้ขายมีจำนวนน้อย

ตารางที่ 3 แสดงผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AA₀) ในวันที่เผยแพร่บทวิเคราะห์และผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (CAR) ต่อคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อเก็งกำไร คำแนะนำให้ถือ และคำแนะนำให้ขาย แบ่งตามบริษัทหลักทรัพย์ สำหรับคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อเก็งกำไรพบว่าโดยเฉลี่ยบริษัทหลักทรัพย์เขียนคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อเก็งกำไรเป็น 12.23 คำแนะนำต่อบริษัท โดย MBKET มีการเขียนคำแนะนำมากที่สุดจำนวน 44 บทวิเคราะห์ ส่วน KSS และ RHBS มีการเขียนบทวิเคราะห์น้อยที่สุดเพียง 1 บทวิเคราะห์ต่อบริษัท เมื่อพิจารณาค่า AA₀ พบว่า KSS ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุดคือ 4.78 เปอร์เซ็นต์ และ AIRA ให้ผลตอบแทนต่ำที่สุดคือ -1.12 เปอร์เซ็นต์ สำหรับ CAR(0,+3) พบว่า KSS ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุดคือ 12.67 เปอร์เซ็นต์ และ LHS ให้ผลตอบแทนต่ำที่สุดคือ -1.94 เปอร์เซ็นต์ สำหรับ CAR(0,+5) พบว่า ASL ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุดคือ 11.79

ตารางที่ 3 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AA) และ ค่าผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (CAR) จำแนกตามบริษัทของแต่ละคำแนะนำในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

							(หน่วย=%)
บริษัทหลักทรัพย์	จำนวนคำแนะนำ	AA ₀	CAR(0,+3)	CAR(0,+5)	CAR(0,+7)	CAR(0,+30)	
คำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อเก็งกำไร (n = 159)							
AEC	15	-0.30	-0.70	-1.69	-2.56	-3.70	
AIRA	2	-1.12	-0.49	-0.43	-0.74	-2.28	
ASL	8	1.30	7.64	11.79	15.89	55.60	
AWS	6	1.65	2.42	1.62	-0.07	2.01	
BLS	10	-0.65	1.47	0.65	0.88	-3.90	
CGS	5	0.23	0.68	1.35	1.20	-23.40	
CNS	34	0.69	0.71	-0.48	-16.10	-0.25	
KSS	1	4.78	12.67	8.43	3.40	11.54	
KTBST	11	1.73	6.11	6.72	7.24	3.13	
LHS	2	0.49	-1.94	-4.70	-1.04	-14.20	
MBKET	44	2.03	0.94	0.00	0.37	-2.41	
PST	20	0.36	-0.06	-1.04	-0.36	0.48	
RHBS	1	-0.66	7.78	1.18	4.68	-10.11	
ค่าเฉลี่ย	12.23	0.96	1.45*	0.82*	-2.32	0.60**	
ค่าสถิติ F		0.94	1.84	2.29	0.44	2.74	
คำแนะนำให้ถือ (n = 11)							
KTBST	2	2.47	-5.52	-7.44	-10.69	-27.40	
MBKET	8	-1.75	-3.08	-4.07	-4.85	-7.94	
PST	1	-0.53	0.67	0.48	-2.90	-9.03	
ค่าเฉลี่ย	3.67	-0.87	-3.18	-4.27	-5.73	-11.58	
ค่าสถิติ F		0.74	0.53	1.17	1.20	2.65	
คำแนะนำให้ขาย (n = 3)							
AEC	1	-3.57	-9.12	-24.10	-33.74	-	
BLS	2	0.01	-6.30	-0.89	0.59	-	
ค่าเฉลี่ย	1.50	-1.18	-7.24	-8.62**	-10.90*	-	
ค่าสถิติ F		0.66	0.10	26545.99	209.17	-	

หมายเหตุ: *,** แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 และ .01 ตามลำดับ

สำหรับคำแนะนำให้ถือ พบว่าโดยเฉลี่ยบริษัทหลักทรัพย์เขียนคำแนะนำให้ถือ 3.67 คำแนะนำต่อบริษัท โดย MBKET มีการเขียนคำแนะนำมากที่สุดจำนวน 8 บทวิเคราะห์ ส่วน PST มีการเขียนคำแนะนำน้อยที่สุดเพียง 1 บทวิเคราะห์ เมื่อพิจารณาค่า AA₀ พบว่า KTBST ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุดที่สุดคือ 2.47 เปอร์เซ็นต์ และ MBKET ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดคือ -1.75 เปอร์เซ็นต์ สำหรับ CAR(0,+3) พบว่า PST ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุดที่สุดคือ 0.67 เปอร์เซ็นต์ และ KTBST ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดคือ -5.52 เปอร์เซ็นต์ สำหรับ CAR(0,+5) พบว่า PST ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุดที่สุดคือ 0.48 เปอร์เซ็นต์ และ KTBST ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดคือ -7.44 เปอร์เซ็นต์ สำหรับ CAR(0,+7) พบว่า PST ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุดที่สุดคือ -2.90 เปอร์เซ็นต์ และ KTBST ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดคือ -10.69 เปอร์เซ็นต์ และ สำหรับ CAR(0,+30) พบว่า MBKET ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุดที่สุดคือ -7.94 เปอร์เซ็นต์ และ KTBST ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดคือ -27.40 เปอร์เซ็นต์ เมื่อพิจารณาภาพรวมสรุปได้ว่า PST ให้ผลตอบแทนผิดปกติใกล้เคียงศูนย์มากที่สุด ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 2

สำหรับคำแนะนำให้ขายพบว่าโดยเฉลี่ยบริษัทหลักทรัพย์เขียนคำแนะนำให้ขาย 1.5 คำแนะนำต่อบริษัท โดย BLS มีการเขียนคำแนะนำจำนวน 2 บทวิเคราะห์ซึ่งเป็นจำนวนมากที่สุด ส่วน AEC มีการเขียนคำแนะนำเพียง 1 บทวิเคราะห์ เมื่อพิจารณาภาพรวมจะเห็นว่า AEC ให้ค่า AA₀ CAR(0,+3) CAR(0,+5) และ CAR(0,+7) ที่เป็นลบมากที่สุด 33.74 เปอร์เซ็นต์ -24.10 เปอร์เซ็นต์ -9.12 เปอร์เซ็นต์ และ -3.57 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 3

อย่างไรก็ดี จำนวนของคำแนะนำจากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในตลาด เอ็ม เอ ไอ ยังมีค่อนข้างน้อย ดังนั้น ผู้ลงทุนจึงควรระมัดระวังรายชื่อบริษัทที่สามารถสร้างผลตอบแทนจากคำแนะนำหลักทรัพย์ในงานวิจัยชิ้นนี้ด้วย

ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมถึงการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 ต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์ช่วงเดือนเมษายน พ.ศ. 2559 ถึงเดือนตุลาคม พ.ศ. 2559 พบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 นั้นมีการออกคำแนะนำที่มีหลายระดับมากกว่าในตลาด เอ็ม เอ ไอ คือ คำแนะนำให้ซื้อ (Buy) มีจำนวน 520 บทวิเคราะห์ คิดเป็น 58.43 เปอร์เซ็นต์ คำแนะนำให้ทยอยซื้อ (Accumulate) มีจำนวน 36 บทวิเคราะห์ คิดเป็น 4.04 เปอร์เซ็นต์ คำแนะนำให้ซื้อเพื่อเก็งกำไร (TBuy) มีจำนวน 63 บทวิเคราะห์ คิดเป็น 7.08 เปอร์เซ็นต์ คำแนะนำให้ซื้อเมื่ออ่อนตัว (WBuy) มีจำนวน 14 บทวิเคราะห์ คิดเป็น 1.57 เปอร์เซ็นต์ คำแนะนำให้ถือ (Hold) มีจำนวน 203 บทวิเคราะห์ คิดเป็น 22.81

เปอร์เซ็นต์ คำแนะนำให้ขาย (Sell) มีจำนวน 44 บทวิเคราะห์ คิดเป็น 4.94 เปอร์เซ็นต์ และคำแนะนำให้ลดการถือ (Reduce) มีจำนวน 10 บทวิเคราะห์ คิดเป็น 1.12 เปอร์เซ็นต์ รวมทั้งหมดจำนวน 890 บทวิเคราะห์ ในการวิเคราะห์จึงได้ทำการแบ่งกลุ่มคำแนะนำออกเป็น 3 กลุ่ม ดังนี้

1. คำแนะนำให้ชิงบวก (คำแนะนำให้ซื้อ คำแนะนำให้ทยอยซื้อ คำแนะนำให้ซื้อเพื่อเก็งกำไร และ คำแนะนำให้ซื้อเมื่ออ่อนตัว) มีจำนวน 633 บทวิเคราะห์ คิดเป็น 71.12 เปอร์เซ็นต์ ของทั้งหมด

2. คำแนะนำให้ถือ มีจำนวน 203 บทวิเคราะห์ คิดเป็น 22.81 เปอร์เซ็นต์ ของทั้งหมด

3. คำแนะนำเชิงลบ (คำแนะนำให้ขาย และคำแนะนำให้ลดการถือ) มีจำนวน 54 บทวิเคราะห์ คิดเป็น 6.07 เปอร์เซ็นต์ ของทั้งหมด

ตารางที่ 4 แสดงค่าผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 ต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในวันทีบทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่และวันต่อๆ มา (AA₀, AA₊₁, AA₊₂) และผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (CAR) พบว่าสำหรับคำแนะนำชิงบวก มี AA₊₂ CAR (0,+3) CAR (0,+5) เป็นบวกที่ 0.162 เปอร์เซ็นต์ 0.095 เปอร์เซ็นต์ และ 0.191 เปอร์เซ็นต์ ตามลำดับ ส่วน AA₀ AA₊₁ CAR (0,+7) และ CAR (0,+30) มีค่าเป็นลบคือ -0.084 เปอร์เซ็นต์ -0.0214 เปอร์เซ็นต์ -0.15 เปอร์เซ็นต์ และ -0.489 เปอร์เซ็นต์ ตามลำดับ เมื่อทดสอบทางสถิติแล้วพบว่ามีเพียง AA₊₂ ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ .05

สำหรับคำแนะนำให้ถือมี AA₀ และ AA₊₂ เป็นบวกคือ 0.013 เปอร์เซ็นต์ และ 0.025 เปอร์เซ็นต์ ส่วน AA₊₁ CAR (0,+3) CAR (0,+5) CAR (0,+7) และ CAR (0,+30) มีค่าเป็นลบคือ -0.288 เปอร์เซ็นต์ -0.189 เปอร์เซ็นต์ -0.132 เปอร์เซ็นต์ -0.580 เปอร์เซ็นต์ และ -0.205 เปอร์เซ็นต์ ตามลำดับ เมื่อวิเคราะห์แล้วพบว่ามี AA และ CAR มีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญในทุกช่วงเวลา

สำหรับคำแนะนำเชิงลบมีค่า AA₀ AA₊₁ AA₊₂ CAR(0,+3) CAR(0,+5) CAR(0,+7) และ CAR(0,+30) เป็นลบคือ -0.748 เปอร์เซ็นต์ -0.211 เปอร์เซ็นต์ -0.204 เปอร์เซ็นต์ -1.268 เปอร์เซ็นต์ -1.486 เปอร์เซ็นต์ -1.875 เปอร์เซ็นต์ และ -1.040 เปอร์เซ็นต์ ตามลำดับ เมื่อทดสอบทางสถิติพบว่า CAR(0,+7) แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ .01 ส่วน AA₀ CAR(0,+3) CAR(0,+5) และ CAR(0,+30) แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 สำหรับค่า AA₊₁ AA₊₂ นั้นไม่พบว่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ผู้วิจัยได้ตั้งข้อสมมติฐานว่านักลงทุนมักสนใจ
หลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่แต่ไม่พบวรรณกรรมที่กล่าวถึงการแบ่ง
ขนาดของหลักทรัพย์นี้จึงได้ลองวิเคราะห์ค่า AA₀ CAR(0,+3)
CAR(0,+5) CAR(0,+7) และ CAR(0,+30) ของหลักทรัพย์ที่มี

มูลค่าตามตลาดต่ำกว่า 1,500 ล้านบาท สำหรับตลาดหลักทรัพย์
เอ็ม เอ ไอ และต่ำกว่า 5,500 ล้านบาท สำหรับตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย ผลคือทุกคำแนะนำไม่พบว่าให้ผลตอบแทน
แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญในทุกช่วงเวลาทั้งสองตลาด

ตารางที่ 4 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AA) และ ค่าผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (CAR) ของแต่ละคำแนะนำ
ในกลุ่ม SET50

	ค่าเฉลี่ย (%)	Min. (%)	Max. (%)	SD (%)	t
คำแนะนำเชิงบวก (n = 633)					
AA ₀	-0.084	-5.882	7.862	1.946	-1.08
AA ₊₁	-0.021	-5.011	6.793	1.483	-0.36
AA ₊₂	0.162*	-4.840	7.049	1.698	2.40
CAR (0,+3)	0.095	-9.528	13.934	2.922	0.82
CAR (0,+5)	0.191	-9.445	20.716	3.626	1.32
CAR (0,+7)	-0.150	-11.673	16.475	4.095	-0.91
CAR (0,+30)	-0.489	-27.152	25.663	8.719	-1.33
คำแนะนำให้ถือ (n = 203)					
AA ₀	0.013	-5.759	7.862	2.144	0.09
AA ₊₁	-0.288	-36.977	6.523	3.013	-1.36
AA ₊₂	0.025	-4.733	7.049	1.589	0.23
CAR (0,+3)	-0.189	-32.323	10.484	4.143	-0.65
CAR (0,+5)	-0.132	-28.331	18.346	4.511	0.42
CAR (0,+7)	-0.580	-30.068	19.106	4.760	-1.73
CAR (0,+30)	-0.205	-35.434	18.564	8.991	-0.31
คำแนะนำเชิงลบ (n = 54)					
AA ₀	-0.748*	-7.734	4.279	2.137	-2.57
AA ₊₁	-0.211	-4.386	6.521	1.811	-0.86
AA ₊₂	-0.204	-3.342	3.409	1.476	-1.01
CAR (0,+3)	-1.268*	-12.348	16.312	4.300	-2.17
CAR (0,+5)	-1.486*	-13.705	13.206	4.370	-2.50
CAR (0,+7)	-1.875**	-16.877	16.763	4.869	-2.83
CAR (0,+30)	-1.040	-29.810	22.500	10.560	-0.72

หมายเหตุ: *,** แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 และ .01 ตามลำดับ

LHS ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดคือ -4.70 เปอร์เซ็นต์ สำหรับ CAR(0,+7) พบว่า ASL ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุดคือ 15.89 เปอร์เซ็นต์ และ CNS ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดคือ -16.10 เปอร์เซ็นต์ และสำหรับ CAR(0,+30) พบว่า ASL ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุดคือ 55.60 เปอร์เซ็นต์ และ CGS ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดคือ -23.40 เปอร์เซ็นต์ เมื่อพิจารณาภาพรวมสรุปได้ว่า ASL ให้อัตราผลตอบแทนเชิงบวกมากที่สุดในทุกช่วงระยะเวลา ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน

อภิปรายและสรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาด เอ็ม เอ ไอ ช่วงเดือนตุลาคม พ.ศ. 2558 ถึงเดือนตุลาคม พ.ศ. 2559 จำนวน ทั้งหมด 173 คำแนะนำ พบว่าคำแนะนำให้ซื้อ/ซื้อเพื่อเก็งกำไร ส่งผลให้มีผลตอบแทนเฉลี่ยเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ (0.96%) ในวันที่เผยแพร่บทวิเคราะห์ และภายหลังการเผยแพร่สะสม เป็นเวลา 3 วันทำการ (1.45%) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 1 สำหรับคำแนะนำให้ถือ ผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ ไม่แตกต่างจากศูนย์ (-0.87%) ในวันที่เผยแพร่บทวิเคราะห์เท่านั้น แต่ภายหลังการเผยแพร่ นักลงทุนทำการขายหลักทรัพย์นั้น จึงส่งผลผลตอบแทนสะสมเฉลี่ย 3, 5, 7 และ 30 วันทำการเป็น ลบอย่างมีนัยสำคัญคือ -3.18 เปอร์เซ็นต์ -4.27 เปอร์เซ็นต์ -5.73 เปอร์เซ็นต์ และ -11.58 เปอร์เซ็นต์ ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่า ภายหลังการเผยแพร่บทวิเคราะห์ นักลงทุนมีความรู้สึกเชิงลบ กับคำแนะนำให้ถือของนักวิเคราะห์ ส่วนคำแนะนำให้ขายพบว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ทำการขายหลักทรัพย์ ตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์ เป็นผลให้ราคาหลักทรัพย์ ปรับลดลงทันทีในวันที่มีการเผยแพร่บทวิเคราะห์ (-1.18%) และลดลงอย่างต่อเนื่องจนผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยเป็นลบ คือ -7.24 เปอร์เซ็นต์ -8.62 เปอร์เซ็นต์ และ -10.90 เปอร์เซ็นต์ ภายหลังการเผยแพร่เป็นเวลา 3, 5 และ 7 วันทำการตามลำดับ หากนักลงทุนทำการขายตามคำแนะนำอย่างรวดเร็วจะช่วย ลดปริมาณขาดทุนได้ แม้ว่าผลตอบแทนเฉลี่ยจะมีค่าติดลบ อย่างเห็นได้ชัดแต่กลับไม่ปรากฏว่าค่าผลตอบแทนที่วิเคราะห์ ได้ นั้นแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ อาจเป็นเพราะเป็น การศึกษาในตลาดขนาดเล็ก จึงมีการเขียนคำแนะนำการลงทุน จำนวนน้อย ส่งผลให้ข้อมูลที่น่าวิเคราะห์ไม่เพียงพอที่จะ สรุปได้ว่ามีนัยสำคัญ

ประโยชน์ของงานวิจัยนี้ในทางวิชาการ คือ การแสดงผล ของคุณค่าของคำแนะนำจากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่แสดงผล ในทิศทางเดียวกันเฉพาะต่อหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงทั้ง ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ หรือสามารถสรุปได้ว่า แม้ขนาดหลักทรัพย์ในตลาด ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่หากว่าหลักทรัพย์นั้นๆ มีสภาพคล่องสูงในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ คำแนะนำจาก นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ก็ยังคงมีคุณค่าต่อหลักทรัพย์ที่มี สภาพคล่องสูงนั้นๆ ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และเมื่อ พิจารณาโดยรวมแล้วจะเห็นได้ว่า ผู้กำกับนโยบายของตลาด

หลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถมั่นใจในคุณภาพของบทความ วิเคราะห์หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยคำแนะนำ ให้ซื้อจะส่งผลให้เกิดผลตอบแทนเป็นบวก สำหรับคำแนะนำให้ขาย พบว่าจะมีค่าผลตอบแทนเป็นลบ ส่วนคำแนะนำให้ถือนั้นพบว่า ไม่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในวันที่เผยแพร่บทวิเคราะห์ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาที่พบในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถปรับกลยุทธ์การลงทุนให้สอดคล้องกับคำแนะนำของ นักวิเคราะห์ ด้วยคุณค่าของคำแนะนำจากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ แม้ว่าปริมาณคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จะยังมีไม่มาก

จากการศึกษาผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและผล ตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำแนกตามบริษัทหลักทรัพย์ที่ออกคำแนะนำนั้นพบว่า คำแนะนำ ให้ซื้อ/ซื้อเพื่อเก็งกำไร คำแนะนำให้ถือ และคำแนะนำให้ขาย ของบริษัทหลักทรัพย์ เอเอสแอล จำกัด (ASL) บริษัทหลักทรัพย์ ฟิลลิป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (PST) และบริษัทหลักทรัพย์ เออีซี จำกัด (มหาชน) (AEC) มีคุณค่าต่อนักลงทุนมากที่สุด ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าบริษัทหลักทรัพย์ที่กล่าวมานี้มีความ แม่นยำในการออกคำแนะนำสูงที่สุดในแต่ละประเภทของ คำแนะนำเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทหลักทรัพย์อื่นๆ ในช่วงเวลา เดียวกัน

เมื่อศึกษาเปรียบเทียบกับหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 ช่วง เดือนเมษายน พ.ศ. 2559 ถึงเดือนตุลาคม พ.ศ. 2559 จำนวน 890 บทวิเคราะห์ พบว่าผลการศึกษาของคำแนะนำให้ถือ ให้ค่าผลตอบแทนเฉลี่ยและผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยไม่แตกต่าง จากศูนย์ในทุกช่วงเวลา และคำแนะนำเชิงลบมีผลตอบแทน เฉลี่ยในวันที่เผยแพร่เป็น -0.748 เปอร์เซ็นต์ และสะสมภายหลัง เผยแพร่ 3, 5 และ 7 วันทำการเป็น -1.268 เปอร์เซ็นต์ -1.486 เปอร์เซ็นต์ และ -1.875 เปอร์เซ็นต์ ตามลำดับอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ส่วนคำแนะนำเชิงบวกนั้น นักลงทุน จะปฏิบัติตามคำแนะนำภายหลังการเผยแพร่แล้ว 2 วันทำการ และจะได้รับผลตอบแทนเฉลี่ยที่ 0.162 เปอร์เซ็นต์

อย่างไรก็ดี จำนวนของคำแนะนำจากนักวิเคราะห์ หลักทรัพย์ในตลาด เอ็ม เอ ไอ ยังมีค่อนข้างน้อย ดังนั้น ผู้ลงทุน จึงควรระมัดระวังในการใช้งานผลลัพธ์ของคำแนะนำหลักทรัพย์ ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจาก บทวิเคราะห์ดังกล่าวในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ รวมทั้งรายชื่อ บริษัทที่สามารถสร้างผลตอบแทนจากคำแนะนำหลักทรัพย์ ในงานวิจัยชิ้นนี้ด้วย

ทั้งนี้ยังพบว่าคุณค่าของคำแนะนำของนักวิเคราะห์ขึ้นกับขนาดของมูลค่าตามตลาดของหลักทรัพย์ด้วย โดยราคาของหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กในทั้งสองตลาดนี้ไม่มีการตอบสนองต่อคำแนะนำของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญ ต่างจากหลักทรัพย์ขนาดใหญ่และเป็นที่รู้จักในแต่ละตลาด จึงสรุปได้ว่าคำแนะนำของนักวิเคราะห์ที่กล่าวถึงหลักทรัพย์ขนาดเล็กนั้นไม่มีคุณค่าต่อนักลงทุน อาจเป็นผลมาจากมีคำแนะนำจำนวนน้อย หรือนักลงทุนไม่ให้ความสนใจในหลักทรัพย์ขนาดเล็ก

ทั้งนี้หากต้องการกระตุ้นปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็ก ควรมีการสนับสนุนให้นักวิเคราะห์เขียนบทวิเคราะห์เกี่ยวกับหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็กเพิ่มมากขึ้น อีกทั้งควรส่งเสริมให้มีการศึกษาวิจัยในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพิ่มขึ้น เพื่อเป็นประโยชน์ต่อธุรกิจที่สนใจเข้ามาจดทะเบียน และนักลงทุนที่ต้องการเข้ามาซื้อขายในตลาด

เอกสารอ้างอิง

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2559). *สรุปมูลค่าการซื้อขายตามกลุ่มนักลงทุน*. สืบค้นจาก <http://marketdata.set.or.th/mkt/investortype.do?market=mai>

ทัศนีย์ ก่อกุลดิлок วราพร ดิรสิทธิ สุวิมล วัชรวรารท และปิยภัทร ธาระวานิช. (2554). คำแนะนำการลงทุนและบทวิเคราะห์หลักทรัพย์สร้างมูลค่าให้นักลงทุนจริงหรือ. *วารสารวิชาการคณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี*, 6(1), 65–76.

Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M., & Trueman, B. (2001). Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns. *The Journal of Finance*, 56(2), 531–563.

Brown, S., & Warner, J. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8, 208–258.

Brown, S., & Warner, J. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14, 3–31.

Hemang, D., Bing, L., & Singh, A. K. (2000). Do all-stars shine? Evaluation of analyst recommendations. *Financial Analysts Journal*, 56(3), 20–29.

Hult, W. L., & Maris, B. A. (1992). Large and small firm stock price response to “heard on the street” recommendations. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 7(1), 27–44.

Jegadeesh, N., & Kim, W. (2006). Value of analyst recommendations: International evidence. *Journal of Financial Markets*, 9(3), 274–309.

Lonkani, R., Khantavit, A., & Chunhachinda, P. (2010). The value of analyst recommendations in the Thai stock market. *International Research Journal of Finance and Economics*, 36, 96–119.

Narasimhan, J., Joonghyuk, K., Krische, S. D., & Lee, M. C. (2004). Analyzing the analysts: When do recommendations add value? *Journal of Finance*, 59(3), 1083–1124.

Qi, C., & Wei, J. (2006). Analysts’ weighting of private and public information. *Review of Financial Studies*, 19(1), 319–355.

Roger, K. L., & Stulz, R. M. (2011). When are analyst recommendation changes influential? *Review of Financial Studies*, 24(2), 593–627.

Stickel, S. E. (1995). The anatomy of the performance of buy and sell recommendations. *Financial Analysts Journal*, 51(5), 25–39.

Womack, K. L. (1996). Do brokerage analysts’ recommendations have investment value? *Journal of Finance*, 51, 137–167.

Translated Thai References

Korkuldilok, T., Tirasit, V., Watcharawatorn, S., & Tharavanij, P. (2011). Can investment recommendations and analyst research really create return for investors? *RMUTT Global Business and Economics Review*, 6(1), 65–76. [in Thai]

Stock Exchange of Thailand. (2016). *Investor types*. Retrieved from <http://marketdata.set.or.th/mkt/investortype.do?market=mai> [in Thai]