

ผลกระทบของการเปิดเผยประมาณการกำไรของผู้บริหารที่เผยแพร่ต่อสาธารณชน ที่มีต่อคุณสมบัติ  
การพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์:หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศไทย



นางศิริรัตน์ สนชัย

บทคัดย่อและแฟ้มข้อมูลฉบับเต็มของวิทยานิพนธ์ตั้งแต่ปีการศึกษา 2554 ที่ให้บริการในคลังปัญญาจุฬาฯ (CUIR)  
เป็นแฟ้มข้อมูลของนิสิตเจ้าของวิทยานิพนธ์ ที่ส่งผ่านทางบัณฑิตวิทยาลัย

The abstract and full text of theses from the academic year 2011 in Chulalongkorn University Intellectual Repository (CUIR)  
are the thesis authors' files submitted through the University Graduate School.

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีดุษฎีบัณฑิต  
สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
ปีการศึกษา 2557  
ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE IMPACT OF PUBLIC MANAGEMENT EARNINGS GUIDANCE ON THE PROPERTIES OF  
ANALYSTS' EARNINGS FORECASTS: EMPIRICAL EVIDENCE FROM THAILAND

Mrs. Sirat Sonchai



A Dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Doctor of Philosophy Program in Accountancy  
Department of Accountancy  
Faculty of Commerce and Accountancy  
Chulalongkorn University  
Academic Year 2014  
Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์	ผลกระทบของการเปิดเผยประมาณการกำไรของผู้บริหารที่ เผยแพร่ต่อสาธารณชน ที่มีต่อคุณสมบัติการพยากรณ์กำไรของ นักวิเคราะห์หลักทรัพย์:หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศไทย
โดย	นางศิริรัตน์ สนชัย
สาขาวิชา	การบัญชี
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ณัฐชานนท์ โกมุทพุดผิงค์
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วิศรุต ศรีบุญนาค

---

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้หัวข้อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วน  
หนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีบัณฑิต

..... คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี  
(รองศาสตราจารย์ ดร.พสุ เดชะรินทร์)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ  
(รองศาสตราจารย์ ดร.วรศักดิ์ ทุมมานนท์)

..... อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ณัฐชานนท์ โกมุทพุดผิงค์)

..... อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วิศรุต ศรีบุญนาค)

..... กรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.อนิรุต พิเสฏฐศลาศัย)

..... กรรมการ  
(อาจารย์ ดร.อนุภาพ สมบูรณ์สวัสดิ์)

..... กรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

ศิริรัตน์ สนชัย : ผลกระทบของการเปิดเผยประมาณการกำไรของผู้บริหารที่เผยแพร่ต่อสาธารณชน ที่มีต่อคุณสมบัติการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์:หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศไทย (THE IMPACT OF PUBLIC MANAGEMENT EARNINGS GUIDANCE ON THE PROPERTIES OF ANALYSTS' EARNINGS FORECASTS: EMPIRICAL EVIDENCE FROM THAILAND) อ.ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก: ผศ. ดร.ณัฐชานนท์ โกมุกุฑุมพิพงศ์, อ.ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม: ผศ. ดร.วิศรุต ศรีบุญนาค, 155 หน้า.

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาประโยชน์ของการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่เผยแพร่ต่อสาธารณชนที่มีต่อนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ โดยศึกษารูปแบบและความถี่ของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ส่งผลกระทบต่อการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และศึกษาความแม่นยำของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ หลังจากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร การศึกษาครั้งนี้ใช้ตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2557

ผลการศึกษาพบว่า นักวิเคราะห์หลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นเมื่อผู้บริหารเปิดเผยการคาดการณ์กำไรที่ให้ข้อมูลชัดเจน และขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์มีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับความชัดเจนของข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ในขณะที่ความสัมพันธ์ระหว่างความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งอาจเกิดจากการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่เปิดเผยไปก่อนหน้านี้เป็นการคาดการณ์ที่ลำสมัยจึงส่งผลให้ไม่พบความสัมพันธ์นี้ นอกจากนี้การศึกษานี้พบว่า นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร จะมีความแม่นยำของตัวเลขพยากรณ์กำไรมากขึ้น ผลการวิจัยนี้ให้ข้อเสนอแนะว่าการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีประโยชน์ช่วยเพิ่มความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นให้นักวิเคราะห์หลักทรัพย์

ภาควิชา	การบัญชี	ลายมือชื่อนิสิต .....
สาขาวิชา	การบัญชี	ลายมือชื่อ อ.ที่ปรึกษาหลัก .....
ปีการศึกษา	2557	ลายมือชื่อ อ.ที่ปรึกษาร่วม .....

# # 5283160026 : MAJOR ACCOUNTANCY

KEYWORDS: MANAGEMENT GUIDANCE / FINANCIAL ANALYST / EARNINGS FORECAST /  
ANALYST FORECAST ACCURACY / ANALYST FORECAST ACCURACY

SIRAT SONCHAI: THE IMPACT OF PUBLIC MANAGEMENT EARNINGS GUIDANCE  
ON THE PROPERTIES OF ANALYSTS' EARNINGS FORECASTS: EMPIRICAL  
EVIDENCE FROM THAILAND. ADVISOR: ASST. PROF. NATCHANONT  
KOMUTPUTIPONG, Ph.D., CO-ADVISOR: ASST. PROF. VISARUT SRIBUNNAK,  
Ph.D., 155 pp.

The objective of this research is to study the usefulness of public management guidance disclosure on financial analysts by examining the effects of forms and frequencies of management earnings guidance on the analysts' forecast revisions. Moreover, this study investigates the analysts' earnings forecast accuracy after receiving information from the disclosure of management earnings guidance. The sample of this study based on companies listed in the Stock Exchange of Thailand from 2008 to 2012.

The research findings reveal that the financial analysts are more likely to revise their earnings forecast after the precise disclosure of management earnings guidance. The magnitude of the analysts' forecast revision is positively related to the precision of management earnings guidance. The association of the frequencies of management earnings guidance on the analysts' earnings forecast revision is not statistically significant which affected from the state of the previous issuance of management earnings forecast. Moreover, the study finds that the forecast of the financial analysts who revise their earnings forecast after management earnings guidance is more accuracy. The results suggest that the disclosure of management earnings guidance is useful for financial analysts to enhance their forecast accuracy.

Department: Accountancy

Student's Signature .....

Field of Study: Accountancy

Advisor's Signature .....

Academic Year: 2014

Co-Advisor's Signature .....

## กิตติกรรมประกาศ

ดิฉันขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ณัฐชานนท์ โกมุกพิพิงศ์ และ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วิศรุต ศรีบุญนาค อาจารย์ที่ปรึกษาทั้งสองท่าน ที่ได้กรุณาได้รับเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์เรื่องนี้ ตลอดจนให้ความรู้ ให้คำปรึกษา ให้แนวทางและให้กำลังใจในการทำวิทยานิพนธ์เล่มนี้จนสำเร็จลุล่วง นอกจากนี้ดิฉันขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.วรศักดิ์ ทุมมานนท์ ที่กรุณาได้รับเป็นประธานกรรมการ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.อนิรุต พิเสฏฐศลาศัย อาจารย์ ดร.อนุภาพ สมบูรณ์สวัสดิ์ และ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่กรุณาให้คำแนะนำและเสนอแนะแนวทางแก้ไข เพื่อให้วิทยานิพนธ์ของดิฉันให้มีคุณภาพดีมากขึ้น และดิฉันขอขอบพระคุณคณาจารย์ของคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ที่เป็นผู้ให้วิชาความรู้ที่มีค่ายิ่ง เพื่อเป็นพื้นฐานในการทำวิจัยและสามารถนำไปใช้ประโยชน์ต่อไปในอนาคต

ดิฉันต้องขอขอบคุณ มหาวิทยาลัยนเรศวรซึ่งเป็นหน่วยงานต้นสังกัดที่ให้โอกาสและสนับสนุนทุนการศึกษาในระดับปริญญาเอกจนสำเร็จ เพื่อนร่วมงานที่คณะบริหารธุรกิจ เศรษฐศาสตร์และการสื่อสาร มหาวิทยาลัยนเรศวรที่ให้คำปรึกษา และให้กำลังใจด้วยดีเสมอ นอกจากนี้ดิฉันขอขอบคุณ เพื่อน พี่ และน้องในหลักสูตรปริญญาดุษฎีบัณฑิต ที่ให้กำลังใจตลอดจนให้ความช่วยเหลือในการทำวิทยานิพนธ์ครั้งนี้ด้วย

สุดท้ายดิฉันขอขอบพระคุณมารดา และครอบครัวที่เป็นกำลังใจ ให้ความเข้าใจ และให้การสนับสนุนในทุกเรื่องตลอดระยะเวลาของการศึกษาในระดับปริญญาเอก จนประสบความสำเร็จในวันนี้

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฅ
สารบัญรูปภาพ.....	ฉ
บทที่ 1 .....	1
บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา .....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	8
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	8
1.4 ขอบเขตของการวิจัย.....	9
1.5 วิธีดำเนินการวิจัย .....	9
1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในงานวิจัย.....	10
1.7 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย.....	11
บทที่ 2 .....	12
วรรณกรรมปริทัศน์.....	12
2.1 การคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร (Management earnings guidance).....	12
2.1.1 สาเหตุการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Forecast antecedents) .....	13
2.1.2 คุณลักษณะข้อมูลการคาดการณ์กำไร (Forecast characteristics).....	25
2.1.3 ผลลัพธ์จากการคาดการณ์กำไร (Forecast Consequence) .....	33
2.2 การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยนักวิเคราะห์ฯ (Analysts' earnings forecasts).....	35

2.2.1 การปรับตัวเลขการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ (Analyst forecast revision) .....	36
2.2.2 ความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ (Analyst forecast accuracy) .....	39
บทที่ 3 .....	42
กรอบแนวคิด ทฤษฎีและการพัฒนาสมมติฐาน .....	42
3.1 กรอบแนวคิดและเส้นเวลาลำดับเหตุการณ์ (Framework and Timeline of events).....	42
3.2 ทฤษฎีและการพัฒนาสมมติฐาน (Theory and hypothesis development) .....	44
บทที่ 4 .....	55
วิธีดำเนินการวิจัย .....	55
4.1 ประชากรและวิธีการเลือกหน่วยตัวอย่าง (Population and Sample selection).....	55
4.2 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล (Methods of data collection).....	56
4.3 การกำหนดและการวัดค่าตัวแปร (Measurement of variables) .....	58
4.4 วิธีการทดสอบสมมติฐานการวิจัย (Testing of hypothesizes) .....	75
บทที่ 5 .....	87
การวิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัย.....	87
5.1 การทดสอบสมมติฐานที่ 1.1 และ 2.1 .....	87
5.2 การทดสอบสมมติฐานที่ 1.2 และ 2.2 .....	110
5.3 การทดสอบสมมติฐานที่ 3.1 และ 3.2 .....	113
5.4 ผลการทดสอบปัญหาความเอนเอียงในการเลือกตัวอย่าง (Selection Bias).....	123
5.5 การทดสอบเพิ่มเติม (Additional Test).....	125
บทที่ 6 .....	132
สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ.....	132
6.1 สรุปผลการวิจัย.....	132



6.2 ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะของงานวิจัย .....	136
6.3 ทิศทางการวิจัยในอนาคต.....	137
รายการอ้างอิง .....	138
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์ .....	155





## สารบัญตาราง

ตารางที่ 1 แสดงการเปรียบเทียบสภาพแวดล้อมทางกฎหมายของการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารระหว่างประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศไทย .....	19
ตารางที่ 2 ข้อมูลทั่วไปของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ .....	88
ตารางที่ 3 การคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเฉพาะบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ติดตามจำแนกข้อมูลตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	90
ตารางที่ 4 การจำแนกตามความถี่ของการออกข่าวการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร .....	92
ตารางที่ 5 ข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารการจำแนกตามลักษณะข้อมูล (Characteristics of management earnings guidance) .....	94
ตารางที่ 6 การเลือกหน่วยตัวอย่างการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ (Analys earnings forecast ).....	96
ตารางที่ 7 การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ จำแนกตามขนาดของบริษัท หลักทรัพย์และประเภทของข่าว .....	98
ตารางที่ 8 แสดงระยะเวลาในการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ หลังจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร.....	99
ตารางที่ 9 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics ) .....	101
ตารางที่ 10 การแสดงค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปร (Pearson Correlation Matrix) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น .....	104
ตารางที่ 11 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างรูปแบบและความถี่ของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์.....	108
ตารางที่ 12 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างรูปแบบและความถี่ของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารกับขนาดการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ .....	111
ตารางที่ 13 การเลือกหน่วยตัวอย่างเพื่อศึกษาความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ (Analys forecast accuracy).....	113
ตารางที่ 14 สถิติเชิงพรรณนา(Descriptive statistics) .....	115

ตารางที่ 15 การแสดงค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปร (Pearson Correlation Matrix) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารและความถี่ในการออกการคาดการณ์กำไรที่ส่งผลกระทบต่อความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์..... 117

ตารางที่ 16 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรกับของนักวิเคราะห์ฯ กับการความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มที่ติดตามบริษัทเดียว ..... 120

ตารางที่ 17 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ กับการความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ รายคน ..... 122

ตารางที่ 18 การทดสอบความสัมพันธ์ในขั้นแรกตามวิธี Heckman ..... 124

ตารางที่ 19 สถิติเชิงพรรณนา ..... 126

ตารางที่ 20 แสดงการวิเคราะห์เปรียบเทียบความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ เฉพาะกลุ่มของนักวิเคราะห์ฯ ที่มีการปรับตัวเลขหลังจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ..... 128

ตารางที่ 21 แสดงการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยความผิดพลาดจริงและค่าสัมบูรณ์ของค่าความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ เฉพาะกลุ่มที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไร..... 130

## สารบัญรูปภาพ

รูปที่ 1 เส้นเวลาลำดับเหตุการณ์ (Timeline of events).....	43
รูปที่ 2 ระยะเวลาของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ หลังจากการ ออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร.....	99



## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การวิจัยครั้งนี้ต้องการศึกษา ประโยชน์ของการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารกับการตอบสนองของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ โดยศึกษาจากการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ (Security Analyst หรือ Financial analyst และต่อไปจะเรียกว่า นักวิเคราะห์ฯ) และศึกษาผลกระทบจากรูปแบบและความถี่ของการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่แตกต่างกัน และประโยชน์ของการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีผลต่อความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ดังนั้นวัตถุประสงค์การวิจัยมี 3 ข้อ ได้แก่ 1) ศึกษาารูปแบบของการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นนักวิเคราะห์ฯ 2) ศึกษาความถี่ของการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นนักวิเคราะห์ฯ และ 3) ศึกษาความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ กับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ

นักวิเคราะห์ฯ มีบทบาทที่สำคัญในตลาดทุน เนื่องจากนักวิเคราะห์ฯ มีหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการสื่อสารข้อมูลระหว่างกิจการกับนักลงทุน และนักวิเคราะห์ฯ มีหน้าที่รวบรวมและวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อใช้จัดทำรายงานของนักวิเคราะห์ฯ<sup>1</sup> ของบริษัทที่ติดตามเพื่อเสนอนักลงทุนในการใช้ตัดสินใจลงทุน ดังนั้นนักวิเคราะห์ฯ ต้องแสวงหาข้อมูลจากทั้งแหล่งข้อมูลสาธารณะและแหล่งข้อมูลภายในของบริษัท ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลสาธารณะได้แก่ ข้อมูลรายงานประจำปี ข้อมูลสภาพเศรษฐกิจ สังคมและการเมือง เป็นต้น ในขณะที่ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลภายในได้แก่ บทสัมภาษณ์ผู้บริหาร การเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร เป็นต้น จากหน้าที่ของนักวิเคราะห์ฯ ข้างต้น นักวิเคราะห์ฯ จึงถือเป็นตัวแทนความคาดหวังของนักลงทุนที่มีความรอบรู้และมีความชำนาญในการวิเคราะห์ข้อมูล และถูกใช้เป็นตัวแทนของนักลงทุนที่มีประสบการณ์ในตลาดทุน (Schipper 1991, Choi, Myers et al. 2010, ณัฐชานนท์ โกมุกทุฒิพงศ์ 2555)

<sup>1</sup> รายงานของนักวิเคราะห์ฯ (Analyst report) คือผลงานของนักวิเคราะห์ฯ ที่จะรายงานข้อมูลต่างๆของบริษัทที่ตนติดตาม ประกอบไปด้วย 1) รายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัท (Earnings forecast) และ 2) บทวิเคราะห์หลักทรัพย์ (Stock recommendation) การศึกษาครั้งนี้สนใจรายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัทเท่านั้น เนื่องจากต้องการศึกษาผลกระทบจากการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีต่อความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ

จากความต้องการใช้ข้อมูลเพื่อจัดทำรายงานของนักวิเคราะห์ฯ ข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นหนึ่งในแหล่งข้อมูลที่สำคัญสำหรับนักวิเคราะห์ฯ<sup>2</sup> เนื่องจากข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นข้อมูลส่วนตัว (Private information) ที่มีเนื้อหาเฉพาะเจาะจงของแต่ละบริษัท ที่ผู้บริหารจัดทำขึ้นเพื่อใช้ในการวางแผนและการบริหารงานภายในของกิจการ ซึ่งให้ข้อมูลของเหตุการณ์ในอนาคต (Forward-looking information) เพื่อใช้ประมาณการผลประกอบการของบริษัท ดังนั้นข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารจึงมีความสำคัญต่อนักวิเคราะห์ฯ ในการช่วยให้นักวิเคราะห์ฯ มีข้อมูลเพื่อนำไปพยากรณ์ผลกำไรของกิจการได้แม่นยำมากขึ้น อันจะส่งผลให้นักวิเคราะห์ฯ มีชื่อเสียง ได้รับความน่าเชื่อถือและทำให้มีรายได้เพิ่มขึ้น ซึ่งจากงานวิจัยในอดีตได้แสดงหลักฐานว่านักวิเคราะห์ฯ จะติดตามบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลมากกว่าบริษัทที่ไม่เปิดเผยข้อมูลเพื่อช่วยเพิ่มความถูกต้องของการพยากรณ์ (Lang and Lundholm, 1996)

อย่างไรก็ตาม การเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Management earnings guidance) หรือการประมาณการกำไรของผู้บริหาร (Management earnings forecast) เป็นการเปิดเผยโดยความสมัครใจ (Voluntary disclosure) ที่ผู้บริหารต้องการให้ข้อมูลเพื่อใช้ประมาณการผลการดำเนินงานในอนาคตแก่ตลาดทุนก่อนวันที่จะประกาศผลการดำเนินงานจริง (King, Pownall et al. 1990) ดังนั้นผู้บริหารแต่ละคนย่อมมีแรงจูงใจที่ต่างกันในการตัดสินใจที่จะเปิดเผยหรือไม่เปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไร ทั้งนี้ได้มีผู้ทบทวนงานวิจัยในอดีต (Leuz and Verrecchia 2000, Healy and Palepu 2001, Verrecchia 2001, Hirst, Koonce et al. 2008) ไว้แล้วและพบว่า ผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุนมักมีความต้องการให้ผู้บริหารเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไร ในขณะที่ผู้บริหารเองต้องคำนึงถึงต้นทุนและประโยชน์ที่ได้รับจากการตัดสินใจว่าจะเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรหรือไม่ ถ้าผู้บริหารตัดสินใจเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไร บริษัทอาจจะได้รับประโยชน์จากการที่หลักทรัพย์ของบริษัทมีสภาพคล่องเพิ่มขึ้นและส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนลดลงได้ แต่ผู้บริหารต้องคำนึงถึงต้นทุนที่เกิดจากการให้ข้อมูลทางการแข่งขัน (Proprietary information cost) หรือจากการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นความลับทางการค้า และต้นทุนที่เกิดจากความเสียหายในการถูกฟ้องร้องจากราคาหุ้นที่ลดลงจากการเปิดเผยข่าวร้ายด้วย (Litigation cost)

นอกจากนี้ การเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารยังเป็นการส่งสัญญาณ (Signal) ให้ตลาดปรับความคาดหวังไปในทิศทางที่ผู้บริหารต้องการอีกทั้ง ผู้บริหารก็จะมีแรงจูงใจที่จะเปิดเผยคาดการณ์กำไรที่เป็นทั้งข่าวดีและข่าวร้าย ถ้าผู้บริหารคาดการณ์แล้วว่าผลประกอบการใน

<sup>2</sup> จากผลการสำรวจนักวิเคราะห์ฯ ในการศึกษาของ Lee(1981) พบว่าแหล่งข้อมูลที่นักวิเคราะห์ฯ เปรียบตามลำดับความสำคัญจากมากไปหาน้อย มีดังนี้ 1) การสัมภาษณ์ผู้บริหารระดับสูง 2) รายงานทางการเงิน (10-Ks) และรายงานอื่นที่ตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา (SEC) กำหนด 3) รายงานผู้ถือหุ้นรายไตรมาสและรายปี 4) การออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (ถ้าบริษัทเปิดเผย) 5) การนำเสนอรายงานโดยผู้บริหารระดับสูง

อนาคตจะเพิ่มขึ้นหรือมีข่าวดีเกิดขึ้นตามมา ผู้บริหารก็จะเปิดเผยการคาดการณ์กำไรเพื่อให้ตลาดปรับเพิ่มราคาหุ้น แต่ในทางตรงกันข้ามหากผู้บริหารคาดว่าผลประกอบการจะลดลง อาจจะต้องตัดสินใจไม่เปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรนั้น (Patell 1976, Penman 1980, Lev and Penman 1990, Miller 2002) หรือในทางกลับกันผู้บริหารอาจตัดสินใจรีบเปิดเผยการคาดการณ์กำไรที่เป็นข่าวร้าย ทั้งนี้เนื่องจากกลัวผลกระทบจากความเสี่ยงในการถูกฟ้องร้องและชื่อเสียงของตนในภายหลัง (Skinner 1994, Kasznik and Lev 1995) นอกจากนี้ ความน่าเชื่อถือในการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารนั้นจะถูกตรวจสอบความถูกต้องในภายหลัง เมื่อบริษัทประกาศผลประกอบการจริง (Verified ex post) และมีงานวิจัยที่แสดงหลักฐานว่า ถ้าผลประกอบการจริงไม่เป็นที่ไปตามที่ผู้บริหารการคาดการณ์ไว้ ตลาดจะลงโทษบริษัทด้วยการปรับลดราคาหลักทรัพย์ลงอย่างรุนแรง (Skinner and Sloan 2002, Graham, Harvey et al. 2005)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งมักเป็นการศึกษาการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่บังคับให้ต้องจัดทำ (Mandatory disclosure) จากกรณีที่บริษัทต้องเสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหุ้น (IPO) โดยบริษัทต้องทำรายงานการประมาณการผลการดำเนินงานเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจให้แก่นักลงทุน (Jaggi, Chin et al. 2006) หรือบางประเทศ เช่น ประเทศญี่ปุ่น กำหนดให้บริษัทจัดทำข้อมูลการคาดการณ์กำไรและกำหนดให้เป็นสารสนเทศที่ต้องเปิดเผย (Kato, Skinner et al. 2009) แต่สำหรับประเทศไทยนั้น การศึกษาการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารยังไม่ค่อยแพร่หลาย<sup>3</sup> และยังไม่เป็นข้อบังคับทางกฎหมาย งานวิจัยของ Jarutakanont (2008) ที่ศึกษาถึงแนวทางปฏิบัติของการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย<sup>4</sup> ได้พบว่าผู้บริหารสมัครใจเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรคิดเป็นร้อยละ

<sup>3</sup> ในปัจจุบันข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารในประเทศไทย ยังไม่มีการจัดเก็บรวบรวมอยู่ในฐานข้อมูล ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาวิจัยในเรื่องนี้ ต้องเก็บรวบรวมด้วยมือ จากการอ่านข่าวที่ผู้บริหารเปิดเผยผ่านสื่อสารมวลชนทุกประเภทให้ครบถ้วน ซึ่งอาจเป็นข้อจำกัดของผู้ที่สนใจศึกษาเรื่องนี้ในประเทศไทย สำหรับในประเทศสหรัฐอเมริกา ข้อมูลการคาดการณ์กำไรมีการรวบรวมในเชิงพาณิชย์ เช่น Historical First Call Database หรือ The Dow Jones News Retrieval Service (DJNRS) ฐานข้อมูลเหล่านี้มีการรวบรวมข้อมูลที่เป็นระบบ ชัดเจน เช่น ตัวเลขประมาณกำไรต่อหุ้นรายปีของผู้บริหาร ซึ่งช่วยเอื้อประโยชน์ต่อการทำวิจัย

<sup>4</sup> ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กำหนดแนวทางปฏิบัติในการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียนไว้ 3 ประเภท เนื้อหาโดยสรุปมีดังนี้ 1) สารสนเทศที่ต้องเปิดเผย ได้แก่ งบการเงินตามรอบระยะเวลารายไตรมาสและประจำปี แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี (แบบ 56-2) 2) และเหตุการณ์สำคัญ เช่น การควบรวมกิจการ การประกาศจ่ายเงินปันผล การออกหุ้นเพิ่มทุน ข้อพิพาททางกฎหมาย เป็นต้น 2) สารสนเทศที่ควรเปิดเผย เป็นกรณีที่ผู้บริหารต้องชี้แจงข่าวลือ ข่าวคลาดเคลื่อนที่ส่งผลกระทบต่อบริษัท การชี้แจงต่อทวิตวิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัทที่มีการอ้างอิงข้อมูลไม่ถูกต้อง หรือการประกาศข่าวจากบุคคลที่สามที่มีผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อบริษัท และ 3) สารสนเทศที่เลือกเปิดเผยได้ คือ สารสนเทศที่ให้ข้อมูลประมาณการงบการเงินรายไตรมาสหรือรายปีต่อสาธารณชน โดยปกติบริษัทไม่ต้องเปิดเผยข้อมูลนี้เนื่องจากเป็นข้อมูลภายในเพื่อการบริหาร ถ้าบริษัทเลือกเปิดเผยต้องทำด้วยความระมัดระวังและต้องติดตามการเปลี่ยนแปลงที่มีผลต่อการประมาณการนี้ด้วย รายละเอียดเพิ่มเติมได้แสดงไว้ในบทที่ 2



68 ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับประเทศสหรัฐอเมริกาที่พบว่าผู้บริหารสมัครใจเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรต่อสาธารณชน<sup>5</sup> (Graham, Harvey et al. 2005) แต่งานวิจัยนี้มีข้อจำกัดที่ยังไม่ได้ศึกษาผลกระทบที่เกิดขึ้นหลังจากผู้บริหารเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรต่อผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุน ดังนั้นการศึกษาในครั้งนี้ ผู้วิจัยจึงขอขยายการศึกษาต่อมาเพื่อให้เห็นถึงความสำคัญหรือประโยชน์จากการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ที่มีต่อการตอบสนองของนักวิเคราะห์ โดยศึกษาจากการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ และศึกษารูปแบบและความถี่ของการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีผลกระทบต่อการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ด้วย

จากการศึกษาในอดีตพบว่า นักวิเคราะห์มักปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของตนหลังจากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Waymire 1986, Jennings 1987, Hassell, Jennings et al. 1988, Baginski and Hassell 1990, Williams 1996, Cotter, Tuna et al. 2006, Kross, Ro et al. 2011) แต่งานวิจัยข้างต้น มักใช้ตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์โดยส่วนใหญ่ (Consensus analyst earnings forecast)<sup>6</sup> มาเป็นตัวแทนในการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไร ซึ่งผู้วิจัยเห็นว่า ตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์โดยส่วนใหญ่ดังกล่าวนี้ ประกอบไปด้วยข้อมูลของนักวิเคราะห์บางคนที่มีปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น และนักวิเคราะห์บางคนที่ไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรวมปะปนกันอยู่ ผลการศึกษาที่ได้นั้นอาจมีความลำเอียงเนื่องจากได้รับผลกระทบจาก ตัวเลขพยากรณ์ที่ล้าสมัย (Stale forecast) กับตัวเลขพยากรณ์ล่าสุด (Recent forecast) ปะปน (Kothari 2001) ดังนั้นการศึกษานี้จึงจะขยายขอบเขตการศึกษาออกไปด้วยการใช้ตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์รายคน (Individual analyst earnings forecast) แทนตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์โดยส่วนใหญ่ เพื่อแสดงให้เห็นการตอบสนองที่ชัดเจนของนักวิเคราะห์แต่ละคนจากการได้ใช้ประโยชน์จากการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร และทำให้นักลงทุนได้รับข้อมูลที่รวดเร็วและทันเวลามากขึ้นกว่าเดิม

การเปิดเผยการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารของแต่ละบริษัท พบว่าจะมีความแตกต่างกันไปตามดุลยพินิจและความต้องการของผู้บริหารที่จะสื่อสารข้อมูลแก่สาธารณชน ลักษณะ

<sup>5</sup> ผลการสำรวจในปีพ.ศ. 2552 ของ National Investor Relations Institute (NIRI)<sup>5</sup> พบว่าแนวโน้มของบริษัทที่ออกคำแนะนำตัวเลขประมาณการกำไร คิดเป็นร้อยละ 60 ในปี พ.ศ. 2552 เมื่อเปรียบเทียบกับปี พ.ศ. 2551 และ พ.ศ. 2550 คิดเป็นร้อยละ 64 และร้อยละ 77 ตามลำดับ ถึงแม้การเปิดเผยประมาณการกำไรของผู้บริหารจะมีแนวโน้มลดลงแต่ยังแสดงให้เห็นว่า บริษัทส่วนใหญ่ยังคงสมัครใจเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรต่อสาธารณชน

<sup>6</sup> ตัวเลขพยากรณ์กำไรโดยส่วนใหญ่ของนักวิเคราะห์ (Consensus analyst earnings forecast) คือ การสำรวจความเห็นของนักวิเคราะห์จากโบรกเกอร์ต่างๆ ที่ติดตามข้อมูลรายบริษัทอย่างใกล้ชิด แล้วนำค่าพยากรณ์ของนักวิเคราะห์แต่ละคนมาคำนวณร่วมกัน เพื่อหาค่าที่เป็นตัวแทนการพยากรณ์กำไรโดยส่วนใหญ่ของนักวิเคราะห์เพียงค่าเดียว ตัวอย่างตัวเลขสำคัญทางการเงินรายบริษัท เช่น กำไรสุทธิ กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราเงินปันผล (DIY) มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (Target Price) เป็นต้น

ของข้อมูลการคาดการณ์กำไรที่ผู้บริหารเปิดเผยมีหลายรูปแบบ ตัวอย่างเช่น การให้ข้อมูลเชิงคุณภาพ หรือข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative or qualitative) การให้ข้อมูลค่าเดียวหรือค่าช่วง (Point or range) การคาดการณ์รายได้หรือกำไร (Revenue or earnings guidance) เป็นต้น งานวิจัยในอดีตพบว่า รูปแบบของการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรเป็นตัวสะท้อนความเชื่อมั่นของผู้บริหารที่มีต่อนักลงทุน ถ้าผู้บริหารเปิดเผยข้อมูลที่มีความชัดเจน แน่นนอน (เช่น ข้อมูลเชิงปริมาณ หรือข้อมูลค่าเดียว) จะส่งผลให้นักลงทุนเชื่อมั่นต่อข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ในขณะที่หากผู้บริหารที่เปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรที่คลุมเครือ ขาดความชัดเจน เป็นการส่งสัญญาณความไม่แน่นอนต่อนักลงทุนว่าผู้บริหารอาจมีข้อมูลไม่เพียงพอที่จะคาดการณ์กำไรของบริษัท (Jennings 1987, Bamber and Cheon 1998)

จากงานทบทวนวรรณกรรมของ Hirst, Koonce et al. (2008) พบว่ารูปแบบของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ที่ส่งผลกระทบต่อการตอบสนองของตลาดยังไม่ให้ข้อสรุปที่ชัดเจน ตัวอย่างเช่น การศึกษาของ Baginski, Conrad et al. (1993) พบว่าการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลค่าเดียว (Point) ตลาดจะตอบสนองมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับ การออกการคาดการณ์ให้ข้อมูลค่าช่วง(Range) ในขณะที่งานวิจัยของ Pownall, Wasley et al. (1993) และ Atiase, Li et al. (2005) ไม่พบความแตกต่างของการตอบสนองของตลาดกับรูปแบบการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร การศึกษาต่อมาของ Cotter, Tuna et al. (2006) ได้แสดงหลักฐานว่า นักวิเคราะห์จะปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรเมื่อผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรโดยให้ข้อมูลค่าช่วง แต่ความสัมพันธ์ระหว่างปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ กับการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลค่าเดียวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จากงานวิจัยข้างต้นที่ยังไม่สามารถสรุปผลได้ การวิจัยครั้งนี้จึงสนใจศึกษา รูปแบบของการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ รายคนว่าจะให้ผลการวิจัยในทิศทางใด

นอกจากรูปแบบการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีความแตกต่างกันแล้ว ความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรก็เป็นอีกคุณลักษณะหนึ่งที่มีความสำคัญสำหรับผู้บริหารที่ต้องตัดสินใจว่าจะเปิดเผยการคาดการณ์กำไรกี่ครั้งต่อปี งานวิจัยในอดีตพบว่าแรงจูงใจที่ทำให้ผู้บริหารบางรายเปิดเผยการคาดการณ์อย่างสม่ำเสมอ ในขณะที่ผู้บริหารบางรายอาจเปิดเผยการคาดการณ์กำไรเพียงปีละครั้งเดียว (McNichols 1989, Kasznik and Lev 1995, Miller 2002, Rogers and Stocken 2005) เกิดจากแนวโน้มผลการดำเนินงานของแต่ละบริษัท บริษัทที่คาดว่าจะมีผลกำไรจะเปิดเผยการคาดการณ์กำไรบ่อยครั้งกว่าบริษัทที่คาดว่าจะเกิดผลขาดทุน นอกจากนี้ งานวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ส่งผลกระทบต่อตลาดยังไม่ได้ข้อสรุปที่ชัดเจน การวิจัยที่สนับสนุนว่าการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

บ่อยครั้งจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของตลาด ช่วยลดปัญหาการได้รับข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน และส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนลดลง ทำให้หลักทรัพย์มีสภาพคล่องจากการซื้อขายที่มีเพิ่มขึ้น (Diamond and Verrecchia 1991, Leuz and Verrecchia 2000, Verrecchia 2001) การวิจัยของ Hutton and Stocken (2007) พบว่านักลงทุนจะตอบสนองเพิ่มขึ้นในบริษัทที่ผู้บริหารประกาศประมาณการกำไรบ่อยครั้งและประมาณการกำไรของผู้บริหารที่ออกไปก่อนหน้านี้มีความถูกต้องแม่นยำ ในทางกลับกัน ผลการวิจัยของ Rogers, Skinner et al. (2009) ศึกษาการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ส่งผลกระทบต่อความไม่แน่นอนของตลาดจากมูลค่าบริษัท ผู้วิจัยใช้ความผันผวนของราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นสามัญเป็นตัวแทนความไม่แน่นอนของตลาด โดยการเปรียบเทียบผลก่อนและหลังการออกการคาดการณ์กำไร ผลการศึกษาพบว่าผู้บริหารที่ออกการออกการคาดการณ์กำไรไม่สม่ำเสมอ (ออกการคาดการณ์เพียง 1 ครั้งต่อปี) จะทำให้เกิดความผันผวนของตลาดในระยะสั้นมากกว่าผู้บริหารที่ออกการออกการคาดการณ์กำไรสม่ำเสมอ (ออกการคาดการณ์อย่างน้อย 3 ใน 4 ไตรมาสทุกปี) จากผลการศึกษาข้างต้นที่ยังไม่ได้ข้อสรุป การศึกษาครั้งนี้จึงสนใจศึกษาการตอบสนองของนักวิเคราะห์รายคนที่มีต่อความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารว่าจะให้ผลการศึกษาเป็นอย่างไร

จากผลกระทบของรูปแบบและความถี่ของการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ส่งผลต่อการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ แล้ว การศึกษาครั้งนี้ยังดูผลกระทบที่เกิดขึ้นหลังจากการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ โดยการศึกษาความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ เนื่องจากนักลงทุนต้องการผลงานของนักวิเคราะห์ ที่มีความแม่นยำเพื่อใช้ในการตัดสินใจลงทุน อีกทั้งข้อมูลการคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทยังใช้กำหนดราคาหลักทรัพย์เพื่อใช้ตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และช่วยลดต้นทุนในการหาข้อมูลของนักลงทุน (Loh and Mian 2006, ณัฐชานนท์ โกมุตพุดิพงษ์ 2555) นอกจากนี้การพยากรณ์กำไรได้อย่างแม่นยำจะทำให้นักวิเคราะห์ มีชื่อเสียงและส่งผลให้มีรายได้เพิ่มขึ้น แนวโน้มที่นักวิเคราะห์ จะถูกเลิกจ้างลดลงและส่งผลต่อการกำหนดค่าตอบแทนพิเศษ (Bonus) ที่นักวิเคราะห์อาจจะได้รับเพิ่มมากขึ้น ดังนั้น ความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ มีความสำคัญต่อนักลงทุน และต่อตัวนักวิเคราะห์ เองทั้งในเรื่องการจ้างงานและค่าตอบแทนพิเศษ (Mikhail, Walther et al. 1999, Ramnath, Rock et al. 2008, Call, Chen et al. 2009)

นอกจากนี้ปัจจัยความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ยังเกิดจากคุณสมบัติของนักวิเคราะห์และบริษัทหลักทรัพย์ การศึกษาในอดีตพบว่า ประสิทธิภาพการทำงาน ขนาดของบริษัทหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ในขณะที่จำนวนบริษัทและอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ติดตามมีความสัมพันธ์แปรผกผันกับความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ (Clement

1999) นอกจากนี้ ความแม่นยำในอดีตของนักวิเคราะห์ฯ ส่งผลต่อความแม่นยำของนักวิเคราะห์ฯ ในปัจจุบัน (Brown 2001) ความถี่ที่นักวิเคราะห์ฯ ออกตัวเลขพยากรณ์บ่อยครั้งจะส่งผลให้นักวิเคราะห์ฯ มีความเชี่ยวชาญในการพยากรณ์กำไรมากขึ้น (Jacob, Lys et al. 1999) และปัจจัยสุดท้ายคือ จำนวนวันของการออกพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ มีความสัมพันธ์แปรผกผันกับความแม่นยำในการพยากรณ์กำไร ถ้านักวิเคราะห์ฯ ออกตัวเลขพยากรณ์กำไรใกล้วันประกาศผลการดำเนินงานจริง ตัวเลขดังกล่าวจะมีความแม่นยำเพิ่มขึ้น (Brown, Hagerman et al. 1987, O'Brien 1988) ดังนั้น อาจกล่าวได้ว่า ความเชี่ยวชาญในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ รายบุคคล เกิดจาก คุณสมบัติของนักวิเคราะห์ฯ และบริษัทหลักทรัพย์ และคุณลักษณะของข้อมูลการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ

อย่างไรก็ตามจากปัจจัยที่ส่งผลต่อความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่กล่าวไปข้างต้น ปัจจัยที่เกิดจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ส่งผลให้นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตนยังไม่ได้ถูกนำมาพิจารณาร่วมด้วย การศึกษาครั้งนี้จึงได้เพิ่มปัจจัยการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ ที่ส่งผลต่อความแม่นยำของนักวิเคราะห์ฯ แต่ละคน เพื่อศึกษาว่านักวิเคราะห์ฯ แต่ละคนจะมีความแม่นยำเพิ่มขึ้นหรือไม่จากการได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

งานวิจัยนี้คาดว่าจะให้ประโยชน์จากการเพิ่มเติมจากงานวิจัยในอดีต 1) เป็นการเพิ่มหลักฐานงานวิจัยที่แสดงผลกระทบจากคุณลักษณะของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีต่อการปรับตัวเลขของการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ รายคน 2) เพื่อเพิ่มหลักฐานงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ส่งผลต่อความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ รายคน จากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร 3) เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนจากการใช้ข้อมูลการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ รายคน ที่มีความถี่และความทันเวลามากกว่าการใช้ข้อมูลการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ โดยส่วนใหญ่ 4) เพื่อให้ผู้บริหารเห็นความสำคัญและประโยชน์ของการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรที่มีต่อนักวิเคราะห์ฯ และนักลงทุน และช่วยเพิ่มแรงจูงใจให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรมากขึ้น และ 5) เป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานที่กำลังกักตุนและบริษัทจดทะเบียนในตลาดเพื่อเปรียบเทียบการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ปฏิบัติจริงกับแนวทางที่กำหนดให้ปฏิบัติว่าสอดคล้องกันหรือไม่อย่างไร

โดยสรุป การวิจัยนี้ต้องการศึกษาประโยชน์จากการเปิดเผยข้อมูลการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ส่งผลกระทบต่อ การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ โดยศึกษาว่า 1) รูปแบบของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีผลกระทบต่อ การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ และ 2) ความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไร

ของผู้บริหารมีผลกระทบต่อ การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ และ 3) การปรับตัวพยากรณ์กำไรต่อหุ้นนักวิเคราะห์ฯ ส่งผลต่อความแม่นยำในการพยากรณ์ต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ดังนี้

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการตอบสนองของนักวิเคราะห์ฯ จากการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นกับรูปแบบของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการตอบสนองของนักวิเคราะห์ฯ จากการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นกับความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร
3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการปรับการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ หลังการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารกับความถูกต้องแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ

## 1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานวิจัยฉบับนี้คาดว่าจะได้รับประโยชน์แก่ผู้ที่เกี่ยวข้องคือ

1. เพื่อเพิ่มหลักฐานงานวิจัยที่แสดงผลกระทบจากคุณลักษณะของข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีผลต่อการปรับตัวเลขพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯรายคน
2. เพื่อเพิ่มหลักฐานงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯรายคน จากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร
3. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนจากการใช้ข้อมูลการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯรายคน ที่มีความถี่และความทันต่อเวลามากกว่าการใช้ข้อมูลการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯส่วนใหญ่
4. เพื่อให้ผู้บริหารได้เห็นความสำคัญ และประโยชน์ของการเปิดเผยข้อมูลที่มีต่อนักวิเคราะห์ฯและนักลงทุน และช่วยเพิ่มแรงจูงใจให้ผู้บริหารสมัครใจเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรมากขึ้น
5. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานที่กำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาด เพื่อเปรียบเทียบการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ปฏิบัติจริงกับแนวทางที่กำหนดให้ปฏิบัติว่าสอดคล้องหรือไม่อย่างไร

#### 1.4 ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษานี้จะใช้ตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2551-2555 ประกอบด้วยข้อมูลที่สำคัญดังนี้

1. ข้อมูลการคาดการณ์กำไรรายปีของผู้บริหารที่มีเปิดเผยต่อสาธารณชน (Public management earnings guidance) ข้อมูลนี้เก็บรวบรวมด้วยมือ จากข่าวที่ประกาศผ่านสื่อทุกประเภทในฐานข้อมูล นิวส์เซ็นเตอร์ (Newscenter)<sup>7</sup>
2. ข้อมูลตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปีของนักวิเคราะห์ฯ เป็นรายบุคคล (Individual analysts' earnings forecast) ข้อมูลนี้เก็บรวบรวมจากฐานข้อมูลบลูมเบิร์ก (Bloomberg)
3. ข้อมูลตัวเลขรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเก็บรวบรวมจากฐานข้อมูล SETSMART และ DATASTREAM

การเลือกตัวอย่างในการวิจัยนี้ กำหนดเงื่อนไขว่า บริษัทจดทะเบียนต้องมีนักวิเคราะห์ฯ ติดตามและออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น และบริษัทจดทะเบียนต้องมีการออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร เนื่องจากนักวิเคราะห์ฯ ไม่ได้ติดตามและออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่บริษัทจดทะเบียนบางรายอาจไม่เปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ดังนั้นหน่วยตัวอย่างในการวิจัยนี้จึงเลือกแบบเจาะจงตามเงื่อนไขข้างต้น ผลของการเลือกหน่วยตัวอย่างวิธีนี้อาจทำให้เกิดปัญหาทางเศรษฐมิติ เรียกว่า ปัญหาความเอนเอียงจากการเลือกตัวอย่าง (Sample-selection bias) การวิจัยครั้งนี้จะใช้วิธีของ Heckman (1979) เพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว ซึ่งอธิบายอย่างละเอียดไว้ในบทที่ 4 วิธีการดำเนินการวิจัย

#### 1.5 วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษานี้แบ่งเป็น 2 ส่วน โดยส่วนที่ 1 ศึกษาการตอบสนองของนักวิเคราะห์ฯ หลังการได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีรูปแบบและความถี่ที่แตกต่างกัน ผ่านการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ หากพบว่านักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตนเองหลังจากผู้บริหารประกาศข้อมูลดังกล่าว แสดงว่านักวิเคราะห์ฯ ใช้ประโยชน์จากข้อมูลของผู้บริหารโดยนำไปพิจารณาในการออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตนเอง การวิเคราะห์

<sup>7</sup> นิวส์เซ็นเตอร์ (Newscenter) เป็นฐานข้อมูลที่รวบรวมข่าวสาร ข้อมูลออนไลน์ผ่านเครือข่ายอินเทอร์เน็ต ข้อมูลจากหนังสือพิมพ์ นิตยสาร เว็บไซต์หนังสือพิมพ์ สำนักข่าวในและต่างประเทศ หน่วยงานราชการและองค์กรกำกับดูแล ศูนย์วิจัยและสำนักโพลล์ เป็นต้น

จะใช้สถิติเชิงพรรณนา และวิธีของ Heckman (1979) ที่มี 2 ขั้นตอน โดยใช้ตัวแบบโพรบิต (Probit Model) ในขั้นตอนแรก และสมการถดถอยโลจิสติกส์ (Logistic Regression) ในขั้นตอนที่สอง

ส่วนที่ 2 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความถูกต้องแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ กับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ หลังจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร เพื่อดูผลกระทบของข้อมูลการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารกับความถูกต้องแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ด้วยการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา และสมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression)

### 1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ มีคำศัพท์เฉพาะที่ใช้ในงานวิจัย ดังต่อไปนี้

การคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Management earnings guidance) หรือการประมาณการกำไรโดยผู้บริหาร (Management earnings forecast) คือ การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินเพื่อใช้ประมาณการผลการดำเนินงานในอนาคตก่อนวันที่บริษัทประกาศผลการดำเนินงานจริง (King, Pownall et al. 1990) ตัวอย่างเช่น บริษัทคาดยอดขายปีนี้เพิ่มขึ้น 50% จากปี 54 ทะลุ 3 แสนล้านบาท

ตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ (Analysts' earnings forecast) คือ รายงานการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัทโดยนักวิเคราะห์ฯ หรือที่เรียกกันว่า Earnings forecast (ณัฐชานนท์ , 2555) ตัวอย่างเช่น นักวิเคราะห์ฯ A ออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัท A เท่ากับ 6.2 บาทต่อหุ้น

การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ (Analyst forecast revisions) คือ การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น 1 ปีล่วงหน้า ของนักวิเคราะห์ฯ แต่ละบุคคล (One-year-ahead forecast revision) เช่น วันที่ 20 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2554 นักวิเคราะห์ฯ A ออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นสำหรับผลประกอบการปี 2554 ของบริษัท AAA เท่ากับ 5.8 บาทต่อหุ้น ต่อมาวันที่ 12 มีนาคม พ.ศ. 2554 นักวิเคราะห์ฯ A ได้ออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นสำหรับผลประกอบการปี 2554 ของบริษัท AAA เท่ากับ 7.5 บาทต่อหุ้น เป็นต้น แสดงว่า นักวิเคราะห์ฯ A มีการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตนเอง (ตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปีเปลี่ยนจาก 5.8 บาทต่อหุ้นเป็น 7.5 บาทต่อหุ้น)

ความแม่นยำของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ (Analyst forecast accuracy) คือ ความถูกต้องของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นที่นักวิเคราะห์ฯ พยากรณ์ได้ใกล้เคียงกับกำไรต่อหุ้นจริงมากที่สุด คำนวณจากผลต่างระหว่างตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ

กับกำไรต่อหุ้นที่เกิดจริงของแต่ละบริษัท นอกจากนี้ความแม่นยำของตัวเลขพยากรณ์กำไร ถ้าตีความในทิศทางตรงข้ามจะเรียกว่า ความผิดพลาดของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น (Analyst forecast error)

การคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Management earnings guidance or Management earnings forecast) คือการเปิดเผยข้อมูลด้านการบริหารภายในของบริษัทด้วยความสมัครใจ เพื่อใช้คาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตก่อนวันที่บริษัทประกาศผลการดำเนินงานจริง (King et al. 1990)

### 1.7 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

รายงานผลการวิจัยฉบับนี้มีลำดับขั้นตอนในการนำเสนอ แบ่งเป็น 6 บท ประกอบด้วย บทที่ 1 ระบุถึงความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ของการวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ ขอบเขตของการวิจัย วิธีดำเนินการวิจัย คำจำกัดความของงานวิจัย และลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย บทที่ 2 กล่าวถึง การทบทวนวรรณกรรมปริทัศน์ บทที่ 3 ทฤษฎีและการพัฒนาสมมติฐาน บทที่ 4 วิธีการดำเนินการวิจัย บทที่ 5 ผลการวิจัยและบทที่ 6 สรุปและข้อเสนอแนะ



## บทที่ 2

### วรรณกรรมปริทัศน์

เนื้อหาในส่วนนี้จะเป็นการทบทวนวรรณกรรมปริทัศน์ที่เกี่ยวข้องในงานวิจัย โดยแบ่งเนื้อหาออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ 1) การคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร (Management earnings forecasts) แรงจูงใจที่ผู้บริหารตัดสินใจเปิดเผยข้อมูล คุณลักษณะข้อมูลการคาดการณ์กำไร และผลที่เกิดตามมาหลังจากการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์ 2) การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ (Analysts' earnings forecast) การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไร (Analyst forecast revision) และความแม่นยำของการพยากรณ์กำไร (Analyst forecast accuracy)

#### 2.1 การคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร (Management earnings guidance)

การคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร<sup>8</sup>คือการเปิดเผยข้อมูลเพื่อใช้คาดการณ์ผลกำไรก่อนที่บริษัทประกาศผลการดำเนินงานจริง (King, Pownall et al. 1990) การเปิดเผยการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารจึงให้ข้อมูลเกี่ยวกับการพยากรณ์กำไรในอนาคตของบริษัทที่ผู้บริหารใช้เป็นเครื่องมือเพื่อให้ตลาดปรับความคาดหวังในผลกำไรในอนาคตของกิจการตามทิศทางที่ผู้บริหารต้องการ (Ajinkya and Gift 1984)

นักวิจัยในประเทศสหรัฐอเมริกา สนใจศึกษาเรื่องการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารมาเป็นระยะเวลามากกว่า 30 ปีและมีงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับเรื่องนี้เป็นจำนวนมาก Hirst, Koonce et al. (2008) ได้ทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร โดยได้แสดงกรอบแนวคิดไว้ 3 ประการคือ 1) สาเหตุของการออกการคาดการณ์กำไร (Forecast antecedents) 2) คุณลักษณะข้อมูลของการคาดการณ์กำไร (Forecast characteristics) และ 3) ผลลัพธ์จากการคาดการณ์กำไร (Forecast consequences)

---

<sup>8</sup> งานวิจัยที่ศึกษาเรื่องการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร บางครั้งอาจพบคำว่า การให้คำแนะนำกำไร (earnings guidance) ใช้สลับกับการคาดการณ์กำไร (earnings forecasts) และทั้งสองคำมีความหมายเดียวกัน และเป็นที่ยอมรับใช้ในวงการสื่อสิ่งพิมพ์ (Zuckerman 2005) และวรรณกรรมทางการศึกษา (Atiase et al. 2005 ; Hutton, 2005) ในงานวิจัยนี้จะใช้คำว่า การคาดการณ์กำไร เป็นตัวแทนที่รวมความหมายการให้คำแนะนำ การประมาณการ หรือการพยากรณ์ผลกำไรของผู้บริหาร

### 2.1.1 สาเหตุการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Forecast antecedents)

เนื่องจากการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร เป็นการเปิดเผยข้อมูลเพื่อการวางแผนและการบริหารงานภายในของบริษัทด้วยความสมัครใจให้นักลงทุน ซึ่งผู้บริหารต้องใช้ดุลยพินิจตัดสินใจว่าควรเปิดเผยข้อมูลนี้หรือไม่ ผลงานวิจัยในอดีตจำนวนมากได้แสดงให้เห็นถึงปัจจัยที่เป็นสาเหตุจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจออกการคาดการณ์กำไรโดยได้รับอิทธิพลจาก 1) สภาพแวดล้อมทางกฎหมายและผู้กำกับดูแล (Johnson, Kasznik et al. 2001, Baginski, Hassell et al. 2002) และ 2) ปัจจัยเชิงทางเศรษฐกิจ (Welker 1995, Botosan 1997, Botosan and Harris 2000) ที่ส่งผลโดยตรงในแต่ละบริษัท

#### 2.1.1.1 สภาพแวดล้อมทางกฎหมายและผู้กำกับดูแล (Legal and regulatory environment)

สภาพแวดล้อมจากกฎหมายหรือข้อกำหนดจากหน่วยงานที่กำกับดูแล มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเปิดเผยการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร ทั้งรูปแบบ เนื้อหา ช่องทางการเผยแพร่ข้อมูล ในที่นี้จะขออธิบายกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยของผู้บริหารที่เกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งเป็นประเทศที่มีการศึกษาวิจัยงานในเรื่องนี้เป็นส่วนใหญ่ และหลักเกณฑ์ของผู้กำกับดูแลในประเทศไทยว่ามีลักษณะที่สำคัญอย่างไร

##### 2.1.1.1.1 สภาพแวดล้อมทางกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา

ประเทศสหรัฐอเมริกา มีการเปลี่ยนแปลงกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่สำคัญ 4 ครั้งในรอบกว่า 40 ปีที่ผ่านมา เริ่มตั้งแต่ปี พ.ศ. 2515 ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา อนุญาตให้บริษัทแสดงข้อมูลเกี่ยวกับการคาดการณ์กำไรในอนาคตพร้อมกับข้อมูลงบการเงินที่กำหนดให้ต้องเปิดเผยได้ ต่อมาปีพ.ศ. 2522 มีกฎหมายปกป้องผู้บริหารหรือกรรมการที่ปฏิบัติหน้าที่เพื่อรักษาประโยชน์ของบริษัทในการตัดสินใจเปิดเผยการคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตที่กระทำโดยสุจริตด้วยความระมัดระวัง หรือที่เรียกกันว่า บทบัญญัติที่คุ้มครองผู้บริหาร (Safe Harbor) ถัดมาในปี พ.ศ. 2539 ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาได้ออกกฎหมาย The Private Security Litigation Reform Act (PSLRA) ซึ่งมีเนื้อหาเพิ่มเติมจาก บทบัญญัติที่คุ้มครองผู้บริหาร (Safe Harbor) เพื่อไม่ให้ผู้บริหารถูกฟ้องร้องได้ง่ายจากการคาดการณ์กำไรที่อาจเกิดความผิดพลาดในประเด็นที่ไม่มีสาระสำคัญ ต่อมาตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาได้ประกาศกฎหมายเรื่อง Regulation Fair Disclosure (ต่อไปจะเรียกว่า Reg FD) ในปี พ.ศ. 2543 ที่มีสาระสำคัญเพื่อต้องการให้ผู้บริหารเปิดเผยข้อมูลที่มีสาระสำคัญต่อ

สาธารณชนอย่างเท่าเทียมกัน ไม่เลือกเปิดเผยต่อเฉพาะกลุ่มบุคคล เช่น นักวิเคราะห์ฯ หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน

ก่อนการประกาศใช้กฎหมาย Reg FD ของประเทศสหรัฐอเมริกา ผู้บริหารสามารถเลือกเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรให้เฉพาะนักวิเคราะห์ฯ หรือนักลงทุนบางกลุ่มที่บริษัทกำหนดได้ งานวิจัยในอดีตแสดงหลักฐานว่าหลายบริษัทเลือกใช้ช่องทางนี้ในการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Ajinkya and Gift 1984, Hutton 2005) หลังการประกาศกฎหมาย Reg FD บริษัทต้องเผชิญกับทางเลือกเพื่อตัดสินใจที่จะเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารต่อสาธารณชน หรือเลือกหยุดการเปิดเผย แต่มีงานวิจัยที่แสดงว่าการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีจำนวนเพิ่มมากขึ้นเป็นสองเท่าหลังจากออกกฎหมาย Reg FD (Bailey, Li et al. 2003, Heflin, Subramanyam et al. 2003) ในขณะที่ Wang (2007) พบว่าการตัดสินใจสมัครใจเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารหลังจากออกกฎหมาย Reg FD ขึ้นอยู่กับคุณลักษณะของแต่ละบริษัท โดยเฉพาะบริษัทที่มีปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของการได้รับข้อมูลต่ำ (Information asymmetry) และมีต้นทุนความเป็นเจ้าของข้อมูลสูง (Proprietary information cost) ผู้บริหารจะลดหรือหยุดการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรหลังจากออกกฎหมาย Reg FD เนื่องจากการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรอาจทำให้คู่แข่งได้รับข้อมูลภายในของบริษัทมากขึ้น

ผลการสำรวจในปี พ.ศ. 2552 ของ National Investor Relations Institute (NIRI)<sup>9</sup> จากสมาชิกที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกาว่า 500 บริษัท ถึงแนวทางในการปฏิบัติของบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลเพื่อคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต ผลการสำรวจพบว่าแนวโน้มของบริษัทที่ออกคำแนะนำตัวเลขประมาณการกำไร คิดเป็นร้อยละ 60 ในปี พ.ศ. 2552 เมื่อเปรียบเทียบกับปี พ.ศ. 2551 และ พ.ศ.2550 คิดเป็นร้อยละ 64 และร้อยละ 77 ตามลำดับ ถึงแม้การเปิดเผยประมาณการกำไรของผู้บริหารจะมีแนวโน้มลดลงแต่ยังแสดงให้เห็นว่า บริษัทส่วนใหญ่ยังคงสมัครใจเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรต่อสาธารณชน

จากผลการศึกษาข้างต้นให้ข้อสังเกตว่า สภาพแวดล้อมทางกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกามีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่อาจตัดสินใจเปิดเผยข้อมูลเพิ่มขึ้นหรือตัดสินใจเปิดเผยน้อยลง หรือผู้บริหารบางรายอาจหยุดการเปิดเผย ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับปัจจัยที่แตกต่างกันของแต่ละบริษัท

<sup>9</sup> National Investor Relations Institute (NIRI)<sup>9</sup> คือ สถาบันนักลงทุนสัมพันธ์แห่งประเทศไทย ก่อตั้งปี พ.ศ. 2511 เป็นความร่วมมือด้านวิชาชีพของบริษัทและที่ปรึกษานักลงทุนสัมพันธ์ ที่มีหน้าที่รับผิดชอบในการสื่อสารระหว่างผู้บริหารขององค์กร ผู้ถือหุ้นและนักวิเคราะห์ฯ และ NIRI เป็นสถาบันนักลงทุนสัมพันธ์ที่ใหญ่ที่สุดในโลก มีสมาชิกมากกว่า 3,500 คน ที่เป็นตัวแทนของบริษัทจดทะเบียนกว่า 2,000 บริษัท และมีมูลค่าทางการตลาดรวมกว่า 5.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา

#### 2.1.1.1.2 สภาพแวดล้อมของการกำกับดูแลในประเทศไทย

การเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย มีมานานกว่า 20 ปี ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ต่อไปจะเรียกว่า ตลาดหลักทรัพย์ฯ) ได้ออกแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน ตามประกาศของตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่ บจ/ป 23-00 ตั้งแต่วันที่ 20 พฤษภาคม พ.ศ. 2536 โดยกำหนดว่าสารสนเทศสำคัญใดๆที่เป็นข้อเท็จจริงซึ่งมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์นั้นต้องได้รับการเปิดเผยสารสนเทศต่อนักลงทุนทุกคนอย่างเท่าเทียมและทันเวลา เช่น สารสนเทศที่สำคัญเกี่ยวกับทรัพย์สิน ธุรกิจ ฐานะและแนวโน้มทางการเงินของบริษัท การรวมกิจการ และการได้มาซึ่งธุรกิจ เป็นต้น โดยปกติบริษัทจดทะเบียนไม่จำเป็นต้องเปิดเผยประมาณการหรือการคาดการณ์เกี่ยวกับกำไรหรือข้อมูลอื่นที่เกี่ยวกับการดำเนินงานซึ่งใช้เป็นการภายในของบริษัท หากมีการเปิดเผยเกี่ยวกับประมาณการหรือการคาดการณ์ดังกล่าว บริษัทต้องทำด้วยความระมัดระวังโดยมีข้อสมมติฐานที่สมเหตุสมผลและต้องแจ้งตามที่เป็นจริง ด้วยเงื่อนไขที่เหมาะสม หากประมาณการหรือการคาดการณ์นั้นปรากฏในภายหลังว่าผิดพลาด บริษัทต้องแก้ไขและแจ้งให้ทราบทั่วกันโดยทันที นอกจากนี้การเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนในช่วงแรก บริษัทจะเผยแพร่สารสนเทศประมาณการงบการเงินของบริษัทผ่านช่องทางการเผยแพร่สารสนเทศของตลาดหลักทรัพย์ฯ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2536)

ต่อมาตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ปรับปรุงข้อเสนอแนะการให้สารสนเทศสำหรับผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการเปิดเผยข้อมูลประมาณกำไรของบริษัทให้มีความเหมาะสมมากขึ้น เพื่อเป็นแนวปฏิบัติในการให้สารสนเทศที่มีคุณภาพแก่นักลงทุน นักวิเคราะห์ และผู้สื่อข่าว โดยตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้กำหนดแนวทางปฏิบัติการเปิดเผยสารสนเทศของผู้บริหารในประเทศไทยให้ถือปฏิบัติเมื่อต้องการเปิดเผยสารสนเทศเพิ่มเติมจากข้อกำหนดที่ต้องเปิดเผยสารสนเทศขั้นต่ำตามหนังสือเวียนของตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่ บจ.(ว) 14/2549 ลงวันที่ 31 มีนาคม พ.ศ. 2549 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2549) โดยมีเนื้อหาสำคัญดังนี้

ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่จัดทำสารสนเทศที่ต้องเปิดเผยตามที่กฎหมายหรือข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ฯ ผู้บริหารอาจมีสารสนเทศที่สามารถเลือกเปิดเผยเพิ่มเติมได้ โดยต้องเป็นสารสนเทศที่มีนัยสำคัญ ที่อาจมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัท หรือต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน หรือต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดยสารสนเทศดังกล่าวต้องมีความถูกต้อง เพียงพอ ทันเวลา และดำเนินการให้ผู้ลงทุนได้รับสารสนเทศโดยเท่าเทียมกัน เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถที่จะประเมินความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนและเพื่อให้ราคาของหลักทรัพย์สะท้อนฐานะที่เป็นจริงของบริษัทจดทะเบียน

ในทางปฏิบัติผู้บริหารอาจไม่แน่ใจว่าสารสนเทศใดควรเปิดเผยหรือไม่ หรือ ความเพียงพอของสารสนเทศเพียงใดหรือควรเปิดเผยเมื่อใด และด้วยวิธีการอย่างไรตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงได้จัดทำข้อแนะนำการให้สารสนเทศสำหรับผู้บริหารบริษัทจดทะเบียน ใช้เป็นแนวทางปฏิบัติที่เหมาะสมในการเปิดเผยสารสนเทศให้มีความถูกต้องและเหมาะสม

ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดแนวทางปฏิบัติในการเปิดเผยสารสนเทศสำหรับผู้บริหารบริษัทจดทะเบียน ตามหนังสือเวียนของตลาดหลักทรัพย์ที่ บจ. (ว) 14/2549 ลงวันที่ 31 มีนาคม พ.ศ. 2549 ได้แบ่งการเปิดเผยสารสนเทศเป็นสามประเภท ดังนี้

1. สารสนเทศที่ต้องเปิดเผย (Compulsory disclosures) คือ สารสนเทศที่มีกฎหมายหรือข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผย แบ่งเป็น สารสนเทศตามรอบระยะเวลา และสารสนเทศตามเหตุการณ์สำคัญ สารสนเทศตามรอบระยะเวลา เป็นการเปิดเผยข้อมูลงบการเงินรายไตรมาส รายปี แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี (แบบ 56-2) สารสนเทศตามเหตุการณ์สำคัญ เป็นข้อมูล que ผู้บริหารต้องเปิดเผย โดยทันทีเช่น การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทางการเงิน การประกาศจ่ายหรือไม่จ่าย หรือการจ่ายหุ้นปันผล การออกหุ้นเพิ่มทุน การเปลี่ยนแปลงผู้บริหารระดับสูง การมีข้อพิพาททางกฎหมาย เป็นต้น

2. สารสนเทศที่ควรเปิดเผย (Recommended disclosures) เป็นการให้ข้อมูลเชิงรุกของผู้บริหาร เมื่อบริษัทพบว่ามีข่าวลือ ข่าวคลาดเคลื่อนเกี่ยวกับบริษัท หรือมีการอ้างอิงข้อมูลไม่ถูกต้อง บริษัทจะต้องชี้แจงข้อเท็จจริงทันทีโดยไม่จำเป็นต้องรอให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ สอบถามก่อน

3. สารสนเทศที่เลือกเปิดเผยได้ (Optional disclosures) แบ่งเป็น 2 ประเภท ได้แก่ (1) ประมาณการงบการเงิน และ (2) การคาดการณ์เกี่ยวกับเหตุการณ์สำคัญในอนาคต การเปิดเผยประมาณการงบการเงินของผู้บริหารรายไตรมาสหรือรายปีต่อสาธารณชน เป็นการเปิดเผยด้วยความสมัครใจ โดยปกติบริษัทจดทะเบียนไม่จำเป็นต้องเปิดเผยประมาณการหรือการคาดการณ์เกี่ยวกับกำไรหรือข้อมูลอื่นที่เกี่ยวกับการดำเนินงานซึ่งใช้เป็นการภายในของบริษัท หากมีการเปิดเผยเกี่ยวกับประมาณการหรือการคาดการณ์ดังกล่าว บริษัทต้องทำด้วยความระมัดระวังโดยมีข้อสมมติที่สมเหตุสมผลและบนพื้นฐานของข้อมูลที่เป็นจริง ด้วยเงื่อนไขที่เหมาะสม หากประมาณการหรือการคาดการณ์นั้นปรากฏในภายหลังว่าผิดพลาด บริษัทต้องแก้ไขและแจ้งให้ทราบทั่วกันโดยทันที

การเปิดเผยประมาณกำไรของผู้บริหารถือเป็น สารสนเทศที่เลือกเปิดเผยได้ และเกี่ยวกับประมาณการงบการเงินซึ่งข้อมูลที่จะเปิดเผยได้ ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ให้แนวทางและตัวอย่างไว้ ได้แก่ ตัวเลขยอดขายที่เป็นเชิงปริมาณที่มีโช่งจำนวนเงิน บริษัทต้องไม่เปิดเผยตัวเลขกำไรสุทธิ หรือข้อมูลอื่น ๆ ที่ทำให้สามารถคำนวณตัวเลขกำไรสุทธิได้ บริษัทต้องไม่ให้ข้อมูลการคาดการณ์เกี่ยวกับกำไร รายได้ หรือข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานเป็นรายไตรมาส แม้ว่าจะได้ประมาณการไว้แล้วก็ตาม เนื่องจากเป็นข้อมูลในช่วงระยะสั้น ที่ใกล้เคียงกับความจริงและตลาดหลักทรัพย์ฯ

กำหนดให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลเป็นรายไตรมาสตามรอบระยะเวลาบัญชีอยู่แล้ว แต่บริษัทสามารถให้ข้อมูลที่เกี่ยวกับภาพรวมของบริษัทและแนวโน้มอุตสาหกรรมได้ นอกจากนี้ บริษัทต้องคำนึงการเข้าถึงข้อมูลของบริษัทโดยเท่าเทียมกัน ต้องหลีกเลี่ยงการให้ข้อมูลพิเศษที่ยังไม่เปิดเผยต่อประชาชนทั่วไปผ่านตลาดหลักทรัพย์แก่นักวิเคราะห์หรือนักข่าวเฉพาะกลุ่ม

เนื่องหน่วยงานที่กำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ได้ออกแนวปฏิบัติให้ผู้บริหารที่ต้องเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรได้รับทางแนวทางที่ควรปฏิบัติ และขอควรระวังว่าหากบริษัทเลือกที่จะเปิดเผยประมาณการงบการเงิน บริษัทต้องจัดทำประมาณการด้วยความระมัดระวัง โดยมีข้อสมมติฐานที่สมเหตุสมผล และบนพื้นฐานของข้อมูลที่เป็นจริง ไม่เช่นนั้นบริษัทอาจมีความเสี่ยงต่อการให้ข้อมูลที่ไมถูกต้องและอาจเป็นการขึ้นราคาหุ้นได้ นอกจากนี้บริษัทจะต้องมีภาระหน้าที่ติดตามการเปลี่ยนแปลงที่มีผลต่อประมาณการด้วย หากบริษัทเห็นว่าการเปิดเผยประมาณการงบการเงินรายปี จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุน ซึ่งขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของแต่ละบริษัทโดยการเปิดเผยต้องเป็นไปตามเงื่อนไขที่กำหนด

การศึกษาเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารในประเทศไทยของ Jarutakanont (2008) ได้รวบรวมข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548-2550 ซึ่งเป็นช่วงระยะเวลาก่อนและหลังจากการออกประกาศแนวทางการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์ฯ เมื่อเดือนมีนาคม พ.ศ. 2549 นั้น ผลการศึกษาพบว่า ผู้บริหารออกประมาณการกำไรระยะสั้น คือ ประมาณการรายไตรมาส และประมาณการรายไตรมาสรวมกับประมาณการรายปี คิดเป็นร้อยละ 52 ของบริษัทที่ออกประมาณกำไรทั้งหมด นอกจากนี้ผู้บริหารออกการประมาณการกำไรสุทธิและประมาณการรายได้ที่ให้ข้อมูลเชิงปริมาณพร้อมกันมากกว่าร้อยละ 80 ของประมาณการกำไรรายไตรมาสและรายปีทั้งหมด จากผลการศึกษา นี้ผู้วิจัยได้ให้ข้อเสนอแนะต่อหน่วยงานกำกับดูแลเพื่อเปรียบเทียบวิธีปฏิบัติจริงของการเปิดเผยข้อมูลประมาณการกับแนวทางที่กำหนดให้ปฏิบัติว่าสอดคล้องกันหรือไม่ ทั้งนี้เพื่อให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของผู้กำกับดูแลที่ต้องการให้การเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรของผู้บริหารมีความโปร่งใส ถูกต้อง ทันเวลาและนักลงทุนได้รับข้อมูลอย่างเท่าเทียมกัน

จากสภาพแวดล้อมการกำกับดูแลของประเทศไทยที่แตกต่างจากประเทศสหรัฐอเมริกา ที่กำหนดให้ผู้บริหารที่สมัครใจเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรห้ามเปิดเผยข้อมูลให้แก่ นักวิเคราะห์หรือนักลงทุนเฉพาะกลุ่ม (Selective disclosure) สำหรับในประเทศไทย ผู้บริหารมีทางเลือกที่จะเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรกับกลุ่มบุคคลเฉพาะกลุ่ม (Private disclosure) เช่น การจัดประชุมกับนักวิเคราะห์ฯ (Analyst meeting) การจัดประชุมทางโทรศัพท์ (Conference call) หรือการจัดวันนัดพบกับนักลงทุน (Opportunity day) ซึ่งช่องทางการสื่อสารกับกลุ่มบุคคลเหล่านี้ ไม่สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลได้ ดังนั้น การศึกษาประโยชน์ของข้อมูลการคาดการณ์กำไรโดย

ผู้บริหารจึงต้องเก็บข้อมูลเกี่ยวกับการเปิดเผยต่อสาธารณชน (Public disclosure) โดยอาศัยบทบาทหน้าที่ของนักวิเคราะห์ฯ ในฐานะคนกลางระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุนที่ใช้ข้อมูลและเป็นตัวแทนของผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุน (Schipper 1991) โดยการทดสอบผลกระทบของการออกการคาดการณ์กำไร โดยผู้บริหารกับการตอบสนองของนักวิเคราะห์ฯ

กล่าวโดยสรุปว่า การออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นหนึ่งในประเภทของการสมัครใจเปิดเผยข้อมูลที่พบว่า ในทางปฏิบัติผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่นิยมเปิดเผยอย่างกว้างขวาง งานวิจัยที่ศึกษาเรื่องนี้มักจะใช้ตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา เพราะมีฐานข้อมูลที่เก็บรวบรวมข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารไว้แล้วเช่น First Call Historical Database<sup>10</sup> การเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศไทยเป็นการเปิดเผยข้อมูลด้วยความสมัครใจเหมือนกัน (Voluntary disclosure) แต่มีสภาพแวดล้อมทางกฎหมายบางประเด็นที่แตกต่างกันตามที่ได้กล่าวไปข้างต้น ดังนั้นการศึกษาวิจัยนี้จึงสนใจศึกษาว่าการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยที่เปิดเผยต่อสื่อสาธารณชนจะให้ผลการศึกษาที่สอดคล้องหรือแตกต่างจากผลการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา ทั้งนี้ได้จัดทำตารางที่ 1 เพื่อเปรียบเทียบสภาพแวดล้อมทางกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศไทย

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
CHULALONGKORN UNIVERSITY

<sup>10</sup> First Call Historical Database เป็นฐานข้อมูลที่รวบรวมข้อมูลประมาณการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยมีข้อมูลการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ฯ การคาดการณ์กำไรของผู้บริหารทั้งข้อมูลเชิงปริมาณและข้อมูลเชิงคุณภาพ ข้อมูลการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ กำไรต่อหุ้นจริงของบริษัท การออกข่าวของบริษัท เป็นต้น ข้อมูลของ First Call เป็นฐานข้อมูลที่ถูกใช้อย่างกว้างขวางในงานวิจัยที่เกี่ยวกับการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร Anilowski, C., et al. (2007).

ตารางที่ 1 แสดงการเปรียบเทียบสภาพแวดล้อมทางกฎหมายของการเปิดเผยการคาดการณ์  
กำไรของผู้บริหารระหว่างประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศไทย

ประเทศสหรัฐอเมริกา	ประเทศไทย
<p><b>การบังคับใช้กฎหมาย</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา (SEC) ประกาศใช้กฎหมาย Regulation Fair Disclosure (Reg FD) ในปี พ.ศ. 2543</li> </ul>	<p><b>การไม่บังคับใช้กฎหมาย</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ออกประกาศ บจ.(ว) 14/2549 ข้อเสนอแนะ การให้สารสนเทศสำหรับผู้บริหารบริษัทจดทะเบียน ในปีพ.ศ. 2549</li> </ul>
<p><b>ช่องทางการเผยแพร่ข้อมูล</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ห้ามเปิดเผยข้อมูลให้เฉพาะกลุ่มบุคคล (Prohibit selective disclosure ) เช่น นักวิเคราะห์ฯ หรือนักลงทุนสถาบัน บริษัทต้องเปิดเผยให้นักลงทุนทุกคนได้รับข้อมูลพร้อมกัน (General public)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>สามารถเลือกเปิดเผยให้เฉพาะกลุ่ม เช่นการประชุมกับนักวิเคราะห์ หรือการ นัดพบกับนักลงทุน นอกจากนี้ยังเลือกเปิดเผยต่อสาธารณชน เช่น การแถลงข่าวต่อสื่อมวลชน การประกาศข่าวในสื่อสิ่งพิมพ์ หรือการให้ข้อมูลผ่านเว็บไซต์ของบริษัท เป็นต้น</li> </ul>
<p><b>ข้อมูลที่ให้เปิดเผย</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ข้อมูลที่เปิดเผยต้องมีสาระสำคัญ (Material) เช่น การประมาณการกำไร การจ่ายปันผล การเพิ่มทุน เป็นต้น</li> <li>ข้อมูลที่เปิดเผยต้องเป็นข้อมูลภายในของบริษัทไม่ใช่ข้อมูลสาธารณชน (Non-public information)</li> </ul>	<p>ข้อมูลที่สามารถเลือกเปิดเผยได้ เช่น</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>หากบริษัทต้องการเปิดเผยประมาณการงบการเงินรายปี บริษัทต้องแจ้งข้อมูลผ่านระบบตลาดหลักทรัพย์ฯ ก่อน</li> <li>ถ้าไม่เปิดเผยให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ ทราบก่อน ให้เปิดเผยได้เฉพาะประมาณการรายได้เท่านั้นและต้องให้ข้อมูลเชิงปริมาณ(ที่มีค่าใช้จ่ายเงิน)</li> <li>ห้ามเปิดเผยประมาณการรายได้หรือกำไรสุทธิรายไตรมาสหรือประมาณการระยะใกล้ (น้อยกว่า 6 เดือน)</li> <li>ห้ามเปิดเผยกำไรสุทธิหรือข้อมูลที่ใช้คำนวณกำไรสุทธิได้</li> </ul>



### 2.1.2.1 ปัจจัยเชิงเศรษฐกิจ

#### 2.1.2.1.1 ปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน (Information Asymmetry)

แรงจูงใจที่สำคัญข้อหนึ่งที่ผู้บริหารตัดสินใจออกการคาดการณ์กำไรเกิดจากการเข้าถึงข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุนที่ไม่เท่าเทียมกัน จากงานวิจัยในอดีต แสดงให้เห็นว่าผู้บริหารซึ่งเป็นเจ้าของข้อมูล สามารถเข้าถึงข้อมูลของบริษัททั้งข้อมูลในอดีต ข้อมูลที่แสดงผลการดำเนินงานในปัจจุบันและข้อมูลเพื่อการวางแผนในอนาคต นอกจากนี้ผู้บริหารมีอำนาจตัดสินใจจัดสรรทรัพยากรของบริษัทเพื่อให้เกิดผลลัพธ์ตามเป้าหมายที่กำหนดไว้ได้ ขณะที่นักลงทุนเป็นผู้ใช้ข้อมูลอาจไม่มีโอกาสเข้าถึงข้อมูลดังกล่าว จากสาเหตุเหล่านี้ทำให้เกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของการมีข้อมูลระหว่างผู้บริหารที่เป็นบุคคลภายในองค์กรกับนักลงทุนที่เป็นบุคคลภายนอกองค์กร (Akerlof 1970, Penman 1980, Rogers 2008, Kothari, Shu et al. 2009)

จากปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน จึงนำไปสู่การเลือกที่ตรงข้ามกับความเหมาะสม (Adverse selection)<sup>11</sup> ในตลาดทุน จากการทบทวนวรรณกรรมเรื่องการเปิดเผยข้อมูลและปัญหาความไม่เท่าเทียมกัน ของ Healy and Palepu (2001) ชี้ให้เห็นว่านักลงทุนจะไม่สามารถตัดสินใจลงทุนได้อย่างถูกต้องในบริษัทที่มีปัญหานี้และทำให้เสียโอกาสในการจัดสรรทรัพยากรเพื่อการลงทุน

ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในตลาดทุน สามารถลดลงได้จากการเปิดเผยข้อมูลเพิ่มเติมและทันเวลา Diamond and Verrecchia (1991) และ Kim and Verrecchia (1991) แสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลสามารถลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลได้ระหว่างนักลงทุนที่มีความรู้และขาดความรู้ ผลที่เกิดตามมาในบริษัทที่มีระดับการเปิดเผยข้อมูลมากกว่า จะทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นว่าราคาหลักทรัพย์มีความยุติธรรม และส่งผลให้หลักทรัพย์มีสภาพคล่องเพิ่มขึ้น ผลการศึกษาข้างต้นพบว่า การถือหุ้นเพิ่มขึ้นของนักลงทุนประเภทสถาบันมีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับการเปิดเผยสารสนเทศและสภาพคล่องของหลักทรัพย์ นอกจากนี้ Welker (1995) ได้แสดงหลักฐานจากการศึกษาพบว่า การจัดลำดับการเปิดเผยข้อมูลบริษัท ของ

<sup>11</sup> การเลือกที่ตรงข้ามกับความเหมาะสม (Adverse selection) เกิดจากการได้รับข้อมูลไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุน หรือ บางครั้งเรียกปัญหานี้ว่า การมีข้อมูลแอบแฝง (Hidden information) ซึ่งเป็นปัญหาที่ขัดขวางการจัดสรรทรัพยากรในตลาดทุนให้มีประสิทธิภาพ ตัวอย่างเช่น ถ้าในตลาดทุนมีบริษัทคุณภาพดีและคุณภาพไม่ดีเท่ากัน นักลงทุนและผู้บริหารจะประเมินมูลค่าบริษัทอย่างมีเหตุผลบนเงื่อนไขของข้อมูลของแต่ละคนมี ถ้านักลงทุนไม่สามารถแยกแยะคุณภาพบริษัทที่แตกต่างกันได้ นักลงทุนอาจประเมินมูลค่าบริษัทและไม่ดีทั้งสองด้วยค่าเฉลี่ย ถ้าปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุนไม่ได้รับการแก้ไข ตลาดทุนอาจประเมินมูลค่าบริษัทคุณภาพไม่ดีกว่ามูลค่าจริง และประเมินบริษัทคุณภาพต่ำกว่ามูลค่าจริง เป็นต้น (Healy and Palepu 2001)

นักวิเคราะห์ฯ มีความสัมพันธ์แปรผกผันกับส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขาย (Bid-Ask Spreads)<sup>12</sup> Healy, Hutton et al. (1999) พบว่าการเพิ่มการจัดลำดับการเปิดเผยข้อมูลบริษัทของนักวิเคราะห์ฯ ส่งผลกระทบบ่อยอย่างมีนัยสำคัญต่อส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขาย บริษัทที่มีส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขายสูง เมื่อมีการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้นส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขายของบริษัทจะปรับลดลงมาอยู่ในระดับเดียวกับอุตสาหกรรม และการศึกษาต่อมาของ Leuz and Verrecchia (2000) ที่ทดสอบส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขาย ของบริษัทในประเทศเยอรมันนี้ที่ ต้องการเลือกใช้มาตรฐานการบัญชีจาก U.S. GAAP แทน IAS ซึ่งมีความต้องการเปิดเผยข้อมูลสูง ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่ให้คำมั่นสัญญาที่จะเพิ่มระดับการเปิดเผยข้อมูล จะส่งผลให้ส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขายมีค่าลดลง และหลักทรัพย์มีสภาพคล่องจากการมีปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ Collier and Yohn (1997) ศึกษาการความสัมพันธ์ระหว่างการตัดสินใจออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารกับปัญหาการได้รับข้อมูลไม่เท่าเทียมกันของตลาดทุน โดยใช้ส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขาย (Bid-Ask Spreads) เป็นตัวแทนของการได้รับข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน ผลวิจัยนี้ทดสอบส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขาย ของบริษัทที่เปิดเผยประมาณการกำไรกับบริษัทที่ไม่เปิดเผยข้อมูลดังกล่าว ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงระยะเวลาก่อนผู้บริหารเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไร ส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขายของบริษัทที่ออกประมาณการกำไร มีค่าสูงอย่างมีนัยสำคัญมากกว่าบริษัทที่ไม่ออกประมาณการกำไร และส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขายลดลงทันทีหลังจากบริษัทเปิดเผยการคาดการณ์กำไร จากหลักฐานที่ได้จากการศึกษานี้สนับสนุนสมมติฐานการปรับความคาดหวังที่กล่าวว่า ผู้บริหารตัดสินใจออกการคาดการณ์กำไรเพื่อลดปัญหาการได้รับข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน ดังนั้นสรุปว่า การเปิดเผยประมาณการกำไรทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขายลดลง ส่งผลให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของการได้รับข้อมูลลดลงตามมา

#### 2.1.2.1.2 การส่งสัญญาณของบริษัท (Corporate Signaling)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ กล่าวว่า บริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ดีจะสมัครใจเปิดเผยข้อมูลที่เป็นข่าวดี เพื่อแยกบริษัทตัวเองออกมาจากบริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่แย่กว่า Lev and Penman (1990) ศึกษาการสมัครใจออกประมาณการกำไรของผู้บริหาร และเปรียบเทียบคุณสมบัติของการประมาณการกำไรจากการส่งสัญญาณ (signaling) ซึ่งกล่าวว่า หากผู้บริหารคาดว่าผลประกอบการในอนาคตจะเพิ่มขึ้น ผู้บริหารจะสมัครใจเปิดเผยข้อมูลเพื่อเป็นการส่งสัญญาณข่าวดีของบริษัท ในทางตรงกันข้ามหากผู้บริหารคาดการณ์กำไรว่าจะเป็นข่าวร้าย ผู้บริหารอาจตัดสินใจ

<sup>12</sup> ส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขาย (Bid-Ask Spreads) คือ ผลต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายของคำสั่งซื้อขายที่ส่งเข้ามาในตลาดหลักทรัพย์ฯ

ไม่เปิดเผยข้อมูล และตลาดก็จะคาดการณ์ได้ว่าผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทมีแนวโน้มจะต่ำลง ตลาดจึงตอบสนองต่อข่าวร้ายของบริษัทด้วยการปรับราคาหลักทรัพย์ลดลง (Verrecchia 1983, Lev and Penman 1990)

ผลการศึกษาของ Lev and Penman (1990) สอดคล้องกับงานของ Miller (2002) ที่ทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ผลการดำเนินงานทางการเงินกับการสมัครใจเปิดเผยข้อมูลของผู้บริหาร Miller (2002) พบว่า ผู้บริหารจะสมัครใจเปิดเผยข้อมูลเพิ่มเติมมากขึ้นในช่วงเวลาที่บริษัทมีผลกำไรเพิ่ม นอกจากนี้ Ajinkya, Bhojraj et al. (2005) พบว่า ผู้บริหารของบริษัทที่มีผลขาดทุนมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรน้อยกว่า เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีผลกำไร นอกจากนี้ Kross, Ro et al. (2011) ได้แสดงหลักฐานที่อธิบายทฤษฎีการส่งสัญญาณว่า บริษัทที่สามารถบรรลุเป้าหมายตามความคาดหวังในผลกำไรของตลาดอย่างสม่ำเสมอ มีแนวโน้มที่จะสมัครใจเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไร เพื่อเป็นการส่งสัญญาณให้เห็นว่า บริษัทจะมีผลกำไรในอนาคตที่สูงกว่าบริษัทอื่น ดังนั้นบริษัทที่บรรลุเป้าหมายตามความคาดหวังในผลกำไรของตลาด จะมีความถี่ในการออกประมาณการกำไรมากขึ้น จากผลการศึกษาข้างต้น ให้ข้อสรุปที่เหมือนกันว่า บริษัทจะใช้เวลาส่งสัญญาณข่าวดี เมื่อคาดว่าผลประกอบการในอนาคตจะเพิ่มขึ้น แต่การศึกษาของ Skinner (1994) ที่แสดงผลลัพธ์ในทิศทางตรงกันข้าม โดยมีหลักฐานว่า บริษัทที่คาดการณ์กำไรว่าเป็นข่าวร้าย ผู้บริหารจะเปิดเผยข้อมูลข่าวร้ายทันที แต่หากเป็นการคาดการณ์กำไรเป็นข่าวดีผู้บริหารอาจตัดสินใจเลื่อนการประกาศข่าวดีออกไปก่อน ซึ่งเป็นผลกระทบจากความเสี่ยงที่บริษัทอาจถูกฟ้องร้องดำเนินคดีดังจะได้อธิบายในหัวข้อถัดไป

#### 2.1.2.1.3 ความเสี่ยงจากการถูกฟ้องร้อง (Litigation risk)

ความเสี่ยงจากการถูกฟ้องร้องมีอิทธิพลต่อ การประกาศประมาณการกำไรของผู้บริหารอย่างมากใน 2 ประเด็นคือ (1) ผู้กำกับดูแลหรือผู้ถือหุ้นอาจฟ้องร้องผู้บริหารถึงการไม่เปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอและทันเวลา (2) ผู้กำกับดูแลหรือผู้ถือหุ้นอาจฟ้องร้องผู้บริหารที่เปิดเผยข้อมูลไม่ถูกต้อง หรือให้ข้อมูลประมาณการกำไรที่ผิดพลาด จากความเสี่ยงทั้งสองข้อเป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารต้องพิจารณา เปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรอย่างไรให้ตอบสนองและเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช่มากที่สุด (Healy and Palepu 2001)

การศึกษาของ Skinner (1994) เป็นงานวิจัยที่ดูผลกระทบจากความเสี่ยงจากการถูกฟ้องร้องกับพฤติกรรมการเปิดเผยข้อมูลของผู้บริหาร โดยการทดสอบความถี่ในการเปิดเผยข้อมูลการประมาณการกำไรของผู้บริหารจากประเภทของข่าวดีและข่าวร้าย ผลการศึกษาพบว่า ผู้บริหารของบริษัทที่คาดว่ากำไรสุทธิจะเป็นข่าวร้าย จะมีแรงจูงใจที่จะเปิดเผยสารสนเทศก่อน

เพื่อลดความเสี่ยงจากการถูกฟ้องร้อง และการเสียชื่อเสียงจากผลกำไรที่ลดลงในวันที่ประกาศผลกำไรจริง ผลการศึกษาายังแสดงหลักฐานเพิ่มเติมว่า เมื่อเปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริง บริษัทที่ออกคาดการณ์กำไรข่าวร้ายจะมีผลการดำเนินงานจริงต่ำกว่าสองเท่าของบริษัทที่คาดการณ์กำไรข่าวดี นอกจากนี้บริษัทที่ออกคาดการณ์กำไรข่าวร้ายมีแนวโน้มที่จะมีความเกี่ยวข้องกับการฟ้องร้องคดีความ แต่ไม่พบหลักฐานว่าบริษัทที่ออกคาดการณ์กำไรข่าวร้ายจะมีมูลค่าความเสียหายจากการฟ้องร้องบริษัทต่ำกว่าบริษัทที่ตัดสินใจไม่เปิดเผยการคาดการณ์กำไรข่าวร้าย

ในทางตรงกันข้ามการศึกษาของ Francis, Philbrick et al. (1994) พบว่ามีบริษัท ร้อยละ 62 ถูกฟ้องร้องดำเนินคดีในเรื่องที่เกี่ยวกับการประกาศประมาณการกำไร แต่พบผลตรงกันข้ามว่า ร้อยละ 87 ของบริษัทที่ไม่ถูกฟ้องร้องดำเนินคดี เมื่อบริษัทประกาศประมาณการกำไรลดลงและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทปรับลดลง การศึกษานี้จึงสรุปว่า การตัดสินใจเปิดเผยก่อนไม่ช่วยลดการฟ้องร้องคดีความและการศึกษาและหลักฐานเชิงประจักษ์ในเรื่องนี้ยังไม่มีข้อสรุปที่เป็นไปในทางเดียวกัน

#### 1.2.1.2 การปรับความคาดหวัง (Expectation Adjustment)

ผู้บริหารประกาศการคาดการณ์กำไรเพื่อต้องการปรับเปลี่ยนความคาดหวังของนักลงทุนซึ่งอธิบายด้วยกรอบแนวคิด สมมติฐานการปรับความคาดหวัง (Expectation Adjustment Hypothesis) ของ Ajinkya and Gift (1984) ที่กล่าวว่า ผู้บริหารประกาศการคาดการณ์กำไรเพื่อปรับความคาดหวังผลกำไรในอนาคตของนักลงทุนให้สอดคล้องกับความคาดหวังของผู้บริหาร และผู้บริหารมีแรงจูงใจที่จะการเปิดเผยข้อมูลในทิศทางเชิงบวกและเชิงลบตามที่ต้องการ

สมมติฐานการปรับความคาดหวังเป็นการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนการหาข้อมูล ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของการได้รับข้อมูลและการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทในตลาดทุน ผู้บริหารประกาศการคาดการณ์กำไรเพื่อปรับความคาดหวังของนักลงทุนให้เป็นไปตามที่ผู้บริหารกำหนด การเปิดเผยการคาดการณ์กำไรจะช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของการได้รับข้อมูลของนักลงทุนและส่งผลให้ต้นทุนการหาข้อมูลในตลาดทุนลดลง ต้นทุนนี้จะถูกรวมอยู่ในส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขาย และเป็นค่าใช้จ่ายของนักลงทุนสำหรับการได้ข้อมูลภายในของบริษัท หากนักลงทุนคาดว่าบริษัทจะเปิดเผยการคาดการณ์กำไร แรงจูงใจในการแสวงหาข้อมูลภายในจะลดลง การเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์จึงช่วยลดต้นทุนที่เกิดจากการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ใช้ข้อมูลภายใน (King, Pownall et al. 1990)

การออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร นอกจากจะเป็นการปรับความคาดหวังของตลาดเพื่อช่วยลดต้นทุนการหาข้อมูลในตลาดทุนแล้ว ผู้บริหารยังต้องการปรับความ

คาดหวังในราคาหลักทรัพย์ของบริษัทด้วย มีงานวิจัยที่แสดงผลกระทบของการออกคาดการณ์กำไรที่มีผลต่อหลักทรัพย์ การศึกษาของ Hassell and Jennings (1986) แสดงหลักฐานสนับสนุนแรงจูงใจจากการปรับความคาดหวัง ด้วยการทดสอบเปรียบเทียบความถูกต้องของการพยากรณ์กำไรและระยะเวลาการออกพยากรณ์กำไรระหว่างผู้บริหารกับนักวิเคราะห์ ผลการศึกษาพบว่าตัวเลขประมาณการกำไรของผู้บริหาร มีความถูกต้องมากกว่าตัวเลขพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ ที่ออกก่อนการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

#### 2.1.2.1.5 ต้นทุนทางการแข่งขัน<sup>13</sup> (Proprietary information cost)

ถึงแม้ว่าการเปิดเผยประมาณการกำไรของผู้บริหารจะมีประโยชน์ต่อบริษัท แต่การเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวมีต้นทุนเชิงเศรษฐศาสตร์ จากต้นทุนทางการแข่งขันของบริษัท จึงเป็นต้นทุนสำคัญที่เป็นอุปสรรคขัดขวางการสมัครใจเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรของผู้บริหาร (Verrecchia 1983) การศึกษาของ Wang (2007) พบว่า ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (ตัวแปรที่ใช้เป็นตัวแทนต้นทุนความเป็นเจ้าของข้อมูล) มีความสัมพันธ์แปรผกผันกับการตัดสินใจเปิดเผยประมาณการกำไรของผู้บริหาร อธิบายได้ว่าผู้บริหารไม่เปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรถ้าบริษัทมีปัญหาของการได้รับข้อมูลไม่เท่ากันในระดับต่ำและมีต้นทุนกรรมสิทธิ์ข้อมูลในระดับสูง ในขณะที่ผลการศึกษาของ Ajinkya, Bhojraj et al. (2005) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนความเป็นเจ้าของข้อมูลกับการตัดสินใจเปิดเผยข้อมูลของบริษัท การศึกษานี้ใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีและยอดขายเป็นตัวแทนของต้นทุนกรรมสิทธิ์ข้อมูล King, Pownall et al. (1990) ให้เสนอแนะ 4 ทางเลือกเพื่อใช้เป็นวัดค่าต้นทุนกรรมสิทธิ์ข้อมูลในงานวิจัยเชิงประจักษ์ 1) จำนวนสิทธิบัตรของบริษัทได้รับการจดทะเบียน 2) จำนวนคดีความที่บริษัทฟ้องร้องเหนือสิทธิบัตร 3) ระดับของค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา และ 4) การวัดความได้เปรียบในการแข่งขันในตลาดจากผลิตภัณฑ์บริษัท

การเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร มีต้นทุนและแรงจูงใจจากสภาพแวดล้อมของกฎหมายและการกำกับดูแล ที่ส่งผลกระทบต่อบริษัทเหมือนกัน แต่แรงจูงใจจากปัจจัยต้นทุนเชิงเศรษฐกรก็มีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อแต่ละบริษัทแตกต่างกัน เช่น การได้รับข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน การส่งสัญญาณขององค์กร ความเสี่ยงจากการถูกฟ้องร้อง การปรับความคาดหวัง ต้นทุนความเป็นเจ้าของข้อมูล เป็นต้น หัวข้อถัดไปจะกล่าวถึงคุณลักษณะการออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร

<sup>13</sup> ต้นทุนทางการแข่งขัน เป็นข้อมูลภายในของบริษัทที่เป็นความลับทางการค้า (Proprietary information) เช่น ข้อมูลเกี่ยวข้องกับสูตร กระบวนการหรือวิธีการผลิต และอาจรวมถึงแผนทางการตลาด รายชื่อลูกค้า โครงสร้างเงินเดือน สัญญา ระบบสารสนเทศ นอกจากนี้อาจรวมถึง ความรู้และทักษะเฉพาะทางของพนักงาน

### 2.1.2 คุณลักษณะข้อมูลการคาดการณ์กำไร (Forecast characteristics)

คุณลักษณะของข้อมูลการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารในแต่ละบริษัทจะมีความแตกต่างกันไปตามดุลยพินิจ และความต้องการของผู้บริหารที่จะสื่อสารข้อมูลดังกล่าวแก่สาธารณชน ยกตัวอย่างเช่น ผู้บริหารอาจเลือกเปิดเผยข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative guidance) ที่มีการให้ข้อมูลตัวเลขประกอบเช่น บริษัทคาดว่าจะรายได้จะสูงถึง 1,000 ล้านบาท หรือข้อมูลเชิงคุณภาพ (Qualitative guidance) ที่ใช้ข้อความอธิบายโดยไม่มีข้อมูลตัวเลขประกอบ เช่น ยอดขายปีหน้าไม่น่าจะต่ำกว่าปีก่อน นอกจากนี้ ข้อมูลการคาดการณ์กำไรอาจแสดงเป็นค่าตัวเลขค่าเดียว (Point) หรือค่าช่วง (Range) เนื้อหารายการอาจแบ่งเป็น การคาดการณ์กำไร (Earnings guidance) หรือการคาดการณ์รายได้ (Revenue guidance) นอกจากนี้อาจแบ่งเป็น การคาดการณ์ข่าวดี (Good news) หรือการคาดการณ์ข่าวร้าย (Bad news) การคาดการณ์กำไรรายไตรมาสหรือกำไรรายปี (Quarterly or annually guidance) งานวิจัยในอดีตพบว่าผู้บริหารตัดสินใจเปิดเผยการคาดการณ์กำไรที่มีคุณลักษณะแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ (King, Pownall et al. 1990)

การแบ่งประเภทคุณลักษณะ รูปแบบ คุณสมบัติ ของการคาดการณ์กำไรมีหลายลักษณะจากที่กล่าวข้างต้น ในที่นี้จะอธิบายคุณลักษณะที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาวิจัยนี้เท่านั้น

#### 2.1.2.1 รูปแบบการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Forecast Form)

ผู้บริหารสามารถเลือกรูปแบบการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์ได้ตามความต้องการ ไม่ว่าจะเป็ข้อมูลเชิงปริมาณหรือข้อมูลเชิงคุณภาพ (Quantitative or Qualitative) รูปแบบของข้อมูลเชิงคุณภาพจะเป็นการอธิบายโดยไม่มีกรให้ข้อมูลตัวเลขประกอบ เช่น คาดว่ารายได้จะสูงกว่วางวดก่อน หรือกำไรต่อหุ้นน่าจะปรับเพิ่มขึ้น ในขณะที่รูปแบบของข้อมูลเชิงปริมาณเป็นการให้ข้อมูลที่เป็นตัวเลขประกอบชัดเจน เช่น บริษัทคาดว่าจะรายได้จะสูงถึง 5,000 ล้านบาท การให้ข้อมูลเชิงปริมาณยังสามารถแบ่งรูปแบบข้อมูลได้อีก 4 ลักษณะ ได้แก่ 1) ค่าเดียว (Point) เช่น กำไรต่อหุ้น เท่ากับ 1.75 บาท 2) ค่าช่วง (Range) เช่น กำไรต่อหุ้นคาดว่าจะอยู่ระหว่าง 1.50-1.75 บาท 3) ค่าต่ำสุด (Minimum) เช่น กำไรต่อหุ้นจะไม่ต่ำกว่า 1.50 บาท และ 4) ค่าสูงสุด (Maximum) กำไรต่อหุ้นจะไม่เกิน 2.00 บาท (Baginski, Conrad et al. 1993, Pownall, Wasley et al. 1993, Baginski and Hassell 1997, Soffer, Thiagarajan et al. 2000)

การศึกษารูปแบบการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารในระยะแรก จะมุ่งสนใจเฉพาะรูปแบบการประมาณการกำไรที่ให้ข้อมูลเชิงปริมาณแบบค่าเดียว (Point) และค่าช่วง (Range) Baginski, Conrad et al. (1993) แสดงหลักฐานจากการวิจัยว่า ผู้บริหารเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรแบบค่าเดียว และแบบค่าช่วงน้อยกว่าร้อยละ 20 ของตัวอย่าง

ทั้งหมดที่ศึกษาในระหว่างปีพ.ศ. 2526-2529 ( ค.ศ. 1983-1986) แต่การศึกษาต่อมาพบแนวโน้มมีจำนวนเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 50 ของตัวอย่างที่ศึกษาในระหว่างปี ค.ศ. 1993-1997 (Hutton, Miller et al. 2003, Baginski, Hassell et al. 2004) ผลการศึกษาในช่วงระยะเวลาดังกล่าวไม่เปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรของผู้บริหารในรูปแบบอื่น เช่น การเปิดเผยข้อมูลเชิงคุณภาพ อาจเป็นไปได้ว่า การศึกษาที่เก็บข้อมูลทุดิยภูมิ มุ่งเน้นศึกษาแต่รูปแบบการเปิดเผยข้อมูลเชิงปริมาณเท่านั้น เพื่อให้ง่ายต่อการแปลความหมายเมื่อต้องการวัดความแม่นยำหรือความเอนเอียงของการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร (Lev and Penman 1990, Atiase, Li et al. 2005, Rogers and Stocken 2005)

Baginski and Hassell (1997) ได้ขยายการศึกษาการออกการคาดการณ์กำไรในรูปแบบอื่น ๆ เพิ่มขึ้น ผลการศึกษาพบว่ารูปแบบการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่พบมากที่สุดเกือบร้อยละ 50 ของตัวอย่างทั้งหมด คือ ค่าช่วงเปิด (Open-Interval or range) เช่น กำไรต่อหุ้นจะไม่ต่ำกว่า หรือ ไม่สูงกว่า รูปแบบที่เปิดเผยมากเป็นลำดับที่สองร้อยละ 21 คือ ค่าเดียว (Point) และลำดับที่สามอีกร้อยละ 19 คือ ค่าช่วงปิด (Close-Interval) นอกจากนี้ยังพบว่าผู้บริหารบางรายให้ข้อมูลการคาดการณ์กำไรเชิงคุณภาพที่ไม่ได้ระบุตัวเลขความชัดเจนด้วย Pownall, Wasley et al. (1993) และ Baginski, Hassell et al. (1994) พบว่าการคาดการณ์กำไรที่ชัดเจนและไม่ชัดเจนส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ Baginski, Conrad et al. (1993) ยังแสดงหลักฐานให้เห็นความสัมพันธ์แปรผันตรงระหว่างการประมาณการกำไรที่ชัดเจนกับค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของกำไร (Earnings Response Coefficients) และความสัมพันธ์แปรผันตรงกับการกระจายของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์

King, Pownall et al. (1990) กล่าวว่า รูปแบบการประมาณการกำไรเป็นตัวสะท้อนความเชื่อมั่นและความถูกต้องของการให้ข้อมูลคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร การให้ข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีความชัดเจนและแน่นอน (เช่น ค่าเดียว) จะส่งผลให้นักลงทุนเชื่อมั่นการบริหารของบริษัทมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่ออกการคาดการณ์กำไรที่ขาดความชัดเจน (เช่น ค่าช่วง ) ซึ่งสอดคล้องกับ Hassell, Jennings et al. (1988) ที่ศึกษาว่าการออกประมาณการกำไรค่าช่วง เป็นการส่งสัญญาณความไม่แน่นอนเชิงเศรษฐกิจของบริษัทหรือเกิดจากผู้บริหารไม่สามารถคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตที่ชัดเจนได้ นอกจากนี้การคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารที่ให้ข้อมูลค่าช่วง อาจเป็นการส่งสัญญาณความไม่แน่นอนให้แก่ผู้ใช้ข้อมูลที่สะท้อนว่าผู้บริหารมีข้อมูลไม่เพียงพอที่จะใช้ในการคาดการณ์กำไร เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่ออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ค่าเดียว (Bamber and Cheon 1998)

การศึกษาต่อมาของ Pownall, Wasley et al. (1993) สนใจศึกษาข้อมูลของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีรูปแบบและประเภทที่แตกต่างกัน เพื่อดูผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ งานวิจัยนี้ได้แบ่งรูปแบบการออกการคาดการณ์กำไรสุทธิของผู้บริหารเป็น 3

รูปแบบคือ ระบุตัวเลข ระบุตัวเลขเป็นช่วงปิด และระบุตัวเลขเป็นช่วงเปิด สำหรับประเภทของการออกประมาณการกำไร แบ่งตามเวลาการออกคือ การออกประมาณการกำไรประจำไตรมาสและประจำปี การศึกษานี้เก็บข้อมูลตั้งแต่ปีค.ศ. 1979–1987 ผลการศึกษาพบว่า ความแตกต่างของรูปแบบการออกการคาดการณ์ของผู้บริหารไม่มีนัยสำคัญต่อราคาหลักทรัพย์ แต่พบว่าการออกประมาณการกำไรประจำไตรมาสมีสาระประโยชน์อย่างมีนัยสำคัญมากกว่าการออกประมาณการกำไรรายปี

จากงานของ Hirst, Koonce et al. (1999) ที่ศึกษาโดยใช้การทดลองโดยให้ข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่เป็นค่าเดียว และค่าช่วงว่ามีอิทธิพลต่อการคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตของนักลงทุนหรือไม่ ผลการทดลองพบว่ารูปแบบข้อมูลที่แตกต่างกันส่งผลกระทบต่อให้นักลงทุนไม่แตกต่างกันเพราะเมื่อให้ข้อมูลการประมาณการกำไรของผู้บริหาร ที่ระบุเป็นค่าช่วงแก่นักลงทุน นักลงทุนจะใช้ค่ากลางของค่าช่วงข้อมูลเป็นค่าประมาณการที่ดีที่สุด ทำให้ผลลัพธ์ที่ได้มีค่าเท่ากับการใช้ข้อมูลที่ระบุเป็นตัวเลขค่าเดียว

การศึกษาของ Baginski, Conrad et al. (1993) พบความสัมพันธ์ระหว่างของข้อมูลการประมาณการกำไรของผู้บริหารที่มีความชัดเจนมากกับกำไรสุทธิที่ไม่คาดหวัง (Unexpected earnings) และผลตอบแทนที่ไม่คาดหวัง (Unexpected return) ในขณะที่ Pownall, Wasley et al. (1993) พบว่า ผลตอบแทนหลักทรัพย์ไม่ได้รับผลกระทบจากความแตกต่างของรูปแบบการพยากรณ์ และการศึกษาของ Hirst, Koonce et al. (1999) ที่แสดงหลักฐานจากการวิจัยเชิงทดลองชี้ให้เห็นว่า การให้ข้อมูลประมาณการกำไรของผู้บริหารค่าเดียวและค่าช่วง ส่งผลกระทบต่อให้นักลงทุนไม่แตกต่างกัน ผลการศึกษานี้อาจเสนอแนะได้ว่า ตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยนักวิเคราะห์ฯ ที่สนใจใช้ข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารน่าจะให้ผลลัพธ์ไม่แตกต่างกัน

การศึกษาต่อมาของ Libby, Tan et al. (2006) ขยายการศึกษารูปแบบการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารออกเป็น 3 รูปแบบได้แก่ ค่าเดียว ค่าช่วงแบบแคบ (Narrow range) และค่าช่วงแบบกว้าง (Wide range) เพื่อดูผลกระทบต่อตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ โดยใช้การทดลองเพื่อควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นๆ ผลการศึกษาพบว่ารูปแบบการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารไม่มีผลต่อการตัวเลขพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ หลังจากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไร แต่เมื่อบริษัทประกาศผลกำไรจริง การปฏิสัมพันธ์ (Interaction) ระหว่างรูปแบบของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารและความแม่นยำของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (ผลต่างของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารกับผลกำไรจริงของบริษัท) ส่งผลกระทบต่อตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ จากการศึกษาชี้ให้เห็นว่าข้อมูลการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารมีประโยชน์และมีอิทธิพลที่ส่งผลกระทบต่อนักวิเคราะห์ฯ



การศึกษาของ Cotter, Tuna et al. (2006) ศึกษาผลกระทบทางตรงที่เกิดกับนักวิเคราะห์ฯ เมื่อผู้บริหารออกข้อมูลการคาดการณ์กำไรเชิงปริมาณ โดยแบ่งรูปแบบข้อมูลออกเป็น 4 ประเภทคือ ค่าเดียว (Point) ค่าช่วง (Range) ค่าน้อยกว่า (Less than) และค่ามากกว่า (Greater than) ผลการศึกษาพบว่านักวิเคราะห์ฯ มีแนวโน้มที่จะปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรเมื่อผู้บริหารเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรค่าช่วงและค่าน้อยกว่า แต่ไม่พบการตอบสนองจากนักวิเคราะห์ฯ จากข้อมูลการคาดการณ์ค่าเดียวและค่ามากกว่า

สำหรับรูปแบบการเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรของผู้บริหารในประเทศไทย การศึกษาของ Jarutakanont (2008) ได้แสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ของรูปแบบและคุณลักษณะของการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ จากตัวอย่างทั้งสิ้นกว่า 4,000 ครั้ง ผลการศึกษาพบว่า ผู้บริหารที่ออกการคาดการณ์กำไรไตรมาสมีจำนวน 423 ครั้ง การคาดการณ์กำไรประจำปีจำนวน 2,089 ครั้ง และการคาดการณ์กำไรไตรมาสและประจำปีพร้อมกันจำนวน 1,971 ครั้ง นอกจากนี้พบว่า ถ้าผู้บริหารเลือกเปิดเผยการคาดการณ์รายได้ที่เป็นข้อมูลเชิงปริมาณร้อยละ 74 และเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพร้อยละ 24 ถ้าผู้บริหารเลือกเปิดเผยการคาดการณ์กำไรจะให้ข้อมูลเชิงปริมาณร้อยละ 46 และให้ข้อมูลเชิงคุณภาพร้อยละ 54 เมื่อพิจารณาเนื้อหาของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารพบว่า ผู้บริหารให้ข้อมูลผสมระหว่างตัวเลขและคำอธิบาย (Semi-numeric) คิดเป็นร้อยละ 26 การให้ข้อมูลตัวเลขค่าเดียว มีเพียงร้อยละ 12 และการให้ตัวเลขข้อมูลค่าช่วงมีเพียงร้อยละ 5 เท่านั้น ดังนั้นจากหลักฐานข้างต้นแสดงให้เห็น ลักษณะข้อมูลการเปิดเผยประมาณการกำไรของผู้บริหารในประเทศไทยมีความแตกต่างจากการศึกษาในต่างประเทศ

#### จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

#### 2.1.2.2 ความถี่ในการออกการคาดการณ์กำไร (Forecast Frequency)

เมื่อผู้บริหารสมัครใจให้ข้อมูลการคาดการณ์กำไรของบริษัทต่อสาธารณชน ผู้บริหารต้องตัดสินใจเรื่องความถี่หรือความสม่ำเสมอในการเปิดเผยข้อมูล เนื่องจากความถี่ของการคาดการณ์เปรียบเสมือนการให้คำมั่นสัญญา และเป็นการส่งสัญญาณความน่าเชื่อถือของผู้บริหารแก่นักลงทุน (Botosan and Harris 2000) การให้คำมั่นสัญญาที่จะเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีประโยชน์ แต่ยังมี ความแตกต่างกันของความถี่ว่าผู้บริหารควรออกการคาดการณ์กำไรกี่ครั้ง บางบริษัทออกการคาดการณ์เป็นประจำอย่างสม่ำเสมอ เช่น ทุกไตรมาสหรือทุกปี ในขณะที่บางบริษัทอาจเลือกออกการคาดการณ์เป็นครั้ง ซึ่งจะได้แสดงหลักฐานจากงานวิจัยที่จะกล่าวต่อไป

งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่ศึกษาความถี่ในการออกการคาดการณ์กำไรให้ผลลัพธ์ที่ยังไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน McNichols (1989) วิจัยในระหว่างปี พ.ศ. 2522-2526 จากตัวอย่าง 548 บริษัท และจำนวนการคาดการณ์กำไร 733 ตัวอย่าง พบว่า บริษัทที่ออกการคาดการณ์

กำไรรายปี 1 ครั้ง มีจำนวนเกือบร้อยละ 50 ของจำนวนตัวอย่างทั้งหมด และมีเพียง 7 บริษัท ที่ออกอย่างสม่ำเสมอ King, Pownall et al. (1990) พบว่า บริษัทส่วนใหญ่ไม่ออกคาดการณ์กำไรรายปีอย่างสม่ำเสมอ Rogers and Stocken (2005) พบว่า จำนวนการคาดการณ์กำไรรายปี 925 ตัวอย่าง จาก 595บริษัท ที่เกิดขึ้นในระหว่างปี พ.ศ. 2539-2543 อัตราร้อยละ 63 ที่ออกการคาดการณ์กำไร 1 ครั้ง Kasznik and Lev (1995) การออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่เกิดเฉพาะในไตรมาสสุดท้าย มีบริษัทน้อยกว่าร้อยละ 10 ที่ออกคาดการณ์กำไรเชิงปริมาณหรือการคาดการณ์รายได้ ในขณะที่บริษัทประมาณร้อยละ 50 ไม่ออกคาดการณ์ในไตรมาสสุดท้าย Jarutakanont (2008) ศึกษาการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่เก็บตัวอย่างในประเทศไทย ผลการวิจัยพบว่า บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ฯ กลุ่มบริษัทที่ออกคาดการณ์กำไรน้อยกว่า 5 ครั้งต่อปี มีสัดส่วนมากที่สุด อัตราร้อยละ 38 แต่มีค่าเฉลี่ยการออกการคาดการณ์กำไรเท่ากับ 8 ครั้งต่อปี

มีงานวิจัยอีกกลุ่มที่ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสม่ำเสมอและความถี่ในการออกการคาดการณ์กำไร บริษัทที่ผลกำไรสุทธิมีความผันผวนน้อยจะออกการคาดการณ์มากกว่า บริษัทที่ผลกำไรสุทธิมีความผันผวนมากกว่า (Waymire 1984) บริษัทที่มีการกำกับดูแลที่เข้มแข็งจะมีแนวโน้มที่ออกคาดการณ์กำไรมากกว่า (Ajinkya, Bhojraj et al. 2005) นอกจากนี้ Miller (2002) พบว่าบริษัทที่มีกำไรเพิ่มขึ้นผู้บริหารจะออกการคาดการณ์กำไรบ่อยครั้งขึ้น และบริษัทที่มีกำไรลดลงผู้บริหารจะออกการคาดการณ์กำไรน้อยลง ความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารยังมีความสัมพันธ์กับการจัดประชุมร่วมกับนักวิเคราะห์ มีงานวิจัยแสดงหลักฐานว่าบริษัทที่จัดประชุมร่วมกับนักวิเคราะห์สม่ำเสมอมีความสัมพันธ์แปรผกผันตรงกับการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร แต่เมื่อบริษัทหยุดการจัดประชุมร่วมกับนักวิเคราะห์ พบว่าบริษัทจะหยุดออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Hutton and Stocken 2007)

ผลกระทบต่อตลาดทุนจากความถี่ของการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร ยังให้ข้อสรุปที่ไม่ชัดเจน Rogers and Stocken (2005) พบว่านักลงทุนจะตอบสนองกับการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมากขึ้นในบริษัทที่มีความถี่ในการออกการคาดการณ์กำไรมากขึ้น Kasznik and Lev (1995) วิจัยเรื่องการตอบสนองของนักลงทุนต่อการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ออกในไตรมาสที่สี่ ผลการศึกษาพบว่า ความถี่ของการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรที่เป็นข่าวร้ายมีจำนวนเป็นสองเท่าของความถี่ของการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรที่เป็นข่าวดี โดยลักษณะข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นการให้ข้อมูลเชิงปริมาณและเป็นการออกการคาดการณ์กำไรรายไตรมาสหรือการคาดการณ์รายได้รายไตรมาส

งานวิจัยเรื่องการเปิดเผยประมาณการคาดการณ์การกำไรของผู้บริหารในประเทศไทยของ Jarutakanont (2008) ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลในระหว่างปีพ.ศ. 2548 และปี พ.ศ.

2550<sup>14</sup> พบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์ผลประกอบการในอนาคตเพิ่มขึ้น ผลการศึกษาพบว่า ข่าวการคาดการณ์ผลประกอบการในอนาคตพบว่า ปี พ.ศ. 2548 มีค่าเฉลี่ยอยู่ระหว่าง 8-9 ครั้งต่อปี และเพิ่มเป็น 10-12 ครั้งต่อปี ในปี พ.ศ. 2550 นอกจากนี้ ผลการศึกษาพบว่ามากกว่าร้อยละ 50 ของบริษัทที่ผู้บริหารที่เปิดเผยการคาดการณ์กำไรมากกว่า 5 ครั้งต่อปี และพบว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากรและกลุ่มเทคโนโลยี เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่บริษัทมีแนวโน้มเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารสูงกว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น จากผลการศึกษาชี้ให้เห็นแนวโน้มในทางปฏิบัติของผู้บริหารมีสมรรถนะเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของบริษัทเพิ่มมากขึ้น และเป็นแนวโน้มที่มีทิศทางสอดคล้องกับงานวิจัยของต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม การศึกษาถึงผลกระทบที่เกิดตามมาหลังจากการข่าวการคาดการณ์ผลประกอบการในอนาคตที่มีต่อความถูกต้องแม่นยำของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ที่สนใจติดตามบริษัทเหล่านี้ ยังไม่ได้รับศึกษาค้นคว้าในประเทศไทย

### 2.1.2.3 ช่วงเวลาการออกการคาดการณ์กำไร (Forecast Horizon)

การคาดการณ์กำไรของบริษัทรายไตรมาสหรือรายปี เป็นอีกหนึ่งคุณลักษณะที่สำคัญของการออกการคาดการณ์กำไรที่ผู้บริหารต้องตัดสินใจเลือกช่วงเวลาการเปิดเผยต่อสาธารณชน งานวิจัยในอดีตที่แสดงหลักฐานว่าบริษัทมีแนวโน้มลดการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรไตรมาสไปเป็นการคาดการณ์กำไรประจำปีเพิ่มมากขึ้น สถาบัน NIRI ได้เสนอรายงานปี 2006 ว่าบริษัทที่เปิดเผยการคาดการณ์กำไรไตรมาสมีอัตราการลดลงจากร้อยละ 61 เป็นร้อยละ 52 ในขณะที่การเปิดเผยการคาดการณ์กำไรประจำปีมีอัตราเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 61 เป็นร้อยละ 82 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศไทยของ พบว่าผู้บริหารเปิดเผยการคาดการณ์กำไรประจำปีมากกว่าไตรมาส ในอัตราร้อยละ 46 และอัตราร้อยละ 10 ตามลำดับ Waymire (1985) ศึกษาความทันต่อเวลาของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร และพบว่า บริษัทที่มีความผันผวนของกำไรจะออกการคาดการณ์กำไรในช่วงท้ายของปี Baginski, Hassell et al. (2002) ได้แย้งว่า สภาพแวดล้อมทางกฎหมายที่กำกับดูแลการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่เข้มข้นในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรระยะสั้นมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารในประเทศแคนาดา CFA Institute and Chamber of commerce ในประเทศสหรัฐอเมริกา กำลังเรียกร้องให้เลิกการออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารรายไตรมาส และสอดคล้องกับการสำรวจ

<sup>14</sup> ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ออกประกาศข้อเสนอแนะให้ผู้บริหารที่ต้องการเปิดเผยข้อมูลประมาณการผลการดำเนินงานในอนาคต เมื่อเดือน มีนาคม พ.ศ. 2549 การวิจัยนี้จึงเก็บข้อมูลในช่วงเวลาก่อนและหลังของการออกประกาศดังกล่าว

ของ The Financial Executive International พบว่า ผู้บริหารระดับสูงทางการเงินและบัญชี สนับสนุนให้ออกคาดการณ์กำไรรายปีมากกว่ารายไตรมาส เนื่องจากการออกการคาดการณ์กำไรไตรมาสเป็นการสร้างบิดเบือนต่อการตัดสินใจของนักลงทุนและการทำงานของทีมงานบริหารของบริษัท (Johnson 2007, Choi, Myers et al. 2011)

#### 2.1.2.4 ข่าวสารและรายการที่ได้รับการคาดการณ์กำไร (Forecast Items and News)

การคาดการณ์กำไรของผู้บริหารสามารถระบุการให้เนื้อหาทางการบัญชีของการคาดการณ์ได้หลายระดับ ผู้บริหารบางคนอาจออกการคาดการณ์กำไรต่อหุ้น บางคนอาจออกการคาดการณ์รายได้ ต้นทุนขาย หรือกำไรขั้นต้น เป็นต้น Hirst, Koonce et al. (2008) ได้แสดงหลักฐานข้อมูลปี พ.ศ.2548 จากการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารจำนวน 172 ตัวอย่าง ผลการศึกษาพบว่าผู้บริหารเปิดเผยการคาดการณ์กำไร หรือเปิดเผยการคาดการณ์กำไรและรายได้มากที่สุดอัตราร้อยละ 71 และผู้บริหารเลือกเปิดเผยข้อมูลรายการบัญชีอื่นในงบกำไรขาดทุนในอัตราร้อยละ 19 นอกจากนี้ Lansford, Lev et al. (2013) พบว่า บริษัทที่มีแนวโน้มเปิดเผยการคาดการณ์กำไรพร้อมกับการให้ข้อมูลรายการบัญชีอื่น มีความสัมพันธ์กับการคาดการณ์กำไรที่เป็นข่าวดี บริษัทสัดส่วนนักลงทุนสถาบันสูงและมีนักวิเคราะห์ติดตามสูง งานวิจัยนี้สรุปว่าการคาดการณ์กำไรที่ให้ข้อมูลรายการบัญชีอื่นประกอบ จะมีความสัมพันธ์กับการเพิ่มความน่าเชื่อถือของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่เป็นข่าวดี และสอดคล้องกับความต้องการให้เปิดเผยข้อมูลเพิ่มขึ้น

บางครั้งผู้บริหารอาจตัดสินใจออกการคาดการณ์กำไรพร้อมกับการประกาศผลประกอบการจริงหรือประกาศข่าวอื่นของบริษัท จากข้อมูลตัวอย่างงานวิจัยระหว่างปี พ.ศ. 2536 ถึงปี พ.ศ. 2540 จำนวน 659 ตัวอย่าง พบว่ามีการคาดการณ์กำไรรายปีที่เปิดเผยพร้อมกับการประกาศผลประกอบการจริงจำนวน 195 ตัวอย่าง (Hutton, Miller et al. 2003) นอกจากนี้งานวิจัยของ Han and Wild (1991) เก็บรวบรวมข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2521-2525 พบว่ามีการออกการคาดการณ์กำไรเพียงอย่างเดียวจำนวน 162 ตัวอย่างจากข้อมูลทั้งหมด 263 ตัวอย่าง และมีข้อมูล 101 ตัวอย่างที่ออกข้อมูลการคาดการณ์กำไรพร้อมกับการคาดการณ์รายได้ นอกจากนี้ยังพบหลักฐานจากงานวิจัยที่แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่ออกการคาดการณ์กำไรพร้อมกับการประกาศผลประกอบการ พบว่าผู้บริหารยินดีจะให้ข้อมูลการคาดการณ์กำไรเพิ่มเติม และพบว่าเป็นบริษัทที่มีอัตราส่วนของราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดจะมีค่าสูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่ให้ข้อความคาดการณ์กำไรเพียงอย่างเดียว (Atiase, Li et al. 2005)

Hirst, Koonce et al. (2008) ได้เสนอแนวทางในการจำแนกเนื้อหาในข่าวการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นข่าวดีหรือข่าวร้าย โดยที่ข่าวดี (Good news forecasts) คือ การคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่สูงกว่าการคาดหวังของตลาด ข่าวร้าย (Bad news forecasts) คือ การ

คาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ต่ำกว่าการคาดหวังของตลาด และการยืนยันข่าว (Confirming news forecasts) คือ การคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่เป็นไปตามที่ตลาดคาดหวังไว้

งานวิจัยตั้งแต่อดีตที่แสดงถึงแนวโน้มของงานวิจัยเรื่องข่าวการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ในศึกษาในช่วงแรก การคาดการณ์กำไรส่วนใหญ่จะแสดงถึงข่าวดี (Penman 1980, Waymire 1984) การศึกษาในเวลาต่อมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2523-2540 พบว่า การคาดการณ์กำไรจะมีทั้งข่าวดีและข่าวร้าย จากงานวิจัยของ Hutton, Miller et al. (2003) Frankel, McNichols et al. (1995) ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาพบว่า ผู้บริหารออกคาดการณ์ข่าวดีข่าวร้ายในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกัน และงานวิจัยต่อมาในของ Hutton and Stocken (2007) แสดงหลักฐานว่า การคาดการณ์ข่าวดีพบว่า มีอัตราร้อยละ 73 ของตัวอย่างทั้งหมด ข่าวร้าย อัตราร้อยละ 46 ของตัวอย่างทั้งหมด และข่าวปกติ ร้อยละ 17 ของตัวอย่างทั้งหมด แต่งานวิจัยของ Kasznik and Lev (1995) พบว่า ผู้บริหารที่ออกคาดการณ์กำไรข่าวร้ายจะมีขนาดของกำไรที่ต่างจากความคาดหวัง (Earnings surprise) เป็นสองเท่าของผู้บริหารที่ออกคาดการณ์กำไรข่าวดี กำไรที่ต่างจากความคาดหวังวัดจากขนาดของกำไรที่ต่างจากความคาดหวังที่เกินอัตราร้อยละ 1 ของราคาหุ้น

งานวิจัยอีกกลุ่มที่สนใจศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการออกคาดการณ์กำไรเพื่อใช้แยกประเภทของข่าวสาร ข่าวร้ายจะมีความสัมพันธ์แปรผกผันกับความลำเอียงในการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ แต่มีความสัมพันธ์แปรผกผันกับการออกหุ้นสามัญ (Cotter, Tuna et al. 2006) ข่าวร้ายยังมีความสัมพันธ์กับขนาดบริษัท กำไรที่ต่างจากความคาดหวังและความเสี่ยงด้านกฎหมายเฉพาะของบริษัท (Specific litigation risk) ในขณะที่ข่าวดีมีความสัมพันธ์กับขนาดของบริษัทเท่านั้น (Kasznik and Lev 1995) นอกจากนี้ การคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่เอนเอียงไปทางลบ จะพบในบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการกำกับดูแลเข้มงวดสูงกว่า บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการกำกับดูแลเข้มงวดน้อยกว่าซึ่งพอจะสันนิษฐานได้ว่าเพื่อกีดกันบริษัทรายใหม่เข้าสู่อุตสาหกรรม (Rogers and Stocken 2005)

โดยสรุปเมื่อผู้บริหารตัดสินใจเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของบริษัท ผู้บริหารมีทางเลือกที่จะเปิดเผยการคาดการณ์กำไรได้หลายคุณลักษณะตามรูปแบบ ประเภท ความถี่ ช่วงเวลา หรือประเภทข่าว ซึ่งคุณลักษณะของข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่แตกต่างกัน ส่งผลกระทบต่อผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุนอย่างไร เนื้อหาส่วนต่อไปจะกล่าวถึงผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นภายหลังจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารต่อสาธารณะ

### 2.1.3 ผลลัพธ์จากการคาดการณ์กำไร (Forecast Consequence)

#### 2.1.3.1 การตอบสนองของตลาดหุ้น (Stock market reaction)

งานวิจัยที่ศึกษาการตอบสนองของตลาดหุ้นจากการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมักศึกษาผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ และศึกษาความมีสาระประโยชน์ (Information content) ของการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร งานวิจัยในอดีตที่แสดงผลกระทบของการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรว่ามีสาระประโยชน์ต่อหลักทรัพย์ยังไม่ชัดเจน งานวิจัยของนักวิจัยกลุ่มหนึ่งพบว่า ราคาหลักทรัพย์ตอบสนองต่อการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Patell (1976), Nichols and Tsay 1979, Penman 1980) ที่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัท (Nagar, Nanda et al. 2003) อย่างไรก็ตาม การศึกษาวิจัยเรื่องการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารในอดีตมุ่งสนใจคำถามวิจัยว่า ผู้ที่มีความเกี่ยวข้องในตลาดหุ้นเชื่อถือการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารหรือไม่ ผลการศึกษาของ Patell (1976) และ Penman (1980) สรุปว่าข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีเนื้อหาสาระ (Information content) และอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์

งานวิจัยที่ศึกษาการตอบสนองของตลาดหุ้นที่ได้รับอิทธิพลมาจากการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร มีจำนวนมากและในหลายมิติ โดยผู้วิจัยมักสนใจคุณลักษณะของเนื้อหาที่มีความแตกต่างกันของการคาดการณ์ที่ผู้บริหารเปิดเผย Hutton, Miller et al. (2003) ได้แสดงผลการศึกษา การตอบสนองของตลาดที่แตกต่างกันจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่เป็นข่าวดีและข่าวร้าย ผลการวิจัยพบว่า ตลาดตอบสนองต่อการออกการคาดการณ์กำไรข่าวร้ายทันที แต่ถ้าผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรข่าวดี ตลาดจะตอบสนองต่อการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลเพิ่มเติมเป็นตัวเลขการประมาณการในอนาคตที่สามารถตรวจสอบความถูกต้องได้ เช่น ตัวเลขการคาดการณ์ยอดขาย

#### 2.1.3.2 การลดต้นทุนเงินทุน (Cost of capital)

งานวิจัยในอดีตให้หลักฐานว่าต้นทุนเงินทุนของบริษัทจะต่ำลงจากการสมัครใจเปิดเผยข้อมูลที่มีความน่าเชื่อถือเพิ่มขึ้น การเปิดเผยข้อมูลมากขึ้นจะลดปัญหาการได้รับข้อมูลไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุนภายนอก (Healy and Palepu 2001) ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนจากการกู้ยืมของบริษัทลดลง ทำให้มีแรงดึงดูดจากนักลงทุนประเภทสถาบันและส่งผลให้หลักทรัพย์ของบริษัทมีสภาพคล่องเพิ่มขึ้น (Diamond and Verrecchia 1991, Lang and Lundholm 1993, Frankel, McNichols et al. 1995) Francis, Khurana et al. (2005) ศึกษาบริษัทในประเทศอื่น ๆ นอกเหนือจากบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาทั้งหมด 34 ประเทศ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลกับต้นทุนเงินทุน ผลการวิจัยพบว่า บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรม

ที่ต้องการใช้เงินทุนภายนอกสูงจะมีระดับความสมัครใจเปิดเผยข้อมูลมากกว่า และเมื่อบริษัทเปิดเผยข้อมูลมากขึ้นจะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนทั้งจากส่วนของเจ้าของและการกู้ยืมต่ำลง

นอกจากนี้ Botosan (1997) ได้แสดงหลักฐานที่สนับสนุนสมมติฐาน ต้นทุนเงินทุนที่ระบุว่าบริษัทที่มีจำนวนนักวิเคราะห์ติดตามน้อย จะมีความสัมพันธ์แปรผกผันกับ ต้นทุนเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ (Capital equity) Botosan and Harris (2000) พบความสัมพันธ์ แปรผกผันระหว่างต้นทุนเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ กับการจัดลำดับการเปิดเผยรายงานทางการเงิน ของนักวิเคราะห์ฯ และสอดคล้องกับการศึกษาของ Kothari, Shu et al. (2009) ที่พบว่า การให้ คำมั่นของผู้บริหารที่จะเปิดเผยข้อมูลภายในจะช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล และ ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนต่ำลง ดังนั้นผู้บริหารมักตระหนักถึงประโยชน์ของการเปิดเผยข้อมูล และใน การศึกษาที่ใช้การสำรวจ ของ Graham, Harvey et al. (2005) พบว่า 4 ใน 5 ของผู้บริหารระดับสูง ยอมรับและเห็นด้วยอย่างยิ่งว่า การสมัครใจเปิดเผยข้อมูลมีแรงจูงใจมาจากความต้องการลดความ เสี่ยงด้านสารสนเทศ (Information risk) เนื่องจากผู้บริหารเชื่อว่าการให้ข้อมูลที่ขาดความชัดเจน หรือการให้ข้อมูลที่ไม่ถูกต้อง จะทำให้ราคาหุ้นของบริษัทถูกตลาดกำหนดมูลค่าต่ำกว่าความจริง

#### 2.1.3.3 จำนวนนักวิเคราะห์ที่ติดตามบริษัท (Analysts following)

การศึกษาของ Bhushan (1989b) และ Lang and Lundholm (1996) ให้เหตุผลว่า บริษัทที่สมัครใจเปิดเผยข้อมูลการบริหารภายใน ส่งผลให้ต้นทุนการแสวงหาข้อมูล ของนักวิเคราะห์ฯจะต่ำลง และเป็นการเพิ่มแหล่งข้อมูลให้นักวิเคราะห์ฯ และนักวิเคราะห์ฯนำข้อมูล ไปจัดทำรายงานการพยากรณ์หรือรายงานการให้คำแนะนำการซื้อขายเพิ่มมากขึ้น การศึกษาต่อมา ของ Lang and Lundholm (1996) และ Lang and Lundholm (2000) พบว่าบริษัทที่มีการ เปิดเผยมากขึ้นจะมีจำนวนนักวิเคราะห์ฯ ติดตามเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ความถูกต้องแม่นยำของตัวเลข พยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯเพิ่มขึ้น การกระจายตัวของการพยากรณ์โดยนักวิเคราะห์ฯลดลง และความผันผวนของการปรับการพยากรณ์โดยนักวิเคราะห์ฯลดลง

#### 2.1.3.4 ผลกระทบต่อพฤติกรรมของนักลงทุนและนักวิเคราะห์ฯ

หลายงานวิจัยพบว่านักวิเคราะห์ฯ จะปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของ ตนเอง เพื่อตอบสนองต่อการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร Hassell and Jennings (1986) พบว่าการปรับตัวเลขการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯเกิดขึ้นภายใน 4 สัปดาห์หลังผู้บริหารออกการ การณ์กำไร ผลการศึกษาในช่วงเวลาต่อมาแสดงหลักฐานว่า นักวิเคราะห์ฯปรับค่าพยากรณ์กำไรของ ตนเองภายใน 5 วันหลังจากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไร ซึ่งสนับสนุนบทบาทของการคาดการณ์กำไร

ของผู้บริหารต่อสภาพแวดล้อมของตลาดทุน (Cotter, Tuna et al. 2006) นอกจากนี้ยังพบว่า นักวิเคราะห์จะติดตามบริษัทเพิ่มมากขึ้นเมื่อบริษัทออกคาดการณ์กำไรมากขึ้นด้วย (Graham, Harvey et al. 2005, Wang 2007)

## 2.2 การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยนักวิเคราะห์ (Analysts' earnings forecasts)

นักวิเคราะห์ มีบทบาทสำคัญในฐานะเป็นตัวกลางในตลาดทุนที่ใช้ข้อมูลในงบการเงินเป็นคนแรก นักวิเคราะห์จึงเป็นตัวแทนนักลงทุนที่มีประสบการณ์ในตลาดทุน (O'Brien and Bhushan 1990, Schipper 1991) ผลงานของนักวิเคราะห์ ที่สำคัญ คือ การพยากรณ์กำไรต่อหุ้น (Earnings forecasts) รายงานบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ (Stock recommendation) นักลงทุนใช้การพยากรณ์กำไรโดยนักวิเคราะห์ เพื่อประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท คาดการณ์ผลกำไรในอนาคต และกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Brown 1993, Park and Stice 2000, Clement, Frankel et al. 2003, Gleason and Lee 2003) โดยนักลงทุนได้รับประโยชน์จากการพยากรณ์กำไรที่ถูกต้องแม่นยำเพื่อใช้ในการตัดสินใจลงทุน และช่วยลดต้นทุนในการหาข้อมูลของนักลงทุน (Loh and Mian 2006) ในรายงานบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ เป็นการให้ความเห็นของนักวิเคราะห์ในการซื้อ ขายหรือการถือหุ้นบริษัทที่ติดตาม (Buy, sell, or hold stock securities) ซึ่งความเห็นเหล่านี้ได้มาจากการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ ที่นักลงทุนนำไปใช้ในการตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ (ณัฐชานนท์ โกมุตพุฒิพงศ์ 2555)

นักวิเคราะห์เป็นกลุ่มบุคคลแรกๆที่ใช้ข้อมูลในงบการเงิน เพื่อนำไปวิเคราะห์ ประมวลผลและจัดทำรายงานเสนอต่อนักลงทุน นักวิเคราะห์จึงเป็นผู้ซึ่งงบการเงินที่มีความรู้ ความสามารถและมีความเชี่ยวชาญ นักวิเคราะห์จึงถูกใช้เป็นตัวแทนของนักลงทุนในการศึกษาวิจัยเชิงประจักษ์ นอกจากนี้พฤติกรรมของนักวิเคราะห์ ยังเป็นตัวสะท้อนพฤติกรรมของนักลงทุนได้ (Schipper 1991, Abarbanell 1995, Lang and Lundholm 1996)

นักวิเคราะห์ ต้องรวบรวมข้อมูลจากหลายแหล่ง ทั้งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะ และข้อมูลภายในของบริษัทที่ตนติดตาม เพื่อนำข้อมูลมาประมวลผลและผลิตผลงานของตนเอง ทั้งรายงานบทวิเคราะห์และการพยากรณ์กำไรต่อหุ้น นักวิเคราะห์อาจได้ข้อมูลภายในของบริษัทจากช่องทางที่ผู้บริหารจัดทำขึ้น เช่น การนัดประชุมกับนักวิเคราะห์ (Analyst meeting or Conference call) หรือ ข้อมูลที่นักวิเคราะห์แสวงหาเองเช่น ข้อมูลจากการเปิดเผยของผู้บริหารต่อสาธารณชน ข้อมูลงบการเงิน ข้อมูลเศรษฐกิจ ข้อมูลอุตสาหกรรม ข้อมูลจากตลาดทุน เป็นข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชนทั่วไป สภาพแวดล้อมของข้อมูลข้างต้นที่นักวิเคราะห์เกี่ยวข้อง มีผลกระทบต่อคุณภาพ ผลงานของนักวิเคราะห์ (Ramnath, Rock et al. 2008) งานวิจัยที่ต้องใช้ข้อมูลภายในหรือข้อมูล



ที่ไม่เผยแพร่ต่อสาธารณะเป็นข้อจำกัดของการศึกษาวิจัย ดังนั้นการศึกษาวิจัยที่ต้องการหาผลกระทบของสภาพแวดล้อมข้อมูลที่นักวิเคราะห์ฯ ใช้เพื่อผลิตผลงานตนเองจึงมุ่งใช้ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน เช่น การคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร มีงานวิจัยจำนวนมากที่ศึกษาเกี่ยวกับการตอบสนองของนักวิเคราะห์ฯ ที่ได้รับอิทธิพลจากการสมัครใจเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Waymire 1986, Jennings 1987, Hassell, Jennings et al. 1988, Baginski and Hassell 1990, Williams 1996) ผลการศึกษาพบว่า นักวิเคราะห์ฯ จะปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตนเอง หลังจากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

นักวิจัยบางกลุ่มสนใจ พฤติกรรมการตอบสนองของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่ได้รับผลกระทบจากสภาพแวดล้อมทางกฎหมายที่เปลี่ยนแปลงไปในแต่ละช่วงเวลา เช่น การประกาศกฎหมาย Reg FD ในประเทศสหรัฐอเมริกา เมื่อปี พ.ศ. 2543 ที่กำหนดให้บริษัทที่สมัครใจเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรในอนาคต ต้องให้ข้อมูลแก่นักลงทุน นักวิเคราะห์ฯ หรือผู้สนใจอย่างเท่าเทียมกัน ห้ามเลือกเปิดเผยให้เฉพาะกลุ่มบุคคลเท่านั้น การเปลี่ยนแปลงสภาพแวดล้อมของกฎหมายนี้ส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมของนักวิเคราะห์ฯ ในช่วงก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลง (ณัฐชานนท์ โคมุทพุดพิงศ์ 2555)

### 2.2.1 การปรับตัวเลขการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ (Analyst forecast revision)

งานวิจัยที่สนใจการตอบสนองของนักวิเคราะห์ฯ ต่อการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีการศึกษามาเป็นระยะเวลาานาน งานวิจัยในยุคแรกๆของ Hassell, Jennings et al. (1988) ศึกษาเรื่อง ประโยชน์ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ซึ่งเป็นข้อมูลเฉพาะของบริษัท ที่ส่งผลกระทบต่อนักวิเคราะห์ฯ ผลการศึกษาพบว่า นักวิเคราะห์ฯ ที่ติดตามบริษัทที่มีการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตนเอง การปรับตัวเลขพบว่ามีค่าสูงสุดในสัปดาห์ที่ 4 หลังจากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไร นอกจากนี้ผลการวิจัยยังพบว่า ผู้บริหารที่เปิดเผยมูลค่าการคาดการณ์กำไรของตนเองจะส่งผลให้ความแม่นยำของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มีมากกว่าบริษัทที่ไม่เปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของตนเอง ผลการวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่านักวิเคราะห์ฯ ได้ใช้ประโยชน์จากข้อมูลการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเพื่อการช่วยลดความเอนเอียงและเพิ่มความถูกต้องแม่นยำในตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ

การศึกษาต่อมาของ Williams (1996) ได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความถูกต้องของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารในอดีต จะเป็นตัวสะท้อนความเชื่อมั่นของนักวิเคราะห์ฯ ต่อข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารปัจจุบัน ผลการศึกษาพบว่านักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตนหลังการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร โดยอยู่บนพื้นฐานของความน่าเชื่อถือ

และชื่อเสียงที่ดีจากความแม่นยำของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารในอดีต แสดงให้เห็นว่า นักวิเคราะห์ฯตอบสนองต่อประโยชน์จากการใช้ข้อมูลของการประมาณการกำไรของผู้บริหาร

Waymire (1986) ศึกษาเปรียบเทียบความถูกต้องของการพยากรณ์กำไรของ นักวิเคราะห์ฯก่อนและหลังการประกาศการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารโดยสมัครใจ แรงจูงใจของการศึกษานี้มาจากผลการศึกษาวิจัยเชิงประจักษ์ในอดีตที่พบว่า พฤติกรรมของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Patell, 1976 ; Jaggi, 1978 ; Nichols and Tsay, 1979; and Penman, 1980 ) แสดงว่า ผู้บริหารให้ข้อมูลใหม่ในการคาดการณ์กำไรของบริษัท เมื่อเปรียบเทียบความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรระหว่างนักวิเคราะห์ฯและผู้บริหาร ผลการศึกษาพบว่า ตัวเลขการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีความถูกต้องมากกว่า ตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯที่ประกาศออกมาก่อนการออกการคาดการณ์ของผู้บริหาร แต่ความแม่นยำระหว่างตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯที่ประกาศหลังจากการออกการคาดการณ์ของผู้บริหารกับตัวเลขการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารไม่มีความแตกต่างกัน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ruland (1978) ศึกษาเปรียบเทียบความถูกต้องของตัวเลขประมาณกำไรต่อหุ้นของผู้บริหารกับการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯซึ่งประกาศก่อนและหลังการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ผลการศึกษาพบว่า ความถูกต้องของการประมาณการกำไรของผู้บริหารกับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯที่ประกาศหลังจากผู้บริหารประกาศการคาดการณ์กำไรของบริษัท มีความถูกต้องไม่แตกต่างกัน

งานวิจัยอีกกลุ่มหนึ่งสนใจศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร Pownall and Waymire (1989) และ Waymire (1986) แสดงหลักฐานว่า ราคาหลักทรัพย์มีการตอบสนองเมื่อประกาศการพยากรณ์กำไรของผู้บริหาร Jennings (1987) ทดสอบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการปรับตัวเลขพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ หลังจากผู้บริหารประกาศประมาณการกำไร ผลการศึกษาได้ แสดงหลักฐานเพิ่มเติมว่า การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดตามการปรับตัวเลขพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯที่ผู้บริหารประกาศข่าวดี แต่ไม่พบการตอบสนองของราคาที่เกิดตามการปรับตัวเลขพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯที่ผู้บริหารประกาศข่าวร้าย ถึงแม้ว่าตลาดจะตอบสนองทั้งข่าวดีและข่าวร้ายจากการออกพยากรณ์ของผู้บริหาร แต่การยืนยันผลกระทบชี้ว่า ตลาดจะพิจารณาข่าวดีของผู้บริหารอย่างระมัดระวัง และเมื่อนักวิเคราะห์ฯ ประเมินสถานการณ์เหตุการณ์และปรับการพยากรณ์ตามการประมาณการกำไรของผู้บริหารแล้ว ราคาหลักทรัพย์ถึงจะมีปฏิกิริยาตอบสนองเมื่อได้รับการยืนยันว่าตลาดได้รับข่าวใหม่จริง

การเปิดเผยข้อมูลการประมาณการกำไรของผู้บริหารต่อสาธารณชน ไม่เพียงแต่จะ ทำเกิดการตอบสนองต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทตนเองเท่านั้น แต่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทอื่นที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันด้วย (Baginski 1987) นอกจากนี้การคาดการณ์กำไรของผู้บริหารยังส่งผลกระทบต่อการปรับการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ (Jennings 1987,

Hassell, Jennings et al. 1988, Baginski and Hassell 1990, Hutton 2005, Cotter, Tuna et al. 2006) ลดการกระจายของการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ (Clement, Frankel et al. 2003)

งานวิจัยในกลุ่มถัดมา สนใจว่าผู้บริหารพยายามที่จะชี้นำนักวิเคราะห์ฯเพื่อให้ตนเองสามารถบรรลุเป้าหมายได้ Matsumoto (2002) และ Richardson, Teoh et al. (2004) การศึกษานี้ยังไม่ได้แสดงผลกระทบทางตรงต่อการออกคำแนะนำของผู้บริหาร แต่สนใจที่ผลลัพธ์ของการประกาศมากกว่าการทดสอบผลกระทบจากการประกาศประมาณการกำไรของผู้บริหาร การศึกษาต่อมาของ Cotter, Tuna et al. (2006) ได้ขยายขอบเขตการศึกษาออกไป เพื่อแสดงผลกระทบทางตรง โดยใช้การประกาศการพยากรณ์รายไตรมาสของผู้บริหารที่เสนอต่อสาธารณชน เป็นการทดสอบการตอบสนองของนักวิเคราะห์ฯ เพื่อดูพฤติกรรมของนักวิเคราะห์ฯในการปรับตัวเลขพยากรณ์ของตนเอง ผลการศึกษาพบว่า จำนวนนักวิเคราะห์ฯที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นคิดเป็นร้อยละ 60 จากนักวิเคราะห์ฯทั้งหมด และนักวิเคราะห์ฯส่วนใหญ่จะการปรับตัวเลขพยากรณ์ของตนเองภายใน 5 วันหลังจากผู้บริหารประกาศการประมาณการกำไร ในขณะที่ Hassell, Jennings et al. (1988) พบว่านักวิเคราะห์ฯจะปรับตัวเลขพยากรณ์ของตนเองภายใน 4 สัปดาห์หลังจากผู้บริหารประกาศการประมาณการกำไร Graham, Harvey et al. (2005) ยังแสดงหลักฐานสนับสนุนว่า จำนวนนักวิเคราะห์ฯที่สนใจบริษัทจะมีเพิ่มขึ้น ในบริษัทที่สมัครใจเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรของผู้บริหาร จากหลักฐานข้างต้นแสดงให้เห็นว่า นักวิเคราะห์ฯใช้ประโยชน์จากข้อมูลประมาณการกำไรของผู้บริหาร ด้วยการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของตนเอง และสอดคล้องกับสมมติฐานการปรับความคาดหวัง ของผู้บริหารที่ใช้การเปิดเผยข้อมูลการประมาณการเพื่อให้นักวิเคราะห์ฯปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นให้สอดคล้องกับความคาดหวังของผู้บริหาร

การเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของบริษัทเป็นไปตามความสมัครใจและดุลยพินิจของผู้บริหาร ส่งผลให้ข้อมูลการคาดการณ์ไม่มีความสม่ำเสมอหรือรูปแบบแน่นอน งานวิจัยอีกกลุ่มหนึ่งที่ต้องการศึกษาการตอบสนองของตลาดจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร จึงใช้การศึกษาเหตุการณ์ (Event study) โดยใช้วันที่ที่ออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารเป็นวันศึกษาเหตุการณ์ เพื่อดูการตอบสนองของตลาดจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร การวิจัยกลุ่มนี้จะใช้อัตราผลตอบแทนไม่ปกติ (Cumulative abnormal return : CAR) ของในช่วงระยะเวลาของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (Ajinkya and Gift 1984, Jennings 1987, Williams 1996)

งานวิจัยที่ทดสอบการตอบสนองของตลาดต่อวันที่ออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Pownall, Wasley et al. 1993, Baginski, Hassell et al. 1994, Soffer, Thiagarajan et al. 2000)และการปรับตัวเลขการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ (Hassell, Jennings et al.

1988) งานศึกษาในอดีตเหล่านี้ใช้ข้อมูล การพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ โดยส่วนใหญ่ (Consensus analyst earnings forecast) รายเดือนหรือรายสัปดาห์ ซึ่งอาจทำให้ไม่เห็นผลกระทบโดยตรงต่อการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯที่เกิดจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร Cotter, Tuna et al. (2006) ได้ขยายการศึกษาต่อมาโดยใช้ ค่าการพยากรณ์กำไรโดยส่วนใหญ่ของนักวิเคราะห์ฯเป็นรายวัน เพื่อดูความไวต่อการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯทันทีหลังจากได้ข้อมูลการคาดการณ์กำไรจากผู้บริหาร ผลการศึกษาพบว่า นักวิเคราะห์ฯปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรทันทีภายใน 5 วัน เป็นส่วนใหญ่ และเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงก่อนและหลังออก REG FD พบว่ามีสัดส่วนของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรเพิ่มสูงขึ้น

งานวิจัยที่ศึกษาความมีสาระประโยชน์ (Information content) ของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่อิทธิพลต่อตลาดหุ้น ได้รับศึกษามาเป็นเวลานาน การวิจัยให้ผลลัพธ์ที่แสดงว่าการปรับตัวเลขพยากรณ์มีสาระประโยชน์ต่อราคาหลักทรัพย์ และตลาดมีการตอบสนองทันทีอย่างมีนัยสำคัญ หลักฐานที่แสดงว่าการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯมีสาระประโยชน์ต่อราคาหลักทรัพย์เกิดขึ้นย้อนหลังไปตั้งแต่ทศวรรษที่ 1970 การศึกษาในช่วงนี้ได้แก่ Givoly and Lakonishok (1979) Griffin (1976) และ Givoly and Lakonishok (1980) ได้แสดงหลักฐานว่าตลาดตอบสนองต่อการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ

## 2.2.2 ความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ (Analyst forecast accuracy)

นักวิเคราะห์ฯมีบทบาทที่สำคัญในการเป็นตัวกลางข้อมูล (Information intermediaries) ระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุน นักวิเคราะห์ฯต้องเก็บรวบรวมข้อมูลทั้งที่เปิดเผยต่อสาธารณชน (Public disclosure) และข้อมูลภายใน (Private disclosure) ที่ได้รับโดยตรงจากผู้บริหาร เพื่อใช้ในการประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทที่ตนติดตาม เพื่อออกรายงานพยากรณ์ผลกำไรในอนาคต หรือรายงานคำแนะนำให้นักลงทุนเพื่อใช้ตัดสินใจซื้อขายหรือถือหลักทรัพย์ต่อไป การศึกษาในทางวิชาการจะให้ความสนใจที่ข้อมูลที่นักวิเคราะห์ฯรวบรวมและนำเสนอต่อให้นักลงทุน กล่าวโดยรวมว่า นักวิเคราะห์ฯหลักทรัพย์ได้เพิ่มคุณค่าให้กับตลาดหุ้น ผลการศึกษาพบว่าตัวเลขพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯมีความถูกต้องแม่นยำมากกว่า ตัวเลขพยากรณ์จากตัวแบบอนุกรมเวลา (Time-series model) ดังนั้นนักวิเคราะห์ฯสามารถรวบรวมข้อมูลปัจจุบันที่เกี่ยวข้องกับองค์กรได้ทันเวลาและข้อมูลสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่ทันสมัย เพื่อใช้ในการพยากรณ์ได้ดีกว่าตัวแบบอนุกรมเวลา (Brown and Rozeff 1978) (Brown, Hagerman et al. 1987)

งานวิจัยที่ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อความถูกต้องแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มีความสำคัญจากเหตุผล 2 ข้อ ข้อแรกคือ นักวิเคราะห์ฯมีบทบาทเป็นคนกลางที่มีความรู้ความสามารถในการใช้และตีความงบการเงิน งานวิจัยทางการบัญชีและการเงิน จึงมุ่งศึกษาถึงความแตกต่างในความแม่นยำของการพยากรณ์และปัจจัยที่เป็นสาเหตุของความแตกต่างนั้น ข้อที่สอง ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดความแม่นยำในการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ มีความสำคัญต่องานวิจัยทางการบัญชีและการเงิน เนื่องจากการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ เป็นตัวแทนความคาดหวังผลกำไรในอนาคตของตลาดหุ้น หากความแม่นยำของนักวิเคราะห์ฯสามารถแจกแจงความแตกต่างกันได้และตลาดหุ้นรับรู้ ตัวแปรที่เป็นตัวแทนความแม่นยำในความคาดหวังผลกำไรจะถูกนำไปปรับใช้เพื่อทำให้การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯมีความถูกต้องแม่นยำเพิ่มมากขึ้น (Clement 1999)

งานวิจัยเกี่ยวกับความเชี่ยวชาญของนักวิเคราะห์ฯเป็นรายบุคคลจะศึกษาจากความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ งานวิจัยเรื่องนี้ในยุคแรกไม่สามารถระบุความเชี่ยวชาญในการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯแต่ละคนที่มีความแตกต่างกันได้ (O'Brien and Bhushan 1990) ต่อมางานวิจัยได้ปรับปรุงปัจจัยที่เกี่ยวข้องให้ดีขึ้นจนสามารถระบุความแม่นยำที่แตกต่างกันของนักวิเคราะห์ฯแต่ละคนได้ (Stickel 1992, Mikhail, Walther et al. 1997) งานวิจัยในเวลาต่อมา (Clement 1999, Jacob, Lys et al. 1999, Mikhail, Walther et al. 1999) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่กำหนดความแม่นยำ พบว่า ประสบการณ์ของนักวิเคราะห์ฯ ความซับซ้อนของข้อมูลและองค์กร ทรัพยากรของบริษัทหลักทรัพย์ มีผลต่อความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ

ความเชี่ยวชาญในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯแต่ละคน ขึ้นกับความปัจจัยหลายประการที่ใช้กำหนดความแม่นยำของการพยากรณ์กำไร (Forecast accuracy) ของนักวิเคราะห์ฯและบริษัทหลักทรัพย์ งานวิจัยของ Clement (1999) พบว่า ความรู้สามารถและทักษะของนักวิเคราะห์ฯ วัดจากประสบการณ์ในการทำงาน (Analysts' experience) ทรัพยากรที่สนับสนุนในการทำงาน วัดจากขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ (Brokerage Size) ที่นักวิเคราะห์ฯทำงานอยู่ และความซับซ้อนของงาน วัดจากจำนวนบริษัทและอุตสาหกรรม (Number of firms and industries) ที่นักวิเคราะห์ฯติดตาม ผลการศึกษาพบว่า นักวิเคราะห์ฯที่มีประสบการณ์ในการทำงานสูง ในบริษัทที่ตนติดตามจะมีความแม่นยำในการพยากรณ์เพิ่มขึ้น นักวิเคราะห์ฯที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่จะมีความได้เปรียบจากการมีทรัพยากรที่ใช้สนับสนุนในการทำงานมากกว่า และส่งผลให้มีความแม่นยำในการพยากรณ์มากกว่านักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็ก ในทางตรงกันข้ามความซับซ้อนของงานจากจำนวนบริษัทและอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ฯติดตาม พบว่ามีความสัมพันธ์แปรผกผันกับความถูกต้องแม่นยำในการพยากรณ์กำไร อธิบายได้ว่าถ้า

นักวิเคราะห์ฯต้องติดตามหลายบริษัทหรือหลายอุตสาหกรรมจะทำให้ นักวิเคราะห์ฯให้ความสนใจแต่  
ละบริษัทลดลง และต้องหาแสวงหาข้อมูลของบริษัทเพิ่มขึ้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความเชี่ยวชาญใน  
การพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯลดลง นอกจากนี้ งานวิจัยในอดีตพบว่าความแม่นยำในอดีตของ  
นักวิเคราะห์ฯส่งผลต่อความแม่นยำของนักวิเคราะห์ฯในปัจจุบัน (Brown 2001) ความถี่ที่  
นักวิเคราะห์ฯออกตัวเลขพยากรณ์บ่อยครั้งจะส่งผลให้นักวิเคราะห์ฯมีความเชี่ยวชาญในการพยากรณ์  
เพิ่มขึ้น เนื่องจากการที่นักวิเคราะห์ฯปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรบ่อยครั้งแสดงว่านักวิเคราะห์ฯสนใจ  
ติดตามสิ่งที่จะส่งผลกระทบต่อข้อมูลการพยากรณ์กำไรอย่างใกล้ชิด (Jacob, Lys et al. 1999) จำนวน  
วันของการออกพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯมีความสัมพันธ์แปรผกผันกับความแม่นยำในการ  
พยากรณ์กำไร (Brown, Hagerman et al. 1987, O'brien 1988) ถ้านักวิเคราะห์ฯออกตัวเลข  
พยากรณ์กำไรไกล้ว้นประกาศผลการดำเนินงานจริงจะมีความแม่นยำเพิ่มขึ้น ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่า  
ความเชี่ยวชาญในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯรายบุคคล เกิดจากคุณสมบัติของ  
นักวิเคราะห์ฯ และบริษัทหลักทรัพย์และคุณลักษณะของข้อมูลการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ



## บทที่ 3

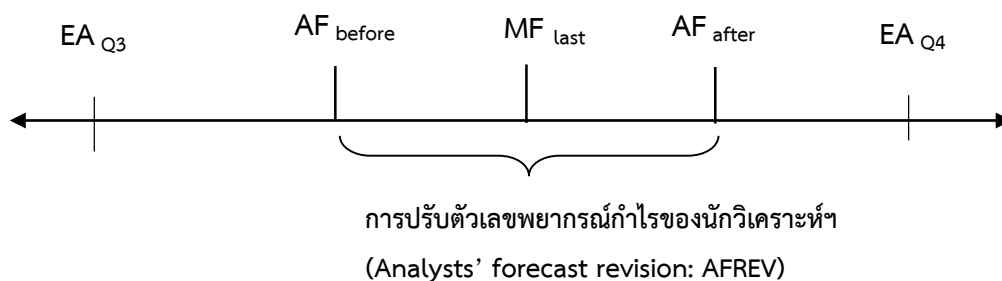
### กรอบแนวคิด ทฤษฎีและการพัฒนาสมมติฐาน

เนื้อหาบทนี้ประกอบด้วยเนื้อหาที่สำคัญ 2 ส่วนคือ 1) กรอบแนวคิดและขอบเขตของการศึกษา โดยใช้เส้นเวลาเป็นตัวกำหนดการศึกษาเหตุการณ์ที่สนใจ (Event study) และ 2) ทฤษฎีและการพัฒนาสมมติฐานการวิจัย (Theory and hypothesis development)

#### 3.1 กรอบแนวคิดและเส้นเวลาลำดับเหตุการณ์ (Framework and Timeline of events)

การศึกษานี้มีกรอบแนวคิดจาก สมมติฐานการปรับความคาดหวัง (Expectations Adjustment Hypothesis) ของ Ajinkya and Gift (1984) ที่กล่าวว่า ผู้บริหารเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์เพื่อโน้มน้าวให้นักลงทุนปรับความคาดหวังต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัทให้สอดคล้องและเป็นไปในทิศทางเดียวกับที่ผู้บริหารคาดการณ์ไว้ ดังนั้นผู้บริหารจึงมีแรงจูงใจที่จะเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรในทิศทางที่ตนต้องการ การศึกษาวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาบทบาทของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีผลกระทบต่อการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรและความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ดังนั้น การศึกษานี้จึงใช้ การศึกษาเหตุการณ์ (Event study) เป็นการกำหนดขอบเขตข้อมูลของการวิจัย เพื่อทดสอบการตอบสนองของตลาดที่เกิดจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารว่าข้อมูลที่ได้รับการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีสาระประโยชน์หรือไม่ และส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมของนักวิเคราะห์ฯอย่างไร และการศึกษาเหตุการณ์ที่จำกัดระยะเวลาให้สั้นลง เพื่อลดผลกระทบจากปัจจัยของเหตุการณ์อื่นที่ไม่เกี่ยวข้องกับสิ่งที่จะศึกษาและการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์เกิดใกล้กับการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมากที่สุด (Beaver, Cornell et al. 2008)

รูปที่ 1 เส้นเวลาลำดับเหตุการณ์ (Timeline of events)



รูปที่ 1 แสดงเส้นเวลาลำดับเหตุการณ์ของการศึกษานี้ การออกแบบการวิจัยได้กำหนดช่วงเวลาของการศึกษาเหตุการณ์ที่สนใจ (Event window) โดยมีขั้นตอนในการเลือกหน่วยตัวอย่างตามเส้นเวลาลำดับเหตุการณ์ดังนี้

1. ผู้วิจัยเลือกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารครั้งสุดท้าย ( $MF_{Last}$ ) ที่ประกาศหลังจากประกาศผลประกอบการไตรมาสที่ 3 ( $EA_{Q3}$ ) แต่ก่อนวันประกาศผลประกอบการประจำปีของบริษัท ( $EA_{Q4}$ )<sup>15</sup>
2. ผู้วิจัยเลือกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่ออกเป็นครั้งสุดท้าย (Recent analyst earnings forecast) แต่ก่อนวันประกาศการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ( $AF_{before}$ ) หลังจากนั้น
3. ผู้วิจัยเลือกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ คนเดิมที่ออกครั้งแรกสุด (First analyst earnings forecast) หลังวันประกาศการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ( $AF_{after}$ )

โดยปกตินักวิเคราะห์ฯ มีหน้าที่ออกพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตนเองเป็นปกติและมักนิยมออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นบ่อยครั้งในไตรมาสสุดท้าย ก่อนบริษัทประกาศผลประกอบการจริง ซึ่งถือเป็นปรากฏการณ์ของช่วงเวลาตามฤดูกาล (Seasonality Effect) ของนักวิเคราะห์ฯ ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้สนใจการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่ได้รับผลกระทบ

<sup>15</sup> การเลือกการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารในไตรมาสที่ 4 เนื่องจาก นักวิเคราะห์ฯ จะออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นบ่อยครั้งในไตรมาสนี้และงานวิจัยในอดีตพบว่าสัดส่วนการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารส่วนใหญ่จะออกในไตรมาสนี้ (McNichols, 1989; Kasznik and Lev, 1995)



จากการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ด้วยการใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event study) เพื่อกำหนดระยะเวลาของการศึกษาให้สั้นที่สุด ดังนั้นจึงมีการควบคุมผลกระทบจากการมีสารสนเทศอื่น (Other information) ที่เข้ามากระทบตัวแปรการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ ด้วยการคำนวณหาผลรวมของอัตราผลตอบแทนสะสมไม่ปกติ (Cumulative abnormal return :CAR) ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ที่ออกเป็นครั้งสุดท้าย ( $AF_{before}$ ) ก่อนการประกาศการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร จนถึงการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ คนเดิมที่ออกครั้งแรกสุด ( $AF_{after}$ ) หลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร จากนั้นจะนำค่าอัตราผลตอบแทนสะสมไม่ปกติของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมาปรับออก เพื่อควบคุมปัจจัยตัวแปรข่าวอื่นที่อาจส่งผลกระทบการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ ทั้งนี้ การศึกษาครั้งนี้ คำนวณหาผลรวมของอัตราผลตอบแทนสะสมไม่ปกติ ของการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเนื่องจาก งานวิจัยในอดีตให้หลักฐานที่แสดงว่า การเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีสาระประโยชน์ (Information content) ตลาดให้การตอบสนอง (Patell 1976, Nichols and Tsay 1979, Penman 1980, Jarutakanont and Supattarakul 2013) สำหรับวิธีการคำนวณจะอธิบายละเอียดในบทที่ 4 ต่อไป

### 3.2. ทฤษฎีและการพัฒนาสมมติฐาน (Theory and hypothesis development)

การออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารเป็นการเปิดเผยข้อมูลการบริหารภายใน โดยความสนใจที่มีความสำคัญและถูกศึกษาอย่างกว้างขวางมากที่สุด (Hirst, Koonce et al. 2008) ผู้บริหารที่มีผลประโยชน์จะมีความโน้มเอียงออกคาดการณ์กำไรมากกว่าเพื่อส่งสัญญาณ (Signal) ให้ตลาดรับรู้เพื่อแยกออกจากบริษัทที่ผลประโยชน์ไม่ดี (Verrecchia 1983, Lev and Penman 1990) ในขณะที่บางบริษัทมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ถ้าคิดว่ากำไรของบริษัทจะลดลงหรือต่ำกว่าการคาดการณ์ของตลาด (Skinner 1994) เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการถูกฟ้องร้อง (Litigation risk) นอกจากนี้ ตามทฤษฎีของการปรับความคาดหวัง (Expectation adjustment) ของ Ajinkya and Gift (1984) อธิบายว่า ผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรเพื่อปรับความคาดหวังของตลาดให้เป็นไปในทิศทางเชิงบวกหรือเชิงลบตามที่กำหนดไว้

การวิจัยในอดีตอีกกลุ่มหนึ่งได้แสดงหลักฐานว่า เนื้อหาสาระการประมาณการกำไรของผู้บริหารมีสาระประโยชน์ และตลาดตอบสนองต่อการเปิดเผยข้อมูลนี้ (Baginski, Conrad et al. 1993, Rogers and Stocken 2005) ความน่าเชื่อถือของการเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรของผู้บริหารสามารถตรวจสอบความถูกต้องได้เมื่อบริษัทประกาศผลประกอบการจริงออกมา ดังนั้นการ

คาดการณ์กำไรที่แม่นยำของผู้บริหารจะเป็นการสร้างชื่อเสียงและความน่าเชื่อถือให้กับตนเองและบริษัท (Williams 1996, Stocken 2000, Hutton and Stocken 2009)

การศึกษารูปแบบการเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรของผู้บริหารในช่วงแรก จะมุ่งสนใจเฉพาะรูปแบบการประมาณการกำไรที่ให้ข้อมูลเชิงปริมาณแบบค่าเดียว (Point) และค่าช่วง (Range) ซึ่งมีหลักฐานว่าผู้บริหารมีแนวโน้มเปิดเผยตัวเลขการคาดการณ์ทั้งสองแบบนี้ในสัดส่วนเพิ่มมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ (Baginski, Conrad et al. 1993, Hutton, Miller et al. 2003, Baginski, Hassell et al. 2004) เนื่องจากสามารถพิสูจน์ความแม่นยำหรือความเอนเอียงของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารได้ชัดเจนมากกว่าการเปิดเผยข้อมูลเชิงคุณภาพ (Lev and Penman 1990, Atiase, Li et al. 2005, Rogers and Stocken 2005)

รูปแบบการคาดการณ์กำไรเป็นตัวสะท้อนความเชื่อมั่นในความถูกต้องของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร การคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลเชิงปริมาณแบบค่าเดียวพบว่ามีค่าชัดเจนแน่นอน และส่งผลให้นักลงทุนเชื่อมั่นต่อความมีประสิทธิภาพในการบริหารของบริษัทมากกว่า เมื่อเปรียบเทียบกับการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลเชิงปริมาณแบบค่าช่วง (Hassell, Jennings et al. 1988, King, Pownall et al. 1990) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bamber and Cheon (1998) พบว่าผู้บริหารที่ออกการคาดการณ์กำไรแบบค่าช่วงเป็นการส่งสัญญาณความไม่แน่นอนเชิงเศรษฐกิจของบริษัท หรืออาจเกิดจากผู้บริหารไม่สามารถคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทได้ นอกจากนี้อาจเป็นการส่งสัญญาณต่อนักลงทุนว่าผู้บริหารมีข้อมูลไม่เพียงพอในการคาดการณ์กำไรของบริษัทเมื่อเปรียบเทียบกับผู้บริหารที่ออกการคาดการณ์กำไรเป็นค่าเดียว

การวิจัยอีกกลุ่มหนึ่งสนใจศึกษารูปแบบการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่แตกต่างกันมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างไร การวิจัยได้แบ่งรูปแบบการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นค่าเดียว ค่าช่วงและค่าช่วงแบบเปิด และแบ่งประเภทการออกการคาดการณ์กำไรตามเวลาคือ การคาดการณ์กำไรรายไตรมาสและรายปี ผลการศึกษาพบว่า การออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีรูปแบบที่แตกต่างกันไม่มีนัยสำคัญต่อราคาหลักทรัพย์ แต่การออกการคาดการณ์กำไรรายปีมีสาระประโยชน์อย่างมีนัยสำคัญมากกว่าการคาดการณ์กำไรรายไตรมาส (Baginski, Conrad et al. 1993, Pownall, Wasley et al. 1993) ผู้บริหารที่ออกการคาดการณ์กำไรแบบค่าช่วงพบว่านักลงทุนจะใช้ค่ากึ่งกลางของค่าช่วงเป็นตัวแทนการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ทำให้ผลลัพธ์ที่ได้ออกมามีค่าเท่ากับการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารแบบค่าเดียว (Hirst, Koonce et al. 1999)

การศึกษารูปแบบการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ส่งผลกระทบต่อนักลงทุนที่แสดงหลักฐานเชิงประจักษ์โดยอาศัยข้อมูลทฤษฎีในอดีต ยังไม่ได้ข้อสรุปในทิศทางเดียวกันจากอดีตที่พบว่านักวิเคราะห์ฯ ปรับการพยากรณ์ของตนเองตอบสนองต่อการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารโดยใช้การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยส่วนใหญ่ของนักวิเคราะห์ฯ (Consensus analyst forecast) รายสัปดาห์หรือรายเดือน (Pownall, Wasley et al. 1993, Baginski, Hassell et al. 1994, Soffer, Thiagarajan et al. 2000) การศึกษาของ Cotter, Tuna et al. (2006) ได้ขยายการศึกษาการตอบสนองของตลาดโดยใช้การศึกษาเหตุการณ์ที่สนใจ และใช้ตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยส่วนใหญ่ของนักวิเคราะห์ฯ ที่เป็นรายวัน ผลการศึกษาพบว่า นักวิเคราะห์ฯ ตอบสนองต่อการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ด้วยการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของตนเองทันทีภายใน 5 วันหลังจากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไร และสัดส่วนของการปรับตัวเลขการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ แตกต่างกันไปตามรูปแบบการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร การศึกษานี้ยังพบว่ารูปแบบของการคาดการณ์มีผลกระทบต่อตอบสนองของนักวิเคราะห์ฯ การคาดการณ์กำไรแบบค่าช่วง (Range) และค่าต่ำกว่า(Less than) มีความสัมพันธ์แปรผันตามกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ อย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่พบความสัมพันธ์นี้เมื่อผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรเป็นค่าเดียว (Point) และค่ามากกว่า (Greater than)

การเลือกเปิดเผยข้อมูลการประมาณการกำไรอยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร ผู้บริหารต้องตัดสินใจเปรียบเทียบต้นทุนและผลประโยชน์ของการให้ข้อมูลดังกล่าว (Baginski and Hassell, 1997) ผู้บริหารที่ออกประมาณการกำไรที่มีความชัดเจนน้อย(เช่น การให้ข้อมูลเชิงคุณภาพ) เมื่อมีความไม่แน่ใจในความแม่นยำของการคาดการณ์กำไรที่เปิดเผยออกไป (Baginski, Conrad et al. 1993, Choi, Myers et al. 2011) ดังนั้น นักวิเคราะห์ฯ จะไม่สามารถตีความหมายของข้อมูลที่ขาดความชัดเจน และไม่สามารถนำไปใช้ประโยชน์เพื่อพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัทได้ ถ้านักวิเคราะห์ฯ ไม่สามารถแปลความข้อมูลจากการประมาณการกำไรของผู้บริหารที่ขาดความชัดเจน การตอบสนองของตลาดต่อข้อมูลดังกล่าวจะต่ำ Kim and Verrecchia (1991) Subramanyam (1996) แสดงหลักฐานว่า ขนาดการตอบสนองของตลาดต่อการเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรของผู้บริหารมีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับความชัดเจน ซึ่งสอดคล้องกับ Skinner (1994) และ การศึกษาของ Baginski (1987) เสนอแนะว่า ผู้บริหารที่เปิดเผยการประมาณการกำไรที่มีความชัดเจนน้อย จะทำให้การตอบสนองของตลาดตีความว่าเป็นข่าวร้าย ดังนั้น การประมาณการกำไรที่มีความชัดเจนมาก จะช่วยเปิดเผยความคาดหวังของผู้บริหารได้มากกว่า (Karamanou and Vafeas 2005, Choi, Myers et al. 2011) และช่วยทำให้นักวิเคราะห์ฯ สามารถพยากรณ์กำไรในอนาคตได้ดีขึ้น

ผู้บริหารมีทางเลือกในการตัดสินใจเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรที่มีชัดเจนหรือคลุมเครือ (Precise or imprecise) ต่อสาธารณชน Pownall, Wasley et al. (1993) แสดงหลักฐานในงานวิจัยไว้ว่า การคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ชัดเจนคือ การคาดการณ์กำไรแบบค่าเดียว (Point forecast) และการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ไม่ชัดเจนคือ การคาดการณ์กำไรแบบค่าช่วงแบบปิด (Close-interval forecast or range forecast) หรือ ค่าช่วงแบบเปิด (Open-interval forecast) เช่น ค่าต่ำสุด หรือค่าสูงสุด (Minimums or maximums forecast) นอกจากนี้ Baginski and Hassell (1997) ให้ข้อเสนอแนะว่า ผู้บริหารควรต้องเปรียบเทียบประโยชน์ของการให้ข้อมูลการคาดการณ์ที่ชัดเจนกับต้นทุนของการจัดเตรียมข้อมูลการคาดการณ์ที่ชัดเจนนั้น โดยเฉพาะต้องคำนึงถึงกฎหมายที่เกี่ยวข้องในการกำกับดูแลการเปิดเผยข้อมูลการประมาณการโดยความสมัครใจ

ผลการวิจัยของ Cotter, Tuna et al. (2006) ให้ผลขัดแย้งกับงานวิจัยข้างต้น ผู้วิจัยพบว่า นักวิเคราะห์ฯ ตอบสนองต่อการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลค่าช่วง (Range forecast) และ ค่าน้อยกว่า (Less than) อย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวเลขของนักวิเคราะห์ฯ กับการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ค่าเดียว (Point forecast) และค่ามากกว่า (Greater than) นอกจากนี้ การวิจัยนี้ทดสอบรูปแบบของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารทุกประเภทในตัวแบบเดียวกัน ซึ่งมีโอกาสที่ตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเอง นอกจากนี้ผู้วิจัยไม่ได้ควบคุมตัวแปรการตอบสนองของตลาดไว้ในตัวแบบเพื่อยืนยันว่าการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีสาระประโยชน์และตลาดให้การตอบสนองต่อข้อมูลดังกล่าว (Pownall, Wasley et al. 1993, Baginski, Hassell et al. 1994, Soffer, Thiagarajan et al. 2000, Hutton, Miller et al. 2003, Jarutakanont and Supattarakul 2013)

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้นของงานวิจัยในอดีตที่พบว่า เมื่อผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไร นักวิเคราะห์ฯ จะตอบสนองด้วยการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของตนเองสอดคล้องไปทิศทางเดียวกัน แต่การตอบสนองจากรูปแบบการออกการคาดการณ์กำไรพบว่าให้ผลการศึกษาที่ขัดแย้งกันอยู่ ดังนั้นการศึกษานี้ได้ขยายการศึกษาเพิ่มเติมจากอดีตโดยใช้การศึกษาเหตุการณ์ที่สนใจของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารกับการตอบสนองของนักวิเคราะห์ฯ จากการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ รายคน (Individual analyst's earnings forecast) เพื่อให้เห็นผลกระทบได้ชัดเจนมากกว่าการใช้ค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ โดยส่วนใหญ่ (Consensus analyst's earnings forecast) ดังนั้นสมมติฐานที่ 1.1 ของการวิจัยนี้ต้องการทดสอบความชัดเจนของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีต่อการตอบสนองของนักวิเคราะห์ฯ จากการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น โดยคาดหวังว่านักวิเคราะห์ฯ มีแนวโน้มการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นตอบสนองต่อข้อมูลการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลชัดเจน ตามสมมติฐานทางเลือก (Alternative hypothesis) ดังนี้

สมมติฐานที่ 1.1 นักวิเคราะห์ฯ มีแนวโน้มที่จะปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นเมื่อได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ชัดเจนมากกว่าเมื่อได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่คลุมเครือ

ผู้บริหารที่ออกการคาดการณ์กำไรที่ไม่ชัดเจนสะท้อนว่า ผู้บริหารขาดความมั่นใจในความแม่นยำของการคาดการณ์กำไรที่ตนเองจัดทำ (Baginski, Conrad et al. 1993, Choi, Myers et al. 2010) ซึ่งจะส่งผลให้นักวิเคราะห์ฯ จะไม่สามารถตีความหมายของข้อมูลที่ขาดความชัดเจน และไม่สามารถนำไปใช้ประโยชน์เพื่อพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัทได้ ถ้านักวิเคราะห์ฯ ไม่สามารถแปลความข้อมูลจากการประมาณการกำไรของผู้บริหารที่ขาดความชัดเจน การตอบสนองของตลาดต่อข้อมูลดังกล่าวจะต่ำ Kim and Verrecchia (1991) และ Subramanyam (1996) แสดงหลักฐานว่า ขนาดการตอบสนองของตลาดต่อการเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรของผู้บริหารมีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับความชัดเจน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Skinner (1994) และการศึกษาของ Baginski and Hassell (1997) ที่เสนอแนะว่า ผู้บริหารที่เปิดเผยการประมาณการกำไรที่มีความชัดเจนน้อยหรือให้ข้อมูลคลุมเครือ จะทำให้การตอบสนองของตลาดตีความว่าเป็นข่าวร้าย ดังนั้นการประมาณการกำไรที่มีความชัดเจนมาก จะช่วยเปิดเผยความคาดหวังของผู้บริหารได้มากกว่า (Karamanou and Vafeas 2005, Choi, Myers et al. 2011) และช่วยทำให้นักวิเคราะห์ฯ สามารถพยากรณ์กำไรในอนาคตได้ดีขึ้น แต่ในงานวิจัยของ Atiase, Li et al. (2005) และ Pownall, Wasley et al. (1993) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างความชัดเจนของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารกับขนาดของการตอบสนองของตลาด

จากผลการศึกษาที่กล่าวไปข้างต้น พบว่าขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ กับรูปแบบของการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรยังให้ผลไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ดังนั้นการศึกษารั้งนี้จึงสนใจศึกษาในประเด็นนี้ สมมติฐานที่ 1.2 ของการวิจัยนี้ ต้องการทดสอบความชัดเจนของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีต่อขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น โดยคาดหวังว่า ขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นตอบสนองต่อข้อมูลการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลชัดเจนจะมีมากกว่าข้อมูลการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลคลุมเครือ ตามสมมติฐานทางเลือก (Alternative hypothesis) ดังนี้

สมมติฐานที่ 1.2 ขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นนักวิเคราะห์ฯ จากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ชัดเจนจะมากกว่าเมื่อได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่คลุมเครือ

เนื่องจากการออกพยากรณ์ของผู้บริหารเป็นการเปิดเผยโดยความสมัครใจ การเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์ในอนาคตของบริษัทอย่างต่อเนื่องจะช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลและลดต้นทุนเงินลงทุนให้บริษัท (Leuz and Verrecchia 2000) ถึงแม้ผู้บริหารสมัครใจที่จะเปิดเผยข้อมูลนี้ แต่การส่งสัญญาณเพื่อสร้างความน่าเชื่อถือ ผู้บริหารต้องออกการคาดการณ์บ่อยครั้ง (Botosan and Harris 2000) ถึงแม้ผู้บริหารจะเห็นประโยชน์ของความถี่ในการออกการคาดการณ์ แต่ในทางปฏิบัติจริงของแต่ละบริษัทพบว่ายังมีความแตกต่างกันอยู่ เมื่อผู้บริหารต้องตัดสินใจกำหนดจำนวนครั้งของการออกการคาดการณ์กำไร ผู้บริหารบางบริษัทเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรรายปีและรายไตรมาสอย่างสม่ำเสมอ ในขณะที่ผู้บริหารบางบริษัทอาจเลือกเปิดเผยเฉพาะข้อมูลการคาดการณ์กำไรรายปี และบางบริษัทเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรน้อยครั้งมาก

การวิจัยเชิงประจักษ์ในอดีตที่ศึกษาความถี่ในการออกประมาณการ ยังให้ผลสรุปที่ขัดแย้งกัน การศึกษาของ McNichols (1989) จากจำนวนตัวอย่างการออกพยากรณ์ 733 ครั้ง ของ 548 บริษัท ในระหว่างปี พ.ศ. 2522- 2526 พบว่าบริษัท 425 แห่งที่เปิดเผยการประมาณการกำไรรายปี แสดงข้อมูลเป็นตัวเลขที่แน่นอนและช่วงตัวเลข นอกจากนี้ในช่วงเวลาเดียวกันบริษัทที่ออกการพยากรณ์รายปีเพียง 1 ครั้ง คิดเป็นร้อยละ 69.2 และพบว่าจะเปิดเผยข้อมูลในไตรมาสสุดท้ายของการออกรายงานการเงินคิดเป็นร้อยละ 42.5 นอกจากนี้ มีเพียงแค่ 7 บริษัทเท่านั้นที่ออกประมาณการกำไรสม่ำเสมอทุกปี ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับการสำรวจของ Lees (1981) ที่แสดงว่า บริษัทเพียงร้อยละ 10 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ New York Stock Exchange (NYSE) ของประเทศสหรัฐอเมริกาที่เปิดเผยข้อมูลพยากรณ์ต่อสาธารณชนในช่วงเวลาดังกล่าว แต่พบผลลัพธ์ที่ตรงกันข้าม ในการศึกษาของ Kile, Pownall et al. (1998) ที่เก็บข้อมูลบริษัทที่เปิดเผยประมาณการกำไรตั้งแต่ปีพ.ศ. 2523-2532 ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ Nasdaq จำนวน 300 บริษัท พบว่าบริษัทร้อยละ 84 เปิดเผยประมาณการกำไรอย่างน้อย 1 ครั้ง ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา และพบว่าบริษัทที่เปิดเผยทุกปีมีร้อยละ 8 เปิดเผยเป็นเวลา 1-4 ปีมีร้อยละ 34 และเปิดเผยเป็นเวลา 5-9 ปีมีร้อยละ 42 Kile, Pownall et al. (1998) แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลประมาณการกำไรมากกว่าหลักฐานที่พบจากการศึกษาของ Lees (1981)

การศึกษาของ Baginski and Hassell (1997) พบว่าบริษัทจำนวน 694 บริษัท ที่ออกพยากรณ์จำนวน 1,212 ครั้ง มากกว่าครึ่งหนึ่งของบริษัทหรือร้อยละ 53 ของตัวอย่างทั้งหมดออกพยากรณ์เพียง 1 ครั้งต่อปี และร้อยละ 30 ที่ออกประมาณการ 2 ครั้งต่อปี ผลการศึกษานี้ยังสอดคล้องกับการศึกษาของ Rogers and Stocken (2005) ที่รายงานว่า การออกประมาณการกำไรของรายปีของผู้บริหารจำนวน 925 ครั้ง จาก 595 บริษัท ในช่วงเวลา พ.ศ. 2538 -2543 บริษัทที่ออกประมาณการกำไรเพียง 1 ครั้งมีสูงถึงร้อยละ 65 และพบว่ามี 7 บริษัทเท่านั้นที่ออกการประมาณการกำไรทุกปี Tucker (2007) และ Kasznik and Lev (1995) ได้แสดงหลักฐานการออก

ประมาณการกำไรรายไตรมาส ที่พบว่าจะมีจำนวนเพิ่มสูงขึ้นในไตรมาสที่สี่เมื่อเปรียบเทียบกับไตรมาสอื่น Pownall, Wasley et al. (1993) พบว่า การเปิดเผยประมาณการกำไรจะไม่เกิดบ้อยในบริษัทที่ตัดสินใจออกประมาณการ และสอดคล้องกับงานของ Skinner (1994) ที่แสดงว่าการเปิดเผยประมาณการกำไรไม่ใช่เหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้นบ้อยในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Nasdaq ประเทศสหรัฐอเมริกา สำหรับการศึกษารายบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย ของ Jarutakanont (2008) พบว่าบริษัทจดทะเบียนที่ออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารคิดเป็นอัตราร้อยละ 68 ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด และบริษัทที่ออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารมากกว่าครึ่งที่ออกคาดการณ์มากกว่า 5 ครั้งต่อปี

หลักฐานที่แสดงว่าความถี่ของการออกประมาณการกำไรจะเพิ่มขึ้นตามเวลา ยังไม่มีข้อสรุป บทบัญญัติที่คุ้มครองผู้บริหาร (Safe Harbor) ที่ประกาศในปีพ.ศ. 2522 และ ถัดมาปีพ.ศ. 2539 ประกาศกฎหมาย The Private Security Litigation Reform Act (PSLRA) เพื่อป้องกันผู้บริหารจากการถูกฟ้องร้องดำเนินคดีจากการประมาณการกำไรผิดพลาด เพื่อเป็นตัวกระตุ้นให้ผู้บริหารเปิดเผยข้อมูลบ้อยขึ้นและให้ข้อมูลที่ชัดเจนมากขึ้น (Hirst, Koonce et al. 2008) อย่างไรก็ตาม Johnson, Kasznik et al. (2001) พบว่ามีจำนวนบริษัทที่จะออกประมาณการกำไรมีเพิ่มขึ้น และบริษัทออกประมาณการกำไรบ้อยครั้งขึ้นหลังจากผ่านกฎหมาย PSLRA

การศึกษาที่แสดงให้เห็นว่า มีหลายปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อสมมติฐานในการออกประมาณการกำไรของผู้บริหาร บริษัทที่มีความผันผวนของกำไรสุทธิน้อยกว่า ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะออกการประมาณการกำไรมากกว่าบริษัทที่มีความผันผวนของกำไรที่มากกว่า (Waymire 1985) บริษัทที่มีการกำกับดูแลที่ดีมีแนวโน้มที่จะออกประมาณการกำไรบ้อยครั้งกว่า (Ajinkya, Bhojraj et al. 2005, Karamanou and Vafeas 2005) นอกจากนี้ ความถี่ในการออกประมาณการกำไรมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทเช่นกัน ตามการศึกษาของ Miller (2002) พบว่า ความถี่ในการออกประมาณการกำไรจะเพิ่มสูงขึ้นในช่วงที่บริษัทมีผลกำไรเพิ่มขึ้น และบริษัทจะลดการออกประมาณการกำไรลงในช่วงที่บริษัทมีกำไรลดลง ปัจจัยสุดท้าย ความถี่ในการออกประมาณการกำไรของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับการจัดประชุมร่วมกับนักวิเคราะห์ เพื่อประมาณการตัวเลขพยากรณ์ส่วนใหญ่ บริษัทที่ไม่สามารถทำให้ผลกำไรเป็นไปตามที่นักวิเคราะห์ พยากรณ์ไว้ จะหยุดการออกประมาณการกำไร และเมื่อบริษัทสามารถฟื้นตัวกลับมาได้ บริษัทจะเรียกประชุมกับนักวิเคราะห์ใหม่เพื่อออกประมาณการกำไร (Houston, Lev et al. 2010) จากวรรณกรรมที่กล่าวไปสรุปได้ว่า ความถี่ในการพยากรณ์ที่เป็นปัจจัยที่ผู้บริหารให้ความสำคัญ และมีผลต่อการตัดสินใจออกประกาศประมาณการกำไร

งานวิจัยที่แสดงผลกระทบต่อผู้เกี่ยวข้องในตลาดกับของความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร พบว่างานวิจัยที่สนับสนุนว่าการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

บ่อยครั้งจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของตลาด ลดปัญหาการได้รับข้อมูลที่ไม่ว่าเทียมกัน และช่วยลดต้นทุนเงินลงทุน (Diamond and Verrecchia 1991, Leuz and Verrecchia 2000, Verrecchia 2001) Hutton and Stocken (2007) พบว่านักลงทุนจะตอบสนองเพิ่มขึ้นในบริษัทที่ผู้บริหารประกาศประมาณการกำไรบ่อยครั้งและประมาณการกำไรของผู้บริหารที่ออกไปก่อนหน้ามีความถูกต้องแม่นยำ ในขณะที่ Rogers, Skinner et al. (2009) พบว่าการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารบ่อยครั้งส่งผลให้เกิดความผันผวนและความไม่แน่นอนของตลาดในระยะสั้น นอกจากนี้การตอบสนองของตลาดต่อการถือในการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารพบว่ามีการศึกษาไม่มากนัก และผลการศึกษายังไม่ได้ข้อสรุปที่ชัดเจน การศึกษาครั้งนี้จึงต้องการศึกษาในประเด็นนี้เพิ่มเติม เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์กับความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรโดยคาดหวังทิศทางของความสัมพันธ์ แสดงโดยใช้สมมติฐานทางเลือก (Alternative hypothesis) ดังนี้

สมมติฐานที่ 2.1 การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มีความสัมพันธ์กับความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

นอกจากนี้การวิจัยนี้จึงต้องการหาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์กับความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรโดยไม่ระบุทิศทางของความสัมพันธ์ แสดงโดยใช้สมมติฐานทางเลือก (Alternative hypothesis) ดังนี้

สมมติฐานที่ 2.2 ขนาดการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มีความสัมพันธ์กับความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

งานวิจัยในอดีตจำนวนมากที่แสดงหลักฐานว่า ความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ มีความสัมพันธ์กับคุณสมบัติของนักวิเคราะห์ฯ และบริษัทหลักทรัพย์ ปัจจุบันเหล่านี้ได้แก่ ความแม่นยำในอดีตของนักวิเคราะห์ฯ ขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ฯ ทำงานอยู่ ความถี่ของการออกตัวเลขพยากรณ์ และประสบการณ์ของการทำงานมีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับความถูกต้องในการพยากรณ์ ในขณะที่ระยะเวลาการพยากรณ์ จำนวนบริษัทและอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตามมีความสัมพันธ์แปรผกผันกับความถูกต้องของการพยากรณ์ (Mikhail, Walther et al. 1997, Clement 1999, Jacob, Lys et al. 1999, Brown and Mohd 2003, Clement, Frankel et al. 2003) การศึกษาของ Lang and Lundholm (1996) พบว่าหากบริษัทสมัครใจเปิดเผยข้อมูลทางการเงินมากขึ้น จะยิ่งทำให้บทบาทของนักวิเคราะห์ฯ ในตลาดทุน มี



ความสำคัญเพิ่มขึ้น เนื่องจากนักวิเคราะห์ฯ มีข้อมูลเพื่อติดตามบริษัทเพิ่มขึ้นและสามารถพยากรณ์กำไรได้ถูกต้องมากขึ้น ส่งผลให้การกระจายของตัวเลขพยากรณ์และความผันผวนจากการปรับตัวเลขพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ ลดลง

การศึกษาครั้งนี้ใช้ตัวเลขพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ เป็นรายคน (Individual analyst forecast) มากกว่าการใช้ตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ โดยส่วนใหญ่ (Consensus analyst forecast) เนื่องจากการใช้ตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ โดยส่วนใหญ่ได้รับผลกระทบจากตัวเลขพยากรณ์ที่ล้าสมัย (Stale forecast) กับตัวเลขพยากรณ์ล่าสุด (Recent forecast) ปะปนกัน (Kothari 2001) เนื่องจากนักวิเคราะห์ฯ ไม่ได้ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นทุกคน ดังนั้นตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ โดยส่วนใหญ่จึงถูกใช้เป็นตัวแทนข้อมูลที่เกิดขึ้น ณ ช่วงเวลาหนึ่งเท่านั้น อาจทำให้เกิดความลำเอียงเมื่อนำตัวเลขพยากรณ์ดังกล่าวไปอธิบายผลการศึกษาวิจัย (Affleck-Graves, Davis et al. 1990, McNichols and O'Brien 1997) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Hassell and Jennings (1986) พบว่า การประมาณการของผู้บริหารมีความแม่นยำกว่าตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ โดยส่วนใหญ่ของหลังจากผู้บริหารประกาศการพยากรณ์แล้ว ทั้งนี้อาจเกิดจากการใช้ตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ โดยส่วนใหญ่มีตัวเลขพยากรณ์ที่ล้าสมัยของนักวิเคราะห์ฯ ที่ไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์ บางรายปะปนอยู่ด้วยทำให้ผลการศึกษาออกมาเป็นเช่นนั้น

นอกจากคุณสมบัติของนักวิเคราะห์ฯ และของบริษัทหลักทรัพย์ที่มีผลต่อความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ แล้วนั้น นักวิเคราะห์ฯ ต้องแสวงหาแหล่งข้อมูลมากมายเพื่อนำไปจัดทำรายงานการพยากรณ์ให้มีความถูกต้อง และแหล่งของข้อมูลที่สำคัญมากแหล่งหนึ่งคือข้อมูลของบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตาม เนื่องจากข้อมูลที่ผู้บริหารเปิดเผยนี้เป็นข้อมูลภายในที่มีเนื้อหาเฉพาะเจาะจงเกี่ยวกับบริษัทเท่านั้น และยังเป็นการให้ข้อมูลของเหตุการณ์ข้างหน้า (Forward-looking information) ที่ใช้ในประมาณการผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ความได้เปรียบของข้อมูลนี้เกิดจากผู้บริหารถูกมองว่าเป็น ผู้เชี่ยวชาญขององค์กร (Firm specialists) มีอำนาจในการจัดสรรทรัพยากรให้เป็นไปตามการคาดการณ์ เมื่อผู้บริหารตัดสินใจประกาศประมาณการกำไร แสดงว่าผู้บริหารต้องการให้ตลาดปรับความคาดหวังผลกำไรในอนาคตให้สอดคล้องกับของทิศทางที่กำหนด ซึ่งไปเป็นตามแนวคิดของ สมมติฐานการปรับความคาดหวัง (Ajinkya and Gift 1984) นอกจากนี้การศึกษาของ Waymire (1986) และ Cotter, Tuna et al. (2006) และ Williams (1996) แสดงให้เห็นว่า นักวิเคราะห์ฯ ตอบสนองต่อข้อมูลการประกาศการประมาณการกำไรของผู้บริหาร ซึ่งสอดคล้องกับผลการสำรวจความเห็นของนักวิเคราะห์ฯ ในงานวิจัยของ Lees (1981) พบว่าแหล่งข้อมูลสำคัญที่ใช้นักวิเคราะห์ฯ ใช้โดยเรียงลำดับตามความสำคัญจากมากที่สุดไป

หาน้อยสุด อันดับแรกคือ การสัมภาษณ์ผู้บริหาร อันดับสองคือ แบบฟอร์ม 10-Ks<sup>16</sup> และรายงานอื่นตามตลาดหลักทรัพย์ กำหนด อันดับสาม คือ รายงานผู้ถือหุ้นรายปี และรายไตรมาส อันดับสี่คือการคาดคะเนของฝ่ายบริหาร (ถ้ามีการเปิดเผย) อันดับห้า คือ การเสนอรายงานที่เป็นทางการของบริษัท

จากผลการสำรวจความสำคัญของข้อมูลที่นักวิเคราะห์ฯ ให้ความสำคัญ ข้อมูลที่ได้จากผู้บริหารไม่ว่าจะเป็นการสัมภาษณ์หรือการออกการคาดการณ์กำไร จึงเป็นหนึ่งในแหล่งข้อมูลที่มีความสำคัญมาก ข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นข้อมูลส่วนตัว (Private information) ที่ผู้บริหารจัดทำขึ้นเพื่อใช้ในการวางแผนและการบริหารงานภายในกิจการ ข้อมูลนี้จึงมีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับบริษัท ที่บุคคลภายนอกไม่มีและไม่สามารถหาข้อมูลนี้ได้ทั่วไป ดังนั้นผู้บริหารจึงเป็นบุคคลที่มีความรู้เกี่ยวกับองค์กรมากที่สุด ดังนั้นการให้ข้อมูลของผู้บริหารจึงมีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับความถูกต้องแม่นยำของการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ Lang and Lundholm (1996) พบว่าบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลเพิ่มขึ้นจะมีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับความแม่นยำของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ จากหลักฐานดังกล่าวชี้ให้เห็นว่า การที่บริษัทให้ข้อมูลให้แก่ นักวิเคราะห์ฯ เพิ่มขึ้นจะช่วยเพิ่มความสามารถในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัทให้มีความถูกต้องแม่นยำมากขึ้น ดังนั้นเมื่อนักวิเคราะห์ฯ ได้ปัจจัยการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมารวมกับการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตน

การศึกษาคั้งนี้จึงคาดหวังว่า ความแม่นยำในตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ จะเพิ่มขึ้น หลังจากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร เมื่อเปรียบเทียบกับความแม่นยำของนักวิเคราะห์ฯ ในกลุ่มที่ติดตามบริษัทเดียวกัน แสดงด้วยสมมติฐานทางเลือก (Alternative hypothesis) ดังนี้

สมมติฐานที่ 3.1 นักวิเคราะห์ฯ ที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากผู้บริหารประกาศการคาดการณ์กำไร จะมีความแม่นยำมากกว่าค่าเฉลี่ยตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ในกลุ่มที่ติดตามบริษัทเดียวกัน

อย่างไรก็ตาม การศึกษาวิจัยนี้ยังสนใจศึกษาว่า เมื่อนักวิเคราะห์ฯ ได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารแล้วปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตน จะส่งผลให้ตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มีความแม่นยำเพิ่มขึ้น ดังนั้น สมมติฐานงานวิจัยที่แสดงความสัมพันธ์

<sup>16</sup> แบบฟอร์ม 10-Ks คือ รายงานทางการเงินประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยต้องให้ข้อมูลที่แสดงผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างครบถ้วน รายงานการเงินนี้ต้องเสนอต่อ SEC ภายใน 90 วันนับจากวันสิ้นรอบบัญชีของบริษัท

ระหว่างการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ หลังจากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารกับความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ แสดงด้วยสมมติฐานทางเลือก (Alternative hypothesis) ดังนี้

สมมติฐานที่ 3.2 นักวิเคราะห์ฯ ที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น หลังจากผู้บริหารประกาศการคาดการณ์กำไร จะมีความแม่นยำมากขึ้นกว่าตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นก่อนผู้บริหารประกาศการคาดการณ์กำไร



## บทที่ 4

### วิธีดำเนินการวิจัย

เนื้อหาในบทนี้ จะกล่าวถึงวิธีการดำเนินการวิจัย ที่ประกอบไปด้วย ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ข้อมูลประชากรและหน่วยตัวอย่าง การเก็บรวบรวมข้อมูล ขอบเขตข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย วิธีการศึกษาและตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา คำอธิบายตัวแปร การวัดค่าตัวแปร และตัวแบบที่ใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัย และปัญหาจากการเอนเอียงในเลือกตัวอย่าง (Selection bias)

#### 4.1 ประชากรและวิธีการเลือกหน่วยตัวอย่าง (Population and Sample selection)

##### 4.1.1 ประชากร (Population)

ข้อมูลประชากรที่ใช้ในการศึกษาวิจัยนี้ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยรวบรวมข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2551 ถึงปี พ.ศ. 2555 ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยประกอบด้วยข้อมูล 3 กลุ่ม คือ ข้อมูลข่าวการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Management earnings guidance) ข้อมูลการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ (Analysts' earnings forecast) และข้อมูลรายงานทางการเงินของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ (Financial statements) ข้อมูลแต่ละกลุ่มจัดเก็บจากฐานข้อมูลดังนี้

1. ข้อมูลการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร (Management earnings forecast) ที่บริษัทเปิดเผยต่อสาธารณชน (Public disclosures) ผ่านสื่อทุกประเภท (Press releases)<sup>17</sup> จาก ฐานข้อมูล นิวส์เซ็นเตอร์ (NewsCenter)<sup>18</sup>
2. ข้อมูลตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปีของนักวิเคราะห์ (Analysts' annual earnings forecast) จากฐานข้อมูล Bloomberg

<sup>17</sup> ผู้บริหารที่สมัครใจเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์ผลประกอบการในอนาคตของบริษัท สามารถเลือกช่องทางการให้ข้อมูลได้หลายวิธี เช่น การจัดประชุมกับนักวิเคราะห์ (Analyst meetings) การออกข่าวผ่านสื่อ (Press releases) หรือการประชุมผู้ถือหุ้นประจำปี (Annual shareholders' meetings) เป็นต้น Bamber and Cheon(1998) กล่าวไว้ว่า การเปิดเผยข้อมูลผ่านสื่อเป็นช่องทางที่ผู้บริหารมีแนวโน้มเผยแพร่ข้อมูลผ่านช่องทางนี้มากขึ้น เนื่องจากข้อมูลเข้าถึงผู้รับได้จำนวนมาก รวดเร็วโดยผ่านเครือข่ายอินเทอร์เน็ตและสื่อสิ่งพิมพ์ต่างๆ

<sup>18</sup> ฐานข้อมูล นิวส์เซ็นเตอร์ (NewsCenter) เป็นฐานข้อมูลที่รวบรวมข้อมูลข่าวออนไลน์จากหนังสือพิมพ์ นิตยสาร สำนักข่าวในและต่างประเทศ หน่วยงานราชการและเว็บไซต์หนังสือพิมพ์

3. ข้อมูลตัวเลขรายงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET) จากฐานข้อมูล SETSMART และ DATASTREAM

#### 4.1.2 วิธีการเลือกหน่วยตัวอย่าง (Sample selection)

การเก็บข้อมูลหน่วยตัวอย่างในการวิจัยนี้ มีลักษณะเป็นข้อมูลภาคตัดขวางตามเวลา (Panel Data)<sup>19</sup> โดยใช้ประชากรจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ และการเลือกหน่วยตัวอย่างแบบเจาะจงตามหลักเกณฑ์ที่ผู้วิจัยกำหนดขึ้น (Self selection) เพื่อให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย การเลือกหน่วยตัวอย่างวิธีนี้ทำให้เกิดปัญหาทางเศรษฐมิติ คือ ความเอนเอียงจากการเลือกหน่วยตัวอย่าง (Selection bias) ซึ่งจะกล่าวอย่างละเอียดในหัวข้อที่ 4.5

หลักเกณฑ์ในการเลือกหน่วยตัวอย่างที่สำคัญมีดังนี้

1. บริษัทที่เป็นหน่วยตัวอย่างต้องมีนักวิเคราะห์ ติดตามและออกค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นอย่างน้อย 1 ครั้งต่อปี
2. บริษัทต้องออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง
3. บริษัทต้องมีสถานะการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ปกติตลอดระยะเวลาของการศึกษา แต่ทั้งนี้ไม่รวมถึงบริษัทที่มีการควบรวมกิจการ บริษัทที่ถูกพักการซื้อขาย บริษัทที่อยู่ในระหว่างการฟื้นฟูกิจการ บริษัทที่เข้าตลาดรายใหม่ บริษัทที่ขอลงตัวออกจากตลาด และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

จากหลักเกณฑ์เบื้องต้น จำนวนบริษัทที่เป็นหน่วยตัวอย่างในการวิจัยนี้ในระหว่างปี พ.ศ.2551 ถึงปี พ.ศ.2555 มีจำนวน 584 ตัวอย่าง (จำนวน 125 บริษัท) จากบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดจำนวน 2,527 ตัวอย่าง

## 4.2 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล (Methods of data collection)

4.2.1 ข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Management earnings guidance) เป็นข้อมูลปฐมภูมิ (Primary data) เก็บรวบรวมด้วยมือจากฐานข้อมูลของ NewsCenter โดยกำหนดเงื่อนไขการเก็บข้อมูลที่สำคัญมีดังนี้

<sup>19</sup> ข้อมูลภาคตัดขวางตามเวลา (Panel Data) ซึ่งประกอบด้วยข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross Sectional Data) และข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) รวมกัน โดยเก็บข้อมูลหน่วยตัวอย่างที่เป็นบริษัทเดิมตั้งแต่ปีพ.ศ. 2551 - 2555 เพื่อควบคุมลักษณะของข้อมูลตัวอย่างที่มีคุณลักษณะที่ต่างกันไปที่ไม่สามารถสังเกตได้ และเพื่อเพิ่มความสมเหตุสมผลในการอ้างอิง นอกจากนี้ยังเป็นการทำให้มีข้อมูลและตัวแปรเพิ่มมากขึ้น

1. ข่าวการคาดการณ์ผลกำไรของบริษัทต้องเป็นการคาดการณ์กำไรรายปี (Annual earnings guidance) โดยต้องเป็นการเปิดเผยที่แยกต่างหากจากข่าวอื่น (Stand-alone guidance)<sup>20</sup> และไม่นับรวมถ้าออกข่าวคาดการณ์กำไรพร้อมกับการประกาศผลประกอบการรายไตรมาสหรือรายปี
2. ข่าวการคาดการณ์กำไรต้องถูกประกาศโดยตรงจากผู้บริหารระดับสูง (Formal officers) ของบริษัทเท่านั้น เพื่อยืนยันความน่าเชื่อถือของข้อมูล
3. ข่าวการคาดการณ์กำไรต้อง มีคำสำคัญ (Key words) ที่ระบุถึงการคาดการณ์ การประมาณการ การพยากรณ์ เช่น คาดการณ์ ประมาณการ คาดว่า ตั้งเป้า เป็นต้น ปรากฏอยู่ในหัวข้อข่าว (Headline news)<sup>21</sup> อย่างชัดเจน
4. ข่าวการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร จะไม่รวมข่าวที่บริษัทหลักทรัพย์นำไปออกข่าว หรือถูกรวมอยู่ในบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ของนักวิเคราะห์ฯ หรือของบริษัทหลักทรัพย์

คุณลักษณะของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่สนใจศึกษานี้ได้แก่ รูปแบบ (Form) และความถี่ (Frequency) ทั้งนี้จะได้อธิบายอย่างละเอียดในหัวข้อถัดไป

**4.2.2** ข้อมูลตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่ใช้ในการศึกษานี้ใช้ค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปี 1 ปีล่วงหน้า<sup>22</sup> (One –year ahead annual earnings forecast) ของนักวิเคราะห์ฯ เป็นรายคน (Individual analyst forecast) จากฐานข้อมูล Bloomberg เพื่อศึกษา

<sup>20</sup> การเปิดเผยการคาดการณ์กำไรที่แยกต่างหาก (Stand-alone guidance) เพื่อให้ได้ข้อมูลที่ตรงกับวัตถุประสงค์การวิจัย ซึ่งจะไปตามหลักเกณฑ์เดียวกับการศึกษาของ Jaruthkanon (2008) ไม่รวมข่าวการคาดการณ์ที่ประกอบพร้อมกับการประกาศข่าวผลประกอบการจริง ข่าวประกาศเงินปันผล เป็นต้น

<sup>21</sup> การเก็บรวบรวมข้อมูลการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารในงานวิจัยนี้ ต้องเก็บข้อมูลจากสื่อที่เผยแพร่ข่าวที่ผู้บริหารตัดสินใจเปิดเผย เนื่องจากข่าวของบริษัทที่เผยแพร่ในสื่อต่างๆมีปริมาณมาก และมีข่าวหลากหลายประเภท ดังนั้นการเลือกข่าวการคาดการณ์จะเลือกโดยใช้คำสำคัญ (Key words) ที่ปรากฏในหัวข้อข่าว (Headline news) การใช้วิธีนี้ทำให้จำกัดข่าวอื่นที่ไม่เกี่ยวข้องการศึกษาเข้ามาปะปน เช่น ข่าวประกาศผลประกอบการ ข่าวประกาศเงินปันผล ข่าวการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ ข่าวการเปิดตัวโครงการ เป็นต้น (Baginski et al., 2004) การใช้วิธีข้างต้นในการคัดเลือกข่าว พบว่าเนื้อหาข่าวในย่อหน้าแรกจะเป็นการให้ข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารตามวัตถุประสงค์ของการศึกษาครั้งนี้

<sup>22</sup> การศึกษาวิจัยนี้ไม่ได้ศึกษาค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายไตรมาส (Quarterly earnings forecast) เนื่องจากบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ฯ ติดตามและออกค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายไตรมาสนั้นมีจำนวนน้อย และยังพบว่านักวิเคราะห์ฯไม่ปรับค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายไตรมาส ทำให้มีข้อมูลไม่เพียงพอต่อการวิจัย

พฤติกรรมการปรับค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นและการวัดความถูกต้องแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ แต่ละคน ดังนั้นจึงไม่ใช่ค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ โดยส่วนใหญ่ (Consensus analyst forecast) เนื่องจากค่าพยากรณ์กำไรนี้ อาจไม่สะท้อนพฤติกรรมของนักวิเคราะห์ฯ ได้ชัดเจน เพราะนักวิเคราะห์ฯ บางคนอาจอาจปรับค่าพยากรณ์กำไร ในขณะที่นักวิเคราะห์ฯ บางคนไม่ได้ปรับค่าพยากรณ์กำไร ดังนั้นค่าพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ โดยส่วนใหญ่ จึงมีค่าพยากรณ์ที่ล้าสมัย (Stale forecast) กับค่าพยากรณ์ล่าสุด (Recent forecast) ปะปนกัน (Kothari 2001)

**4.2.3** ข้อมูลรายงานทางการเงินบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ศึกษาในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2551 ถึงปี พ.ศ. 2555 เก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART และ DATASTREAM ข้อมูลทางการบัญชีใช้ข้อมูลจากงบการเงินรวมรายปี เพื่อให้สอดคล้องกับข้อมูลการคาดการณ์กำไรรายปีของผู้บริหาร และค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปีของนักวิเคราะห์ฯ

#### **4.3 การกำหนดและการวัดค่าตัวแปร (Measurement of variables)**

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ในงานวิจัยนี้ คือ การคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Management earnings guidance) ผู้วิจัยวัดค่าตัวแปรอิสระกำหนดตามกรอบแนวคิดของ Hirst, Koonce et al. (2008) ได้แก่ การตัดสินใจออกข่าวการคาดการณ์ผลประกอบการของผู้บริหาร (Decision to issue forecast) รูปแบบของการออกการคาดการณ์ (Guidance form) และความถี่ของการออกการคาดการณ์ (Guidance frequencies) ตัวแปรตาม (Dependent Variables) ได้แก่ การปรับค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ (Analyst forecast revisions) ที่วัดค่าตามงานวิจัยของ Cotter, Tuna et al. (2006) และ Stickel (1991) และ Kross, Ro et al. (2011) การวัดความถูกต้องค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ (Analyst forecast accuracy) ตามตัวแบบในงานวิจัยของ Clement (1999) และ Call, Chen et al. (2009)

##### **4.3.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)**

4.3.1.1 การตัดสินใจออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร (Management decision to issue forecast :MF) กำหนดค่าเท่ากับ 1 ถ้าบริษัทที่ออกการคาดการณ์กำไรรายปีอย่างน้อย 1 ครั้งกำหนดค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น

4.3.1.2 รูปแบบการออกการคาดการณ์ (Guidance forms) จากงานทบทวนวรรณกรรมของ Hirst, Koonce et al. (2008) กล่าวว่าผู้บริหารสามารถเลือกรูปแบบข้อมูลในการ

เปิดเผยการคาดการณ์ผลประกอบการในอนาคตของบริษัทได้ตามความต้องการ ดังนั้นในงานวิจัยนี้ได้แบ่งประเภทของรูปแบบข้อมูลของข่าวการคาดการณ์ผลประกอบการในอนาคตของผู้บริหาร ดังนี้

4.3.1.1.1 การให้ข้อมูลเชิงปริมาณหรือเชิงคุณภาพ (Quantitative or qualitative) ข้อมูลเชิงปริมาณคือ ข้อมูลการคาดการณ์ที่มีการระบุจำนวนตัวเลขอย่างชัดเจน เช่น คาดว่าปีหน้ารายได้ถึง 30,000 ล้านบาท ข้อมูลเชิงคุณภาพคือข้อมูลที่ไม่มีการให้ตัวเลข แต่อธิบายด้วยข้อความ เช่น คาดว่าปีหน้ารายได้จะโตกว่าปีก่อน เป็นต้น ดังนั้นเมื่อผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรที่ให้ข้อมูลเชิงปริมาณกำหนดค่าเท่ากับ 1 ถ้าเป็นกรณีอื่นค่าเท่ากับ 0 ทั้งนี้ได้แสดงตัวอย่างการจำแนกเนื้อหาของการออกคาดการณ์กำไรเพิ่มเติมในภาคผนวก ก

4.3.1.1.2 การให้ข้อมูลค่าเดียวหรือค่าช่วง (Point or range) เป็นการแบ่งประเภทข้อมูลเชิงปริมาณให้มีชัดเจนมากขึ้น โดยแบ่งเป็น 2 ลักษณะคือ ข้อมูลค่าเดียว (Point)<sup>23</sup> เช่น บริษัทตั้งเป้ารายได้ปีหน้าโตแตะ 30,000 ล้านบาท และค่าช่วง (Range) เช่น ยอดขายรายได้ปีหน้าอยู่ระหว่าง 25,000 – 30,000 ล้านบาท เป็นต้น ดังนั้น เมื่อผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรที่ให้ข้อมูลค่าเดียว (Point) กำหนดค่าเท่ากับ 1 ถ้าเป็นกรณีอื่นค่าเท่ากับ 0 ทั้งนี้ได้แสดงตัวอย่างการจำแนกเนื้อหาของการออกคาดการณ์กำไรเพิ่มเติมในภาคผนวก ก

4.3.1.2 ความถี่ของการออกการคาดการณ์ (Forecast frequencies : MFFREQ) คือจำนวนครั้งของการออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารที่เกิดขึ้นในระหว่างปี  $t$  โดยต้องเป็นการคาดการณ์กำไรรายปีเท่านั้น<sup>24</sup> (Annual earnings forecast) การนับความถี่จะไม่นับรวมการออกการคาดการณ์ที่มีเนื้อหาซ้ำและถูกนำไปตีพิมพ์ใหม่ในสื่อฉบับอื่นที่เกิดขึ้นภายใน 15 - 20 วันหลังจากการออกการคาดการณ์ครั้งแรก การวัดค่าตัวแปรนี้เป็นไปตามการศึกษาในอดีต (McNichols 1989,

<sup>23</sup> ผู้วิจัยได้รวมข้อมูลเชิงปริมาณที่ให้ข้อมูลตัวเลขการคาดการณ์แบบปลายเปิดทั้งค่าต่ำหรือค่าสูง (Maximum or Minimum) เช่น เป้ารายได้ปีหน้าโตไม่ต่ำกว่า 20,000 ล้านบาท หรือ เป้าหมายยอดขายปีหน้าโตเกิน 30,000 ล้านบาท รวมไว้ในกรให้ข้อมูลเชิงปริมาณที่ให้ค่าตัวเลขเพียงค่าเดียว (Point) เนื่องจากเป็นการให้ข้อมูลตัวเลขค่าเดียวเหมือนกัน

<sup>24</sup> การศึกษาครั้งนี้สนใจเฉพาะการออกการคาดการณ์กำไรรายปีของผู้บริหารเท่านั้น เนื่องจากต้องการทดสอบผลกระทบต่อความแม่นยำของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปีของนักวิเคราะห์ฯ จึงต้องให้ข้อมูลทั้งสองมีความสอดคล้องกัน อย่างไรก็ตามถึงแม้ผู้บริหารบางบริษัทอาจมีการออกการคาดการณ์กำไรรายไตรมาส แต่จากฐานข้อมูลพบว่า นักวิเคราะห์ฯ ไม่นิยมพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายไตรมาส และยังพบว่าไม่ค่อยมีการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรดังกล่าวด้วย ดังนั้นจึงเป็นข้อจำกัดที่ไม่สามารถศึกษาข้อมูลการคาดการณ์กำไรรายไตรมาสได้



Kaszniak and Lev 1995, Ajinkya, Bhojraj et al. 2005, Rogers and Stocken 2005, Tucker 2007)

#### 4.3.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

4.3.2.1 การปรับค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ (Analyst forecast revisions) ในการวิจัยนี้จะวัดค่าตัวแปรของค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ รายคน (Individual analyst forecasts) ใน 2 วิธี

4.3.2.1.1 การปรับตัวเลขพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ รายบุคคล (Analyst forecast revisions : *AFREV*) คือการเปลี่ยนแปลงตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ รายคนที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาก่อนและหลังการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร<sup>25</sup> โดยกำหนดค่าตัวแปรการปรับตัวเลขพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ ว่าหากนักวิเคราะห์ มีปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นกำหนดให้เท่ากับ 1 หากเป็นกรณีอื่นกำหนดให้เท่ากับ 0

4.3.2.1.2 ขนาดของการปรับค่าพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ รายบุคคล (The magnitude of analyst forecast revisions : *MagAFREV*) คือ ผลต่างของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ที่ออกครั้งหลังสุดก่อนการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ( $AF_{before}$ ) กับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ที่ออกครั้งแรกสุดหลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ( $AF_{after}$ ) ปรับด้วยราคาหลักทรัพย์ต้นปี แสดงการคำนวณได้ดังนี้

$$MagREV_{ijt} = |(FC_{after,ijt} - FC_{before,ijt}) / price_{jt-1}| \quad (1)$$

<sup>25</sup> ลักษณะของข้อมูลการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ รายคนจากฐานข้อมูล Bloomberg จะแสดงข้อมูลตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ แต่ละคนเป็นรายวัน โดยจะแสดงวันที่ของการพยากรณ์ และค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้น หากนักวิเคราะห์ คนใดออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นใหม่ ตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นจะเปลี่ยนแปลงไปเป็นค่าใหม่พร้อมทั้งระบุวันที่ออกด้วย แต่หากนักวิเคราะห์ รายใดที่ยังไม่มีการเปลี่ยนแปลงตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น ค่าตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ รายนั้นจะแสดงค่าเดิมไปเรื่อยๆ จนกว่าจะมีการเปลี่ยนแปลง ดังนั้นการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ในการศึกษาครั้งนี้จึงเก็บข้อมูลตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ รายคนทุกคนที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นและไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น โดยต้องเป็นตัวเลขพยากรณ์กำไรที่เกิดขึ้นก่อนและหลังการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารตามเงื่อนไขของการวิจัยที่ระบุไว้ (ไม่มีการตัดข้อมูลนักวิเคราะห์ รายคนที่ไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรทิ้ง)

โดย

$MagREV_{ijt}$  คือ ขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ที่ออกก่อนและหลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร นักวิเคราะห์  $i$  ของบริษัท  $j$  สำหรับปี  $t$

$FC_{after,ijt}$  คือ ค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นที่ออกครั้งสุดท้ายก่อนการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารของนักวิเคราะห์  $i$  ของบริษัท  $j$  สำหรับปี  $t$

$FC_{before,ijt}$  คือ ค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นที่ออกครั้งแรกสุดหลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารของนักวิเคราะห์  $i$  ของบริษัท  $j$  สำหรับปี  $t$

$Price_{jt-1}$  คือ ราคาหลักทรัพย์ของ บริษัท  $j$  สำหรับปี  $t-1$

4.3.2.2 ความผิดพลาดค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ รายบุคคล (Analyst forecast error :  $FE$ ) เป็นการคำนวณหาความผิดพลาดของค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ แต่ละรายก่อนและหลังที่ผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร Hassell, Jennings et al. (1988) ได้แสดงวิธีการวัดความสามารถในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ใน 2 ลักษณะ ได้แก่ การวัดค่าจริงความผิดพลาด (Actual forecast error) และการวัดค่าสัมบูรณ์ความผิดพลาด (Absolute forecast error)

4.3.2.2.1 การวัดค่าจริงความผิดพลาด (Actual forecast error) จะแสดงความเอนเอียง (Bias) ที่ระบุทิศทางเครื่องหมาย (Sign) บวกหรือลบ ทิศทางเครื่องหมายจะบอกว่่านักวิเคราะห์ ให้ค่าพยากรณ์ที่สูงหรือต่ำกว่าผลกำไรจริง ถ้าผลต่างเป็นบวกหมายความว่า นักวิเคราะห์ พยากรณ์กำไรต่อหุ้นสูงกว่าค่ากำไรต่อหุ้นจริงของบริษัท (Overestimate) เรียกว่า การพยากรณ์กำไรเชิงบวก (Optimistic forecast) ถ้าผลต่างเป็นลบหมายความว่า นักวิเคราะห์ พยากรณ์กำไรต่อหุ้นต่ำกว่าค่ากำไรต่อหุ้นจริงของบริษัท (Underestimate) เรียกว่า การพยากรณ์กำไรเชิงลบ (Pessimistic forecast) งานวิจัยในอดีตพบว่าความเอนเอียงของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ผลการศึกษาพบว่า การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นมีทิศทางเชิงบวก ตัวแบบวัดค่าจริงความผิดพลาด แสดงดังนี้

$$PFE_{ijt} = (FC_{ijt} - AE_{jt}) / AE_{jt} \quad (2)$$

โดย

$PFE_{ijt}$  คือ ร้อยละค่าความผิดพลาดการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์  $i$  ของบริษัท  $j$  สำหรับปี  $t$

$FC_{ijt}$  คือ ค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์  $i$  ของบริษัท  $j$  สำหรับปี  $t$

$AE_{jt}$  คือ กำไรต่อหุ้นจากผลประกอบการจริงของบริษัท  $j$  สำหรับปี  $t$

4.3.2.2.2 การวัดค่าสัมบูรณ์ความผิดพลาด (Absolute forecast error) จะแสดงความแม่นยำ (Accuracy) ของการพยากรณ์ที่ต่างจากค่าจริงกำไรต่อหุ้น ค่าความผิดพลาดที่คำนวณได้จะบอกขนาด (Magnitude) ความผิดพลาดว่าแตกต่างจากค่าจริงเท่าไร โดยไม่ระบุทิศทางเครื่องหมาย (Unsign) เนื่องจากไม่ได้สนใจว่านักวิเคราะห์ จะพยากรณ์สูงหรือต่ำกว่าค่าจริง ตัวแบบการวัดค่าสัมบูรณ์ความผิดพลาดแสดงดังนี้

$$APFE_{ijt} = |(FC_{ijt} - AE_{jt}) / AE_{jt}| \quad (3)$$

โดย

$APFE_{ijt}$  คือ ร้อยละค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์  $i$  ของบริษัท  $j$  สำหรับปี  $t$

4.3.2.3 ความถูกต้องของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ (Analyst forecast accuracy) ในงานวิจัยนี้จะวัดใน 2 ลักษณะดังนี้

4.3.2.3.1 วิธีวัดค่าสัมบูรณ์ความผิดพลาดของการพยากรณ์ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของกลุ่ม (Mean-adjusted absolute forecast error :  $MAFE$ ) เป็นวิธีการวัดความถูกต้องแม่นยำของนักวิเคราะห์ แต่ละคนด้วยการเปรียบเทียบความผิดพลาดของนักวิเคราะห์ ๆ แต่ละคนกับค่าเฉลี่ยความผิดพลาดของนักวิเคราะห์ ทุกคนที่ติดตามบริษัทเดียวกันในช่วงเวลาเดียวกัน (Clement 1999, Jacob, Lys et al. 1999, Chen and Matsumoto 2006, Call, Chen et al. 2009)

$$MAFE_{ijt} = -1 \times (AFE_{ijt} - \overline{AFE}_{jt}) / \overline{AFE}_{jt} \quad (4)$$

โดย

$AFE_{ijt}$  คือ ค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์  $i$  ของบริษัท  $j$  หลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

$$AFE_{ijt} = |FC_{ijt} - AE_{jt}| \quad (5)$$

$\overline{AFE}_{jt}$  คือ ค่าเฉลี่ยของค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์  $j$  ที่ติดตามของบริษัท  $j$  สำหรับปี  $t$  หลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร คำนวณจากตัวแบบดังนี้

$$\overline{AFE}_{jt} = \frac{\sum_{i=1}^n AFE_{ijt}}{n} \quad (6)$$

การแปลความจากค่าความผิดพลาด เป็นความแม่นยำเพื่อให้ง่ายต่อการแปลผลการวิจัย จึงต้องใช้  $(-1)$  คูณกับค่าสัมบูรณ์ความผิดพลาดจากค่าพยากรณ์ปรับด้วยค่าเฉลี่ย (Mean absolute forecast error :  $MAFE$ ) เพื่อเปลี่ยนการวัดค่าจากความผิดพลาดเป็นความแม่นยำ และสามารถเรียกตัวแปรนี้ได้ว่า ค่าสัมบูรณ์ความแม่นยำปรับด้วยค่าเฉลี่ย ถ้าผลลัพธ์ตัวแปรนี้มีค่าบวกที่เข้าใกล้ 1 แสดงว่านักวิเคราะห์ รายนั้นมีความแม่นยำในการพยากรณ์มากกว่า (มีความผิดพลาดน้อยกว่า) ค่าเฉลี่ยความถูกต้องของนักวิเคราะห์ ทั้งหมดที่ติดตามบริษัทนั้น ในทิศทางตรงกันข้าม ถ้าผลลัพธ์ตัวแปรเป็นค่าลบ แสดงว่านักวิเคราะห์ รายนั้นมีความแม่นยำในการพยากรณ์น้อยกว่า (มีความผิดพลาดสูงกว่า) ค่าเฉลี่ยความถูกต้องของนักวิเคราะห์ ทั้งหมดที่ติดตามบริษัทนั้น ถ้าค่าสัมบูรณ์เฉลี่ยความผิดพลาดจากค่าพยากรณ์เท่ากับ 1 หมายความว่า นักวิเคราะห์ มีความแม่นยำในการพยากรณ์มากที่สุดหรือไม่มีความผิดพลาดเลย <sup>26</sup> (Clement 1999, Jacob, Lys et al. 1999, Chen and Matsumoto 2006, Call, Chen et al. 2009)

<sup>26</sup> การวัดผลงานความถูกต้องแม่นยำของนักวิเคราะห์รายคนโดยใช้ ค่าสัมบูรณ์ความผิดพลาดการพยากรณ์ปรับด้วยค่าเฉลี่ย (Mean absolute forecast error :  $MAFE$ ) เพื่อให้สามารถเปรียบเทียบความถูกต้องค่าพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์แต่ละบุคคลที่ติดตามบริษัทที่ต่างกันในแต่ละปี ยกตัวอย่างเช่น บริษัท A ซึ่งดำเนินธุรกิจที่มีความซับซ้อนกว่า บริษัท B การพยากรณ์ตัวเลขกำไรต่อหุ้นของบริษัท A จะมีความยากกว่าการพยากรณ์ตัวเลขกำไรต่อหุ้นของบริษัท B นักวิเคราะห์ ที่จะเลือกติดตามบริษัท A จึงมีโอกาสเกิดความผิดพลาดของการพยากรณ์มากกว่าของบริษัท B ดังนั้น การควบคุมปัจจัยความแตกต่างจากบริษัทและช่วงเวลาที่แตกต่างกัน โดยใช้ค่าเฉลี่ยสัมบูรณ์ความผิดพลาดจากการพยากรณ์ของแต่ละบริษัทมาหักออก และวัดความถูกต้องแม่นยำเปรียบเทียบกับนักวิเคราะห์ที่ติดตามบริษัทนั้นทั้งหมด การใช้การปรับด้วยค่าเฉลี่ยนี้จะทำให้การเปรียบเทียบความถูกต้องแม่นยำของนักวิเคราะห์ทั้งหมดที่ติดตามแต่ละบริษัทในแต่ละปีได้ (Clement 1999, Jacob, Lys et al. 1999, Chen and Matsumoto 2006, Call, Chen et al. 2009)

4.3.2.3.2 การวัดการเปลี่ยนแปลงค่าสัมบูรณ์ความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นนักวิเคราะห์ฯ รายคน (The change of absolute forecast error :  $ChgAFE$ ) เป็นวิธีการวัดความถูกต้องแม่นยำของนักวิเคราะห์ฯ แต่ละคนด้วยการเปรียบเทียบความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้น ก่อนและหลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารของนักวิเคราะห์ฯ แต่ละคน คำนวณโดยใช้ตัวแบบดังนี้

$$ChgAFE_{ijt} = (-1) * | (AFE_{after,ijt} - AFE_{before,ijt}) / Price_{t-1} | \quad (7)$$

โดย

$ChgAFE_{ijt}$  คือ การเปลี่ยนแปลงค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ  $i$  ของบริษัท  $j$  หลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

$$AFE_{before,ijt} = | FC_{before,ijt} - AE_{jt} | \quad (8)$$

$$AFE_{after,ijt} = | FC_{after,ijt} - AE_{jt} | \quad (9)$$

$AFE_{before,ijt}$  คือ ค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นก่อนการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารของนักวิเคราะห์ฯ  $i$  ของบริษัท  $j$  สำหรับปี  $t$

$AFE_{after,ijt}$  คือ ค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารของนักวิเคราะห์ฯ  $i$  ของบริษัท  $j$  สำหรับปี  $t$

$FC_{before,ijt}$  คือ ค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นก่อนการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารของนักวิเคราะห์ฯ  $i$  ของบริษัท  $j$  สำหรับปี  $t$

$FC_{after,ijt}$  คือ ค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารของนักวิเคราะห์ฯ  $i$  ของบริษัท  $j$  สำหรับปี  $t$

$AE_{jt}$  คือ กำไรต่อหุ้นจากผลประกอบการจริงของบริษัท  $j$  สำหรับปี  $t$

### 4.3.3 ตัวแปรอิสระที่เป็นตัวแปรควบคุม (Control Variables)

ตัวแปรควบคุมแบ่งเป็น 2 กลุ่ม กลุ่มแรกคือ ตัวแปรควบคุมคุณสมบัติบริษัทที่ออกคาดการณ์กำไร (Properties of firms) และกลุ่มที่สองคือ ตัวแปรควบคุมคุณสมบัติของนักวิเคราะห์ฯ และบริษัทหลักทรัพย์ (Properties of analysts and brokerages)

4.3.3.1 ตัวแปรควบคุมคุณสมบัติบริษัทที่ออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร (Properties of firms) ได้แก่

4.3.3.1.1 ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ (Corporate governance) ได้แก่ นักลงทุนประเภทสถาบัน (Institutional ownership) กรรมการอิสระ (Board independence : *BDIND*) จากการศึกษาในอดีตของ Ajinkya, Bhojraj et al. (2005) และ Karamanou and Vafeas (2005) พบว่าตัวแปรนี้มีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับการตัดสินใจออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร การศึกษานี้จะใช้ ตัวแปรคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGSCORE) เป็นตัวแทนตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากหลักเกณฑ์การให้คะแนนได้รวมการพิจารณาที่เกี่ยวข้องกับ นักลงทุนประเภทสถาบันและกรรมการอิสระไว้แล้ว รายละเอียดของการประเมินคะแนนบริษัทได้กล่าวไว้ในหัวข้อ 4.5 ต่อไป

4.3.3.1.2 ตัวแปรที่เป็นตัวแทนของความไม่เท่าเทียมกันของการข้อมูล (Information asymmetry) การศึกษาของ Collier and Yohn (1997) ใช้ผลต่างของราคาเสนอซื้อขาย (Bid-ask spreads) เป็นตัวแทนเพื่อวัดความไม่เท่าเทียมกันของการได้ข้อมูล ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่ออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารจะมีระดับความไม่เท่าเทียมกันของการได้รับข้อมูลสูง กว่าบริษัทที่ไม่ออกคาดการณ์กำไร และการศึกษานี้ยังพบว่า ความไม่เท่าเทียมกันของการได้ข้อมูลจะลดลงหลังจากบริษัทออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร

4.3.3.1.3 ตัวแปรที่เป็นตัวแทนการตอบสนองของตลาดจากความมีสาระประโยชน์ (Information content) ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร คือ ผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Cumulative abnormal returns – Management forecast : *CAR\_MF*) โดยใช้ตัวแบบ Market model คำนวณหาผลตอบแทนเกินความคาดหวังสะสมที่เกิดขึ้นในช่วงเวลา 3 วัน (-1,1) ในช่วงเวลาออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารของบริษัท  $j$  ในปี  $t$

การคำนวณผลตอบแทนไม่ปกติ (Abnormal return) จะคิดจากผลตอบแทนรายวันย้อนหลังไป 250 วันทำการของตลาด (Tradings day) เพื่อได้ค่าช่วงประมาณผลตอบแทนจริงในอดีต (Estimated period) แล้วนำไปคำนวณหาผลตอบแทนไม่ปกติตามตัวแบบ Market model ดังนี้

$$U_{jt} = R_{jt} - (\alpha_j + \beta_j R_{mt}) \quad (10)$$

โดย

$U_{jt}$  คือ ผลตอบแทนเกินความหวังของบริษัท  $j$  ในปี  $t$

$R_{jt}$  คือ ผลตอบแทนรายวันที่คาดหวังของบริษัท  $j$  ในปี  $t$

$R_{mt}$  คือ ผลตอบแทนที่คาดหวังของตลาด  $j$  ในปี  $t$

$\alpha_j, \beta_j$  คือ การประมาณค่า intercept และ slope parameters โดยใช้ OLS

การคำนวณผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ( $CAR_{MF}$ ) จะใช้การศึกษานี้ใช้วันที่ผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรเป็นวันศึกษาเหตุการณ์ (Event study) โดยคำนวณย้อนหลังก่อนวันออกคาดการณ์ไป 1 วัน ( $t=-1$ ) วันประกาศการคาดการณ์ ( $t=0$ ) และวันหลังจากวันออกคาดการณ์แล้ว 1 วัน ( $t=1$ ) รวมเป็น 3 วัน โดยคำนวณดังนี้

$$CAR_{MF_{jt}} = \sum_{t=-1}^1 U_{jt} \quad (11)$$

โดย

$CAR_{MF_{jt}}$  คือ ผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร สำหรับ 3 วัน (-1,1) หากค่าที่ได้เป็นบวก ( $CAR_{MF} > 0$ ) กำหนดให้เท่ากับ 1 หากค่าที่ได้เป็นลบ ( $CAR_{MF} < 0$ ) กำหนดให้เท่ากับ 0 ของบริษัท  $j$  ในปี  $t$

งานวิจัยในอดีตแสดงหลักฐานว่า การออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีสาระประโยชน์ (Information content) และตลาดตอบสนอง (Market reactions) ต่อการเปิดเผยข้อมูลการประมาณการประกอบการในอนาคตของผู้บริหาร (Patell 1976, Penman 1980, Waymire 1984, Pownall, Wasley et al. 1993, Kasznik and Lev 1995, Atiase, Li et al. 2005) นอกจากนี้ผลการศึกษาพบว่าการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มี

ความสัมพันธ์กับข่าวดีข่าวร้ายการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Waymire 1984, Jennings 1987, Lev and Penman 1990)

Jarutakanont and Supattarakul (2013) ทดสอบการตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์จากการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย พบว่า ตลาดตอบสนองกับข่าวดีข่าวร้ายของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีความแตกต่างกัน โดยใช้การคำนวณของผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (CAR) ที่เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลารอบๆวันที่ออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ถ้าผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (CAR\_MF) มีบวกแสดงว่า การออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นข่าวดี (Good news) เนื่องจากให้ผลตอบแทนสูงกว่าความคาดหวังของตลาด ถ้าผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (CAR\_MF) เป็นลบแสดงว่า การออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นข่าวร้าย (Bad news) เพราะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าความคาดหวังของตลาด ดังนั้นการวิจัยนี้จึงคำนวณหาผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (CAR) และแทนค่าตัวแปรสำหรับข่าวดี (CAR\_MF > 0) เป็น 1 และหากเป็นข่าวร้าย (CAR\_MF < 0) เป็น 0 เป็นตัวแปรควบคุม เพื่อแสดงหลักฐานว่าข้อมูลการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีสาระประโยชน์และตลาดตอบสนอง

4.3.3.1.4 ตัวแปรที่เป็นตัวแทนเพื่อควบคุมผลกระทบจากการมีสารสนเทศอื่น (Other information) ที่เข้ามามีอิทธิพลในช่วงระยะเวลาที่นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น เพื่อให้ผลกระทบของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ ว่าเกิดจากการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร โดยคำนวณหาผลตอบแทนสะสมจริงของบริษัท (Cumulative realized return : CR) โดยเริ่มตั้งแต่วันที่นักวิเคราะห์ฯ ออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นครั้งสุดท้ายก่อนการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ( $AF_{before}$ ) ไปจนถึงวันที่นักวิเคราะห์ฯ ออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นครั้งแรกหลังการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ( $AF_{after}$ ) หักด้วยการคำนวณผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (CAR\_MF) โดยการคำนวณดังนี้

$$CRF_{ijt} = \sum_{t=p}^q CRF_{ijt} - CAR_{MF_{jt}} \quad (12)$$

โดย

$CRF_{ijt}$  คือ ผลตอบแทนสะสมจริงของบริษัทตั้งแต่วันที่  $p$  ถึง  $q$  ปรับด้วยอัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของบริษัท  $j$  ของนักวิเคราะห์ฯ  $i$  ในปี  $t$



$P$  คือ วันที่นักวิเคราะห์ฯ ออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นครั้งสุดท้ายก่อนการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ( $AF_{before}$ )

$q$  คือ วันที่นักวิเคราะห์ฯ ออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นครั้งแรกหลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ( $AF_{after}$ )

$CAR_{MF_{jt}}$  คือ ผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารสำหรับ 3 วัน ( $-1,1$ ) ของบริษัท  $j$  ในปี  $t$

ทั้งนี้ระยะเวลาของผลตอบแทนสะสมจริงของแต่ละบริษัทจะเริ่มคำนวณตั้งแต่วันที่นักวิเคราะห์ฯ ออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นครั้งสุดท้ายสุด ( $p$ ) ซึ่งต้องเกิดก่อนวันที่ผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรจนถึงวันที่นักวิเคราะห์ฯ ออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นครั้งแรกสุด ( $q$ ) และต้องเป็นวันหลังวันที่ผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ  $i$  ของบริษัท  $j$  ในปี  $t$

การศึกษาครั้งนี้การควบคุมตัวแปรควบคุมจากการมีสารสนเทศอื่นที่อาจเข้ามากระทบการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ เป็นไปตามงานวิจัยของ Easton and Zmijewski (1989) ที่ใช้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มาเป็นตัวแทนในการควบคุมสารสนเทศอื่นที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ การศึกษาครั้งนี้ใช้ผลตอบแทนจริงของหลักทรัพย์ของบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตามในช่วงเวลาก่อนหลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมาเป็นตัวแปรควบคุม

4.3.3.1.5 จำนวนนักวิเคราะห์ฯ ที่ติดตามบริษัท (Number of analyst following :  $AFNO$ ) คือ จำนวนนักวิเคราะห์ฯ ติดตามออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัท  $j$  ในปี  $t$  ทุกรายที่ระบุตัวตน (Identify analysts)<sup>27</sup> งานวิจัยในอดีตพบว่า การติดตามบริษัทของนักวิเคราะห์ฯ มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการเปิดเผยข้อมูลของบริษัท บริษัทที่ผู้บริหารสมัครใจเปิดเผยข้อมูลเพิ่มขึ้น จะมีนักวิเคราะห์ฯ ติดตามมากขึ้น และส่งผลให้ผลงานนักวิเคราะห์ฯ มีความแม่นยำขึ้นด้วย (Lang and Lundholm 1996, Lang and Lundholm 2000)

4.3.3.1.6 ความเอนเอียงของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ( $AFBIAS$ ) จากการศึกษาของ Cotter et al., (2006) พบว่า ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะออกคาดการณ์เชิงลบ (Downward guidance) เมื่อนักวิเคราะห์ฯ พยากรณ์กำไรของบริษัทสูงเกินไป ดังนั้นการศึกษานี้จึงควบคุมขนาดของความลำเอียงของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ด้วยการคำนวณหาผลต่างระหว่างค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยส่วนใหญ่ (Consensus forecast)

<sup>27</sup> นักวิเคราะห์ฯ ที่ออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นจากฐานข้อมูล Bloomberg มี 2 ประเภทคือ นักวิเคราะห์ฯ ที่เปิดเผยตัวตน (Identify analysts) และนักวิเคราะห์ฯ ที่ไม่เปิดเผยตัวตน (Non-identity analysts) คือ นักวิเคราะห์ฯ ที่ไม่ระบุตัวตนและรวมทั้งนักวิเคราะห์ฯ ที่เป็นทีม การศึกษาวิจัยครั้งนี้จึงเก็บข้อมูลเฉพาะกลุ่มของนักวิเคราะห์ฯ ที่เปิดเผยตัวตนเท่านั้น นักวิเคราะห์ฯ กลุ่มที่ไม่ระบุตัวตนจะถูกตัดทิ้ง ถึงแม้ว่าจะวัดความแม่นยำจากการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นได้ แต่ไม่สามารถวัดข้อมูลคุณสมบัติของนักวิเคราะห์ฯ ด้านอื่นได้

ล่าสุดก่อนผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรกับตัวเลขกำไรต่อหุ้นที่เกิดจริง ปรับด้วยราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปี

4.3.3.1.7 กระจายของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ (AFSTD) คำนวณจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยส่วนใหญ่ (Consensus forecast) ที่ออกก่อนการประกาศการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารปรับด้วยราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปี  $t$  ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะออกตัวเลขประมาณการกำไรที่สูงกว่าความคาดหวัง (Beatable earnings forecast) เมื่อกระจายของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มีค่าต่ำ (Cotter, Tuna et al. 2006) นอกจากนี้การกระจายของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นยังเป็นตัวแปรควบคุมสภาพแวดล้อมของการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ ภายใต้ความไม่แน่นอนของข้อมูลข่าวสาร (Ajinkya, Bhojraj et al. 2005)

4.3.3.1.8 ระยะเวลาคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร คือ จำนวนวันที่ผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรจนถึงวันที่ประกาศผลกำไรสุทธิจริง (Forecast Horizon : *MFD*Day) Baginski and Hassell (1997) พบว่าค่ากลางของจำนวนวันที่ประมาณการกำไรรายปี (Median annual forecast horizon) คือ 206 วัน และใช้ตัวแปรนี้เป็นตัวแทนในการวัดความไม่แน่นอนของกำไรสุทธิที่มีค่าสูงและความแม่นยำในความเชื่อของผู้บริหารที่ไม่สามารถสังเกตได้

4.3.3.1.9 ขนาดกิจการ (Firm Size : *SIZE*) งานวิจัยในอดีตพบความสัมพันธ์แปรผันตามระหว่างขนาดของบริษัทกับการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารมากกว่า (Kasznik and Lev 1995, Miller 2002, Ajinkya, Bhojraj et al. 2005) ขนาดของกิจการวัดค่าโดยใช้ ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวมของบริษัท (Natural log of Total Assets)

4.3.3.1.10 อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Market to Book ratio : *MTB*) (Verrecchia (1983)) Bamber and Cheon (1998) ใช้ตัวแปรนี้เป็นตัวแทนของอัตราการเติบโตของบริษัท บริษัทที่มีอัตราการเติบโตสูงจะมีแนวโน้มที่ออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารมากกว่า (Ajinkya, Bhojraj et al. 2005)

4.3.3.1.11 ผลการดำเนินงานขาดทุน (Loss Firm: *LOSS*) ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีผลกระทบต่อเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจ บริษัทที่มีผลขาดทุนจะส่งผลกระทบต่อผู้บริหารตัดสินใจออกคาดการณ์กำไรลดลง (Miller 2002) งานวิจัยในอดีตแสดงหลักฐานว่า ความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ ระหว่างบริษัทที่มีผลกำไรกับบริษัทที่มีผลขาดทุน มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ อธิบายได้ว่านักวิเคราะห์ฯ อาจมีปัญหาในการพยากรณ์กำไรสำหรับบริษัทที่มีผลขาดทุน และมีแนวโน้มที่เป็นไปได้ว่า ผู้บริหารต้องเผชิญกับความยากลำบากในการคาดการณ์กำไรของบริษัทภายใต้เงื่อนไขเดียวกัน (Brown 2001) การวัดค่าตัวแปรหุ่น

(Dummy variable) โดยกำหนดให้เท่ากับ 1 ถ้าผลการดำเนินงานของบริษัทขาดทุนในปีที่  $t$  และค่าเท่ากับ 0 ในกรณีอื่น

4.3.3.1.12 ผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Return on Assets :ROA) มีความสัมพันธ์แปรผันตามกับความสมัครใจเปิดเผยข้อมูลประมาณการของผู้บริหาร (Miller 2002) บริษัทที่มีผลตอบแทนของสินทรัพย์สูงแสดงให้เห็นความมีประสิทธิภาพของการดำเนินงาน จะมีแนวโน้มที่ผู้บริหารจะออกคาดการณ์กำไรมากขึ้น

4.3.3.1.13 ความผันผวนของกำไรสุทธิ (Earnings volatility :EVOL) คำนวณจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสุทธีย้อนหลัง 5 ปี จากการศึกษาของ Waymire (1986) และ Kross et al., (1994) พบว่าบริษัทที่มีความผันผวนของกำไรสุทธิจะมีความสัมพันธ์แปรผันกับแนวโน้มการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารน้อยลง (Ajinkya, Bhojraj et al. 2005)

4.3.3.1.14 การควบคุมผลกระทบของปี (Year effect) และกลุ่มอุตสาหกรรม (Industry effect) โดยใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy variable) โดยกำหนดค่าตั้งแต่ 1-5 แทนค่าปีพ.ศ. 2551-2555 และกำหนดค่าตั้งแต่ 1-8 แทนกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4.3.3.2 ตัวแปรควบคุมคุณสมบัติของนักวิเคราะห์ฯ และบริษัทหลักทรัพย์ (Properties of analysts and brokerage) ในระดับรายบุคคลและระดับองค์กร (Analyst - firm level) ได้แก่

4.3.3.2.1 ระยะเวลาการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ (Analyst forecast age : AGE) คือ จำนวนวันของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ แต่ละคน โดยนับตั้งแต่วันที่นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารจนถึงวันประกาศกำไรสุทธิจริงของบริษัท งานวิจัยในอดีตพบว่า นักวิเคราะห์ฯ ที่ออกตัวเลขพยากรณ์ใกล้วันที่ประกาศผลประกอบการจริงจะมีความผิดพลาดน้อยกว่า ดังนั้นระยะเวลาการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มีความสัมพันธ์แปรผันกับความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ (Brown, Hagerman et al. 1987, O'brien 1988, Clement 1999)

ตัวแปรนี้คำนวณโดยใช้ตัวแบบ (13) เรียกว่า ระยะเวลาการพยากรณ์ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของกลุ่ม (Mean-adjusted analyst forecast age : MAGE) คำนวณโดย จำนวนวันของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ แต่ละคนปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนวันของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ทุกคนที่ติดตามบริษัทเดียวกันในปีเดียวกัน แล้วหารด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนวันของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ทุกคนที่ติดตามบริษัทเดียวกันในปีเดียวกัน เพื่อควบคุมปัจจัยความแตกต่างของผลกระทบจากค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของ

นักวิเคราะห์ฯ ในแต่ละบริษัท (Firm fixed effects) และแต่ละปี (Year fixed effects) ที่สอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมา (Clement 1999, Call, Chen et al. 2009)

$$MAGE_{ijt} = (AGE_{ijt} - \overline{AGE}_{jt}) / \overline{AGE}_{jt} \quad (13)$$

โดย

$AGE_{ijt}$  คือ จำนวนวันนับตั้งแต่วันที่นักวิเคราะห์ฯ  $i$  ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากวันที่ออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารจนถึงวันประกาศกำไรสุทธิจริง ของบริษัท  $j$  ในปี  $t$

$\overline{AGE}_{jt}$  คือ ค่าเฉลี่ยจำนวนวันนับตั้งแต่วันที่นักวิเคราะห์ฯ ทุกคนที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากวันที่ออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารจนถึงวันประกาศกำไรสุทธิจริง ของบริษัท  $j$  ในปี  $t$

4.3.3.2.2 ความถี่การออกค่าพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ (Analyst forecast frequency:  $FREQ$ ) จากการศึกษาของ Call, Chen et al. (2009) และ Jacob, Lys et al. (1999) นักวิเคราะห์ฯ ที่มีความถี่ของออกตัวเลขพยากรณ์บ่อยครั้ง จะมีความถูกต้องแม่นยำมากกว่า เนื่องจากนักวิเคราะห์ฯ ที่ตอบสนองต่อข้อมูลมีแนวโน้มจะปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของตนเองบ่อยครั้ง ดังนั้นความแม่นยำของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับจำนวนครั้งของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ

ตัวแปรนี้คำนวณโดยใช้ตัวแบบ (14) เรียกว่า ความถี่การพยากรณ์ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของกลุ่ม (Mean-adjusted analyst forecast frequency :  $MFREQ$ ) คำนวณจาก จำนวนครั้งของการออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ แต่ละคนปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนครั้งของการออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ทุกคนที่ติดตามบริษัทเดียวกันในปีเดียวกัน ทหารด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนครั้งของการออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ทุกคนที่ติดตามบริษัทเดียวกันในปีเดียวกัน เพื่อควบคุมปัจจัยความแตกต่างของผลกระทบจากค่าพยากรณ์ของแต่ละบริษัท (Firm fixed effects) และแต่ละปี (Year fixed effects) ตามผลการศึกษาในอดีต (Clement 1999, Call, Chen et al. 2009)

$$MFREQ_{ijt} = (FREQ_{ijt} - \overline{FREQ}_{jt}) / \overline{FREQ}_{jt} \quad (14)$$

โดย

$FREQ_{ijt}$  คือ จำนวนครั้งของการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์  $i$  ของบริษัท  $j$  ในปี  $t$

$\overline{FREQ}_{jt}$  คือ ค่าเฉลี่ยจำนวนครั้งของการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ ทุกคนที่ติดตามบริษัท  $j$  ในปี  $t$

4.3.3.2.3 จำนวนปีของการพยากรณ์เฉพาะบริษัทเดิม (Analysts' firm-specific forecasting experience:  $FEXP$ ) คือจำนวนปีที่นักวิเคราะห์ ติดตามและออกค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัทเดิมซ้ำ Clement (1999) กล่าวว่า ถ้าจำนวนปีที่นักวิเคราะห์ ติดตามบริษัทเดิมซ้ำมีค่ามาก แสดงว่านักวิเคราะห์ มีความรู้ความเชี่ยวชาญในการพยากรณ์บริษัทนั้นสูง ผลการศึกษาพบว่า ความถูกต้องแม่นยำของค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ที่ติดตามบริษัทเดิมซ้ำ มีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับจำนวนปีของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นในบริษัทเดิม

ตัวแปรนี้คำนวณโดยใช้ตัวแบบ (15) เรียกว่า จำนวนปีของการพยากรณ์ในบริษัทเดิมปรับด้วยค่าเฉลี่ยของกลุ่ม (Mean-adjusted analysts' firm-specific forecasting experience :  $MFEXP$ ) คำนวณจาก จำนวนปีของนักวิเคราะห์ แต่ละคนที่ติดตามบริษัทเดิมในแต่ละปีปรับด้วยค่าเฉลี่ยจำนวนปีของนักวิเคราะห์ ทุกคนที่ติดตามบริษัทเดิมในแต่ละปีหารด้วยค่าเฉลี่ยจำนวนปีของนักวิเคราะห์ ทุกคนที่ติดตามบริษัทเดิมในแต่ละปี เพื่อควบคุมปัจจัยความแตกต่างของผลกระทบจากค่าพยากรณ์ของแต่ละบริษัท (Firm fixed effects) และแต่ละปี (Year fixed effects) ที่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต (Clement 1999, Call, Chen et al. 2009)

$$MFEXP_{ijt} = (FEXP_{ijt} - \overline{FEXP}_{jt}) / \overline{FEXP}_{jt} \quad (15)$$

โดย

$FEXP_{ijt}$  คือ จำนวนปีของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์  $i$  ของบริษัท  $j$  ที่นับถึงปี  $t$

$\overline{FEXP}_{jt}$  คือ ค่าเฉลี่ยจำนวนปีของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ทุกคนที่ติดตามบริษัท  $j$  ที่นับถึงปี  $t$

4.3.3.2.4 จำนวนปีของการพยากรณ์ของบริษัททั่วไป (Analysts' general forecasting experience:  $GEXP$ ) คือ จำนวนปีที่นักวิเคราะห์ ออกค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นอย่างน้อย 1 ครั้งของบริษัทใดบริษัทหนึ่ง (เพื่อแสดงให้เห็นว่านักวิเคราะห์ ได้มีการปฏิบัติงานต่อเนื่องและในปีถัดไปไม่จำเป็นต้องเป็นบริษัทเดิม) การศึกษาในอดีตพบว่า นักวิเคราะห์ ที่ออกค่าพยากรณ์

อย่างสม่ำเสมอทุกปีจะมีประสบการณ์การพยากรณ์มากกว่านักวิเคราะห์ฯ ที่ไม่ออกค่าพยากรณ์ต่อเนื่อง และส่งผลกระทบต่อให้นักวิเคราะห์ฯ มีความถูกต้องแม่นยำของการพยากรณ์เพิ่มขึ้น

ตัวแปรนี้คำนวณโดยใช้ตัวแบบ (16) เรียกว่า จำนวนปีของการออกพยากรณ์กำไรต่อหุ้นปรับด้วยค่าเฉลี่ยของกลุ่ม (Mean-adjusted analysts' general forecasting experience :  $MGEXP$ ) คำนวณจาก จำนวนปีของนักวิเคราะห์ฯ แต่ละคนที่ออกตัวเลขพยากรณ์บริษัทใดบริษัทหนึ่งอย่างน้อย 1 ครั้งในแต่ละปีปรับด้วยค่าเฉลี่ยจำนวนปีของนักวิเคราะห์ฯ ทุกคนที่ออกตัวเลขพยากรณ์บริษัทใดบริษัทหนึ่งอย่างน้อย 1 ครั้งในแต่ละปี ทหารด้วยค่าเฉลี่ยจำนวนปีของนักวิเคราะห์ฯ ทุกคนที่ออกตัวเลขพยากรณ์บริษัทใดบริษัทหนึ่งอย่างน้อย 1 ครั้งในแต่ละปี การใช้ค่าเฉลี่ยของตัวเองปรับกับตัวเลขพยากรณ์แต่ละค่า เพื่อควบคุมปัจจัยความแตกต่างของผลกระทบจากค่าพยากรณ์ของแต่ละบริษัท (Firm fixed effects) และผลกระทบจากค่าพยากรณ์ของแต่ละปี (Year fixed effects) ที่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต (Clement 1999, Call, Chen et al. 2009)

$$MGEXP_{it} = (GEXP_{it} - \overline{GEXP}_t) / \overline{GEXP}_t \quad (16)$$

โดย

$GEXP_{it}$  คือ จำนวนปีที่นักวิเคราะห์ฯ  $i$  ออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นอย่างน้อย 1 บริษัท ที่นับถึงปี  $t$

$\overline{GEXP}_t$  คือ ค่าเฉลี่ยจำนวนปีของการออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ทุกคนที่นับถึงปี  $t$

4.3.3.2.5 ขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ (Broker Size :  $BSIZE$ ) Clement (1999) และ Jacob, Lys et al. (1999) พบว่าขนาดของบริษัทหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับความต้องการแม่นยำในการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่จะมีทรัพยากรที่สนับสนุนการทำงานของนักวิเคราะห์ฯ มากกว่าบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็ก การวิจัยนี้วัดขนาดของบริษัทหลักทรัพย์โดยใช้มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมสิ้นปี เป็นเกณฑ์ในการแบ่งขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ โดยคำนวณสัดส่วนข้อมูลมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์รวมสิ้นปีของแต่ละบริษัท เทียบกับ มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์รวมสิ้นปีของทั้งตลาด แล้วแบ่งบริษัทหลักทรัพย์เป็น 2 กลุ่ม กลุ่มแรกคือบริษัทหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนมูลค่าสูงที่สุด 5 อันดับแรก กลุ่มที่สองคือบริษัทหลักทรัพย์ที่เหลือ ขนาดของบริษัทหลักทรัพย์จึงใช้ตัวแปรหุ่น (0,1) ถ้านักวิเคราะห์ฯ ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนมูลค่าสูงที่สุด 5 อันดับแรกให้ค่าเท่ากับ 1 ถ้าไม่ใช่ให้ค่าเท่ากับ 0

4.3.3.2.6 จำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตามพยากรณ์ (Number of distinct companies :  $NCOS$ ) คือ จำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ แต่ละคนติดตามพยากรณ์ในแต่ละปี การศึกษาที่ผ่านใช้จำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตามพยากรณ์ เป็นตัวแทนวัดความซับซ้อนของกลุ่มหลักทรัพย์ (portfolio complex) ที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตามพยากรณ์ ถ้านักวิเคราะห์ฯ ติดตามพยากรณ์หลักทรัพย์หลายบริษัท จะส่งผลให้ค่าพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ มีความถูกต้องลดลง เนื่องจากจะมีเวลาให้ความสนใจแต่ละบริษัทลดลง ดังนั้น ความถูกต้องค่าพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ มีความสัมพันธ์แปรผกผันกับจำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตามพยากรณ์ (Clement 1999, Call, Chen et al. 2009)

ตัวแปรนี้คำนวณโดยใช้ตัวแบบ (17) เรียกว่า จำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตามพยากรณ์ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของกลุ่ม (Mean-adjusted number of distinct companies :  $MNCOS$ ) โดยคำนวณจาก จำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ แต่ละคนติดตามในแต่ละปี ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ ทุกคนติดตามในแต่ละปี หารด้วย ค่าเฉลี่ยของจำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ ทุกคนติดตามในแต่ละปี ดังนี้

$$MNCOS_{it} = (NCOS_{it} - \overline{NCOS}_t) / \overline{NCOS}_t \quad (17)$$

โดย

$NCOS_{it}$  คือ จำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ  $i$  ติดตามทั้งหมดในปี  $t$

$\overline{NCOS}_t$  คือ ค่าเฉลี่ยจำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ ทุกคนติดตามในปี  $t$

4.3.3.2.6 จำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตามพยากรณ์ (Number of distinct industries :  $NISC$ ) คือจำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ฯ แต่ละคนติดตามพยากรณ์ในแต่ละปี จากผลการศึกษาของ Call, Chen et al. (2009) และ Clement (1999) พบว่าจำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตามพยากรณ์ มีความสัมพันธ์แปรผกผันกับความถูกต้องแม่นยำของค่าพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ ถ้านักวิเคราะห์ฯ ติดตามพยากรณ์หลายอุตสาหกรรม นักวิเคราะห์ฯ ต้องใช้ความพยายามในการหาข้อมูลมากขึ้น ความแม่นยำของการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ อาจลดลง

ตัวแปรนี้คำนวณโดยใช้ตัวแบบ (18) ตัวแปรนี้ เรียกว่า จำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตามพยากรณ์ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของกลุ่ม (Mean-adjusted number of distinct industries :  $MNISC$ ) โดยคำนวณจาก จำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ฯ แต่ละคน

ติดตามในแต่ละปี ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ฯ ทุกคนติดตามในแต่ละปี  
หารด้วย ค่าเฉลี่ยของจำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ฯ ทุกคนติดตามในแต่ละปี ดังนี้

$$MNISC_{it} = (NISC_{it} - \overline{NISC}_t) / \overline{NISC}_t \quad (18)$$

โดย

$NISC_{it}$  คือ จำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ฯ  $i$  ติดตามในปี  $t$

$\overline{NISC}_t$  คือ ค่าเฉลี่ยจำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ฯ ทุกคนติดตามในปี  $t$

4.3.3.2.7 ความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ 1 ปี  
ย้อนหลัง ( Lagged mean-adjusted absolute forecast error : *LMAFE* ) งานวิจัยในอดีตพบว่า  
ความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ ในอดีต เป็นปัจจัยหนึ่งที่กำหนดความแม่นยำใน  
การพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ ในปีปัจจุบัน (Brown 2001) ดังนั้น ความแม่นยำของการ  
พยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ 1 ปีย้อนหลังมีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับความแม่นยำใน  
การพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ ในปีปัจจุบัน

#### 4.4 วิธีการทดสอบสมมติฐานการวิจัย (Testing of hypothesizes)

##### 4.4.1 ตัวแบบที่ใช้แก้ปัญหาความเอนเอียงในการเลือกตัวอย่าง (Selection bias)

เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้ได้กำหนดวิธีการเลือกหน่วยตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง  
โดยเลือกบริษัทที่ต้องมีการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารและมีนักวิเคราะห์ฯ ติดตามออกตัวเลข  
พยากรณ์กำไรต่อหุ้น จากการเลือกหน่วยตัวอย่างวิธีนี้ทำให้เกิดปัญหาทางเศรษฐมิติที่เรียกว่า ปัญหา  
ความเอนเอียงในการเลือกตัวอย่าง (Selection bias) ซึ่งเป็นปัญหาที่เกิดขึ้นเมื่อตัวแปรตามไม่ได้ถูก  
เลือกตัวอย่างแบบสุ่มและถูกจำกัดในการเลือกเป็นหน่วยตัวอย่าง ความเอนเอียงจึงขึ้นมาเกิดจากการ  
ที่นักวิเคราะห์ฯ เลือกติดตามบางบริษัท และไม่เลือกติดตามบางบริษัท การศึกษานี้จึงแก้ปัญหา  
ดังกล่าวนี้โดยใช้วิธีของ Heckman (1979)

วิธีการของ Heckman (1979) มี 2 ขั้นตอน ในขั้นแรก (First-stage model) จะใช้  
ตัวแบบโพรบิต (Probit) ในสมการที่ (19) เพื่อคำนวณค่าตัวแปรที่ได้จากการประมาณเรียกว่า  
Inverse Mill Ratio (*Mills*) ของแต่ละบริษัท จากนั้นจะนำค่าดังกล่าวมาใส่เป็นตัวแปรควบคุมในตัว  
แบบขั้นที่สอง (Second- stage model) ซึ่งเป็นตัวแบบในการทดสอบสมมติฐานงานวิจัยหลักตามตัว  
ต่อไป



ตัวแบบโพรบิต (Probit) ที่ใช้ทดสอบในขั้นแรก (First-stage) ตามวิธีของ Heckman (1979) สำหรับการหาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผู้บริหารตัดสินใจออกคาดการณ์กำไร จะใช้ตัวแบบในสมการ (19) ซึ่งไม่ใช่เป็นตัวแทนหลักในการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย ดังนั้นจึงไม่มีการตั้งสมมติฐาน และไม่มีการกำหนดความคาดหวังของผลลัพธ์

$$\begin{aligned}
 MF_{jt} = & \alpha_0 + \alpha_1 CGSCORE_{jt} + \alpha_2 BIDASK_{jt} + \alpha_3 AFNO_{jt+1} + \alpha_4 ROA_{jt} \\
 & + \alpha_5 SIZE_{jt} + \alpha_6 MTB_{jt} + \alpha_7 LOSS_{jt} + \alpha_8 EVOL_{jt} \\
 & + Year \text{ and Industry effects} + \mathcal{E}_{jt}
 \end{aligned} \tag{19}$$

คำอธิบายตัวแปรสำหรับบริษัท  $j$  ปีที่  $t$

$MF_{jt}$  = การประกาศการคาดการณ์กำไรรายปีโดยผู้บริหาร กำหนดค่าเท่ากับ 1 ถ้าบริษัทประกาศการคาดการณ์กำไรรายปีของปี  $t$  อย่างน้อย 1 ครั้งหรือเท่ากับ 0 ถ้าในกรณีอื่น

$CGSCORE_{jt}$  = คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ของบริษัท  $j$  สำหรับปี  $t$  โดยกำหนดค่าตัวแปร ดังนี้

บริษัทที่ไม่มีคะแนน กำหนดค่าตัวแปร = 0

บริษัทที่ได้คะแนน 3 (ดี) กำหนดค่าตัวแปร = 1

บริษัทที่ได้คะแนน 4 (ดีมาก) กำหนดค่าตัวแปร = 2

บริษัทที่ได้คะแนน 5 (ดีเลิศ) กำหนดค่าตัวแปร = 3

$BIDASK_{jt}$  = ค่าเฉลี่ยของผลรวมผลต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและขายรายวันปรับตัวด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์สิ้นวัน ของบริษัท  $j$  ของแต่ละปีที่  $t$

$AFBIAS_{jt}$  = ผลต่างระหว่าง ตัวเลขการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยส่วนใหญ่ของนักวิเคราะห์ (Consensus forecast) ล่าสุดก่อนวันประกาศคาดการณ์กำไรของผู้บริหารครั้งสุดท้ายของปีกับผลกำไรต่อหุ้นจริง ปรับด้วยราคาหลักทรัพย์บริษัท  $j$  วันต้นปีที่  $t$

$AFSTD_{jt}$  = ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของการกระจายตัวของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตัวเลขการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยส่วนใหญ่ของนักวิเคราะห์ (Consensus forecast) ที่ประกาศก่อนสิ้นปีที่  $t$  ปรับด้วยราคาหลักทรัพย์ของบริษัท  $j$  ณวันต้นปีที่  $t$

$AFNO_{jt}$	=	จำนวนของนักวิเคราะห์ที่ติดตามหุ้นของบริษัท $j$ ในปี $t$
$SIZE_{jt}$	=	ขนาดของบริษัท คำนวณจากค่าลอการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัท $j$ ณวันสิ้นปีที่ $t$
$MTB_{jt}$	=	อัตราส่วนของมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีบริษัท $j$ ในปี $t$
$LOSS_{jt}$	=	ผลขาดทุนของบริษัทในปี $t$ กำหนดให้ค่าเท่ากับ 1 ถ้าบริษัทขาดทุนสุทธิในปี $t$ หรือเท่ากับ 0 ถ้าในกรณีอื่น
$EVOL_{jt}$	=	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสุทธิรายปีย้อนหลัง 5 ปี ของบริษัท $j$ สิ้นสุดปีที่ $t$
$ROA_{jt}$	=	ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท $j$ สำหรับปี $t$ คำนวณจากกำไรสุทธิก่อนต้นทุนทางการเงินและค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้หารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ยสำหรับปี $t$
$Year\ effects$	=	ตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2551-2555
$Industry\ effects$	=	ตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) สำหรับบริษัท $i$ ที่อยู่ใน 8 กลุ่มอุตสาหกรรมตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### 4.4.2 ตัวแบบที่ใช้ทดสอบสมมติฐานที่ 1.1 และ 2.1

การทดสอบสมมติฐานที่ 1.1 และ 2.1 จะใช้ตัวแบบที่ (20) และ (21) ซึ่งเป็นตัวแบบโลจิสต์ (Logit) เพื่อดูความสัมพันธ์ของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์กับรู้ความชัดเจนของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ตัวแบบที่ใช้มางานวิจัยของของ Sticker (1991) และ Cotter et al., (2006) และ Kross et al., (2011)

สมมติฐานที่ 1.1 นักวิเคราะห์ฯ จะปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นเมื่อได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลชัดเจนมากกว่าเมื่อได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลคลุมเครือ

สมมติฐานที่ 2.1 การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มีความสัมพันธ์กับความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

$$AFREV_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 QUANT_{jt} + \alpha_2 MFFREQ_{jt} + \alpha_3 CAR\_MF_{jt}$$

$$\begin{aligned}
& + \alpha_4 CRF_{jt} + \alpha_5 AFBIAS_{ijt} + \alpha_6 AFSTD_{ijt} + \alpha_7 MFDay_{jt} \\
& + \alpha_8 ROA_{jt} + \alpha_9 SIZE_{jt} + \alpha_{10} MTB_{jt} + \alpha_{11} LOSS_{jt} \\
& + \alpha_{12} EVOL_{jt} + \alpha_{13} Mills_{jt} \\
& + Year\ and\ Industry\ effects + \mathcal{E}_{ijt} \tag{20}
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
AFREV_{ijt} = & \alpha_0 + \alpha_1 POINT_{jt} + \alpha_2 RANGE_{jt} + \alpha_3 MFFREQ_{jt} \\
& + \alpha_4 CAR\_MF_{jt} + \alpha_5 CRF_{ijt} + \alpha_6 AFBIAS_{ijt} + \alpha_7 AFSTD_{ijt} \\
& + \alpha_8 MFDay_{jt} + \alpha_9 ROA_{jt} + \alpha_{10} SIZE_{jt} + \alpha_{11} MTB_{jt} \\
& + \alpha_{12} LOSS_{jt} + \alpha_{13} EVOL_{jt} + \alpha_{14} Mills_{jt} \\
& + Year\ and\ Industry\ effects + \mathcal{E}_{ijt} \tag{21}
\end{aligned}$$

คำอธิบายตัวแปรในตัวอย่างที่ (20) และ (21) มีดังนี้

$AFREV_{ijt}$	=	ค่าเท่ากับ 1 ถ้านักวิเคราะห์ที่ $i$ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของบริษัท $j$ ของปี $t$ หรือเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น
$QUANTI_{jt}$	=	ค่าเท่ากับ 1 หากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรเชิงปริมาณ หรือเท่ากับ 0 หากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรเชิงคุณภาพ ของบริษัท $j$ ในปี $t$
$POINT_{jt}$	=	ค่าเท่ากับ 1 หากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรแบบค่าเดียว หรือเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น ของ บริษัท $j$ ในปี $t$
$RANGE_{jt}$	=	ค่าเท่ากับ 1 หากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรแบบค่าช่วง หรือเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น ของ บริษัท $j$ ในปี $t$
$MFFREQ_{jt}$	=	จำนวนครั้งของการออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารตั้งแต่ต้นปีจนถึงวันก่อนผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรครั้งสุดท้ายของบริษัท $j$ ในปี $t$
$CAR\_MF_{jt}$	=	ค่าเท่ากับ 1 หากอัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีค่าเป็นบวกหรือเท่ากับ 0 หากมีค่าเป็นลบของบริษัท $j$ ในปี $t$
$CRF_{ijt}$	=	ผลตอบแทนสะสมจริงของบริษัทที่ปรับด้วยอัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของบริษัท $j$ ของนักวิเคราะห์ $i$ ในปี $t$
$AFBIAS_{ijt}$	=	ผลต่างระหว่าง ค่าตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยส่วนใหญ่ของนักวิเคราะห์ (Consensus forecast) ล่าสุดก่อนวันออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารครั้งสุดท้ายของปีกับผลกำไรต่อหุ้นจริง ปรับด้วยราคา

		หลักทรัพย์บริษัท $j$ ณวันต้นปีที่ $t$
$AFSTD_{jt}$	=	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของการกระจายตัวของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยส่วนใหญ่ของนักวิเคราะห์ (Consensus forecast) ที่ประกาศก่อนสิ้นปีที่ $t$ ปรับด้วยราคาหลักทรัพย์ของบริษัท $j$ ณวันต้นปีที่ $t$
$AFNO_{jt}$	=	จำนวนของนักวิเคราะห์ที่ติดตามหุ้นของบริษัท $j$ ในปี $t$
$SIZE_{jt}$	=	ขนาดของบริษัท คำนวณจากค่าลอการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัท $j$ ณวันสิ้นปีที่ $t$
$MTB_{jt}$	=	อัตราส่วนของมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีบริษัท $j$ ในปี $t$
$LOSS_{jt}$	=	ผลขาดทุนของบริษัทในปี $t$ กำหนดให้ค่าเท่ากับ 1 ถ้าบริษัทขาดทุนสุทธิในปี $t$ หรือเท่ากับ 0 ในกรณีอื่น
$MFDAY_{jt}$	=	จำนวนวันตั้งแต่วันที่ผู้บริหารประกาศประมาณการกำไรรายปีครั้งสุดท้ายจนถึงวันที่ประกาศผลกำไรสุทธิจริงของปี $t+1$
$EVOL_{jt}$	=	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสุทธิรายปีย้อนหลัง 5 ปี ของบริษัท $j$ สิ้นสุดปีที่ $t$
$ROA_{jt}$	=	ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท $j$ สำหรับปี $t$ คำนวณจากกำไรสุทธิก่อนต้นทุนทางการเงินและค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้ หารด้วย สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ยสำหรับปี $t$
$Mills_{jt}$	=	ค่า Inverse Mill Ratio ที่คำนวณได้จากตัวแบบโพรบิตในสมการ (15) ของบริษัท $j$ ในปี $t$

#### 4.4.3 ตัวแบบที่ใช้ทดสอบสมมติฐานที่ 1.2 และ 2.2

การทดสอบสมมติฐานที่ 1.2 และ 2.2 ใช้ตัวแบบ (22) และ (23) ซึ่งเป็นตัวแบบโลจิต (Logit) เพื่อดูความสัมพันธ์ของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ กับความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ตัวแบบที่ใช้มางานวิจัยของของ Stickel (1991), Cotter et al., (2006) และ Kross et al., (2011)

สมมติฐานที่ 1.2   ขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นนักวิเคราะห์ จากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ชัดเจนจะมากกว่าเมื่อได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่คลุมเครือ

สมมติฐานที่ 2.2 ขนาดการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มีความสัมพันธ์กับความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

$$\begin{aligned}
 \text{MagREV}_{ijt} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{QUANTI}_{jt} + \alpha_2 \text{MFFREQ}_{jt} + \alpha_3 \text{CAR\_MF}_{jt} \\
 &+ \alpha_4 \text{CRF}_{jt} + \alpha_5 \text{AFBIAS}_{ijt} + \alpha_6 \text{AFSTD}_{ijt} + \alpha_7 \text{MFDaY}_{jt} \\
 &+ \alpha_8 \text{ROA}_{jt} + \alpha_9 \text{SIZE}_{jt} + \alpha_{10} \text{MTB}_{jt} + \alpha_{11} \text{LOSS}_{jt} \\
 &+ \alpha_{12} \text{EVOL}_{jt} + \alpha_{13} \text{Mills}_{jt} \\
 &+ \text{Year and Industry effects} + \epsilon_{ijt} \quad (22)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{MagREV}_{ijt} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{POINT}_{jt} + \alpha_2 \text{RANGE}_{jt} + \alpha_3 \text{MFFREQ}_{jt} \\
 &+ \alpha_4 \text{CAR\_MF}_{jt} + \alpha_5 \text{CRF}_{jt} + \alpha_6 \text{AFBIAS}_{ijt} + \alpha_7 \text{AFSTD}_{ijt} \\
 &+ \alpha_8 \text{MFDaY}_{jt} + \alpha_9 \text{ROA}_{jt} + \alpha_{10} \text{SIZE}_{jt} + \alpha_{11} \text{MTB}_{jt} \\
 &+ \alpha_{12} \text{LOSS}_{jt} + \alpha_{13} \text{EVOL}_{jt} + \alpha_{14} \text{Mills}_{jt} \\
 &+ \text{Year and Industry effects} + \epsilon_{ijt} \quad (23)
 \end{aligned}$$

คำอธิบายตัวแปรในตัวแบบ (22) และ (23) เฉพาะตัวแปรตามที่มีเพิ่มเติม ได้แก่

$\text{MagREV}_{ijt}$  = ขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ  $i$  ของบริษัท  $j$  สำหรับปี  $t$

#### 4.4.4 ตัวแบบที่ใช้ทดสอบสมมติฐานที่ 3.1 และ 3.2

การทดสอบสมมติฐานที่ 3.1 จะใช้ตัวแบบ (24) ใช้เป็นการวิเคราะห์การถดถอย (Regression analysis) เพื่อหาความสัมพันธ์ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารกับความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ตัวแบบที่ใช้ได้มาจากการงานวิจัยของ (Clement (1999), Call, Chen et al. (2009))

สมมติฐานที่ 3.1 นักวิเคราะห์ฯ ที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากผู้บริหารประกาศการคาดการณ์กำไร จะมีความแม่นยำมากกว่าค่าเฉลี่ยตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ในกลุ่มที่ติดตามบริษัทเดียวกัน

การวิเคราะห์การถดถอย (Regression analysis) จะใช้ตัวแบบดังนี้

$$\begin{aligned} MAFE_{ijt} = & \beta_{0ijt} + \beta_1 AFREV_{ijt} + \beta_2 BSIZE_{ijt} + \beta_3 LMAFE_{ijt} + \beta_4 MFREQ_{ijt} \\ & + \beta_5 MAGE_{ijt} + \beta_6 MGEXP_{ijt} + \beta_7 MFEXP_{ijt} + \beta_8 MNCOS_{ijt} \\ & + \beta_9 MNISC_{ijt} + YEAR + \epsilon_{ij} \end{aligned} \quad (24)$$

โดย

$$MAFE_{ijt} = -1 \times (AFE_{ijt} - \overline{AFE}_{jt}) / \overline{AFE}_{jt} \quad (4)$$

คำอธิบายตัวแปรสำหรับนักวิเคราะห์แต่ละบุคคล  $i$  บริษัท  $j$  ปีที่  $t$  มีดังนี้

- $MAFE_{ijt}$  = ความแม่นยำของการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ฯ ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของนักวิเคราะห์ฯ  $i$  ของบริษัท  $j$  ของปี  $t$
- $\frac{AFE_{ijt}}{\overline{AFE}_{jt}}$  = ค่าสัมบูรณ์ความผิดพลาดของนักวิเคราะห์ฯ  $i$  ของบริษัท  $j$  ของปี  $t$
- $\overline{AFE}_{jt}$  = ค่าเฉลี่ยของค่าสัมบูรณ์ความผิดพลาดของนักวิเคราะห์ฯ ทุกคนที่ติดตามพยากรณ์บริษัท  $j$  ของปี  $t$
- $AFREV_{ijt}$  = ค่าเท่ากับ 1 ถ้านักวิเคราะห์ฯ  $i$  ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของบริษัท  $j$  ของปี  $t$  หรือเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น
- $BFSIZE_{ijt}$  = ค่าเท่ากับ 1 ถ้านักวิเคราะห์ฯ  $i$  ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ 1 ใน 5 ของบริษัทหลักทรัพย์ทั้งหมด ที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี  $t$  หรือค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น
- $LMAFE_{ijt}$  = ความแม่นยำของการพยากรณ์ 1 ปีย้อนหลังของนักวิเคราะห์ฯ  $i$  ของบริษัท  $j$  ในปี  $t-1$
- $MFREQ_{ijt}$  = จำนวนครั้งของออกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปีของนักวิเคราะห์ฯ  $i$  ของบริษัท  $j$  ที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี  $t$  ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนครั้ง
- $MAGE_{ijt}$  = จำนวนวันที่นับตั้งแต่วันที่นักวิเคราะห์ฯ  $i$  ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อ

		หุ้นของบริษัท $j$ จนถึงวันที่ประกาศกำไรจริงของปี $t$ และปรับด้วย ค่าเฉลี่ยของจำนวนวัน
$MGEXP_{ijt}$	=	จำนวนปีที่นักวิเคราะห์ $i$ ออกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของทุกบริษัท ที่ เกิดขึ้น ระหว่าง ปี $t$ ปรับด้วยค่าเฉลี่ยจำนวนปี
$MFEXP_{ijt}$	=	จำนวนปีที่นักวิเคราะห์ $i$ ติดตามและออกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปี ของบริษัท $j$ ที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี $t$ ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนปี
$MNCOS_{ijt}$	=	จำนวนบริษัททั้งหมดที่นักวิเคราะห์ $i$ ติดตามและออกตัวเลขพยากรณ์ กำไรต่อหุ้น ที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี $t$ ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนบริษัท
$MNISC_{ijt}$	=	จำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ $i$ ติดตามที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี $t$ ถึงปี ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนอุตสาหกรรม

การทดสอบสมมติฐานที่ 3.2 จะใช้ตัวแบบ (25) ใช้เป็นการวิเคราะห์การถดถอย (Regression analysis) เพื่อหาความสัมพันธ์ของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรกับความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ รายคน โดยใช้ตัวแบบที่ใช้ได้มาจากการงานวิจัยของ (Clement (1999), Call, Chen et al. (2009))

สมมติฐานที่ 3.2 นักวิเคราะห์ ที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น หลังจากผู้บริหารประกาศการคาดการณ์กำไร จะมีความแม่นยำมากกว่าตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นก่อนผู้บริหารประกาศการคาดการณ์กำไร

$$\begin{aligned}
 ChgAFE_{ijt} = & \beta_0_{ijt} + \beta_1 AFREV_{ijt} + \beta_2 BSIZE_{ijt} + \beta_3 LMAFE_{ijt} + \beta_4 MFREQ_{ijt} \\
 & + \beta_5 MAGE_{ijt} + \beta_6 MGEXP_{ijt} + \beta_7 MFEXP_{ijt} + \beta_8 MNCOS_{ijt} \\
 & + \beta_9 MNISC_{ijt} + YEAR + \epsilon_{ij}
 \end{aligned} \quad (25)$$

โดย

$$ChgAFE_{ijt} = (-1) * | ( AFE_{after,ijt} - AFE_{before,ijt} ) / Price_{t-1} | \quad (7)$$

คำอธิบายตัวแปรตามเพิ่มเติมสำหรับนักวิเคราะห์ แต่ละบุคคล  $i$  บริษัท  $j$  ปีที่  $t$  มีดังนี้

$ChgAFE_{ijt}$	=	ผลต่างค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นก่อนและหลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารของนักวิเคราะห์ $i$ ของบริษัท $j$ ในปี $t$
$AFE_{before,ijt}$	=	ค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นก่อนการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารของนักวิเคราะห์ $i$ ของบริษัท $j$ สำหรับปี $t$
$AFE_{iafter,ijt}$	=	ค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารของนักวิเคราะห์ $i$ ของบริษัท $j$ สำหรับปี $t$
$FC_{ibefore,ijt}$	=	ค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นครั้งหลังสุดก่อนการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารของนักวิเคราะห์ $i$ ของบริษัท $j$ สำหรับปี $t$
$FC_{iafter,ijt}$	=	ค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นครั้งแรกสุดหลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารของนักวิเคราะห์ $i$ ของบริษัท $j$ สำหรับปี $t$
$AE_{jt}$	=	กำไรต่อหุ้นจากผลประกอบการจริงของบริษัท $j$ สำหรับปี $t$

#### 4.5 ปัญหาความเอนเอียงจากการเลือกตัวอย่าง (Selection Bias)

เนื่องจากการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นการเปิดเผยโดยสมัครใจ และการทดสอบสมมติฐาน 1 และ 2 จึงขึ้นอยู่กับความเอนเอียงจากการเลือกตัวอย่าง (Self-selection bias) เนื่องจากการวิจัยต้องการศึกษาการตอบสนองของพฤติกรรมของนักวิเคราะห์จากการได้รับข้อมูลการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ดังนั้นบริษัทที่จะใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยจึงถูกเลือกด้วยเงื่อนไขที่สำคัญสองประการคือ เป็นบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ ติดตามและบริษัทที่ออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร จากเหตุผลดังกล่าวกลุ่มตัวอย่างที่ถูกเลือกมาใช้ในการศึกษานี้จึงไม่ถูกเลือกโดยอิสระ ทำให้กลุ่มตัวอย่างมีความเอนเอียงจากการที่มีนักวิเคราะห์ ติดตามและไม่ติดตาม

การแก้ปัญหาค่าความเอนเอียงในการเลือกตัวอย่างจากงานวิจัยนี้จะใช้วิธีของ Heckman (1979) โดยตัวแบบขั้นแรก (First – stage model) ผู้วิจัยจะใช้ตัวแบบโพรบิต (Probit model) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจประกาศหรือไม่ประกาศการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร เป็นตัวแบบที่ใช้ตามงานวิจัยของ Ajinkya et al.(2005) ,Chen et al.(2008) และ Choi et al.(2011)

$$\begin{aligned}
 MF_{jt} = & \alpha_0 + \alpha_1 CGSCORE_{jt} + \alpha_2 BIDASK_{jt} + \alpha_3 AFNO_{jt+1} + \alpha_4 ROA_{jt} \\
 & + \alpha_5 SIZE_{jt} + \alpha_6 MTB_{jt} + \alpha_7 LOSS_{jt} + \alpha_8 EVOL_{jt} \\
 & + Year \text{ and Industry effects} + \mathcal{E}_{jt}
 \end{aligned} \tag{19}$$



คำอธิบายตัวแปรสำหรับบริษัท  $j$  ปีที่  $t$

$MF_{j,t}$	=	การประกาศการคาดการณ์กำไรรายปีโดยผู้บริหาร กำหนดค่าเท่ากับ 1 ถ้าบริษัทประกาศการคาดการณ์กำไรรายปีของปี $t$ อย่างน้อย 1 ครั้งหรือเท่ากับ 0 ถ้าในกรณีอื่น
$CGSCORE_{jt}$	=	คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ของบริษัท $j$ สำหรับปี $t$ โดยกำหนดค่าตัวแปร ดังนี้ บริษัทที่ไม่มีคะแนน กำหนดค่าตัวแปร = 0 บริษัทที่ได้คะแนน 3 (ดี) กำหนดค่าตัวแปร = 1 บริษัทที่ได้คะแนน 4 (ดีมาก) กำหนดค่าตัวแปร = 2 บริษัทที่ได้คะแนน 5 (ดีเลิศ) กำหนดค่าตัวแปร = 3
$BIDASK_{jt}$	=	ค่าเฉลี่ยของผลรวมผลต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและขายรายวันปรับด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์สิ้นวัน ของบริษัท $j$ ของแต่ละปีที่ $t$
$AFBIAS_{jt}$	=	ผลต่างระหว่าง ตัวเลขการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยส่วนใหญ่ของนักวิเคราะห์ (Consensus forecast) ล่าสุดก่อนวันประกาศการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารครั้งสุดท้ายของปีกับผลกำไรต่อหุ้นจริง ปรับด้วยราคาหลักทรัพย์บริษัท $j$ วันต้นปีที่ $t$
$AFSTD_{jt}$	=	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของการกระจายตัวของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตัวเลขการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยส่วนใหญ่ของนักวิเคราะห์ (Consensus forecast) ที่ประกาศก่อนสิ้นปีที่ $t$ ปรับด้วยราคาหลักทรัพย์ของบริษัท $j$ ณวันต้นปีที่ $t$
$AFNO_{jt}$	=	จำนวนของนักวิเคราะห์ที่ติดตามหุ้นของบริษัท $j$ ในปี $t$
$SIZE_{jt}$	=	ขนาดของบริษัท คำนวณจากค่าลอการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัท $j$ ณวันสิ้นปีที่ $t$
$MTB_{jt}$	=	อัตราส่วนของมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีบริษัท $j$ ในปี $t$
$LOSS_{jt}$	=	ผลขาดทุนของบริษัทในปี $t$ กำหนดให้ค่าเท่ากับ 1 ถ้าบริษัทขาดทุนสุทธิในปี $t$ หรือเท่ากับ 0 ถ้าในกรณีอื่น
$EVOL_{jt}$	=	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสุทธิรายปีย้อนหลัง 5 ปี ของบริษัท $j$ สิ้นสุดปีที่ $t$
$ROA_{jt}$	=	ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท $j$ สำหรับปี $t$ คำนวณจากกำไรสุทธิ

ก่อนต้นทุนทางการเงินและค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้ หารด้วย สินทรัพย์รวมแล้ว  
เฉลี่ยสำหรับปี  $t$

*Year effects* = ตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2551-2555

*Industry effects* = ตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) สำหรับบริษัท  $i$  ที่อยู่ใน 8 กลุ่ม  
อุตสาหกรรมตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

งานวิจัยในอดีตของ Ajinkya, Bhojraj et al. (2005) and Karamanou and Vafeas (2005) แสดงหลักฐานว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลที่ดีมีแนวโน้มที่ผู้บริหารจะออกคาดการณ์กำไรมากกว่า ตัวแปรที่เป็นตัวแทนของการกำกับดูแลได้แก่ นักลงทุนประเภทสถาบัน (Institutional ownership) และกรรมการอิสระ (Board independence) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับแนวโน้มที่ผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร อธิบายได้ว่าบริษัทที่ตัดสินใจออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารพบว่าสัดส่วนนักลงทุนประเภทสถาบันสูงกว่าบริษัทที่ไม่ออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร กรรมการอิสระ<sup>28</sup> คือ กรรมการที่ไม่ได้บริหารจัดการบริษัทและไม่มีส่วนได้เสียในบริษัท บริษัทที่ผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรจะมีสัดส่วนกรรมการอิสระมากกว่าบริษัทที่ไม่ออกคาดการณ์กำไร ดังนั้นตัวแปรข้างต้นจึงเป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของผู้บริหารต่อการออกการคาดการณ์กำไร การศึกษานี้ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยซึ่งมีข้อจำกัดจากการเก็บรวบรวมตัวแปรข้างต้นที่ส่งผลให้ข้อมูลมีไม่ครบถ้วนสมบูรณ์ ดังนั้นตัวแปรนักลงทุนประเภทสถาบันและกรรมการอิสระจึงไม่ได้ถูกนำมาวิเคราะห์ไว้ในตัวแบบ แต่การศึกษานี้ได้หาตัวแปรอื่นที่สามารถใช้เป็นตัวแทนการกำกับดูแลกิจการที่ดีแทน

การศึกษานี้ได้เพิ่มตัวแปร คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGSCORE) ที่จัดทำโดย สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ภายใต้การสนับสนุนของของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.)<sup>29</sup>

<sup>28</sup> คณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องมีจำนวนกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด โดยมีผลใช้บังคับตั้งแต่การประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2553 เนื่องจากกรรมการอิสระเป็นกลไกสำคัญในการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพิ่มประสิทธิภาพ และมีส่วนให้การบริหารจัดการของบริษัทที่มีความโปร่งใสและเป็นไปเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยรวม

<sup>29</sup> โครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย ที่เริ่มมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 ในช่วงแรกซึ่งเป็นสำรวจเฉพาะบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่ที่สุด 100 และ 200 อันดับแรกนับจากมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดตามลำดับ ต่อมาปี พ.ศ. 2546 เป็นต้นมา ได้ขยายการสำรวจบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวนบริษัทที่ทำการสำรวจการกำกับดูแลกิจการระหว่างปี พ.ศ. 2551 จำนวน 448 บริษัท พ.ศ. 2552 จำนวน 290 บริษัท พ.ศ. 2553 จำนวน 480 บริษัท พ.ศ. 2554 จำนวน 497 บริษัท และพ.ศ. 2555 จำนวน 513 บริษัท ผลการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนจะแสดงเป็นคะแนนที่สะท้อนคุณภาพของการบริหารงานของบริษัทตามหลักบรรษัทภิบาลที่ดี โดยให้คะแนนเท่ากับ 1-5 บริษัทที่ได้ผล

หลักเกณฑ์การให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน มีกรอบพิจารณา 5 หมวด เมื่อพิจารณาจากเนื้อหาอย่างละเอียดพบว่า หมวดสิทธิของผู้ถือหุ้น (Rights of shareholders) กำหนดหลักเกณฑ์ว่า บริษัทควรมีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันรวมกันมากกว่าร้อยละ 5 หมวดความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (Board responsibilities) มีหลักเกณฑ์การกำหนดความเป็นอิสระของกรรมการไว้หลายข้อ ดังนั้นจึงอาจสรุปได้ว่า คะแนนการประเมินคุณภาพบรรษัทภิบาลสามารถใช้เป็นตัววัดค่าแทน ตัวแปรนักลงทุนประเภทสถาบันและกรรมการอิสระ และเป็นตัวแปรที่สะท้อนการกำกับดูแลกิจการที่ดีภายใต้สภาพแวดล้อมของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยได้ สำหรับการรายงานผลคะแนนดังกล่าวทางสมาคมจะเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับดีขึ้นไป (ได้คะแนนระหว่าง 3-5 เท่านั้น) ซึ่งมี 3 กลุ่ม คือ ดี ดีมาก และดีเลิศ ดังนั้นบริษัทที่ได้คะแนนน้อยกว่า 3 จะไม่ถูกเปิดเผยชื่อ ทำให้ไม่สามารถประเมินคุณภาพการกำกับดูแลบริษัทกลุ่มนี้ได้อย่างชัดเจน ดังนั้นการกำหนดค่าตัวแปรนี้จึงได้กำหนดวิธีการวัดค่าตัวแปรคะแนนการประเมินคุณภาพบรรษัทภิบาล (CGSCORE) ใหม่ดังนี้ บริษัทจดทะเบียนที่ไม่มีคะแนนดังนั้นบริษัทที่ไม่มีค่าคะแนน ซึ่งประกอบไปด้วยบริษัท ที่ได้คะแนนต่ำกว่า 3 และบริษัทที่ไม่ได้ถูกประเมิน กำหนดให้มีค่าเท่ากับ = 0 บริษัทที่ได้คะแนน 3 กำหนดให้มีค่าเท่ากับ = 1 บริษัทที่ได้คะแนน 4 กำหนดให้มีค่าเท่ากับ = 2 บริษัทที่ได้คะแนน 5 กำหนดให้มีค่าเท่ากับ = 3

กล่าวโดยสรุปได้ว่า คะแนนการประเมินคุณภาพบรรษัทภิบาล (CGSCORE) ที่ใช้วัดคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการที่ดี แทนตัวแปรนักลงทุนประเภทสถาบันและกรรมการอิสระ มีความเหมาะสมและสอดคล้องกับสภาพแวดล้อมของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย อีกทั้งยังช่วยสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนเห็นความสำคัญของการเพิ่มประสิทธิภาพของการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการเพื่อให้ผลการประเมินดีขึ้น นักลงทุน นักวิเคราะห์ฯ และผู้ที่สนใจได้ใช้ข้อมูลนี้ประกอบการตัดสินใจบนพื้นฐานความเชื่อมั่นที่มีต่อบริษัทมากขึ้น

---

การประเมิน ดีเลิศ คะแนน = 5 บริษัทที่ได้ผลการประเมิน ดีมาก คะแนน = 4 บริษัทที่ได้ผลการประเมิน ดี คะแนน = 3 บริษัทที่ได้ผลการประเมิน ดีพอใช้ คะแนน = 2 บริษัทที่ได้ผลการประเมิน ผ่าน คะแนน = 1

## บทที่ 5

### การวิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัย

เนื้อหาบทนี้จะแสดงการวิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัยเชิงประจักษ์ จากการเก็บรวบรวมข้อมูลตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยจะแบ่งเนื้อหาออกเป็น 3 ส่วนหลัก คือ 1) การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย ประกอบด้วยข้อมูลทั่วไป สถิติเชิงพรรณนาและผลจากการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย 2) การแก้ไขปัญหาความเอนเอียงในการเลือกตัวอย่าง และ 3) การทดสอบเพิ่มเติม (Additional test)

#### 5.1 การทดสอบสมมติฐานที่ 1.1 และ 2.1

สมมติฐานงานวิจัยที่ 1.1 และ 2.1 เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของความชัดเจนและความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ส่งผลกระทบต่อการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ผลการศึกษามีดังนี้

##### 5.1.1 ลักษณะทั่วไปของข้อมูลตัวอย่าง (Sample description)

###### 5.1.1.1 ข้อมูลทั่วไปของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

ตัวแปรอิสระในการศึกษานี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่เปิดเผยการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารและมีนักวิเคราะห์ฯ ติดตามออกค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นตารางที่ 2 จะแสดงการเลือกหน่วยตัวอย่างและการคัดเลือกข้อมูลตามเงื่อนไขของการวิจัย

## ตารางที่ 2 ข้อมูลทั่วไปของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

### ส่วนที่ 1 การเลือกหน่วยตัวอย่าง

	จำนวนตัวอย่าง	ร้อยละ
บริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ฯ ระหว่างปี พ.ศ.2551-2555	2,527	100.00
<u>หัก</u> บริษัทจดทะเบียนที่แก้ไขการดำเนินงานไม่ได้ตามกำหนด (NPG) และ บริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายถูกเพิกถอน (NC)	(160)	(6.3)
บริษัทที่รวมกิจการ และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	(161)	(6.4)
บริษัทจดทะเบียนคงเหลือขั้นต้น	2,206	87.3
<u>หัก</u> บริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ ไม่ติดตามและมีข้อมูลไม่สมบูรณ์	(1,556)	(61.6)
บริษัทที่ไม่ออกการคาดการณ์กำไร	(66)	(2.6)
บริษัทจดทะเบียนคงเหลือสุดท้าย : บริษัท - ปี (Firm-year)	584	23.1
บริษัทจดทะเบียนคงเหลือสุดท้าย : บริษัท (Firms)	125	
จำนวนการออกการคาดการณ์กำไร	3,099	

### ส่วนที่ 2 การจำแนกข้อมูลบริษัทจดทะเบียนตามการติดตามของนักวิเคราะห์ฯ ระหว่างปี พ.ศ. 2551-2555

	นักวิเคราะห์ฯ ติดตาม	นักวิเคราะห์ฯ ไม่ติดตาม	รวม
บริษัทที่ออกการคาดการณ์กำไรอย่างน้อย 1 ครั้งต่อปี	584 (89.8 %)	789 (50.7 %)	1,373 (62.2 %)
บริษัทที่ไม่มีออกการคาดการณ์กำไร	66 (10.2 %)	767 (49.3 %)	1,162 (37.8 %)
รวม บริษัท - ปี (Firm-year)	650 (100 %)	1,556 (100 %)	2,206 (100%)

ตารางที่ 2 ส่วนที่ 1 แสดงการเลือกจำนวนตัวอย่างและการคัดเลือกข้อมูลตามเงื่อนไข ข้อมูลเริ่มต้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551-2555 มีหน่วยตัวอย่างทั้งหมด 2,527 ตัวอย่าง (Firm-year observations) หักบริษัทจดทะเบียนที่แก้ไขการดำเนินงานไม่ได้ตามกำหนด (NPG) และบริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายถูกเพิกถอน(NC) จำนวน 160 ตัวอย่าง บริษัทที่รวมกิจการในระหว่างปีที่ศึกษา และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 161 ตัวอย่าง บริษัทที่ไม่มีนักวิเคราะห์ฯ ติดตามออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น จำนวน 1,556 ตัวอย่าง

ซึ่งรวมบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ ไม่ติดตามและมีข้อมูลไม่สมบูรณ์ เป็นบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตามไม่สม่ำเสมอและเป็นบริษัทที่เข้าใหม่หรือบริษัทที่ขอถอนตัวออกจากตลาดหลักทรัพย์ในระหว่างปีที่ศึกษา นอกจากนี้ ยังพบว่าบริษัทที่ผู้บริหารไม่เปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรอีก 66 ตัวอย่างแต่มีนักวิเคราะห์ฯ ติดตาม จึงทำให้หน่วยตัวอย่างบริษัทคงเหลือจำนวน 584 ตัวอย่างและมีจำนวนข่าวการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารจำนวน 3,099 ตัวอย่าง

ตารางที่ 2 ส่วนที่ 2 แสดงการจำแนกบริษัทตามการติดตามของนักวิเคราะห์ฯ จากจำนวนตัวอย่างทั้งหมด 2,206 ตัวอย่าง พบว่า มีนักวิเคราะห์ฯ ติดตามจำนวน 650 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 29.5 นักวิเคราะห์ฯ ไม่ติดตามจำนวน 1,556 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 70.5 ในขณะที่ ถ้าแบ่งตามการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร พบว่าบริษัทที่เปิดเผยการคาดการณ์กำไรอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง มีจำนวน 1,373 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 62.2 บริษัทที่ไม่เปิดเผยการคาดการณ์กำไรมีจำนวน 833 ตัวอย่างคิดเป็นร้อยละ 37.8



ตารางที่ 3 การคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเฉพาะบริษัทที่มีนักวิเคราะห์ที่ติดตามจำนวนข้อมูลอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนครั้ง	จำนวนบริษัท	ร้อยละต่อบริษัทที่ออกคาดการณ์	ร้อยละต่อทั้งหมด	ร้อยละต่อบริษัทที่ออกคาดการณ์	ร้อยละต่อทั้งหมด	ร้อยละต่อบริษัทที่ออกคาดการณ์	ร้อยละต่อทั้งหมด	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)	ค่าต่ำสุด (Min)	ค่าสูงสุด (Max)
	(ก)	(ข)	(ค)	(ง)	(จ)	(ฉ)	(ช)	(ฅ)	(ณ)	(ม)	(ด)	(บ)
1. เกษตรและอุตสาหกรรมเกษตร	284	12	9.6	30.0	2.5	8.03	9	1	14			
2. สินค้าอุปโภคบริโภค	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
3. ธุรกิจการเงิน	283	9	7.2	15.8	1.8	7.56	7	1	12			
4. สินค้าอุตสาหกรรม	243	13	10.4	17.1	2.7	6.03	6	1	13			
5. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	974	33	26.4	26.8	6.8	7.60	7	1	14			
6. ทรัพยากร	306	14	11.2	51.8	2.9	5.74	6	1	10			
7. บริการ	593	24	19.2	27.9	5.0	7.19	7	1	16			
8. เทคโนโลยี	416	20	16.0	55.5	4.1	5.43	6	1	10			
รวม	3,099	125	100	484	25.8	6.96	7	1	16			
บริษัท-ปีทั้งหมด		584		2,527	23.1							

จำนวนครั้ง คือ จำนวนครั้งของการคาดการณ์กำไรรายปีของผู้บริหารตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551-2555 จำนวนบริษัท (ก) คือ บริษัทที่มีออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารอย่างน้อยปีละ 1 ครั้งและมีนักวิเคราะห์ที่ติดตาม

ร้อยละต่อบริษัทที่ออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร (ข) คือ สัดส่วนของบริษัทที่ออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร ต่อจำนวนบริษัทที่ออกคาดการณ์กำไรทั้งหมด 125 บริษัท

จำนวนบริษัททั้งหมด (ง) คือ จำนวนบริษัททั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ สิ้นปี พ.ศ. 2555

ร้อยละต่อบริษัทในและกลุ่มอุตสาหกรรม (จ) คือ สัดส่วนของบริษัทที่ออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร (ก) ต่อบริษัททั้งหมด (ค) ทั้งหมดในและอุตสาหกรรม (ง = ก/ค)

ร้อยละต่อบริษัททั้งหมด (ฉ) คือ สัดส่วนของบริษัทที่ออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารต่อกลุ่มอุตสาหกรรม (ค) ต่อบริษัททั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 484 บริษัท

ตารางที่ 3 บริษัทชั้นสุดท้ายจำนวน 584 ตัวอย่าง ที่มีการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารอย่างน้อย 1 ครั้งต่อปีและมีนักวิเคราะห์ฯ ติดตามมีจำนวน 3,099 ครั้ง จำแนกข่าวการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ตามกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์ฯ พบว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร แต่เนื่องจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ไม่มีนักวิเคราะห์ฯ ให้ความสนใจติดตาม ถึงแม้จะมีจำนวนบริษัททั้งหมด 39 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 8 ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ฯ ทั้งหมด ดังนั้นในตารางที่ 2 จึงไม่มีการแสดงข้อมูลการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร จำนวนบริษัททั้งหมดที่ออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารมีจำนวน 125 บริษัท บริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีสัดส่วนบริษัทที่ออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารสูงสุด 33 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 26.4 ของบริษัททั้งหมดที่ออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร รองลงมาได้แก่บริษัทในกลุ่มบริการที่ออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารคิดเป็นร้อยละ 19.2 (คอลัมภ์ ข) จากข้อมูลดังกล่าว ผู้วิจัยให้ข้อสังเกตว่า บริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมากที่สุด อาจเกิดจากเป็นธุรกิจที่ผู้บริหารสามารถประมาณการผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทได้ง่ายจากการมีข้อมูลยอดขายรอการโอน (Back log) หรือยอดขายที่ทำสัญญาจองไว้แล้ว (Pre-sale) ซึ่งเป็นข้อมูลที่จะช่วยคำนวณการคาดการณ์กำไรในอนาคตได้ชัดเจนและถูกต้องมากขึ้น

เมื่อพิจารณาเฉพาะสัดส่วนในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม (คอลัมภ์ ง) พบว่าบริษัทของกลุ่มเทคโนโลยี และกลุ่มทรัพยากร มีสัดส่วนจำนวนบริษัทที่เปิดเผยการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารเกินอัตราร้อยละ 50 ของบริษัททั้งหมดที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน กลุ่มเทคโนโลยี มีบริษัทออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารจำนวน 20 บริษัทจากบริษัททั้งหมด 36 บริษัท คิดเป็นอัตราร้อยละ 55.5 กลุ่มทรัพยากรมีบริษัทออกข่าวการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารจำนวน 14 บริษัทจากบริษัททั้งหมด 27 บริษัท คิดเป็นอัตราร้อยละ 51.8 สังเกตได้ว่าทั้งสองอุตสาหกรรมนี้ผู้บริหารส่วนใหญ่สมัครใจเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรอย่างกว้างขวาง อาจให้ข้อสังเกตได้ว่า บริษัทที่เป็นคู่แข่งหลักส่วนใหญ่ในอุตสาหกรรมทั้งสองกลุ่มนี้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งทำให้ส่งเสริมให้เปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์ที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน

ในคอลัมภ์ (ง) จะแสดงสัดส่วนของบริษัทที่ออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารต่อบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ฯ พบว่า กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีบริษัทที่ออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร 33 บริษัทคิดเป็นร้อยละ 6.8 ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด กลุ่มบริการมีบริษัทออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร 24 บริษัทคิดเป็นร้อยละ 5 ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด และเมื่อดูจำนวนบริษัททั้งหมดที่ออกคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารพบว่ามีจำนวน 125 บริษัท



คิดเป็นร้อยละ 25.8 ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของ Jarutakanont (2008) บางส่วนที่พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรม 3 อันดับแรกที่เปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารในสัดส่วนที่สูงที่สุด ได้แก่ อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง บริการ สินค้าอุตสาหกรรม แต่ในงานวิจัยนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมที่เปิดเผยการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารเป็นอันดับที่สามได้แก่ เทคโนโลยี

ค่าสถิติพรรณนาเบื้องต้นของ การจำแนกข้อมูลข่าวการคาดการณ์ทั้งหมด 3,099 ครั้ง ของ 584 ตัวอย่าง มีค่าเฉลี่ยของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเท่ากับ 6.9 ครั้งต่อปี ค่ามัธยฐานเท่ากับ 7 ครั้ง บริษัทที่การออกการคาดการณ์กำไรต่อปีสูงสุดมีจำนวน 16 ครั้งเป็นบริษัทในกลุ่มบริการ ซึ่งเป็นกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจบันเทิงและสื่อสารมวลชน ห้างสรรพสินค้า โรงแรม โรงพยาบาล ซึ่งเป็นกลุ่มธุรกิจที่มีข่าวประชาสัมพันธ์ออกสื่อบ่อยอย่างสม่ำเสมอ นอกจากนี้ยังมีข้อสังเกตว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมเกษตรมีค่าเฉลี่ยการออกการคาดการณ์กำไรสูงสุด เท่ากับ 8.03 ค่ามัธยฐานเท่ากับ 9 อาจเกิดจากมีจำนวนบริษัทในกลุ่มน้อยราย ในขณะที่กลุ่มทรัพยากรมีค่าเฉลี่ยเพียง 5.75 ค่ามัธยฐานเท่ากับ 6 บริษัทที่ออกการคาดการณ์กำไรคิดเป็นร้อยละ 2.9 ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด

**ตารางที่ 4 การจำแนกตามความถี่ของการออกข่าวการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร**

ความถี่ (Frequency)	จำนวนครั้ง (N)	ร้อยละ (%)
1-3	315	10.16
4-7	1,646	53.12
8-11	864	27.88
12-16	274	8.84
รวม	3,099	100.00

ตารางที่ 4 แสดงการจำแนกความถี่การออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร โดยแบ่งความถี่ของการออกเป็นช่วงความถี่ พบว่า ความถี่ของบริษัทที่ออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารมากที่สุดอยู่ระหว่าง 4-7 ครั้ง คิดเป็นร้อยละ 53.12 ความถี่จำนวน 8-11 ครั้งคิดเป็นร้อยละ 27.88 ความถี่จำนวน 1-3 ครั้งคิดเป็นร้อยละ 10.16 และมีเพียงร้อยละ 8.84 ที่บริษัทออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารมีความถี่สูงเป็นจำนวน 12-16 ครั้ง นอกจากนี้บริษัทที่ออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารจำนวน 1 ครั้ง มี 68 ตัวอย่างคิดเป็นร้อยละ 2.19 (ไม่มีตารางแสดงข้อมูลประกอบ) ผลการศึกษา

ในอดีตของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในประเทศไทยของ Jarutakanont (2008) พบว่าบริษัทส่วนใหญ่ร้อยละ 39 ออก cáoคาคการณ์กำไรโดยผู้บริหารจำนวน 1-5 ครั้ง ร้อยละ 26 ออก cáoคาคการณ์กำไรโดยผู้บริหารจำนวน 5-10 ครั้ง และบริษัทที่ออก cáoคาคการณ์กำไรโดยผู้บริหารจำนวน 1 ครั้งมี 35 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 12 งานวิจัยของ McNichols (1989) พบว่า ร้อยละ 69 ที่ผู้บริหารออก cáoคาคการณ์กำไร 1 ครั้ง การศึกษาของ Rogers and Stocken (2005) พบว่าร้อยละ 63 ที่ผู้บริหารออก cáoคาคการณ์ 1 ครั้งภายใน 5 ปี จากหลักฐานข้างต้น ชี้ให้เห็นว่า ผู้บริหารมีแนวโน้มออก cáoคาคการณ์กำไรบ่อยครั้งขึ้น โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียนของประเทศไทยที่มีนักวิเคราะห์ติดตาม พบว่าบริษัทมากกว่าร้อยละ 50 ที่ผู้บริหารออก cáoคาคการณ์กำไรอย่างน้อย 5 ครั้ง แสดงว่า ตลาดต้องการข้อมูลการออกการ cáoคาคการณ์กำไรของผู้บริหาร เพื่อใช้ประมาณการผลประกอบการในอนาคตของบริษัทที่นักลงทุนสนใจ





ตารางที่ 5 แสดงการจำแนกข้อมูลตามลักษณะข้อมูลการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร จำนวน 3,099 ตัวอย่าง พบว่าผู้บริหารให้ข้อมูลเชิงปริมาณ (ให้ข้อมูลตัวเลขประกอบชัดเจน) คิดเป็นร้อยละ 90 และข้อมูลเชิงคุณภาพ (ไม่มีการให้ข้อมูลตัวเลขประกอบชัดเจน) คิดเป็นร้อยละ 10 การคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลเป็นตัวเลข สามารถจำแนกประเภทข้อมูลออกได้อีก 2 ลักษณะคือ ข้อมูลค่าเดียว (Point) และค่าช่วง (Range) พบว่า การคาดการณ์กำไรของผู้บริหารส่วนใหญ่ข้อมูลค่าเดียว คิดเป็นร้อยละ 71.3 ค่าช่วงคิดเป็นร้อยละ 23.4 และให้ข้อมูลทั้งค่าเดียวและค่าช่วงคิดเป็นร้อยละ 5.3 เมื่อแบ่งรายการของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็น รายได้และกำไร พบว่า ผู้บริหารส่วนใหญ่ออกการคาดการณ์รายได้ (Revenue) คิดเป็นร้อยละ 87.3 และผู้บริหารให้ข้อมูลการคาดการณ์อัตราการเติบโตของรายได้ มากที่สุดร้อยละ 51.2 รองลงมาเป็นการให้ข้อมูลการคาดการณ์ยอดขายร้อยละ 42.2 ผู้บริหารให้ข้อมูลรายการคาดการณ์กำไร (Earnings) เพียงร้อยละ 6.5 ของรายการทั้งหมด และส่วนใหญ่จะเป็นการคาดการณ์อัตราการเติบโตของกำไร ผลรวมของการจำแนกลักษณะข้อมูลหรือรายการของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีจำนวนมากกว่า 3,099 ครั้ง ( ผลรวมค่าเดียวค่าช่วงเท่ากับ 3,121 ครั้ง และผลรวมรายการรายได้กำไรและรายการอื่นเท่ากับ 4,311 ครั้ง) เนื่องจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารในแต่ละครั้งจะให้ข้อมูลมากกว่า 1 รายการ เช่น คาดปีหน้ายอดขายเพิ่มขึ้นเป็น 30,000 ล้านบาท กำไรสุทธิไม่ต่ำกว่า 3,000 ล้านบาท หรืออัตราการเติบโตของกำไรอยู่ระหว่าง 8-10% เป็นต้น จึงทำให้ผลรวมของการจำแนกข้อมูลแต่ละรายการมียอดรวมสูงกว่าจำนวนครั้งของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

การออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งได้ออกประกาศแนวปฏิบัติแก่ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการเปิดเผยสารสนเทศที่เลือกเปิดเผยได้ ต้องปฏิบัติตามแนวทางที่กำหนดไว้ (ได้อธิบายไว้ในบทที่ 2 หัวข้อ สภาพแวดล้อมของการกำกับดูแลในประเทศไทย หน้า 25) เมื่อเปรียบเทียบผลการวิจัยที่แสดงในตารางที่ 4 พบข้อสังเกตว่า ผู้บริหารบางคนออกการคาดการณ์รายได้หรือกำไรที่เป็นจำนวนเงิน ซึ่งไม่สอดคล้องกับแนวปฏิบัติที่กำหนดให้การเปิดเผยประมาณการงบการเงินรายปีสามารถให้ข้อมูลได้เพียงรายได้เท่านั้น และรายได้ควรเป็นยอดขายที่ไม่แสดงจำนวนเงิน (ควรแสดงเป็นปริมาณ เช่น คาดว่าจะขายได้สองหมื่นตัน เป็นต้น) ไม่เปิดเผยข้อมูลอื่นที่สามารถคำนวณเป็นตัวเลขกำไรได้ ดังนั้นจากผลการวิจัยนี้ให้หลักฐานเชิงประจักษ์แก่หน่วยงานที่กำกับดูแลเกี่ยวกับการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารว่าสอดคล้องกับแนวทางที่กำหนดให้บริษัทปฏิบัติหรือไม่ ทั้งนี้เพื่อวัตถุประสงค์ของการให้สารสนเทศที่เลือกเปิดเผยมีความโปร่งใส ถูกต้องและนักลงทุนได้รับข้อมูลอย่างเท่าเทียมกัน

### 5.1.1.2 ข้อมูลทั่วไปของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ

การเลือกตัวอย่างการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ เพื่อศึกษาการตอบสนองจากการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ หลังการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร แสดงขั้นตอนการเลือกตัวอย่างในตารางที่ 6 ดังนี้

ตารางที่ 6 การเลือกหน่วยตัวอย่างการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ (Analys earnings forecast )

	จำนวน	ร้อยละ
	ตัวอย่าง	
การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่ออกระหว่างปี พ.ศ.2551-2555	111,526	100
<b>หัก</b> การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่ออกนอกช่วงเวลา		
ก่อนหลังของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร	(97,245)	(87.2)
การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่ออกในช่วงเวลา		
ก่อนหลังของการออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร	14,281	12.8
<b>หัก</b> การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่ออกในช่วงเวลา		
ของการออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารระหว่างปี	(9,984)	(8.9)
การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่ออกในช่วงเวลา		
ของการออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารครั้งสุดท้าย	4,297	3.9
<b>หัก</b> การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	(778)	(0.7)
การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ คงเหลือทั้งสิ้น	3,519	3.2

ตารางที่ 6 แสดงข้อมูลการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ เป็นรายบุคคล<sup>30</sup> ที่ออกระหว่างปี พ.ศ. 2551-2555 มีจำนวน 111,526 ตัวอย่าง การเลือกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ เริ่มต้นจากการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ต้องออกในช่วงเวลา ก่อนและหลังของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเท่านั้น ทำให้ข้อมูลที่ไม่เข้าเงื่อนไขถูกตัดออกเหลือ 14,281 ตัวอย่าง จากนั้นเลือกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่เกิดในช่วงเวลา

<sup>30</sup> นักวิเคราะห์ฯ ที่ออกพยากรณ์กำไรต่อหุ้นในงานวิจัยนี้ ต้องเป็นนักวิเคราะห์ฯ ที่ระบุตัวตน (Identified analysts) คือ แสดงชื่อ เลขประจำตัวของนักวิเคราะห์ฯ และระบุบริษัทหลักทรัพย์ที่ตนเองทำงานอยู่ สำหรับนักวิเคราะห์ฯ ที่ไม่ระบุตัวตน (Non-identified analysts) คือนักวิเคราะห์ฯ ที่ไม่แสดงชื่อ เลขประจำตัว และรวมถึงนักวิเคราะห์ฯ เป็นทีม (Team analysts) นักวิเคราะห์ฯ สองกลุ่มนี้ จะถูกตัดทิ้งไม่นำมารวมในการวิจัยเนื่องจากไม่สามารถวัดคุณสมบัติของนักวิเคราะห์ฯ และของบริษัทหลักทรัพย์ได้ นักวิเคราะห์ฯ ที่ไม่ระบุชื่อในฐานข้อมูล Bloomberg จะแสดงข้อความว่า Perm denies

ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารครั้งสุดท้าย (Last management earnings forecast) ก่อนบริษัทประกาศผลประกอบการรายปีจริง ทำให้ข้อมูลคงเหลือ 4,297 ตัวอย่าง ซึ่งเป็นข้อมูลการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ครั้งล่าสุดก่อนการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (AFbefore) และการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่ออกครั้งแรกสุดหลังการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (AFafter) นอกจากนี้พบว่าข้อมูลไม่สมบูรณ์ที่ต้องตัดทิ้งอีกจำนวน 778 ตัวอย่าง ทำให้เหลือข้อมูลขั้นสุดท้ายที่นำไปทดสอบสมมติฐานที่ 1.1-1.3 และสมมติฐานที่ 2 จำนวน 3,519 ตัวอย่าง

การตอบสนองของนักวิเคราะห์ฯ ต่อการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ส่งผลให้นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น แสดงผลการศึกษาไว้ในตารางที่ 6 ตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่ออกก่อนและหลังการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร จำนวน 4,297 ครั้ง พบว่านักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลข 2,185 ครั้ง คิดเป็นร้อยละ 50.85 และนักวิเคราะห์ฯ ไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น 2,112 ครั้ง คิดเป็นร้อยละ 49.15 การทดสอบสถิติ Z-test เพื่อผลต่างของสัดส่วนของนักวิเคราะห์ฯ 2 กลุ่มที่มีการปรับตัวเลขและไม่ปรับตัวเลข พบว่าไม่มีความแตกต่างกัน การวิเคราะห์ข้อมูลแยกตามขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ (Broker size)<sup>31</sup> ที่นักวิเคราะห์ฯ ทำงาน พบว่านักวิเคราะห์ฯ ทำงานอยู่ในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็กคิดเป็นร้อยละ 79.54 ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่คิดเป็นร้อยละ 20.46 การทดสอบสถิติ Chi2 พบว่ามีความแตกต่างกันระหว่างนักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็กและบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่กับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 นักวิเคราะห์ฯ กลุ่มที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีจำนวน 2,185 ครั้ง เป็นนักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็ก ร้อยละ 82.33 มากกว่านักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่คิดเป็นร้อยละ 17.76

การตอบสนองของตลาดหุ้นจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารโดยใช้การคำนวณอัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสม (CAR<sub>MF</sub>) เพื่อแยกประเภทข่าวดีข่าวร้าย ถ้า CAR<sub>MF</sub> เป็นบวกเป็น ข่าวดี (Good news) ถ้า CAR<sub>MF</sub> เป็นลบเป็นข่าวร้าย (Bad news) ผลการศึกษาพบว่าการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นข่าวดีร้อยละ 64.37 ข่าวร้ายร้อยละ 35.63 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Jarutakanont and Supattarakul (2013) ที่พบว่าผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรข่าวดีมากกว่าข่าวร้าย และเมื่อวิเคราะห์จากการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของ

<sup>31</sup> ขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ (Broker size) เป็นการจัดกลุ่มบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่และเล็ก โดยใช้มูลค่าการซื้อขายรวมทั้งปีของแต่ละบริษัทหลักทรัพย์ นำมาเรียงอันดับบริษัทหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าการซื้อขายรวมกันสูงสุด 5 อันดับแรก (มีส่วนแบ่งการตลาดเฉลี่ยรวมร้อยละ 32 ของมูลค่าการซื้อขายรวมทั้งปี 2551-2555) จัดให้เป็นบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (Top5) และบริษัทหลักทรัพย์ที่เหลือถือว่ามีขนาดเล็ก (Non-top5)

นักวิเคราะห์ฯ จำนวน 2,185 ครั้ง เป็นข่าวดี 1,369 ข่าว และข่าวร้าย 816 ข่าว คิดเป็นร้อยละ 62.35 และร้อยละ 37.35 ตามลำดับ

**ตารางที่ 7 การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ จำแนกตามขนาดของบริษัท  
หลักทรัพย์และประเภทของข่าว**

	จำนวนครั้ง (%)	ขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ (Brokerage size)			ประเภทของข่าว (News)		
		บริษัทหลักทรัพย์ ขนาดใหญ่ (TOP 5)	บริษัท หลักทรัพย์ ขนาดเล็ก (Non-top5)	รวม (%)	ข่าวดี (Good news)	ข่าวร้าย (Bad news)	รวม (%)
นักวิเคราะห์ฯ ปรับ การพยากรณ์กำไร (Revision)	2,185 (50.85 %)	386 (17.67%)	1,799 (82.33%)	2,185 (100%)	1,369 (62.65 %)	816 (37.35 %)	2,185 (100%)
นักวิเคราะห์ฯ ไม่ปรับ การพยากรณ์กำไร (Not-revision)	2,112 (49.15 %)	493 (23.34%)	1,619 (67.66%)	2,112 (100%)	1,397 (66.15%)	715 (33.85%)	2,112 (100%)
รวม	4,297 (100%)	879 (20.46%)	3,418 (79.54%)	4,297 (100%)	2,766 (64.37%)	1,531 (35.63%)	4,297 (100%)
Z- test	1.1136	Pearson chi2	21.2702		Pearson chi2	5.4291	
Pr (Z)	0.1327	P value	0.000***		P value	0.020**	

\*\*/\*\* มีความสัมพันธ์กัน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

นักวิเคราะห์ฯ ปรับการพยากรณ์กำไร (Revisions) คือ นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

นักวิเคราะห์ฯ ไม่ปรับการพยากรณ์กำไร (Not revisions) คือ นักวิเคราะห์ฯ ไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

ขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ (Brokerage size) แบ่งออกเป็น 2 กลุ่มตามมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สูงสุด 5 อันดับแรกเป็นบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (Top5) บริษัทหลักทรัพย์ที่เหลือเป็นบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็ก ( Non-top5)

ประเภทของข่าว (News) คือการจัดประเภทข่าวสารของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร โดยใช้วิธีผลตอบแทนไม่ปกติสะสม (CAR\_MF) ในช่วงเวลาก่อนและหลังการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นเวลา 3 วัน (-1,1) ถ้า CAR\_MF เป็นบวกคือข่าวดี (Good news) ถ้า CAR เป็นลบคือข่าวร้าย (Bad news)

ตารางที่ 8 แสดงระยะเวลาในการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ หลังการออก  
การคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

จำนวนวัน	จำนวนครั้ง	ร้อยละ
1-5	497	22.75
6-10	272	12.45
11-15	234	10.70
16-20	150	6.87
21-30	345	15.79
31-40	179	8.19
41-50	183	8.37
51-60	144	6.59
61-100	181	8.29
รวม	2,185	100.00

จำนวนวันคือ ระยะเวลาที่นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขการคาดการณ์กำไรต่อหุ้นหลังการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร การนับจำนวนวันเริ่มวันถัดจากวันที่ออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นวันแรก

รูปที่ 2 ระยะเวลาของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ หลังการออก  
การคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร





ตารางที่ 8 และรูปที่ 2 แสดงข้อมูลจำนวนวันของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นนักวิเคราะห์ฯ หลังจากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารแต่ก่อนบริษัทประกาศผลประกอบการจริง จำนวนวันคือระยะเวลาที่นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขหลังจากผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร โดยนับวันถัดจากวันออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นวันแรก พบว่า นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นทันทีภายใน 5 วันจำนวน 497 ตัวอย่างคิดเป็นร้อยละ 22.75 นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์ต่อหุ้นภายใน 30 วันหลังจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารคิดเป็นร้อยละ 68.56 ของจำนวนนักวิเคราะห์ฯ ที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นทั้งหมด 2,185 ตัวอย่าง ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Cotter, Tuna et al. (2006) แสดงหลักฐานว่า นักวิเคราะห์ฯ ร้อยละ 47 ของนักวิเคราะห์ฯ ทั้งหมดที่ติดตามบริษัท มีการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรภายใน 5 วัน หลังจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

### 5.1.2 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics )

ตารางที่ 9 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ตัวแปรจะแบ่งเป็น 2 ส่วน ส่วนที่ 1 เป็นตัวแปรตามและตัวแปรอิสระที่ใช้ทดสอบตัวแบบหลักเพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 1.1-1.2 และสมมติฐานที่ 2.1-2.2 มีจำนวนตัวอย่าง 3,519 ตัวอย่าง ส่วนที่ 2 เป็นตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ขั้นตอนแรกเพื่อแก้ปัญหาความเอนเอียงในการเลือกตัวอย่างตามวิธีของ Heckman(1979) มีจำนวน 5,795 ตัวอย่าง อย่างไรก็ตาม ตัวแปรอิสระ POINT มีจำนวนตัวอย่างเท่ากับ 2,616 และตัวแปรอิสระ RANGE มีจำนวนตัวอย่างเท่ากับ 1,531 เนื่องจากการจัดประเภทของการออกคาดการณ์กำไรตามเงื่อนไขของการศึกษาครั้งนี้

## ตารางที่ 9 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics )

ตัวแปร (Variables)	จำนวน ตัวอย่าง (N)	ค่าเฉลี่ย (Mean) a*	ค่ามัธยฐาน (Median)	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน (STD)	ค่าควอร์ไทล์ ที่ 1 (Q1)	ค่าควอร์ไทล์ ที่ 3 (Q3)
<b>ส่วนที่ 1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรในสมการหลัก</b>						
ตัวแปรตาม (Dependent variables)						
AFREV	3,519	0.5155	1.0000	0.5000	1.0000	1.0000
MagREV	3,519	0.0168	0.0002	0.1112	0.0000	0.0098
ตัวแปรอิสระ (Indendent variables)						
QUANTI	3,519	0.8738	1.0000	0.3321	1.0000	1.0000
POINT	2,616	0.8558	1.0000	0.3516	0.0000	1.0000
RANGE	1,531	0.7323	1.0000	0.4429	0.0000	1.0000
MFFREQ	3,519	6.2395	6.0000	2.7295	4.0000	7.0000
CAR_MF	3,519	0.0041	0.0040	0.0207	-0.0057	0.0156
CRF	3,519	0.0139	0.0206	0.1787	-0.0458	0.9012
AFBIAS	3,519	-0.0232	-0.0019	0.2047	-0.0201	0.0062
AFSTD	3,519	0.0170	0.0084	0.0248	0.0050	0.0171
MFDay	3,519	82.73	84.00	20.95	66.00	98.00
<b>ส่วนที่ 2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาสำหรับตัวแปรขั้นตอนแรกตามวิธี Heckman(1979)</b>						
MF	5,795	0.8695	1.0000	0.3368	1.0000	1.0000
CGSCORE	5,795	1.8685	2.0000	0.9722	1.0000	3.0000
BIDASK	5,795	0.0156	0.0073	0.0338	0.0062	0.0091
EVOL	5,795	0.4387	0.3564	6.6243	0.1980	0.6768
SIZE	5,795	16.9704	16.8931	2.0388	15.5875	18.2741
MTB	5,795	15.4465	4.8300	40.0291	2.0471	12.8000
LOSS	5,795	0.0977	0.0000	0.0269	0.0000	0.0000
ROA	5,795	9.7844	9.0151	10.9512	3.1444	14.1667

a\* ค่าเฉลี่ยตัวแปรในช่องนี้ ถ้าตัวแปรวัดค่าแบบ 0 หรือ 1 (Binary value) ค่าตัวเลขจะเป็นค่าร้อยละของตัวแปร ที่เท่ากับ 1 แต่ถ้าตัวแปรที่วัดเป็นค่าต่อเนื่อง (Continuous value) จะแสดงค่าเฉลี่ย

จำนวนตัวอย่าง (N) ที่แตกต่างของตัวแปรอิสระ POINT และ RANGE เนื่องจากแสดงค่าเฉพาะตัวแปรนั้นเท่านั้น

AFREV = 1 หากนักวิเคราะห์ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร และมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น MagAFREV = ขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ MFFREQ = ความถี่ของจำนวนครั้งของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่เกิดขึ้นในระหว่างปี QUANTI = 1 หากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรเป็นข้อมูลเชิงปริมาณ และมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น POINT = 1 หากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรเป็นค่าเดียว และมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ RANGE = 1 หากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรเป็นค่าช่วง และมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ CAR\_MF คือ อัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ในช่วงเวลา (-1,1) ของวันที่ออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร CRF คือผลตอบแทนจริงของบริษัทปรับด้วยผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร AFBIAS คือ ผลต่างระหว่างค่าพยากรณ์กำไร

ต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ โดยส่วนใหญ่ล่าสุดก่อนผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรและกำไรต่อหุ้นจริงของบริษัท ปรับด้วยราคาหลักทรัพย์  
 ต้นปี AFSTD คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยส่วนใหญ่ของนักวิเคราะห์ฯ ปรับด้วยราคาหลักทรัพย์ต้นปี  
 MFDay คือ จำนวนวันของการออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารจนถึงวันประกาศผลดำเนินงานประจำปี EVOL คือ ค่าเบี่ยงเบน  
 มาตรฐานของกำไรสุทธิรายปีย้อนหลัง 5 ปี ปรับด้วยราคาหลักทรัพย์ต้นปี SIZE คือขนาดของบริษัท คำนวณจากค่า log ของมูลค่า  
 สินทรัพย์ทั้งหมด MTB คือ อัตราส่วนของมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีบริษัท LOSS = 1 ถ้าบริษัทแสดงผลการดำเนินงานขาดทุน  
 และมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น ROA คือ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท คำนวณจากกำไรสุทธิก่อนต้นทุนทางการเงินและ  
 ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้หารด้วยสินทรัพย์เฉลี่ยรวม MF = 1 ถ้าบริษัทออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารอย่างน้อย 1 ครั้งต่อปี และค่า  
 เท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น CGSCORE คือ คะแนนของการกำกับดูแลกิจการที่จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยกำหนดให้บริษัทที่ไม่มี  
 คะแนน ให้ค่าเท่ากับ 0 บริษัทที่มีคะแนน 3 ให้ค่าเท่ากับ 1 บริษัทที่มีคะแนน 4 ให้ค่าเท่ากับ 2 และบริษัทที่มีคะแนน 5 ให้ค่าเท่ากับ 3  
 BIDASK คือ ค่าเฉลี่ยผลต่างของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายหลักทรัพย์รายวันปรับด้วยราคาปิดสิ้นวัน AFNO คือจำนวน  
 นักวิเคราะห์ฯ ที่ติดตามในแต่ละบริษัท

ตารางที่ 9 ส่วนที่ 1 ประกอบไปด้วยตัวแปรตาม การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไร  
 ต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ (AFREV) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5155 หมายความว่า นักวิเคราะห์ฯ ที่ปรับตัว  
 เลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตนเอง หลังการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร มีจำนวนมากกว่า  
 นักวิเคราะห์ฯ ที่ไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น คิดเป็นอัตราร้อยละ 51.55 ขนาดของการปรับตัว  
 เลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ (MagAFREV) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0168 หมายความว่า  
 ค่าเฉลี่ยของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ มีการเปลี่ยนแปลงไปเพียงร้อยละ 1.68  
 หลังจากการได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ขนาดการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรนี้ใช้  
 ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทต้นปี เป็นตัวปรับขนาดหลักทรัพย์ของแต่ละบริษัทที่มีขนาดแตกต่างกัน  
 เพื่อให้ข้อมูลสามารถเปรียบเทียบกันได้ (Kross, Ro et al. 2011)

ตัวแปรอิสระตัวแรก ได้แก่ รูปแบบของการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร ซึ่งได้  
 จำแนกเป็น ข้อมูลเชิงปริมาณ (QUANTI) พบว่าผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรเป็นข้อมูลเชิง  
 ปริมาณ คิดเป็นอัตราร้อยละ 87.38 และข้อมูลเชิงคุณภาพร้อยละ 12.62 ผู้บริหารการออกการ  
 คาดการณ์กำไรของผู้บริหารแบบเป็นค่าเดียว (POINT) เพียงอย่างเดียว คิดเป็นอัตราร้อยละ 85.58  
 และผู้บริหารการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารแบบเป็นค่าช่วง (POINT) เพียงอย่างเดียวคิด  
 เป็นอัตราร้อยละ 72.23 แสดงให้เห็นว่ารูปแบบและรายการที่ผู้บริหารส่วนใหญ่เปิดเผยการ  
 คาดการณ์ผลประกอบการของบริษัทเป็นการให้ข้อมูลเชิงปริมาณและระบุตัวเลขแบบค่าเดียวมากกว่า  
 การให้ข้อมูลเชิงคุณภาพและการให้ข้อมูลเชิงปริมาณแบบค่าช่วง ความถี่ของการออกการคาดการณ์  
 กำไรโดยผู้บริหาร (MFFREQ) มีค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานเท่ากับ 6.23 และ 6 ตามลำดับ ตัวแปรอิสระ  
 ที่เป็นตัวแปรควบคุมได้แก่ อัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร  
 (CAR\_MF) ซึ่งคำนวณในช่วงเวลา (-1,1) ของวันที่ออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร พบว่ามีค่าเฉลี่ย  
 เท่ากับ 0.0041 และมีค่ามัธยฐานเท่ากับ 0.0040 หมายความว่า การคาดการณ์กำไรที่ออกโดย

ผู้บริหารส่วนใหญ่เป็นชาวดี (CAR\_MF เป็นค่าบวก) อัตราร้อยละ 66 ชาวร้าย (CAR\_MF เป็นค่าลบ) คิดเป็นอัตราร้อยละ 34 (ข้อมูลส่วนนี้ไม่ได้แสดงอยู่ในตารางที่ 9) ผลตอบจริงสะสมของบริษัท (CRF) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0139 ค่าเอนเอียงของตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ โดยส่วนใหญ่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.0232 หมายความว่านักวิเคราะห์ฯ ส่วนใหญ่จะให้การพยากรณ์กำไรในเชิงลบมากกว่าเชิงบวก ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของนักวิเคราะห์ฯ ส่วนใหญ่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.017 จำนวนวันโดยเฉลี่ยของการออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร (MFDay) อยู่ที่ 82.73 วันก่อนประกาศผลประกอบการประจำปี และมีค่ามัธยฐานเท่ากับ 84 วัน

ตารางที่ 9 ส่วนที่ 2 เป็นค่าสถิติเชิงพรรณนาสำหรับตัวแปรที่ใช้แก้ปัญหาค่าเอนเอียงในการเลือกตัวอย่าง (Selection bias) ตามวิธีของ (Heckman (1979)) ในขั้นแรก (First-stage) การออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหาร (MF) เป็นตัวแปรตามที่แสดงว่าบริษัทที่ออกการคาดการณ์กำไรมีอัตราส่วนร้อยละ 86.95 คะแนนการประเมินคุณภาพบรรษัทภิบาล (CGSCORE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.8685 และมีค่ามัธยฐานเท่ากับ 2 แสดงว่า บริษัทส่วนใหญ่ได้รับการประเมินคุณภาพบรรษัทภิบาลที่อยู่ในเกณฑ์ดีถึงดีมาก การวัดผลต่างราคาเสนอซื้อขาย (BIDASK) พบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0156 และมีค่ามัธยฐานเท่ากับ 0.0073 ตัวแปรอิสระตัวสุดท้ายคือจำนวนนักวิเคราะห์ฯ ที่ติดตามบริษัท พบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 13.8991 และมีค่ามัธยฐานเท่ากับ ค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของความผันผวนของกำไรรายปี (EVOL) มีค่าเท่ากับ 0.4387 และ 0.3564 ตามลำดับขนาดของบริษัท (SIZE) คำนวณจากค่าลอการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์รวม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 16.9704 และมีค่ามัธยฐานเท่ากับ 16.8931 จากข้อมูลดิบพบว่า ค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวมมีค่าเท่ากับ 1.77 พันล้านบาท มีค่ามัธยฐานเท่ากับ 2.1 พันล้านบาท อัตราส่วนของมูลค่าตลาดเมื่อเทียบกับราคาตามบัญชี (MTB) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 15.4465 แสดงว่า ค่าเฉลี่ยราคาตลาดของหลักทรัพย์มีมูลค่าสูงกว่าราคาตามบัญชีถึง 15.45 เท่า ผลการดำเนินงานของบริษัท (LOSS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.09 หมายความว่า บริษัทส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานกำไรคิดเป็นอัตราร้อยละ 91 บริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน คิดเป็นอัตราร้อยละ 9 เท่านั้น สำหรับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท (ROA) มีค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานเท่ากับ 9.78 และ 9.01 แสดงว่าส่วนใหญ่บริษัทมีผลตอบแทนสูงกว่าสินทรัพย์รวมเฉลี่ยมากกว่า 9 เท่า

ตารางที่ 10 การแสดงค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปร (Pearson Correlation Matrix) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์และการออกการคาดการณ์กำไรของบริษัท

Variables	REV	MFFREQ	QUANTI	POINT	CAR	AFBIAS	AFSTD	MFDAY	ROA	LOSS	EVOL	MTB	SIZE
REV													
MFFREQ	-0.0027												
QUANTI	0.0412*	0.2397*											
POINT	0.0422*	0.1048*	0.4950*										
CAR	-0.0376*	0.0729*	-0.0663*	-0.0308*									
AFBIAS	0.0152	-0.0743*	-0.0437*	-0.0187	0.0418*								
AFSTD	-0.0024	0.0605*	-0.0411*	0.0160	-0.0572*	-0.2393*							
MFDAY	-0.0110	0.2707*	0.0867*	0.0491*	0.0327*	-0.0420*	-0.0174						
ROA	0.0217	0.0417*	-0.0431*	0.0332*	0.0269	-0.1033*	-0.0504*	0.0620*					
LOSS	0.0131	-0.1047*	-0.1581*	-0.0228	-0.0479*	0.1679*	0.1118*	-0.1125*	-0.4420*				
EVOL	0.0098	0.0500*	-0.0639*	-0.0351*	-0.0530*	-0.0239	0.0683*	0.0151	0.0270*	-0.0495*			
MTB	0.0452*	-0.0659*	0.0618*	-0.0153	-0.0049*	0.0383*	-0.1359*	0.0806*	0.2524*	-0.1065*	-0.0052		
SIZE	0.0286	0.0040	0.0642*	-0.1569*	0.0148	0.0436*	0.0129	0.0935*	-0.0550*	-0.1852*	-0.0099	0.2334*	

\* มีความสัมพันธ์กัน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 , จำนวนตัวอย่าง (N) = 3,519 ตัวอย่าง  
 AFREQ = 1 หากนักวิเคราะห์ทำการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร และมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น MFFREQ = ความถี่ของจำนวนครั้งการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่เกิดขึ้นในระหว่างปี Quant = 1 หากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรเป็นข้อมูลเชิงปริมาณ และมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น Point = 1 หากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรเป็นค่าเดียว และมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น CAR คือ อัตราผลตอบแทนสุทธิของกรรมการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารในช่วงเวลา (-1,1) AFBIAS คือ ผลต่างระหว่างค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยส่วนใหญ่ของนักวิเคราะห์ (Consensus forecast) ล่าสุดก่อนผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรต่อหุ้นจริงของบริษัท ปรับด้วยราคาหลักทรัพย์รายปี AFSTD คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ปรับด้วยราคาหลักทรัพย์รายปี ROA คือ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท จำนวนวันของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารจนถึงวันประกาศผลดำเนินงานประจำปี ROA คือ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท จำนวนจากกำไรสุทธิก่อนต้นทุนทางการเงินและค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้ หารด้วย สินทรัพย์เฉลี่ยรวม LOSS = 1 ถ้าบริษัทแสดงผลการดำเนินงานขาดทุน และมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น EVOL คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสุทธิรายปีย้อนหลัง 5 ปี ปรับด้วยราคาหลักทรัพย์รายปี MTB คือ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีบริษัท SIZE คือขนาดของบริษัท Log ของมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด ตัวแปรในสมการข้างต้นได้รับการปรับค่า (Winzorize) ที่ 1%และ99% แล้ว

### 5.1.3 การทดสอบสหสัมพันธ์ (Correlation)

การทดสอบสหสัมพันธ์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยนี้ ใช้ค่าความสัมพันธ์ของ Pearson correlation ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลการทดสอบแสดงในตารางที่ 10 พบว่าตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระตามที่คาดหวัง แต่ไม่พบตัวแปรอิสระ 2 ตัวที่มีความสัมพันธ์กันมากจนก่อให้เกิดปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearly) เพราะตัวแปรอิสระทั้งหมดมีค่าสหสัมพันธ์ไม่เกิน 0.6

### 5.1.4 ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1.1 และ 2.1

ตารางที่ 11 เป็นผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ กับความชัดเจนและความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร โดยใช้ตัวแบบสมการ (20) และตัวแบบสมการ (21) ความชัดเจนของการออกการคาดการณ์กำไรจะจัดประเภทการออกการคาดการณ์กำไรเป็นเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพ ข้อมูลค่าเดียวและข้อมูลค่าช่วงตามลำดับ โดยผลการศึกษาแยกแสดงผลในตามตารางที่ 11 แต่ทั้งนี้พบว่าตัวอย่างของแต่ละตัวแบบจะแตกต่างกันตามเงื่อนไขของการจัดประเภทข้อมูล

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1.1 แสดงใน Model (1) โดยใช้ตัวแบบที่ (20) พบว่าเมื่อผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรเป็นข้อมูลเชิงปริมาณ นักวิเคราะห์ฯ มีแนวโน้มปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรมากกว่าร้อยละ 7.71 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 อธิบายได้ว่า ผู้บริหารที่ออกการคาดการณ์กำไรเชิงปริมาณซึ่งเป็นข้อมูลที่มีความชัดเจนจะส่งผลให้นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรมากกว่าผู้บริหารที่ออกการคาดการณ์กำไรเชิงคุณภาพซึ่งให้ข้อมูลคลุมเครืออย่างมีนัยสำคัญ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต ที่ตลาดให้การตอบสนองต่อข้อมูลที่มีความชัดเจนมากกว่า (Baginski and Hassell 1997, Choi, Myers et al. 2011) สำหรับตัวแปรควบคุมพบว่า ตัวแปร CAR\_MF มีความสัมพันธ์แปรผกผันกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ อย่างมีนัยสำคัญ 0.01 อธิบายได้ว่า นักวิเคราะห์ฯ มีแนวโน้มจะปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นมากกว่าเมื่อผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรที่เป็นข่าวร้าย สำหรับตัวแปรควบคุมต่อมาที่มีนัยสำคัญทางสถิติคือ ผลตอบแทนจริงสะสมของบริษัทที่ปรับด้วยผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (CRF) พบว่ามีความสัมพันธ์แปรผกผันกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ แสดงว่านักวิเคราะห์ฯ มีแนวโน้มจะปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นมากกว่าเมื่อได้รับสารสนเทศอื่นที่เป็นข่าวร้าย ซึ่งผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Skinner (1994) นอกจากนี้พบว่าตัวแปรควบคุมอื่นที่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ อายุการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ใกล้วันประกาศผลการดำเนินงานจริงของบริษัท (MFDAY) พบว่ามีความสัมพันธ์แปรผกผันกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท (ROA) พบว่า

มีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ หมายความว่าบริษัทที่มี ROA สูงจะมีแนวโน้มที่ทำให้นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขมากกว่าบริษัทที่มี ROA ต่ำกว่า และ ผลการดำเนินงานของบริษัท (LOSS) พบว่ามีความสัมพันธ์แปรผกผันกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ แสดงว่านักวิเคราะห์ฯ มีแนวโน้มปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรในบริษัทที่ผลการดำเนินงานมีกำไรมากกว่าบริษัทที่ผลการดำเนินงานขาดทุน สำหรับตัวแปรควบคุมตัวอื่นจากที่กล่าวไปข้างต้นไม่ว่ามีนัยสำคัญทางสถิติกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ จากผลการศึกษาข้างต้นจึงสรุปได้ว่า การออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลชัดเจน จะส่งผลให้นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นมากกว่าการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลไม่ชัดเจน ดังนั้นผลการศึกษานี้สนับสนุนสมมติฐานที่ 1.1 และให้ผลในทิศทางที่คาดหวัง

นอกจากนี้การศึกษาครั้งนี้ ยังได้ทดสอบความชัดเจนใน Model(2) โดยกำหนดตัวแปรความชัดเจน โดยกำหนดค่าให้เท่ากับ 1 หากการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นตัวเลขค่าเดียว และกำหนดให้เท่ากับ 0 หากการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ ผลการศึกษาพบว่า การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลค่าเดียวอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05 อธิบายได้ว่า นักวิเคราะห์ฯ มีแนวโน้มที่จะปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรหากผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรค่าเดียวมากกว่าเมื่อให้ข้อมูลการคาดการณ์กำไรเชิงคุณภาพ สำหรับตัวแปรควบคุม CAR\_MF และ CRF พบว่ามีความสัมพันธ์เหมือนกับ Model(1) นอกจากนี้พบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ และพบว่าค่า Mills มีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า ตัวแบบในขั้นตอนแรกช่วยแก้ปัญหาความลำเอียงในการเลือกตัวอย่างได้ดี

สำหรับผลการศึกษาใน Model(3) โดยกำหนดตัวแปรความชัดเจน โดยกำหนดค่าให้เท่ากับ 1 หากการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นตัวเลขค่าช่วง และกำหนดให้เท่ากับ 0 หากการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ ผลการศึกษาพบว่า การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลค่าช่วงอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05 อธิบายได้ว่า นักวิเคราะห์ฯ มีแนวโน้มที่จะปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรหากผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรค่าช่วงมากกว่าข้อมูลเชิงคุณภาพ สำหรับตัวแปรควบคุม CAR\_MF และ CRF พบว่ามีความสัมพันธ์เหมือนกับ Model(1)

ผลการศึกษาใน Model(4) เป็นการทดสอบโดยใส่รูปแบบการคาดการณ์กำไรทั้งที่เป็นแบบค่าเดียวและค่าช่วงเข้าไปพร้อมกันในตัวแบบที่ (21) โดยกำหนดว่า หากผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรเป็นค่าเดียว (POINT) ให้เท่ากับ 1 หากเป็นรูปแบบอื่นให้เท่ากับ 0 และ หากผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรเป็นค่าช่วง (RANGE) ให้เท่ากับ 1 หากเป็นรูปแบบอื่นให้เท่ากับ 0 ผลการศึกษาพบว่า การออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่เป็นค่าเดียวและค่าช่วงมีแนวโน้มที่จะส่งผลให้

นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรมากขึ้น สำหรับตัวแปรควบคุม CAR\_MF และ CRF ยังคงพบว่ามีความสัมพันธ์เหมือนกับ Model(1)

ผลการศึกษาในตารางที่ 11 จึงได้ข้อสรุปว่าผู้บริหารที่ออกการคาดการณ์กำไรที่ให้ข้อมูลชัดเจนจะส่งผลให้นักวิเคราะห์ฯ มีแนวโน้มที่จะปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นมากกว่าผู้บริหารที่ออกการคาดการณ์กำไรที่ให้ข้อมูลคลุมเครือ และพบว่า หากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรที่เป็นข่าวร้าย หรือบริษัทออกข่าวอื่นที่เป็นข่าวร้าย จะส่งผลให้นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรมากกว่าเมื่อได้รับข่าวดี ดังนั้นผลการศึกษานี้สนับสนุนสมมติฐานที่ 1.1

ในส่วนของการทดสอบสมมติฐานที่ 2.1 ที่ต้องการดูความสัมพันธ์ระหว่างความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ผลการศึกษาของ Model (1) ถึง (4) พบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า การปรับตัวเลขของนักวิเคราะห์ฯ ไม่ได้มีผลกระทบจากจำนวนครั้งของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร แสดงให้เห็นว่า นักวิเคราะห์ฯ สนใจเนื้อหาของสารสนเทศที่ผู้บริหารให้แก่ตลาดมากกว่าปริมาณของการออกสารสนเทศนั้น ดังนั้นผลการศึกษาเรื่องนี้จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 2.1



ตารางที่ 11 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างรูปแบบและความถี่ของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์

ตัวแปร (Variables)	ทิศทางที่คาดหวัง (Predicted Sign)	Model (1)		Model (2)		Model (3)		Model (4)	
		Coefficient	P-value	Coefficient	P-value	Coefficient	P-value	Coefficient	P-value
Intercept		0.3134	0.092*	0.1978	0.361	0.4266	0.173	0.3047	0.100
QUANTI	(+)	0.0771	0.006***	0.0686	0.018**			0.0796	0.001***
POINT	(+)					0.0818	0.019*	0.0568	0.020**
RANGE	(+)			0.0014	0.720	-0.0036	0.530	-0.0019	0.581
MFFREQ	?	-0.0017	0.623	-0.0497	0.019**	-0.0549	0.064**	-0.0473	0.010***
CAR_MF	(+,-)	-0.0485	0.008***	-0.1480	0.011**	-0.2126	0.010***	-0.1496	0.004***
CRF	(+,-)	-0.1451	0.005***	0.0123	0.825	-0.5866	0.305	-0.0016	0.975
AFBIAS	(+)	-0.0002	0.996	0.6284	0.173	-0.5909	0.300	0.0790	0.837
AFSTD	(+)	0.1551	0.685	-0.0001	0.212	-0.0002	0.196	-0.0002	0.095*
MFDAY	(-)	-0.0001	0.100*	0.0202	0.081*	0.0000	0.999	0.0137	0.169
SIZE	(+)	0.0134	0.181	0.0003	0.181	-0.0000	0.923	0.0002	0.269
MTB	(+)	0.0002	0.340	0.0032	0.202	-0.0038	0.530	0.0020	0.380
EVOL	(+)	0.0021	0.374	0.0018	0.116	0.0018	0.265	0.0019	0.070*
ROA	(+)	0.0019	0.064*	-0.0536	0.229	0.0000	0.999	-0.0745	0.077**
LOSS	(+,-)	-0.7233	0.085*	0.1272	0.089*	0.0239	0.785	0.0766	0.298
Mills		0.0739	0.267						
Year & Industry effects		Yes		Yes		Yes		Yes	
Prob>ch2		0.0000**		0.0000**		0.0016**		0.0000**	
N		3,519		2,616		1,531		3,519	

ตัวแบบที่ใช้ทดสอบในตารางที่ 11 ได้แก่

$$AFREV_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 QUANTI_{jt} + \alpha_2 MFFREQ_{jt} + \alpha_3 CAR\_MF_{jt} + \alpha_4 CRF_{jt} + \alpha_5 AFBIAS_{ijt} + \alpha_6 AFSTD_{ijt} + \alpha_7 MFDay_{jt} + \alpha_8 ROA_{jt} + \alpha_9 SIZE_{jt} + \alpha_{10} MTB_{jt} + \alpha_{11} LOSS_{jt} + \alpha_{12} EVOL_{jt} + \alpha_{13} Mills_{jt} + \text{Year and Industry effects} + \mathcal{E}_{ijt} \quad (20)$$

$$AFREV_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 POINT_{jt} + \alpha_2 RANGE_{jt} + \alpha_3 MFFREQ_{jt} + \alpha_4 CAR\_MF_{jt} + \alpha_5 CRF_{jt} + \alpha_6 AFBIAS_{ijt} + \alpha_7 AFSTD_{ijt} + \alpha_8 MFDay_{jt} + \alpha_9 ROA_{jt} + \alpha_{10} SIZE_{jt} + \alpha_{11} MTB_{jt} + \alpha_{12} LOSS_{jt} + \alpha_{13} EVOL_{jt} + \alpha_{14} Mills_{jt} + \text{Year and Industry effects} + \mathcal{E}_{ijt} \quad (21)$$

\*/\*\*/\*\*\* มีความสัมพันธ์กัน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.10 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

AFREV = 1 หากนักวิเคราะห์ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร และมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น QUANTI = 1 หากผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรเป็นข้อมูลเชิงปริมาณ และมีค่าเท่ากับ 0 หากผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรเป็นข้อมูลคุณภาพ POINT = 1 หากผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรเป็นค่าเดียว และมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น RANGE = 1 หากผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรเป็นค่าช่วง และมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น MFFREQ คือ จำนวนครั้งของการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร CAR\_MF คือ อัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร กำหนด=1 หากเป็นค่าบวก และมีค่าเท่ากับ 0 หากมีค่าเป็นลบ CRF คือ ผลตอบแทนจริงของบริษัทปรับด้วยอัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร AFBIAS คือ ผลต่างระหว่างค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ โดยส่วนใหญ่ล่าสุดก่อนผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร และกำไรต่อหุ้นจริงของบริษัท ปรับด้วยราคาหลักทรัพย์ต้นปี AFSTD คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยส่วนใหญ่ของนักวิเคราะห์ ปรับด้วยราคาหลักทรัพย์ต้นปี MFDay คือ จำนวนวันของการออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารจนถึงวันประกาศผลดำเนินงานประจำปี ROA คือ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท คำนวณจากกำไรสุทธิก่อนต้นทุนทางการเงินและค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้ หหารด้วย สินทรัพย์เฉลี่ยรวม LOSS = 1 ถ้าบริษัทแสดงผลการดำเนินงานขาดทุน และมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น EVOL คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสุทธิรายปีย้อนหลัง 5 ปี ปรับด้วยราคาหลักทรัพย์ต้นปี MTB คือ อัตราส่วนของมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีบริษัท SIZE คือขนาดของบริษัท คำนวณจากค่า log ของมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด

## 5.2 การทดสอบสมมติฐานที่ 1.2 และ 2.2

การทดสอบสมมติฐานที่ 1.2 และ 2.2 เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างรูปแบบและความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร กับขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและตัวแปรเหมือนกับการทดสอบสมมติฐานที่ 1.1 และ 2.1 ผลการทดสอบแสดงในตารางที่ 12 โดยใช้ตัวแบบสมการ (22) และตัวแบบสมการ (23) ผลการศึกษาแยกแสดงผลในตามตารางที่ 12 แต่ทั้งนี้ตัวอย่างของแต่ละ Model (5) ถึง (8) จะแตกต่างกันตามเงื่อนไขของการจัดประเภทข้อมูล

ผลการศึกษาในตารางที่ 12 Model (5) ความสัมพันธ์ของขนาดการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ กับการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลเชิงปริมาณไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่เมื่อพิจารณาใน Model (6) การออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลค่าเดียว มีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับขนาดของการออกการคาดการณ์กำไร อธิบายได้ว่า ขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ จะมีมากกว่าเมื่อผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรที่เป็นค่าเดียว นอกจากนี้ Model (7) และ (8) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติด้วยสำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า ความเอนเอียงของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ มีความสัมพันธ์แปรผกผันกับขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ และพบความสัมพันธ์แปรผันตรงระหว่างผลตอบแทนต่อสินทรัพย์กับขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ ตัวแปรควบคุมที่เหลือไม่พบความสัมพันธ์กับขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ จึงกล่าวได้ว่า ขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรมีความสัมพันธ์กับการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลค่าเดียวมากกว่าการให้ข้อมูลรูปแบบอื่น ผลการศึกษาจึงสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ 1.2 และผลการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต (Subramanyam 1996)

จากผลการศึกษาข้างต้น ที่พบว่าผลตอบแทนจริงสะสมของบริษัทที่ปรับตัวเลขผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติอันอาจเกิดจาก ค่าของตัวแปรดังกล่าวมีทั้งค่าบวกและค่าลบ จนอาจทำให้ค่าของตัวแปรหักกลบกกัน แต่เมื่อปรับค่าตัวแปรด้วยการใส่ค่าสัมบูรณ์ ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับผลตอบแทนจริงสะสม (ไม่ได้แสดงผลในตาราง) อธิบายได้ว่า หากบริษัทมีสารสนเทศอื่นมาก จะส่งผลให้ขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ มีมากขึ้นด้วย

ตารางที่ 12 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างรูปแบบและความถี่ของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารกับขนาดการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์

ตัวแปร (Variables)	ทิศทางที่คาดหวัง (Predicted Sign)	Model (5)		Model (6)		Model (7)		Model (8)	
		Coefficient	P-value	Coefficient	P-value	Coefficient	P-value	Coefficient	P-value
Intercept		0.0883	0.025*	0.0258	0.267	0.1858	0.045*	0.0853	0.031**
QUANTI	(+)	0.0082	0.159	0.0082	0.008**			0.0055	0.259
POINT	(+)					0.0093	0.364	0.0074	0.147
RANGE	(+)					-0.0010	0.553	-0.0007	0.321
MFFREQ	?	-0.0006	0.394	0.0002	0.625	0.0033	0.706	0.0009	0.800
CAR_MF	(+,-)	0.0014	0.703	0.0015	0.511	0.0170	0.484	0.0155	0.157
CRF	(+,-)	0.0158	0.150	0.0032	0.599	-0.0708	0.008***	-0.0251	0.026**
AFBIAS	(+)	-0.4788	0.000***	-0.0198	0.001***	0.1116	0.509	0.4679	0.512
AFSTD	(+)	0.1551	0.685	0.6471	0.598	0.0002	0.196	0.0000	0.183
MFDay	(-)	0.0001	0.467	0.0000	0.493	0.0000	0.846	-0.0037	0.080*
SIZE	(+)	-0.0042	0.043*	-0.0013	0.275	0.0000	0.468	0.0000	0.912
MTB	(+)	0.0000	0.979	0.0000	0.594	0.0012	0.396	0.0060	0.237
EVOL	(+)	0.0006	0.200	0.0007	0.009	-0.0010	0.030**	-0.0004	0.070*
ROA	(+)	-0.0004	0.043*	-0.0018	0.139	-0.0035	0.857	-0.0140	0.115
LOSS	(+,-)	-0.0108	0.222	-0.0122	0.011	0.0287	0.266	-0.0050	0.734
Mills		-0.0064	0.680	-0.0036	0.656				
Year & industry effects			Yes		Yes		Yes		Yes
Prob>chi2		0.0000**		0.0000**		0.0000**		0.0000**	
N		3,519		2,616		1,531		3,519	

ตัวแบบที่ใช้ทดสอบในตารางที่ 12 ได้แก่

$$\begin{aligned} \text{MagREV}_{ijt} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{QUANTI}_{jt} + \alpha_2 \text{MFFREQ}_{jt} + \alpha_3 \text{CAR\_MF}_{jt} + \alpha_4 \text{CRF}_{jt} + \alpha_5 \text{AFBIAS}_{ijt} + \alpha_6 \text{AFSTD}_{ijt} \\ & + \alpha_7 \text{MFDAY}_{jt} + \alpha_8 \text{ROA}_{jt} + \alpha_9 \text{SIZE}_{jt} + \alpha_{10} \text{MTB}_{jt} + \alpha_{11} \text{LOSS}_{jt} + \alpha_{12} \text{EVOL}_{jt} \\ & + \alpha_{13} \text{Mills}_{jt} + \text{Year and Industry effects} + \epsilon_{ijt} \end{aligned} \quad (22)$$

$$\begin{aligned} \text{MagREV}_{ijt} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{POINT}_{jt} + \alpha_2 \text{RANGE}_{jt} + \alpha_3 \text{MFFREQ}_{jt} + \alpha_4 \text{CAR\_MF}_{jt} + \alpha_5 \text{CRF}_{jt} + \alpha_6 \text{AFBIAS}_{ijt} \\ & + \alpha_7 \text{AFSTD}_{ijt} + \alpha_8 \text{MFDAY}_{jt} + \alpha_9 \text{ROA}_{jt} + \alpha_{10} \text{SIZE}_{jt} + \alpha_{11} \text{MTB}_{jt} + \alpha_{12} \text{LOSS}_{jt} + \alpha_{13} \text{EVOL}_{jt} \\ & + \alpha_{14} \text{Mills}_{jt} + \text{Year and Industry effects} + \epsilon_{ijt} \end{aligned} \quad (23)$$

\*/\*\*/\*\* มีความสัมพันธ์กัน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.10 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

MagAFREV คือขนาดของปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร QUANTI = 1 หากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรเป็นข้อมูลเชิงปริมาณ และมีค่าเท่ากับ 0 หากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรเป็นข้อมูลคุณภาพ POINT = 1 หากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรเป็นค่าเดียว และมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น RANGE = 1 หากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรเป็นค่าช่วง และมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น MFFREQ คือ จำนวนครั้งของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร CAR\_MF คือ อัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร กำหนด=1 หากเป็นค่าบวก และมีค่าเท่ากับ 0 หากมีค่าเป็นลบ CRF คือ ผลตอบแทนจริงของบริษัทปรับตัวอัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร AFBIAS คือ ผลต่างระหว่างค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ โดยส่วนใหญ่ล่าสุดก่อนผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรและกำไรต่อหุ้นจริงของบริษัท ปรับตัวราคาหลักทรัพย์ต้นปี AFSTD คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นโดยส่วนใหญ่ของนักวิเคราะห์ ปรับตัวราคาหลักทรัพย์ต้นปี MFDAY คือ จำนวนวันของการออกการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารจนถึงวันประกาศผลดำเนินงานประจำปี ROA คือ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท คำนวณจากกำไรสุทธิก่อนต้นทุนทางการเงินและค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้หารด้วยสินทรัพย์เฉลี่ยรวม LOSS = 1 ถ้าบริษัทแสดงผลการดำเนินงานขาดทุน และมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น EVOL คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสุทธิรายปีย้อนหลัง 5 ปี ปรับตัวราคาหลักทรัพย์ต้นปี MTB คือ อัตราส่วนของมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีบริษัท SIZE คือขนาดของบริษัท คำนวณจากค่า log ของมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด

การทดสอบสมมติฐานที่ 2.2 เพื่อดูความสัมพันธ์ระหว่างความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรกับขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ผลการศึกษาไม่พบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติในทุก Model แสดงว่า นักวิเคราะห์ ไม่ได้ให้ความสำคัญกับจำนวนครั้งในการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร นักวิเคราะห์ น่าจะให้ความสำคัญกับเนื้อหาหรือข้อมูลของข่าวมากกว่า ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับผลการศึกษาที่กล่าวไปก่อนหน้านี้ ดังนั้นผลการศึกษานี้จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 2.2

### 5.3 การทดสอบสมมติฐานที่ 3.1 และ 3.2

#### 5.3.1 ข้อมูลทั่วไปของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์

หน่วยตัวอย่างที่ใช้ทดสอบสมมติฐานที่ 3.1 และ 3.2 เพื่อนำมาคำนวณเปรียบเทียบความแม่นยำของนักวิเคราะห์ กลุ่มที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารกับนักวิเคราะห์ กลุ่มที่ไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นเมื่อได้รับข้อมูลจากผู้บริหาร โดยใช้หน่วยตัวอย่างจากตารางที่ 6 การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ที่ออกในช่วงเวลาก่อนและหลังการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีจำนวน 3,519 ตัวอย่าง หักการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นที่ไม่ข้อมูลไม่ครบถ้วน เช่น ข้อมูลความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของปีก่อน (LMAFE) การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ คงเหลือสุดท้ายเท่ากับ 1,745 ตัวอย่าง

ตารางที่ 13 การเลือกหน่วยตัวอย่างเพื่อศึกษาความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ (Analys forecast accuracy)

	จำนวนตัวอย่าง
การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ (จากตารางที่ 5)	3,519
หัก การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นที่ไม่ข้อมูลไม่ครบถ้วน	(1,774)
การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นขั้นสุดท้าย	1,745

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
CHULALONGKORN UNIVERSITY

#### 5.3.2 สถิติเชิงพรรณนา(Descriptive statistics)

ตารางที่ 14 เป็นการแสดงข้อมูลเชิงพรรณนาตัวแปรที่ใช้ทดสอบความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ตารางที่ 14 แบ่งเป็น 2 ส่วน ส่วนที่ 1 เป็นการให้ข้อมูลสถิติพรรณนาของตัวแปรค่าดั้งเดิม (Raw data) ส่วนที่ 2 เป็นตัวแปรที่ถูกปรับค่าเพื่อใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัย ค่าสัมบูรณ์ของผลต่างระหว่างตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ กับกำไรต่อหุ้นจริงปรับตัวราคาปิดหลักทรัพย์ต้นปี (AFE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0386 ค่ามัธยฐานเท่ากับ 0.0091 นักวิเคราะห์ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น (REV) ร้อยละ 50.25 ซึ่งมีสัดส่วนใกล้เคียงกับนักวิเคราะห์ ที่ไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น ตัวแปรควบคุม ที่เกี่ยวข้องกับคุณลักษณะส่วนตัวของนักวิเคราะห์ และบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ ๓ ตัวแปรควบคุมตัวแรก คือขนาดบริษัทหลักทรัพย์ (BSIZE) ที่นักวิเคราะห์ทำงานอยู่ โดยใช้มูลค่าซื้อขายของแต่ละบริษัทเปรียบเทียบกับมูลค่าซื้อขาย

รวมของบริษัทหลักทรัพย์ทุกแห่งในปีที่ผ่านมาเป็นตัวกำหนดขนาดบริษัท บริษัทหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าซื้อขายสูงสุด 1-5 อันดับแรกจะกำหนดให้มีค่าเท่ากับ 1 ผลการศึกษาพบว่านักวิเคราะห์ฯ ใน การศึกษานี้ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ 5 อันดับแรกเพียงอัตราร้อยละ 15.87 เท่านั้น อายุของการออกพยากรณ์กำไรที่นับตั้งแต่วันออกพยากรณ์กำไรไปจนถึงวันประกาศผลประกอบการ ของบริษัท (AFAGE) พบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 43.67 วัน มีค่ามัธยฐานเท่ากับ 33 วัน มีค่าสูงสุดถึง 203 วัน ตัวแปรควบคุมที่อธิบายคุณสมบัติของนักวิเคราะห์ฯ ในงานวิจัยนี้ได้แก่ จำนวนครั้งที่ นักวิเคราะห์ฯ แต่ละคนออกพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของแต่ละบริษัทในแต่ละปี (AFFREQ) พบว่ามี ค่าเฉลี่ย เท่ากับ 22.56 ครั้งต่อปี มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 1 ครั้งต่อปีและมีค่าสูงสุดเท่ากับ 84 ครั้งต่อปี ประสบการณ์ในการทำงานของนักวิเคราะห์ (AFGEXP) และประสบการณ์ในการติดตามบริษัทเดิม อย่างต่อเนื่อง (AFFEXP) พบว่ามีค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐานและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ไม่แตกต่างกัน เนื่องจาก การศึกษาวิจัยนี้เก็บข้อมูลในช่วงระยะเวลาเพียง 5 ปี และ ข้อจำกัดของการข้อมูลใน งานวิจัยนี้ที่ไม่สามารถหาประสบการณ์ที่แท้จริงของนักวิเคราะห์ฯ ที่ย้อนหลังไปตั้งแต่วันที่ นักวิเคราะห์ได้รับใบอนุญาตและจำนวนปีที่แท้จริงที่นักวิเคราะห์ติดตามบริษัทนั้นได้ ทำให้ตัวแปร ควบคุมสองตัวนี้อาจไม่ได้สะท้อนประสบการณ์ของนักวิเคราะห์ฯ อย่างแท้จริง ตัวแปรควบคุมถัด มาคือ จำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตาม พบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 13.01 บริษัทมีค่ามัธยฐานเท่ากับ 12 บริษัท และพบว่าจำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตามสูงสุดมีค่าเท่ากับ 60 บริษัท ตัวแปร ควบคุมตัวสุดท้ายคือจำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตาม พบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.62 มี ค่ามัธยฐานเท่ากับ 2 มีค่าสูงสุด 7 กลุ่มอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ไม่สนใจติดตามได้แก่ อุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภค

ตารางที่ 14 ส่วนที่ 2 จะเป็นตัวแปรที่ถูกปรับด้วยค่าเฉลี่ยของตัวแปรนั้นๆ เพื่อ ต้องการให้ค่าของตัวแปรที่เกิดจากนักวิเคราะห์ฯ แต่ละคนสามารถเปรียบเทียบกันได้ โดยใช้ตัวแบบที่ กล่าวไปแล้วในบทที่ 4

## ตารางที่ 14 สถิติเชิงพรรณนา(Descriptive statistics)

ตัวแปร (Variables)	จำนวน ตัวอย่าง (N)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน (STD)	ค่าต่ำสุด (MIN)	ค่าสูงสุด (MAX)
<b>ส่วนที่ 1 ตัวแปรพื้นฐาน (Raw values)</b>						
AFE	1,745	0.0336	0.0091	0.0880	0.0000	1.0408
REV	1,745	0.5026	1.0000	0.5000	0.0000	1.0000
BSIZE	1,745	0.1587	0.0000	0.3655	0.0000	1.0000
AFAGE	1,745	43.671	33.000	36.668	1.0000	203.000
AFFREQ	1,745	22.563	21.0000	12.6755	1.0000	80.0000
AFGEXP	1,745	3.2241	2.0000	1.0803	1.0000	5.0000
AFFEXP	1,745	2.9266	2.0000	1.0048	1.0000	5.0000
AFNCOS	1,745	13.014	11.0000	6.9893	1.0000	60.0000
AFSIC	1,745	2.6241	2.0000	1.3574	1.0000	7.0000
<b>ส่วนที่ 2 ตัวแปรที่ปรับด้วยค่าเฉลี่ย ( Mean-adjusted value)</b>						
MAFE	1,745	0.0455	0.1944	0.8833	-12.0542	1.0000
LMAFE	1,745	0.0517	0.2346	0.9739	-12.0542	1.0000
MFAGE	1,745	-5.2477	-13.6667	34.3637	-94.5000	179.875
MFREQ	1,745	3.0832	2.6250	11.7126	-35.4117	52.857
MFGEEXP	1,745	0.2017	0.0769	0.4273	-3.5555	2.5000
MFFEXP	1,745	0.4017	0.3333	0.7002	-3.4285	3.3750
MNCOS	1,745	0.4860	-0.6667	6.6421	-18.600	49.1578
MSIC	1,745	0.0435	-0.1429	1.2272	-3.0000	4.9375

ส่วนที่ 1 *AFE* คือ ค่าสัมบูรณ์ของผลต่างระหว่างตัวเลขพยากรณ์กำไรรายปีของนักวิเคราะห์ กับกำไรรายปีที่เกิดขึ้นจริง  $REV = 1$  หากนักวิเคราะห์ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น = 0 หากเป็นกรณีอื่น *BSIZE* คือ ขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ ค่าเท่ากับ 1 ถ้า นักวิเคราะห์ *i* ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ 1 ใน 5 ของบริษัทหลักทรัพย์ทั้งหมด ขนาดบริษัทหลักทรัพย์คำนวณจากมูลค่าซื้อขายที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี *t* หรือค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น *AFAGE* คือ จำนวนวันที่นับตั้งแต่วันที่นักวิเคราะห์ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัทจนถึงวันที่ประกาศกำไรจริง *AFFREQ* คือ จำนวนครั้งของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปีของนักวิเคราะห์ *AFFEXP* คือจำนวนปีที่นักวิเคราะห์ ติดตามและออกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปีของบริษัทเดิม *AFGEEXP* คือ จำนวนปีที่นักวิเคราะห์ออกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัทอย่างน้อย 1 ครั้ง *AFNCOS* คือจำนวนบริษัททั้งหมดที่นักวิเคราะห์ ติดตาม *AFNISC* คือจำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ ติดตามที่

ส่วนที่ 2 *MAFE* คือ ค่าสัมบูรณ์ของผลต่างระหว่างตัวเลขพยากรณ์กำไรรายปีของนักวิเคราะห์ *LMAFE* คือ ความแม่นยำของการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ ย้อนหลังไป 1 ปี *MFAGE* คือ จำนวนวันที่นับตั้งแต่วันที่นักวิเคราะห์ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของ



บริษัทจนถึงวันที่ประกาศกำไรจริงปรับด้วยค่าเฉลี่ยจำนวนวัน *MFFREQ* คือ จำนวนครั้งของการออกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปีของนักวิเคราะห์ฯ ปรับด้วยค่าเฉลี่ย *MFFEXP* คือจำนวนปีที่นักวิเคราะห์ฯ *i* ติดตามปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนปี *MFGEXP* คือ จำนวนปีที่นักวิเคราะห์ฯออกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของทุกบริษัทที่ปรับด้วยค่าเฉลี่ยจำนวนปี *MNCOS* คือจำนวนบริษัททั้งหมดที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตามปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนบริษัท *MNISC* คือ จำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตามที่ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนอุตสาหกรรม

### 5.3.3 การทดสอบสหสัมพันธ์ (Correlation)

ตารางที่ 15 แสดงค่าสหสัมพันธ์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยใช้ค่าความสัมพันธ์ของ Pearson ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 พบว่าตัวแปรตามไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระตามที่คาดหวัง นอกจากนี้ ยังพบตัวแปรอิสระ 2 ตัวที่มีความสัมพันธ์กันมากจนก่อให้เกิดปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multi-collinearity) เพราะตัวแปรอิสระมีค่าสหสัมพันธ์กันสูง ได้แก่ จำนวนปีประสบการณ์ที่ทำงานเป็นนักวิเคราะห์ (AFGEXP) กับจำนวนปีประสบการณ์ที่ติดตามบริษัท (AFFEXP) ตัวแปรอิสระสองตัวนี้มีค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ 0.5042 ที่ระดับนัยสำคัญ 5% และตัวแปรจำนวนบริษัทที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตามกับจำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ฯ ติดตาม มีค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ 0.6242 ที่ระดับนัยสำคัญ 5%

ตารางที่ 15 การแสดงค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปร (Pearson Correlation Matrix) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารและความถี่ในการออกการคาดการณ์กำไรที่ส่งผลกระทบต่อความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์

Variables	MAFE	REV	BSIZE	LMAFE	MFREQ	MFAGE	MFGEXP	MFFEXP	MNCOS	MSIC
MAFE										
REV	-0.0027									
BSIZE	0.0492*	-0.0916*								
LMAFE	0.1057*	-0.0835*	0.0658*							
MFREQ	0.0613*	-0.0154*	-0.1956*	0.0436*						
MFAGE	-0.0687*	-0.0822*	-0.0430*	-0.0184	-0.3098*					
MFGEXP	-0.0016	0.0021	-0.1080*	0.0283	0.0930*	-0.0234				
MFFEXP	0.0343	0.0197	-0.0820*	0.0307	0.2025*	-0.0885	0.5042*			
MNCOS	-0.0082	-0.0471*	0.0782*	0.0052*	-0.0159*	0.0942*	0.1459*	0.0974*		
MSIC	-0.0252	-0.0676*	-0.0215	0.0240	0.0317	-0.0408	0.1062*	0.0257	0.6242*	

\* มีความสัมพันธ์กัน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 จำนวนตัวอย่าง (N) = 1,745 ตัวอย่าง

MAFE คือ ค่าสัมบูรณ์ของผลต่างระหว่างตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นกับกำไรจริง REV = 1 หากนักวิเคราะห์ทำตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น = 0 หากเป็นกรณีอื่น BSIZE คือ ขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ เท่ากับ 1 ถ้านักวิเคราะห์ทำ 5 ของบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ 1 ใน 5 ของบริษัทหลักทรัพย์ LMAFE คือความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ 1 ปีซ้อนหลัง MAGE คือ จำนวนวันที่นับตั้งแต่วันที่นักวิเคราะห์ทำตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัทย้อนหลังถึงวันที่ประกาศกำไรจริง และปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนวัน MFREQ คือ จำนวนครั้งของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปีของนักวิเคราะห์ MFFEXP คือ จำนวนปีที่นักวิเคราะห์ติดตามและออกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปีของบริษัทย้อนหลังของจำนวนครั้ง MFFEXP คือ จำนวนปีที่นักวิเคราะห์ติดตามและออกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของทุกบริษัทด้วยค่าเฉลี่ยจำนวนปี ถ้าเป็นการอื่น MNCOS คือจำนวนบริษัททั้งหมดที่นักวิเคราะห์ทำติดตาม ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนอุตสาหกรรม MMSIC คือ จำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์ติดตามปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนอุตสาหกรรม

### 5.3.4 ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3

#### 5.3.4.1 ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3.1

การทดสอบสมมติฐาน 3.1 เพื่อดูผลของความแม่นยำจากการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ เปรียบเทียบกับความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ในกลุ่มที่ติดตามบริษัทเดียวกันในช่วงเวลาเดียวกัน โดยใช้ตามตัวแบบในสมการที่ (17) การทดสอบสมมติฐานนี้ ผู้วิจัยคาดหวังว่า นักวิเคราะห์ฯ ที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรหลังจากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารจะมีความแม่นยำของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ เพิ่มขึ้นกว่านักวิเคราะห์ฯ ที่ไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรในกลุ่มที่ติดตามบริษัทเดียวกัน จากผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ กับความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ อธิบายได้ว่า นักวิเคราะห์ฯ ที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรจากผู้บริหาร ไม่มีความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มากขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับความแม่นยำของนักวิเคราะห์ฯ ในกลุ่มที่ติดตามบริษัทเดียวกัน สำหรับผลการศึกษาครั้งนี้จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 3.1 นอกจากนี้ผลที่ได้ยังไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต ที่พบว่านักวิเคราะห์ฯ ที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรหลังผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรจะทำให้ให้นักวิเคราะห์ฯ มีความแม่นยำขึ้น (Baginski and Hassell 1990) ทั้งนี้ ผลการวิจัยที่แตกต่างจากอดีตอธิบายได้ว่า อาจเกิดจากการวัดความแม่นยำการพยากรณ์กำไรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ใช้วิธีการเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยความแม่นยำของนักวิเคราะห์ฯ ในกลุ่มที่ติดตามบริษัทเดียวกัน ซึ่งอาจมีนักวิเคราะห์ฯ บางรายอาจไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น หรือมีนักวิเคราะห์ฯ บางรายอาจมีการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรเพียงเล็กน้อย เพราะพยากรณ์ได้แม่นยำอยู่แล้ว จึงอาจทำให้ผลการศึกษาครั้งนี้ไม่พบว่าการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรกับความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ แต่พบว่าการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรกับความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ มีทิศทางเดียวกัน

นอกจากนี้ ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมหลายตัวแปร กับตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ (BSIZE) มีความสัมพันธ์กับความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 อธิบายได้ว่า นักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ จะมีความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นมากกว่านักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็ก นอกจากนี้ ตัวแปรความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ 1 ปีย้อนหลัง (LMAFE) มีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ หมายความว่า ความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ปีก่อน มีผลต่อความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ปีปัจจุบัน ตัวแปรควบคุมต่อมาคือ อายุของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้น

ของนักวิเคราะห์ฯ มีความสัมพันธ์แปรผกผันกับความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ แสดงให้เห็นว่านักวิเคราะห์ฯ ที่ออกพยากรณ์กำไรต่อหุ้นใกล้วันที่บริษัทประกาศผลประกอบการจริงจะมีความแม่นยำมากขึ้น ตัวแปรควบคุมตัวสุดท้ายได้แก่ จำนวนครั้งของการออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.10 ตัวแปรควบคุมตัวอื่นนอกจากที่กล่าวไปข้างต้นไม่พบความสัมพันธ์กับความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ

โดยสรุป การทดสอบสมมติฐานที่ 3.1 ความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นกับความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าผลลัพธ์ไม่เป็นไปตามที่คาดหวังไว้ และสำหรับผลการศึกษาคั้งนี้จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 3.1 การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ไม่ช่วยเพิ่มความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ แต่ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบเพิ่มเติมเพื่อหาเหตุผลอธิบายไว้ในหัวข้อที่ 5 เรื่องการทดสอบเพิ่มเติม



ตารางที่ 16 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรกับของนักวิเคราะห์  
กับการความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มที่  
ติดตามบริษัทเดียว

$$MAFE_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 AFREV_{ijt} + \beta_2 BSIZE_{ijt} + \beta_3 LMAFE_{ijt} + \beta_4 MAGE_{ijt} + \beta_5 MFREQ_{ijt} + \beta_6 MGEXP_{ijt} + \beta_7 MFEXP_{ijt} + \beta_8 MNCOS_{ijt} + \beta_9 MNISC_{ijt} + YEAR + \epsilon_{ijt} \quad (17)$$

ตัวแปร (Variable)	ทิศทางที่คาดหวัง (Predicted Sign)	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient)	P-value
<i>Intercept</i>		-0.0146	0.672
<i>AFREV</i>	(+)	0.0222	0.591
<i>BSIZE</i>	(+)	0.1222	0.011**
<i>LMAFE</i>	(+)	0.0908	0.005***
<i>MAGE</i>	(-)	-0.0012	0.053**
<i>MFREQ</i>	(+)	0.0035	0.094*
<i>MGEXP</i>	(+)	-0.0353	0.510
<i>MFEXP</i>	(+)	0.0380	0.299
<i>MNCOS</i>	(-)	0.0002	0.951
<i>MNSIC</i>	(-)	-0.0210	0.304
<i>YEAR</i>			YES
<i>Adj R-squared</i>			0.0211
<i>N</i>			1,745

\*/\*\*/\*\*\* มีความสัมพันธ์กัน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.10 , 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

$AFE_{ijt}$  คือ ค่าสัมบูรณ์ของผลต่างระหว่างตัวเลขพยากรณ์กำไรรายปีของนักวิเคราะห์ กับกำไรที่เกิดขึ้นจริง  $AFREV_{jt}$  เท่ากับ 1 ถ้า นักวิเคราะห์ ปรับการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นและมีค่าเท่ากับ 0 หากเป็นกรณี  $MAGE_{ijt}$  คือ จำนวนวันที่นับตั้งแต่วันที่นักวิเคราะห์  $i$  ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัท  $j$  จนถึงวันที่ประกาศกำไรจริงของปี  $t$  และปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนวัน  $MFREQ_{ijt}$  คือ จำนวนครั้งของออกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปีของนักวิเคราะห์  $i$  ของบริษัท  $j$  ที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี  $t$  ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนครั้ง  $MFEXP_{ijt}$  คือจำนวนปีที่นักวิเคราะห์  $i$  ติดตามและออกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปีของบริษัท  $j$  ที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี  $t$  ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนปี  $MGEXP_{ijt}$  คือ จำนวนปีที่นักวิเคราะห์  $i$  ออกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของทุกบริษัทที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี  $t$  ปรับด้วยค่าเฉลี่ยจำนวนปี  $BSIZE_{ijt}$  คือ ขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ ค่าเท่ากับ 1 ถ้านักวิเคราะห์  $i$  ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ ขนาดใหญ่ 1 ใน 5 ของบริษัทหลักทรัพย์ทั้งหมด ที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี  $t$  หรือค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น  $MNCOS_{ijt}$  คือจำนวนบริษัท ทั้งหมดที่นักวิเคราะห์  $i$  ติดตามและออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น ที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี  $t$  ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนบริษัท  $MNISC_{ijt}$  คือ จำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์  $i$  ติดตามที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี  $t$  ถึงปี ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนอุตสาหกรรม

### 5.3.4.1 ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3.2

การทดสอบสมมติฐานที่ 3.2 เพื่อศึกษาความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่ได้รับผลกระทบจากออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ว่ามีส่วนช่วยให้มีความแม่นยำเพิ่มขึ้นหรือไม่ ผลการศึกษาแสดงไว้ในตารางที่ 17 พบว่าความแม่นยำของนักวิเคราะห์ฯ มีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 อธิบายได้ว่า นักวิเคราะห์ฯ ที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรหลังจากการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารจะทำให้มีความแม่นยำเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.45 การเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ส่งผลให้นักวิเคราะห์ฯ นำข้อมูลของผู้บริหารไปปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของผล จนส่งผลให้การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มีความแม่นยำเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นไปตามที่ผู้วิจัยคาดการณ์ไว้และมีความสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่พบว่า การออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารจะมีส่วนช่วยทำให้นักวิเคราะห์ฯ พยากรณ์ได้แม่นยำขึ้น (Baginski and Hassell 1990)

นอกจากนี้ ยังพบตัวแปรควบคุมบางตัวมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ความถี่ในการออกพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 อธิบายได้ว่า นักวิเคราะห์ฯ ที่ออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นบ่อยครั้งจะเพิ่มความแม่นยำมากกว่านักวิเคราะห์ฯ ที่ออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นน้อยครั้ง และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Clement (1999) และ Call, Chen et al. (2009) อย่างไรก็ตาม พบความสัมพันธ์แปรผกผันระหว่างจำนวนวันของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นกับความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แต่ให้ผลการศึกษาในทิศทางตรงกันข้ามกับงานวิจัยในอดีตข้างต้น สำหรับตัวแปรควบคุมตัวอื่นพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 17 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์  
กับการความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ รายคน

$$\begin{aligned} \text{ChgAFE}_{ijt} = & \beta_{0ijt} + \beta_1 \text{AFREV}_{ijt} + \beta_2 \text{BSIZE}_{ijt} + \beta_3 \text{LMAFE}_{ijt} + \beta_4 \text{MFREQ}_{ijt} + \beta_5 \text{MAGE}_{ijt} \\ & + \beta_6 \text{MGEXP}_{ijt} + \beta_7 \text{MFEXP}_{ijt} + \beta_8 \text{MNCOS}_{ijt} + \beta_9 \text{MNSIC}_{ijt} + \text{YEAR} + \epsilon_{ij} \end{aligned} \quad (18)$$

$$\text{ChgAFE}_{ijt} = (-1) * |( \text{AFE}_{after} - \text{AFE}_{before} ) / \text{Price}_{t-1}} \quad (16)$$

ตัวแปร (Variable)	ทิศทางที่คาดหวัง (Predicted Sign)	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient)	P-value
Intercept		0.0321	0.016**
AFREV	(+)	0.0045	0.020**
BSIZE	(+)	0.0015	0.585
LMAFE	(+)	0.0007	0.447
MAGE	(-)	0.0000	0.032**
MFREQ	(+)	0.0002	0.012**
MGEXP	(+)	-0.0029	0.275
MFEXP	(+)	-0.0007	0.635
MNCOS	(-)	0.0002	0.279
MNSIC	(-)	-0.0006	0.486
YEAR		YES	
Adj R-squared		0.0194	
N		1,745	

\*/\*\*/\*\* มีความสัมพันธ์กัน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.10 , 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

$\text{ChgAFE}_{ijt}$  คือ ค่าสัมบูรณ์ของผลต่างระหว่างตัวเลขพยากรณ์กำไรรายปีของนักวิเคราะห์ กับกำไรรายปีที่เกิดจริง  $\text{AFREV}_{ijt}$  เท่ากับ 1 ถ้านักวิเคราะห์ ปรับการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นและมีค่าเท่ากับ 0 หากเป็นกรณี  $\text{MAGE}_{ijt}$  คือ จำนวนวันที่นับตั้งแต่วันที่นักวิเคราะห์  $i$  ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัท  $j$  จนถึงวันที่ประกาศกำไรจริงของปี  $t$  และปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนวัน  $\text{MFREQ}_{ijt}$  คือ จำนวนครั้งของออกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปีของนักวิเคราะห์  $i$  ของบริษัท  $j$  ที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี  $t$  ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนครั้ง  $\text{MFEXP}_{ijt}$  คือจำนวนปีที่นักวิเคราะห์  $i$  ติดตามและออกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นรายปีของบริษัท  $j$  ที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี  $t$  ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนปี  $\text{MGEXP}_{ijt}$  คือ จำนวนปีที่นักวิเคราะห์  $i$  ออกการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของทุกบริษัทที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี  $t$  ปรับด้วยค่าเฉลี่ยจำนวนปี  $\text{BSIZE}_{ijt}$  คือ ขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ ค่าเท่ากับ 1 ถ้านักวิเคราะห์  $i$  ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ 1 ใน 5 ของบริษัทหลักทรัพย์ทั้งหมด ที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี  $t$  หรือค่าเท่ากับ 0 ถ้าเป็นกรณีอื่น  $\text{MNCOS}_{ijt}$  คือจำนวนบริษัททั้งหมดที่นักวิเคราะห์  $i$  ติดตามและออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น ที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี  $t$  ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนบริษัท  $\text{MNSIC}_{ijt}$  คือ จำนวนอุตสาหกรรมที่นักวิเคราะห์  $i$  ติดตามที่เกิดขึ้นระหว่าง ปี  $t$  ถึงปี ปรับด้วยค่าเฉลี่ยของจำนวนอุตสาหกรรม

#### 5.4 ผลการทดสอบปัญหาความเอนเอียงในการเลือกตัวอย่าง (Selection Bias)

ตารางที่ 18 แสดงผลของตัวแบบขั้นแรกตามวิธีของ Heckman เพื่อแก้ปัญหาคความเอนเอียงจากการเลือกตัวอย่าง (Selection Bias) ผลการศึกษาพบว่า คະแนนจากการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGSCORE) มีความสัมพันธ์แปรผันตามกับโอกาสที่ผู้บริหารจะออกคาดการณ์กำไรของบริษัท คิดเป็นอัตราร้อยละ 53.49 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีคะแนนการประเมินคุณภาพบรรษัทภิบาลสูง มีแนวโน้มที่ผู้บริหารจะตัดสินใจออกคาดการณ์กำไรมากกว่าบริษัทที่มีคะแนนดังกล่าวต่ำกว่า ค่าเฉลี่ยของผลรวมผลต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและขายรายวัน (Bid-ask spread) ซึ่งเป็นตัวแทนของปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน (Coller and Yohn 1997) พบว่า มีความสัมพันธ์แปรผกผันกับการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 จำนวนนักวิเคราะห์ที่ติดตามบริษัทมีความสัมพันธ์แปรตามกับ การออกการคาดการณ์ของผู้บริหารที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่าผู้บริหารที่ตัดสินใจออกคาดการณ์กำไรจะมีนักวิเคราะห์ติดตามมากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานของ (Lang and Lundholm (1996)) นอกจากนี้ยังพบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่วัดจากมูลค่าสินทรัพย์รวมมีโอกาสที่ผู้บริหารจะออกคาดการณ์กำไร อัตราร้อยละ 19.85 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ตัวแปรอิสระที่เหลือได้แก่ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์บริษัท (ROA) บริษัทที่ผลดำเนินงานขาดทุน (LOSS) ความผันผวนของกำไร (EVOL) และ อัตราส่วนของมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีบริษัท (MTB) ไม่มีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ตัวแบบนี้มีค่า Pseudo R2 เท่ากับ 0.8648 มีความถูกต้องของจัดประเภท (Correctly classified) 91.09% และมีค่า VIF เท่ากับ 1.25 แสดงไม่มีตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กัน สรุปได้ว่าตัวแบบนี้เหมาะสมในการใช้แก้ปัญหาคความเอนเอียงในการเลือกตัวอย่าง



### ตารางที่ 18 การทดสอบความสัมพันธ์ในขั้นแรกตามวิธี Heckman

$$MF_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 CGSCORE_{jt} + \alpha_2 BIDASK_{jt} + \alpha_3 AFNO_{jt+1} + \alpha_4 ROA_{jt} + \alpha_5 SIZE_{jt} + \alpha_6 MTB_{jt} + \alpha_7 LOSS_{jt} + \alpha_8 EVOL_{jt} + \text{Year and Industry effects} + \epsilon_{jt} \quad (14)$$

ตัวแปร (Variables)	ค่าสัมประสิทธิ์ Coefficient	P-value
Intercept	-3.4552	0.001***
CGSCORE	0.5349	0.000***
BIDASK	-78.568	0.000***
AFNO	0.1717	0.000***
ROA	-0.0018	0.797
SIZE	0.1985	0.002***
MTB	0.0050	0.346
LOSS	0.0668	0.749
EVOL	-0.0065	0.352
Year and Industry effects	Yes	
Log likelihood	-1112.626	
Prob > chi2	0.000***	
Pseudo R2	0.8648	
N	4,375	
Correctly classified	91.09%	
VIF	1.25	

\*/\*\*/\*\*\* มีความสัมพันธ์กัน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.10 , 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

$MF_{jt}$  คือ การออกค่างานกำไรรายปีโดยผู้บริหาร กำหนดค่าเท่ากับ 1 ถ้าบริษัทออกค่างานกำไรรายปีของปี  $t$  อย่างน้อย 1 ครั้ง หรือเท่ากับ 0 ถ้าในกรณีอื่น  $CGSCORE_{jt}$  คือ คะแนนจากการกำกับดูแลกิจการ บริษัทที่ไม่มีคะแนนให้ค่าตัวแปร = 0 บริษัทที่ได้คะแนน 3 ให้ค่าตัวแปร = 1 บริษัทที่ได้คะแนน 4 ให้ค่าตัวแปร = 2 บริษัทที่ได้คะแนน 5 ให้ค่าตัวแปร = 3  $BIDASK$  คือ ค่าเฉลี่ยของผลรวมผลต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและขายรายวันปรับด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์สิ้นวัน  $AFNO$  คือ จำนวนของนักวิเคราะห์ที่ติดตามหุ้นของบริษัท  $SIZE$  คือ ขนาดของบริษัท คำนวณจากค่าลอการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัท  $MTB$  คือ อัตราส่วนของมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีบริษัท  $LOSS$  คือ ผลขาดทุนของบริษัท กำหนดให้ค่าเท่ากับ 1 ถ้าบริษัทขาดทุนสุทธิหรือเท่ากับ 0 ถ้าในกรณีอื่น  $EVOL$  คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสุทธิรายปีย้อนหลัง 5 ปี ของบริษัท  $ROA$  คือ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท  $Year effects$  คือ ค่า Dummies สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2551-2555  $Industry effects$  คือ ค่า Dummies ของกลุ่มอุตสาหกรรมตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 5.5 การทดสอบเพิ่มเติม (Additional Test)

เนื้อหาส่วนนี้ผู้วิจัยทำการทดสอบเพิ่มเติม เพื่ออธิบายผลการศึกษาของสมมติฐานที่ 3 ที่ศึกษาความแม่นยำของนักวิเคราะห์ฯ ที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารว่ามีความแม่นยำเพิ่มขึ้นหรือไม่ ผลการวิจัยไม่สนับสนุนสมมติฐานข้างต้น อธิบายได้ว่านักวิเคราะห์ฯ ที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากได้ข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ดังนั้นผู้วิจัยจึงขยายการทดสอบเพิ่มเติม โดยการแบ่งกลุ่มข้อมูลของนักวิเคราะห์ฯ ตามขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ (Broker size) ตามผลการศึกษาของClement (1999) ที่พบว่า นักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่จะมีทรัพยากรที่ใช้สนับสนุนการทำงานมากกว่าบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็ก และส่งผลให้นักวิเคราะห์ฯ พยากรณ์ตัวเลขได้แม่นยำเพิ่มขึ้น ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ใช้ข้อมูลจากตารางที่ 7 การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ จำแนกตามขนาดของบริษัทหลักทรัพย์และประเภทของข่าวที่มีข้อมูล 4,297 ตัวอย่าง โดยแบ่งเป็น 1) สถิติเชิงพรรณนา และ 2) การเปรียบเทียบค่าผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ (Forecast error: FE) โดยใช้สถิติ t-test

#### 5.5.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 19 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่เกิดในช่วงเวลาก่อนและหลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารจำนวน 4,297 ตัวอย่าง แบ่งเป็น นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหารจำนวน 2,185 ตัวอย่าง และนักวิเคราะห์ฯ ไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรมีจำนวน 2,112 ตัวอย่าง พบว่า กลุ่มของจำนวนตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ทั้งหมด 4,297 ตัวอย่าง และกลุ่มของนักวิเคราะห์ฯ ที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นจำนวน 2,185 ตัวอย่าง เมื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยความผิดพลาด (FE) การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นก่อนและหลังการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร พบว่ามีค่าลดลง จาก 0.0385 เป็น 0.0121 และ 0.1277 เป็น 0.0756 ตามลำดับ ค่าร้อยละความผิดพลาดการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ก่อนและหลังผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรมีค่าปรับลดลงจาก 0.4087 เป็น 0.3256 และร้อยละค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ก็ปรับลดลงจาก 0.8075 เป็น 0.6917 และค่ามัธยฐานความผิดพลาดก็มีการปรับลดลงเช่นเดียวกัน เมื่อพิจารณาข้อมูลเฉพาะกลุ่มของนักวิเคราะห์ฯ ที่มีการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร พบว่าค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานความผิดพลาดมีการปรับลดลงอย่างชัดเจน โดยค่าร้อยละความผิดพลาดการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ก่อนและหลังผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรมี

ค่าปรับลดลงจาก 0.5756 เป็น 0.4120 และร้อยละค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ก็ปรับลดลงจาก 0.9910 เป็น 0.7634 สำหรับกลุ่มของนักวิเคราะห์ฯ ที่ไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของตน ค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานความผิดพลาดจะไม่มีเปลี่ยนแปลง

หากพิจารณาทิศทางการเอนเอียงของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ก่อนออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร พบว่า นักวิเคราะห์ฯ กลุ่มที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรจะพยากรณ์กำไรต่อหุ้นเอนเอียงไปทางบวก(Optimistic forecast) หรือพยากรณ์กำไรต่อหุ้นสูงกว่าความจริง (Overestimate) ค่าร้อยละความผิดพลาดเท่ากับ 0.5756 ในขณะที่นักวิเคราะห์ฯ กลุ่มที่ไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นเชิงบวก เช่นเดียวกัน ค่าร้อยละความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นเท่ากับ 0.2361 ซึ่งเป็นค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นที่เอนเอียงไปทางบวกที่มีค่าน้อยกว่า และเมื่อพิจารณาเปรียบเทียบความผิดพลาดในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นระหว่างกลุ่มที่ปรับตัวเลขพยากรณ์และกลุ่มที่ไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ พบว่า นักวิเคราะห์ฯ กลุ่มที่ไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรมีค่าเฉลี่ยร้อยละความผิดพลาดและค่าเฉลี่ยร้อยละค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ต่ำกว่ากลุ่มปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น

#### ตารางที่ 19 สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร (Variables)	การพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของ นักวิเคราะห์ฯ ทั้งหมด		นักวิเคราะห์ฯ ที่ปรับตัว เลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น		นักวิเคราะห์ฯ ที่ไม่ปรับตัว เลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น	
	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)
ตัวอย่าง (N)	4,297		2,185		2,112	
$FE_{post}$	0.0385	0.0000	0.1277	0.0000	-0.0537	0.0000
$FE_{prior}$	0.0121	0.0000	0.0756	0.0000	-0.0537	0.0000
$PFE_{post}$	0.4087	-0.0223	0.5756	-0.0244	0.2361	-0.0209
$PFE_{prior}$	0.3256	-0.0169	0.4120	-0.0132	0.2361	-0.0209
$APFE_{post}$	0.8075	0.1463	0.9910	0.1623	0.6176	0.1304
$APFE_{prior}$	0.6917	0.1230	0.7634	0.1172	0.6176	0.1304

$FE_{post}$  คือ ความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ก่อนผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร  $FE_{prior}$  คือ ความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ หลังผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร  $PFE_{post}$  คือร้อยละค่าความผิดพลาดการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ก่อนผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร  $PFE_{prior}$  คือร้อยละค่าความผิดพลาดการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ หลังผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร  $APFE_{post}$  คือร้อยละค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของ

นักวิเคราะห์ฯ ก่อนผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร  $APFE_{prior}$  คือร้อยละค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ หลังผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร

### 5.5.2 การใช้สถิติ t-test วิเคราะห์เปรียบเทียบค่าความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ

การวิเคราะห์ฯ เปรียบเทียบค่าความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ จะแบ่งเป็น การวิเคราะห์เฉพาะกลุ่มนักวิเคราะห์ฯ ที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น และการวิเคราะห์เปรียบเทียบค่าความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ แยกตามขนาดของบริษัทหลักทรัพย์

5.5.2.1 การวิเคราะห์ฯ เปรียบเทียบความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ เฉพาะกลุ่มที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น จำนวน 2,185 ตัวอย่าง ผลลัพธ์แสดงในตารางที่ 19 ค่าเฉลี่ยร้อยละความผิดพลาด ( $PFE$ ) และค่าเฉลี่ยร้อยละค่าสัมบูรณ์ความผิดพลาด ( $APFE$ ) มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยค่าเฉลี่ยร้อยละความผิดพลาดการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ก่อนออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ( $PFE_{post}$ ) มีการพยากรณ์เอนเอียงในเชิงบวก (Overestimate) เท่ากับ 0.5756 หลังจากนักวิเคราะห์ฯ ได้รับข้อมูลการคาดการณ์ของผู้บริหารแล้วปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตนเองพบว่า ค่าเฉลี่ยร้อยละความผิดพลาดลดลงเท่ากับ 0.4120 เมื่อทดสอบด้วยสถิติ t-test พบว่า กลุ่มของค่าเฉลี่ยความผิดพลาดที่มากกว่าศูนย์ มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 10% เมื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยร้อยละค่าสัมบูรณ์ความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ก่อนผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร ( $APFE_{post}$ ) มีความเอนเอียงในเชิงบวก (Overestimate) เท่ากับ 0.9910 หลังจากนักวิเคราะห์ฯ ได้รับข้อมูลการคาดการณ์ของผู้บริหารแล้วปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตนเองพบว่า ค่าเฉลี่ยร้อยละความผิดพลาดลดลงเท่ากับ 0.7633 เมื่อทดสอบด้วยสถิติ t-test พบว่า กลุ่มของค่าเฉลี่ยความผิดพลาดที่มากกว่าศูนย์และกลุ่มที่ไม่เท่ากับศูนย์ มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 20 แสดงการวิเคราะห์เปรียบเทียบความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์  
เฉพาะกลุ่มของนักวิเคราะห์ ที่มีการปรับตัวเลขหลังจากการออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

$$PFE_{ijt} = (FC_{ijt} - AE_{jt}) / AE_{jt} \quad (1)$$

$$APFE_{ijt} = |(FC_{ijt} - AE_{jt}) / AE_{jt}| \quad (2)$$

ตัวแปร (Variable)	จำนวนตัวอย่าง (N)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.)
$PFE_{post}$	2,185	0.5756	0.1768
$PFE_{prior}$	2,185	0.4120	0.1264
Difference	2,185	0.1635	0.1222
Pr (T > t)		0.0905*	
$APFE_{post}$	2,185	0.9910	0.1759
$APFE_{prior}$	2,185	0.7633	0.1256
Difference	2,185	0.2276	0.1214
Pr (T > t)		0.0305**	

\*/\*\* มีความสัมพันธ์กัน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.10 และ 0.05 ตามลำดับ

$PFE_{post}$  คือร้อยละค่าความผิดพลาดการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ก่อนผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร  $PFE_{prior}$  คือร้อยละค่าความผิดพลาดการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ หลังผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร  $APFE_{post}$  คือร้อยละค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ก่อนผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร  $APFE_{prior}$  คือร้อยละค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ หลังผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร  $FC$  = ค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์  $AE$  = กำไรต่อหุ้นจากผลประกอบการจริงของบริษัท

### 5.5.2.2 การวิเคราะห์เปรียบเทียบค่าความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไร

ต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ก่อนและหลังจากการออกคาดการณ์กำไรต่อหุ้นของผู้บริหาร จำแนกตามขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ ทำงาน จากจำนวนตัวอย่างในตาราง 19 นักวิเคราะห์ ที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังผู้บริหารออกคาดการณ์กำไรจำนวน 2,185 ตัวอย่าง สามารถจำแนกตามขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ ทำงานโดยแบ่งเป็นนักวิเคราะห์ ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่มีจำนวน 386 ตัวอย่างและนักวิเคราะห์ ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็กจำนวน 1,799 ตัวอย่าง

การทดสอบโดยใช้สถิติ t-test เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยความผิดพลาดของนักวิเคราะห์ ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็กจำนวน 386 ตัวอย่าง ผลการทดสอบแสดงในตารางที่ 20 ส่วนที่ 1 พบว่า ค่าร้อยละความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ก่อนการออกคาดการณ์กำไรต่อหุ้นของผู้บริหาร ( $PFE_{post}$ ) มีค่าเท่ากับ 0.5222 ค่าร้อยละความ

ผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ หลังการออกคาดการณ์กำไรต่อหุ้นของผู้บริหาร (*PFE prior*) มีค่าเพิ่มขึ้นเท่ากับ 0.6205 แต่ไม่พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ และไม่พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกันในค่าร้อยละของค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ก่อนผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร (*APFE post*) และหลังผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร (*APFE prior*) สรุปว่าความผิดพลาดของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ ก่อนและหลังออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ไม่มีความแตกต่างกันอาจเกิดจากนักวิเคราะห์ฯ กลุ่มนี้ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีทรัพยากรที่ช่วยสนับสนุนให้ผลงานของนักวิเคราะห์ฯ มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น (Clement 1999)

ผลการศึกษาในตารางที่ 20 ส่วนที่ 2 ของนักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็กจำนวน 1,799 ตัวอย่าง ค่าเฉลี่ยร้อยละความผิดพลาด (*PFE*) และค่าเฉลี่ยร้อยละค่าสัมบูรณ์ความผิดพลาด (*APFE*) มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยค่าเฉลี่ยร้อยละความผิดพลาดการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ก่อนออกคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (*PFE post*) มีการพยากรณ์เอนเอียงในเชิงบวก (*Overestimate*) เท่ากับ 0.5870 หลังจากนักวิเคราะห์ฯ ได้รับข้อมูลการคาดการณ์ของผู้บริหารแล้วปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตนเองพบว่า ค่าเฉลี่ยร้อยละความผิดพลาดลดลงเท่ากับ 0.3672 เมื่อทดสอบด้วยสถิติ *t-test* พบว่า กลุ่มของค่าเฉลี่ยความผิดพลาดที่มากกว่าศูนย์ มีค่า *p-value* เท่ากับ 0.0655 แสดงว่าค่าเฉลี่ยความผิดพลาดของตัวอย่าง 2 กลุ่มมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.10 เมื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยร้อยละค่าสัมบูรณ์ความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ก่อนผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร (*APFE post*) มีความเอนเอียงในเชิงบวก (*Overestimate*) เท่ากับ 0.9855 หลังจากนักวิเคราะห์ฯ ได้รับข้อมูลการคาดการณ์ของผู้บริหารแล้วปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตนเองพบว่า ค่าเฉลี่ยร้อยละความผิดพลาดลดลงเท่ากับ 0.7287 เมื่อทดสอบด้วยสถิติ *t-test* พบว่า ผลต่างของค่าเฉลี่ยความผิดพลาดที่มากกว่าศูนย์มีค่า *p-value* เท่ากับ 0.0381 มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 21 แสดงการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยความผิดพลาดจริงและค่าสัมบูรณ์ของค่าความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ เฉพาะกลุ่มที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไร

$$PFE_{ijt} = (FC_{ijt} - AE_{jt}) / AE_{jt} \quad (1)$$

$$APFE_{ijt} = |(FC_{ijt} - AE_{jt}) / AE_{jt}| \quad (2)$$

ส่วนที่ 1 นักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่

ตัวแปร (Variable)	จำนวนตัวอย่าง (N)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.)
<i>PFE post</i>	386	0.5228	0.1768
<i>PFE prior</i>	386	0.6205	0.1264
Diff	386	-0.0982	0.1222
Prob (T < t)		0.2396	
<i>APFE post</i>	386	1.0163	0.1759
<i>APFE prior</i>	386	0.9246	0.1256
Diff	386	0.0916	0.1214
Prob (T > t)		0.2441	

ส่วนที่ 1 นักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็ก

ตัวแปร (Variable)	จำนวนตัวอย่าง (N)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.)
<i>PFE post</i>	1,799	0.5870	0.1768
<i>PFE prior</i>	1,799	0.3672	0.1264
Diff	1,799	0.2197	0.1222
Prob (T > t)		0.0655*	
<i>APFE post</i>	1,799	0.9855	0.1759
<i>APFE prior</i>	1,799	0.7287	0.1256
Diff	1,799	0.2568	0.1214
Prob (T > t)		0.0381**	

\*/\*\* มีความสัมพันธ์กัน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.10 และ 0.05 ตามลำดับ

*PFE post* คือร้อยละความผิดพลาดการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ก่อนผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร *PFE prior* คือร้อยละความผิดพลาดการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ หลังผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร *APFE post* คือร้อยละค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ก่อนผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร *APFE prior* คือร้อยละค่าสัมบูรณ์ของความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ หลังผู้บริหารออกคาดการณ์กำไร *FC* = ค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ *AE* = กำไรต่อหุ้นจากผลประกอบการจริงของบริษัท

จากผลการศึกษาดังกล่าวอาจให้ข้อสรุปว่า การออกมาตรการกำกับของ ผู้บริหารมีผลทำให้นักวิเคราะห์ฯ พยายามกำไรต่อหุ้นได้แม่นยำมากขึ้น โดยเป็นผลที่เกิดกับ นักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่พบว่า ความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อ หุ้นก่อนและหลังการออกมาตรการกำกับของผู้บริหารมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้ เห็นว่า การออกมาตรการกำกับของผู้บริหารมีประโยชน์ต่อนักวิเคราะห์ฯ เมื่อนักวิเคราะห์ฯ นำปัจจัย นี้เข้าไปร่วมในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของตน จะส่งผลให้นักวิเคราะห์ฯ มีความแม่นยำเพิ่มขึ้น ในขณะที่ นักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ ความผิดพลาดจากการพยากรณ์ก่อน และหลังจากการออกมาตรการกำกับของผู้บริหารพบว่าจะไม่มีความแตกต่างกัน ซึ่งน่าจะเกิดจาก นักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ มีทรัพยากรสนับสนุนในการทำงานมากกว่า ไม่ ว่าจะเป็นฐานรวบรวมและเครื่องมือที่ใช้วิเคราะห์ข้อมูล และการเข้าถึงแหล่งข้อมูลได้มากกว่า จึง ส่งผลให้นักวิเคราะห์ฯ กลุ่มนี้มีความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นที่มากกว่า นักวิเคราะห์ฯ ที่ ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็ก





## บทที่ 6

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

การออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็นการสมัครใจเปิดเผยข้อมูลเพื่อใช้ประมาณการผลประกอบการในอนาคตของบริษัท งานวิจัยในอดีตแสดงหลักฐานว่าการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีสาระประโยชน์ ตลาดให้การตอบสนอง และนักวิเคราะห์ฯ ที่ติดตามบริษัทจะปรับการพยากรณ์กำไรของตนหลังจากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร การศึกษานี้จึงต้องการทดสอบประโยชน์ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ที่ส่งผลกระทบต่อ การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้น และความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ นอกจากนี้งานวิจัยนี้ได้พิจารณาการเปิดเผยคุณลักษณะของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีความแตกต่างกัน ใน 2 ลักษณะคือรูปแบบและความถี่ ที่อาจส่งผลกระทบต่อ การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ

#### 6.1 สรุปผลการวิจัย

การศึกษานี้ผู้วิจัยแบ่งการทดสอบสมมติฐานเป็น 3 ส่วน ส่วนแรกคือ การตอบสนองของนักวิเคราะห์ฯ จากการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นเมื่อได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรรายปีของผู้บริหารที่มีรูปแบบการเปิดเผยข้อมูลการคาดการณ์กำไรที่แตกต่างกัน ส่วนที่สองเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ กับความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ส่วนที่สาม การทดสอบความแม่นยำของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ เมื่อได้รับข้อมูลการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร รวมถึงการทดสอบเพิ่มเติมเพื่อยืนยันผลการวิจัย

ผู้วิจัยเก็บข้อมูลการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารจากฐานข้อมูลข่าว พบว่าแนวทางปฏิบัติของผู้บริหารที่สมัครใจออกการคาดการณ์กำไรของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยที่ได้จากการวิจัย แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนที่มีนักวิเคราะห์ฯ ติดตามออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นผู้บริหารจะสมัครใจเปิดเผยการคาดการณ์กำไร ค่าเฉลี่ยของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารในแต่ละบริษัทเท่ากับ 6-7 ครั้งต่อปี เมื่อพิจารณาคุณลักษณะของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร พบว่าบริษัทส่วนใหญ่ออกการคาดการณ์กำไรรายปีที่ให้ข้อมูลเชิงปริมาณมากกว่า ข้อมูลเชิงคุณภาพ และข้อมูลเชิงปริมาณจะแสดงตัวเลขค่าเดียวมากกว่าตัวเลขค่าช่วง

### 6.1.1 การตอบสนองของนักวิเคราะห์ฯ จากการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นเมื่อได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีความชัดเจน

การศึกษาในส่วนี้ ผู้วิจัยต้องการศึกษาความชัดเจนการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีรูปแบบที่แตกต่างกันที่ส่งผลกระทบต่อปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ โดยแบ่งรูปแบบการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารเป็น ข้อมูลเชิงปริมาณหรือข้อมูลเชิงคุณภาพ(Quantitative or Qualitative) และข้อมูลแบบค่าเดียวหรือค่าช่วง (Point or Range) ผู้วิจัยคาดหวังผลการศึกษาว่าผู้บริหารที่ออกการคาดการณ์กำไรที่ให้ข้อมูลที่มีความชัดเจนจะให้นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นมากกว่าผู้บริหารที่ออกการคาดการณ์กำไรที่ขาดความชัดเจน

ผลการศึกษาพบว่า นักวิเคราะห์ฯ ตอบสนองต่อการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ด้วยการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารคิดเป็นร้อยละ 50 และนักวิเคราะห์ฯ มากกว่าร้อยละ 50 ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นภายใน 20 วันหลังจากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไร อธิบายได้ว่า นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นตามความคาดหวังของผู้บริหาร นอกจากนี้รูปแบบของการออกการคาดการณ์กำไรส่งผลกระทบต่อปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ผู้บริหารที่ออกการคาดการณ์กำไรที่ให้ข้อมูลเชิงปริมาณ พบว่ามีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ และผู้บริหารที่ออกการคาดการณ์กำไรที่ให้ข้อมูลค่าเดียวมีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ เช่นเดียวกับการออกการคาดการณ์กำไรที่ให้ข้อมูลค่าช่วง ดังนั้นผลการวิจัยข้างต้นให้หลักฐานตามที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ แสดงให้เห็นว่า นักวิเคราะห์ฯ ตอบสนองต่อการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารและการให้ข้อมูลการคาดการณ์กำไรที่มีความชัดเจน จะส่งผลให้นักวิเคราะห์ฯ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นมากกว่าการให้ข้อมูลการคาดการณ์กำไรที่ไม่ความชัดเจนหรือคลุมเครือ

### 6.1.2 ขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นเมื่อได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีความชัดเจน

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นกับความชัดเจนของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารพบว่า การออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่ให้ข้อมูลแบบค่าเดียว มีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับขนาดของการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ เพียงรูปแบบเดียว ผลการวิจัยนี้ให้ข้อเสนอแนะว่า การปรับตัวเลขของนักวิเคราะห์ฯ จะเห็นผลของขนาดที่ชัดเจนเมื่อผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไรที่ให้ข้อมูลชัดเจน แน่นนอนด้วยเช่นกัน

### 6.1.3 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ กับความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

การศึกษาในส่วนนี้ ผู้วิจัยต้องการศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ โดยผู้วิจัยไม่ได้กำหนดทิศทางความคาดหวังในความสัมพันธ์ดังกล่าว เนื่องจากผลงานวิจัยในอดีตแสดงหลักฐานที่ยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจนและสอดคล้องในทิศทางเดียวกัน

ผู้วิจัยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ กับความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบทิศทางที่มีความสัมพันธ์แปรผกผันกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ ผู้วิจัยให้ข้อสังเกตว่า การออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่เปิดเผยไปก่อนหน้านี้เป็นการคาดการณ์ที่ลำสมัย เนื่องจาก การเก็บค่าตัวแปรนี้เป็นการนับจำนวนความถี่ที่เกิดขึ้นตลอดทั้งปี ดังนั้นจึงอาจส่งผลให้จำนวนครั้งของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารไม่มีผลกระทบต่อการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ นอกจากนี้ อาจเกิดจากปัจจัยของตัวแปรร่วมตัวอื่นที่ส่งผลกระทบต่อความถี่ของการออกการคาดการณ์กำไร ซึ่งเป็นประเด็นให้ศึกษาวิจัยต่อไปในอนาคต (Hirst, Koonce et al. 2008)

### 6.1.4 การทดสอบความแม่นยำของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ เมื่อได้รับข้อมูลการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

การศึกษาส่วนนี้ต้องการทดสอบว่า เมื่อนักวิเคราะห์ ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นหลังจากผู้บริหารออกการคาดการณ์กำไร จะช่วยเพิ่มความแม่นยำให้นักวิเคราะห์ หรือไม่ ผู้วิจัยคาดหวังผลการศึกษาว่า ความแม่นยำของนักวิเคราะห์ ของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์แปรผันตรงกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ หลังจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

ผลการศึกษา ผู้วิจัยพบว่า ความสัมพันธ์แปรผันตรงระหว่างความแม่นยำของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ แต่ละคนกับการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ หลังจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร อย่างไรก็ตามหากเปรียบเทียบความแม่นยำของนักวิเคราะห์ กับกลุ่มที่ติดตามบริษัทเดียวกัน หลังจากการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารไม่พบว่ามีความสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า การออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารช่วยเพิ่มความแม่นยำให้นักวิเคราะห์ แต่ละคน แต่หากเปรียบเทียบความแม่นยำของนักวิเคราะห์ กับกลุ่มที่ติดตามบริษัทเดียวกัน อาจไม่พบความแตกต่างเนื่องจาก ในกลุ่มนักวิเคราะห์ ที่ติดตามบริษัทเดียวกัน อาจมีทั้งนักวิเคราะห์ ที่มีความเชี่ยวชาญมากปะปนกับนักวิเคราะห์ ที่มีความเชี่ยวชาญ

น้อยในการพยากรณ์กำไรปะปนกันอยู่ทำให้ผลการศึกษาที่ได้แสดงผล อย่างไรก็ตาม ในการวิเคราะห์ความแม่นยำของนักวิเคราะห์ฯ เป็นรายคนให้ผลการศึกษาที่สรุปได้ว่า การเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีประโยชน์ช่วยเพิ่มความแม่นยำของตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ

### 6.1.5 การทดสอบเพิ่มเติม

การทดสอบความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ เพิ่มเติมผู้วิจัยแบ่งกลุ่มตัวอย่างข้อมูลการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ตามขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ เพื่อเปรียบเทียบความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ สองกลุ่ม ผลการศึกษาพบว่า

การทดสอบความแม่นยำหลังจากการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของนักวิเคราะห์ฯ เมื่อได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ผลการศึกษาจากสมมติฐานที่ 3.1 พบว่า ถ้าเปรียบเทียบความแม่นยำนักวิเคราะห์ฯ ที่ปรับตัวเลขกับนักวิเคราะห์ฯ ที่ไม่ปรับตัวเลขในกลุ่มของนักวิเคราะห์ฯ ที่ติดตามบริษัทเดียวกัน พบว่าไม่มีความแตกต่าง สัดส่วนจำนวนนักวิเคราะห์ฯ ทั้งสองกลุ่มมีค่าใกล้เคียงกันที่ร้อยละ 50 ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการทดสอบเพิ่มเติมโดยแบ่งกลุ่มของนักวิเคราะห์ฯ ออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มแรกคือ กลุ่มนักวิเคราะห์ฯ ที่ไม่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของตนเองหลังจากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร และกลุ่มที่สองคือ กลุ่มนักวิเคราะห์ฯ ที่การปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของตนเองหลังจากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรรายปีของผู้บริหาร เพื่อเปรียบเทียบค่าความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ ก่อนและหลังการออกคาดการณ์กำไรต่อหุ้นของผู้บริหาร ผลการศึกษาพบว่า นักวิเคราะห์ฯ กลุ่มที่ปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของตนเองหลังจากได้รับข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ค่าความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญ อธิบายได้ว่า นักวิเคราะห์ฯ ได้นำข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารไปใช้ในการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรของตนเอง นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาจากขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ฯ ทำงานด้วย พบว่า นักวิเคราะห์ฯ ในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็กมีการปรับตัวเลขพยากรณ์กำไรมากกว่านักวิเคราะห์ฯ ในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ แต่เมื่อเปรียบเทียบความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรพบว่านักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานในบริษัทขนาดใหญ่มีความผิดพลาดของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นน้อยกว่านักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็ก จากผลการศึกษาดังกล่าวจึงสรุปได้ว่า การคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีประโยชน์ต่อนักวิเคราะห์ฯ ในการเพิ่มความถูกต้องแม่นยำในการพยากรณ์กำไรต่อหุ้น เฉพาะกลุ่มนักวิเคราะห์ฯ ที่ทำงานอยู่ในบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็กเท่านั้น

## 6.2 ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะของงานวิจัย

การเปิดเผยการคาดการณ์กำไรโดยผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยยังไม่มีรวบรวมไว้ในฐานข้อมูลที่ง่ายต่อการทำวิจัย ข้อมูลการออกการคาดการณ์กำไรจึงเป็นข้อมูลปฐมภูมิ (Primary data) ที่ผู้วิจัยต้องใช้เวลามากในการรวบรวมข้อมูลและวิเคราะห์ด้วยมือ โดยผู้วิจัยเป็นผู้กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และขั้นตอนการรวบรวมข้อมูลเอง ซึ่งอาจทำให้เกิดความลำเอียงหรือความผิดพลาดในการเก็บรวบรวมข้อมูลได้ แต่การกำหนดหลักเกณฑ์ในการคัดเลือกข้อมูลเอง ทำให้ได้ข้อมูลที่ตรงกับวัตถุประสงค์ของการวิจัยนี้ ดังนั้นผลการศึกษาที่ได้จากการวิจัยบางส่วนอาจไม่สามารถให้ข้อสรุปใช้เป็นหลักการทั่วไปในงานวิจัยอื่นได้ (Generalize)

ช่องทางการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร (Forecast avenue) ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยไม่ได้ถูกจำกัดเหมือนในประเทศสหรัฐอเมริกาที่ออกกฎหมาย Reg FD เพื่อกำหนดเงื่อนไขว่าผู้บริหารต้องเปิดเผยข้อมูลที่มีนัยสำคัญต่อนักลงทุนทุกประเภทอย่างเท่าเทียมกัน ไม่สามารถเลือกเปิดเผยข้อมูลให้แก่ักลงทุนเฉพาะกลุ่มได้ (Selective disclosure) สำหรับบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ช่องทางการเผยแพร่ข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารมีหลายช่องทาง เช่น การประชุมกับนักวิเคราะห์ฯ (Analyst meeting) การจัดประชุมทางโทรศัพท์ (Conference call) การจัดวันพบปะนักลงทุน (Opportunity day) หรือการเผยแพร่ผ่านสื่อสาธารณะ (Press release) หรือการเผยแพร่ข่าวผ่านเว็บไซต์ของบริษัท เป็นต้น จากช่องทางดังกล่าวให้ข้อสังเกตได้ว่า นโยบายของการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารของแต่ละบริษัทอาจมีความแตกต่างกัน ดังนั้นการได้รับข้อมูลของนักลงทุนอาจได้รับในเวลาที่ไม่เท่าเทียมกัน การวิจัยนี้รวบรวมข้อมูลการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารได้จากการเผยแพร่ผ่านสื่อสาธารณะ (Press release) เท่านั้น การเผยแพร่ข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารในช่องทางอื่นไม่สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลได้ ซึ่งเป็นข้อจำกัดของการศึกษาครั้งนี้ ดังนั้นผู้วิจัยคาดว่ามีโอกาสที่ข้อมูลการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารอาจถูกเปิดเผยให้แก่ักวิเคราะห์ฯ หรือนักลงทุนบางกลุ่มทราบก่อนการเผยแพร่ต่อสาธารณชน ทำให้ตลาดรับรู้ข่าวสารนี้ไปแล้ว ซึ่งทำให้ผลการศึกษาอาจยังไม่สามารถพิสูจน์ผลกระทบที่แท้จริงของการออกการคาดการณ์กำไรที่ส่งผลต่อการตอบสนองของนักวิเคราะห์ฯ ได้อย่างชัดเจน

การวิจัยนี้ให้ข้อสังเกตแก่หน่วยงานที่กำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เกี่ยวกับวิถีปฏิบัติจริงของผู้บริหารที่ออกการคาดการณ์กำไร กับแนวทางที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดให้ปฏิบัติว่าสอดคล้องหรือแตกต่างกันอย่างไร ผลการวิจัยที่แสดงหลักฐานเชิงประจักษ์จะช่วยให้หน่วยงานที่กำกับดูแลสามารถวิเคราะห์ข้อมูลการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

ที่บริษัทได้ปฏิบัติจริง ว่ามีความถูกต้อง โปร่งใส ทันเวลา และเกิดประโยชน์ต่อนักลงทุนอย่างเท่าเทียมกันตรงตามวัตถุประสงค์ของผู้กำกับดูแลอย่างแท้จริง

### 6.3 ทิศทางการวิจัยในอนาคต

การวิจัยนี้ไม่ได้ทดสอบความถูกต้องของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ซึ่งตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory) การออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารสามารถพิสูจน์ความถูกต้อง (Verify ex post) ได้เมื่อบริษัทประกาศผลประกอบการจริง ดังนั้นถ้าผลประกอบการจริงของบริษัทไม่เป็นไปตามการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร บริษัทก็จะถูกลงโทษจากตลาดด้วยการปรับลดมูลค่าหุ้น (Williams 1996, Stocken 2000, Hutton and Stocken 2009) จากกรอบแนวคิดของทฤษฎีนี้ ผู้วิจัยจึงเสนอแนะงานวิจัยที่ควรศึกษาต่อไปในอนาคตเกี่ยวกับ การทดสอบความถูกต้องของการออกการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร ของบริษัทจดทะเบียนเพื่อสร้างชื่อเสียงและความน่าเชื่อถือของผู้บริหารในสายตาของนักลงทุน ว่าผู้บริหารให้ข้อมูลการคาดการณ์กำไรที่มีความถูกต้องชัดเจน โปร่งใส และมีความเท่าเทียมกันแก่นักลงทุน

การศึกษาแรงจูงใจที่ส่งผลต่อการตัดสินใจเลือกเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีคุณลักษณะแตกต่างกัน อาทิเช่น รูปแบบ ประเภท ระยะเวลา ช่องทางการเผยแพร่ และเนื้อหาของข้อมูล เป็นต้น ยังไม่สามารถอธิบายได้อย่างชัดเจนว่าผู้บริหารมีเหตุจูงใจอะไรที่ทำให้ตัดสินใจเลือกเปิดเผยข้อมูลที่ต่างกันให้นักลงทุน (Hirst, Koonce et al. 2008) การเข้าใจถึงเหตุผลของการตัดสินใจเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารที่มีคุณลักษณะต่างๆมีความสำคัญต่อทิศทางการพัฒนาทฤษฎีที่เกี่ยวข้องและการวิจัยเชิงประจักษ์ในเรื่องนี้ ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตที่เกี่ยวข้องกับเรื่องนี้จึงน่าสนใจที่จะศึกษาค้นคว้าต่อไป

การวิจัยนี้ทดสอบความแม่นยำของการพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ฯ หลังจากการออกหลังจากการคาดการณ์กำไรครั้งสุดท้ายของผู้บริหาร (ก่อนการประกาศผลประกอบการรายปีจริงของบริษัท) แต่จากข้อมูลงานวิจัยพบว่า นักวิเคราะห์ฯ บางคนยังมีการออกตัวเลขพยากรณ์กำไรต่อหุ้นต่อเนื่องไปอีกแต่ก่อนที่บริษัทจะประกาศผลประกอบการรายปีจริง จากพฤติกรรมของนักวิเคราะห์ฯ กลุ่มนี้ งานวิจัยที่น่าสนใจศึกษาต่อไปคือ นักวิเคราะห์ฯ ที่ยังคงออกตัวเลขพยากรณ์ต่อเนื่องมาอีก มีแรงจูงใจมาจากปัจจัยใด และความแม่นยำของนักวิเคราะห์ฯ กลุ่มนี้เมื่อเปรียบเทียบกับนักวิเคราะห์ฯ ที่หยุดการออกพยากรณ์กำไรต่อหุ้นแตกต่างกันอย่างไร

### รายการอ้างอิง

Abarbanell, J. S., Lanen, W., & Verrecchia, R., (1995). "Analysts forecasts as proxies for investor beliefs in empirical research " Journal of Accounting and Economics 20: 31-60.

Affleck-Graves, J., et al. (1990). "Forecasts of earnings per share: Possible sources of analyst superiority and bias\*." Contemporary Accounting Research 6(2): 501-517.

Ajinkya, B., et al. (2005). "The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts." Journal of Accounting Research 43(3): 343-376.

Ajinkya, B. B. and M. J. Gift (1984). "Corporate managers' earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations." Journal of Accounting Research: 425-444.

Akerlof, G. A. (1970). "The market for" lemons": Quality uncertainty and the market mechanism." The quarterly journal of economics: 488-500.

Anilowski, C., et al. (2007). "Does earnings guidance affect market returns? The nature and information content of aggregate earnings guidance." Journal of Accounting and Economics 44(1): 36-63.

Atiase, R. K., et al. (2005). "Market reaction to multiple contemporaneous earnings signals: Earnings announcements and future earnings guidance." Review of Accounting Studies 10(4): 497-525.

Baginski, S., et al. (1994). "Some evidence on the news content of preliminary earnings estimates." Accounting Review: 265-273.

Baginski, S. P. (1987). "Intraindustry information transfers associated with management forecasts of earnings." Journal of Accounting Research: 196-216.

Baginski, S. P., et al. (1993). "The effects of management forecast precision on equity pricing and on the assessment of earnings uncertainty." Accounting Review: 913-927.

Baginski, S. P. and J. M. Hassell (1990). "The market interpretation of management earnings forecasts as a predictor of subsequent financial analyst forecast revision." Accounting Review: 175-190.

Baginski, S. P. and J. M. Hassell (1997). "Determinants of management forecast precision." Accounting Review: 303-312.

Baginski, S. P., et al. (2002). "The effect of legal environment on voluntary disclosure: Evidence from management earnings forecasts issued in US and Canadian markets." The Accounting Review 77(1): 25-50.

Baginski, S. P., et al. (2004). "Why do managers explain their earnings forecasts?" Journal of Accounting Research 42(1): 1-29.

Bailey, W., et al. (2003). "Regulation Fair Disclosure and earnings information: Market, analyst, and corporate responses." The Journal of Finance 58(6): 2487-2514.

Bamber, L. S. and Y. S. Cheon (1998). "Discretionary management earnings forecast disclosures: Antecedents and outcomes associated with forecast venue and forecast specificity choices." Journal of Accounting Research: 167-190.

Beaver, W., et al. (2008). "The impact of analysts' forecast errors and forecast revisions on stock prices." Journal of Business Finance & Accounting 35(5-6): 709-740.



Bhushan, R. (1989). "Collection of information about publicly traded firms: Theory and evidence." Journal of Accounting and Economics 11(2): 183-206.

Botosan, C. A. (1997). "Disclosure level and the cost of equity capital." Accounting Review: 323-349.

Botosan, C. A. and M. S. Harris (2000). "Motivations for a change in disclosure frequency and its consequences: An examination of voluntary quarterly segment disclosures." Journal of Accounting Research: 329-353.

Brown, L. D. (1993). "Earnings forecasting research: Its implications for capital markets research." International Journal of Forecasting 9(3): 295-320.

Brown, L. D. (2001). "How important is past analyst forecast accuracy?" Financial Analysts Journal 57(6).

Brown, L. D., et al. (1987). "Security analyst superiority relative to univariate time-series models in forecasting quarterly earnings." Journal of Accounting and Economics 9(1): 61-87.

Brown, L. D. and E. Mohd (2003). "The predictive value of analyst characteristics." Journal of Accounting, Auditing & Finance 18(4): 625-647.

Brown, L. D. and M. S. Rozeff (1978). "The superiority of analyst forecasts as measures of expectations: Evidence from earnings." The Journal of Finance 33(1): 1-16.

Call, A. C., et al. (2009). "Are analysts' earnings forecasts more accurate when accompanied by cash flow forecasts?" Review of Accounting Studies 14(2-3): 358-391.

- Chen, S. and D. A. Matsumoto (2006). "Favorable versus Unfavorable Recommendations: The Impact on Analyst Access to Management-Provided Information." Journal of Accounting Research 44(4): 657-689.
- Choi, J.-H., et al. (2010). "The roles that forecast surprise and forecast error play in determining management forecast precision." Accounting Horizons 24(2): 165-188.
- Choi, J.-H., et al. (2011). "Do management EPS forecasts allow returns to reflect future earnings? Implications for the continuation of management's quarterly earnings guidance." Review of Accounting Studies 16(1): 143-182.
- Clement, M., et al. (2003). "Confirming management earnings forecasts, earnings uncertainty, and stock returns." Journal of Accounting Research 41(4): 653-679.
- Clement, M. B. (1999). "Analyst forecast accuracy: Do ability, resources, and portfolio complexity matter?" Journal of Accounting and Economics 27(3): 285-303.
- Coller, M. and T. L. Yohn (1997). "Management forecasts and information asymmetry: An examination of bid-ask spreads." Journal of Accounting Research: 181-191.
- Cotter, J., et al. (2006). "Expectations Management and Beatable Targets: How Do Analysts React to Explicit Earnings Guidance?\*" Contemporary Accounting Research 23(3): 593-624.
- Diamond, D. W. and R. E. Verrecchia (1991). "Disclosure, liquidity, and the cost of capital." The Journal of Finance 46(4): 1325-1359.
- Easton, P. D. and M. E. Zmijewski (1989). "Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements." Journal of Accounting and Economics 11(2): 117-141.

Francis, J., et al. (1994). "Shareholder litigation and corporate disclosures." Journal of Accounting Research: 137-164.

Francis, J. R., et al. (2005). "Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world." The Accounting Review 80(4): 1125-1162.

Frankel, R., et al. (1995). "Discretionary disclosure and external financing." Accounting Review: 135-150.

Givoly, D. and J. Lakonishok (1979). "The information content of financial analysts' forecasts of earnings: Some evidence on semi-strong inefficiency." Journal of Accounting and Economics 1(3): 165-185.

Givoly, D. and J. Lakonishok (1980). "Financial analysts' forecasts of earnings: Their value to investors." Journal of Banking & Finance 4(3): 221-233.

Gleason, C. A. and C. M. Lee (2003). "Analyst forecast revisions and market price discovery." The Accounting Review 78(1): 193-225.

Graham, J. R., et al. (2005). "The economic implications of corporate financial reporting." Journal of Accounting and Economics 40(1): 3-73.

Han, J. C. and J. J. Wild (1991). "Stock price behavior associated with managers' earnings and revenue forecasts." Journal of Accounting Research: 79-95.

Hassell, J., et al. (1988). "Management earnings forecasts: Their usefulness as a source of firm-specific information to security analysts." Journal of Financial Research 11(4): 303-319.

Hassell, J. M. and R. H. Jennings (1986). "Relative forecast accuracy and the timing of earnings forecast announcements." Accounting Review: 58-75.

Healy, P. M., et al. (1999). "Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure\*." Contemporary Accounting Research 16(3): 485-520.

Healy, P. M. and K. G. Palepu (2001). "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature." Journal of Accounting and Economics 31(1): 405-440.

Heckman, J. J. (1979). "Sample selection bias as a specification error." Econometrica: Journal of the econometric society: 153-161.

Heflin, F., et al. (2003). "Regulation FD and the financial information environment: Early evidence." The Accounting Review 78(1): 1-37.

Hirst, D. E., et al. (1999). "The joint effect of management's prior forecast accuracy and the form of its financial forecasts on investor judgment." Journal of Accounting Research: 101-124.

Hirst, D. E., et al. (2008). "Management earnings forecasts: A review and framework." Accounting Horizons 22(3): 315-338.

Houston, J. F., et al. (2010). "To guide or not to guide? causes and consequences of stopping quarterly earnings guidance\*." Contemporary Accounting Research 27(1): 143-185.

Hutton, A. and P. Stocken (2007). "Effect of reputation on the credibility of management forecasts." Boston College and Dartmouth College, Working Paper.

Hutton, A. and P. Stocken (2009). "Prior forecasting accuracy and investor reaction to management earnings forecasts." Unpublished working paper, Boston College and Dartmouth. SSRN eLibrary.

Hutton, A. P. (2005). "Determinants of Managerial Earnings Guidance Prior to Regulation Fair Disclosure and Bias in Analysts' Earnings Forecasts\*." Contemporary Accounting Research 22(4): 867-914.

Hutton, A. P., et al. (2003). "The role of supplementary statements with management earnings forecasts." Journal of Accounting Research 41(5): 867-890.

Jacob, J., et al. (1999). "Expertise in forecasting performance of security analysts." Journal of Accounting and Economics 28(1): 51-82.

Jaggi, B., et al. (2006). "Earnings forecast disclosure regulation and earnings management: evidence from Taiwan IPO firms." Review of Quantitative Finance and Accounting 26(3): 275-299.

Jarutakanont, S. (2008). The empirical evidence on management forecast disclosures in Thailand, The National Institute of Development Administration.

Jarutakanont, S. and S. Supattarakul (2013). "Market Reaction to Management Earnings Forecasts in Thailand การตอบสนองของตลาดต่อพยากรณ์กำไรของผู้บริหารในประเทศไทย."

Jennings, R. (1987). "Unsystematic security price movements, management earnings forecasts, and revisions in consensus analyst earnings forecasts." Journal of Accounting Research: 90-110.

Johnson, M. F., et al. (2001). "The impact of securities litigation reform on the disclosure of Forward-Looking information by high technology firms." Journal of Accounting Research 39(2): 297-327.

Johnson, S. (2007). "Kicking the guidance habit." CFO.com (April 11).

Karamanou, I. and N. Vafeas (2005). "The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis." Journal of Accounting Research 43(3): 453-486.

Kasznik, R. and B. Lev (1995). "To warn or not to warn: Management disclosures in the face of an earnings surprise." Accounting Review: 113-134.

Kato, K., et al. (2009). "Management forecasts in Japan: An empirical study of forecasts that are effectively mandated." The Accounting Review 84(5): 1575-1606.

Kile, C., et al. (1998). "How frequently do managers disclose prospective earnings information?" Journal of Financial Statement Analysis 3: 5-16.

Kim, O. and R. E. Verrecchia (1991). "Trading volume and price reactions to public announcements." Journal of Accounting Research: 302-321.

King, R., et al. (1990). "Expectations adjustment via timely management forecasts: Review, synthesis, and suggestions for future research." Journal of accounting Literature 9(1): 113-144.

Kothari, S. (2001). "Capital markets research in accounting." Journal of Accounting and Economics 31(1): 105-231.

Kothari, S. P., et al. (2009). "Do managers withhold bad news?" Journal of Accounting Research 47(1): 241-276.

Kross, W. J., et al. (2011). "Consistency in meeting or beating earnings expectations and management earnings forecasts." Journal of Accounting and Economics 51(1): 37-57.

Lang, M. and R. Lundholm (1993). "Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures." Journal of Accounting Research: 246-271.

Lang, M. H. and R. J. Lundholm (1996). "Corporate disclosure policy and analyst behavior." Accounting Review: 467-492.

Lang, M. H. and R. J. Lundholm (2000). "Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock?\*" Contemporary Accounting Research 17(4): 623-662.

Lansford, B., et al. (2013). "Causes and consequences of disaggregating earnings guidance." Journal of Business Finance & Accounting 40(1-2): 26-54.

Lees, F. A. (1981). "Public disclosure of corporate earnings forecasts."

Leuz, C. and R. E. Verrecchia (2000). "The economic consequences of increased disclosure." Journal of Accounting Research: 91-124.

Lev, B. and S. H. Penman (1990). "Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices." Journal of Accounting Research: 49-76.

Libby, R., et al. (2006). "Does the form of management's earnings guidance affect analysts' earnings forecasts?" The Accounting Review 81(1): 207-225.

Loh, R. K. and G. M. Mian (2006). "Do accurate earnings forecasts facilitate superior investment recommendations?" Journal of Financial Economics 80(2): 455-483.

Matsumoto, D. A. (2002). "Management's incentives to avoid negative earnings surprises." The Accounting Review 77(3): 483-514.

McNichols, M. (1989). "Evidence of informational asymmetries from management earnings forecasts and stock returns." Accounting Review: 1-27.

McNichols, M. and P. C. O'Brien (1997). "Self-selection and analyst coverage." Journal of Accounting Research: 167-199.

Mikhail, M. B., et al. (1997). "Do security analysts improve their performance with experience?" Journal of Accounting Research: 131-157.

Mikhail, M. B., et al. (1999). "Does forecast accuracy matter to security analysts?" The Accounting Review 74(2): 185-200.

Miller, G. S. (2002). "Earnings performance and discretionary disclosure." Journal of Accounting Research 40(1): 173-204.

Nagar, V., et al. (2003). "Discretionary disclosure and stock-based incentives." Journal of Accounting and Economics 34(1): 283-309.

Nichols, D. R. and J. J. Tsay (1979). "Security price reactions to long-range executive earnings forecasts." Journal of Accounting Research: 140-155.

O'brien, P. C. (1988). "Analysts' forecasts as earnings expectations." Journal of Accounting and Economics 10(1): 53-83.

O'Brien, P. C. and R. Bhushan (1990). "Analyst following and institutional ownership." Journal of Accounting Research: 55-76.



Park, C. W. and E. K. Stice (2000). "Analyst forecasting ability and the stock price reaction to forecast revisions." Review of Accounting Studies 5(3): 259-272.

Patell, J. M. (1976). "Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: Empirical test." Journal of Accounting Research: 246-276.

Penman, S. H. (1980). "An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts." Journal of Accounting Research: 132-160.

Pownall, G., et al. (1993). "The stock price effects of alternative types of management earnings forecasts." Accounting Review: 896-912.

Pownall, G. and G. Waymire (1989). "Voluntary disclosure credibility and securities prices: Evidence from management earnings forecasts, 1969-73." Journal of Accounting Research: 227-245.

Ramnath, S., et al. (2008). "The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research." International Journal of Forecasting 24(1): 34-75.

Richardson, S., et al. (2004). "The Walk-down to Beatable Analyst Forecasts: The Role of Equity Issuance and Insider Trading Incentives\*." Contemporary Accounting Research 21(4): 885-924.

Rogers, J. L. (2008). "Disclosure quality and management trading incentives." Journal of Accounting Research 46(5): 1265-1296.

Rogers, J. L., et al. (2009). "Earnings guidance and market uncertainty." Journal of Accounting and Economics 48(1): 90-109.

Rogers, J. L. and P. C. Stocken (2005). "Credibility of management forecasts." The Accounting Review 80(4): 1233-1260.

Ruland, W. (1978). "The accuracy of forecasts by management and by financial analysts." Accounting Review: 439-447.

Schipper, K. (1991). "Commentary of analysts' forecast." Accounting Horizons **December**: 105.

Skinner, D. J. (1994). "Why firms voluntarily disclose bad news." Journal of Accounting Research: 38-60.

Skinner, D. J. and R. G. Sloan (2002). "Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio." Review of Accounting Studies 7(2-3): 289-312.

Soffer, L. C., et al. (2000). "Earnings preannouncement strategies." Review of Accounting Studies 5(1): 5-26.

Stickel, S. E. (1991). "Common stock returns surrounding earnings forecast revisions: More puzzling evidence." Accounting Review: 402-416.

Stickel, S. E. (1992). "Reputation and performance among security analysts." The Journal of Finance 47(5): 1811-1836.

Stocken, P. C. (2000). "Credibility of voluntary disclosure." The RAND Journal of Economics: 359-374.

Subramanyam, K. (1996). "Uncertain precision and price reactions to information." Accounting Review: 207-219.

Tucker, J. W. (2007). "Is openness penalized? Stock returns around earnings warnings." The Accounting Review 82(4): 1055-1087.

Verrecchia, R. E. (1983). "Discretionary disclosure." Journal of Accounting and Economics 5: 179-194.

Verrecchia, R. E. (2001). "Essays on disclosure." Journal of Accounting and Economics 32(1): 97-180.

Wang, I. Y. (2007). "Private earnings guidance and its implications for disclosure regulation." The Accounting Review 82(5): 1299-1332.

Waymire, G. (1984). "Additional evidence on the information content of management earnings forecasts." Journal of Accounting Research: 703-718.

Waymire, G. (1985). "Earnings volatility and voluntary management forecast disclosure." Journal of Accounting Research: 268-295.

Waymire, G. (1986). "Additional evidence on the accuracy of analyst forecasts before and after voluntary management earnings forecasts." Accounting Review: 129-142.

Welker, M. (1995). "Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets\*." Contemporary Accounting Research 11(2): 801-827.

Williams, P. A. (1996). "The relation between a prior earnings forecast by management and analyst response to a current management forecast." Accounting Review: 103-115.

ณัฐชานนท์ โภมพิพฒิมพงศ์ (2555). "บทบาทของรายงานของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในงานวิจัยทางการบัญชีและการเงิน." Chulalongkorn Business Review (จุฬาลงกรณ์ ธุรกิจ ปรัชศน์) 34(1): 1-28.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2536). "ประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง แนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน (บจ/ป 23-00)."

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2549). "ข้อแนะนำการให้สารสนเทศสำหรับผู้บริหารบริษัทจดทะเบียน บจ.(ว) 14/2549."



## ภาคผนวก

## ก

## ตัวอย่างการจำแนกประเภทการเปิดเผยการคาดการณ์กำไรของผู้บริหาร

การคาดการณ์กำไรของผู้บริหารในการศึกษาครั้งนี้จำแนกตามลักษณะข้อมูลที่ปรากฏในข่าวจากฐานข้อมูล Newscenter โดยแบ่งเป็น

## 1. การให้ข้อมูลเชิงปริมาณหรือเชิงคุณภาพ (Quantitative or qualitative)

1.1 การให้ข้อมูลเชิงปริมาณ เป็นการให้ข้อมูลที่มีการระบุตัวเลขชัดเจน  
ตัวอย่างเช่น

“มั่นใจปีนี้รายได้ตามเป้า 4 พันล้านบาท ซึ่งเป็นทางเลือกของลูกค้าระดับบนในช่วงกำลังซื้อหด เผยโครงสร้างรายได้หลักมาจากลูกค้าเงินสด 60% แนวโน้มปีหน้าโตต่อ 10-15% หวังกลุ่มหลักประกันขยับค่าหัวเพิ่มขึ้น”

1.2 การให้ข้อมูลเชิงคุณภาพ เป็นการให้ข้อมูลที่ไม่มีการระบุตัวเลขชัดเจน ตัวอย่างเช่น

“บริษัทผู้ผลิตถ่านหินรายใหญ่อันดับ 2 ของไทยคาดปีนี้รายได้ และกำไรสุทธิสูงกว่าปีก่อน แม้หยุดทำเหมืองถ่านหินแห่งที่ 2 หลังถูกเพิกถอนสัมปทานเหมืองดังกล่าวแต่ราคาถ่านหินที่สูงขึ้น และปริมาณการขายเอทานอลที่เพิ่มขึ้นจะหนุนการเติบโตของบริษัทได้ในปีนี้”

## 2. การให้ข้อมูลค่าเดียวหรือค่าช่วง (Point or range)

2.1 การให้ข้อมูลค่าเดียว เป็นการระบุค่าตัวเลขเพียงค่าเดียว  
ตัวอย่างเช่น

“สำหรับรายได้ปีนี้คาดว่าจะเติบโตกว่า 20% หรือประมาณ 8,000 ล้านบาท จากสัดส่วนรายได้ในส่วนของอาหาร 60%และโรงแรม 40%”

2.2 การให้ข้อมูลค่าช่วง เป็นการระบุค่าตัวเลขที่มากกว่า 1 ค่า  
ตัวอย่างเช่น

“บริษัทเตรียมอัดโปรโมชันอย่างหนักในช่วงครึ่งปีหลัง หวังดันรายได้ปีนี้โตตามเป้า 15-20% ท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจที่เริ่มชะลอตัว”

### 3. การคาดการณ์รายได้หรือการคาดการณ์กำไร (Revenue or earnings)

#### 3.1 การคาดการณ์รายได้ เป็นการคาดการณ์ที่ให้ข้อมูลรายได้ ยอดขาย

ตัวอย่างเช่น

“สำหรับเป้าหมายการขายในปี 51 บริษัทคาดว่าจะเติบโต 18% หรืออยู่ที่ 2.23 แสนบาร์เรล/วันเทียบเท่าน้ำมันดิบ เนื่องจากบริษัทมีกำลังผลิตมากขึ้นในโครงการอาทิตย์ แบ่งเป็นก๊าซธรรมชาติ 330 ล้านลูกบาศก์ฟุต/วัน และคอนเดนเสท 1.6-2 หมื่นบาร์เรล/วัน”

#### 3.2 การคาดการณ์กำไร เป็นการคาดการณ์ที่ให้ข้อมูลกำไร ตัวอย่างเช่น

“คาดปี 51 บริษัทจะมีกำไรสุทธิเติบโต 20% จากปีก่อนที่มีกำไรสุทธิ 2.25 พันล้านบาท ถือว่าปีนี้ดีกว่าที่คาดไว้มาก เนื่องจากมีลูกค้ารายใหม่และรายเดิมเข้ามาซื้อโฆษณาเพิ่ม ส่งผลให้รายได้โฆษณาที่สูงขึ้น”



### ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางศิริรัตน์ สนชัย สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรี สาขาการบัญชี จากคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ เมื่อปี พ.ศ. 2538 และสำเร็จการศึกษาระดับปริญญาโท สาขาการบัญชีบริหาร คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย เมื่อปี พ.ศ. 2543 ปัจจุบันเป็นอาจารย์ประจำ ภาควิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ เศรษฐศาสตร์และการสื่อสาร มหาวิทยาลัยนเรศวร

