

## บทที่ 4

### การวิเคราะห์ผลการศึกษา

การศึกษาลักษณะของการแตกหุ้นต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามแนวทางของ Event Study โดยเลือกการศึกษาและวิเคราะห์เหตุการณ์ที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกาศข่าวการแตกหุ้นนั้นส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทหรือไม่ อย่างไร เพื่อนำเสนอข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการพิจารณากำหนดกลยุทธ์การลงทุน ในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ดังกล่าว

การวิเคราะห์ผลแบ่งออกเป็น 3 ส่วน คือ การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา, การวิเคราะห์ผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ และการวิเคราะห์ประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์ สำหรับในส่วนของการวิเคราะห์ผลกระทบของการแตกหุ้นต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ใช้วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) 2 วิธี คือ Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

#### ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา

ในการศึกษาครั้งนี้ ใช้ข้อมูลเหตุการณ์ที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีการประกาศข่าวการแตกหุ้น ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2544 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2548 และเป็นบริษัทที่มีข้อมูลด้านราคาซื้อขายหลักทรัพย์สมบูรณ์และยังคงสภาพเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีจำนวนทั้งหมด 145 เหตุการณ์

ตารางที่ 4.1 แสดงจำนวนเหตุการณ์ทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา จำแนกตามปี พ.ศ.

ปี	จำนวนเหตุการณ์	เปอร์เซ็นต์ (%)
2544	18	12.41
2545	31	21.38
2546	56	38.62
2547	32	22.07
2548	8	5.52
<b>รวม</b>	<b>145</b>	<b>100.00</b>

จากตารางที่ 4.1 พบว่า เหตุการณ์การประกาศการแตกหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ที่ใช้ในการศึกษามีจำนวนเหตุการณ์ทั้งสิ้น 145 เหตุการณ์ โดยในปี พ.ศ.2546 มีจำนวนเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้นมากที่สุด จำนวน 56 เหตุการณ์ คิดเป็น 38.62% รองลงมา คือ ปี พ.ศ.2547 จำนวน 32 เหตุการณ์ คิดเป็น 22.07%

ตารางที่ 4.2 แสดงจำนวนเหตุการณ์ทั้งหมด จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมของหลักทรัพย์

อันดับ	กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนเหตุการณ์	เปอร์เซ็นต์ (%)
1	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	37	25.52
2	การบริการ	25	17.24
3	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	20	13.79
4	สินค้าอุตสาหกรรม	18	12.42
5	ธุรกิจการเงิน	14	9.65
6	เทคโนโลยี	14	9.65
7	สินค้าอุปโภคบริโภค	12	8.28
8	ทรัพยากร	5	3.45
<b>รวม</b>	<b>รวม</b>	<b>145</b>	<b>100.00</b>

จากตารางที่ 4.2 พบว่า เหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้นที่ใช้ในการศึกษาอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมากที่สุด จำนวน 37 เหตุการณ์ คิดเป็น 25.52% รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ จำนวน 25 เหตุการณ์ คิดเป็น 17.24%

ตารางที่ 4.3 แสดงราคาหลักทรัพย์ ณ วันที่เกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้น  
(หน่วย : บาท/หุ้น)

ปี	จำนวนเหตุการณ์	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย
2544	18	3.700	462.000	90.164
2545	31	2.560	330.000	51.855
2546	56	0.850	1,346.000	96.277
2547	32	3.220	354.000	73.791
2548	8	4.680	49.750	25.216
<b>รวม</b>	<b>145</b>			

จากตารางที่ 4.4 พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้นในปี 2546 มีราคาหลักทรัพย์เฉลี่ยสูงสุด มีมูลค่า 96.277 บาทต่อหุ้น โดยราคาสูงที่สุด คือ 1,346.000 บาทต่อหุ้น และต่ำสุด คือ 0.850 บาทต่อหุ้น โดยปี 2546 นั้นเป็นปีที่สถานการณ์แนวโน้มตลาดหลักทรัพย์ดีขึ้น ทั้งนี้สามารถยืนยันด้วย SET Index ตอนสิ้นปี 2546 มีการปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นและปิดตัวอยู่ที่ระดับ 772.15 และปีที่มีราคาหลักทรัพย์เฉลี่ยรองลงมาคือ ปี 2544 มีมูลค่า 90.164 บาทต่อหุ้น โดยราคาสูงที่สุด คือ 462.000 บาทต่อหุ้น และต่ำสุด คือ 3.700 บาทต่อหุ้น

ตารางที่ 4.4 แสดงราคาหลักทรัพย์ต่อมูลค่าตามบัญชี (Price/Book Value) ณ วันที่เกิดเหตุการณ์  
ประกาศข่าวการแตกหุ้น

ปี	จำนวนเหตุการณ์	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย
2544	18	0.690	4.120	1.439
2545	31	0.520	6.680	2.081
2546	56	0.420	131.890	4.903
2547	32	0.740	10.290	2.302
2548	8	0.860	2.710	1.520
<b>รวม</b>	<b>145</b>			

จากตารางที่ 4.4 พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้นในปี 2546 มีราคาหลักทรัพย์ต่อมูลค่าตามบัญชีเฉลี่ยสูงสุด มีค่าเท่ากับ 4.903 เท่า โดยค่าสูงที่สุด คือ 131.890 เท่า และต่ำสุด คือ 0.420 เท่า และปีที่มีราคาหลักทรัพย์ต่อมูลค่าตามบัญชีเฉลี่ยรองลงมาคือ ปี 2547 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.302 เท่า โดยค่าสูงที่สุด คือ 10.290 เท่า และต่ำสุด คือ 0.740 เท่า

ตารางที่ 4.5 แสดงมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์ ณ วันที่เกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้น  
(หน่วย : ล้านบาท)

ปี	จำนวนเหตุการณ์	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย
2544	18	0.200	349.800	32.278
2545	31	0.010	746.470	69.437
2546	56	0	1,002.390	98.874
2547	32	0.010	1,066.440	80.225
2548	8	0.030	45.510	16.038
<b>รวม</b>	<b>145</b>			

จากตารางที่ 4.5 พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้นในปี 2546 มีมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยสูงสุด มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 98.874 ล้านบาท โดยค่าสูงที่สุด คือ 1,002.390 ล้านบาท และต่ำสุด คือ ศูนย์ และปีที่มีมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยรองลงมาคือ ปี 2547 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 80.225 ล้านบาท โดยค่าสูงที่สุด คือ 1,066.440 ล้านบาท และต่ำสุด คือ 0.010 ล้านบาท

## ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของการแตกหุ้นต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์

การวิเคราะห์ในส่วนนี้ เป็นการวิเคราะห์ถึงผลกระทบของข่าวประกาศการแตกหุ้นต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อศึกษาว่าในช่วงเวลาเหตุการณ์ดังกล่าว ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหรือไม่ อย่างไร โดยแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ส่วน คือ การวิเคราะห์ที่ใช้วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market Adjusted Return, การวิเคราะห์ที่ใช้วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market and Adjusted Return และการเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์ของการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ทั้งวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

### 1. ผลการวิเคราะห์โดยใช้วิธีการทดสอบหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market Adjusted Return

การวิเคราะห์ว่าข่าวการประกาศการแตกหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ได้ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์หรือไม่ โดยใช้วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market Adjusted Return ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนจริงที่เกิดขึ้นหักด้วยอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งผลที่ได้มีดังนี้

ตารางที่ 4.6 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AR) ในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ โดยวิธี

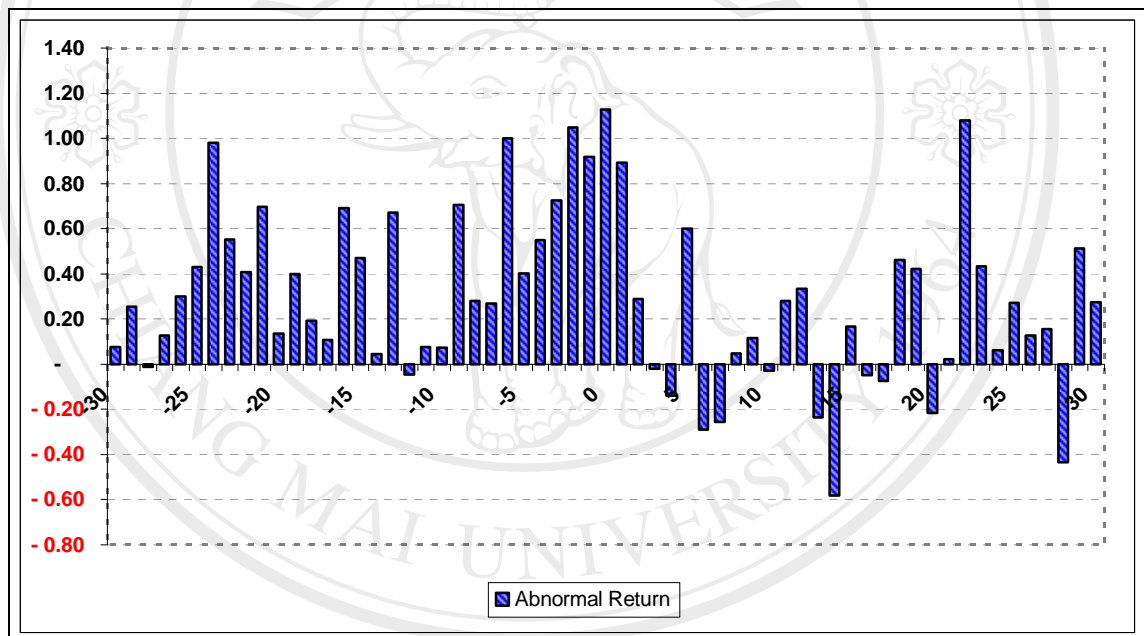
Market Adjusted Return

วันที่	N	AR (%)	S.D.	t-Stat.	Sig. (2-tailed)	Accepted / Rejected H <sub>1</sub>
-30	145	0.077	2.759	0.340	0.734	Accepted
-29	145	0.254	2.817	1.099	0.274	Accepted
-28	145	-0.011	2.962	-0.047	0.962	Accepted
-27	145	0.126	2.930	0.533	0.595	Accepted
-26	145	0.301	3.067	1.191	0.236	Accepted
-25	145	0.430	3.597	1.466	0.145	Accepted
-24	145	0.979	3.960	3.030	0.003	Rejected
-23	145	0.552	2.406	2.813	0.006	Rejected
-22	145	0.407	3.199	1.577	0.117	Accepted
-21	145	0.696	2.895	2.948	0.004	Rejected
-20	145	0.136	3.303	0.512	0.610	Accepted
-19	145	0.400	3.265	1.519	0.131	Accepted
-18	145	0.193	3.161	0.740	0.460	Accepted
-17	145	0.108	2.822	0.467	0.641	Accepted
-16	145	0.692	3.744	2.265	0.025	Rejected
-15	145	0.470	3.655	1.581	0.116	Accepted
-14	145	0.044	2.697	0.200	0.842	Accepted
-13	145	0.671	3.957	2.077	0.040	Rejected
-12	145	-0.047	2.433	-0.243	0.808	Accepted
-11	145	0.075	2.677	0.346	0.730	Accepted
-10	145	0.073	2.540	0.352	0.725	Accepted
-9	145	0.705	3.617	2.365	0.019	Rejected
-8	145	0.281	4.284	0.812	0.418	Accepted
-7	145	0.268	3.482	0.945	0.346	Accepted
-6	145	0.999	3.484	3.489	0.001	Rejected
-5	145	0.402	3.701	1.341	0.182	Accepted
-4	145	0.548	3.261	2.060	0.041	Rejected
-3	145	0.724	2.923	3.026	0.003	Rejected
-2	145	1.049	3.776	3.394	0.001	Rejected
-1	145	0.919	3.666	3.130	0.002	Rejected
0	145	1.128	5.702	2.382	0.019	Rejected
1	145	0.893	5.126	2.104	0.037	Rejected
2	145	0.289	4.820	0.742	0.459	Accepted
3	145	-0.019	3.234	-0.073	0.942	Accepted
4	145	-0.139	3.132	-0.540	0.590	Accepted
5	145	0.602	4.035	1.840	0.068	Accepted
6	145	-0.290	3.317	-1.072	0.285	Accepted
7	145	-0.257	3.092	-1.044	0.298	Accepted
8	145	0.048	2.960	0.199	0.843	Accepted
9	145	0.116	5.450	0.261	0.795	Accepted
10	145	-0.028	2.666	-0.129	0.898	Accepted
11	145	0.280	3.250	1.069	0.287	Accepted
12	145	0.335	3.510	1.182	0.239	Accepted
13	145	-0.234	3.111	-0.944	0.347	Accepted
14	145	-0.581	2.876	-2.538	0.012	Rejected
15	145	0.167	3.339	0.630	0.530	Accepted
16	145	-0.049	3.319	-0.186	0.852	Accepted
17	145	-0.074	3.419	-0.270	0.787	Accepted
18	145	0.462	2.723	2.088	0.039	Rejected
19	145	0.421	3.572	1.458	0.147	Accepted



วันที่	N	AR (%)	S.D.	t-Stat.	Sig. (2-tailed)	Accepted / Rejected H <sub>1</sub>
20	145	-0.215	2.731	-0.988	0.325	Accepted
21	145	0.022	2.520	0.113	0.910	Accepted
22	145	1.079	5.023	2.681	0.008	Rejected
23	145	0.432	3.015	1.749	0.082	Accepted
24	145	0.061	2.982	0.257	0.798	Accepted
25	145	0.271	2.986	1.098	0.274	Accepted
26	145	0.127	3.269	0.485	0.628	Accepted
27	145	0.155	2.679	0.736	0.463	Accepted
28	145	-0.435	5.435	-1.018	0.310	Accepted
29	145	0.514	3.673	1.758	0.081	Accepted
30	145	0.274	2.280	1.498	0.136	Accepted

หมายเหตุ : ระดับนัยสำคัญที่ 5% (ระดับความเชื่อมั่น 95%)



รูปที่ 4.1 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวัน โดยวิธี Market Adjusted Return ในช่วงก่อนและหลังเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้น



จากตารางที่ 4.6 พบว่า ข่าวการประกาศการแตกหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยวิธี Market Adjusted Return ด้วยจากผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย พบว่าวันที่เหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้นส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ):  $AR_{it} = 0$  โดยมีรายละเอียดวันที่ได้รับผลกระทบดังต่อไปนี้

- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 24 วัน (t-24) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 1.014%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 23 วัน (t-23) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 0.572%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 21 วัน (t-21) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 0.721%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 16 วัน (t-16) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 0.717%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 13 วัน (t-13) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 0.695%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 9 วัน (t-9) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 0.715%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 6 วัน (t-6) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 1.020%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 4 วัน (t-4) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 0.568%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 3 วัน (t-3) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 0.745%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 2 วัน (t-2) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 1.079%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 1 วัน (t-1) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 0.987%
- วันเกิดเหตุการณ์ (t-0) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 1.128%
- วันหลังเกิดเหตุการณ์ 1 วัน (t+1) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 0.899%
- วันหลังเกิดเหตุการณ์ 14 วัน (t+14) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น -0.633%
- วันหลังเกิดเหตุการณ์ 18 วัน (t+18) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 0.482%
- วันหลังเกิดเหตุการณ์ 22 วัน (t+22) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 1.159%

วันที่เหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้นส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ จนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญมี จำนวน 16 วัน มีวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวก จำนวน 15 วัน ซึ่งหมายถึงเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้นส่งผลในเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ และวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงลบ จำนวน 1 วัน ซึ่งหมายถึงเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้นส่งผลในเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ และยังมีช่วงวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่วันที่ก่อนเกิดเหตุการณ์ 4 วัน (t-4) ถึงวันที่หลังเกิดเหตุการณ์ 1 วัน (t+1)

ตารางที่ 4.7 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ โดยวิธี Market Adjusted Return

ช่วงเวลา	N	Min.	Max.	Mean	S.D.	t-Stat	Sig. (2-tailed)	Accepted / Rejected $H_3$
t-30 ถึง t+30	145	-58.867	139.724	15.937	30.518	6.288	0.000	Rejected
t-10 ถึง t+10	145	-49.750	103.135	7.537	18.280	4.965	0.000	Rejected
t-3 ถึง t+3	145	-41.448	77.791	4.765	11.914	4.816	0.000	Rejected

หมายเหตุ : ระดับนัยสำคัญที่ 5% (ระดับความเชื่อมั่น 95%)

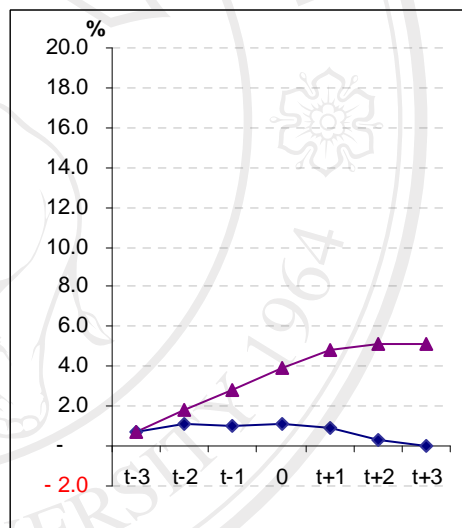
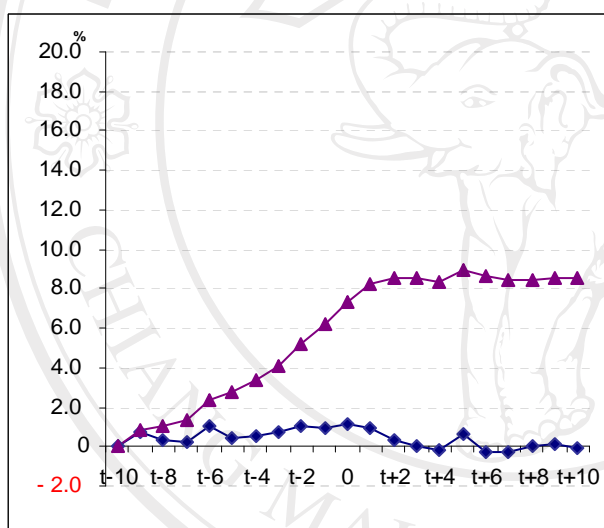
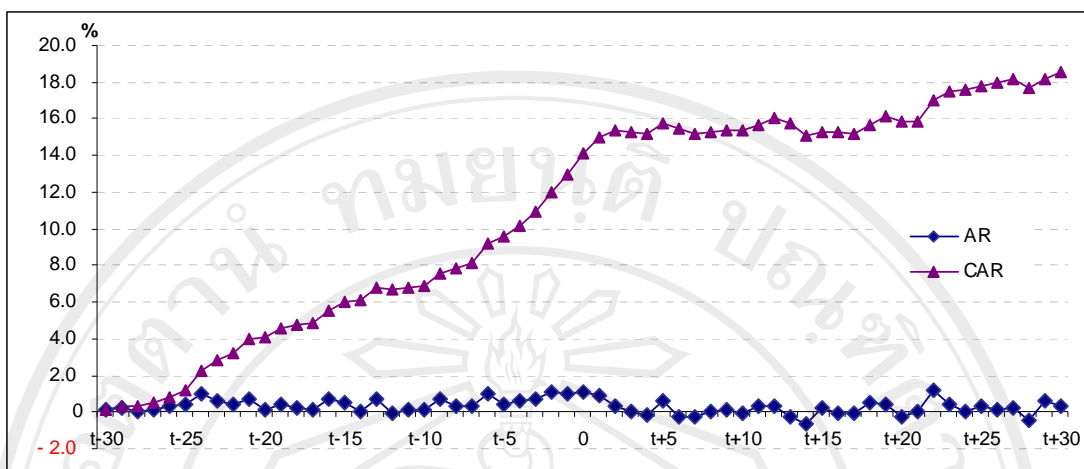
จากตารางที่ 4.7 พบว่า ข่าวประกาศการแตกหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ส่งผลกระทบท่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม โดยวิธี Market Adjusted Return จากผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม พบว่าการประกาศข่าวการแตกหุ้นส่งผลกระทบท่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงก่อนและหลังการแตกหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ 3 ( $H_3$ ):  $CAR_{it} = 0$  ทั้ง 3 ช่วงเวลา ดังนี้

- ในช่วงระยะยาว ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 30 วัน ( $t \pm 30$ ) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย คิดเป็น 15.937% โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสูงสุดที่ 139.724% และต่ำสุดที่ -58.867%

- ในช่วงระยะกลาง ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 10 วัน ( $t \pm 10$ ) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย คิดเป็น 7.537% โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสูงสุดที่ 103.135% และต่ำสุดที่ -49.750%

- ในช่วงระยะสั้น ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 3 วัน ( $t \pm 3$ ) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย คิดเป็น 4.765% โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสูงสุดที่ 77.791% และต่ำสุดที่ -41.448%

ทั้งนี้ ทั้ง 3 ช่วงระยะเวลาได้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ให้ผลในเชิงบวก ซึ่งหมายถึงเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้นส่งผลในเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์



รูปที่ 4.2 กราฟแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย  
 สะสมในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ โดยวิธี Market Adjusted Return

จากรูปที่ 4.2 แสดงให้เห็นว่า ในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้น พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อยตามลำดับ แต่ในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้นแล้ว พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมกลับมีแนวโน้มลดลง

## 2. ผลการวิเคราะห์โดยใช้วิธีการทดสอบหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี

### Market and Risk Adjusted Return

การวิเคราะห์ว่าข่าวการประกาศการแตกหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ได้ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์หรือไม่ โดยใช้วิธีการทดสอบหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market and Risk Adjusted Return ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจะได้จากแบบจำลองอัตราผลตอบแทนในรูปแบบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนกับปัจจัยตลาด ซึ่งผลที่ได้มีดังนี้

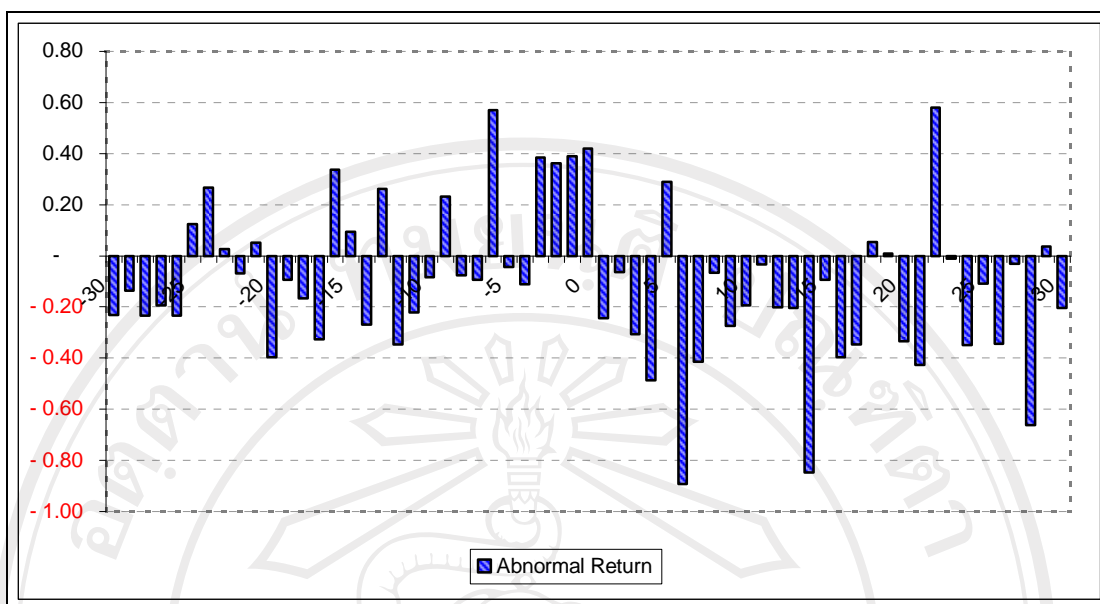
### ตารางที่ 4.8 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AR) ในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ โดยวิธี

#### Market and Risk Adjusted Return

วันที่	N	AR (%)	S.D.	t-Stat.	Sig. (2-tailed)	Accepted / Rejected H <sub>1</sub>
-30	145	-0.231	2.418	-1.148	0.253	Accepted
-29	145	-0.137	2.753	-0.599	0.550	Accepted
-28	145	-0.233	2.546	-1.101	0.273	Accepted
-27	145	-0.195	2.659	-0.882	0.379	Accepted
-26	145	-0.233	2.834	-0.989	0.324	Accepted
-25	145	0.124	3.481	0.427	0.670	Accepted
-24	145	0.266	3.596	0.892	0.374	Accepted
-23	145	0.028	2.298	0.145	0.885	Accepted
-22	145	-0.070	3.123	-0.269	0.788	Accepted
-21	145	0.052	2.801	0.223	0.824	Accepted
-20	145	-0.396	3.061	-1.560	0.121	Accepted
-19	145	-0.093	2.978	-0.377	0.707	Accepted
-18	145	-0.167	2.748	-0.733	0.465	Accepted
-17	145	-0.326	2.510	-1.564	0.120	Accepted
-16	145	0.337	3.186	1.273	0.205	Accepted
-15	145	0.093	3.470	0.323	0.747	Accepted
-14	145	-0.269	2.476	-1.311	0.192	Accepted
-13	145	0.263	3.504	0.902	0.368	Accepted
-12	145	-0.348	2.299	-1.820	0.071	Accepted
-11	145	-0.220	2.527	-1.049	0.296	Accepted
-10	145	-0.084	2.448	-0.411	0.682	Accepted
-9	145	0.232	3.216	0.868	0.387	Accepted
-8	145	-0.076	4.168	-0.219	0.827	Accepted
-7	145	-0.094	3.322	-0.342	0.733	Accepted
-6	145	0.570	3.317	2.069	0.040	Rejected
-5	145	-0.043	3.300	-0.156	0.876	Accepted
-4	145	-0.112	3.124	-0.431	0.667	Accepted
-3	145	0.385	2.759	1.679	0.095	Accepted

วันที่	N	AR (%)	S.D.	t-Stat.	Sig. (2-tailed)	Accepted / Rejected H <sub>1</sub>
-2	145	0.363	3.305	1.322	0.188	Accepted
-1	145	0.389	3.275	1.431	0.155	Accepted
0	145	0.421	5.220	0.970	0.334	Accepted
1	145	-0.244	3.647	-0.805	0.422	Accepted
2	145	-0.063	4.474	-0.169	0.866	Accepted
3	145	-0.306	3.203	-1.151	0.252	Accepted
4	145	-0.486	2.712	-2.158	0.033	Rejected
5	145	0.289	3.775	0.922	0.358	Accepted
6	145	-0.891	3.534	-3.037	0.003	Rejected
7	145	-0.415	2.949	-1.693	0.093	Accepted
8	145	-0.067	3.135	-0.256	0.798	Accepted
9	145	-0.273	5.097	-0.645	0.520	Accepted
10	145	-0.194	2.697	-0.868	0.387	Accepted
11	145	-0.033	3.176	-0.126	0.900	Accepted
12	145	-0.201	3.091	-0.784	0.435	Accepted
13	145	-0.205	2.515	-0.981	0.328	Accepted
14	145	-0.847	2.495	-4.090	0.000	Rejected
15	145	-0.094	3.115	-0.362	0.718	Accepted
16	145	-0.398	2.862	-1.674	0.096	Accepted
17	145	-0.347	3.309	-1.262	0.209	Accepted
18	145	0.055	2.489	0.265	0.791	Accepted
19	145	0.008	3.424	-0.028	0.978	Accepted
20	145	-0.334	2.290	-1.757	0.081	Accepted
21	145	-0.427	2.283	-2.250	0.026	Rejected
22	145	0.580	4.883	1.431	0.155	Accepted
23	145	-0.010	2.783	-0.044	0.965	Accepted
24	145	-0.348	2.995	-1.401	0.163	Accepted
25	145	-0.109	2.849	-0.461	0.646	Accepted
26	145	-0.344	2.691	-1.539	0.126	Accepted
27	145	-0.031	2.412	-0.157	0.876	Accepted
28	145	-0.663	5.177	-1.542	0.125	Accepted
29	145	0.036	3.579	0.120	0.905	Accepted
30	145	-0.204	1.938	-1.266	0.207	Accepted

หมายเหตุ : ระดับนัยสำคัญที่ 5% (ระดับความเชื่อมั่น 95%)



รูปที่ 4.3 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวัน โดยวิธี Market and Risk Adjusted Return ในช่วงก่อนและหลังเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้น

จากตารางที่ 4.8 พบว่า ข่าวการประกาศการแตกหุ้นของบริษัทจดทะเบียนส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยวิธี Market and Risk Adjusted Return ด้วยจากผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย พบว่าวันที่เหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้นส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) :  $AR_{it} = 0$  โดยมีรายละเอียดวันที่ได้รับผลกระทบดังต่อไปนี้

- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 6 วัน (t-6) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 0.570%
- วันหลังเกิดเหตุการณ์ 4 วัน (t+4) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น -0.486%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 6 วัน (t+6) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น -0.891%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 14 วัน (t+14) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น -0.847%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 21 วัน (t+21) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น -0.427%



เหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้น ได้ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์จนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญมี จำนวน 5 วัน มีวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติในเชิงบวก จำนวน 1 วัน ซึ่งหมายถึงเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้นส่งผลในเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ และวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงลบ จำนวน 4 วัน ซึ่งหมายถึงเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้นส่งผลในเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ แต่ไม่มีช่วงวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยอย่างต่อเนื่อง ทั้งในเชิงบวกและเชิงลบ และนอกจากนั้น ในวันที่เกิดเหตุการณ์ข่าวประกาศการแตกหุ้น ผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ คือ ขอมรับสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) :  $AR_{it} = 0$  หรือหมายความว่าข่าวประกาศการแตกหุ้นไม่ได้ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์

ตารางที่ 4.9 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ โดยวิธี Market and Risk Adjusted Return

ช่วงเวลา	N	Min.	Max.	Mean	S.D.	t-Stat	Sig. (2-tailed)	Accepted / Rejected $H_3$
t-30 ถึง t+30	145	-392.845	102.736	-6.372	53.912	4.477	-1.423	Rejected
t-10 ถึง t+10	145	-142.112	104.440	-0.699	22.379	1.858	-0.376	Rejected
t-3 ถึง t+3	145	-41.596	43.029	0.945	10.730	0.891	1.060	Rejected

หมายเหตุ : ระดับนัยสำคัญที่ 5% (ระดับความเชื่อมั่น 95%)

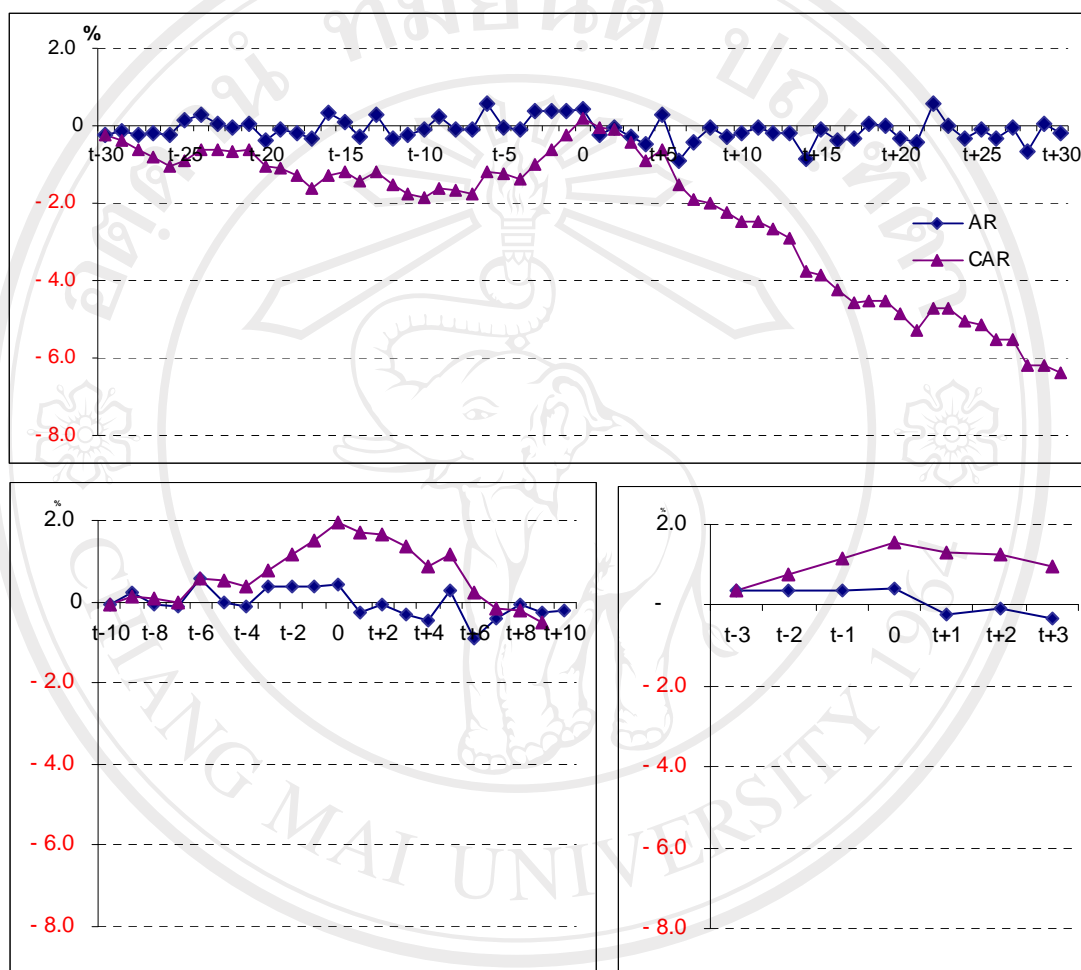
จากตารางที่ 4.9 พบว่า ข่าวประกาศการแตกหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยวิธี Market and Risk Adjusted Return จากผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม พบว่าการประกาศข่าวการแตกหุ้น ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงก่อนและหลังการแตกหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ หรือยอมรับสมมติฐานที่ 3 ( $H_3$ ) :  $CAR_{it} = 0$  ทั้ง 3 ช่วงเวลาดังนี้

- ในช่วงระยะยาว ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 30 วัน ( $\pm 30$ ) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย คิดเป็น -6.372% โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสูงสุดที่ 102.736% และ ต่ำสุดที่ -392.845%

- ในช่วงระยะกลาง ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 10 วัน ( $\pm 10$ ) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย คิดเป็น -0.699% โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสูงสุดที่ 104.440% และ ต่ำสุดที่ -142.112%



- ในช่วงระยะสั้น ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 3 วัน ( $\pm 3$ ) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย คิดเป็น 0.945% โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสูงสุดที่ 43.029% และต่ำสุดที่ -41.596%



รูปที่ 4.4 กราฟแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ โดยวิธี Market and Risk Adjusted Return

จากรูปที่ 4.4 แสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นอย่างเห็นได้ชัด ในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้น 3-4 วัน แต่ในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้น พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมกลับมีแนวโน้มลดลง

### 3. เปรียบเทียบผลการวิเคราะห์วิธีการหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return

จากผลการวิเคราะห์ ข้อ 2.1 และ 2.2 พบว่าวิธีการทดสอบหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return สามารถเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์ ได้ดังนี้

3.1 จากการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market Adjusted Return พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้น ได้ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญ และยังพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกมากกว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงลบ ซึ่งการที่อัตราผลตอบแทนผิดปกติอยู่ในเชิงบวกหมายถึงเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้นส่งผลในเชิงดีต่อราคาหลักทรัพย์ และยังมีช่วงวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกอย่างต่อเนื่อง ในช่วงวันก่อนเกิดเหตุการณ์ 4 วัน (t-4) ถึงวันที่หลังเกิดเหตุการณ์ 1 วัน (t+1)

แต่วิธี Market and Risk Adjusted Return พบว่าวันเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้นนั้น ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญ สำหรับวันที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญ พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวกน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติในเชิงลบซึ่งการที่อัตราผลตอบแทนผิดปกติอยู่ในเชิงลบหมายถึงเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้นส่งผลในเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ และไม่มีช่วงวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยอย่างต่อเนื่องเลย

3.2 วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) โดยวิธี Market Adjusted Return พบว่าข่าวประกาศการแตกหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ ทั้ง 3 ช่วงระยะเวลา คือ ช่วงระยะยาว ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 30 วัน ( $\pm 30$ ), ในช่วงระยะกลาง ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 10 วัน ( $\pm 10$ ) และในช่วงระยะสั้น ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 3 วัน ( $\pm 3$ ) โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย 15.937%, 7.537% และ 4.765% ตามลำดับ

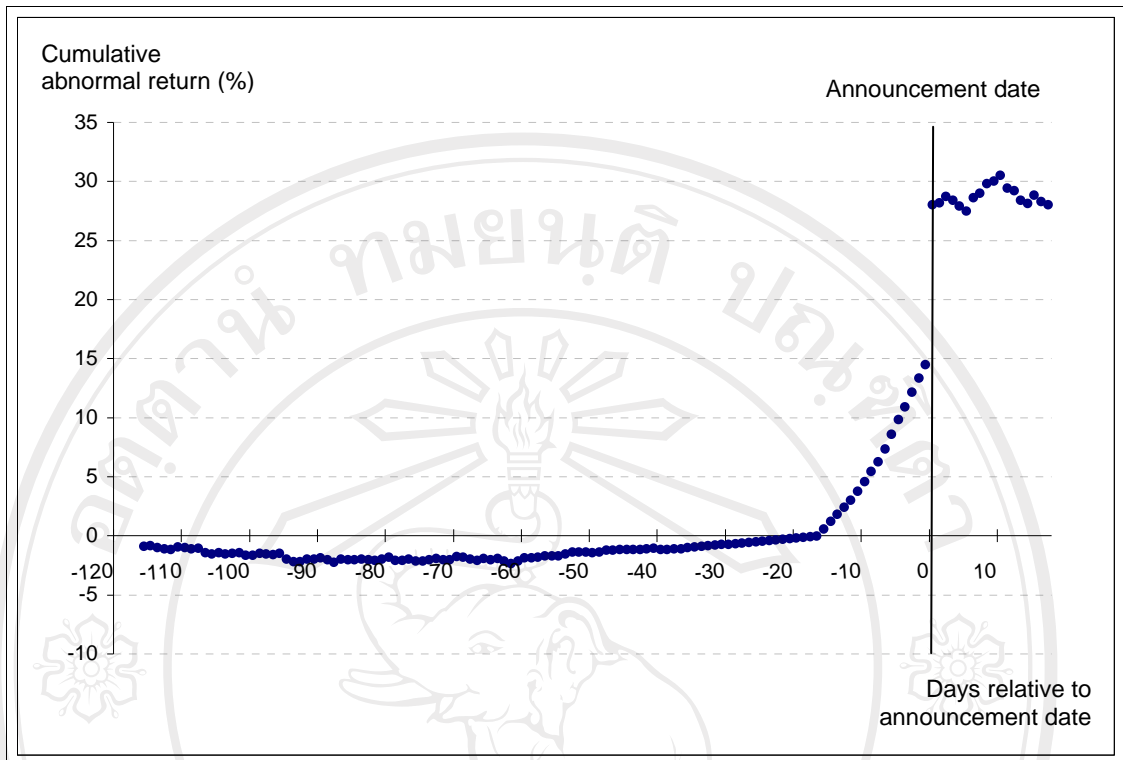
แต่วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) โดยวิธี Market and Risk Adjusted Return พบว่าข่าวประกาศการแตกหุ้นของบริษัทจดทะเบียนไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ โดยข่าวดังกล่าวไม่ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญทั้ง 3 ช่วงระยะเวลา คือ ช่วงระยะยาว ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 30 วัน ( $\pm 30$ ), ในช่วงระยะกลาง ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 10 วัน ( $\pm 10$ ) และในช่วงระยะสั้น ก่อนและหลังประกาศ

การแตกหุ้น 3 วัน ( $\pm 3$ ) โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย -6.372%, -0.699% และ 0.945% ตามลำดับ

3.3 วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) ทั้งวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return ต่างก็พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นตามลำดับตั้งแต่ในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้นจนถึงวันที่เกิดเหตุการณ์ และในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมกลับมีแนวโน้มลดลง

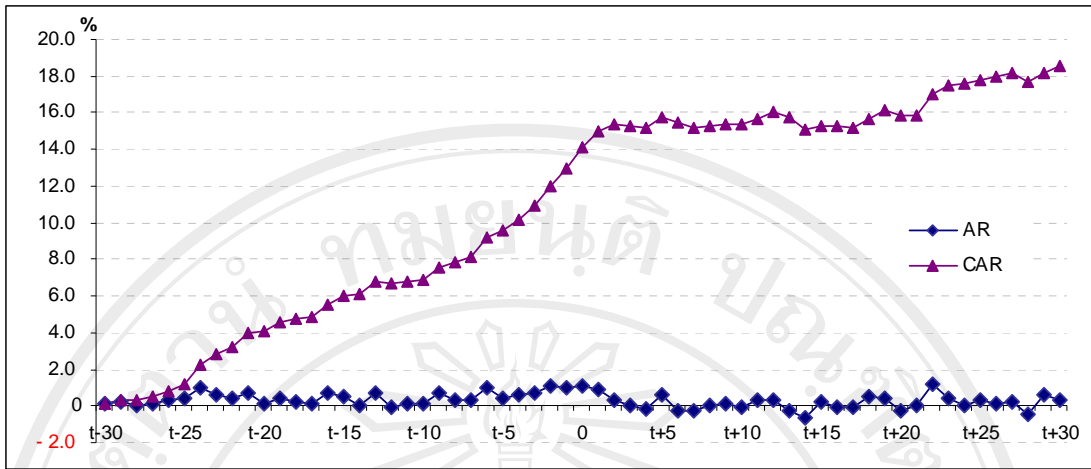
#### ผลการวิเคราะห์ประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์

แนวคิดประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์กล่าวไว้ว่า ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์เป็นราคาที่ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องอย่างเต็มที่แล้ว โดยข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องนั้นหมายถึงข้อมูลในอดีต ข้อมูล ณ ปัจจุบัน และรวมถึงการคาดการณ์ที่เกี่ยวข้องในอนาคตด้วย โดยเมื่อมีเหตุการณ์ใดๆ ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าปัจจุบันของหลักทรัพย์ ราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวอย่างรวดเร็วเข้าหาราคาที่เหมาะสมที่ประเมินได้ใหม่ในทันที ตามรูปที่ 4.5 แต่หากราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวอย่างช้าๆ หรือไม่มีการปรับตัว หรือมีการปรับตัวในรูปแบบอื่น อาจกล่าวได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ยังไม่มีประสิทธิภาพอย่างแท้จริง

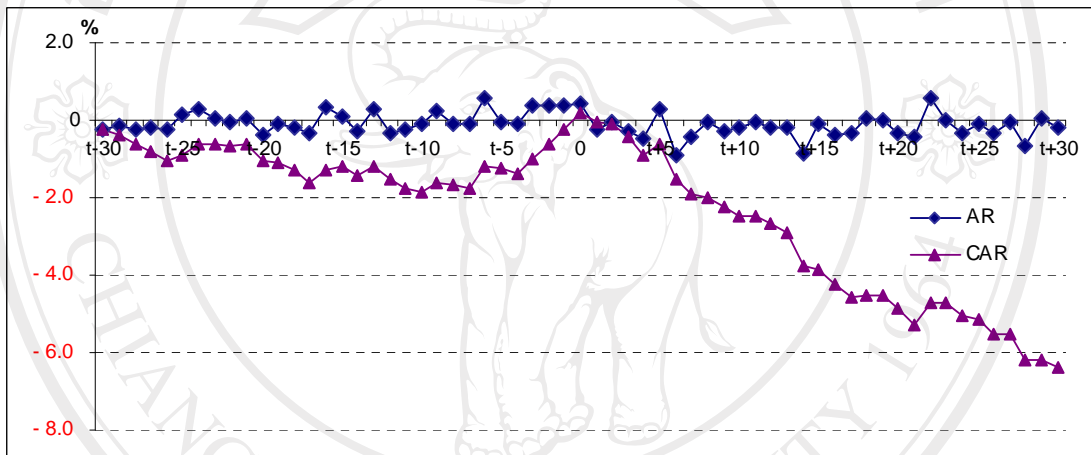


รูปที่ 4.5 กราฟแสดงรูปแบบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ตามแนวคิดประสิทธิภาพตลาด

สำหรับในการศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์โดยใช้เหตุการณ์การประกาศการแตกหุ้นในการทดสอบประสิทธิภาพ โดยแบ่งการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ 3 ช่วงเหตุการณ์ คือ การวิเคราะห์ในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้น, การวิเคราะห์ในวันที่เกิดเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้น และการวิเคราะห์ในช่วงเวลาหลังเกิดเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้น โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้



ก. วิธีการทดสอบหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market Adjusted Return



ข. วิธีการทดสอบหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market and Risk Adjusted Return

รูปที่ 4.6 แสดงรูปแบบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีต่อเหตุการณ์ที่บริษัทจดทะเบียนได้ประกาศข่าวการแตกหุ้น

1. การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้น จากรูปที่ 4.6 ก. และ ข. พบว่าก่อนเหตุการณ์การประกาศการแตกหุ้น ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มที่มีเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้นนั้น มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ทั้งวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return ซึ่งเกิดขึ้นในช่วงวันก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้นในอัตราที่เพิ่มขึ้นตามลำดับ โดยเฉพาะในช่วงเวลา ก่อนเกิดเหตุการณ์ 4 วัน (t-4) แสดงให้เห็นว่าอาจจะมีนักลงทุนบางกลุ่มทราบข่าวการประกาศการแตกหุ้นก่อนการประกาศอย่างเป็นทางการ (Insider Trading) ซึ่งอาจทำให้เกิดการเข้าไปเก็งกำไรของนักเก็งกำไรหรือนักลงทุน speculator ที่ต้องการทำกำไรจากข่าวสารหรือเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นจนมีผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวสูงขึ้นจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติก่อนวันเกิดเหตุการณ์

2. การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้น ซึ่งพบว่าข่าวการประกาศการแตกหุ้นนั้นส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวก โดยใช้วิธี Market Adjusted Return เมื่อทดสอบสมมติฐานทางสถิติพบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้นนั้นส่งผลกระทบจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ หรือ ปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) :  $AR_{it} = 0$  แต่เมื่อใช้วิธี Market and Risk Adjusted Return และทดสอบสมมติฐานทางสถิติ พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้นนั้นไม่ส่งผลกระทบจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ หรือยอมรับสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) :  $AR_{it} = 0$  และนอกจากนั้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทั้ง 2 วิธีการคำนวณนั้น ไม่ได้แสดงถึงการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ที่สะท้อนต่อข่าวการประกาศการแตกหุ้นอย่างรวดเร็วและเต็มที่

3. การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเวลาหลังเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้น จากรูปที่ 4.6 ก. และ ข. พบว่าหลังเหตุการณ์การประกาศการแตกหุ้น ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มที่มีเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้นนั้น มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ทั้งวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return ในช่วงวันหลังเกิดเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้นพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมจะปรับตัวลดลง โดยเฉพาะในช่วงหลังเหตุการณ์ 5 วัน ( $t+5$ ) แต่หลังจากนั้นอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยวิธี Market Adjusted Return มีการแกว่งตัวและปรับตัวเพิ่มขึ้นตามลำดับ ในขณะที่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยวิธี Market and Risk Adjusted Return มีการแกว่งตัวและปรับตัวลดลงตามลำดับ การที่ราคาซื้อขายหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลงหลังจากเกิดเหตุการณ์ในช่วงแรกๆ นั้นแสดงให้เห็นว่าราคาซื้อขายหลักทรัพย์อาจมีพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริง (Over Reaction) ในช่วงเกิดเหตุการณ์ จึงมีผลทำให้ราคาปรับตัวลดลงในภายหลัง

ซึ่งจากการวิเคราะห์ทั้ง 3 ช่วงเหตุการณ์ข้างต้น แสดงให้เห็นว่าจากการใช้วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทั้งวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return เพื่อทดสอบการมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับกลางนั้น พบว่าราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์มีการปรับตัวเพิ่มจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวกตามลำดับ ในขณะที่วันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้นราคาซื้อขายหลักทรัพย์ยังไม่ได้สะท้อนข้อมูล ข่าวสาร และเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องอย่างรวดเร็วทันที แต่หลังวันเกิดเหตุการณ์แล้วกลับพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีการปรับตัวลดลง ซึ่งผลจากการศึกษาเมื่อนำไปเปรียบเทียบกับแนวคิดเรื่องประสิทธิภาพของตลาดดังที่กล่าวมาแล้วในเบื้องต้น จึงสามารถสรุปการวิเคราะห์ได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง