

## บทที่ 5

### สรุป อภิปรายผล ข้อค้นพบ และข้อเสนอแนะ

การศึกษาถึงผลกระทบของข่าวประกาศการแตกหุ้นต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบ และข้อเสนอแนะ ดังต่อไปนี้

#### สรุปผลการศึกษา

การศึกษาถึงผลกระทบของข่าวประกาศการแตกหุ้นต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามแนวทางของ Event Study ซึ่งเป็นแนวทางที่ใช้สำหรับศึกษารูปแบบการเคลื่อนไหวของราคาซื้อขายหลักทรัพย์ เมื่อมีเหตุการณ์หรือข่าวสารใหม่เข้ามากระทบ เหตุการณ์ ที่ใช้ในการศึกษานี้การรวบรวมเหตุการณ์หรือการประกาศข่าวการแตกหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่แจ้งให้นักลงทุนทราบ ในช่วงเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2544 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2548 จำนวนเหตุการณ์ทั้งสิ้น 145 เหตุการณ์ จากนั้นนำข้อมูลที่ได้มาศึกษาและวิเคราะห์ว่าข่าวประกาศการแตกหุ้นของบริษัทจดทะเบียนส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์หรือไม่ อย่างไร

จากการศึกษาถึงผลกระทบของข่าวประกาศการแตกหุ้นต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่สามารถหาข้อมูลราคาซื้อขายหลักทรัพย์ได้สมบูรณ์ และยังคงจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนทั้งสิ้น 145 เหตุการณ์ สามารถสรุปผลการศึกษา ได้ดังนี้

#### 1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา

ข้อมูลเหตุการณ์ที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีกรประกาศข่าวการแตกหุ้น ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2544 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2548 และเป็นบริษัทที่มีข้อมูลด้านราคาซื้อขายหลักทรัพย์สมบูรณ์และยังคงสภาพเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีจำนวนทั้งหมด 145 เหตุการณ์ โดยพบว่าในปี พ.ศ.2546 มีจำนวนเหตุการณ์การประกาศข่าวมากที่สุด คือ จำนวน 56 เหตุการณ์ คิดเป็น 38.62% และจากเหตุการณ์

ทั้งหมดที่เกิดส่วนมากอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จำนวน 37 เหตุการณ์ คิดเป็น 25.52% และยังพบว่าในปี พ.ศ.2546 นั้น มีค่าเฉลี่ยราคาหลักทรัพย์ ณ วันเกิดเหตุการณ์, ค่าเฉลี่ยราคาหลักทรัพย์ต่อมูลค่าตามบัญชี และ ค่าเฉลี่ยมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์ มีค่าสูงที่สุด ดังนี้ 96.277 บาทต่อหุ้น, 4.903 เท่า และ 98.874 ล้านบาท ตามลำดับ

## 2. ผลกระทบของการแตกหุ้นต่อราคาซื้อขายทรัพย์

จากการศึกษาถึงผลกระทบของข่าวประกาศการแตกหุ้นต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการทดสอบผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์จนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market Adjusted Return และ วิธี Market and Risk Adjusted Return ผลการศึกษาพบว่า

2.1 ข่าวการประกาศการแตกหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยวิธี Market Adjusted Return และผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติแล้วพบว่าเมื่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยที่มีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ):  $AR_{it} = 0$  มีจำนวน 16 วัน โดยมีวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติในเชิงบวก จำนวน 15 วัน และวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติในเชิงลบ จำนวน 1 วัน โดยใน 16 วันนั้น มีช่วงวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่วันที่ ก่อนเกิดเหตุการณ์ 4 วัน ( $t-4$ ) ถึงวันที่หลังเกิดเหตุการณ์ 1 วัน ( $t+1$ )

ผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ยังพบว่า การประกาศข่าวการแตกหุ้นยังส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ 3 ( $H_3$ ):  $CAR_{it} = 0$  ทั้งในช่วงระยะยาว ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 30 วัน ( $\pm 30$ ), ในช่วงระยะกลาง ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 10 วัน ( $\pm 10$ ) และในช่วงระยะสั้น ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 3 วัน ( $\pm 3$ ) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อยตามลำดับในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้น แต่ในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์แล้ว พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมกลับมีแนวโน้มลดลง

2.2 ข่าวการประกาศการแตกหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยวิธี Market and Risk Adjusted Return จากผลทดสอบสมมติฐานทางสถิติพบว่าเมื่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย ที่มีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ):  $AR_{it} = 0$  จำนวน 5 วัน โดยมีวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ

ในเชิงบวก จำนวน 1 วัน และวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติในเชิงลบ จำนวน 4 วัน โดยในวันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวไม่ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญ หรือยอมรับสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) :  $AR_{it} = 0$  และไม่มีช่วงวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยอย่างต่อเนื่อง

นอกจากนี้ผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมยังพบว่าเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้นไม่ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม หรือ ยอมรับสมมติฐานที่ 3 ( $H_3$ ) :  $CAR_{it} = 0$  ทั้ง 3 ช่วงระยะเวลา คือ ในช่วงระยะยาว ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 30 วัน ( $\pm 30$ ), ในช่วงระยะกลาง ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 10 วัน ( $\pm 10$ ) และในช่วงระยะสั้น ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 3 วัน ( $\pm 3$ ) แต่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อยตามลำดับในช่วงก่อนวันเกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้น แต่ในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมกลับมีแนวโน้มลดลง

2.3 การเปรียบเทียบผลการศึกษาวิธีการทดสอบหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return

2.3.1 จากการทดสอบสมมติฐานทางสถิติพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม โดยวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return ให้ผลการศึกษาในทิศทางตรงข้ามกัน กล่าวคือ สำหรับวิธี Market Adjusted Return พบว่าผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย อย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) :  $AR_{it} = 0$  และเป็นอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวกมากกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติในเชิงลบ ซึ่งรวมถึงวันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้น โดยมีช่วงวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกอย่างต่อเนื่องในช่วงก่อนวันที่เกิดเหตุการณ์ 4 วัน ( $t-4$ ) ถึงวันที่หลังเกิดเหตุการณ์ 1 วัน ( $t+1$ ) นอกจากนั้น การทดสอบสมมติฐานทางสถิติยังพบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธ สมมติฐานที่ 3 ( $H_3$ ) :  $CAR_{it} = 0$  ทั้งในช่วงระยะยาว ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 30 วัน ( $\pm 30$ ), ในช่วงระยะกลาง ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 10 วัน ( $\pm 10$ ) และในช่วงระยะสั้น ก่อนและหลังประกาศการแตกหุ้น 3 วัน ( $\pm 3$ )

แต่สำหรับวิธี Market and Risk Adjusted Return พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) :  $AR_{it} = 0$  ในเชิงบวกน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติในเชิงลบ โดยไม่มีช่วงต่อเนื่องของวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย

นอกจากนั้นในวันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวก็ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญ รวมถึงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ทั้ง 3 ช่วงระยะเวลาที่กล่าวมา หรืออีกนัยหนึ่ง คือ ขอมรับสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) :  $AR_{it} = 0$  และสมมติฐานที่ 3 ( $H_3$ ) :  $CAR_{it} = 0$  ตามลำดับ

2.3.2 วิธีการหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return ให้ผลการศึกษาที่เหมือนกัน คือ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น ในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้น แต่ในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวแล้ว อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมกลับมีแนวโน้มลดลง

### 3. ประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการใช้วิธีการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทั้งวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return และแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ช่วงเหตุการณ์ คือ การวิเคราะห์ในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้น, การวิเคราะห์ในวันที่เกิดเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้น และการวิเคราะห์ในช่วงเวลาหลังเกิดเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้น จากการศึกษาพบว่า ในช่วงวันก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้นในอัตราที่เพิ่มขึ้นตามลำดับ โดยเฉพาะในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ 4 วัน ( $t-4$ )

สำหรับวันที่เกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้นนั้น พบว่าข่าวการประกาศการแตกหุ้นนั้นส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวก โดยใช้วิธี Market Adjusted Return เมื่อทดสอบสมมติฐานทางสถิติ พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้นนั้นส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) :  $AR_{it} = 0$  แต่เมื่อใช้วิธี Market and Risk Adjusted Return และทดสอบสมมติฐานทางสถิติ พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้นนั้นไม่ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ หรือยอมรับสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) :  $AR_{it} = 0$  แต่อย่างไรก็ตามอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทั้ง 2 วิธีการคำนวณนั้น ไม่ได้แสดงถึงการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ที่สะท้อนต่อข่าวการประกาศการแตกหุ้นอย่างรวดเร็วและเต็มที่ และสำหรับช่วงเวลาหลังเกิดเหตุการณ์ประกาศการแตกหุ้นพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมจะปรับตัวลดลง โดยเฉพาะในช่วงหลังเหตุการณ์ 5 วัน ( $t+5$ ) แต่หลังจากนั้นอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยใช้วิธี Market Adjusted Return

มีการแกว่งตัวและปรับตัวเพิ่มขึ้นตามลำดับ ในขณะที่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยวิธี Market and Risk Adjusted Return มีการแกว่งตัวและปรับตัวลดลงตามลำดับ

แต่ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพตามทฤษฎี ข้อมูลข่าวสารใหม่จะแพร่ไปสู่ นักลงทุนอย่างรวดเร็วและทั่วถึง และผู้ลงทุนจะประเมินมูลค่าของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังใหม่ ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเข้าสู่จุดสมดุลใหม่ทันทีหลังจากได้รับข่าวสารใหม่ และจะไม่มี การปรับตัวอีกจนกว่าจะมีข่าวสารหรือเหตุการณ์ใหม่เข้ามากระทบ แต่สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย เมื่อทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ด้วยเหตุการณ์ประกาศข่าวการ แยกหุ้น พบว่าราคาหลักทรัพย์ไม่ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารหรือเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องทันทีที่ได้รับ ข่าวสาร แต่ราคาหลักทรัพย์กลับมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นก่อนได้รับข่าวสาร และมีการปรับตัวลดลง หลังจากได้รับข่าวสาร ซึ่งแตกต่างไปจากตลาดหลักทรัพย์ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ จึงสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

### อภิปรายผลการศึกษา

1. จากการศึกษาเชิง Event Study ซึ่งเป็นแนวทางที่ใช้ในการศึกษาถึงรูปแบบ การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีเหตุการณ์หรือข่าวสารใหม่เข้ามากระทบ โดยศึกษาถึง อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ของหลักทรัพย์ เมื่อมีเหตุการณ์หรือข่าวสารใหม่เกิดขึ้น หากพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญใน ช่วงเวลาดังกล่าว หมายถึง เหตุการณ์ที่ศึกษานั้นส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์นั้นอย่างมี นัยสำคัญ จากการศึกษาพบว่า เมื่อใช้วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ แบบ Market Adjusted Return และทดสอบสมมติฐานทางสถิติแล้วจะได้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่มีนัยสำคัญ หรือ ปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) :  $AR_{it} = 0$  ในวันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวการแยกหุ้น แสดงให้ เห็นว่าข่าวประกาศการแยกหุ้นมีผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ โดยจะส่งผลกระทบต่อราคา ซื้อขายหลักทรัพย์มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ แต่เมื่อใช้วิธีการหาอัตรา ผลตอบแทนที่ผิดปกติ แบบ Market and Risk Adjusted Return จะพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ไม่มีนัยสำคัญ หรือยอมรับสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) :  $AR_{it} = 0$  ในวันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศข่าว การแยกหุ้น แสดงให้เห็นว่าข่าวประกาศการแยกหุ้นไม่มีผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์

ซึ่งผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติที่ให้ผลการทดสอบแตกต่างกันนั้น เนื่องจากการ คำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยวิธีแบบ Market Adjusted Return เป็นวิธีที่เชื่อว่าอัตรา ผลตอบแทนแบบปกติของหลักทรัพย์จะเท่ากับอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่

ผิดปกติ เท่ากับอัตราผลตอบแทนจริงที่เกิดขึ้นหักด้วยอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งในการศึกษานี้ ได้จากการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนจาก SET Index ในขณะที่การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยวิธีแบบ Market and Risk Adjusted Return เป็นวิธีที่เชื่อว่า อัตราผลตอบแทน มีความสัมพันธ์กับปัจจัยจากตลาด โดยในการศึกษานี้ได้ใช้แบบจำลองที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ตามแนวความคิด Single Index Model หรือ Market Model ในรูปแบบสมการ  $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$  หรือ  $r_{i,t+n} = a + b r_{m,t} + \epsilon_{i,t}$  ซึ่งค่าเบต้า ( $\beta$ ) หรือพารามิเตอร์  $b$  แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาด เปลี่ยนไป 1 หน่วย และเป็นดัชนีชี้ความเสี่ยงของตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบ ดังนั้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของวิธี Market and Risk Adjusted Return จึงเป็นวิธีการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติได้ดีกว่าวิธี Market Adjusted Return เนื่องจากวิธี Market and Risk Adjusted Return ใช้รูปแบบจำลองที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับปัจจัยทางตลาดแล้ว แต่สำหรับวิธี Market Adjusted Return เป็นเพียงวิธีที่นำอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาดเท่านั้น

แต่ผู้ศึกษาพบว่าผลการศึกษารั้งนี้ให้ผลการศึกษาที่ไม่ตรงกับผลการศึกษาของคุณคารณี มานะวานิช (2546) ที่ศึกษาผลกระทบของการแตกหุ้นที่มีต่อราคาซื้อขาย ที่มีการแตกหุ้นในช่วงปี 2543 ถึงปี 2545 รวมเหตุการณ์ที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 42 ตัวอย่าง โดยใช้วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ แบบ Market and Risk Adjusted Return ซึ่งผลการศึกษาพบว่าช่วงการประกาศข่าวการแตกหุ้น และช่วงวันที่มีผลบังคับนั้น ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ หรือ มีผลกระทบต่อระดับราคาซื้อขายของหุ้นในตลาด ทั้งนี้ที่ผลการศึกษาที่ออกมาแตกต่างกัน อาจสืบเนื่องจากระยะเวลาในการรวบรวมเหตุการณ์ ซึ่งการศึกษารั้งนี้ใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ที่มีการประกาศข่าวการแตกหุ้นในช่วงปี 2544 ถึงปี 2548 โดยจำนวนเหตุการณ์การศึกษารั้งนี้มีจำนวนเหตุการณ์มากกว่า และมีน้ำหนักมากในปี 2546 และปี 2547 ประกอบกับในระยะเวลาดังกล่าว ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีแนวโน้มที่ดีขึ้นมากหลังจากผ่านวิกฤตทางเศรษฐกิจแล้ว

2. จากแนวคิดประสิทธิภาพตลาด ได้กล่าวถึงตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพไว้ว่า ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์เป็นราคาที่สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องเต็มที่แล้ว และราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ก็คือราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ ซึ่งประเมินจากมูลค่าปัจจุบันของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการถือครองหลักทรัพย์ และหากมีเหตุการณ์ใดๆ ที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาที่เหมาะสมที่ประเมินได้ใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ และจะไม่มีกรปรับตัวอีก จนกว่าจะมีข่าวสารหรือเหตุการณ์ใหม่ๆ เข้ามากระทบ จากการศึกษาครั้งนี้ เมื่อแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ช่วงเหตุการณ์ พบว่า ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์มีการปรับตัวเพิ่ม

จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวกตามลำดับ โดยเฉพาะในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ 4 วัน ( $t-4$ ) แสดงให้เห็นว่าอาจจะมีนักลงทุนบางกลุ่มทราบข่าวการประกาศการแตกหุ้นก่อนการประกาศอย่างเป็นทางการ (Insider Trading) ซึ่งอาจทำให้เกิดการเข้าไปเก็งกำไรของนักเก็งกำไรหรือนักลงทุน speculator ที่ต้องการทำกำไรจากข่าวสารหรือเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น จนมีผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวสูงขึ้นจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติก่อนวันเกิดเหตุการณ์ ในขณะที่วันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้น เหตุการณ์ดังกล่าวไม่ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจน ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าราคาซื้อขายหลักทรัพย์ยังไม่ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสาร และเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องอย่างรวดเร็วทันที และหลังวันเกิดเหตุการณ์แล้วกลับพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีการปรับตัวลดลง โดยเฉพาะในช่วงหลังเหตุการณ์ 5 วัน ( $t+5$ ) แต่หลังจากนั้นอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยวิธี Market Adjusted Return มีการแกว่งตัวและปรับตัวเพิ่มขึ้นตามลำดับ ในขณะที่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยวิธี Market and Risk Adjusted Return มีการแกว่งตัวและปรับตัวลดลงตามลำดับ การที่ราคาซื้อขายหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลงหลังจากเกิดเหตุการณ์ในช่วงแรกๆ นั้น แสดงให้เห็นว่าราคาซื้อขายหลักทรัพย์อาจมีพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริง (Over Reaction) ในช่วงเกิดเหตุการณ์ จึงมีผลทำให้ราคาปรับตัวลดลงในภายหลัง

ซึ่งผลจากการศึกษาเมื่อนำไปเปรียบเทียบกับแนวคิดเรื่องประสิทธิภาพของตลาดในระดับกลาง (Semi Strong-Form) ซึ่งตลาดได้สะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้อง โดยข้อมูลหมายถึงทั้งข้อมูลตลาด และข้อมูลสาธารณะอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องไม่ว่าจะเป็นข้อมูลในงบการเงิน ข้อมูลปัจจัยเศรษฐกิจ โดยหมายรวมถึงข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้ว ข้อมูลในปัจจุบันรวมถึงการคาดการณ์ที่จะเกิดขึ้นด้วย จึงสามารถสรุปการวิเคราะห์ได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

3. จากการศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศข่าวการแตกหุ้นต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่าบริษัทจดทะเบียนที่ประกาศข่าวการแตกหุ้นมีผลกระทบให้ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นจนพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญอย่างต่อเนื่องในช่วง 4 วันก่อนเกิดเหตุการณ์ และมีการปรับตัวลดลงหลังจากเกิดเหตุการณ์แล้ว 1 วัน ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับผลการศึกษาถึงผลกระทบของเหตุการณ์ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว พบว่าผลที่ได้มีความสอดคล้องกัน กับผลการศึกษาของ ปิยฉัตร สวัสดิ์ประเสริฐ (2548) ที่ได้ศึกษาการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์เมื่อบริษัทจดทะเบียนได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนิน

โครงการ แล้วพบว่าราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ได้รับโครงการมีการปรับตัวสูงขึ้นจนพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ 1 วันก่อนเกิดเหตุการณ์ และมีการปรับตัวลดลงหลังเกิดเหตุการณ์

### ข้อค้นพบ

จากการศึกษาผลกระทบของการแตกหุ้นต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีข้อค้นพบดังนี้

1. เหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้น ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ โดยราคาหลักทรัพย์ของบริษัทปรับตัวสูงขึ้นจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงวันก่อนการประกาศข่าวรวมถึงวันที่เกิดเหตุการณ์ประกาศข่าว ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นให้ผลในเชิงบวกซึ่งหมายความว่าเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้นส่งผลในเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์

2. วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ 2 แบบ คือ Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return ให้ผลการศึกษาในเรื่องการทดสอบสมมติฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ให้ผลทดสอบในทิศทางตรงกันข้าม โดยวิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติแบบ Market Adjusted Return และทดสอบสมมติฐานทางสถิติแล้วจะได้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) :  $AR_{it} = 0$  ในวันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้น แสดงให้เห็นว่าข่าวประกาศการแตกหุ้นมีผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ โดยจะส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ซึ่งผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ก็ให้ผลการทดสอบแบบเดียวกันคือข่าวประกาศการแตกหุ้นส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม หรือปฏิเสธ สมมติฐานที่ 3 ( $H_3$ ) :  $CAR_{it} = 0$  แต่เมื่อใช้วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ แบบ Market and Risk Adjusted Return จะพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติไม่มีนัยสำคัญ หรือยอมรับสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) :  $AR_{it} = 0$  ในวันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้น แสดงให้เห็นว่าข่าวประกาศการแตกหุ้นไม่มีผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ก็ให้ผลการทดสอบแบบเดียวกันคือข่าวประกาศการแตกหุ้นไม่ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม หรือ ยอมรับสมมติฐานที่ 3 ( $H_3$ ):  $CAR_{it} = 0$



ซึ่งผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติที่ให้ผลการทดสอบแตกต่างกันนั้น ผู้ศึกษามีความเห็นว่ายัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยใช้วิธี Market and Risk Adjusted Return เป็นวิธีการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เหมาะสมกว่าวิธี Market Adjusted Return เนื่องจากวิธี Market and Risk Adjusted Return ใช้รูปแบบจำลองที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับปัจจัยทางตลาดแล้ว โดยในรูปแบบจำลองดังกล่าวมีดัชนีชี้ความเสี่ยงของตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบ ซึ่งได้แก่ ค่าเบต้า ( $\beta$ ) หรือ พารามิเตอร์  $b$  แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดเปลี่ยนไป 1 หน่วย แต่สำหรับวิธี Market Adjusted Return เป็นเพียงวิธีที่นำอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาดเท่านั้น

3. แนวคิดเรื่องตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพไว้ว่า ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์เป็นราคาที่สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องเต็มที่แล้ว และราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ก็คือราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ ซึ่งประเมินจากมูลค่าปัจจุบันของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการถือครองหลักทรัพย์ และหากมีเหตุการณ์ใดๆ ที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาที่เหมาะสมที่ประเมินได้ใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ และจะไม่มีการปรับตัวอีกจนกว่าจะมีข่าวสารหรือเหตุการณ์ใหม่ๆ เข้ามากระทบ ประกอบกับแนวคิดประสิทธิภาพตลาดในระดับกลาง (Semi Strong-Form) ซึ่งเป็นตลาดได้สะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้อง โดยข้อมูลหมายถึงทั้งข้อมูลตลาด และข้อมูลสาธารณะอื่นๆ โดยรวมถึงข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้ว ข้อมูลในปัจจุบันรวมถึงการคาดการณ์ที่เกิดขึ้นด้วย ซึ่งจากการศึกษาครั้งนี้ เมื่อแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ช่วงเหตุการณ์ พบว่า ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวกตามลำดับ โดยเฉพาะในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ 4 วัน ( $t-4$ ) แสดงให้เห็นว่าอาจจะมียักลงทุนบางกลุ่มทราบข่าวการประกาศการแตกหุ้นก่อนการประกาศอย่างเป็นทางการ (Insider Trading) จนมีผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวสูงขึ้นจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติก่อนวันเกิดเหตุการณ์ ในขณะที่วันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้น เหตุการณ์ดังกล่าวไม่ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจน ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าราคาซื้อขายหลักทรัพย์ยังไม่ได้สะท้อนข้อมูล ข่าวสาร และเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องอย่างรวดเร็วทันที และหลังวันเกิดเหตุการณ์แล้ว กลับพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีการปรับตัวลดลง โดยเฉพาะในช่วงหลังเหตุการณ์ 5 วัน ( $t+5$ ) การที่ราคาซื้อขายหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลงหลังจากเกิดเหตุการณ์ ในช่วงแรกๆ นั้น แสดงให้เห็นว่าราคาซื้อขายหลักทรัพย์อาจมีพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริง (Over Reaction) ในช่วงเกิดเหตุการณ์ จึงมีผลทำให้ราคาปรับตัวลดลงในภายหลัง ซึ่งผลจากการศึกษาเรื่องผลกระทบการแตกหุ้นต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ เมื่อนำไปเปรียบเทียบกับแนวคิดเรื่องประสิทธิภาพของ

ตลาดหลักทรัพย์ในระดับกลางแล้ว จึงสามารถสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

### ข้อเสนอแนะ

#### 1. ข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุน

เหตุการณ์การประกาศข่าวการแตกหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ให้ปรับตัวสูงขึ้นจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ในช่วงที่ก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวถึงวันที่เกิดเหตุการณ์นั้น และปรับตัวลดลงหลังการเกิดข่าว ดังนั้น นักลงทุนจึงควรให้ความสำคัญต่อข้อมูลข่าวสารที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการประกาศการแตกหุ้น และมีการติดตามผลกระทบของข่าวสารแต่ละประเภท เพื่อให้สามารถกำหนดกลยุทธ์การลงทุน ได้อย่างเหมาะสมและถูกต้องตามสถานการณ์ ซึ่งนักลงทุนต้องให้ความระมัดระวังการเกิดพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริง (Over Reaction) ในช่วงเกิดเหตุการณ์

#### 2. ข้อเสนอแนะสำหรับบริษัทจดทะเบียน

ข่าวประกาศการแตกหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรมีการเผยแพร่ข้อมูลที่มีความชัดเจน และประกอบด้วยข้อมูลที่เกี่ยวข้อง เพื่อใช้ในการประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน และบริษัทจดทะเบียนจะต้องแจ้งให้นักลงทุนทราบอย่างรวดเร็วผ่านสื่อที่สามารถเผยแพร่ไปได้โดยทั่วกัน เช่น ข่าวหรือประกาศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้ให้นักลงทุนได้ตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ภายใต้ความเท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ไปยังนักลงทุน

#### 3. ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาคั้งต่อไป

ศึกษาเพิ่มเติมในเชิงลึก โดยแบ่งกลุ่มการศึกษาเหตุการณ์ตามขนาดของกิจการ เพื่อศึกษาและเปรียบเทียบดูว่าข่าวที่บริษัทจดทะเบียนประกาศการแตกหุ้นนั้นส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในลักษณะที่แตกต่างกันหรือไม่ อย่างไร