

บทที่ 2

ทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาค้นคว้าทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการออกไปสำคัญ แสดงสิทธิที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ มีทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังต่อไปนี้

ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

1. ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด (Efficient Market Theory)

Fama (1970) ได้กล่าวถึงตลาดที่มีประสิทธิภาพคือตลาดซึ่งมีราคาของหลักทรัพย์ที่สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารทุกประเภทอย่างรวดเร็ว ถูกต้องและทั่วถึง โดยผ่านการรับรู้ของผู้ลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายในตลาดและการสร้างกำไรเกินปกติไม่สามารถเกิดขึ้นได้ ซึ่งกำไรเกินปกติเป็นกำไรส่วนที่ผู้ลงทุนสามารถทำได้สูงกว่าผู้อื่นทุกคนในตลาด จากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงในระดับเดียวกัน เมื่อมีเหตุการณ์ใดๆที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์นั้นระดับราคาจะปรับตัวอย่างรวดเร็วให้เข้าสู่ระดับที่เหมาะสมกับเหตุการณ์นั้นๆในทันที แต่หากเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพแล้วระดับราคาจะไม่มี การปรับตัวอย่างทันทีเนื่องจาก มีการรับรู้ข้อมูลข่าวสารอย่าง ไม่ทั่วถึงและไม่เท่าเทียมกัน โดยมีการแบ่งระดับของประสิทธิภาพของตลาดเป็น 3 ระดับได้แก่ ประสิทธิภาพในระดับต่ำ ประสิทธิภาพในระดับกลาง และประสิทธิภาพในระดับสูง ซึ่งแบ่งตามระดับการสะท้อนข้อมูลของราคาหลักทรัพย์ โดยตลาดประสิทธิภาพในระดับต่ำ คือ ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารในอดีตไม่สามารถก่อให้เกิดกำไรเกินปกติด้วยการวิเคราะห์เชิงเทคนิค ตลาดประสิทธิภาพในระดับกลาง คือตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลตลาด ข้อมูลสาธารณะอื่นๆที่เกี่ยวข้อง ไม่สามารถก่อให้เกิดกำไรเกินปกติได้โดยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน และตลาดประสิทธิภาพในระดับสูง คือ ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลทุกประเภทไว้แล้วรวมถึงข้อมูลสาธารณะและ ข้อมูลภายใน ซึ่งนักลงทุนทุกคนจะไม่สามารถหากำไรส่วนเกินกว่าปกติ

2. Event Study

Fama et al. (1969) ได้กล่าวถึงแนวคิดการศึกษาค้นคว้าการตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อข้อมูลข่าวสารใหม่ๆทั้งในเชิงบวกและเชิงลบ โดยที่ในปัจจุบันแนวคิดนี้ได้ถูกนำมาใช้ในการศึกษาวิจัยทางการเงิน ในด้านผลกระทบของเหตุการณ์ต่างๆ ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ เช่นการเปลี่ยนแปลง

การจ่ายเงินปันผลจะส่งผลอย่างไรต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ซึ่งการศึกษานี้จะแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผล และผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น (Bodie Kane Marcus, 2005) ขั้นตอนในการศึกษาคือ ระบุเหตุการณ์ที่สนใจจะศึกษาและกำหนดช่วงเวลา เลือกหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้อง คำนวณหาอัตราผลตอบแทนแบบปกติในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ คำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ โดยที่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจะหาได้จากผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเทียบกับอัตราผลตอบแทนปกติ แล้วจึงจะทำการทดสอบทางสถิติว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ หากมีนัยสำคัญย่อมจะแสดงถึงการที่เหตุการณ์ที่ศึกษานั้นส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

แนวคิดการศึกษาแบบ Event Study จึงสามารถนำมาใช้ในการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อข่าวสารข้อมูลทั้งในช่วงเวลาก่อนและหลังเกิดเหตุการณ์ซึ่งหากเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลางแล้วราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเข้าสู่สมดุลใหม่ทันทีที่เกิดเหตุการณ์ โดยจะไม่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทั้งในช่วงเวลาก่อนและหลังเกิดเหตุการณ์

3. การทดสอบการมีประสิทธิภาพของตลาด (พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2548)

การทดสอบการมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ เป็นการทดสอบสมมติฐานว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาในปัจจุบันไม่สามารถอธิบายได้ด้วยการเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีต ซึ่งถ้าผลของการทดสอบออกมายอมรับสมมติฐานดังกล่าวเป็นจริงจะแสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพต่ำ วิธีการที่จะทดสอบสมมติฐานดังกล่าวสามารถทำได้ด้วยการทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนราคาของหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงระยะเวลา (Serial Correlation Test) หรือการทดสอบการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนว่ามีลักษณะเป็นเชิงสุ่มหรือไม่ โดยการทดสอบทิศทางของการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น(+) และลดลง (-) ว่ามีลักษณะอธิบายได้หรือไม่ (Sign test) การทดสอบในอีกแนวทางหนึ่งได้แก่การนำการวิเคราะห์เชิงเทคนิคเข้ามาตัดสินใจลงทุน ถ้าตัดสินใจโดยใช้ข้อมูลในอดีตของราคาและปริมาณการซื้อขายดังกล่าว สามารถที่จะให้ผลตอบแทนที่เกินปกติแก่การลงทุนได้โดยนำไปเปรียบเทียบกับการลงทุนโดยการซื้อแล้วถือ(Buy-and-Hold-Strategy) แสดงว่าตลาดหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ โดยวิธีการนี้อาจใช้เทคนิคง่ายๆ โดยการตั้งกฎเกณฑ์ในการซื้อขายหลักทรัพย์จากการพิจารณาการเปลี่ยนแปลงราคาในหลักทรัพย์ (Filter Rule) ตัวอย่างเช่น โดยการตัดสินใจซื้อขายเมื่อราคาเปลี่ยนแปลงไปแล้ว 5% (ซึ่งในที่นี้สามารถใช้กลยุทธ์ปรับเปลี่ยน Filter ไปเป็น 10% หรือมากกว่า)

การทดสอบการมีประสิทธิภาพในระดับกลาง ซึ่งทำได้โดยใช้การศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากเหตุการณ์ที่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนในหลักทรัพย์(Event Study) ซึ่งมีวิธีพิจารณาอยู่ 3 ประการ

1. Mean Adjusted Return
2. Market Adjusted Return
3. Market and Risk Adjusted Return

การทดสอบตลาดแบบนี้มีแนวคิดที่ว่า ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพข้อมูลข่าวสารใดๆ สมควรจะสะท้อนอยู่ในราคาตลาด ณ ปัจจุบันของหลักทรัพย์แล้ว ดังนั้น เมื่อมีเหตุการณ์และ/หรือข้อมูลข่าวสารเกิดขึ้น ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพเหตุการณ์ สถานการณ์ และ/หรือข้อมูลข่าวสารนั้นจะต้องส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างรวดเร็ว เมื่อข้อมูลดังกล่าวจัดได้ว่าเป็นข้อมูลใหม่ (New Information) ในทางกลับกันจะไม่ส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์อีกถ้าข้อมูลดังกล่าวเป็นข้อมูลเก่าที่ส่งผลกระทบต่อราคาไปแล้วเมื่อมีการส่งผลกระทบต่อราคาอีก อาจจะทำให้อัตราผลตอบแทนในราคามีความผิดปกติเกิดขึ้น (Abnormal Return) ดังนั้น การจะหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ จากการเกิดข้อมูลข่าวสารนั้น การวิเคราะห์จึงต้องอ้างอิงถึงอัตราผลตอบแทนแบบปกติของหลักทรัพย์ก่อน โดยที่มีวิธีการหาผลตอบแทนที่เป็นปกติของตราสารดังนี้

Mean Adjusted Return : วิธีนี้เชื่อว่าอัตราผลตอบแทนที่เป็นปกติของหลักทรัพย์ได้แก่ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์เอง ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนจริงที่เกิดขึ้นหักด้วยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในอดีตของตัวเอง

$$E(R_i) = k_i ; \text{ โดยที่ } k_i \text{ หมายถึง ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนในอดีต}$$

$$E_{it} = R_{it} - k_i$$

Market Adjusted Return : วิธีนี้เชื่อว่าอัตราผลตอบแทนแบบปกติของหลักทรัพย์จะเท่ากับอัตราผลตอบแทนของตลาด ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนจริงที่เกิดขึ้นหักอัตราผลตอบแทนของตลาด

$$E(R_i) = E(R_{mt}) ; \text{ โดยที่ } E(R_{mt}) \text{ หมายถึง อัตราผลตอบแทนของตลาด ณ เวลา } t$$

$$E_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Market and Risk Adjusted Return: วิธีการนี้เชื่อว่าอัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์กับปัจจัยหนึ่งปัจจัยซึ่งได้แก่ปัจจัยจากตลาด ถ้าสามารถกำหนดรูปแบบความสัมพันธ์นั้นได้จะสามารถนำรูปแบบดังกล่าวมาพยากรณ์อัตราผลตอบแทนที่ควรจะได้ รูปแบบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนกับปัจจัยตลาดนั้นมีอยู่หลายรูปแบบ แต่มักใช้แบบจำลอง Market Model ซึ่งเป็นผลมาจากแนวคิดของทฤษฎี CAPM โดยมีรูปแบบความสัมพันธ์ดังนี้

$R_{i,t-n} = a + b R_{m,t-n} + \epsilon_{i,t-n}$; โดยที่ $R_{i,t-n}$ ($R_{m,t-n}$) หมายถึง อัตราผลตอบแทนของ
หลักทรัพย์ I (ตลาด) ณ เวลา t-n

$$\epsilon_{it} = R_{it} - (a + bR_{mt})$$

โดยมีกระบวนการดังนี้

- หาวันที่เกิดเหตุการณ์ t (Event Date)
- ประมาณค่าพารามิเตอร์ (a และ b) ก่อนที่จะมีเหตุการณ์เกิดขึ้นสำหรับแต่ละหลักทรัพย์
สำหรับช่วงเวลาหนึ่ง (Estimation Period : t-n)
- คำนวณ ϵ_{it} (Abnormal Return : AR_{it}) หมายถึง อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสำหรับวันเกิด
เหตุการณ์
- ทำการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ (Hypothesis Testing)

ไม่ว่าจะใช้วิธีใดในการหาค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ การทดสอบจะต้องมีการหาอัตรา
ผลตอบแทนที่เป็นปกติตามวิธีการ 1 2 หรือ 3 ของช่วงระยะเวลาก่อนการเกิดเหตุการณ์ (Estimation
Period) ซึ่งมักเป็นช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ 25 วัน ถึง 50 วัน (-25 ถึง -50 วัน) แล้วจึงนำค่าพารา
มิเตอร์ที่ได้ มาหาค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสำหรับช่วงระยะเวลารอบๆ ของการเกิดเหตุการณ์
อาทิเช่น ก่อนเกิดและหลังเกิดเหตุการณ์บวกลบ 7 วัน เป็นต้น เมื่อได้ค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ
ในแต่ละวันแล้ว ($AR_{it} : \epsilon_{it}$) จะต้องนำมาทดสอบทางสถิติโดยการใช้ข้อมูล Panel data ซึ่งหมายถึง
หาค่าที่ผิดปกติของหลายๆ บริษัท (หุ้นสามัญ) ในเหตุการณ์ประเภทเดียวกัน และ/หรืออาจต่างกัน
ในช่วงของเวลาที่เกิดเหตุการณ์ เพื่อให้ผลกระทบจากบริษัทหรือระยะเวลาส่งผลน้อยที่สุด โดย
สมมติฐานที่ทดสอบสามารถเขียนได้ดังนี้

$$H_0 : AR_{it} = 0 \text{ (ไม่มีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ)}$$

$$H_1 : AR_{it} \neq 0 \text{ (อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติมีค่าแตกต่างจากศูนย์)}$$

$$\text{โดยที่ } AR_{it} = \sum AR_{it} / n \text{ หมายถึง ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจากตัวอย่าง } n$$

ตัวอย่าง

ถ้าทดสอบได้ว่าค่า AR_{it} มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าเหตุการณ์นั้นก่อให้เกิด
เกิดข้อมูลข่าวสารใหม่ส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์มีการปรับตัวแสดงว่าตลาดยังไม่มีประสิทธิภาพ
ในระดับกลาง

ถ้าทดสอบไปถึงเครื่องหมายของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจะพบว่า ถ้าค่า AR_{it}
มีค่ามากกว่าศูนย์ แสดงว่าเหตุการณ์นั้นเป็นข่าวเชิงบวก ในขณะที่เมื่อ AR_{it} มีค่าน้อยกว่าศูนย์ แสดง
ว่าเหตุการณ์นั้นๆ เป็นข่าวเชิงลบ

บางครั้งผลกระทบที่เกิดขึ้นจากแต่ละเหตุการณ์อาจมีค่าไม่มากพอในแต่ละช่วงเวลาแต่เมื่อนำผลกระทบมารวมกันอาจมีค่าอย่างมีนัยสำคัญได้ การนำผลกระทบในแต่ละวันมารวมกันเป็นผลกระทบในช่วงเวลาเรียกว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติแบบสะสม (Cumulative Abnormal Return : CAR) โดยมีวิธีการคำนวณดังนี้

$$CAR_{it} = \sum AR_{it}$$

โดยที่ CAR_{it} แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหุ้นสามัญ i ช่วงเวลา $t=1$ ถึง n

การทดสอบการมีประสิทธิภาพในระดับสูง ซึ่งทำได้ค่อนข้างยากเนื่องจากการทดสอบนัยสำคัญของข่าวสารทุกชนิดต่อราคาของหลักทรัพย์ ซึ่งรวมถึงข้อมูลข่าวสารภายในกิจการด้วย โดยไม่สามารถทำได้ด้วยการพิจารณาผลการลงทุนของนักลงทุนหลายๆ ประเภทโดยเฉพาะนักลงทุนกลุ่มที่เชื่อได้ว่าการเข้าถึงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องแต่ไม่เป็นสาธารณะ กลุ่มที่มีส่วนได้ส่วนเสียภายในกิจการ ถ้านักลงทุนในแต่ละกลุ่มไม่ได้มีผลตอบแทนที่แตกต่างกัน แสดงว่าตลาดนั้นๆ มีประสิทธิภาพในระดับสูง

4. แบบจำลองการประเมินราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model) (พรอนค์ บุษราตระกูล, 2548)

แบบจำลองการประเมินราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) เป็นแนวคิดเกี่ยวกับความเสี่ยงและผลตอบแทน แนวคิดนี้กล่าววาระดับผลตอบแทนที่ควรจะได้จากการลงทุนหนึ่งๆ ควรขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของการลงทุนถ้าการลงทุนใดมีความเสี่ยงสูง การลงทุนนั้นควรได้รับผลตอบแทนสูงเช่นกัน โดยหลักของการลงทุนแนวคิด CAPM พิจารณาได้ว่า นักลงทุนสมควรได้รับการชดเชยเฉพาะความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากความเสี่ยงของตลาด เนื่องจากเป็นความเสี่ยงที่นักลงทุนไม่สามารถจัดการหรือหลีกเลี่ยงได้ ดังนั้นการลงทุนที่มีความเสี่ยงใดๆ ควรจะได้รับผลตอบแทนอย่างน้อยเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนที่ไม่เสี่ยง (Risk Free Rate) บวกส่วนชดเชยความเสี่ยงซึ่งเป็นสัดส่วนกับอัตราชดเชยความเสี่ยงของตลาด (Market Risk Premium)

สมมติฐานของ CAPM เป็นสมมติฐานที่ถูกกำหนดไว้เพื่อทำให้การประเมินราคาของหลักทรัพย์อยู่ในรูปแบบปิด (Close Form Solution) โดยสามารถประเมินถึงมูลค่าที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์ออกมาได้เป็นค่าใดค่าหนึ่ง ไม่ได้เป็นช่วงของราคา ซึ่งสมมติฐานบางข้อได้กำหนดขึ้นเพื่อจะทำให้หลักทรัพย์ที่ถูกประเมินราคาตกอยู่ภายในสถานการณ์ที่ไม่ซับซ้อนยุ่งยาก ดังนั้นทำให้ข้อสมมติฐานบางข้ออาจดูไม่สมจริง และหรือไม่สมเหตุผล แต่ไม่ได้หมายความว่าแนวคิด CAPM จะใช้ไม่ได้ในความเป็นจริง เพียงแต่การนำแนวคิด CAPM ไปใช้ จะต้องได้รับการประยุกต์ให้สอดคล้องกับสถานการณ์จริง ดังนั้นในการประยุกต์ใช้จึงมีความจำเป็นที่จะต้องเข้าใจถึงสมมติฐานที่สำคัญของแนวคิด CAPM ได้แก่

- นักลงทุนโดยปกติมีเหตุผล (Rational) และปัจจัยในการตัดสินใจลงทุนมาจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและความแปรปรวนจากสิ่งที่คาดหวังซึ่งในที่นี้คือความเสี่ยงของการลงทุนนั่นเอง
- นักลงทุนพิจารณาการตัดสินใจลงทุนจากปัจจัยในข้อ 1 และนักลงทุนเป็นผู้ที่ต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้น ถ้าการลงทุนนั้นมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น (Risk averse)
- ระยะเวลาในการลงทุนจะพิจารณาในระยะเวลาเพียง 1 ช่วงระยะเวลาเท่านั้น (one period model)
- นักลงทุนทุกรายได้รับข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ในตลาดเหมือนกันดังนั้นจึงมีการคาดการณ์ที่เหมือนกันเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงสำหรับการลงทุน
- นักลงทุนสามารถกู้ยืมเงินทุนหรือให้กู้ยืมเงินแบบไม่จำกัดจำนวนด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ไม่มีความเสี่ยงอัตราเดียวกัน
- ตลาดทุนที่นักลงทุนตัดสินใจลงทุนเป็นตลาดมีการแข่งขันอย่างสมบูรณ์ (Perfect Market) และไม่มีสิ่งขัดขวางการลงทุน (frictionless) ที่มาในรูปแบบต่างๆ อาทิเช่น ค่าธรรมเนียมในการซื้อขายและภาษีที่เกี่ยวข้อง เป็นต้น

แนวคิด CAPM มีเส้นตรงที่เกี่ยวข้อง 2 เส้น ได้แก่ CML (Capital Market Line) และ SML (Security Market Line) โดยเส้นตรงทั้งสองมีความเหมือนกันตรงที่เป็นเส้นตรงที่แสดงความสัมพันธ์ของความเสี่ยงและผลตอบแทน แต่ต่างกันที่เส้น CML เป็นเส้นที่ใช้ความเสี่ยงรวมในการพิจารณาความเสี่ยงในการลงทุน ในขณะที่เส้น SML เป็นเส้นที่ใช้ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากตลาด (Market Risk) หรือในภายหลังแสดงด้วยค่าเบต้านั่นเอง

5. ความเสี่ยงจากการลงทุน (จิริตัน สังก์แก้ว, 2540)

ความเสี่ยงจากการลงทุนเป็นปัจจัยที่สำคัญประการหนึ่งในการศึกษาด้วยวิธี Market and Risk Adjusted Return และ Market Adjusted Return ความหมายของความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ คือ โอกาสที่จะไม่ได้รับอัตราผลตอบแทนตามที่คาดเอาไว้ ยิ่งอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนมีความไม่แน่นอนมากขึ้น การลงทุนนั้นยังมีความเสี่ยงสูงขึ้น ในการวิเคราะห์การลงทุนโดยทั่วไปถือว่า ผู้ลงทุนเป็นบุคคลที่ไม่ชอบความเสี่ยงหรือต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง หากการลงทุนใดมีความเสี่ยงสูง ผู้ลงทุนย่อมต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น เพื่อชดเชยความเสี่ยง

1. อัตราผลตอบแทนที่คาดไว้กับความเสี่ยง

ในการพิจารณาตัดสินใจลงทุน ผู้ลงทุนควรคาดหมายระดับของอัตราผลตอบแทนที่อาจได้รับภายใต้สถานการณ์ต่างๆ เช่น คาดว่า “หากใน 1 ปี ข้างหน้า เศรษฐกิจเจริญรุ่งเรืองขึ้นจะส่งผลให้บริษัทนี้มีผลการดำเนินงานดีขึ้นทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับอัตราผลตอบแทนสูงขึ้นด้วย แต่ถ้าเศรษฐกิจ

ชบเซาลงอัตราผลตอบแทนจากหุ้นอาจลดลงหรืออาจมีผลขาดทุนจากการลงทุนในหุ้นนั้นและถ้าเศรษฐกิจมีภาวะปกติอัตราผลตอบแทนที่จะได้รับอาจเป็นอีกระดับหนึ่ง”

สถานการณ์ต่างๆที่ผู้ลงทุนคาดหมาย อันส่งผลสู่อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในด้านหลักทรัพย์นั้น อาจเป็นสถานการณ์ทางเศรษฐกิจตามตัวอย่างข้างต้น หรืออาจเป็นสถานการณ์ด้านภาวะอุตสาหกรรม เช่น ระดับอุปสงค์ ต้นทุนการผลิต มาตรการของรัฐ เป็นต้น หรืออาจจะเป็นสถานการณ์ภาวะบริษัทแต่ละบริษัท เช่น กลยุทธ์ทางการตลาด นโยบายการก่อกำเนิด ประสิทธิภาพในการผลิต เป็นต้น

ในการคาดหมายสถานการณ์ และระดับของอัตราผลตอบแทนภายใต้แต่ละสถานการณ์นั้น ผู้ลงทุนมักจะมีระดับความเชื่อว่า แต่ละสถานการณ์มี “โอกาส” หรือ “ความเป็นไปได้” ที่จะเกิดสถานการณ์นั้น มากน้อยเพียงใด

2. การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดไว้

ถ้าคุณอัตราผลตอบแทนระดับต่างๆ ที่อาจจะเกิดขึ้นด้วยโอกาสที่จะเกิดอัตราผลตอบแทนนั้นๆ แล้วรวมผลคูณนั้นด้วยกัน ก็จะได้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก โดยน้ำหนักที่ถ่วงคือโอกาสที่จะเกิดผลตอบแทน เรียก ค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักนี้ว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดไว้ (expected rate of return) เขียนสมการอัตราผลตอบแทนที่คาดไว้ตามสมการดังนี้

$$\text{Expected return, } E(R) = \sum P_i R_i$$

เมื่อ R_i คืออัตราผลตอบแทนตามเหตุการณ์ที่ i โดยมีเหตุการณ์ที่จะเกิดอัตราผลตอบแทน n ระดับ

3. ประเภทของความเสี่ยง

จากแนวคิดของ Markowitz ในการกระจายการลงทุนโดยพิจารณาจากหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์กันน้อยที่สุดเพื่อลดความเสี่ยงรวมของกลุ่มหลักทรัพย์นั้น Sharpe, Lintner และ Mossin ซึ่งต่างก็ศึกษาและพัฒนาแนวความคิดที่เรียกว่า Capital Asset Pricing Model หรือ CAPM และให้ข้อสังเกตว่า ถ้ากระจายการลงทุนอย่างเหมาะสมและลงทุนในหลักทรัพย์ในจำนวนที่มากพอ จะทำให้สามารถช่วยขจัดความเสี่ยงส่วนหนึ่ง ซึ่งเป็นความเสี่ยงเฉพาะตัวของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์ออกไปได้ ความเสี่ยงส่วนที่ยังคงอยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์นั้น เป็นความเสี่ยงอันเกิดจากปัจจัยที่ทุกๆ หลักทรัพย์ต่างได้รับผลกระทบเท่ากัน นั่นคือความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์แยกเป็น 2 ประเภทคือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือความเสี่ยงของตลาด หรือความเสี่ยงที่ไม่สามารถขจัดได้โดยการกระจายการลงทุนที่เหมาะสมกับความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบหรือความเสี่ยงเฉพาะตัวหรือความเสี่ยงที่สามารถขจัดได้ โดยการกระจายการลงทุนที่เหมาะสม

3.1 ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic หรือ Unique risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายในบริษัทแหล่งที่มาของความเสี่ยงเฉพาะตัวแต่ละบริษัท ได้แก่

- ความผันแปรของกำไรของบริษัทอันเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ และบริษัทสามารถบริหารงานเพื่อรับกับสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงนั้น ได้อย่างไร เรียกความเสี่ยงประเภทนี้ว่า ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk)
- ความผันแปรของกำไรสุทธิของบริษัท อันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัทเรียกความเสี่ยงประเภทนี้ว่า ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial risk)

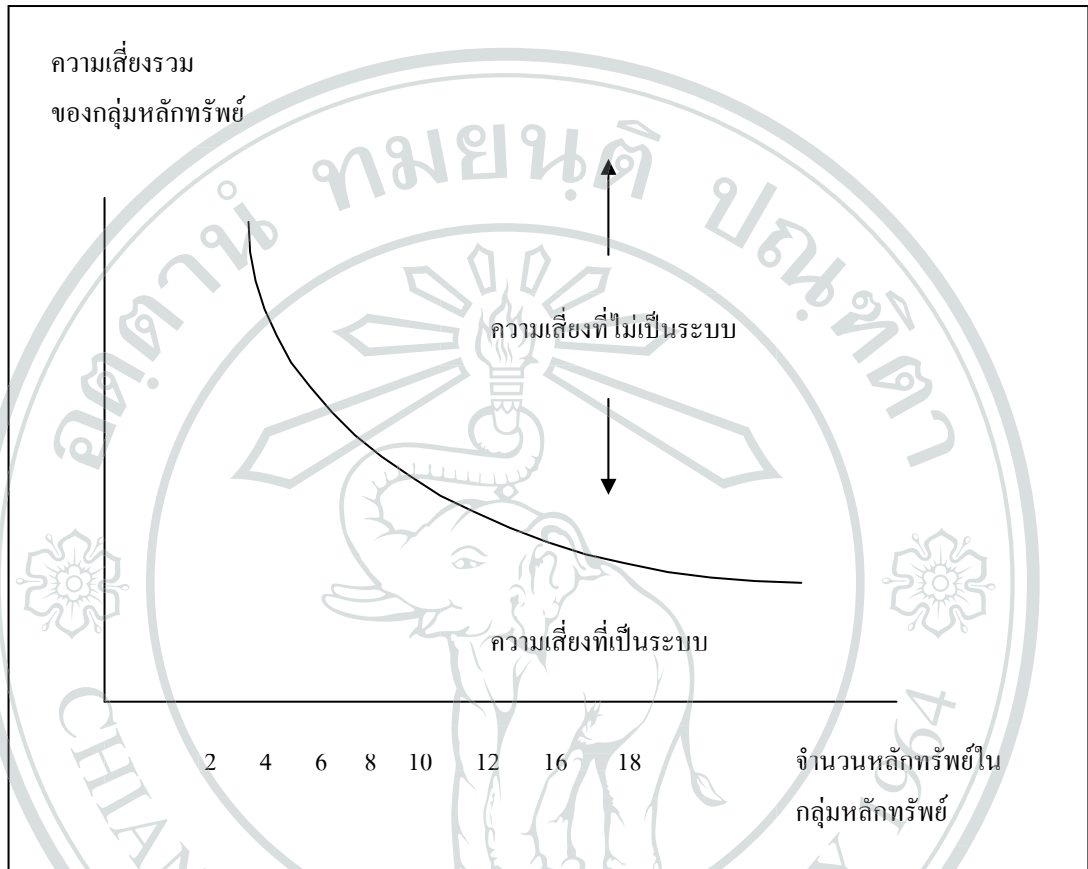
3.2 ความเสี่ยงที่เป็นระบบ

ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic หรือ Market Risk) หรือ ค่าเบต้าจากวิธี Market and Risk Adjusted Return เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยที่บริษัทไม่อาจควบคุมได้ และส่งผลกระทบต่อทุกๆ หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ แหล่งที่มาของความเสี่ยงที่เป็นระบบ ได้แก่

- การเปลี่ยนแปลงทัศนคติของผู้ลงทุน โดยส่วนรวมต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์
- การเปลี่ยนแปลงในระดับอัตราดอกเบี้ย ซึ่งทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้ามเรียกความเสี่ยงประเภทนี้ว่า ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงในระดับอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk)
- การเปลี่ยนแปลงในระดับราคาสินค้าทั่วไป ซึ่งทำให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงลดลง เรียกความเสี่ยงประเภทนี้ว่า ความเสี่ยงจากอำนาจซื้อหรือความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อ (Purchasing power หรือ Inflation Risk)

ตามภาพที่ 2.1 เมื่อจำนวนหลักทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์มีมากขึ้น ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน หรือความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์จะลดลงส่วนที่ลดลงคือความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบของหลักทรัพย์ และหากมีการกระจายการลงทุนที่ดีพอ ความเสี่ยงที่ยังคงเหลืออยู่ของกลุ่มหลักทรัพย์คือความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่านั้น ดังนั้น การพิจารณาความเสี่ยงจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ในรูปของความเสี่ยงรวมซึ่งวัดโดยใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานหรือค่าความแปรปรวนนั้น ไม่น่าเป็นสิ่งที่เหมาะสมอีกต่อไป เนื่องจากส่วนหนึ่งของความเสี่ยงนั้นสามารถขจัดออกไปได้โดยการกระจายการลงทุน นั่นคือเราควรพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทน(ที่เป็นระบบ) กับความเสี่ยงที่ไม่อาจขจัดได้โดยการกระจายการลงทุนหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่านั้น

ภาพที่ 2.1 ผลของการกระจายการลงทุนต่อส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มหลักทรัพย์



ดังที่ได้กล่าวมาแล้วว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบหมายถึงความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายนอกบริษัทอันส่งผลกระทบต่อทุกๆหุ้นของบริษัท อย่างไรก็ตามหุ้นแต่ละบริษัทย่อมจะได้รับผลกระทบเหล่านี้มากน้อยต่างกัน หุ้นของบริษัทซึ่งได้รับผลกระทบมากโดยเปรียบเทียบกับหุ้นอื่นๆ โดยส่วนรวม กล่าวได้ว่าเป็นหุ้นที่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบสูง หุ้นที่ได้รับผลกระทบน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับหุ้นอื่นเป็นหุ้นที่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบต่ำ

จากความหมายของความเสี่ยงที่เป็นระบบดังกล่าวข้างต้น หากเราสามารถหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับระดับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาดได้ เราก็สามารถทราบดัชนีหรือระดับ โดยเปรียบเทียบของความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ได้ โดยทั่วไปเราใช้สมการ Characteristic Line หรือ Market Model เพื่อหาความสัมพันธ์ดังกล่าว และเรียกดัชนีหรือระดับและทิศทางของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของตลาดว่า ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (Beta Coefficient) เรียกสั้นๆ ว่าค่าเบต้า

ค่าเบต้าจาก Market Mode

สมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของตลาดตามแนวความคิด Single Index Model หรือ Market Model แสดงได้ดังนี้

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

R_{it} คืออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ระหว่างช่วงระยะเวลา t

R_{mt} คืออัตราผลตอบแทนของตลาดระหว่างช่วงระยะเวลา t

α_i คือค่าคงที่ (Alpha) หรือค่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i เมื่อตลาดไม่มีการเปลี่ยนแปลง

β_i คือค่าความชันของเส้นถดถอย

ϵ_{it} คือค่าส่วนผิดพลาด หรือค่า R_{it} ที่อธิบายไม่ได้ด้วย R_{mt}

จากสมการ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ส่วนที่มาจากอัตราผลตอบแทนของตลาด (Market Component) คือ $\alpha_i + \beta_i R_{mt}$ อัตราผลตอบแทนที่มาจากปัจจัยที่เหลือ (Nonmarket Component) คือ ϵ_{it}

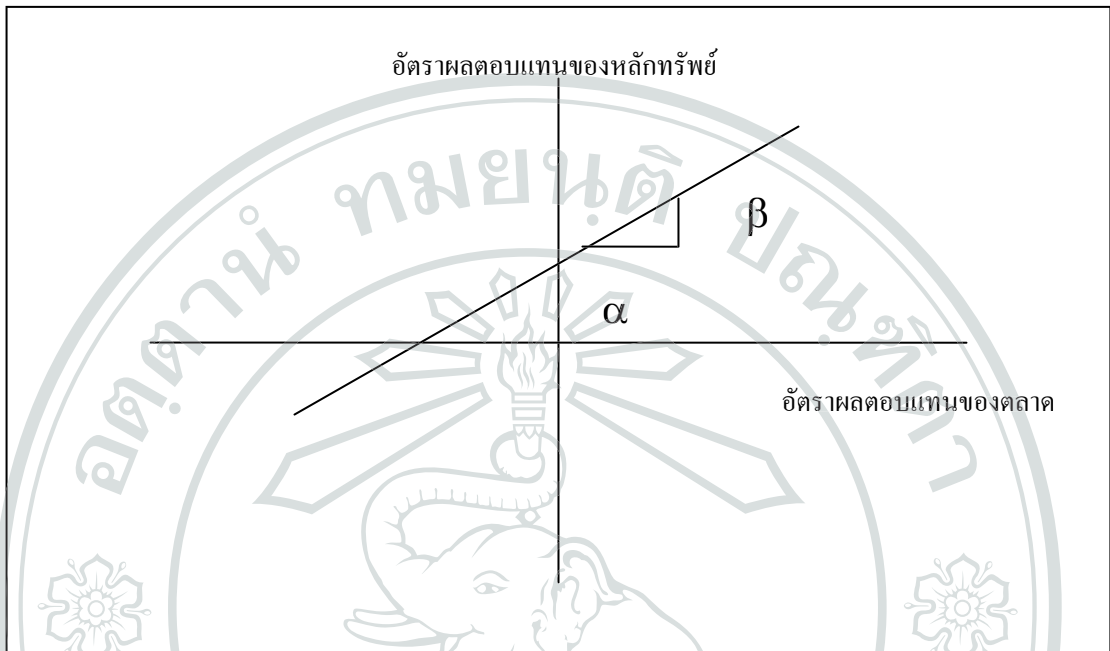
Characteristic Line

เมื่อนำข้อมูลอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับข้อมูลอัตราผลตอบแทนของตลาดมาเขียนกราฟเส้นตรง ซึ่งลากขึ้นเพื่อแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนทั้งสองนี้ เรียกว่า Characteristic Line (ถ้าใช้ข้อมูลในอดีตมักเรียกว่า Expost Characteristic Line) ดังแสดงในภาพที่ 2.2 ค่าความชันของ Characteristic Line หรือ ค่าเบต้าแสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดเปลี่ยนไป 1 หน่วย ความชันของ Characteristic Line จึงเป็นดัชนีชี้ความเสี่ยงอันเนื่องมาจากตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบนั่นเอง

- โดยค่าจำกัดความ ค่าเบต้าของตลาดจึงเท่ากับ 1.0
 - หากหลักทรัพย์มีค่าเบต่าน้อยกว่า 1.0 แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด
 - หากหลักทรัพย์มีค่าเบต้ามากกว่า 1.0 แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด
- ส่วนเครื่องหมาย+,- แสดงถึงทิศทาง การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ว่าเป็นไปในทิศทางเดียวกัน (+) หรือเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม (-) กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด

ภาพที่ 2.2 Expost Characteristic Line



การคำนวณค่าเบต้าโดยใช้ Characteristic Line นั้นอาจใช้ข้อมูลส่วนชดเชยความเสี่ยงหรืออัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง แทนข้อมูลอัตราผลตอบแทน นั่นคือ เมื่อนำอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง (R_f) มาหักออกทั้ง 2 ข้างสมการ Characteristic Line จะอยู่ในรูปส่วนชดเชยความเสี่ยงตามสมการดังนี้

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + \epsilon_{it}$$

ในทางทฤษฎีนั้นค่าของ α_i และ ϵ_{it} จะเท่ากับ 0 หรือมีค่าที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ จึงเท่ากับค่าเบต้าของหลักทรัพย์นั้นคูณส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาด ดังแสดงในสมการดังนี้

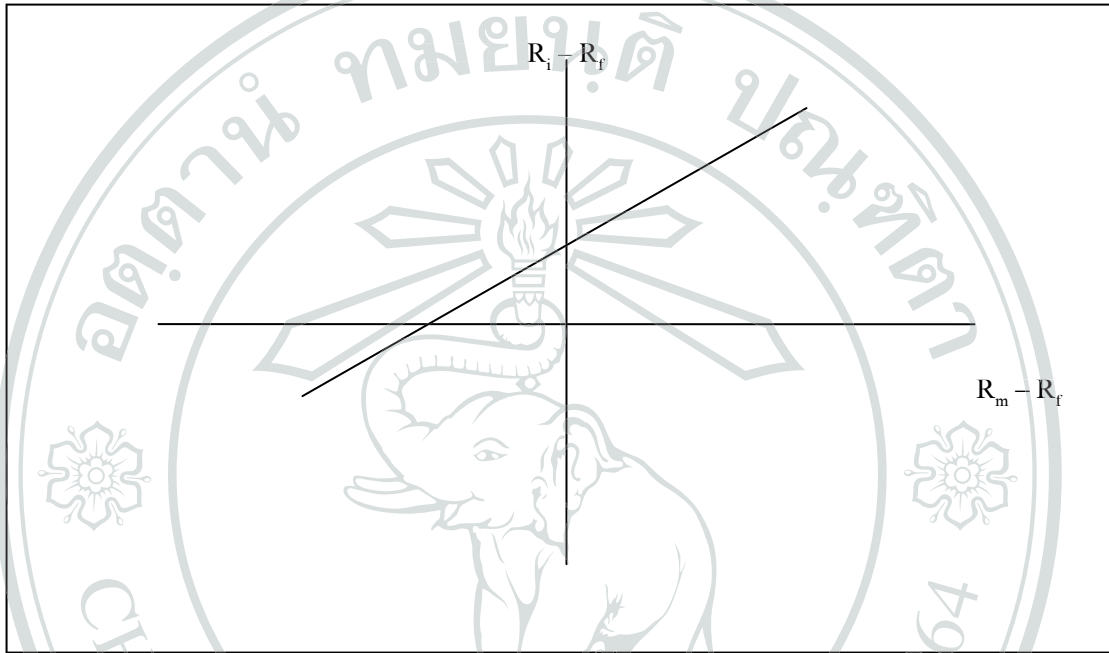
$$R_{it} - R_{ft} = \beta_i(R_{mt} - R_{ft})$$

ในทางปฏิบัติเมื่อหาค่าตัวแปรในสมการถดถอย ค่า α_i หรือ Alpha ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ นั้นแสดงถึงผลตอบแทนส่วนเกินที่ผู้ลงทุนได้รับจากหลักทรัพย์ ในขณะที่ตลาดโดยส่วนรวมมีผลตอบแทนเป็นศูนย์ หุ่นซึ่งมีค่า Alpha สูงมีแนวโน้มที่จะมีค่าเบต้าต่ำ และหุ่นซึ่งมีค่า Alpha ต่ำมีแนวโน้มที่จะมีค่าเบต้าสูง

สมการ Characteristic Line ในรูปของส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) หรืออัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Excess Return) ดังแสดงในภาพที่ 2.3 ซึ่งเป็นรูปสมมติที่แสดงว่า หาก Plot อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของกองทุนรวมหนึ่งกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของตลาดแล้วจึง

ลากเส้นตรงซึ่งแสดงความสัมพันธ์ดังกล่าวจะได้ Expost Characteristic Line กรณีส่วนชดเชยความเสี่ยง

ภาพที่ 2.3 Expost Characteristic Line ในรูปชดเชยความเสี่ยง



การแบ่งแยกความเสี่ยงรวม

จากแนวคิด Single Index Model หรือ Market Model สามารถจะแสดงการแยกความเสี่ยงออกเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบดังนี้

ถ้าวัดอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง เทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ณ แต่ละระยะเวลา (R_{it} และ R_{mt}) และสมมติความสัมพันธ์ในเชิงเส้นตรง จะได้ว่าแต่ละค่าของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เท่ากับ ค่า Intercept บวกกับ ค่าเบต้าคูณอัตราผลตอบแทนตลาด และบวกค่าอัตราผลตอบแทนที่อัตราผลตอบแทนตลาดที่อธิบายไม่ได้ หรือ Error Term

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_i$$

เมื่อหาค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (σ_i^2) จะได้ว่า

$$\begin{aligned} \text{Variance}(R_i) &= \text{Variance}(\alpha_i) + \text{Variance}(\beta_i R_{mt}) + \text{Variance}(\epsilon_i) \\ &= 0 + \beta_i^2 + \text{Variance}(\epsilon_i) \end{aligned}$$

$$\alpha^2(R_i) = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{ei}^2$$

= Systematic Variance + Unsystematic Variance

ซึ่งเป็นสมการแบ่งแยกความเสี่ยงรวมซึ่งวัดด้วยค่า σ^2 ออกเป็นสองส่วน ดังนี้

- ความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือความเสี่ยงของตลาด (Systematic Risk หรือ Market Risk) ซึ่งวัดด้วยค่า $\beta_i^2 \sigma_m^2$
- ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบหรือความเสี่ยงเฉพาะตัว (Unsystematic risk หรือ Unique risk) ซึ่งวัดด้วยค่า σ_{ei}^2

การคำนวณค่าเบต้า

จากความหมายของค่าเบต้าตาม Market Model ที่กล่าวมาแล้ว ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ใดบอกถึงสัดส่วนการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตลาด ดังนั้น ในที่นี้จะกล่าวถึงการคำนวณค่าเบต้าภายใต้กรอบแนวคิด Market Model 2 วิธี คือ

- หาค่าเบต้าจากสัดส่วนระหว่าง ค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างหลักทรัพย์นั้นกับตลาด กับค่าความแปรปรวนของตลาด
- การหาค่าเบต้าโดยนำข้อมูลในอดีตมาหาค่าความสัมพันธ์ถดถอยเชิงเส้นตรงด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares หรือ OLS)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Chan and Wei (2001) ได้ทำการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายทั้งก่อนและหลังการประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง โดยใช้ข้อมูลไปสำคัญแสดงสิทธิจำนวน 402 ชุด ซึ่งซื้อขายตั้งแต่ปี ค.ศ. 1991 – 1997 ใน Stock Exchange of Hong Kong (SEHK) โดยทำการศึกษาผลตอบแทนในช่วงการประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิทั้งก่อนและหลังวันประกาศ 15 วัน โดยใช้วิธีการศึกษาแบบ Event Study ซึ่งผลการศึกษาพบว่าราคาของหลักทรัพย์อ้างอิงมีการปรับตัวขึ้นจนเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวก ในช่วงก่อนวันได้รับข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิ และมีผลตอบแทนที่ผิดปกติสูงสุดในวันแรกหลังจากมีการประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิ หลังจากนั้นราคาหลักทรัพย์จะมีราคาลดลง แสดงให้เห็นว่านักลงทุนยังขาดการรับรู้ข้อมูลรายละเอียดของไปสำคัญแสดงสิทธิอย่างเพียงพอ ซึ่งสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

Aitken and Segara (2005) ได้ทำการศึกษาผลกระทบที่เกิดจากการออกไปสำคัญแสดงสิทธิกับพฤติกรรมเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์อ้างอิง โดยใช้ข้อมูลของการออกไปสำคัญแสดงสิทธิจำนวน 83 รายการ ในช่วงเวลาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1991 – 2000 ใน Australian Stock Exchange (ASX) จาก Securities Industry Research Centre of Asia-Pacific (SIRCA) โดยแบ่งการศึกษาผลกระทบ

ในด้านต่างๆ คือ ด้านราคา ด้านปริมาณการซื้อขาย และความผันผวน โดยใช้การศึกษาแบบ Event Study โดยการหาผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงก่อนและหลังวันเข้าซื้อขายของใบสำคัญแสดงสิทธิ ซึ่งในช่วงระยะเวลาดังกล่าวมีการศึกษาผลกระทบของช่วงเวลาที่ประกาศออกใบสำคัญแสดงสิทธิ ซึ่งจากผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์อ้างอิงมีการปรับตัวลดลงจนเกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นลบทั้งในช่วงก่อนการประกาศออกใบสำคัญแสดงสิทธิและหลังจากเข้าซื้อขาย โดยในส่วนของปริมาณการซื้อขายมีระดับที่เพิ่มมากขึ้น และมีความผันผวนของหลักทรัพย์อ้างอิงมากขึ้น ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเข้าซื้อขายของใบสำคัญแสดงสิทธิส่งผลให้นักลงทุนเปลี่ยนการลงทุนในหลักทรัพย์อ้างอิงมาลงทุนใบสำคัญแสดงสิทธิซึ่งเป็นที่ยอมรับของนักเก็งกำไรจึงส่งผลให้เกิดผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ลดลง อย่างมีนัยสำคัญ

สรารุช มาสะพันธ์ (2540) ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการขึ้นเครื่องหมาย XD (Ex-dividend) กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการประกาศจ่ายปันผล ซึ่งจะมีการขึ้นเครื่องหมาย XD โดยทำการศึกษาและเปรียบเทียบว่าค่าการประกาศขึ้นเครื่องหมาย XD จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์อย่างไร ผลการศึกษาพบว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นจนเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงก่อนวันที่ตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเครื่องหมาย XD และในวันที่ขึ้นเครื่องหมาย XD พบว่าราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลงจนอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นลบ เมื่อทำการทดสอบทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99 % พบว่า ค่าการขึ้นเครื่องหมาย XD ไม่มีผลต่อการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

มนต์เดช ชุ่มอินทรจักร์ (2547) ได้ทำการศึกษาถึงพฤติกรรมตอบสนองเกินจริงต่อการเปลี่ยนแปลงราคาใน 1 วันของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2546 โดยมีการศึกษาในกลุ่มหลักทรัพย์สองกลุ่มคือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนรายวันที่มากกว่าร้อยละ 25 เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพสูงและกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนรายวันร้อยละ 25 เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพต่ำ จากนั้นจึงทำการวิเคราะห์หาผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาต่าง ๆ ได้แก่ช่วงเวลา 10 20 30 60 และ 90 วัน ทำการของหุ้นสามัญที่ให้ผลตอบแทนที่ผิดปกติ จากผลการศึกษาพบว่าในปี พ.ศ. 2546 พบการเกิดพฤติกรรมตอบสนองเกินจริงของการเปลี่ยนแปลงราคาใน 1 วันของหุ้นสามัญ โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพสูงพบพฤติกรรมตอบสนองเกินจริงในช่วงระยะเวลา 90 วันทำการ ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพต่ำพบพฤติกรรมตอบสนองเกินจริงในช่วงระยะเวลา 20 วันทำการ แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

ปิยฉัตร สวัสดิ์ประดิษฐ์ (2548) ได้ศึกษาการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการของรัฐหรือเอกชน โดยรวบรวมข้อมูลในช่วงตั้งแต่ 1 ตุลาคม พ.ศ. 2537 ถึง 30 กันยายน 2547 จำนวนทั้งสิ้น 161 เหตุการณ์โดยแบ่งเป็นโครงการขนาดเล็ก ขนาดกลางและขนาดใหญ่ ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ข่าวที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับงานโครงการ ส่งผลกระทบต่อให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวขึ้นสูงขึ้นเล็กน้อยก่อนวันแจ้งข่าว และปรับตัวสูงขึ้นอีกในวันที่แจ้งข่าว ส่วนหลังจากวันแจ้งข่าวพบว่าราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัวลดลงซึ่งชี้ให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved