

## บทที่ 4

### การวิเคราะห์ผลการศึกษา

การศึกษาค้นคว้าทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการออกไปสำคัญ แสดงสิทธิที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการใช้ วิธีศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ซึ่งเป็นวิธีการศึกษาความเร็วในการตอบสนองต่อข้อมูลสาธารณะ ของหลักทรัพย์ เพื่อที่สามารถวัดระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่าอยู่ในระดับกลางหรือไม่ อย่างไร

จากทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดที่กล่าวไว้ว่าตลาดที่มีประสิทธิภาพคือตลาดหลักทรัพย์ซึ่งราคา ของหลักทรัพย์ที่สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารทุกประเภทอย่างรวดเร็ว ถูกต้องและทั่วถึง โดยผ่าน การรับรู้ของผู้ลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายในตลาด และการสร้างกำไรเกินปกติไม่สามารถเกิดขึ้น ได้ (Fama, 1970) ข่าวสารทางการเงินของการออกไปสำคัญแสดงสิทธิเป็นข่าวสารสำคัญที่แสดงถึง ความต้องการเงินทุนเพิ่มขึ้นจึงควรมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาด ซึ่งถ้าเป็นตลาดประสิทธิภาพ ระดับกลางแล้วราคาควรที่จะสะท้อนข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิได้อย่างรวดเร็ว โดยที่ไม่เกิด ผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งจะได้นำเสนอข้อมูลเพื่อเป็นประโยชน์ต่อการพิจารณา กำหนดกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุน ในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ดังกล่าว

การวิเคราะห์ผลแบ่งออกเป็น 3 ส่วน คือการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา การวิเคราะห์การ เปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ และการวิเคราะห์ประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์ โดยมีรายละเอียด ดังต่อไปนี้

#### 1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา

ในการศึกษานี้ใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีการออกไปสำคัญแสดงสิทธิใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2549 ที่ไม่ได้ ออกควบคู่กับตราสารการเงินอื่น โดยรวบรวมข้อมูลจากข่าวหรือประกาศของตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทยที่เผยแพร่ให้นักลงทุนทราบถึงข่าวสารของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งข้อมูลทั้งหมดที่นำมา วิเคราะห์ดังแสดงในตาราง

ตารางที่ 4.1 แสดงจำนวนเหตุการณ์ทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาจำแนกตามปี พ.ศ.

ปี	จำนวนเหตุการณ์	ร้อยละ(%)
2539	0	0
2540	0	0
2541	2	2.94
2542	5	7.35
2543	6	8.82
2544	6	8.82
2545	13	19.12
2546	14	20.59
2547	3	4.41
2548	15	22.06
2549	4	5.88
<b>รวม</b>	<b>68</b>	<b>100.00</b>

จากตารางที่ 4.1 พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียน ที่ใช้ในการศึกษามีจำนวนเหตุการณ์ทั้งสิ้น 68 เหตุการณ์ โดยส่วนใหญ่อยู่ที่ พ.ศ. 2548 มีจำนวนเหตุการณ์จำนวน 15 เหตุการณ์ คิดเป็น 22.06% รองลงมาได้แก่ปี พ.ศ. 2546 มีจำนวนเหตุการณ์จำนวน 14 เหตุการณ์ คิดเป็น 20.59%

ตารางที่ 4.2 แสดงจำนวนเหตุการณ์ทั้งหมดจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมของหลักทรัพย์

อันดับ	กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนเหตุการณ์	ร้อยละ(%)
1	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	16	23.53
2	เงินทุนหลักทรัพย์	10	14.70
3	สื่อและสิ่งพิมพ์	6	8.82
4	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	5	7.35
5	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	4	5.88
6	ธุรกิจการเกษตร	4	5.88
7	อาหารและเครื่องดื่ม	3	4.41

ตารางที่ 4.2 แสดงจำนวนเหตุการณ์ทั้งหมดจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมของหลักทรัพย์ (ต่อ)

อันดับ	กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนเหตุการณ์	ร้อยละ(%)
8	ยานยนต์	3	4.41
9	พลังงานและสาธารณูปโภค	3	4.41
10	ธนาคาร	2	2.94
11	บรรจุภัณฑ์	2	2.94
12	ชิ้นส่วนอุตสาหกรรมและเครื่องจักร	2	2.94
13	วัสดุก่อสร้าง	2	2.94
14	พาณิชย์	2	2.94
15	ขนส่งและโลจิสติกส์	2	2.94
16	แฟชั่น	1	1.47
17	การแพทย์	1	1.47
	<b>รวม</b>	<b>68</b>	<b>100.00</b>

จากตารางที่ 4.2 พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มากที่สุด โดยมีจำนวนเหตุการณ์ทั้งสิ้น 16 เหตุการณ์ คิดเป็น 23.53% รองลงมาได้แก่กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ มีจำนวนเหตุการณ์จำนวน 10 เหตุการณ์ คิดเป็น 14.70%

ตารางที่ 4.3 แสดงจำนวนเหตุการณ์จำแนกตามขนาดของหลักทรัพย์(Market Capitalization)

ที่	Market Capitalization (ล้านบาท)	Mean	Max	Min	S.D.	จำนวนเหตุการณ์	ร้อยละ (%)
1	ต่ำกว่า 1,000	490.8	999	56	279.5	36	52.94
2	1,000 ถึง 4,999	2,231.5	3,961	1,138	917.8	16	23.52
3	5,000 ถึง 9,999	6,945.8	9,574	5,473	1,658.2	8	11.76
4	สูงกว่า 10,000	37,004.1	112,372	11,902	34,012.3	8	11.76
	<b>รวม</b>	<b>6,684.1</b>	<b>112,372</b>	<b>56</b>	<b>16,913.5</b>	<b>68</b>	<b>100.00</b>

จากตารางที่ 4.3 พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทที่มีขนาดต่ำกว่า 1,000 ล้านบาทมากที่สุดจำนวน 36 เหตุการณ์ คิดเป็น 52.94% มีขนาดโดยเฉลี่ย 490.8 ล้านบาท สูงสุด 999 ล้านบาท ต่ำสุด 56 ล้านบาท รองลงมา ได้แก่บริษัทที่มีขนาด 1,000 ถึง 4,999 ล้านบาท มีจำนวนเหตุการณ์จำนวน 16 เหตุการณ์ คิดเป็น 23.52% มีขนาดโดยเฉลี่ย 2,231.5 ล้านบาท สูงสุด 3,961 ล้านบาท ต่ำสุด 1,138 ล้านบาท ส่วนขนาดบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมดมีค่าเฉลี่ย 6,684.1 ล้านบาท สูงสุด 112,372 ล้านบาท และต่ำสุด 56 ล้านบาท

ตารางที่ 4.4 แสดงจำนวนเหตุการณ์จำแนกตามอัตราการใช้สิทธิในการได้รับใบสำคัญแสดงสิทธิ

อันดับ	อัตราการใช้สิทธิ (หุ้นเดิม : ใบสำคัญแสดงสิทธิใหม่)	จำนวนเหตุการณ์	ร้อยละ (%)
1	2.00 : 1.00	15	22.06
2	4.00 : 1.00	13	19.12
3	1.00 : 1.00	10	14.71
4	3.00 : 1.00	6	8.82
5	5.00 : 1.00	6	8.82
6	5.00 : 2.00	5	7.35
7	10.00 : 1.00	4	5.88
8	10.00 : 3.00	2	2.94
9	5.00 : 3.00	1	1.47
10	3.00 : 2.00	1	1.47
11	2.00 : 3.00	1	1.47
12	1.00 : 3.00	1	1.47
13	1.00 : 2.00	1	1.47
14	6.00 : 1.00	1	1.47
15	5.00 : 4.00	1	1.47
	<b>รวม</b>	<b>68</b>	<b>100</b>

จากตารางที่ 4.4 พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษามีอัตราการใช้สิทธิในการได้รับใบสำคัญแสดงสิทธิในอัตรา 2 หุ้นเดิมต่อ 1 ใบสำคัญแสดงสิทธิมากที่สุด จำนวน 15 เหตุการณ์ คิดเป็น 22.06% รองลงมาได้แก่อัตรา 4 หุ้นเดิมต่อ 1 ใบสำคัญแสดงสิทธิจำนวน 13 เหตุการณ์ คิดเป็น 19.12%

ตารางที่ 4.5 แสดงจำนวนเหตุการณ์จำแนกตามอายุของใบสำคัญแสดงสิทธิ

อันดับ	อายุใบสำคัญแสดงสิทธิ (ปี)	จำนวนเหตุการณ์	ร้อยละ (%)
1	1	1	1.47
2	2	3	4.41
3	3	20	29.41
4	4	5	7.35
5	5	26	38.24
6	6	1	1.47
7	7	6	8.82
8	8	2	2.94
9	10	4	5.88
	<b>รวม</b>	<b>68</b>	<b>100</b>

จากตารางที่ 4.5 พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษามีอายุของใบสำคัญแสดงสิทธิ 5 ปีมากที่สุด จำนวน 26 เหตุการณ์ คิดเป็น 38.24% รองลงมาได้แก่ อายุของใบสำคัญแสดงสิทธิ 3 ปีจำนวน 20 เหตุการณ์ คิดเป็น 29.41%

ตารางที่ 4.6 แสดงจำนวนเหตุการณ์จำแนกตามอัตราส่วนแปลงสภาพ (Conversion ratio)

อันดับ	อัตราส่วนแปลงสภาพ (ใบสำคัญแสดงสิทธิเดิม:หุ้นใหม่)	จำนวนเหตุการณ์	ร้อยละ (%)
1	1.00 : 1.00	67	98.53
2	1.00 : 5.00	1	1.47
	<b>รวม</b>	<b>68</b>	<b>100</b>

จากตารางที่ 4.6 พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษามีอัตราส่วนแปลงสภาพในการได้รับหุ้นสามัญใหม่ในอัตรา 1 ใบสำคัญแสดงสิทธิต่อ 1 หุ้นสามัญมากที่สุด จำนวน 67 เหตุการณ์ คิดเป็น 98.53% รองลงมาได้แก่อัตรา 1 ใบสำคัญแสดงสิทธิต่อ 5 หุ้นสามัญ จำนวน 13 เหตุการณ์ คิดเป็น 1.47%

ตารางที่ 4.7 แสดงจำนวนเหตุการณ์จำแนกตามราคาของซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิ

ที่	ราคาของซื้อ ใบสำคัญแสดงสิทธิ (บาท)	Mean	Max	Min	S.D.	จำนวน เหตุการณ์	ร้อยละ (%)
1	0	0	0	0	0	61	89.71
2	มากกว่า 0	1.13	3	0.05	1.41	7	10.29
	รวม	0.09	3	0.05	0.45	68	100.00

จากตารางที่ 4.7 พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษามีราคาของซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิ 0 บาทมากที่สุด จำนวน 61 เหตุการณ์ คิดเป็น 89.71% ส่วนราคาของซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิที่มากกว่า 0 บาทมีจำนวน 7 เหตุการณ์ คิดเป็น 1.47% ค่าสูงสุด 3 บาท ต่ำสุด 0.05 บาท และราคาของซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิทั้งหมดโดยเฉลี่ยเท่ากับ 0.09%

ตารางที่ 4.8 แสดงจำนวนเหตุการณ์จำแนกตามชนิดของใบสำคัญแสดงสิทธิ

ชนิดของใบสำคัญแสดงสิทธิ					
Pseudo-American type			European type		
ระยะเวลาใช้ สิทธิ	จำนวน เหตุการณ์	ร้อยละ (%)	ระยะเวลาใช้ สิทธิ	จำนวน เหตุการณ์	ร้อยละ (%)
Every month	5	7.35	Expire date	4	5.88
Every 3 month	51	75.00			
Every 6 month	6	8.82			
Every year	2	2.94			
รวม	64	94.12	รวม	4	5.88

จากตารางที่ 4.8 พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษามีใบสำคัญแสดงสิทธิชนิด Pseudo-American type มากที่สุด จำนวน 64 เหตุการณ์ คิดเป็น 94.12% มีระยะเวลาใช้สิทธิ(Exercise period) ทุกๆ 3 เดือนมากที่สุดจำนวน 51 เหตุการณ์คิดเป็น 75% ใบสำคัญแสดงสิทธิชนิด European type จำนวน 4 เหตุการณ์ คิดเป็น 5.88% ตารางที่ 4.9 แสดงจำนวนเหตุการณ์จำแนกตามอัตราส่วนราคาหุ้นแม่ต่อราคาแปลงสภาพ (Exercise price) ของใบสำคัญแสดงสิทธิ

อัตราส่วนราคาหุ้นแม่ต่อราคาแปลงสภาพ (เท่า)	Mean	Max	Min	S.D.	จำนวนเหตุการณ์	ร้อยละ(%)
ต่ำกว่า 1	0.69	0.98	0.23	0.2	24	35.29
1 ถึง 1.5	1.21	1.47	1.02	0.14	22	32.35
1.51 ถึง 2	1.77	1.98	1.56	0.16	11	16.18
มากกว่า 2	3.51	6.01	2.15	1.22	11	16.18
<b>รวม</b>	<b>1.49</b>	<b>6.01</b>	<b>0.23</b>	<b>1.09</b>	<b>68</b>	<b>100</b>

จากตารางที่ 4.9 พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษามีอัตราส่วนราคาหุ้นแม่ต่อราคาแปลงสภาพ(Exercise price) ต่ำกว่า 1 บาทมากที่สุด จำนวน 24 เหตุการณ์ คิดเป็น 35.29% ค่าสูงสุด 0.98 เท่า ต่ำสุด 0.23 เท่า และอัตราส่วนราคาหุ้นแม่ต่อราคาแปลงสภาพทั้งหมดโดยเฉลี่ยเท่ากับ 1.49 เท่า โดยมีค่าสูงสุด 6.01 เท่า

#### ผลการวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์

การวิเคราะห์ในส่วนนี้ เป็นการวิเคราะห์ถึงผลกระทบของข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อศึกษาว่าช่วงเวลาเหตุการณ์ดังกล่าวราคาซื้อขายหลักทรัพย์ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหรือไม่ อย่างไร โดยแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ส่วน ดังนี้

#### 2.1 ผลการวิเคราะห์โดยใช้วิธีการทดสอบหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market

##### Adjusted Return

การวิเคราะห์ว่าข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียน ได้ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์หรือไม่ โดยใช้วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market Adjusted Return ซึ่งผลที่ได้มีดังนี้

ตารางที่ 4.10 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย ( $\overline{AR}$ ) ในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์โดยวิธี

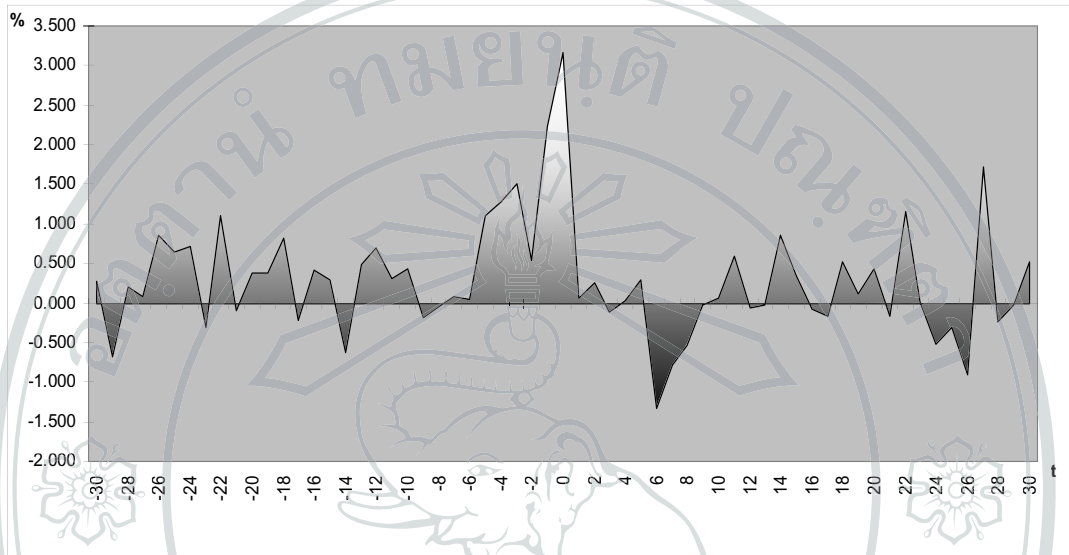
Market Adjusted Return

วันที่	N	$\overline{AR}$	S.E.	t-Stat.	วันที่	N	$\overline{AR}$	S.E.	t-Stat.
-30	68	0.276	0.501	0.550	0	68	3.164	0.990	3.195 **
-29	68	-0.670	0.520	-1.289	1	68	0.071	0.684	0.104
-28	68	0.211	0.518	0.406	2	68	0.255	0.757	0.336
-27	68	0.072	0.468	0.154	3	68	-0.119	0.397	-0.301
-26	68	0.859	0.590	1.454	4	68	0.027	0.355	0.076
-25	68	0.648	0.484	1.341	5	68	0.297	0.596	0.499
-24	68	0.718	0.553	1.299	6	68	-1.337	0.576	-2.320 **
-23	68	-0.316	0.455	-0.694	7	68	-0.790	0.614	-1.285
-22	68	1.100	0.517	2.127 **	8	68	-0.538	0.431	-1.247
-21	68	-0.096	0.381	-0.252	9	68	-0.031	0.635	-0.049
-20	68	0.376	0.374	1.005	10	68	0.071	0.447	0.159
-19	68	0.384	0.480	0.799	11	68	0.591	0.437	1.352
-18	68	0.812	0.667	1.217	12	68	-0.057	0.370	-0.155
-17	68	-0.227	0.575	-0.395	13	68	-0.034	0.563	-0.060
-16	68	0.416	0.641	0.649	14	68	0.859	0.643	1.336
-15	68	0.286	0.579	0.495	15	68	0.351	0.576	0.608
-14	68	-0.628	0.421	-1.490	16	68	-0.081	0.643	-0.126
-13	68	0.483	0.586	0.824	17	68	-0.170	0.467	-0.365
-12	68	0.697	0.503	1.388	18	68	0.522	0.460	1.136
-11	68	0.310	0.441	0.703	19	68	0.124	0.384	0.323
-10	68	0.434	0.483	0.899	20	68	0.427	0.380	1.125
-9	68	-0.178	0.505	-0.352	21	68	-0.174	0.434	-0.399
-8	68	-0.044	0.336	-0.132	22	68	1.154	0.512	2.253 **
-7	68	0.081	0.328	0.246	23	68	0.014	0.672	0.020
-6	68	0.044	0.390	0.114	24	68	-0.526	0.626	-0.839
-5	68	1.097	0.539	2.036 **	25	68	-0.302	0.428	-0.706
-4	68	1.274	0.450	2.834 **	26	68	-0.902	0.437	-2.066 **
-3	68	1.504	0.547	2.749 **	27	68	1.723	0.680	2.534 **
-2	68	0.542	0.598	0.908	28	68	-0.242	0.429	-0.564
-1	68	2.232	0.640	3.488 **	29	68	-0.025	0.480	-0.051
					30	68	0.529	0.392	1.349

หมายเหตุ: \*\*ระดับนัยสำคัญที่ 5% (ระดับความเชื่อมั่น 95%)



ภาพที่ 4.1 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวัน โดยวิธี Market Adjusted Return ในช่วงก่อนและหลังเหตุการณ์การประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสถิติ



จากตารางที่ 4.10 พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสถิติของบริษัทจดทะเบียนส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยวิธี Market Adjusted Return และจากผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยพบว่า วันที่เหตุการณ์ประกาศออกไปสำคัญแสดงสถิติส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญหรือปฏิเสธสมมติฐานที่  $(H_0) : \overline{AR}_t = 0$  โดยมีรายละเอียดวันที่ได้รับผลกระทบดังต่อไปนี้

- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 22 วัน (t-22) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 1.100%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 5 วัน (t-5) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 1.097%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 4 วัน (t-4) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 1.274%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 3 วัน (t-3) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 1.504%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 1 วัน (t-1) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 2.232%
- วันที่เกิดเหตุการณ์ (t<sub>0</sub>) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 3.164%
- วันหลังเกิดเหตุการณ์ 6 วัน (t+6) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น -1.337%
- วันหลังเกิดเหตุการณ์ 22 วัน (t+22) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 1.154%
- วันหลังเกิดเหตุการณ์ 26 วัน (t+26) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น -0.902%
- วันหลังเกิดเหตุการณ์ 27 วัน (t+27) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 1.723%

วันที่เหตุการณ์ประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียนส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อราคาหลักทรัพย์จนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญมีจำนวน 10 วัน มีวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกจำนวน 8 วัน ซึ่งหมายถึงเหตุการณ์ประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิส่งผลในเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ และมีวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงลบจำนวน 2 วัน ซึ่งหมายถึงเหตุการณ์ประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิส่งผลในเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ และยังมีช่วงวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่ 5 วัน ถึง 3 วันก่อนเกิดเหตุการณ์ และตั้งแต่ 1 วันก่อนเกิดเหตุการณ์ถึงวันที่เกิดเหตุการณ์

ตารางที่ 4.11 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์โดยวิธี Market Adjusted Return

ช่วงเวลา	N	CAR (%)	Mean	Max.	Min.	S.D.	t-Stat.	Test Hypothesis
t-3 ถึง t+3	68	7.649	5.457	7.768	1.504	2.798	5.161	Rejected $H_0$
t-10 ถึง t+10	68	8.056	5.990	10.681	0.212	4.151	6.616	Rejected $H_0$
t-30 ถึง t+30	68	17.548	10.201	17.548	-0.394	6.138	12.979	Rejected $H_0$

หมายเหตุ:ระดับนัยสำคัญที่ 5% (ระดับความเชื่อมั่น 95%)

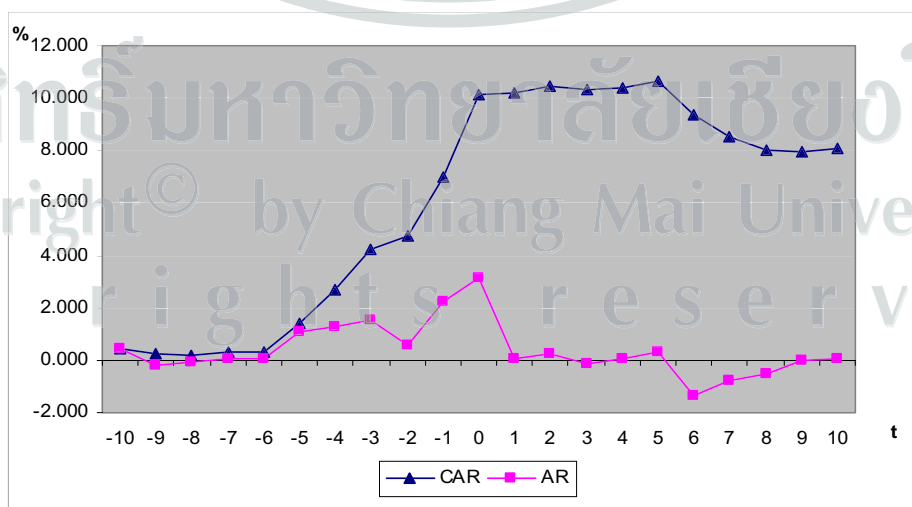
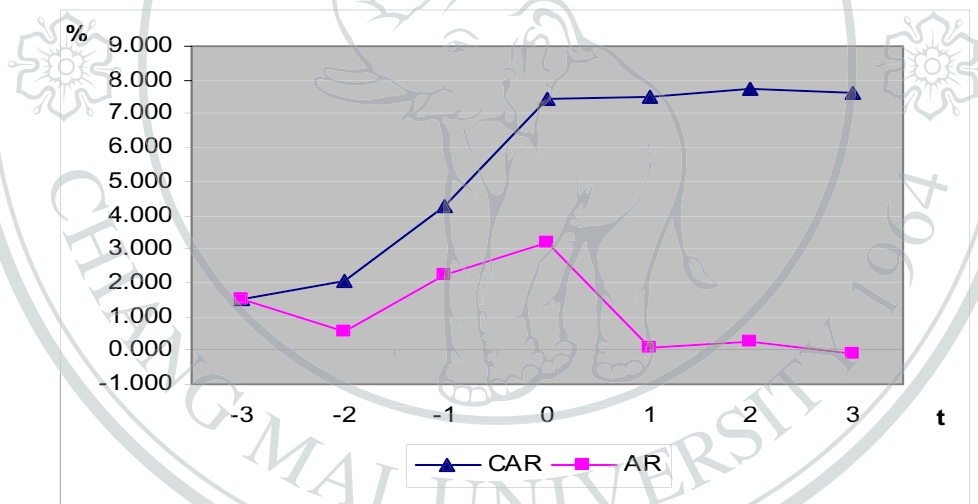
จากตารางที่ 4.11 พบว่าข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียนส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อราคาหลักทรัพย์จนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม โดยวิธี Market Adjusted Return จากผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม พบว่าการประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิ ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงก่อนและหลังการแตกหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐาน ( $H_0$ ):  $CAR_{it} = 0$  ในช่วงเวลา t-3 ถึง t+3 วัน ในช่วงเวลา t-10 ถึง t+10 และช่วงเวลา t-30 ถึง t+30 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมจะปรากฏนัยสำคัญ ดังนี้

- ในช่วงระยะสั้น ก่อนและหลังการประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิ 3 วัน ( $t \pm 3$ ) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย คิดเป็น 5.457 % โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสูงสุดที่ 7.768% และต่ำสุดที่ 1.504%

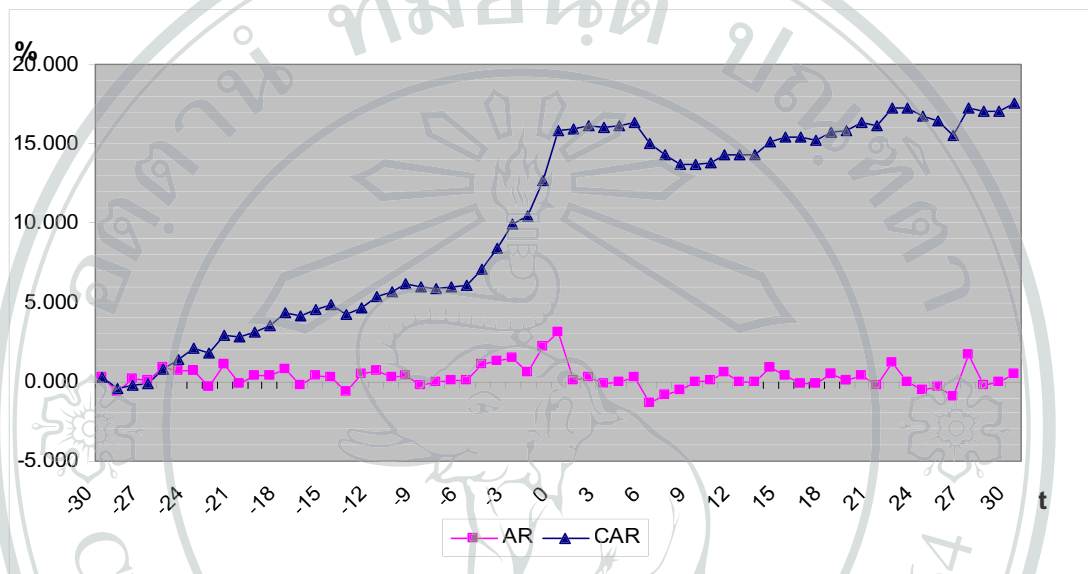
- ในช่วงระยะกลาง ก่อนและหลังการประกาศออกใบสำคัญแสดงสิทธิ 10 วัน ( $t \pm 10$ ) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย คิดเป็น 5.990 % โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสูงสุดที่ 10.681 % และต่ำสุดที่ 0.212 %

- ในช่วงระยะยาว ก่อนและหลังการประกาศออกใบสำคัญแสดงสิทธิ 30 วัน ( $t \pm 30$ ) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย คิดเป็น 10.201% โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสูงสุดที่ 17.548 % และต่ำสุดที่ -0.394 %

ภาพที่ 4.2 กราฟแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย ( $\overline{AR}$ ) และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม(CAR)โดยวิธี Market Adjusted Return ในช่วงก่อนและหลังเหตุการณ์การประกาศข่าวออกใบสำคัญแสดงสิทธิ



ภาพที่ 4.2 กราฟแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย ( $\overline{AR}$ ) และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม(CAR) โดยวิธี Market Adjusted Return ในช่วงก่อนและหลังเหตุการณ์การประกาศข่าวออกใบสำคัญแสดงสิทธิ(ต่อ)



จากภาพที่ 4.2 แสดงให้เห็นว่า ในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศออกใบสำคัญแสดงสิทธิ พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นอย่างเห็นได้ชัด หลังจากเกิดเหตุการณ์ประกาศออกใบสำคัญแสดงสิทธิแล้ว พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีแนวโน้มคงที่และลดลงตามลำดับ

## 2.2 ผลการวิเคราะห์โดยใช้วิธีการทดสอบหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market and Risk Adjusted Return

การวิเคราะห์ว่าข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียน ได้ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์หรือไม่ โดยใช้วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market and Risk Adjusted Return ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจะได้จากแบบจำลองอัตราผลตอบแทนในรูปแบบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งผลที่ได้มีดังนี้

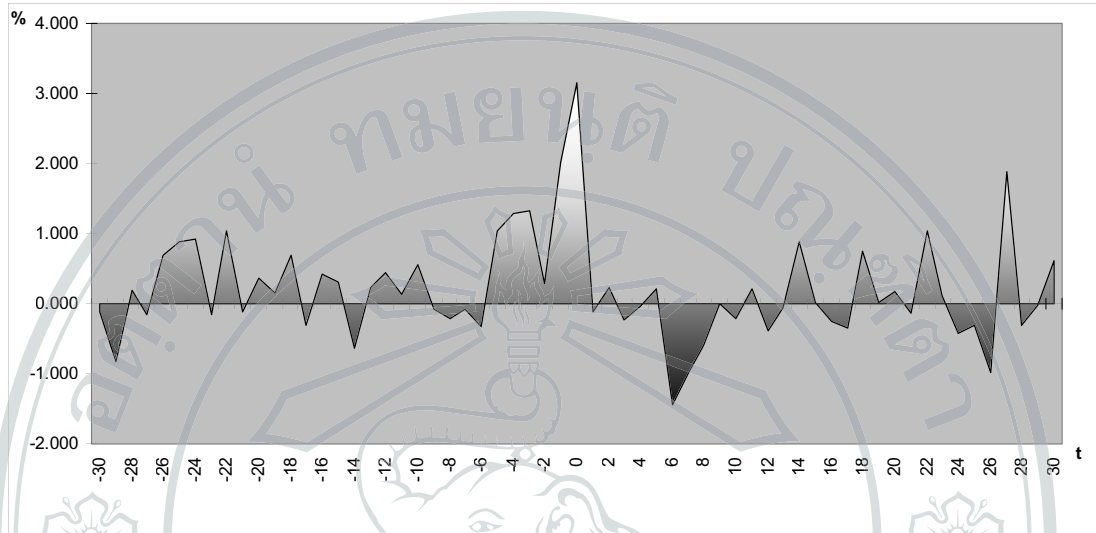
ตารางที่ 4.12 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยง ( $\overline{AR}$ ) ในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์โดยวิธี

Market and Risk Adjusted Return

วันที่	N	$\overline{AR}$	S.E.	t-Stat.	วันที่	N	$\overline{AR}$	S.E.	t-Stat.
-30	68	-0.119	0.530	-0.224	0	68	3.160	0.970	3.256 **
-29	68	-0.821	0.515	-1.595	1	68	-0.119	0.674	-0.176
-28	68	0.184	0.529	0.348	2	68	0.227	0.757	0.299
-27	68	-0.146	0.440	-0.333	3	68	-0.234	0.379	-0.616
-26	68	0.691	0.590	1.170	4	68	-0.031	0.369	-0.083
-25	68	0.879	0.452	1.943	5	68	0.205	0.604	0.340
-24	68	0.915	0.539	1.699	6	68	-1.435	0.604	-2.378 **
-23	68	-0.157	0.451	-0.349	7	68	-0.983	0.635	-1.547
-22	68	1.040	0.511	2.034 **	8	68	-0.594	0.464	-1.279
-21	68	-0.111	0.401	-0.277	9	68	-0.008	0.637	-0.012
-20	68	0.367	0.394	0.931	10	68	-0.220	0.449	-0.491
-19	68	0.155	0.483	0.320	11	68	0.211	0.428	0.494
-18	68	0.700	0.673	1.040	12	68	-0.388	0.409	-0.949
-17	68	-0.302	0.633	-0.476	13	68	-0.054	0.564	-0.095
-16	68	0.422	0.683	0.618	14	68	0.881	0.640	1.377
-15	68	0.304	0.597	0.510	15	68	0.013	0.576	0.023
-14	68	-0.633	0.448	-1.413	16	68	-0.252	0.665	-0.379
-13	68	0.227	0.581	0.392	17	68	-0.354	0.483	-0.733
-12	68	0.446	0.528	0.845	18	68	0.754	0.481	1.568
-11	68	0.138	0.476	0.291	19	68	0.028	0.385	0.072
-10	68	0.563	0.483	1.165	20	68	0.171	0.393	0.435
-9	68	-0.070	0.514	-0.137	21	68	-0.132	0.421	-0.312
-8	68	-0.214	0.355	-0.602	22	68	1.033	0.521	1.981
-7	68	-0.069	0.376	-0.184	23	68	0.124	0.689	0.180
-6	68	-0.319	0.398	-0.802	24	68	-0.422	0.611	-0.691
-5	68	1.045	0.539	1.938	25	68	-0.309	0.425	-0.727
-4	68	1.289	0.492	2.621 **	26	68	-0.989	0.449	-2.205 **
-3	68	1.335	0.563	2.371 **	27	68	1.877	0.681	2.758 **
-2	68	0.289	0.610	0.474	28	68	-0.317	0.416	-0.762
-1	68	2.011	0.655	3.073 **	29	68	-0.018	0.499	-0.035
					30	68	0.606	0.455	1.334

หมายเหตุ : \*\*ระดับนัยสำคัญที่ 5% (ระดับความเชื่อมั่น 95%)

ภาพที่ 4.3 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวัน โดยวิธี Market and Risk Adjusted Return ในช่วงก่อนและหลังเหตุการณ์การประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ



จากตารางที่ 4.12 พบว่าข่าวการประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียนส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยวิธี Market and Risk Adjusted Return จากผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยพบว่าวันที่เหตุการณ์ประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญหรือปฏิเสธสมมติฐานที่  $(H_0): \overline{AR}_{it} = 0$  โดยมีรายละเอียดวันที่ได้รับผลกระทบดังต่อไปนี้

- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 22 วัน (t-22) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 1.040%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 4 วัน (t-4) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 1.289%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 3 วัน (t-3) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 1.335%
- วันก่อนเกิดเหตุการณ์ 1 วัน (t-1) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 2.001%
- วันที่เกิดเหตุการณ์ (t<sub>0</sub>) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 3.160%
- วันหลังเกิดเหตุการณ์ 6 วัน (t+6) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น -1.435%
- วันหลังเกิดเหตุการณ์ 26 วัน (t+26) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น -0.989%
- วันหลังเกิดเหตุการณ์ 27 วัน (t+27) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย คิดเป็น 1.877%

วันที่เหตุการณ์ประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียนส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อราคาหลักทรัพย์จนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญมีจำนวน 8 วัน มีวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกจำนวน 6 วัน ซึ่งหมายถึงเหตุการณ์ประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิส่งผลในเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์และมีวันที่

เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงลบจำนวน 2 วัน ซึ่งหมายถึงเหตุการณ์ประกาศข่าวการ  
ออกใบสำคัญแสดงสิทธิส่งผลในเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์

**ตารางที่ 4.13** แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์โดยวิธี  
Market and Risk Adjusted Return

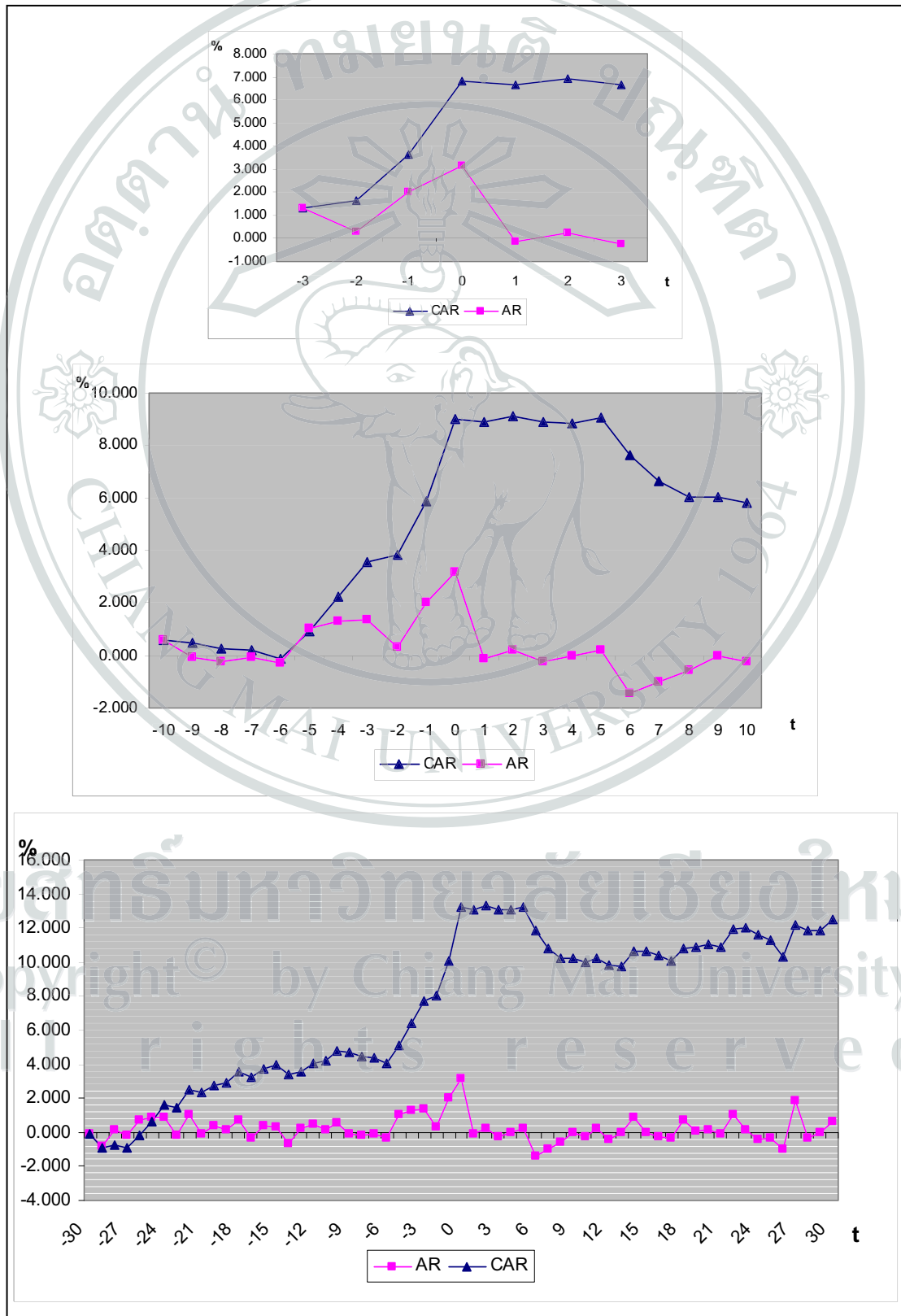
ช่วงเวลา	N	CAR (%)	Mean	Max.	Min.	S.D.	t-Stat.	Test Hypothesis
t-3 ถึง t+3	68	6.670	4.806	6.903	1.335	2.545	4.995	Rejected $H_0$
t-10 ถึง t+10	68	5.830	4.951	9.128	-0.109	3.516	6.452	Rejected $H_0$
t-30 ถึง t+30	68	12.476	7.435	13.249	-0.119	4.518	12.854	Rejected $H_0$

หมายเหตุ:ระดับนัยสำคัญที่ 5% (ระดับความเชื่อมั่น 95%)

จากตารางที่ 4.13 พบว่าข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียนส่งผลให้เกิดการ  
เปลี่ยนแปลงต่อราคาหลักทรัพย์จนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม โดยวิธี Market and  
Risk Adjusted Return จากผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม พบว่า  
การประกาศข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ในช่วงก่อน  
และหลังการแตกหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐาน ( $H_0$ ) :  $CAR_{it} = 0$  ในช่วงเวลา t-3 ถึง  
t+3 วัน ในช่วงเวลา t-10 ถึง t+10 และช่วงเวลา t-30 ถึง t+30 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม  
ปรากฏนัยสำคัญ ดังนี้

- ในช่วงระยะสั้น ก่อนและหลังการประกาศออกใบสำคัญแสดงสิทธิ 3 วัน ( $t \pm 3$ ) พบอัตรา  
ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย คิดเป็น 4.806% โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม  
สูงสุดที่ 6.903% และต่ำสุดที่ 1.335%
- ในช่วงระยะกลาง ก่อนและหลังการประกาศออกใบสำคัญแสดงสิทธิ 10 วัน ( $t \pm 10$ ) พบ  
อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย คิดเป็น 4.951 % โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ  
สะสมสูงสุดที่ 9.128 % และต่ำสุดที่ -0.109 %
- ในช่วงระยะยาว ก่อนและหลังการประกาศออกใบสำคัญแสดงสิทธิ 30 วัน ( $t \pm 30$ ) พบ  
อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย คิดเป็น 7.435% โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ  
สะสมสูงสุดที่ 13.249 % และต่ำสุดที่ -0.119 %

ภาพที่ 4.4 กราฟแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย ( $\overline{AR}$ ) และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ  
 สะสม(CAR) โดยวิธี Market and Risk Adjusted Return ในช่วงก่อนและหลังเหตุการณ์การ  
 ประกาศข่าวออกใบสำคัญแสดงสิทธิ





จากภาพที่ 4.4 แสดงให้เห็นว่า ในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิ พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นอย่างเห็นได้ชัด หลังจากเกิดเหตุการณ์ประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิแล้ว พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีแนวโน้มคงที่และลดลงตามลำดับ

### 2.3 การเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์วิธีการหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return

จากผลการวิเคราะห์ข้อ 2.1 และ 2.2 พบว่าวิธีการทดสอบหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return สามารถเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์ได้ดังนี้

1. การทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market Adjusted Return พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิได้ส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญ และยังพบว่า มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกมากกว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงลบ ซึ่ง การที่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยอยู่ในเชิงบวกหมายถึง เหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น และยังมีช่วงวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกอย่างต่อเนื่องและยังมีช่วงวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิง บวกอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่ 5 วัน ถึง 3 วันก่อนเกิดเหตุการณ์ และตั้งแต่ 1 วันก่อนเกิดเหตุการณ์ถึงวันที่ เกิดเหตุการณ์

ส่วนวิธี Market and Risk Adjusted Return พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวออกไปสำคัญ แสดงสิทธิได้ส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ เฉลี่ยในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ รวมทั้งมีช่วงวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวก อย่างต่อเนื่องและยังมีช่วงวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่ 4 วัน ถึง 3 วันก่อนเกิดเหตุการณ์ และตั้งแต่ 1 วันก่อนเกิดเหตุการณ์ถึงวันที่เกิดเหตุการณ์

2. การทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) โดยวิธี Market Adjusted Return พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิได้ส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญใน 3 ช่วงเวลาได้แก่ ช่วงระยะสั้น ก่อนและหลังประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิ 3 วัน( $\pm 3$ ) ช่วงระยะ กลาง ก่อนและหลังประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิ 10 วัน( $\pm 10$ ) และในช่วงระยะยาว ก่อนและ

หลังประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิ 30วัน( $\pm 30$ ) โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมปรากฏนัยสำคัญ 5.457% , 5.990%และ 10.201% ตามลำดับ

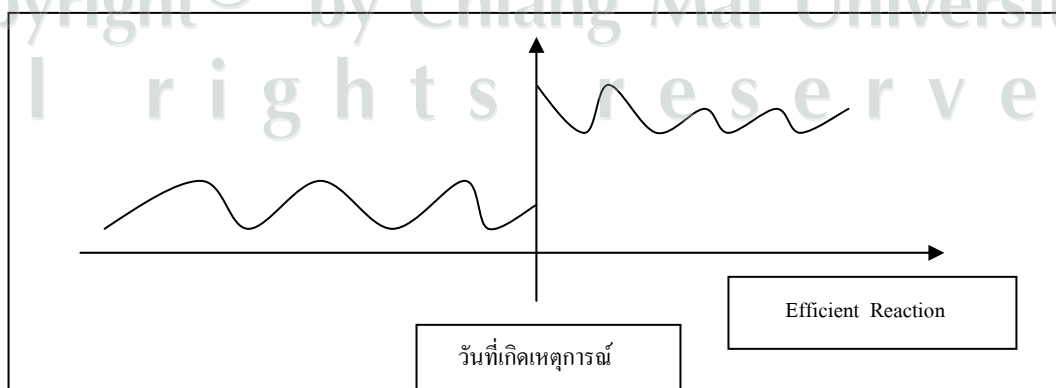
ส่วนวิธีการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) โดยวิธี Market and Risk Adjusted Return พบว่าเหตุการณ์การประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิได้ส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญใน 3 ช่วงเวลา ได้แก่ ช่วงระยะสั้น ก่อนและหลังประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิ 3 วัน ( $t \pm 3$ ) ช่วงระยะกลาง ก่อนและหลังประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิ 10 วัน ( $t \pm 10$ ) และในช่วงระยะยาว ก่อนและหลังประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิ 30วัน( $t \pm 30$ ) โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมปรากฏนัยสำคัญ 4.806% , 4.951%และ 7.435% ตามลำดับ

3. วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) โดยวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return ต่างก็พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นตามลำดับ ตั้งแต่ในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ จนถึงวันที่เกิดเหตุการณ์ และในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิซึ่งจะพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีแนวโน้มปรับตัวลดลง

#### ผลการวิเคราะห์ประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์

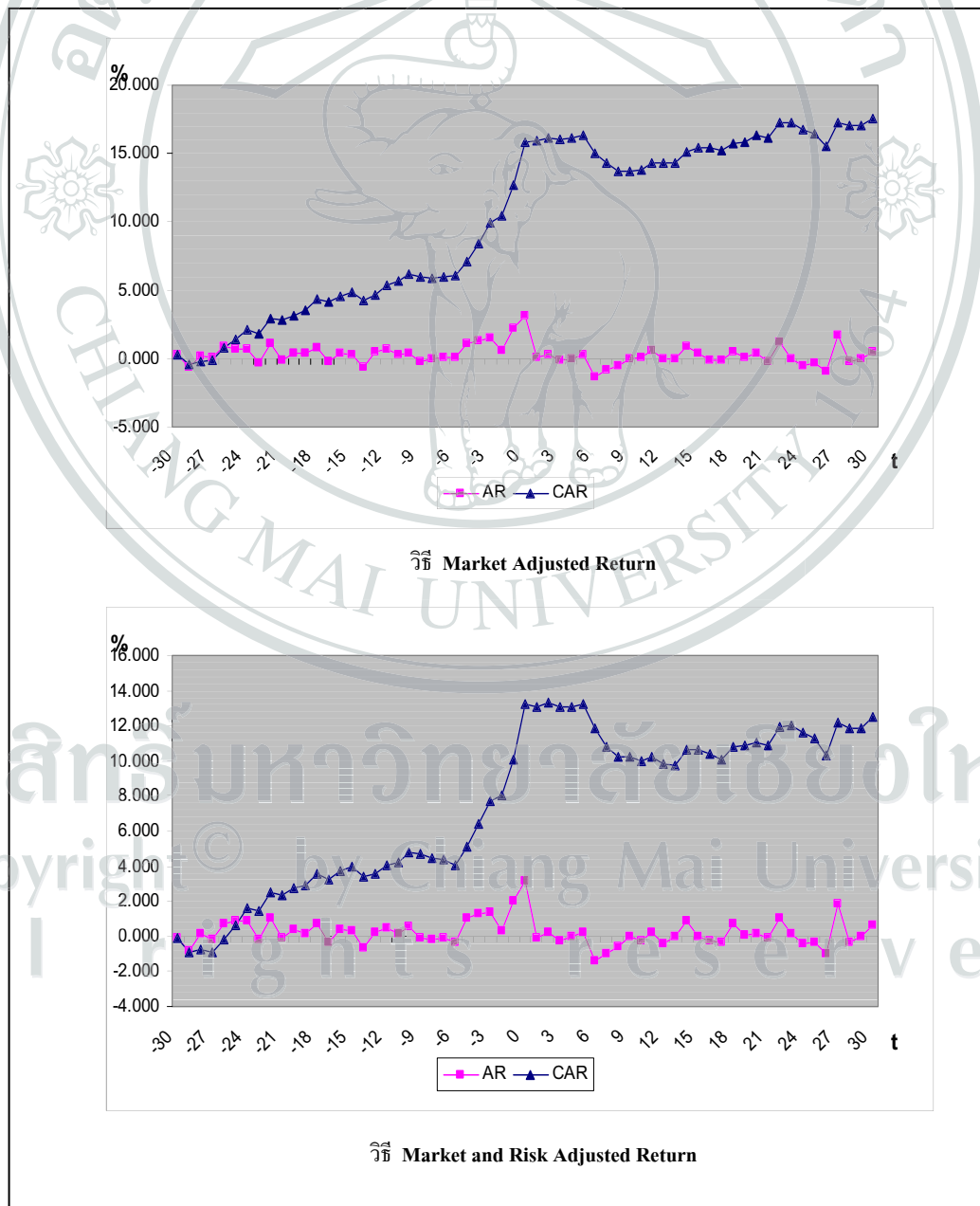
ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์กล่าวไว้ว่า ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์เป็นราคาที่ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องอย่างเต็มที่แล้ว โดยข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องนั้นรวมทั้งข้อมูลในอดีต ข้อมูลปัจจุบันและรวมถึงการคาดการณ์ที่เกี่ยวข้องในอนาคต โดยเมื่อมีเหตุการณ์ใดๆ ที่ส่งผลต่อมูลค่าปัจจุบันของหลักทรัพย์ ราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวอย่างรวดเร็วเข้าหาราคาที่เหมาะสมที่ประเมินได้ใหม่ในทันที และจะไม่มี การปรับตัวอีกจนกว่าจะมีข่าวสารหรือเหตุการณ์ใหม่ๆ เข้ามากระทบ(Efficient Reaction) แต่หากเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพแล้ว ราคาจะค่อยๆปรับตัว(Under Reaction)หรือมีการปรับตัวเกินจริง (Over Reaction)

ภาพที่ 4.5 กราฟแสดงอัตรารูปแบบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ตามทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด



ในการศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์โดยใช้เหตุการณ์การประกาศข่าวออก  
 ใบสำคัญแสดงสิทธิในการทดสอบประสิทธิภาพ จะแบ่งการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ  
 ออกเป็น 3 ช่วงเวลา ได้แก่การวิเคราะห์ในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวออกใบสำคัญ  
 แสดงสิทธิ การวิเคราะห์ในวันที่ประกาศข่าวออกใบสำคัญแสดงสิทธิและการวิเคราะห์ในช่วงเวลา  
 หลังเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวออกใบสำคัญแสดงสิทธิ สามารถแสดงได้ดังนี้

ภาพที่ 4.6 กราฟแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย ( $\overline{AR}$ ) และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ  
 สะสม (CAR) โดยเปรียบเทียบระหว่างวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted  
 Return



1. การวิเคราะห์ในช่วงเวลา ก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ จากภาพที่ 4.6 พบว่าก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ ราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มที่มีเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ นั้นมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมทั้งวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return ซึ่งเกิดขึ้นในช่วงวันก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ ในอัตราที่เพิ่มขึ้นตามลำดับ โดยเฉพาะในช่วงเวลา ก่อนเกิดเหตุการณ์ 4 วัน (t-4) แสดงให้เห็นว่าอาจจะมีการรั่วไหลของข้อมูลภายในเกิดขึ้น (Insider Trading) หรือ อาจเกิดจากการเข้าไปเก็งกำไรของนักลงทุนหรือนักเก็งกำไร (Speculator) ที่ต้องการทำกำไรจากเหตุการณ์หรือข่าวสารที่เกิดขึ้น จนมีผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวสูงขึ้นจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติก่อนวันที่เกิดเหตุการณ์

2. การวิเคราะห์ในวันที่เกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ จากภาพที่ 4.6 พบว่าเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ นั้นส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวก โดยทั้งวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return ต่างพบว่าเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ นั้นส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์จนเกิดอัตราผลตอบแทน ที่ผิดปกติในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ ( $H_0$ ):  $\overline{AR}_{it} = 0$  และจากอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นย่อมแสดงว่าการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในวันที่เกิดเหตุการณ์ยังมีได้สะท้อนต่อข้อมูลข่าวสารอย่างรวดเร็ว

3. การวิเคราะห์ในช่วงเวลาหลังเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ จากภาพที่ 4.6 พบว่าเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ นั้นส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ทั้งวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return ดังจะเห็นได้ว่าในช่วงเวลาหลังเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมจะปรับตัวลดลง ดังเช่นในช่วงเวลาหลังเกิดเหตุการณ์ 6 วัน (t+6) การที่ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลงหลังเกิดเหตุการณ์ แสดงให้เห็นว่าราคาซื้อขายหลักทรัพย์อาจมีพฤติกรรมตอบสนองเกินจริง (Over Reaction)

จากการวิเคราะห์ทั้ง 3 ช่วงเวลาแสดงให้เห็นว่าจากการใช้วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทั้ง 2 วิธีเพื่อทดสอบการมีประสิทธิภาพในระดับกลางนั้น พบว่าราคาหลักทรัพย์ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ในขณะที่ราคาหลักทรัพย์ในวันที่เกิดเหตุการณ์ยังมีได้สะท้อนต่อข้อมูลข่าวสารอย่างรวดเร็วและเต็มที่ และช่วงเวลาลงวันที่เกิดเหตุการณ์ราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มลดลง จึงแสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์เกิดพฤติกรรมตอบสนองเกินจริง สามารถวิเคราะห์ได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง