

บทที่ 5

สรุป อภิปรายผล ข้อค้นพบ และข้อเสนอแนะ

การศึกษาค้นคว้าทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการออกไปสำคัญ แสดงสิทธิที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล มีข้อค้นพบและข้อเสนอแนะดังต่อไปนี้

สรุปผลการศึกษา

การศึกษาค้นคว้าทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการออกไปสำคัญ แสดงสิทธิที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามวิธีการศึกษาแบบ Event Study ซึ่งเป็นแนวทางที่ใช้สำหรับศึกษารูปแบบการเคลื่อนไหวของราคาซื้อขายหลักทรัพย์ เมื่อมีเหตุการณ์หรือข่าวสารใหม่เข้ามากระทบ เหตุการณ์ที่ใช้ในการศึกษานี้รวบรวมเหตุการณ์หรือการประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่แจ้งให้นักลงทุนทราบ ในช่วงเวลาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2549 ที่ไม่ได้ออกควบคู่กับตราสารการเงินอื่น จำนวนทั้งหมด 68 เหตุการณ์ จากนั้นนำข้อมูลที่ได้มาทำการศึกษาและวิเคราะห์ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลางหรือไม่อย่างไร โดยการใช้เหตุการณ์การประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การศึกษาค้นคว้าทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการออกไปสำคัญ แสดงสิทธิที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่สามารถหาข้อมูลราคาซื้อขายหลักทรัพย์ได้สมบูรณ์ มีจำนวนทั้งสิ้น 68 เหตุการณ์ สามารถสรุปผลการศึกษาดังนี้

1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา

ในการศึกษานี้มีข้อมูลหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีการออกไปสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2549 ที่ไม่ได้ออกควบคู่กับตราสารการเงินอื่น จำนวน 68 เหตุการณ์ โดยพบว่าส่วนใหญ่อยู่ปี พ.ศ. 2548 มีจำนวนเหตุการณ์จำนวน 15 เหตุการณ์ คิดเป็น 22.06% และยังเกิดเหตุการณ์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มากที่สุดจำนวนเหตุการณ์ทั้งสิ้น 16 เหตุการณ์คิดเป็น 23.53% เป็นบริษัทที่มีขนาดต่ำกว่า 1,000 ล้านบาทมากที่สุดจำนวน 36 เหตุการณ์ คิดเป็น 52.94% จากการศึกษาพบว่าส่วนใหญ่มีอัตราการ

ให้สิทธิในการได้รับใบสำคัญแสดงสิทธิในอัตรา 2 หุ้นเดิมต่อ 1 ใบสำคัญแสดงสิทธิ มีอายุของใบสำคัญแสดงสิทธิ 5 ปี อัตราส่วนแปลงสภาพในการได้รับหุ้นสามัญใหม่ในอัตรา 1 ใบสำคัญแสดงสิทธิต่อ 1 หุ้นสามัญ มีราคาของซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิ 0 บาท เป็นใบสำคัญแสดงสิทธิชนิด Pseudo-American type มีระยะเวลาใช้สิทธิ(Exercise period) ทุกๆ 3 เดือนและมีอัตราส่วนราคาหุ้นแม่ต่อราคาแปลงสภาพ(Exercise price) ต่ำกว่า 1 บาท

2. ผลการวิเคราะห์ผลกระทบต่อราคาออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์

จากการศึกษาการทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการทดสอบผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์จนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ(AR) โดยวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return ผลการศึกษาพบว่า

2.1 ข่าวการประกาศออกใบสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียน ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยวิธี Market Adjusted Return และผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติแล้ว พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยที่มีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ $(H_0) : \overline{AR}_{it} = 0$ มีจำนวน 10 วัน มีวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกจำนวน 8 วัน และวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงลบจำนวน 2 วัน โดยที่ในจำนวน 10 วันนั้น มีช่วงวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ 5 วัน(t-5) ถึง 3 วัน(t-3) ก่อนเกิดเหตุการณ์ และตั้งแต่ 1 วัน(t-1) ก่อนเกิดเหตุการณ์ถึงวันที่เกิดเหตุการณ์(t)

ผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ยังพบได้ว่าการประกาศข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมทั้งในช่วงก่อนและหลังการแตกหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐาน $(H_0) : \overline{CAR}_{it} = 0$ ในช่วงเวลาระยะสั้น t-3 ถึง t+3 วัน ในช่วงเวลาระยะกลาง t-10 ถึง t+10 และช่วงเวลาระยะยาว t-30 ถึง t+30 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมปรากฏนัยสำคัญและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นตามลำดับ ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิ แต่ในช่วงหลังจากที่เกิดเหตุการณ์แล้วพบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีแนวโน้มคงที่และลดลงในเวลาต่อมา

2.2 ข่าวการประกาศออกใบสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียน ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยวิธี Market and Risk Adjusted Return ผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยที่มีนัยสำคัญ

หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ (H_0) : $\overline{AR}_{it} = 0$ มีจำนวน 8 วัน มีวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกจำนวน 6 วัน และวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงลบจำนวน 2 วัน โดยที่ในจำนวน 8 วันนั้น มีช่วงวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่ 4 วัน(t-4) ถึง 3 วัน(t-3) ก่อนเกิดเหตุการณ์ และตั้งแต่ 1 วัน(t-1) ก่อนเกิดเหตุการณ์ถึงวันที่เกิดเหตุการณ์(t)

ผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมยังพบได้ว่าการประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมทั้งในช่วงก่อนและหลังการแตกหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐาน (H_0) : $CAR_{it} = 0$ ในช่วงเวลาระยะสั้น t-3 ถึง t+3 วัน ในช่วงเวลาระยะกลาง t-10 ถึง t+10 และช่วงเวลาระยะยาว t-30 ถึง t+30 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมปรากฏนัยสำคัญและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นตามลำดับในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิ แต่ในช่วงหลังจากที่เกิดเหตุการณ์แล้วพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีแนวโน้มคงที่และลดลงในเวลาต่อมา

2.3 จากการทดสอบสมมติฐานทางสถิติพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยทั้ง 2 วิธี ได้แก่วิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return ให้ผลการศึกษาในทิศทางเดียวกันคือผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐาน (H_0) : $\overline{AR}_{it} = 0$ และเป็นอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกมากกว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงลบ ซึ่งรวมถึงวันที่เกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ โดยวิธี Market Adjusted Return มีช่วงวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่ 5 วัน(t-5) ถึง 3 วัน(t-3) ก่อนเกิดเหตุการณ์ และตั้งแต่ 1 วัน(t-1) ก่อนเกิดเหตุการณ์ถึงวันที่เกิดเหตุการณ์(t) ส่วนวิธี Market and Risk Adjusted Return มีช่วงวันที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่ 4 วัน(t-4) ถึง 3 วัน(t-3) ก่อนเกิดเหตุการณ์ และตั้งแต่ 1 วัน(t-1) ก่อนเกิดเหตุการณ์ถึงวันที่เกิดเหตุการณ์(t) นอกจากนั้นการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของทั้ง 2 วิธียังพบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญหรือปฏิเสธสมมติฐาน (H_0) : $CAR_{it} = 0$

วิธีการผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (\overline{AR}_{it}) โดยวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return ให้ผลการศึกษาที่ตรงกัน คือ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ แต่ในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวแล้วพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมจะมีแนวโน้มคงที่และลดลงในเวลาต่อมาซึ่งเป็นไปดังสมมติฐานด้านผลกระทบต่อของราคาหลักทรัพย์

3. ผลการทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลจากการวิเคราะห์หาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทั้งวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return โดยการแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ช่วงเหตุการณ์ คือการวิเคราะห์ในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิ ในวันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิและหลังเกิดเหตุการณ์ พบว่าในช่วงเวลา ก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิปรากฏอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวก อย่างมีนัยสำคัญ ต่อเนื่องตั้งแต่วันที่ 4 และ 5 วันก่อนเกิดเหตุการณ์

ผลจากการวิเคราะห์ในวันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิพบได้ว่าการประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธินั้น ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวก โดยเมื่อใช้ทั้งวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return ทดสอบสมมติฐานทางสถิติแล้วปรากฏอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ $(H_0) : \overline{AR}_{it} = 0$ ซึ่งการที่เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยทั้ง 2 วิธีนั้น ย่อมแสดงถึงการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ที่ยังไม่สะท้อนต่อเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิอย่างรวดเร็วและเต็มที่ โดยจะเห็นได้จากหลังวันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิแล้ว ระดับของราคาหลักทรัพย์ลดลงจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงลบ อย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมแล้วพบว่าแนวโน้มที่คงที่และลดลงในเวลาต่อมา

จากทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดแสดงให้เห็นว่า หากเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลางแล้วราคาควรสะท้อนข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิอย่างรวดเร็ว โดยที่ไม่เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติหรือหมายถึงการที่ข้อมูลข่าวสารใหม่จะเผยแพร่ไปสู่นักลงทุนอย่างรวดเร็วและทั่วถึงโดยที่ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเข้าหาจุดสมดุลใหม่ทันทีหลังจากได้รับข่าวสารใหม่และไม่มี การปรับตัวอีกจนกว่าจะมีข่าวสารหรือเหตุการณ์ใหม่เข้ามากระทบ แต่จากการศึกษาการทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการออกไปสำคัญแสดงสิทธิ ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคา

หลักทรัพย์พบว่าราคาหลักทรัพย์ไม่ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารหรือเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องทันทีที่ได้รับข่าวสาร แต่ราคาหลักทรัพย์กลับมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นก่อนการประกาศข่าวสารสู่สาธารณะ และมีการปรับตัวลดลงหลังจากการประกาศข่าวสาร ซึ่งไม่เป็นไปตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ

จากผลการศึกษาชิ้นนี้เป็นส่วนหนึ่งที่ชี้ให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลางซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานด้านแนวคิดตลาดประสิทธิภาพ แต่อย่างไรก็ตามความมีประสิทธิภาพระดับกลางของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะต้องพิจารณาเหตุการณ์อื่นๆร่วมด้วย

อภิปรายผลการศึกษา

1. จากการศึกษา Event Study ซึ่งเป็นแนวทางที่ใช้ในการศึกษาถึงรูปแบบการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีเหตุการณ์หรือข่าวสารใหม่เข้ามากระทบ โดยทำการศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ(AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม(CAR) ของหลักทรัพย์เมื่อมีเหตุการณ์หรือข่าวสารใหม่เกิดขึ้น หากทดสอบพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในช่วงเวลาดังกล่าวหมายถึง เหตุการณ์ที่ทำการศึกษานั้นส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์นั้นอย่างมีนัยสำคัญ จากการศึกษาครั้งนี้พบว่าเมื่อใช้วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทั้งวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return และทดสอบสมมติฐานทางสถิติแล้วจะได้ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่มีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ $(H_0) : \overline{AR}_{it} = 0$ ในวันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิ แสดงให้เห็นว่าข่าวประกาศออกใบสำคัญแสดงสิทธิมีผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ โดยจะส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์

2. จากแนวคิดประสิทธิภาพตลาดได้กล่าวถึงตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพไว้ว่าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์เป็นราคาที่สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องเต็มที่แล้ว และราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ก็คือราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ ซึ่งประเมินจากมูลค่าปัจจุบันของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการถือครองหลักทรัพย์ และหากมีเหตุการณ์ใดๆที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาที่เหมาะสมจะประเมินได้ใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ และจะไม่มีมีการปรับตัวอีกจนกว่าจะมีข่าวสารหรือเหตุการณ์ใหม่ๆ เข้ามากระทบ จากการศึกษาครั้งนี้เมื่อแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ช่วง เหตุการณ์ พบว่า ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวกตามลำดับ โดยเฉพาะในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ 4 วัน (t-4) แสดงให้เห็นว่าอาจจะมีการรั่วไหลของข้อมูลภายในเกิดขึ้น จนทำให้เกิดการเข้าไปเก็งกำไรของนักลงทุนหรือนักเก็งกำไร (Speculator) ที่ต้องการกำไรจากเหตุการณ์หรือข่าวสารที่เกิดขึ้น จนมีผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวสูงขึ้นจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติก่อนวันที่เกิดเหตุการณ์ ในขณะที่วันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศออกใบสำคัญแสดงสิทธิยังพบการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าราคาซื้อขายหลักทรัพย์ยังไม่ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารและเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องอย่างเต็มที่ และหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์แล้วยังพบว่าการอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีการเปลี่ยนแปลงค่อนข้างคงที่ในช่วงสั้นๆ ก่อนที่จะมีการปรับตัวลดลงในเวลาต่อมา ซึ่งการที่พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีการเปลี่ยนแปลงค่อนข้างคงที่ในช่วงสั้นๆ นั้นแสดงให้เห็นว่านักลงทุนที่รู้ข้อมูลข่าวสารก่อนจึงมีโอกาสทำกำไรได้ก่อน ส่วนการ

ที่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีการปรับตัวลดลงหลังจากเกิดเหตุการณ์นั้น แสดงให้เห็นว่าราคาซื้อขายหลักทรัพย์อาจมีพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริง(Over Reaction) ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์จึงมีผลทำให้ราคาปรับตัวลดลงในภายหลัง

ดังนั้นเมื่อนำผลจากการศึกษาไปเปรียบเทียบกับแนวคิดเรื่องประสิทธิภาพของตลาดในระดับกลาง(Semi-Strong Form Efficiency) ซึ่งตลาดได้สะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้อง โดยข้อมูลหมายถึงข้อมูลตลาดและข้อมูลสาธารณะอื่นๆที่เกี่ยวข้อง ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลในงบการเงิน ข้อมูลปัจจัยเศรษฐกิจ โดยหมายรวมถึงข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้ว ข้อมูลในปัจจุบันรวมถึงการคาดการณ์ที่จะเกิดขึ้นด้วย จึงสามารถสรุปผลวิเคราะห์ได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง แต่อย่างไรก็ตามการวิเคราะห์ความมีประสิทธิภาพในระดับกลางของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะต้องพิจารณาเหตุการณ์อื่นๆร่วมด้วย

3. จากผลการศึกษาการทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ที่มีการประกาศข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิมีการปรับตัวสูงขึ้นจนพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ 4 วันก่อนเกิดเหตุการณ์ และมีการปรับตัวลดลงหลังจากเกิดเหตุการณ์แล้ว 6 วัน ซึ่งอาจเกิดจากพฤติกรรมตอบสนองเกินจริงของราคาหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับผลการศึกษาของ Chan and Wei (2001) ที่ได้ทำการศึกษาค้นคว้าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขาย ทั้งก่อนและหลังการประกาศออกใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง ซึ่งผลการศึกษาพบว่าราคาของหลักทรัพย์อ้างอิงมีการปรับตัวขึ้นจนเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวก ในช่วงก่อนวันได้รับข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิ และมีผลตอบแทนที่ผิดปกติสูงสุดในวันแรก หลังจากที่มีการประกาศข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิ หลังจากนั้นราคาหลักทรัพย์จะมีราคาลดลงและสามารถสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ยังไม่มีประสิทธิภาพระดับกลาง ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาดังกล่าวข้างต้น

ส่วนผลการศึกษาเมื่อเปรียบเทียบกับผลการศึกษาของ Aitken and Segara (2005) ที่ได้ทำการศึกษาผลกระทบที่เกิดจากการออกใบสำคัญแสดงสิทธิ กับพฤติกรรมเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์อ้างอิง โดยใช้ข้อมูลของการออกใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย นั้นไม่ตรงกัน ซึ่งผลการศึกษาของ Aitken and Segara (2005) พบว่าหลักทรัพย์อ้างอิงมีการปรับตัวลดลง จนเกิดผลตอบแทนผิดปกติในเชิงลบทั้งในช่วงก่อนการประกาศออกใบสำคัญแสดงสิทธิและหลังจากเข้าซื้อขาย ทั้งนี้เหตุผลที่ทำให้ผลการศึกษาออกมาแตกต่างกันอาจสืบเนื่องมาจากพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในแต่ละประเทศที่แตกต่างกัน โดยในประเทศไทยนั้นมีลักษณะการลงทุน

ส่วนใหญ่ในระยะสั้น จึงทำให้นักลงทุนมีความสนใจเก็งกำไรในการซื้อขายใบสำคัญแสดงสิทธิ และส่งผลให้ระดับราคาของหลักทรัพย์ที่ประกาศออกใบสำคัญแสดงสิทธิปรับตัวสูงขึ้น

4. จากผลการศึกษาการทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีการประกาศข่าวการออกใบสำคัญแสดงสิทธิมีการปรับตัวสูงขึ้น จนกระทั่งพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติก่อนเกิดเหตุการณ์และมีการปรับตัวลดลงหลังจากเกิดเหตุการณ์แล้วอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับผลการศึกษาถึงผลกระทบของเหตุการณ์ ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว จะสามารถพบว่าผลที่ได้มีความสอดคล้องกัน ดังเช่นการศึกษาของ สราวุธ มาสะพันธ์ (2540) ที่ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการขึ้นเครื่องหมาย XD (Ex-dividend) กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งพบว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นจนเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงก่อนวันที่ตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเครื่องหมาย XD และในวันที่ขึ้นเครื่องหมาย XD พบว่าราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลงจนอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นลบ รวมทั้งการศึกษาของ มนต์เดช ชุ่มอินทรจักร์ (2547) ที่ได้ทำการศึกษาพฤติกรรม การตอบสนองเกินจริงต่อการเปลี่ยนแปลงราคาใน 1 วัน ของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2546 ซึ่งศึกษาพบว่าเกิดพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงของการเปลี่ยนแปลงราคาใน 1 วันของหุ้นสามัญ และการศึกษาของปิยฉัตร สวัสดิ์ประดิษฐ์ (2548) ได้ศึกษาการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการของรัฐหรือเอกชน ซึ่งผลการศึกษาพบว่าข่าวที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับงานโครงการส่งผลกระทบต่อให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวขึ้นสูงขึ้นเล็กน้อยก่อนวันแจ้งข่าว และปรับตัวสูงขึ้นอีกในวันที่แจ้งข่าว ส่วนหลังจากวันแจ้งข่าวพบว่าราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัวลดลง ซึ่งทั้งหมดต่างสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังไม่มีประสิทธิภาพ เช่นเดียวกับผลการศึกษาที่ได้ข้างต้น

ข้อค้นพบที่ได้จากการศึกษา

จากการศึกษาการทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการออกไปสำคัญแสดงสิทธิที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีข้อค้นพบดังนี้

1. เหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ โดยราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกาศข่าวปรับตัวสูงขึ้นจนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงวันก่อนการประกาศข่าว รวมถึงวันที่เกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นให้ผลในเชิงบวก ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์

2. วิธีการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทั้ง 2 วิธี คือ Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return ให้ผลการศึกษารทดสอบสมมติฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ(AR) และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม(CAR) ในทิศทางเดียวกัน โดยทั้ง 2 วิธีเมื่อทำการทดสอบสมมติฐานทางสถิติแล้วจะได้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ $(H_0) : \overline{AR}_{it} = 0$ ในวันที่เกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิ แสดงให้เห็นว่าข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิมีผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ โดยจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมก็ให้ผลการทดสอบทิศทางเดียวกันคือ ข่าวการออกไปสำคัญแสดงสิทธิมีผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมหรือปฏิเสธสมมติฐาน $(H_0) : \overline{CAR}_{it} = 0$

หากเปรียบเทียบการศึกษ้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทั้ง 2 วิธี คือ Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return แล้วจะพบว่าการศึกษ้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยวิธี Market and Risk Adjusted Return เป็นวิธีการที่เหมาะสมที่สุด เนื่องจากเป็นวิธีที่ใช้รูปแบบจำลองที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับปัจจัยทางตลาด โดยในแบบจำลองดังกล่าวมีดัชนีชี้ความเสี่ยงของตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบ ซึ่งได้แก่ค่าเบต้า (β) ที่แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดเปลี่ยนไป 1 หน่วย แต่วิธี Market Adjusted Return เป็นเพียงวิธีที่นำอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนเท่านั้น

3. จากแนวคิดประสิทธิภาพตลาดได้กล่าวถึงตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพไว้ว่าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์เป็นราคาที่สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องเต็มที่แล้วและราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ก็คือราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ ซึ่งประเมินจากมูลค่าปัจจุบันของผลตอบแทนที่

คาดว่า จะได้รับจากการถือครองหลักทรัพย์ และหากมีเหตุการณ์ใดๆที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาที่เหมาะสมจะประเมินได้ใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ และจะไม่มี การปรับตัวอีกจนกว่าจะมีข่าวสารหรือเหตุการณ์ใหม่ๆ เข้ามากระทบ ประกอบกับแนวคิดในเรื่องตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง(Semi-Strong Form Efficiency) ซึ่งเป็นตลาดที่ได้สะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้อง โดยข้อมูลหมายถึงข้อมูลตลาดและข้อมูลสาธารณะอื่นๆที่เกี่ยวข้องไม่ว่าจะเป็นข้อมูลในงบการเงิน ข้อมูลปัจจัยเศรษฐกิจ โดยหมายรวมถึงข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้ว ข้อมูลในปัจจุบันรวมถึงการคาดการณ์ที่จะเกิดขึ้นด้วย ซึ่งจากการศึกษาพบว่าราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวสูงขึ้นจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติก่อนวันที่เกิดเหตุการณ์ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าอาจจะมี การรั่วไหลของข้อมูลภายในเกิดขึ้น หรือมีการรับรู้ข้อมูลก่อนจนทำให้เกิดการเข้าไปเก็งกำไรของนักลงทุนหรือนักเก็งกำไร(Speculator) ที่ต้องการกำไรจากเหตุการณ์หรือข่าวสารที่เกิดขึ้น จนมีผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวสูงขึ้นจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติก่อนวันที่เกิดเหตุการณ์ และหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์แล้วยังพบว่าการอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีการเปลี่ยนแปลงค่อนข้างคงที่ในช่วงสั้นๆ ก่อนที่จะมีการปรับตัวลดลงในเวลาต่อมา นั้นแสดงให้เห็นว่านักลงทุนที่รู้ข้อมูลข่าวสารก่อนจึงมีโอกาสทำกำไรได้ก่อน ส่วนการที่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีการปรับตัวลดลงหลังจากเกิดเหตุการณ์นั้นแสดงให้เห็นว่าราคาซื้อขายหลักทรัพย์อาจมีพฤติกรรม การตอบสนองเกินจริง(Over Reaction) จึงมีผลทำให้ราคาปรับตัวลดลงเข้าหาราคาที่เหมาะสมหลังจากเกิดเหตุการณ์ ดังนั้นจึงพบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง(Semi-Strong Form Efficiency) แต่อย่างไรก็ตามความมีประสิทธิภาพในระดับกลางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะต้องพิจารณาจากเหตุการณ์อื่นร่วมด้วย

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุน

ข้อมูลข่าวสารที่บริษัทจดทะเบียนประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิเป็นเหตุการณ์ที่สำคัญ และมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ โดยที่จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวสูงขึ้นจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ในช่วงเวลา ก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศข่าวออกไปสำคัญแสดงสิทธิและปรับตัวลดลงหลังเกิดเหตุการณ์ ดังนั้นนักลงทุนจึงควรให้ความสำคัญต่อข้อมูลข่าวสารที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิ และมีการติดตามผลกระทบของของข่าวสารแต่ละประเภท เพื่อที่จะทำให้สามารถกำหนดกลยุทธ์การลงทุนได้อย่างเหมาะสมและถูกต้องตามสถานการณ์ ซึ่งนักลงทุนต้องให้ความระมัดระวังการเกิดพฤติกรรม การตอบสนองเกินจริงในช่วงที่เกิดเหตุการณ์

2. ข้อเสนอแนะสำหรับบริษัทจดทะเบียน

ข้อมูลข่าวสารที่บริษัทจดทะเบียนประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรมีการเผยแพร่ข้อมูลที่มีความชัดเจนและประกอบด้วยข้อมูลที่เกี่ยวข้อง เพื่อใช้ในการประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนและบริษัทจดทะเบียน และจะต้องแจ้งให้นักลงทุนทราบอย่างรวดเร็วผ่านสื่อที่สามารถเผยแพร่ไปได้โดยทั่วกันเช่น อินเทอร์เน็ตหรือผ่านช่องทางของบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาด เพื่อให้เกิดความเท่าเทียมกันในการรับข้อมูลข่าวสาร

3. ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาค้างต่อไป

ศึกษาเพิ่มเติมถึงตัวแปรอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น ขนาดของบริษัท ช่วงเวลาในการประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิ สัดส่วนและอัตราใช้สิทธิของไปสำคัญแสดงสิทธิ เป็นต้นเพื่อศึกษาและเปรียบเทียบว่าข้อมูลข่าวสารที่บริษัทจดทะเบียนประกาศออกไปสำคัญแสดงสิทธิ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันหรือไม่ อย่างไรและเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลางหรือไม่