

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎี

2.1.1 ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด (Efficient Market Theory)

แนวคิดทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดคิดค้นโดย Eugene F. Fama ซึ่งกล่าวถึงตลาดที่มีประสิทธิภาพราคาของหลักทรัพย์ในตลาดสามารถปรับตัวสะท้อนข่าวสารข้อมูลได้รวดเร็ว ซึ่งเกิดจากการที่นักลงทุนในตลาดสามารถรับรู้ข่าวสารข้อมูลใหม่ที่เกิดขึ้นได้ถูกต้องและพร้อมกัน ไม่มีนักลงทุนที่ได้เปรียบหรือเสียเปรียบ หมายความว่าไม่มีนักลงทุนใดที่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนผิดปกติได้ และราคาหลักทรัพย์สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงตามปัจจัยพื้นฐาน (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2547) ราคาของหลักทรัพย์ที่ปรับตัวสะท้อนข่าวสารข้อมูล สามารถอธิบายได้ตามสมการดังนี้

$$E(P_{i,t+1}|\varphi_t) = [1 + E(R_{i,t+1}|\varphi_t)]P_{i,t}$$

$E(P_{i,t+1}|\varphi_t)$ คือ ราคาที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ณ เวลา $t+1$

$E(R_{i,t+1}|\varphi_t)$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ณ เวลา $t+1$

$P_{i,t}$ คือ ราคาของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

φ_t คือ ข่าวสารข้อมูลใหม่ที่เกิดขึ้น ณ เวลา t

โดยราคาที่คาดหวังของหลักทรัพย์ที่ปรับตัวสะท้อนข่าวสารข้อมูล และราคาหลักทรัพย์ที่ปรับตัวสะท้อนข่าวสารข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงมีค่าเท่ากัน นั่นหมายถึงตลาดมีประสิทธิภาพแสดงได้ดังนี้

$$x_{i,t+1} = P_{i,t+1} - E(P_{i,t+1}|\varphi_t)$$

$$E(x_{i,t+1}|\varphi_t) = 0$$

$x_{i,t+1}$	คือ ค่าความต่างระหว่างราคาที่เกิดขึ้นจริงและราคาที่คาดหวัง ของหลักทรัพย์ i ณ เวลา $t+1$
$E(x_{i,t+1} \varphi_t)$	คือ ค่าความต่างที่คาดหวังระหว่างราคาที่เกิดขึ้นจริงและ ราคาที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ณ เวลา $t+1$
$E(P_{i,t+1} \varphi_t)$	คือ ราคาที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ณ เวลา $t+1$
$P_{i,t+1}$	คือ ราคาของหลักทรัพย์ i ณ เวลา $t+1$
φ_t	คือ ข่าวสารข้อมูลใหม่ที่เกิดขึ้น ณ เวลา t

ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ที่ปรับตัวสะท้อนข่าวสารข้อมูล และ
อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปรับตัวสะท้อนข่าวสารข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงก็ควรมีค่าเท่ากันเช่นกัน
แสดงได้ดังนี้

$$z_{i,t+1} = R_{i,t+1} - E(R_{i,t+1}|\varphi_t)$$

$$E(z_{i,t+1}|\varphi_t) = 0$$

$z_{i,t+1}$	คือ ค่าความต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงและอัตรา ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ณ เวลา $t+1$
$E(z_{i,t+1} \varphi_t)$	คือ ค่าความต่างที่คาดหวังระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง และอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ณ เวลา $t+1$
$E(R_{i,t+1} \varphi_t)$	คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ณ เวลา $t+1$
$R_{i,t+1}$	คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลา $t+1$
φ_t	คือ ข่าวสารข้อมูลใหม่ที่เกิดขึ้น ณ เวลา t

ประเภทของข่าวสารข้อมูลที่เกิดขึ้นในตลาดแบ่งได้เป็น 3 ระดับ ดังนี้

1. ข้อมูลตลาด (Market Information) หมายถึงข่าวสารข้อมูลด้านราคาและปริมาณ
ซื้อขายหลักทรัพย์ย้อนหลังที่เกิดขึ้นไปแล้ว
2. ข้อมูลสาธารณะทั่วไป (Public Information) หมายถึงข่าวสารข้อมูลเกี่ยวกับข้อมูล
สาธารณะและปัจจัยพื้นฐานของบริษัทจดทะเบียน เช่น งบการเงิน การใช้เครื่องมือทางการเงิน
รายงานการประชุมคณะกรรมการบริษัท เป็นต้น

3. ข้อมูลทุกประเภท (All Information) หมายถึงข่าวสารข้อมูลที่เกิดขึ้นทั้งหมดในตลาดทั้งข้อมูลสาธารณะ และรวมทั้งข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียน

ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดมีสมมติฐานดังนี้

1. จำนวนผู้ซื้อและผู้ขายมีมากมาย ซึ่งไม่มีบุคคลใดมีอำนาจในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้ และราคาที่เกิดขึ้นเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ

2. นักลงทุนทุกคนมีพื้นฐานการประเมินมูลค่าหุ้นที่เหมือนกันซึ่งกำหนดขึ้นจากความน่าจะเป็นของอัตราผลตอบแทน

3. ผู้ซื้อและผู้ขายในตลาดมีความสามารถ เข้าถึงราคาและข่าวสารข้อมูลของหลักทรัพย์อย่างสมบูรณ์

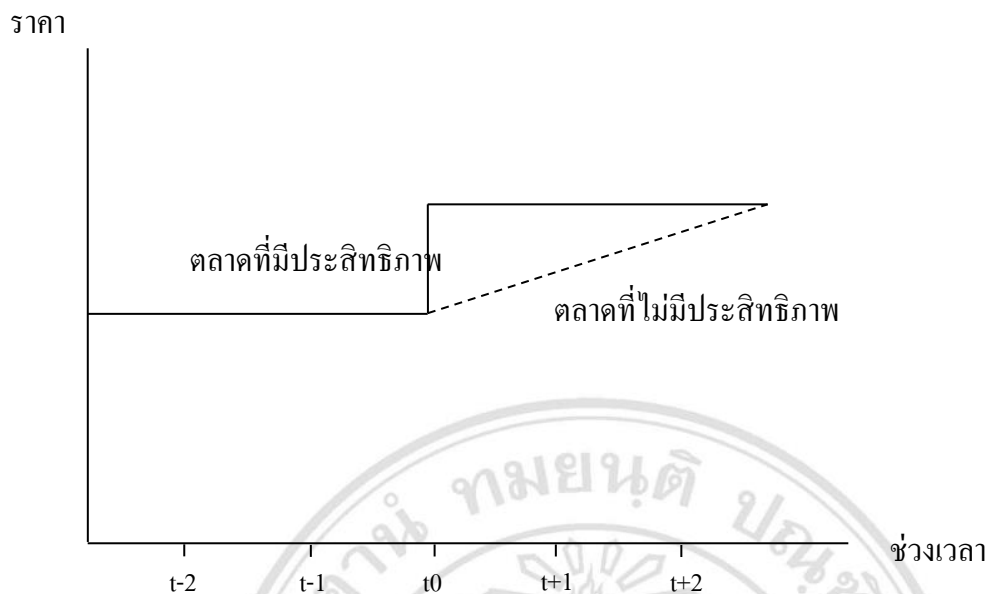
4. นักลงทุนทุกคนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่งที่ทำให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด

ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดนั้นได้แบ่งระดับประสิทธิภาพของตลาดเป็น 3 ระดับ ได้แก่

1. ประสิทธิภาพตลาดในระดับต่ำ (Weak Form Efficiency) หมายถึงราคาหลักทรัพย์ในตลาดได้สะท้อนข่าวสารข้อมูลราคาและปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในอดีตที่เรียบร้อยแล้ว การวิเคราะห์ทางเทคนิคจึงไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนผิดปกติได้

2. ประสิทธิภาพตลาดในระดับกลาง (Semi Strong Form Efficiency) หมายถึงราคาหลักทรัพย์ในตลาดได้สะท้อนข่าวสารข้อมูลสาธารณะ ปัจจัยพื้นฐาน ผลประกอบการของบริษัทไว้แล้ว การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานจึงไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนผิดปกติได้

3. ประสิทธิภาพตลาดในระดับสูง (Strong Form Efficiency) หมายถึงราคาหลักทรัพย์ในตลาดได้สะท้อนข่าวสารข้อมูลทุกด้าน รวมถึงข้อมูลภายในของบริษัทเอาไว้แล้ว ไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนผิดปกติได้เลย



ภาพที่ 2-1 การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ที่สะท้อนต่อข่าวสารข้อมูล

ในภาพ 2-1 แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างระหว่างตลาดที่มีประสิทธิภาพและตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพตามแนวคิดทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดหากเกิดข่าวสารข้อมูลหรือเหตุการณ์ใหม่ ราคาหลักทรัพย์จะสามารถปรับตัวเพื่อรับกับข่าวสารข้อมูลที่เกิดขึ้นได้อย่างรวดเร็ว แต่หากการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เกิดความช้า เหตุเพราะนักลงทุนในตลาดไม่สามารถรับรู้ข่าวสารข้อมูลได้ หรือการเผยแพร่ข่าวสารข้อมูลได้ไม่ทั่วถึง กล่าวคือเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ

2.1.2 แนวคิดการศึกษาเหตุการณ์

แนวคิดการศึกษาเหตุการณ์ เป็นแนวคิดที่นิยมใช้ในการทดสอบประสิทธิภาพของตลาด โดยการอาศัยเหตุการณ์หรือข่าวสารข้อมูลที่เกิดขึ้นมาเป็นปัจจัยในการพิจารณาเพื่อหาผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งใช้ในการอธิบายว่าราคาหลักทรัพย์สามารถสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลได้อย่างรวดเร็วและทั่วถึงถึงนักลงทุนหรือไม่สามารถสร้างผลตอบแทนผิดปกติได้ (รวิ ลงานี, ผู้แปล, 2550)

การทดสอบผลกระทบของข่าวสารข้อมูลที่เกิดขึ้น ตามหลักการจะใช้การคำนวณหาผลตอบแทนผิดปกติ ที่ได้จากผลต่างของผลตอบแทนที่คาดหวังเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงโดยรวมของตลาด กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริง ซึ่งผลตอบแทนที่คาดหวังได้จากแบบจำลองตัวแบบดัชนีเดียว (Single Index Model) และแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model) ทั้งสองแบบจำลองนี้เป็นวิธีการหาผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์โดยคำนึงถึงค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ในตลาด สามารถอธิบายความสัมพันธ์ของความเสี่ยง

และผลตอบแทน และเป็นวิธีหาผลตอบแทนที่คาดหวังที่ได้รับการยอมรับ ซึ่งในแนวคิดการศึกษา เหตุการณ์ใช้แบบจำลองทั้งสอง ในการหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเพื่อหาค่าของอัตราผลตอบแทนผิดปกติ โดยมีขั้นตอนในการศึกษา ดังนี้

1. ประมาณค่าพารามิเตอร์ a และ b ของแต่ละหลักทรัพย์ ตามสมการ

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

- R_{it} คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในช่วงระยะเวลา t
 R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด ณ เวลา t
 E_{it} คือ ค่าของอัตราผลตอบแทนเหนือความคาดหวังที่ได้รับเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงโดยรวมของตลาด
 a คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ควรได้รับหากตลาดมีอัตราผลตอบแทนเป็นศูนย์
 b คือ ค่าพารามิเตอร์แสดงความไวต่ออัตราผลตอบแทนตลาด

2. การวิเคราะห์ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ เป็นวันที่มีข่าวสารข้อมูลเกิดขึ้นใหม่ที่ประกาศต่อสาธารณะเข้ามากระทบต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์
3. การวัดอัตราผลตอบแทนผิดปกติรอบวันเกิดเหตุการณ์ โดยคำนวณหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติ จากนั้นนำมาทดสอบนัยสำคัญทางสถิติเพื่อประเมินผลกระทบของข่าวสารข้อมูลที่เกิดขึ้น

2.1.3 การเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นสามัญ

ในการประกอบกิจการให้มีกำไรที่เติบโตขึ้นทุกปีกิจการจำเป็นต้องมีเงินทุนเพื่อลงทุนเพิ่มด้วยเช่นกัน ถึงแม้ว่าจะไม่ต้องการกำไรที่เติบโตเลยแต่ก็ต้องใช้เงินเพื่อบำรุงรักษาสินทรัพย์เพื่อให้ใช้งานได้ต่อไปอยู่ดี โดยกิจการสามารถหาเงินทุนได้ 3 ทางเลือก คือ กำไรสะสม กู้เงิน และเพิ่มทุน ปกติกิจการจะเลือกใช้เงินจากกำไรสะสมก่อนแต่ไม่ใช่เพราะต้นทุนการเงินน้อยที่สุดแต่เป็นการเลือกจากความสะดวกที่สุด การใช้กำไรสะสมหากสร้างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนได้ต่ำย่อมส่งผลถึงอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นที่ต่ำลงและกระทบกับราคาหลักทรัพย์ในที่สุด ดังนั้นจะเห็นว่ากิจการที่ต้องการรักษาระดับการเติบโตให้สูงอย่างต่อเนื่องนั้นไม่สามารถอาศัยกำไรสะสมเป็นแหล่งเงินทุนตลอดไปได้ ถึงจุดหนึ่งจะต้องมีการเพิ่มทุนในที่สุด (นรินทร์โอพารกิจอนันต์, 2551)

การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน เป็นการจัดหาทุนจากส่วนของเจ้าของที่ไม่เสียดอกเบี้ย แต่จะกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการและส่วนแบ่งในอัตราส่วนกำไรต่อหุ้น โดยกิจการจะต้องกำหนดวัตถุประสงค์ในการใช้เงินและจำนวนเงินทุนที่ต้องการ กำหนดวิธีการจัดสรรหุ้นเพิ่มทุนที่ต้องการ แล้วจึงนำไปเสนอในที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อลงคะแนนเสียง วิธีการจัดสรรหุ้นเพิ่มทุนมีอยู่ 4 วิธี ซึ่งในแต่ละวิธีมีจุดเด่นที่แตกต่างกัน

1. การเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทตามสัดส่วนการถือหุ้น เป็นวิธีที่นิยมใช้ เพราะเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นเดิมรักษาสัดส่วนการถือหุ้นของตัวเองไว้ ไม่ให้ลดลงโดยทั่วไปราคาเสนอขายจะต่ำกว่าราคาตลาดเพื่อจูงใจให้ผู้ถือหุ้นรักษาสัดส่วนการถือหุ้นโดยการซื้อหุ้นเพิ่มทุน และราคาหุ้นมักจะตกลงไประดับราคาเสนอขายทันทีที่มีการประกาศ

2. การเสนอขายให้แก่พนักงานในวงจำกัด ถึงแม้วิธีนี้จะทำให้ผู้ถือหุ้นเดิมไม่สามารถรักษาสัดส่วนการถือหุ้นของตัวเอง แต่ข้อดีของวิธีนี้คือขั้นตอนการดำเนินการเสนอขายขั้นตอนทางเอกสารทำได้เร็วและเสียค่าใช้จ่ายไม่มาก ราคาเสนอขายมักใกล้เคียงกับราคาตลาดหรือสูงกว่า สามารถเข้าถึงนักลงทุนกลุ่มเป้าหมายได้ตรงตามต้องการ และสามารถเสนอขายให้กับกิจการของกลุ่มค้าหรือกิจการที่สามารถเอื้อประโยชน์สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการของเราได้

3. การเสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป จุดเด่นของวิธีนี้คือกิจการสามารถระดมเงินทุนได้จำนวนมาก เป็นโอกาสในการขยายฐานนักลงทุน ราคาเสนอขายมักใกล้เคียงกับราคาตลาด เป็นราคาที่สำรวจจากความต้องการหุ้นของนักลงทุนสถาบันแต่จะมีขั้นตอนการดำเนินการที่ใช้เวลานาน และเสียค่าใช้จ่ายในการดำเนินการสูง

4. การเสนอขายให้แก่กรรมการหรือพนักงานของกิจการ เป็นการจูงใจกรรมการและพนักงานให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพโดยการมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการ นอกจากได้รับผลตอบแทนการทำงานเป็นเงินเดือน ยังได้รับเงินปันผลเพิ่มขึ้นด้วยหากกำไรของกิจการเติบโต

ผลกระทบจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่หลีกเลี่ยงไม่ได้คือการลดลงของส่วนแบ่งกำไรและสัดส่วนความเป็นเจ้าของในบริษัท (Dilution) ซึ่งแบ่งได้ 3 ลักษณะ คือ

1. การลดลงในสัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัท เดิมทีสิทธิการออกเสียงในบริษัทจะคิดเป็น 1 หุ้นต่อ 1 เสียง เมื่อมีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ทำให้จำนวนหุ้นเพิ่มขึ้น และหากมีผู้ถือหุ้นรายใหม่เข้ามาลงทุนในบริษัท ย่อมทำให้สิทธิการออกเสียงในบริษัทของผู้ถือหุ้นเดิมเมื่อคิดเป็นสัดส่วนร้อยละเปลี่ยนแปลงไป หมายถึงความเป็นเจ้าของบริษัทน้อยลงกว่าเดิม

2. การลดลงของราคาตลาด จากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน เป็นการเพิ่มจำนวนหุ้นของบริษัท แต่เมื่อมูลค่าของบริษัทไม่ได้เพิ่มขึ้นตาม ราคาตลาดหุ้นของบริษัทจึงปรับตัวลดลง ตามการรับรู้ของนักลงทุน

3. การลดลงของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้น เมื่อจำนวนหุ้นเพิ่มขึ้นจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน อัตราส่วนทางการเงินของบริษัทที่ได้รับผลกระทบโดยตรงคือ อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และอัตราส่วนกำไรต่อหุ้น เนื่องจากมูลค่าตามบัญชีและกำไรของบริษัทนั้นคงที่

2.1.4 การทดสอบประสิทธิภาพตลาด

แนวคิดสำหรับการทดสอบประสิทธิภาพตลาดในระดับกลาง กล่าวว่าราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลทุกอย่างที่เกิดขึ้นไปแล้ว และถ้าหากเกิดข่าวสารข้อมูลใหม่ขึ้นจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวตอบรับอย่างรวดเร็ว ซึ่งการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์อาจก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติขึ้นได้ เพื่อพิสูจน์อัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นนั้น จำเป็นต้องพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนปกติของหลักทรัพย์ก่อน (พรอนงค์ นุชราตระกูล, 2548) โดยมีวิธีคำนวณ 3 วิธี ได้แก่ Mean Adjusted Return, Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return สำหรับการศึกษารั้งนี้ใช้ 2 วิธี คือ Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return

Market Adjusted Return กล่าวว่าอัตราผลตอบแทนปกติของหลักทรัพย์ควรเท่ากับอัตราผลตอบแทนตลาด หากอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นมากกว่าหรือน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด ถือว่าเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติ แสดงสมการดังนี้

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

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

R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนตลาดในช่วงระยะเวลา t

R_{it} คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในช่วงระยะเวลา t

e_{it} คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติของหลักทรัพย์ i ในช่วงระยะเวลา t

Market and Risk Adjusted Return เชื่อว่าอัตราผลตอบแทนปกติมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนตลาด สามารถแสดงออกเป็นสมการได้ดังนี้

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} - e_{it}$$

$$e_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt})$$

R_{it} คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในช่วงระยะเวลา t

R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนตลาดในช่วงระยะเวลา t

e_{it} คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติของหลักทรัพย์ i ในช่วงระยะเวลา t

a_i, b_i คือ ค่าคงที่

2.1.5 อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง

ในการลงทุนนั้น อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงมีความสัมพันธ์กัน สำหรับนักลงทุนที่มีเหตุผล เมื่อลงทุนในหลักทรัพย์หรือโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ย่อมต้องการอัตราผลตอบแทนสูงตาม เพื่อมาชดเชยกับความเสี่ยงที่ได้รับนั่นเอง

ผลตอบแทนหมายถึงสิ่งที่นักลงทุนได้รับระหว่างการครอบครอง ซึ่งหากเป็นสินทรัพย์ทางการเงิน ได้อยู่ในรูปแบบ รายได้ เงินปันผล ดอกเบี้ย กำไรส่วนทุน แต่ความหมายของผลตอบแทนอาจรวมถึงสิ่งที่จับต้องไม่ได้ด้วยเช่น ความพึงพอใจ ความสุข ความปลอดภัย ที่ผู้ลงทุนนั้นได้รับการครอบครอง ซึ่งไม่สามารถวัดได้เป็นตัวเงิน(มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช, 2552) การคำนวณอัตราผลตอบแทนโดยทั่วไปทำได้ดังนี้

$$\text{Rate of Return} = \frac{(P_{t+1} - P_t) + D}{P_t}$$

P_t คือ ราคาหลักทรัพย์ช่วงระยะเวลา t

P_{t+1} คือ ราคาหลักทรัพย์ช่วงระยะเวลา $t+1$

D คือ ผลตอบแทนระหว่างการครอบครองหลักทรัพย์

ความเสี่ยงในแง่การลงทุนหมายถึง โอกาสที่อาจเกิดขึ้นซึ่งส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและการบรรลุวัตถุประสงค์เป้าหมายการลงทุนที่ตั้งใจไว้ โดยแหล่งการกำเนิดความเสี่ยงแบ่งได้เป็น 2 ประเภท ดังนี้

1. ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นไม่มีสามารถหลีกเลี่ยงได้ เนื่องจากเป็นความเสี่ยงที่ส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาด มาจากความไม่แน่นอนของสถานะเศรษฐกิจโดยทั่วไป ยกตัวอย่างเช่น ภาวะเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย ตัวเลขผลิตภัณฑ์มวลรวม

ภายในประเทศ อัตราภาษี ซึ่งมีผลกระทบต่อทุกหลักทรัพย์เท่าเทียมกัน ถึงแม้ว่าจะกระจายความเสี่ยงโดยการถือกลุ่มหลักทรัพย์แล้วก็ตาม

2. ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) ตรงกันข้ามความเสี่ยงประเภทนี้จะเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเฉพาะตัวหลักทรัพย์เท่านั้น ซึ่งเกิดจากการบริหารงาน และโครงสร้างเงินทุนของบริษัท แต่ความเสี่ยงประเภทนี้สามารถลดลงได้ โดยกระจายการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์

แนวคิดการกระจายความเสี่ยงโดยการลงทุนกลุ่มหลักทรัพย์ กล่าวหาว่าหากลงทุนหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์กันในเชิงลบ จะช่วยลดกระจายความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนได้ เนื่องจากความผันผวนของแต่ละหลักทรัพย์จะช่วยชดเชยกันไป เช่นเดียวกับการลงทุนในตลาดโลก จะมีความเสี่ยงน้อยกว่าการลงทุนหลักทรัพย์เพียงประเทศเดียว เมื่อเศรษฐกิจของประเทศหนึ่งอ่อนแอ จะถูกชดเชยด้วยเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งจากอีกประเทศหนึ่ง ดังคำพูดที่ว่า อย่าใส่ไข่ไว้ในตะกร้าใบเดียว (อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์, 2551) จะแสดงได้ดังต่อไปนี้

การลงทุนหลักทรัพย์เดียว จะกล่าวถึงโอกาสความน่าจะเป็นของเหตุการณ์ที่จะกระทบต่ออัตราผลตอบแทนทั้งในแง่ดีและแง่ร้าย และใช้ค่าสถิติส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานแสดงถึงค่าความเสี่ยงจากการลงทุน

สมการอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของการลงทุนหลักทรัพย์เดียว

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^n P_i R_i$$

$E(R_i)$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์

P_i คือ ความน่าจะเป็นที่จะเกิดเหตุการณ์ i

R_i คือ อัตราผลตอบแทนของการเกิดเหตุการณ์ i

n คือ จำนวนเหตุการณ์ทั้งหมด

สมการค่าความเสี่ยงของการลงทุนหลักทรัพย์เดี่ยว

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i (R_i - \bar{R})^2}$$

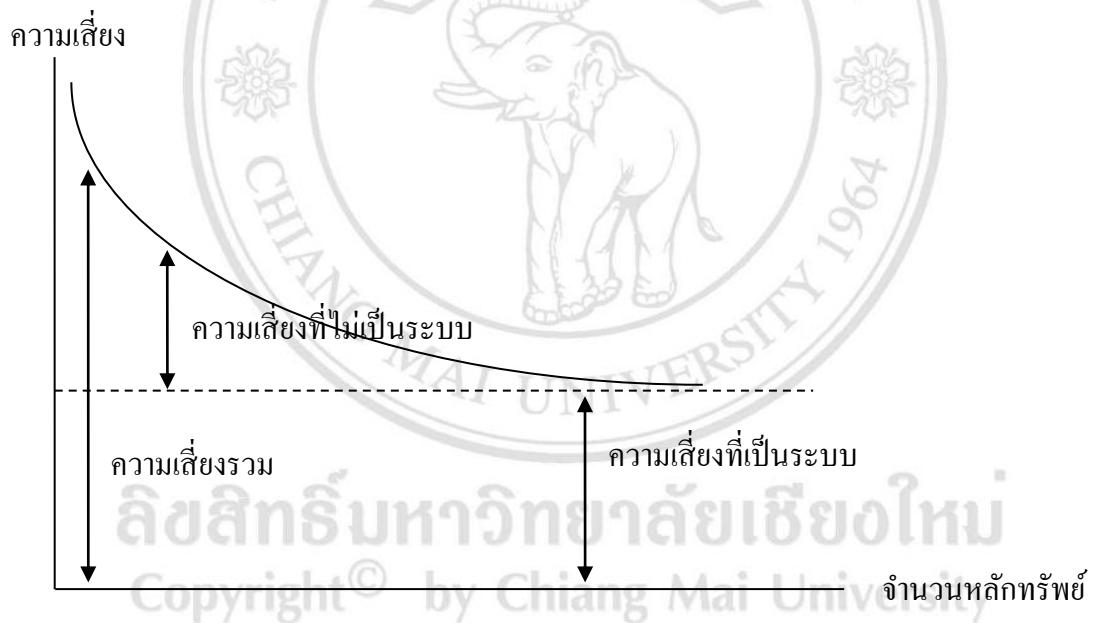
σ คือ ค่าความเสี่ยง หรือส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

P_i คือ ความน่าจะเป็นที่จะเกิดเหตุการณ์ i

R_i คือ อัตราผลตอบแทนของการเกิดเหตุการณ์ i

$\bar{R}$ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยทุกเหตุการณ์

n คือ จำนวนเหตุการณ์ทั้งหมด



ภาพที่ 2-2 ความสัมพันธ์ของความเสี่ยงรวม ความเสี่ยงที่เป็นระบบ และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ
ต่อการกระจายการลงทุนกลุ่มหลักทรัพย์

2.1.6 แบบจำลองตัวแบบดัชนีเดียว (Single Index Model) และแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM)

ทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ได้ถูกคิดค้นขึ้นจากแนวคิดของ Harry M. Markowitz และ William F. Sharpe และพัฒนาต่อไปเป็นแบบจำลองตัวแบบดัชนีเดียวและแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงที่เป็นระบบและอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง โดยกล่าวถึงจุดดุลยภาพของการลงทุนในหลักทรัพย์จะต้องให้อัตราผลตอบแทนเหมาะสมกับความเสี่ยงที่เป็นระบบ หากคาดหวังอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสูงความเสี่ยงที่เป็นระบบก็จะสูงตามไปด้วยโดยในแบบจำลองนี้ใช้สมมติฐานที่ว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่ลงทุนในหลักทรัพย์ทุกตัว เป็นการกระจายการลงทุนที่มีประสิทธิภาพที่สุด (อภิชาติ พงษ์สุวัฒน์, 2551)

ตามแนวคิดแบบจำลองตัวแบบดัชนีเดียว William F. Sharpe อธิบายถึงตัวแปรสำคัญ 3 ตัวแปร ที่เป็นตัวกำหนดอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ได้แก่

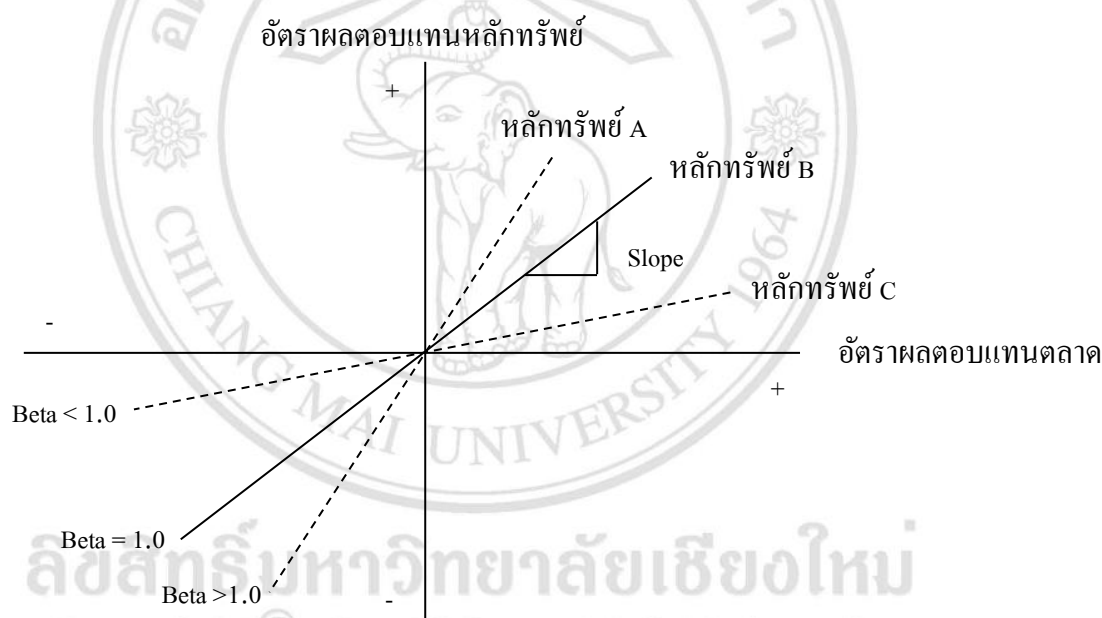
1. อัตราผลตอบแทนที่ไม่ได้รับผลกระทบจากสภาวะตลาด หรือผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับแน่นอนหากสภาวะตลาดไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลง เรียกว่าค่าแอลฟา α
2. ตัวชี้วัดการเปลี่ยนแปลงหรือความไว (Sensitivity) ของการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนที่สัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ทั่วไปในตลาด เรียกว่าค่าเบต้า β
3. ความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน ที่ได้รับผลกระทบจากปัจจัยอื่น ๆ นอกเหนือจากปัจจัยในตลาด เรียกว่าค่าเออร์เรอร์ ϵ

โดยความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ และทั้ง 3 ตัวแปร แสดงได้เป็นสมการดังนี้

$$R_i = \alpha + \beta_i R_m + \epsilon$$

- R_i คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i
 α คือ ค่าแอลฟา
 β_i คือ ค่าเบต้า ค่าความไวของหลักทรัพย์ i
 R_m คือ อัตราผลตอบแทนตลาด
 ϵ คือ ค่าเออร์เรอร์

เส้นแสดงลักษณะของหลักทรัพย์ (Characteristic Line) และค่าเบต้า (Beta) ทั้งสองใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์หนึ่งตัวและอัตราผลตอบแทนตลาดเมื่ออัตราผลตอบแทนตลาดเปลี่ยนแปลงหนึ่งหน่วย อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงตามเช่นกัน โดยค่าเบต้าคือค่าความชันของเส้นแสดงลักษณะของหลักทรัพย์ หากค่าความชันเป็น 1.0 หมายความว่าสัดส่วนอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเท่ากับอัตราผลตอบแทนตลาด ถ้าความชันเส้นแสดงลักษณะของหลักทรัพย์ค่ามากกว่า 1.0 สัดส่วนอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาดตัวหลักทรัพย์มีความเสี่ยงที่เป็นระบบสูงกว่าตลาดเรียกว่า Aggressive Investment ส่วนหลักทรัพย์ที่มีค่าความชันของเส้นแสดงลักษณะของหลักทรัพย์น้อยกว่า 1.0 หลักทรัพย์ประเภทนี้เรียกว่า Defensive Investment ซึ่งสัดส่วนอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนตลาดและตัวหลักทรัพย์มีความเสี่ยงที่เป็นระบบต่ำกว่าตลาด



ภาพที่ 2-3 เส้นแสดงลักษณะของหลักทรัพย์ (Characteristic Line) แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์หนึ่งตัวและอัตราผลตอบแทนตลาด

เมื่อนักลงทุนทั้งหมดกระจายการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบจะไม่มีผลกล่าวถึงอีก เหลือเพียงความเสี่ยงที่เป็นระบบ ซึ่งสามารถอธิบายจากค่าเบต้าของแต่ละหลักทรัพย์ สมการอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ แสดงได้ดังนี้

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f]\beta_i$$

$E(R_i)$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i

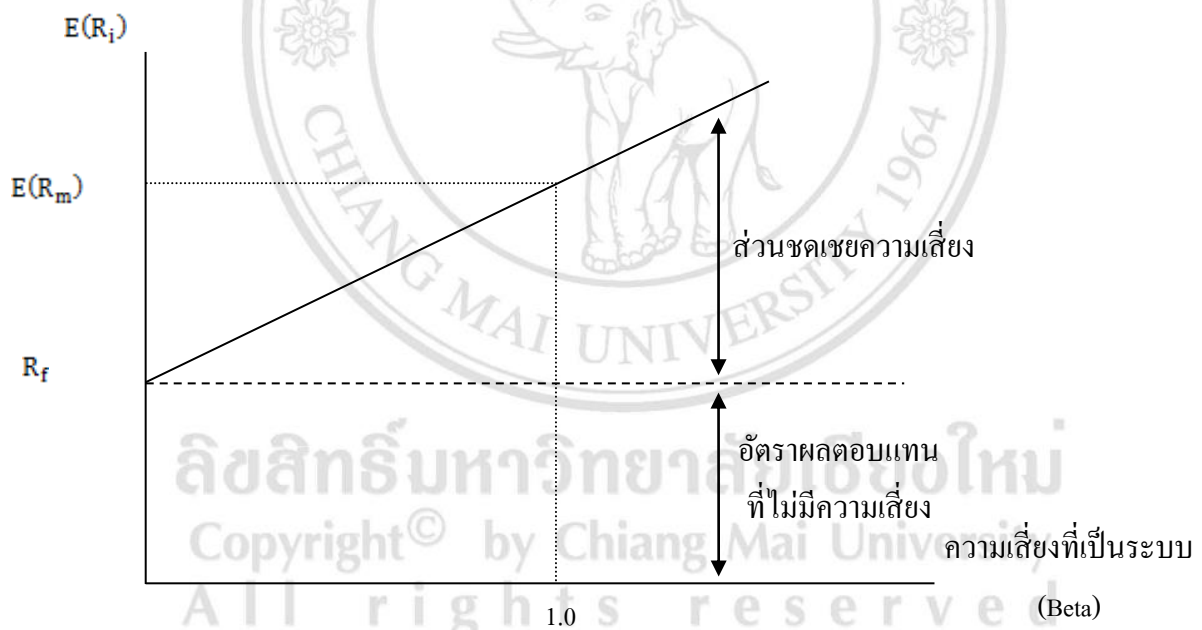
R_f คือ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง

$E(R_m)$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของตลาด

β_i คือ ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ i

$[E(R_m) - R_f]$ คือ ส่วนชดเชยความเสี่ยง

เส้นหลักทรัพย์ในตลาด (Security Market Line) สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta) สำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบสูง นักลงทุนย่อมคาดหวังอัตราผลตอบแทนที่สูงตามไปด้วย และถึงแม้การลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบมีค่าเป็นศูนย์ นักลงทุนยังคงคาดหวังอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงเพื่อมาชดเชยมูลค่าเงินตามเวลา



ภาพที่ 2-4 เส้นหลักทรัพย์ในตลาด (Security Market Line) แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยงที่เป็นระบบ

2.1.7 การวิเคราะห์การถดถอยอย่างง่าย วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares Regression)

การวิเคราะห์การถดถอยใช้เพื่อให้ทราบถึงลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสองตัวขึ้นไป ว่ามีความสัมพันธ์กันในเชิงบวกหรือเชิงลบ และยังบอกถึงขนาดการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม เมื่อตัวแปรต้นเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย เพียงแต่ไม่สามารถบอกถึงความเป็นเหตุเป็นผลซึ่งกันและกัน การเพิ่มขึ้นของตัวแปรอิสระไม่ได้เป็นสาเหตุให้ตัวแปรตามเพิ่มขึ้นด้วย ทั้งสองตัวแปรแค่เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันเท่านั้น ซึ่งอาจเป็นผลมาจากตัวแปรภายนอกอื่น ๆ นอกจากนี้ยังช่วยอธิบายถึงระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและต้นว่าแปรว่ามีมากน้อยเพียงใด (อมรทิพย์ เท๊ะเที่ยงธรรม, 2547) แบบจำลองถดถอยอย่างง่ายเขียนได้ดังนี้

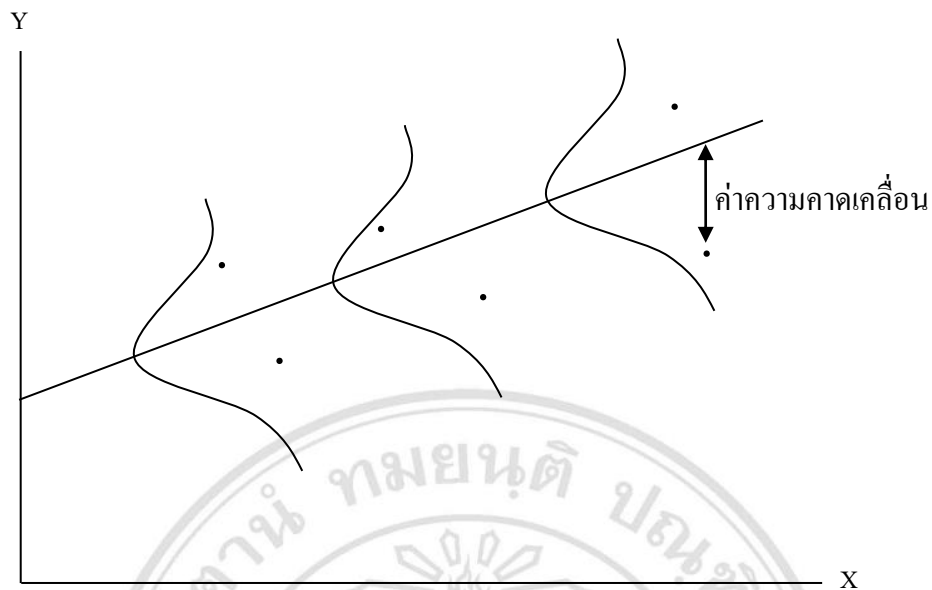
$$Y = \beta_0 + \beta_1 X + \epsilon$$

Y	คือ ตัวแปรตาม
X	คือ ตัวแปรอิสระ
β_0	คือ ค่าจุดตัดแกนตั้ง
β_1	คือ ค่าความชัน
ϵ	คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

แบบจำลองการถดถอยอย่างง่ายมีสมมติฐานเบื้องต้นสำหรับค่าความคลาดเคลื่อน

4 ข้อ ดังนี้

1. ค่าความคลาดเคลื่อนเป็นตัวแปรเชิงสุ่มและมีการแจกแจงแบบปกติ
2. ค่าความคลาดเคลื่อนแต่ละตัวในแบบจำลองการถดถอยเป็นอิสระจากกัน
3. ค่าความคลาดเคลื่อนทุกตัวมีค่าความแปรปรวนเท่ากัน
4. ค่าเฉลี่ยของค่าความคลาดเคลื่อนมีค่าเป็นศูนย์



ภาพที่ 2-5 แบบจำลองการถดถอยอย่างง่าย และค่าความคลาดเคลื่อน

เมื่อพิจารณาแบบจำลองการถดถอย เราไม่สามารถที่ทราบค่า β_0 และ β_1 ของประชากรได้ จึงต้องใช้ข้อมูลกลุ่มตัวอย่าง และแบบจำลองการถดถอยที่ค่าประมาณ (Estimated Regression Equation) แสดงได้ดังนี้

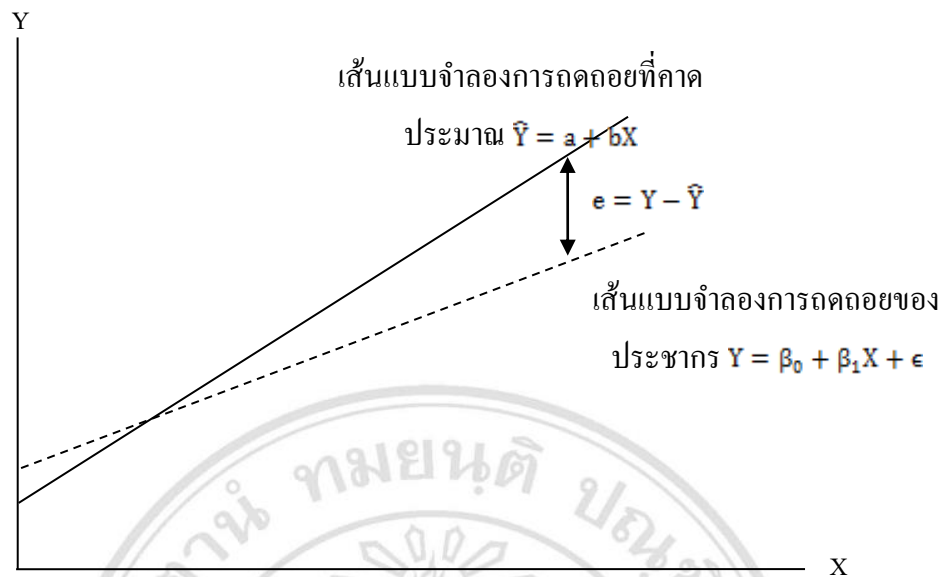
$$\hat{Y} = a + bX$$

$\hat{Y}$ คือ ค่าคาดประมาณของ Y

X คือ ตัวแปรอิสระ

a คือ ค่าคาดประมาณของ β_0

b คือ ค่าคาดประมาณของ β_1



ภาพที่ 2-6 เส้นแบบจำลองการถดถอยของประชากร และเส้นแบบจำลองการถดถอยที่คาดประมาณ

เห็นได้ว่าเส้นแบบจำลองการถดถอยที่คาดประมาณที่สร้างจากกลุ่มตัวอย่างหนึ่งกลุ่ม ยังคงมีความต่างจากแบบจำลองการถดถอยของประชากรอยู่ ดังนั้นจึงใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุดมาช่วยสร้างเส้นแบบจำลองการถดถอยที่คาดประมาณที่เหมาะสมที่สุด โดยมีแนวคิดเพื่อทำให้ค่าผลรวมกำลังสองของค่าต่างระหว่างค่าจริงของตัวแปรตามและค่าคาดประมาณของตัวแปรตามมีค่าต่ำที่สุด หรือ $\text{Min } \sum (Y - \hat{Y})^2$ ซึ่งค่าคาดประมาณของ β_0 และค่าคาดประมาณของ β_1 ตามแนวคิดวิธีกำลังสองน้อยที่สุดมีดังนี้

$$b = \frac{\sum (X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y})}{\sum (X_i - \bar{X})^2}$$

$$a = \bar{Y} - b\bar{X}$$

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

- a** คือ ค่าคาดประมาณของ β_0
- b** คือ ค่าคาดประมาณของ β_1

2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Joy Gacheri Kithinji (2557) ศึกษาเรื่องผลกระทบของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในประเทศเคนยา รวบรวมข้อมูลเหตุการณ์การประกาศการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในโรบี ตั้งแต่ พ.ศ. 2550 ถึง พ.ศ. 2555 จำนวน 9 เหตุการณ์ หาค่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติด้วยวิธี Market and Risk Adjusted Return และนำมาทดสอบค่าสถิติ t-statistic ผลการศึกษาในช่วงเวลา 20 วัน ก่อนและหลังการประกาศการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 พบอัตราผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในทุกเหตุการณ์ที่ทำการศึกษา ทั้ง 9 เหตุการณ์ เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในช่วงก่อนและหลังวันเกิดเหตุการณ์ สรุปได้ว่าการประกาศการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในประเทศเคนยามีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์

Mahdi Esmacili (2556) ทำการศึกษาหัวข้อผลกระทบการเพิ่มทุนโดยการแจกหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เตหะรานประเทศอิหร่าน ใช้เหตุการณ์การเพิ่มทุนโดยการแจกหุ้นสามัญตั้งแต่ พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2554 นำเหตุการณ์การเพิ่มทุนมาทดสอบความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เตหะราน โดยใช้ค่าสถิติ Pearson Correlation Coefficient ผลการศึกษาพบว่าในระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ทั้งสองข้อมูลมีความสัมพันธ์กันในเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ จึงสรุปได้ว่าการเพิ่มทุนโดยการแจกหุ้นสามัญมีผลกระทบเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เตหะรานประเทศอิหร่าน

Akshita Agarwal (2555) ได้ทำการศึกษาเรื่องผลกระทบของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในประเทศอินเดีย รวบรวมข้อมูลเหตุการณ์การประกาศการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์บอมเบย์ ตั้งแต่ พ.ศ. 2543 ถึง พ.ศ. 2554 จำนวน 205 เหตุการณ์ โดยการหาค่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติด้วยวิธี Market and Risk Adjusted Return และนำมาทดสอบค่าสถิติ t-statistic ผลการศึกษาในช่วงเวลา 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 พบเพียงอัตราผลตอบแทนผิดปกติในเชิงบวกอย่างไม่มีนัยสำคัญ จึงกล่าวได้ว่าการประกาศการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในประเทศอินเดียไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์

Humera Shahid (2553) ได้ศึกษาเรื่องผลกระทบของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในประเทศจีน รวบรวมข้อมูลเหตุการณ์การประกาศการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เซี่ยงไฮ้ และตลาดหลักทรัพย์เซินเจิ้น ตั้งแต่ พ.ศ. 2541 ถึง พ.ศ. 2551 จำนวน 565 เหตุการณ์ โดยหาค่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติด้วยวิธี Market Adjusted Return และนำมาทดสอบค่าสถิติ พบการเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกตั้งแต่ 3 วัน ถึง 1 วัน ก่อนเกิดเหตุการณ์ และพบอัตราผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในเชิงลบหลังจากเกิดเหตุการณ์ 2 วัน นอกจากนี้ยังพบอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกในช่วงเวลา ก่อนเกิด

เหตุการณ์ 8 วัน จนถึง หลังเกิดเหตุการณ์ 1 วัน และพบอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญในเชิงลบในช่วงเวลาที่ศึกษาคือ หลังเกิดเหตุการณ์ 1 วัน จนถึง หลังเกิดเหตุการณ์ 10 วัน จึงสรุปว่าการประกาศการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ และส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์

พิชา ชำนาญกิจโกศล (2554) ทำการศึกษาหัวข้อเรื่องผลกระทบการประกาศเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตโดย บริษัท ทริสเรดติ้ง จำกัด ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้รวบรวมเหตุการณ์ประกาศเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตตราสารหนี้ของบริษัทจดทะเบียนตั้งแต่ พ.ศ. 2544 ถึง พ.ศ. 2554 จำนวน 74 เหตุการณ์ เริ่มจากการคำนวณอัตราผลตอบแทนผิดปกติ จากนั้นนำอัตราผลตอบแทน มาทดสอบค่าสถิติ t-statistic ได้จำแนกกลุ่มการทดสอบเป็น การประกาศเพิ่มอันดับเครดิต และการประกาศลดอันดับเครดิต ผลการศึกษาไม่พบการเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต สรุปได้ว่าการประกาศเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ศราวุฒิ วิทยารักษ์ (2552) ได้ทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้เหตุการณ์การออกใบสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทจดทะเบียนจำนวน 68 เหตุการณ์ ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2549 โดยการหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติด้วยวิธี Market Adjusted Return และ Market and Risk Adjusted Return และนำมาทดสอบค่าสถิติ t-statistic พบว่าทั้งสองวิธีเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติ และอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยวิธี Market Adjusted Return เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกตั้งแต่ 5 วัน ถึง 3 วัน ก่อนเกิดเหตุการณ์ และตั้งแต่ 1 วัน ก่อนเกิดเหตุการณ์ ถึงวันที่เกิดเหตุการณ์ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญโดยเฉลี่ยในสามช่วงเวลา ช่วงเวลาก่อนและหลังเหตุการณ์ 3 วัน 10 วัน และ 30 วัน ส่วนวิธี Market and Risk Adjusted Return เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกตั้งแต่ 4 วัน ถึง 3 วัน ก่อนเกิดเหตุการณ์ และตั้งแต่ 1 วัน ก่อนเกิดเหตุการณ์ ถึงวันที่เกิดเหตุการณ์ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญโดยเฉลี่ยในสามช่วงเวลา ช่วงเวลาก่อนและหลังเหตุการณ์ 3 วัน 10 วัน และ 30 วัน เช่นกัน ผลการศึกษาช่วงระยะเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ออกใบสำคัญแสดงสิทธิได้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติ และอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นและคงที่ในช่วงเวลาหนึ่งหลังเกิดเหตุการณ์ จากนั้นจึงลดลงมา ชี้ให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

สุดธิดา ตรีตรง (2552) ได้ศึกษาผลกระทบจากการจ่ายเงินปันผลที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดแห่งประเทศไทย โดยใช้เหตุการณ์ประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในดัชนี SET100 จำนวน 530 เหตุการณ์ ในช่วงปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2551 นำมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติโดยการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงและอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากสมการแบบจำลองตลาด จากนั้นใช้วิธีการทางสถิติ ANOVA Test เพื่อทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้น ในการศึกษาได้แบ่งกลุ่มการทดสอบเป็น กลุ่มการจ่ายปันผลเพิ่มขึ้น กลุ่มการจ่ายปันผลคงที่ กลุ่มการจ่ายปันผลลดลง กลุ่มการจ่ายปันผลจากการงดจ่ายในงวดที่แล้ว กลุ่มการจ่ายปันผลครั้งแรก กลุ่มหมวดหลักทรัพย์เกษตรกรรม กลุ่มหมวดธุรกิจการเงิน กลุ่มหมวดอสังหาริมทรัพย์และสิ่งก่อสร้าง กลุ่มหมวดเทคโนโลยี พบว่าในทุกกลุ่มอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ ช่วงเกิดเหตุการณ์ และช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved