

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ Post-Earnings Announcement Drift:  
กรณีศึกษาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Post-Earnings Announcement Drift: Evidence from Stock Exchange of  
Thailand



หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ Post-Earnings Announcement Drift กรณีศึกษาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Post-Analyst Report Announcement Drift: Evidence from Stock Exchange of Thailand



การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน  
มหาวิทยาลัยกรุงเทพ  
ปีการศึกษา 2559



© 2559

บุลพร วุฒิวาณิชกุล

สงวนลิขสิทธิ์

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ  
อนุมัติให้การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน

เรื่อง หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ Post-Analyst Report Announcement Drift :กรณีศึกษา  
หลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้วิจัย บุลพร วุฒิวาณิชกุล

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษา

(ดร.กนต์พนัส ดำรงวงศ์)

ผู้เชี่ยวชาญ

(ดร.สุเมณี ศุภกรโกสัย)

(ดร.คັນสนีย์ เทพปัญญา)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

29 ตุลาคม 2559

บุลพร วุฒิวาณิชกุล. ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, ตุลาคม 2559,  
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ Post-Earnings Announcement Drift: กรณีศึกษาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในประเทศไทย (53 หน้า)

อาจารย์ที่ปรึกษา: ดร.กนต์พันธ์ ดำรงวงศ์

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของการออกบทวิเคราะห์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ ตลาดหลักทรัพย์ MAI ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่เดือน มิถุนายน 2558 ถึง กันยายน 2559 จำนวนทั้งหมด 266 บริษัท แบ่งเป็นกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่จำนวน 100 บริษัท ธุรกิจขนาดกลางจำนวน 166 บริษัท ธุรกิจขนาดเล็ก 36 บริษัท สาเหตุที่มีการแบ่งขนาดของธุรกิจเนื่องจากผลกระทบของขนาดมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังโดยได้ทำการศึกษาและวิเคราะห์โดยใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) เพื่อทำการศึกษาผลตอบแทนที่ผิดปกติ

ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติพบว่า การประกาศบทวิเคราะห์มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์สำหรับกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ในทิศทางที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่เมื่อทำการทดสอบกับหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจขนาดกลางพบว่าการประกาศบทวิเคราะห์ที่ไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ สำหรับกลุ่มธุรกิจขนาดเล็กที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAIการประกาศบทวิเคราะห์มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางที่เพิ่มขึ้น โดยแบ่งช่วงเวลาที่ทำการศึกษาออกเป็น 3 ช่วงเวลา ได้แก่ ช่วงแรกระยะเวลา 60 วันก่อนออกบทวิเคราะห์ วันที่บทวิเคราะห์ออกและช่วงระยะเวลา 60 วันหลังการประกาศบทวิเคราะห์ หลังจากนั้นเปรียบเทียบความแปรปรวนโดยใช้การทดสอบทางสถิติ T-Test ที่ระดับความเชื่อมั่น 0.95 โดยใช้วิธีการทางสถิติ สถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน ในการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ย

*คำสำคัญ: ผลของการประกาศบทวิเคราะห์, ประกาศผลประกอบการ, การตอบสนองต่อบทวิเคราะห์, การศึกษาเหตุการณ์, ผลกระทบต่อขนาด*

Vuttivanichayagul, B. M.S. (Finance), October 2016, Graduate School,  
Bangkok University.

Post-Analyst Report Announcement Drift: Evidence from Stock Exchange of Thailand  
(53 pp.)

Advisor: Konpanas Dumrongwong, Ph.D.

### ABSTRACT

The objectives of this study are investigating whether there are abnormal returns occurring during periods of the announcement analyst report of Thai listed companies on the stock exchange of Thailand (SET) and Market for Alternative Investment (MAI). The data include 266 companies divided into three groups. Large-sized Business include 100 stocks, medium-sized businesses include 166 companies and small-sized businesses include 36 companies and cover a period of two years from June 2015 to September 2016. We use the “Event Study” technique to investigate the return during periods around new announcement analyst report. The size of the business due to the impact on the expected return.

We find significant negative abnormal return before the days of the announcement analyst report for Large-sized Business. While the tests, in the Medium-Size Businesses no statistical significance. For small-sized businesses, we find significant positive abnormal return before the days of announcement analyst. The study is divided into three time periods, including the period 60 days before the days of the announcement analyst report, the days of announcement analyst report and 60 days after the announcement analyst report. Then compare the variance between group by using T-Test, the confidence level of 0.95 using statistical methods, descriptive statistics and inferential statistics

*Keywords: Post-Earnings Announcement Drift, Earnings Announcement, Response to Analyst Report, Event Study, Size Effect*

## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเองเรื่องนี้ สำเร็จได้ ด้วยความกรุณาจาก ดร.กนต์พันธ์ ดำรงวงศ์ อาจารย์ที่ปรึกษา ที่ได้ให้ความกรุณาแนะนำ ตรวจสอบและแก้ไขข้อบกพร่องในงาน ตลอดจนการให้ คำปรึกษาซึ่งเป็นประโยชน์ ในการวิจัยงานวิจัยครั้งนี้มีความสมบูรณ์ครบถ้วนสำเร็จไปได้ด้วยดี รวมถึงอาจารย์ท่านอื่นๆ ที่ได้ถ่ายทอดวิชาความรู้ให้ และสามารถนำวิชาการต่างๆ มาประยุกต์ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้

ขอบคุณครอบครัวของข้าพเจ้าที่ได้ให้กำลังใจเสมอมาตลอดการทำการศึกษาค้นคว้าด้วยตนเอง ขอขอบคุณเพื่อนๆ ให้คำแนะนำ ช่วยค้นหาข้อมูลและให้กำลังใจด้วยดีเสมอมา และขอบคุณ เจ้าหน้าที่บัณฑิตวิทยาลัย ที่ได้ให้ความช่วยเหลือตลอดเวลาที่ศึกษาอยู่ และพี่ ๆ เพื่อนนักศึกษาปริญญาโทการเงินรุ่น 2 ทุกท่าน ที่ได้ให้กำลังใจและความช่วยเหลือตลอดมา ผู้วิจัยจึงขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูง มาไว้ ณ โอกาสนี้

บุลพร วุฒิวาณิชกุล

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	จ
กิตติกรรมประกาศ	ฉ
สารบัญตาราง	ณ
บทที่ 1 บทนำ	
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	2
1.3 ขอบเขตการศึกษา	2
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
1.5 คำนิยามศัพท์เฉพาะ	4
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	
2.1 การทบทวนแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
บทที่ 3 ระเบียบวิธีการศึกษา	
3.1 ประเภทของงานวิจัย	20
3.2 ประชากร และกลุ่มตัวอย่าง	20
3.3 สัญลักษณ์ที่ใช้แทนตัวแปร	21
3.4 เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล	21
3.5 การทดสอบการพยากรณ์ผลตอบแทนในอนาคตโดยใช้เหตุการณ์ที่สำคัญ	21
3.6 การเก็บรวบรวมข้อมูล	23
3.7 กำหนดช่วงเหตุการณ์ที่ศึกษา	23
3.8 การจัดกลุ่มประชากร	24
3.9 ขั้นตอนการศึกษา	24
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล	
4.1 การทดสอบสถิติเชิงพรรณนา	30
4.2 การวิเคราะห์ทางสถิติ	33



สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ	
5.1 สรุปผลการวิจัย	37
5.2 ข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัยในครั้งนี้	39
5.3 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป	39
5.4 ข้อจำกัดในการทำวิจัยในครั้งนี้	40
บรรณานุกรม	41
ภาคผนวก	44
ประวัติผู้เขียน	53
เอกสารข้อตกลงว่าด้วยการอนุญาตให้ใช้สิทธิ์ในรายงานการค้นคว้าอิสระ	



## สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 4.1: จำนวนครั้งที่มีการประกาศบทวิเคราะห์ แยกตามประเภทธุรกิจ	30
ตารางที่ 4.2: จำแนกข้อมูลบทวิเคราะห์แยกตามประเภทของคำแนะนำ	31
ตารางที่ 4.3: สรุปค่าสถิติ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่มีการประกาศบทวิเคราะห์	32
ตารางที่ 4.4: ผลการทดสอบ Unit Root Test ที่มีการประกาศบทวิเคราะห์	33
ตารางที่ 4.5: ผลการทดสอบทางสถิติ เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่(กลุ่ม SET100) ในช่วง 60 วันก่อนที่จะมีการประกาศบทวิเคราะห์เปรียบเทียบกับ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ (กลุ่ม SET100) ในช่วง 60 วันหลังประกาศบทวิเคราะห์ โดยการทดสอบ T-Test	34
ตารางที่ 4.6: ผลการทดสอบทางสถิติ เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง(หลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET แต่ไม่อยู่ในดัชนี SET100) ในช่วง 60 วันก่อนที่จะมีการประกาศบทวิเคราะห์เปรียบเทียบกับ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง(หลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET แต่ไม่อยู่ในดัชนี SET100) ในช่วง 60 วันหลังประกาศบทวิเคราะห์ โดยการทดสอบ T-Test	35
ตารางที่ 4.7: ผลการทดสอบทางสถิติ เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกลุ่มธุรกิจขนาดเล็ก(กลุ่มหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI) ในช่วง 60 วันก่อนที่จะมีการประกาศบทวิเคราะห์เปรียบเทียบกับ ช่วงอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ ในช่วง 60 วันหลังประกาศบทวิเคราะห์ โดยการทดสอบ T-Test	36

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ถือเป็นตลาดที่เป็นสื่อกลางทางการซื้อขาย แลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ทำให้ธุรกิจสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนระยะยาว และเพิ่มความยืดหยุ่นในการบริหารการเงินให้มีช่องทางการระดมทุนที่หลากหลาย สร้างโอกาสในการต่อยอดให้ธุรกิจเติบโตได้อย่างมั่นคง โดยในปัจจุบันตลาดมีการเติบโตและมีนักลงทุนรายใหม่ที่มีอายุน้อย เพิ่มมากขึ้นทุกปี นอกจากนี้ยังมีบทความ วารสาร หนังสือ รวมถึงสื่อออนไลน์มากมาย ที่บอกเล่าเรื่องราวของผู้ประสบความสำเร็จในการลงทุน ทำให้ผู้ลงทุนหน้าใหม่ต้องการแสวงหาความรู้ เรื่องการลงทุน โดยในช่วงแรก หากนักลงทุนไม่มีความรู้หรือไม่ได้เกี่ยวข้องกับธุรกิจและการเงิน นักลงทุนจะเริ่มหาความรู้จากสื่อต่างๆ ที่มีอยู่ทั่วไปที่นักลงทุนสามารถเข้าถึงได้ง่าย หลังจากนั้นจะทำการเปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ กับบริษัทหลักทรัพย์ หรือโบรกเกอร์ (Broker) ซึ่งก็คือ บริษัทที่ได้รับอนุญาตประกอบธุรกิจการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ที่ได้ผ่านการพิจารณาตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ และเข้าเป็น “บริษัทสมาชิก” ของ ตลาดหลักทรัพย์ฯ ทำให้บริษัทดังกล่าวสามารถส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ เข้าสู่ระบบซื้อขาย ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้โดยตรง หลังจากนั้นนักลงทุนจะต้องเลือกเจ้าหน้าที่ การตลาด ที่จะทำหน้าที่ ดูแลบัญชีการลงทุน ส่งคำสั่งซื้อขาย รายงานผลการซื้อขายหลักทรัพย์ ประจำวัน รวมถึงการส่งข้อมูลข่าวสาร และ บทวิเคราะห์หลักทรัพย์รายบริษัทที่จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์นั้น ให้กับนักลงทุน โดยบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ดังกล่าวมาได้จากหลากหลายช่องทาง ไม่ว่าจะเป็นบทวิเคราะห์ที่ออกโดยบริษัทหลักทรัพย์เอง และบทวิเคราะห์ที่ออกโดยบริษัทหลักทรัพย์ หรือสถาบันการเงินอื่น โดยเนื้อหาของบทวิเคราะห์จะกล่าวถึงการประเมินมูลค่าราคาหลักทรัพย์ ผลประกอบการและแนวโน้มบริษัท รวมถึงราคาที่เหมาะสม คำแนะนำให้นักลงทุนพิจารณาซื้อหรือขาย โดยเมื่อนักลงทุนได้รับบทวิเคราะห์จากเจ้าหน้าที่การตลาดและอ่านข้อมูลที่นักวิเคราะห์ได้ทำการวิจัย รวมถึงคำแนะนำต่างๆ นักลงทุนอาจจะพิจารณาซื้อหรือขายตามที่บทวิเคราะห์ได้นำเสนอข้อมูล เนื่องจากพิจารณาแล้วว่ามาจากแหล่งลงทุนที่น่าเชื่อถือ ผู้วิจัยมีข้อสงสัยว่า หากนักลงทุนเชื่อถือการแนะนำของนักวิเคราะห์ตามที่ได้รับข้อมูลจากบทวิเคราะห์ จะสามารถชี้ให้นักลงทุนตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ได้หรือไม่ และการลงทุนดังกล่าวจะทำให้ให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่

โดยหากนักลงทุนสามารถที่จะลงทุน ตามที่นักวิเคราะห์ได้ให้คำแนะนำในบทวิเคราะห์และสามารถทำกำไรได้จริง การทำการศึกษาในครั้งนี้นี้ก็จะสามารถเป็นประโยชน์และเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนที่เหมาะสม ดังนั้นการศึกษาในครั้งนี้นี้ เป็นการทดสอบแนวคิดของ

ผลกระทบของการออกบทวิเคราะห์ในแต่ละครั้งว่านักลงทุนมีการตอบสนองกับการประมาณการของนักวิเคราะห์หรือไม่ โดยในครั้งนี้เป็นกรณีศึกษากับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand) และตลาดหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดย่อม MAI เพื่อศึกษาว่าหลังจากการที่บริษัทหลักทรัพย์ออกบทวิเคราะห์แล้ว มีนักลงทุนไปลงทุนและส่งผลให้หลักทรัพย์มีผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่ โดยในการศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลทางสถิติในการศึกษา หากศึกษาผลลัพธ์ออกมาแล้วพบว่าการออกบทวิเคราะห์ที่มีผลต่อราคาของหลักทรัพย์จริง การศึกษาครั้งนี้จะสามารถสร้างประโยชน์ให้แก่ผู้ลงทุน และหากนักลงทุนทำการลงทุนตามการประกาศบทวิเคราะห์สามารถทำกำไรได้ และนอกจากนี้ผู้ที่สนใจในการลงทุนสามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และเป็นสิ่งที่ผู้ศึกษาต้องทำการหาคำตอบ

## 1.2 วัตถุประสงค์งานวิจัย

1.2.1 ทำการศึกษาว่าราคาหลักทรัพย์ตอบสนองต่อวันที่มีการประกาศออกบทวิเคราะห์ต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หรือไม่

1.2.2 ทำการศึกษาว่าราคาหลักทรัพย์ตอบสนองต่อวันที่มีการประกาศออกบทวิเคราะห์ต่อตลาดหลักทรัพย์ MAI (Market for Alternative Investment) หรือไม่

1.2.3 เพื่อศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ว่าส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์หรือไม่

1.2.4 เพื่อให้ให้นักลงทุนและผู้สนใจนำไปใช้เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

## 1.3 ขอบเขตการศึกษา

การศึกษาเรื่องผลกระทบของการประกาศบทวิเคราะห์ในช่วงเวลาต่างๆ โดยเป็นการศึกษาในการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อการประกาศบทวิเคราะห์ โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา แบ่งตามรายละเอียดดังนี้

1.3.1 ข้อมูลทางสถิติเก็บข้อมูลราคาหลักทรัพย์ทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์ SET ณ สิ้นวันเป็นรายวันระยะเวลาตั้งแต่ เดือนมิถุนายน 2558 จนถึงสิ้นเดือน กันยายน 2559 จำนวนระยะเวลา 1 ปี 3 เดือน เป็นข้อมูลทั้งสิ้น 455 วัน

1.3.2 ข้อมูลทางสถิติเก็บข้อมูลราคาหลักทรัพย์ทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์ MAI ณ สิ้นวันเป็นรายวันระยะเวลาตั้งแต่ เดือนมิถุนายน 2558 จนถึงสิ้นเดือน กันยายน 2559 จำนวนระยะเวลา 1 ปี 3 เดือน เป็นข้อมูลทั้งสิ้น 455 วัน

1.3.3 ข้อมูลทางสถิติเก็บข้อมูลดัชนีราคาหลักทรัพย์ทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์ SET ณ สิ้นวัน เป็นรายวันระยะเวลาตั้งแต่ เดือนมิถุนายน 2558 จนถึงสิ้นเดือน กันยายน 2559 จำนวนระยะเวลา 1 ปี 3 เดือน เป็นข้อมูลทั้งสิ้น 455 วัน

1.3.4 ข้อมูลทางสถิติเก็บข้อมูลดัชนีราคาหลักทรัพย์ทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์ MAI ณ สิ้นวัน เป็นรายวันระยะเวลาตั้งแต่ เดือนมิถุนายน 2558 จนถึงสิ้นเดือน กันยายน 2559 จำนวนระยะเวลา 1 ปี 3 เดือน เป็นข้อมูลทั้งสิ้น 455 วัน

1.3.5 เก็บรวบรวมรายชื่อบริษัทจดทะเบียน วันและเวลาที่บริษัทหลักทรัพย์ประกาศบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์ SET ตามวันที่ออกบทวิเคราะห์ ระยะเวลาตั้งแต่ เดือน สิงหาคม 2558 จนถึงสิ้นเดือน กรกฎาคม 2559 จำนวนระยะเวลา 1 ปี เป็นข้อมูลทั้งสิ้น 3813 ชุด (รายละเอียดตามตารางที่ 1.1)

1.3.6 เก็บรวบรวมรายชื่อบริษัทจดทะเบียน วันและเวลาที่บริษัทหลักทรัพย์ประกาศบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์ MAI ตามวันที่ออกบทวิเคราะห์ ระยะเวลาตั้งแต่ เดือนสิงหาคม 2558 จนถึงสิ้นเดือน กรกฎาคม 2559 จำนวนระยะเวลา 1 ปี 184 ชุด (รายละเอียดตามตารางที่ 1.1)

1.3.7 นำข้อมูลจากข้อ 1.3.1 และ 1.3.2 นำมาหาอัตราผลตอบแทนในแต่ละวัน สำหรับวัดสถิติผิดปกติ ในช่วงเวลา ก่อนและหลังที่ออกบทวิเคราะห์ โดยนำมาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน และหาอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย ก่อนและหลังการประกาศบทวิเคราะห์ว่าพบความผิดปกติหรือไม่

1.3.8 ศึกษาความสัมพันธ์โดยอาศัยวิธีการทางสถิติ เช่น การทดสอบสมมติฐาน (Hypothesis Analysis) ที่ว่าการประกาศบทวิเคราะห์มีผลต่อราคาผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยนำผลการทดสอบทางสถิติมาแสดงเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ของสมมติฐานดังกล่าว และใช้ทฤษฎีทางการเงินประกอบการศึกษาวิจัยในครั้งนี้

## 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.4.1 สามารถทำให้นักลงทุนหรือผู้ที่สนใจเกี่ยวกับบทวิเคราะห์ที่ใช้เป็นข้อมูลในการประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้

1.4.2 นำผลลัพธ์จากการทดสอบสมมติฐานมาพิจารณาเป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุน เพื่อหาผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาดังกล่าว

## 1.5 คำนิยามศัพท์

1.5.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET : The Stock Exchange of Thailand) หมายถึง นิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 เพื่อทำหน้าที่เป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวที่มีประสิทธิภาพเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ และเป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์และให้บริการต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนควบคุมดูแลให้การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ เป็นระเบียบ คล่องตัวและยุติธรรม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปิดการซื้อขายหลักทรัพย์เมื่อวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ปัจจุบันดำเนินงานภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

1.5.2 ตลาดหลักทรัพย์ใหม่ MAI ย่อมาจาก Market for Alternative Investment เป็นชื่อของ "ตลาดหลักทรัพย์ใหม่" ซึ่งเป็นตลาดรองอีกแห่งหนึ่งที่จัดตั้งขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวให้แก่ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม ที่ถือเป็นรากฐานที่สำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ สนับสนุนการลงทุนของธุรกิจเงินร่วมลงทุน (Venture Capital) และเอื้ออำนวยต่อการแปลงสภาพจากหนี้เป็นทุนระหว่างสถาบันการเงิน หรือผู้ร่วมทุนรายใหม่ และลูกหนี้ ขณะเดียวกัน ยังช่วยเพิ่มสินค้าใหม่ให้เป็นทางเลือกในการลงทุนและกระจายความเสี่ยงให้แก่ผู้ลงทุนอีกด้วย ตลาดหลักทรัพย์ใหม่เริ่มเปิดการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรก เมื่อวันที่ 17 กันยายน 2546 เป็นแหล่งระดมทุนของธุรกิจที่มีศักยภาพขนาดกลางและเล็ก ซึ่งมีทุนชำระแล้วหลัง IPO ตั้งแต่ 20 ล้านขึ้นไป โดยเน้นธุรกิจที่มีการเติบโตสูง และมีแนวโน้มการเติบโตในอนาคต อย่างไรก็ตามแนวทางการพิจารณาค่าขอรับอนุญาต IPO จากสำนักงาน ก.ล.ต. ตลอดจนแนวทางการปฏิบัติ ภายหลังการเข้าจดทะเบียนแล้วจะไม่มีแตกต่างกัน

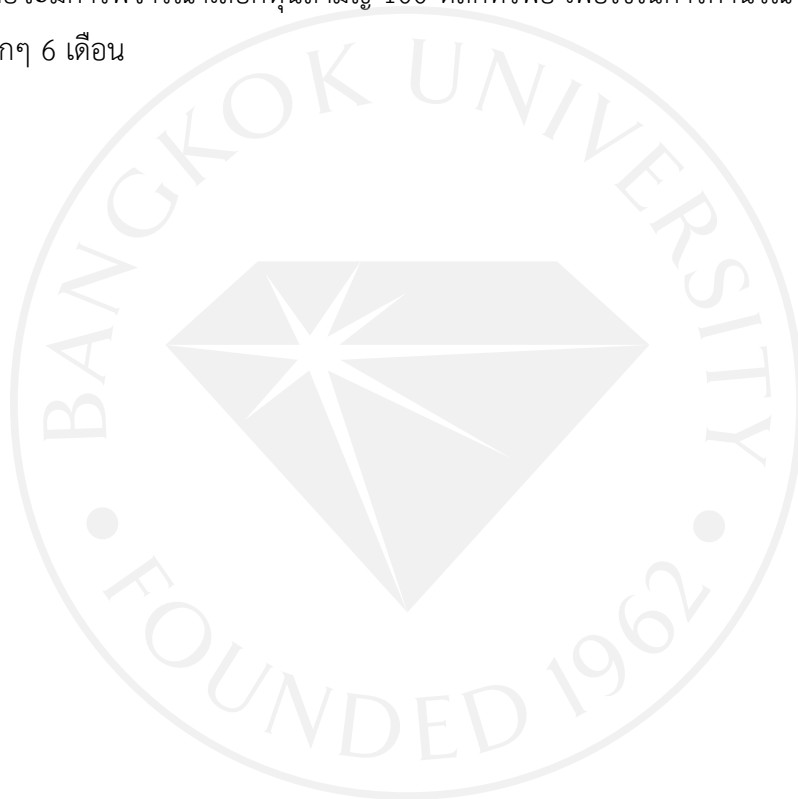
1.5.3 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET Index คือ ดัชนีที่สะท้อนความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยคำนวณจากราคาของหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทุกตัว โดยวิธีถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตามตลาด (หน่วยเป็นจุด) SET Index แสดงมูลค่าเฉลี่ยของหุ้นสามัญทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันปัจจุบัน เทียบกับกับมูลค่าเฉลี่ยของหุ้นดังกล่าว ณ วันฐาน (30 เมษายน 2518) ค่าเปลี่ยนแปลงของดัชนีนี้จึงแสดงถึงระดับการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหุ้นสามัญทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ด้วยมีสูตรการคำนวณดังนี้

SET Index = ค่าเฉลี่ย (ถ่วงน้ำหนัก) ของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ณ วันปัจจุบัน  $\times$  100

หมายเหตุ: ค่าเฉลี่ย (ถ่วงน้ำหนัก) ของราคาหุ้นสามัญทุกตัวข้างต้น ณ 30 เม.ย. 2518 = มูลค่าตลาดโดยรวมของหุ้นสามัญจดทะเบียนทุกตัว ณ วันปัจจุบัน  $\times$  100

1.5.4 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ MAI Index คือ ดัชนีที่สะท้อนความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาด MAI โดยคำนวณจากราคาหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI ทุกตัว โดยวิธีถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตามตลาด มีหน่วยเป็นจุด

1.5.5 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET100 Index เป็นดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่มีการจัดทำขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์ เพื่อใช้แสดงระดับและความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 100 หลักทรัพย์ ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง และการซื้อขายมีสภาพคล่องอย่างสม่ำเสมอ โดยมีสูตรและวิธีการคำนวณเช่นเดียวกับการคำนวณ SET Index แต่ใช้วันที่ 16 สิงหาคม 2538 เป็นวันฐาน ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์จะมีการพิจารณาเลือกหุ้นสามัญ 100 หลักทรัพย์ เพื่อใช้ในการคำนวณ SET100 Index ทุกๆ 6 เดือน



## บทที่ 2

### วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในบทที่ 2 เป็นการรวบรวมแนวคิด หลักการที่เกี่ยวข้อง รวมไปถึงการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับหัวข้อที่ทำการวิจัยในครั้งนี้

#### 2.1 การทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศบทวิเคราะห์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีแนวคิด ทฤษฎี และผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องในการศึกษาครั้งนี้ คือ

- 2.1.1 ผลกระทบในเรื่องขนาด (The Size Effect)
- 2.1.2 สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market)
- 2.1.3 การศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลตามแนวทางของวิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study)
- 2.1.4 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)
- 2.1.5 ผลการศึกษาที่เกี่ยวข้อง

##### 2.1.1 ผลกระทบในเรื่องขนาด (The Size Effect)

ในอดีตผู้ทำการวิจัยหลายๆ คนนำผลกระทบในเรื่องขนาด (The Size Effect) มาใช้ในการศึกษา โดยทำการทดสอบผลกระทบของขนาดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนรับรู้ความเสี่ยงผลการวิจัยพบว่า อัตราผลตอบแทนรับรู้ความเสี่ยงของธุรกิจขนาดเล็กมีสูงกว่าขนาดใหญ่อย่างเห็นได้ชัด นอกจากนี้การศึกษาเกี่ยวกับข้อมูลค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหุ้นก็ยืนยันว่ามีผลกระทบในเรื่องของขนาดเกิดขึ้นจริง จากผลการศึกษาส่วนใหญ่สรุปได้ว่า ขนาดธุรกิจเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติและตัวแปรสำคัญที่ทำให้เกิดความผิดปกตินั้นได้แก่ ความเสี่ยง ค่าใช้จ่ายในการซื้อขาย ผลกระทบในเรื่องขนาดควรจะต้องนำมาพิจารณาทุกครั้งที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับเหตุการณ์สำคัญอย่างใดอย่างหนึ่งที่เกิดขึ้น

จากงานวิจัยเรื่อง Three Factor Model ของ Fama & French (1992) พบว่าขนาดของหลักทรัพย์มีผลต่อการรับรู้ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ โดยหลักทรัพย์ที่มีขนาด (Market Capitalization) เล็กจะมีผลตอบแทนที่ดีกว่าหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่และหลักทรัพย์ที่มีค่า P/E และ P/B Ratio ต่ำจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าหลักทรัพย์ที่มีค่า P/E และ P/B ratio สูง ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับทฤษฎี Three Factor Model ของ Fama & French (1992) กล่าวคือกลุ่มการลงทุนของหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กมีอัตราผลตอบแทนมากกว่ากลุ่มการลงทุนของหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ และกลุ่มการลงทุนของหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นต่ำ มีอัตราผลตอบแทน



มากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นสูง และกลุ่มการลงทุนของหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นต่ำ มีอัตราผลตอบแทนมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นสูง

### Three Factor Model (แบบจำลอง 3 ปัจจัย)

Fama & French (1992) ได้ทำการวิจัยเพื่อจำลองหาปัจจัยหรือตัวแทน (Proxy) ของความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) จากการวิจัยดังกล่าวได้ค้นพบว่า ขนาดของกิจการ (Firm Size) และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าของหลักทรัพย์ (Book to Market ratio: B/M Ratio) เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ถ้าหากขนาดของกิจการ (Firm Size) มีขนาดใหญ่โดยวัดจากมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) หรือหลักทรัพย์มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Equity หรือ Market Value) สูงจะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ต่ำกว่าหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กหรือมีมูลค่าตลาดต่ำจะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูง ดังนั้นธุรกิจขนาดเล็กย่อมมีความเสี่ยงมากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่

Fama & French (1993) ได้ทำการพัฒนาแบบจำลอง 3 ปัจจัย โดยกำหนดให้ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) มีส่วนประกอบมาจากสามปัจจัย ได้แก่ ความเสี่ยงตลาด (Market Risk) ขนาดของกิจการ (Firm Size) และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (B/M Ratio) โดยปัจจัยทั้งสามมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1. ค่าชดเชยความเสี่ยงตลาด (Market Risk Premium) คำนวณจากอัตราผลตอบแทนของตลาดลบด้วยอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ( $R_m - R_f$ ) ซึ่งเป็นไปตามแบบจำลอง CAPM
2. ค่าชดเชยความเสี่ยงจากขนาด (Size Premium) คำนวณจากการแบ่งหลักทรัพย์เป็น 2 กลุ่มตามขนาด คือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กและกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ แล้วคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยทั้ง 2 กลุ่ม หลังจากนั้นนำอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กหักออกด้วยอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ ผลลัพธ์ที่ได้จะเป็นอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กกับหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ (Return of Small Size Minus Return of Big Size: SMB)
3. ค่าชดเชยความเสี่ยงจากมูลค่าตามบัญชี (Value premium) คำนวณจากการนำหลักทรัพย์มาจัดกลุ่มโดยเรียงลำดับตาม B/M Ratio โดยแบ่งเป็นสองกลุ่ม โดยร้อยละ 30 ของหลักทรัพย์กลุ่มแรกเป็นหลักทรัพย์ที่มีค่า B/M Ratio สูงที่สุด และ ร้อยละ 30 ของกลุ่มที่สองเป็นกลุ่มที่มีค่า B/M Ratio ต่ำที่สุด โดยนำอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของทั้งสองกลุ่มมาหาผลต่างค่าที่ได้คือค่าชดเชยความเสี่ยงจากมูลค่าตามบัญชี (Value Premium)

ภายใต้ CAPM Model จากงานวิจัยของ Fama & French (1993) พบว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กจะไม่สามารถปรับตัวให้ยืดหยุ่นได้ในสภาวะที่เศรษฐกิจตกต่ำ เนื่องจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ไม่สามารถขจัดออกไปได้ หากต้องการขจัดความเสี่ยงดังกล่าวทำได้โดยกระจายการลงทุนออกไปในหลักทรัพย์หลายๆ หลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามหากได้มีการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์แล้ว แต่หลักทรัพย์ที่เลือกยังเป็นคงเป็นหลักทรัพย์ขนาดเล็กหลายๆหลักทรัพย์ แต่ความเสี่ยงยังไม่ถูกขจัดออกไปเนื่องจากผลกระทบของขนาดเป็นปัจจัยที่มีผลเกี่ยวข้องกับความเสี่ยงในการล้มละลายซึ่งเป็นความเสี่ยงซึ่งไม่สามารถขจัดออกไปได้หากทำการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก

Merton (1987) ได้ทำการวิจัยแล้วพบว่าต้นทุนในการเข้าถึงข้อมูลข่าวสารจะรวมเข้าไปในราคาของหลักทรัพย์ เนื่องจากหลักทรัพย์มีการใช้เวลาในการปรับตัวสู่ดุลยภาพ นอกจากนี้นักลงทุนมักจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่ตนเองมีความคุ้นเคยหรือรู้จักดี โดยมักจะรวมหลักทรัพย์ดังกล่าวเข้าไปในพอร์ตการลงทุน และจากงานวิจัยค้นพบว่านักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่สูงกว่าในการถือครองหลักทรัพย์ที่ตนเองคุ้นเคย ต่อมาในปี ค.ศ.2001 ได้มีการทำการวิจัยโดย Easley & O'Hara (2001) พบว่านักลงทุนที่มีลักษณะ Uninformed Investor มีความต้องการอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสำหรับการถือครองหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กมากกว่าหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนขนาดเล็กน่าจะมีข้อมูล Private Information ที่มากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ทำให้นักลงทุนยินยอมที่จะรับความเสี่ยงเพิ่มแลกเปลี่ยนกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังที่สูงขึ้น

ต่อมา Kothari, Shanken & Sloan (1995) ได้ทำการสรุปผลการวิจัยเรื่อง Data Selection Bias ว่าหากมีการควบคุมปัจจัยในการลำเอียงของการเลือกจะทำให้ผลกระทบต่อขนาดหายไป เนื่องจากหลักทรัพย์ขนาดเล็กส่วนใหญ่มักมีความเสี่ยงที่จะเกิดการล้มละลายเนื่องจากได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจทำให้ผลตอบแทนค่อนข้างที่จะไม่แน่นอน ทำให้ไม่สามารถชำระหนี้ได้และถูกบังคับให้ล้มละลายแล้วต้องออกจากตลาดหลักทรัพย์ไปเนื่องจากระดับของส่วนทุนไม่เป็นไปตามเกณฑ์ ดังนั้นสำหรับบริษัทขนาดเล็กอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจึงสูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ในการทำการศึกษาในครั้งนี้ ผู้วิจัยจะทำการแบ่งแยกกลุ่มธุรกิจออกเป็นเป็นสามกลุ่มหลักๆ โดยแบ่งแยกธุรกิจขนาดใหญ่จากมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) โดยกลุ่มแรกเป็นกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่ กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ใน SET100 Index ประกอบด้วยบริษัทที่มีมูลค่าตามตลาดสูงสุดใน 100 อันดับแรกติดต่อกันเป็นระยะเวลา 3 เดือนเป็นขั้นต่ำ ตามหลักเกณฑ์การคัดเลือกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นหากบริษัทจดทะเบียนใดอยู่ในกลุ่ม SET100 Index ในการศึกษาครั้งนี้ให้ถือบริษัทจดทะเบียนนั้นอยู่ในกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ เนื่องจากมีมูลค่าตามราคาตลาดสูงสุด กลุ่มที่สองคือกลุ่มหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนอยู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแต่ไม่อยู่ใน SET100 โดยเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนในตลาด SET จะต้องมีส่วนจดทะเบียนขั้นต่ำ 300 ล้านบาท และกลุ่มสุดท้ายคือกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI โดยกลุ่มนี้จะเป็นกลุ่มที่มีมูลค่าตาม

ตลาดน้อยที่สุด โดยเป็นกลุ่มธุรกิจขนาดย่อม โดยมีทุนจดทะเบียนขั้นต่ำที่ 20 ล้านบาท ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงมีการศึกษาผลกระทบในเรื่องกลุ่มธุรกิจมาใช้ศึกษาผลกระทบจากการประกาศบทวิเคราะห์ว่ากลุ่มธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่ม ธุรกิจขนาดใหญ่และ ธุรกิจขนาดกลางและย่อยหรือไม่

### 2.1.2 สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market)

ในการวิเคราะห์การลงทุน ผู้ลงทุนต้องตระหนักถึงสภาพการมีประสิทธิภาพของตลาด เพื่อความเข้าใจในกลไกการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสารข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นั้น ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องอย่างรวดเร็ว โดยตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ ข้อมูลที่เผยแพร่ไปยังผู้ลงทุนอย่างรวดเร็วและทั่วถึงได้แก่ข้อมูลตลาด ส่วนตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลางข้อมูลที่เผยแพร่ไปยังผู้ลงทุนอย่างรวดเร็วและทั่วถึงนอกจากข้อมูลตลาดแล้วยังมีข้อมูลสาธารณะ (Public Information) ทั้งข้อมูลในอดีต ปัจจุบันและข้อมูลที่คาดไว้ และสำหรับตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับสูง ข้อมูลที่เผยแพร่ไปยังผู้ลงทุนอย่างรวดเร็วและทั่วถึงได้แก่ข้อมูลทุกชนิด ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลสาธารณะ หรือการใช้ข้อมูลภายใน ดังนั้นในประสิทธิภาพระดับนี้จึงไม่มีใครสามารถทำกำไรส่วนเกินได้ ประสิทธิภาพของตลาด (Market Efficiency Hypothesis) ซึ่งกล่าวว่า ในตลาดที่มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ (Strong Form) ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดอย่างทันทีทันใด นักลงทุนไม่สามารถใช้ข้อมูลข่าวสารทั้ง ข้อมูลภายใน (Insider Information) และข้อมูลสาธารณะ (Public Information) ในการทำผลตอบแทนเกินปกติได้เลย สำหรับตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (Semi-Strong Form) นั้นนักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลข่าวสารสาธารณะทั้งหมด ยกเว้นข้อมูลภายใน สำหรับตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง นักลงทุนจะไม่สามารถใช้ข้อมูลข่าวสารสาธารณะเพื่อทำผลตอบแทนเกินปกติได้ ส่วนตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับอ่อน (Weak Form) นักลงทุนไม่สามารถใช้ข้อมูลการซื้อขายในอดีตในการทำผลตอบแทนเกินปกติได้

สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypotheses) มีรายละเอียดดังนี้

1. ในตลาดที่มีประสิทธิภาพจะต้องมีผู้ร่วมในตลาดซึ่งเป็นผู้แสวงหาผลตอบแทนสูงสุดและรับรู้ความเสี่ยงได้เป็นจำนวนมาก ผู้ร่วมตลาดทั้งหมดจะต้องเข้ามาเป็นสมาชิกของตลาดเพื่อทำการประเมิน ประเมินการและวิเคราะห์มูลค่าของหลักทรัพย์ โดยที่นักลงทุนต่างมีวิธีการที่แตกต่างกัน และมีความเป็นอิสระต่อกัน การเกิดขึ้นของข้อมูลข่าวสารนั้นเป็นไปในแบบสุ่ม (Random) และไม่มีกำหนดการตายตัว โดยระยะการเกิดข้อมูลข่าวสารจะไม่มีผลกระทบและเป็นอิสระต่อกันกับนักลงทุนที่มีลักษณะแสวงหาผลตอบแทนและรับรู้ความเสี่ยงสูงสุด และราคาจะสะท้อนผลประกอบการของหลักทรัพย์ทันทีที่มีข้อมูลข่าวสารเกิดขึ้น

2. หากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับใดก็ตาม ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงอัตราผลตอบแทนที่รับรู้ความเสี่ยง จากสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพที่บ่งชี้ว่าราคาหลักทรัพย์จะมีการเปลี่ยนแปลงตามข้อมูลข่าวสารใหม่ที่มีการเกิดขึ้นและมีผลกระทบกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ จากสมมติฐานดังกล่าวราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลทั้งหมดอย่างไม่มีทางเลือกข้างหรือการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลราคาหลักทรัพย์เป็นไปอย่างไม่มีอคติ โดยความเสี่ยงนั้นยังรวมไปถึงการครอบครองและเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ด้วย หากตลาดมีประสิทธิภาพแล้วราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทุกอย่างรวมถึงผลตอบแทนที่คาดหวังที่รับรู้ความเสี่ยงแล้ว โดยหมายความว่าหากนักลงทุนตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ณ ระดับราคาใดก็ตาม ราคานั้นได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารและประสิทธิภาพของข้อมูลทุกอย่างในราคาแล้ว ดังนั้นผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับคืออัตราผลตอบแทนที่รับรู้ความเสี่ยง (Risk-Adjusted Rate of Return) โดยนักลงทุนจะตัดสินใจบนพื้นฐานความเสี่ยงที่ตนเองยอมรับได้ เนื่องจากนักลงทุนมีลักษณะ Risk Aversion คือนักลงทุนยินยอมที่จะได้รับผลตอบแทนในระดับที่ต่ำกว่าความเสี่ยงที่ตนเองคุ้นเคยดีกว่าได้รับผลตอบแทนในระดับสูง แลกเปลี่ยนกับความเสี่ยงที่ตนเองไม่รู้จัก โดยนักลงทุนกลุ่มนี้จะหลีกเลี่ยงการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง แต่จะลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำแต่มั่นคงกว่า

ระดับความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market)

Fama (1970) ได้มีการจำแนกระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ ออกเป็น 3 ระดับ ตามรายละเอียดดังนี้

1. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak Form Efficient Market) สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ คือหากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับต่ำแล้ว ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลการซื้อขายของหลักทรัพย์ทั้งหมดในอดีต โดยระยะเวลาที่ใช้ในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์หลังจากที่ได้รับข้อมูลข่าวสาร ขึ้นอยู่กับระดับความมีประสิทธิภาพของตลาด หากตลาดอยู่ในระดับที่มีประสิทธิภาพมากระยะเวลาที่ใช้ในการปรับตัวเข้าสู่มูลค่าพื้นฐานก็ยิ่งจะใช้เวลาสั้นๆ การนำข้อมูลตลาด (Market Information) มาใช้ในการตัดสินใจซื้อขาย เช่น ราคาหลักทรัพย์ในอดีต อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ไม่สามารถนำมาทำกำไรเกินปกติ (Abnormal Return) ได้เลยจากการลงทุนหลังจากหักค่าใช้จ่ายต่างๆ ในการซื้อขายแล้ว จากสมมติฐานดังกล่าว ถ้าเชื่อว่าราคาตลาดในปัจจุบันได้สะท้อนถึงข้อมูลการซื้อขายในอดีตทั้งหมดแล้ว ย่อมแสดงว่าอัตราผลตอบแทนในอดีตรวมทั้งข้อมูลตลาดในอดีต ไม่ควรจะมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคต เนื่องจากผลตอบแทนในอดีตและผลตอบแทนในอนาคตเป็นอิสระต่อกัน ผู้ลงทุนจะได้กำไรน้อยมากถ้าตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยอาศัยข้อมูล ผลตอบแทนในอดีต หรือข้อมูลตลาดอื่นๆ ในอดีต ไม่ว่าผู้ลงทุนจะใช้หลักเกณฑ์ใดหรือใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) ในการตัดสินใจลงทุน

## 2. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (Semi Strong Form Efficient Market)

สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลางคือการที่ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะปรับตัวตอบสนองต่อข้อมูลสาธารณะทั้งหมดทันที ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลสาธารณะทั้งหมดอย่างเต็มที่ และระยะเวลาที่ใช้ในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์หลังจากที่ได้รับข้อมูลข่าวสาร ขึ้นอยู่กับระดับความมีประสิทธิภาพของตลาด หากตลาดอยู่ในระดับที่มีประสิทธิภาพระดับกลางระยะเวลาที่ใช้ในการปรับตัวเข้าสู่มูลค่าพื้นฐานก็จะใช้เวลา น้อยกว่าตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ ซึ่งสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลางนี้ จะครอบคลุมสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับต่ำด้วย เนื่องจากข้อมูลตลาดทั้งหมดที่ได้กล่าวไว้ในสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ เช่น ราคาหุ้นในอดีต อัตราผลตอบแทน และมูลค่าการซื้อขาย ต่างก็ถือว่าเป็นข้อมูลสาธารณะด้วย โดยส่วนที่มีความแตกต่างกันระหว่างตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำและระดับกลางคือ สำหรับสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง จะรวมไปถึงข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลตลาด (Nonmarket Information) เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับการประกาศตัวเลขรายได้ของธุรกิจ และข้อมูลการประกาศจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (Price to Earning หรือ P/E) อัตราเงินปันผลต่อผลตอบแทน (Dividend Yield Ratios) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price Book Value หรือ P/BV Ratios) การแตกหุ้น (Stock Splits) ข่าวสารทางการเมืองและเศรษฐกิจที่มีผลกระทบต่อหลักทรัพย์ทั้งทางตรงและทางอ้อม เป็นต้น ภายใต้สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง ผู้ลงทุนที่ตัดสินใจลงทุนโดยอาศัยข้อมูลสาธารณะที่สำคัญต่อหลักทรัพย์ นักลงทุนจะไม่ได้ผลตอบแทนเกินกว่าอัตราผลตอบแทนรับรู้ความเสี่ยงโดยเฉลี่ย ในอีกทางหนึ่ง คือ ไม่ควรได้รับกำไรที่สูงกว่ากำไรรับรู้ความเสี่ยงโดยเฉลี่ย หรือไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้เลยจากการลงทุนหลังจากหักค่าใช้จ่ายต่างๆ ในการซื้อขายแล้ว

3. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong Form Efficient Market) สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลทั้งหมดทั้งที่เป็นข้อมูลตลาด ข้อมูลสาธารณะ และ ข้อมูลภายใน (Insider Information) อย่างทันที สมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับสูงนี้ นอกจากจะครอบคลุมทั้งสมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำและความมีประสิทธิภาพในระดับปานกลางของตลาดไว้แล้ว ความมีประสิทธิภาพในระดับสูงยังขยายขอบเขตสมมติฐานโดยอธิบายลักษณะของตลาดที่มีประสิทธิภาพว่า ในตลาดมีประสิทธิภาพระดับสูงผู้ลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารทั้งหมด โดยไม่มีต้นทุนและผู้ลงทุนจะได้รับข้อมูลข่าวสารเหล่านั้นพร้อมกันกับทุกคนภายในเวลาเดียวกัน จากการยอมรับสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูงจะหมายความว่า ไม่มีผู้ลงทุนกลุ่มใดมีความสามารถในการผูกขาดความเป็นเจ้าของข้อมูลทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ได้ ดังนั้น จึงไม่มีผู้ลงทุนกลุ่มใดได้รับผลตอบแทนเหนืออัตราผลตอบแทนรับรู้ความเสี่ยงโดยเฉลี่ยได้ตลอดเวลา และระยะเวลาที่ใช้ในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์หลังจากที่

ได้รับข้อมูลข่าวสาร ซึ่งขึ้นอยู่กับระดับความมีประสิทธิภาพของตลาด หากตลาดอยู่ในระดับที่มีประสิทธิภาพระดับสูง ราคาหลักทรัพย์จะตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารทันที จึงไม่มีระยะเวลาที่ใช้ในการปรับตัวเข้าสู่มูลค่าพื้นฐาน

จากงานวิจัยในอดีตการทดสอบระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดนั้น จะเจอผลลัพธ์อยู่ 2 สาเหตุหลักๆ ตามรายละเอียดดังนี้

- 1) ตลาดไม่มีประสิทธิภาพ จากผลการทดสอบสมมติฐานพบว่าตลาดไม่มีประสิทธิภาพ
  - 2) ตลาดมีประสิทธิภาพ แต่ Model ที่นำมาใช้ในการอธิบายมูลค่าของหลักทรัพย์ไม่ถูกต้อง
- จากงานวิจัยของ Loughran & Ritter (2000) ในการทดสอบหาระดับกำไรเกินปกติ ความผิดปกติมีผลกระทบมาจากปัญหาของสมมติฐานแบบร่วม (Joint-Hypothesis) หากนักวิจัยต้องการทดสอบหาระดับกำไรเกินปกติ สิ่งที่จะต้องทราบคืออัตราผลตอบแทนปกติเท่ากับเท่าไรและอัตราผลตอบแทนปกติตามความเป็นจริงแตกต่างจากตัวชี้วัด (Benchmark) มากน้อยเพียงใด จากการที่ไม่มีแบบจำลองใดที่สามารถระบุได้ว่าผลตอบแทนปกติเท่ากับเท่าใด ทำให้ไม่สามารถทดสอบสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดได้ การที่ไม่สามารถทดสอบสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพได้เนื่องจากไม่มีแบบจำลองใดสามารถอธิบายได้อย่างชัดเจนว่าอัตราผลตอบแทนปกติควรเป็นเท่าไร ดังนั้น การศึกษาบนการใช้ CAPM Model เช่น Three Factor Model ไม่มีความสามารถเพียงพอที่จะนำมาทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดได้ การทดสอบหาระดับกำไรเกินปกติในงานวิจัยจึงเพียงเป็นการทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนมีแบบแผนและมีความเป็นอิสระต่ออัตราผลตอบแทนก่อนหน้าหรือไม่

### 2.1.3 การศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลตามแนวทางของวิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study)

เป็นแนวทางในการศึกษาผลกระทบที่เกิดจากเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่งที่น่าจะมีการส่งผลกระทบต่อราคาและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยหากการเกิดเหตุการณ์ดังกล่าวส่งผลกระทบต่อค่าเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญแล้ว อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์จะมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยในทางตรงกันข้ามหากเหตุการณ์ดังกล่าวไม่ส่งผลกระทบต่อค่าเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนเกินปกติจะมีค่าที่ใกล้เคียงหรือเท่ากับศูนย์ โดยในการทำการศึกษา Event Study จะแบ่งช่วงเวลาออกเป็นสองช่วงคือ (1) ช่วงประมาณการณ์คือช่วงก่อนและหลังที่เกิดเหตุการณ์ (2) ช่วงที่เกิดเหตุการณ์คือ วันที่เกิดเหตุการณ์ประกาศบทวิเคราะห์ วันที่ประกาศปันผล หรือ วันที่ประกาศเพิ่มทุน เป็นต้น

### 2.1.4 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

เป็นทฤษฎีที่ศึกษาถึงพฤติกรรมที่บริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งสัญญาณให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งผู้ถือหุ้นรายใหญ่โดยส่วนมากคือผู้บริหารของบริษัท โดยผู้บริหารบริษัทย่อมมีข้อมูลข่าวสารมากกว่านักลงทุนรายย่อยเนื่องจากเป็นผู้กำหนดนโยบายหรือทิศทางของบริษัท โดยการที่

นักวิเคราะห์เข้าไปพบผู้บริหารเพื่อสอบถามข้อมูลเพื่อการประกอบในการทำวิเคราะห์จึงเป็นการส่งสัญญาณ (Signals) ผ่านทางนักวิเคราะห์เพื่อให้นักลงทุนทราบว่าผู้บริหารมีแนวความคิดหรือการกำหนดทิศทางของบริษัทในอนาคตอย่างไร กรณีที่ผู้บริหารคาดการณ์ว่ากิจการจะดี นักวิเคราะห์ก็อาจจะมึมมองเป็นบวกต่อบริษัทฯ แต่หากผู้บริหารมีความเห็นที่เป็นลบก็จะส่งผลต่อมึมมองหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ได้ ซึ่งความเห็นดังกล่าวเป็นการส่งสัญญาณให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ไม่มีโอกาสทำการสัมภาษณ์หรือซักถามผู้บริหารด้วยตนเอง และอาจจะนำไปสู่การปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหลักทรัพย์ได้

### 2.1.5 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในส่วนนี้จะกล่าวถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประกาศบทวิเคราะห์ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นงานวิจัยในต่างประเทศ ในประเทศไทยยังไม่ได้มีผู้ทำการศึกษาวิจัยเกี่ยวกับบทวิเคราะห์มากนัก มักเป็นงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ในลักษณะของการศึกษาแบบเหตุการณ์เฉพาะเจาะจง (Event Study) โดยงานวิจัยที่น่าสนใจประกอบด้วย

#### 2.1.5.1 งานวิจัยในต่างประเทศ

งานวิจัยในต่างประเทศจะเป็นงานวิจัยในกลุ่ม Post-Earnings Announcement Drift และงานวิจัยใกล้เคียงที่เกี่ยวข้องตามรายละเอียดดังนี้

สำหรับงานวิจัยในเรื่อง Post-Earnings Announcement Drift ได้มีการศึกษาค้นคว้าและวิจัยอย่างแพร่หลายในหลายประเทศ และได้มีการศึกษาโดยนักวิจัยต่างประเทศจำนวนมาก โดยทำการศึกษางานวิจัยดังกล่าวในตลาดหลักทรัพย์ของหลายประเทศประเทศทั่วโลก จากการศึกษาวิจัยพบว่าหลักฐานเชิงประจักษ์ ที่พบว่ามีผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ในช่วงที่มีการประกาศ ข้อมูลข่าวสารสำคัญๆ ของบริษัท ยกตัวอย่างเช่น วันประกาศการแตกพาร์ของหลักทรัพย์ วันประกาศการซื้อหลักทรัพย์คืน (XR) วันประกาศจ่ายเงินปันผล (XD) รวมไปถึงประกาศผลประกอบการประจำปีของบริษัท

PEAD : Post Announcement Drift ที่เกิดจากการประกาศผลประกอบการนั้น มีความหมายคือ การที่ราคาของหลักทรัพย์ไม่ได้ปรับตัวเข้าหาราคาดุลยภาพในทันทีทันใด จึงทำให้มีช่วงเวลาที่สามารถทำกำไรเกินปกติได้ ทำให้ผู้ลงทุนสามารถทำกำไรและได้รับผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาดังกล่าวได้ โดยนักวิจัยส่วนใหญ่สรุปผลออกมาว่า เหตุการณ์นี้เป็นผลมาจาก การตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อความคาดหวัง ต่อหลักทรัพย์ที่มีผลประกอบการดีหรือแย่กว่าที่ตลาดคาดหวัง (Earning Surprise) หมายถึงหากหลักทรัพย์มีทิศทางที่ชัดเจนแล้ว ไม่ว่าจะ เป็นทางบวกหรือทางลบ จะทำให้มีผลตอบแทนเกินปกติไปในทิศทางเดียวกัน โดยผลการวิจัยพบว่า ขนาดและทิศทางของผลประกอบการ มีความสัมพันธ์ทางบวก โดยการศึกษาดังกล่าวได้รับการพิสูจน์ทางสถิติแล้วว่า ไม่ใช่เป็นแนวโน้มที่เกิดขึ้นในระยะสั้นเท่านั้น และเหตุการณ์ดังกล่าวไม่ได้เกิดขึ้นโดยบังเอิญ ซึ่งขัดแย้งกับ

สมมติฐานเรื่องตลาดมีประสิทธิภาพที่ว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวในทันทีที่ได้รับข้อมูลข่าวสารใหม่ และในบางครั้งหลังจากเกิดเหตุการณ์สำคัญ ราคาของหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงในระดับที่น้อยกว่าปกติ ทำให้หลังจากเกิดเหตุการณ์ราคาหลักทรัพย์ยังคงทยอยปรับตัวไปในทิศทางเดียวกันของข้อมูลข่าวสารที่ได้รับ

เหตุการณ์ Post-Earnings Announcement Drift ค้นพบครั้งแรกโดยในประเทศสหรัฐอเมริกาหรือในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอเมริกาโดย Ball & Brown (1968) นักวิจัยจำนวนมากได้ให้ความสนใจกับเหตุการณ์นี้ ต่อมาพบว่ามีการศึกษาถึงการเกิดเหตุการณ์นี้ในตลาดหลักทรัพย์หลายๆ ประเทศทั่วโลก เช่น ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสเปน ตลาดหลักทรัพย์ของสหราชอาณาจักร และ ตลาดหลักทรัพย์ของเยอรมนี โดยผลการวิจัยพบว่าในประเทศที่กล่าวมาข้างต้นในทุกประเทศพบการเกิดของเหตุการณ์ Post-Earnings Announcement Drift อย่างไรก็ตามสำหรับตลาดหุ้นในประเทศไทยเคยมีการศึกษาโดย Chanatip (2010) จากผลการวิจัยพบว่าจากผลประกอบการรายไตรมาส ไม่พบผลตอบแทนเกินปกติสะสม ทั้งค่าคาดหวังจากการประกาศผลประกอบการของบริษัท และค่าคาดหวังที่เกิดจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ทำให้ในงานวิจัยดังกล่าว ไม่สามารถมีข้อสรุปแน่ชัดได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเกิดหลักฐานเชิงประจักษ์ว่ามี Post-Earnings Announcement Drift จริง อย่างไรก็ตามหากค่าที่ได้เกิดการ Drift ขึ้น จะแสดงว่าราคาหลักทรัพย์ไม่มีการปรับตัวในทันทีทันใดไปสู่ราคาดุลยภาพ หลังจากช่วงที่มีการประกาศผลประกอบการซึ่งเป็นช่วงระยะเวลาสั้นๆ ระยะเวลาไม่เกิน 60 วัน และยังเป็นหลักฐานที่บ่งชี้ได้ว่าการลงทุนแต่ละครั้ง นักลงทุนได้นำข้อมูลผลประกอบการในอดีตมาเป็นตัวเปรียบเทียบประกอบการตัดสินใจ โดยเปรียบเทียบระหว่างผลตอบแทนในไตรมาสปัจจุบันกับไตรมาสที่แล้ว ดังนั้นค่าความคาดหวังของผลประกอบการที่ประกาศออกมาจะส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน ซึ่งผลเสียที่ตามมาคือ การที่หากบริษัทตั้งใจตกแต่งกำไรที่แสดงในบัญชี ให้มีตัวเลขที่ดีและเป็นไปตามสิ่งที่นักลงทุนคาดหวัง (Earnings management)

Loughran & Ritter (2000) ความผิดปกติในอัตราผลตอบแทนระยะยาวไม่ได้ครอบคลุมในการทดสอบ Event Studies เนื่องจากขนาดและทิศทางของกำไรเกินปกติมีความอ่อนไหวต่อการวัดค่า นอกจากนั้นยังมีคำถามสำคัญที่เกิดขึ้นกับกำไรเกินปกติเสมอคือ ความผิดปกติมีผลกระทบมาจากปัญหาของสมมติฐานแบบร่วม (Joint-Hypothesis) ในการทดสอบความไม่มีประสิทธิภาพนั้น สิ่งที่จะต้องทราบคืออัตราผลตอบแทนปกติเท่ากับเท่าไรและอัตราผลตอบแทนตามความเป็นจริงแตกต่างจากตัวชี้วัด (Benchmark) มากน้อยเพียงใด ทำให้ไม่สามารถวัดผลได้อย่างแน่ชัดว่ามีกำไรเกินปกติในระยะยาวอยู่ที่ระดับเท่าใด ปัญหาดังกล่าวนี้ยังรวมไปถึงการที่อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในระดับต่ำ ซึ่งจากปัญหาดังกล่าวทำให้เกิดคำถามขึ้นมากมายกับความผิดปกติที่เกิดขึ้น Fama (1998) ได้ทำการโต้เถียงว่าการประเมินมูลค่า



ค่าที่ผิดพลาดอย่างมีนัยสำคัญในตลาดหลักทรัพย์และผลตอบแทนเกินปกติไม่สามารถนำมาใช้เป็นวิธีวิจัยทางเลือกใหม่ได้ วิธีบางวิธีไม่มีความสามารถหรือมีหลักฐานเพียงพอที่จะกล่าวอ้างได้ว่าการประเมินมูลค่าที่ผิดพลาดนั้นนำมาอธิบายได้ว่าเกิดรูปแบบที่คาดการณ์ได้สำหรับอัตราผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีวิธีการบางอย่างที่สามารถอธิบายได้ว่าการประเมินมูลค่าที่ผิดพลาดอย่างชัดเจน Loughran & Ritter (2000) ผู้ที่ปกป้องแนวคิดสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพได้โต้เถียงว่าความผิดปกติที่เกิดขึ้นกับกำไรเกินปกติในระยะยาวไม่แข็งแกร่งเพียงพอที่จะเป็นระเบียบวิธีวิจัยที่เป็นทางเลือกใหม่ได้ เนื่องจากระเบียบวิธีวิจัยที่นำมาใช้มีความแตกต่าง นอกจากนี้ตัวแปรที่ใช้ยังมีแบบแผนที่แตกต่างกันไปด้วย ซึ่งทำให้ขนาดของกำไรที่เกินปกติควรจะแตกต่างกันและสามารถพยากรณ์ได้ด้วย ปัญหาหลักๆสามประการที่ใช้ในการอธิบายเหตุผลนั้นไม่มีน้ำหนักเพียงพอในการใช้วัดมูลค่าแบบถ่วงน้ำหนักของแบบจำลองสามปัจจัยแบบถดถอยเมื่อกำไรเกินปกติเป็นไปตามที่คาดการณ์ โดยแบบจำลองที่ใช้ตัวแปรหลายตัวจากการวิจัยพบว่าไม่สามารถนำมาใช้ในการทดสอบสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพได้ ในการทดสอบว่ามีกำไรเกินปกติ(Abnormal Return)หรือไม่ จำเป็นจะต้องใช้แบบจำลองที่เป็นตัวชี้วัด นักวิจัยส่วนใหญ่มักจะเลือกใช้ระหว่าง CAPM Model หรือ การควบคุมขนาดของกิจการและมูลค่าตามราคาตลาด โดยการทดสอบสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดนั้นต้องการแบบจำลองที่ใช้เป็นตัวชี้วัด ในการทำการวิจัยในครั้งนี้ไม่ทำการทดสอบสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดแต่เป็นการทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนมีแบบแผนที่เป็นอิสระต่ออัตราผลตอบแทนก่อนหน้าหรือไม่ การไม่สามารถทดสอบสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพได้เนื่องจากไม่มีแบบจำลองใดสามารถอธิบายได้อย่างชัดเจนว่าอัตราผลตอบแทนปกติควรเป็นเท่าไร ดังนั้นการศึกษาบนการใช้ CAPM Model เช่น Three Factor Model (หากรวมผลกระทบของ Momentum Effect จะเป็น Four-Factor Model) ไม่มีความสามารถเพียงพอที่จะนำมาทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดได้ แนวคิดนี้ยังถูกนำไปใช้กับแบบจำลอง APT : Arbitrage Pricing Theory อีกด้วย อย่างไรก็ตามโดยปกติ Event Studies จะถูกใช้ในการทำการทดสอบอัตราผลตอบแทนในระยะยาวมักจะมีการทดสอบในสองรูปแบบคือ (1) การทดสอบสมมติฐานร่วม (Joint Hypothesis) ของสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพและแบบจำลองปกติ (2) ทดสอบว่ามีความแตกต่างหรือมีการเกิดรูปแบบใหม่เมื่อนำมาเปรียบเทียบกับรูปแบบเดิมหรือไม่ (3) หากมีกำไรเกินปกติเกิดขึ้นอย่างแท้จริง ควรจะสามารถคาดการณ์ความแตกต่างระหว่างกำไรเกินปกติเมื่อเปรียบเทียบกับวิธีอื่นได้ การอธิบายการเกิดขึ้นของ Post-Earnings Announcement Drift อาจมาจาก 3 สาเหตุ สาเหตุแรกคือความผิดพลาดของระเบียบวิธีการวิจัย (Methodology) หรือขั้นตอนในการวิจัยไม่ถูกต้อง ทำให้ผลการวิจัยนั้นออกมาว่ามีการ Drift แต่ Drift นั้นไม่เกิดขึ้นจริง สาเหตุที่สอง คือความผิดพลาดในแบบจำลองการประมาณผลตอบแทนที่คาดหวัง เนื่องจากการเกิด Earnings Surprise ที่ส่งผลกระทบจะนำไปสู่การปรับตัวขึ้น-ลงของดุลยภาพของผลตอบแทนตามโมเดลที่นักลงทุนคาดหวัง และสาเหตุที่

สามหรือสาเหตุสุดท้ายคือผู้ลงทุนมีปฏิกิริยาน้อยกว่าปกติ (Underreaction) ต่อข้อมูลผลประกอบการหรือตัวเลขที่ประกาศออกมาในขณะนั้น ทำให้กว่าจะมีการปรับตัวของผลตอบแทนใช้เวลาที่ค่อนข้างนาน หรือมีการเปลี่ยนแปลงระดับผลตอบแทนในภายหลัง

Brandt (2006) และ Foster, Olsen & Shevlin (1984) ทำการศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2545 ถึงปี พ.ศ. 2552 ได้จำลอง Model เพื่อพยากรณ์ค่าผลตอบแทนที่คาดหวัง และในช่วงต่อมาของการศึกษาเหตุการณ์ Post-Earnings-Announcement Drift ได้นำค่าคาดหวังของนักวิเคราะห์ (Analyst Forecast) มาใช้เป็นข้อมูลตัวแปรหนึ่งเพื่อเปรียบเทียบกับวิธีการหาค่าผลตอบแทนที่คาดหวังอื่นๆ เนื่องจากการคาดหวังของนักวิเคราะห์อาจจะเป็นตัวแทนของการคาดการณ์อัตราผลตอบแทนตลาดเนื่องจากนักวิเคราะห์มีเครื่องมือและสามารถเข้าถึงข้อมูลได้รวดเร็วกว่า ถ้าผลประกอบการมีตัวเลขทางการที่เงินที่แตกต่างไปจากสิ่งที่นักวิเคราะห์คาดหวังจะมีการเกิดการ Drift ขึ้น โดยการศึกษาครั้งนี้ไม่ได้นำค่าคาดหวังของนักวิเคราะห์มาศึกษา เพราะค่าคาดหวังของนักวิเคราะห์มีเฉพาะในหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายมาก ทำให้ข้อมูลไม่ครอบคลุมหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมด และระยะเวลาสามารถเก็บข้อมูลบทวิเคราะห์ได้มีเพียงหนึ่งปี ซึ่งอาจไม่เพียงพอต่อการเป็นตัวแปรในการทำสมการเชิงถดถอยซึ่งต้องมีข้อมูลอย่างต่ำเกิน 5 ปีเป็นต้นไป แนวคิดความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการรายไตรมาส (Quarterly Earnings)

Griffin (1977) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการรายไตรมาสย้อนหลังที่มีต่อเนื่องกัน โดยข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูล Time Series จากผลการศึกษาพบว่าผลประกอบการรายไตรมาสปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในไตรมาสถัดไป (First Order Autoregressive Process) จากผลการวิจัยดังกล่าวสามารถกล่าวได้ว่าสามารถนำผลประกอบการในอดีตมาทำนายผลประกอบการในอนาคต และนอกจากนี้ยังผลของฤดูกาลหรือ Seasonal เข้ามาเกี่ยวข้องอีกด้วย ยกตัวอย่างเช่น ผลประกอบการของไตรมาสนี้ของปีที่แล้วมีผลกับไตรมาสนี้ของปีปัจจุบัน หลังจากนั้นไม่นาน Foster (1977) ได้ทำการศึกษา Time-Series Properties ของผลประกอบการทั้งหมด โดยจากผลการวิจัยแบ่งออกเป็นสองส่วนหลักๆ ส่วนแรกคือศึกษาความสามารถของการพยากรณ์ค่าของตัวแปรใน Series ของตัวเองในอนาคต โดยใช้การสร้างสมการในการพยากรณ์ (Forecasting Model) ซึ่งประกอบด้วย (1) ตัวแปรที่เป็นตัวแทนของผลประกอบการไตรมาสล่าสุด (Adjacent Quarter-to-Quarter Component) และ (2) ตัวแทนของฤดูกาล (Seasonal Component) โดยพบว่าตัวแปรที่เป็นผลประกอบการของไตรมาสล่าสุดสามารถนำมาใช้พยากรณ์ผลประกอบการรายไตรมาสถัดไปโดยประมาณการจากค่าคาดหวังของตลาด ผลการศึกษาดังกล่าวมีความสอดคล้องกับ Griffin (1977) และยังมีหลักฐานที่บ่งชี้ได้ว่าหากผลประกอบการไม่ขึ้นไปตามที่คาดหวังจะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ

จากการศึกษาเชิงประจักษ์ของ Ball & Brown (1968) พบว่าสามารถนำตัวเลขกำไรทางบัญชีมาเป็นตัวแปรในสมการถดถอยเพื่อใช้ในการประมาณค่า Earning Surprise พบว่าหากมีการเปลี่ยนแปลงของตัวเลขทางบัญชีจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ยังมีการปรับตัวจากการประกาศผลประกอบการ หรือเกิดเหตุการณ์ Post-Earnings Announcement Drift ขึ้น โดยจากผลการศึกษาพบว่ามีการปรับตัวในราคาหลักทรัพย์ทั้งการประกาศผลกำไรซึ่งเป็นผลในด้านบวกและการประกาศผลขาดทุนซึ่งเป็นผลทางด้านลบ

Fama (1998) พยายามวิจัยโดยหาหลักฐานมาปฏิเสธการเกิด Post-Earnings Announcement Drift โดยกล่าวว่าหากผลการวิจัยสรุปได้ว่าพบผลตอบแทนเกินปกติ อาจเกิดจากการที่นักวิจัยใช้แบบจำลอง (Methodology) ที่ไม่สอดคล้องและไม่เหมาะสม หรือมีการใช้วิธีการปรับค่าความเสี่ยงที่ผิดเลยส่งผลให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติ โดยหากมีการปรับเปลี่ยนแบบจำลองใหม่ จะพบว่าผลตอบแทนเกินปกติก็จะหายไป โดยยิ่งกลุ่มตัวอย่างน้อย ค่าเบี่ยงเบนและความผิดพลาดก็มีโอกาสจะมากขึ้นตาม

Bartov (2000) ผู้ลงทุนส่วนใหญ่ที่เชื่อถือข่าวสารจากสื่อมากกว่าศึกษาวิเคราะห์ด้วยตนเอง (Unsophisticated Investor) หรือเป็นนักลงทุนกลุ่ม Unsophisticated Investor ไม่มีรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับตัวเลขทางการบัญชี กระบวนการเปลี่ยนแปลงกำไร ทำให้เกิดความคาดหวังในทิศทางที่ผิด และเมื่อไปลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้เกิดความผิดพลาดขึ้น ศึกษาโดยเปรียบเทียบระหว่างนักลงทุนสถาบันกับนักลงทุนรายย่อย ผลการศึกษาพบว่า หากหลักทรัพย์ถูกถือโดยนักลงทุนสถาบันการ Drift ก็จะมีน้อยลง

สำหรับตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศจากงานวิจัยของ Liu, Strong & Xu (2003) พบว่าในตลาดหุ้นในสหราชอาณาจักร มีการเกิดขึ้นของ Post-Earnings-Announcement Drift ซึ่งสอดคล้องกับ Forner, Sanabria & Marhuenda (2009) ซึ่งทำงานวิจัยของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสเปนพบว่าประเทศสเปนมีการเกิด Drift เช่นเดียวกัน

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Angela, Jeremy & Lisa (2006) เรื่องผลของมุมมองของผู้บริหารที่มีต่อบริษัท มุมมองของผู้บริหารมีผลต่อธุรกิจและความคาดหวังของนักลงทุน การที่ผู้บริหารมองธุรกิจในเชิงบวกหรือการมองธุรกิจในเชิงลบและการสื่อสารออกไปยังนักลงทุนในตอนที่มีการประกาศผลประกอบการ ข้อมูลที่ประกาศออกไปนั้นจะมีข้อมูลการคาดการณ์อนาคตข้างหน้าของธุรกิจและตลาดโดยรวมและนักลงทุนมีการมีการตอบสนองต่อข้อมูลเชิงบวกและข้อมูลเชิงลบที่ผู้บริหารประกาศออกมาหลังจากที่ได้มีการขจัดตัวแปรอื่นๆ ที่มีอิทธิพลต่อการประกาศผลประกอบการออกไปรวมถึงการควบคุมตัวแปรเรื่องผลประกอบการที่ต่างจากความคาดหวัง (Earnings Surprise) โดยการทำการวิจัยได้ใช้โปรแกรมเพื่อที่จะวัดระดับของการมององค์กรในเชิงบวกและการมององค์กรในเชิงลบของผู้บริหารโดยทำการเก็บตัวอย่างประมาณ 24,000 ครั้งที่มีการ

ประกาศผลประกอบการระหว่างปี ค.ศ.1998 ถึง ปี ค.ศ.2003 จากการวิจัยดังกล่าวพบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการที่ผู้บริหารมีการมองธุรกิจในเชิงบวกและมีความสัมพันธ์เชิงลบหากผู้บริหารมองธุรกิจเชิงลบโดยมีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญโดยตลาดมีการตอบสนองการมองธุรกิจเชิงบวกหรือเชิงลบของผู้บริหารในการประกาศผลประกอบการ จากผลการวิจัยพบว่า การที่ผู้บริหารให้ข้อมูลทางบวกหรือข้อมูลทางลบจะทำให้มีการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ต่อผลประกอบการของกิจการไปสู่ตลาดและตลาดจะตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารดังกล่าว

Sedor (2002) จากงานวิจัยพบว่าข้อมูลข่าวสารของกิจการทำการสื่อสารผ่านช่องทางที่มีการเปิดเผยเช่นการพยากรณ์ผลประกอบการของนักวิเคราะห์ที่ได้รับอิทธิพลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารผู้ถือครองข้อมูลภายในของกิจการ การถือครองข้อมูลเช่นแนวโน้มของราคาหลักทรัพย์ของนักวิเคราะห์ ทำให้นักลงทุนมีการคาดการณ์แนวโน้มจากอิทธิพลที่ได้รับจากนักวิเคราะห์ดังนั้นก็มีความเป็นไปได้ว่าผู้บริหารได้ส่งต่อข้อมูลของการมองธุรกิจทั้งทางบวกและทางลบไปยังผู้ที่มีความเกี่ยวข้องกับตลาดเกี่ยวกับการคาดการณ์ผลประกอบการในอนาคต โดยถ้าข้อมูลที่ประกาศออกมา นั้นไม่ใช่เหตุการณ์โดยปกติพบว่ามุมมองของผู้บริหารมีผลต่อการคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

Liu (2013) ในเนื้อหาบางส่วนของงานวิจัยเกี่ยวกับการที่บทวิเคราะห์ พบว่า คำแนะนำของนักวิเคราะห์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ที่มีผลทางจิตวิทยากับนักลงทุน โดยพบว่าหากนักวิเคราะห์แนะนำให้นักลงทุนทำการขายหลักทรัพย์ จะส่งผลกระทบต่อนักลงทุนมากกว่าการที่บทวิเคราะห์แนะนำให้ซื้อ เนื่องจากบทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่จะแนะนำให้ซื้อหรือลงทุนมากกว่าการที่แนะนำให้ขาย นอกจากนี้ยังมีหลักฐานบ่งชี้ว่าหากมีการเปลี่ยนแปลงคำแนะนำจากซื้อเป็นขาย จะส่งให้ราคาหลักทรัพย์นั้นได้รับผลกระทบทางลบมากกว่า การเปลี่ยนแปลงคำแนะนำจากขาย เป็น ซื้อ

### 2.2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องในประเทศไทย

สำหรับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยก็มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง Earnings Announcement กับผลตอบแทนเกินปกติ เช่นเดียวกัน โดยผลการศึกษาเหตุการณ์ Post-Earnings-Announcement Drift ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย มีรายละเอียดดังนี้

Suthita (2009) ศึกษา Event Study กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย ของผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ ในงานวิจัยได้ทำการศึกษาเหตุการณ์ประกาศจ่ายเงินปันผล ของบริษัทจดทะเบียนโดยใช้ข้อมูลในปี พ.ศ. 2548-2551 แบ่งตามการจ่ายเงินปันผล และแบ่งตามหมวดอุตสาหกรรม จากผลการศึกษาพบว่า มีผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยหากนักลงทุนในช่วงเวลาดังกล่าวจะได้ผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาทุกช่วงที่มีประกาศจ่ายเงินปันผล

Chanatip (2010) จากผลการวิจัยพบว่าจากผลประกอบการรายไตรมาส ไม่พบผลตอบแทนเกินปกติสะสม ทั้งค่าคาดหวังจากการประกาศผลประกอบการของบริษัท และค่าคาดหวังที่เกิดจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ทำให้ในงานวิจัยดังกล่าว ไม่สามารถมีข้อสรุปแน่ชัดได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเกิดหลักฐานเชิงประจักษ์ว่ามี Post Earning-Announcement Drift จริง อย่างไรก็ตามหากค่าที่ได้เกิดการ Drift ขึ้น จะแสดงถึงความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดในช่วงการประกาศผลประกอบการซึ่งเป็นช่วงระยะเวลาสั้นๆ ระยะเวลาไม่เกิน 60 วัน และยังเป็นหลักฐานที่บ่งชี้ได้ว่าการลงทุนแต่ครั้ง นักลงทุนได้นำข้อมูลผลประกอบการในอดีตมาเป็นตัวเปรียบเทียบประกอบการตัดสินใจ

Charatchawengpong (2010) กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยพบว่า การเข้าร่วมกิจกรรมวันบริษัทจดทะเบียนพบนักลงทุน (Opportunity Day) จะทำให้บริษัทจดทะเบียนได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาด (Abnormal Return) รวมถึงหลักทรัพย์มีสภาพคล่อง (Abnormal Trading Volume) ที่สูงกว่าตลาดอีกด้วย

## บทที่ 3 ระเบียบวิธีการศึกษา

ในการศึกษาเรื่องการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศบทวิเคราะห์ของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (เปรียบเทียบกับธุรกิจขนาดใหญ่ SET100 Index กับ MAI) ผู้วิจัยได้มีการดำเนินการศึกษาตามระเบียบวิธีวิจัย ขั้นตอนดังต่อไปนี้

### 3.1 ประเภทของงานวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นงานวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) และใช้เครื่องมือทางสถิติในการวิเคราะห์เพื่อทำการทดสอบหาข้อเท็จจริงของข้อมูลที่ทำการศึกษาในครั้งนี้

### 3.2 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และกลุ่มดัชนี SET100 จำนวน 100 บริษัท เนื่องจากเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูงที่สุด 100 อันดับแรกและมีสภาพคล่องสูงและมีมูลค่าการซื้อขายสูงสุด 100 อันดับแรกติดต่อกันไม่น้อยกว่า 3 เดือน มีการกระจายของผู้ถือหลักทรัพย์รายย่อยอย่างเหมาะสม โดยกลุ่มตัวอย่างจะต้องมีบทวิเคราะห์ในช่วงปี 2559 โดยเกณฑ์ในการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่จะนำมาทดสอบจะต้องมีรายชื่ออยู่ในกลุ่มดัชนี SET100 และมีการประกาศบทวิเคราะห์ในช่วงระยะเวลาดังกล่าว จากเกณฑ์ดังกล่าวข้างต้น ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนจำนวน 258 บริษัท ที่มีการประกาศบทวิเคราะห์ โดยแบ่งเป็น

- กลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ (กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอยู่ในดัชนี SET100) รวมทั้งหมดจำนวน 100 บริษัท
  - กลุ่มธุรกิจขนาดกลาง (กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอยู่ในดัชนี SET แต่ไม่อยู่ในดัชนี SET100) รวมทั้งหมดจำนวน 122 บริษัท
  - กลุ่มธุรกิจขนาดเล็ก (กลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI) จำนวน 36 บริษัท
- เมื่อได้ข้อมูลที่จะนำมาใช้ในการศึกษาในการทำวิจัยในครั้งนี้แล้วจึงทำการตรวจสอบความถูกต้องของข้อมูลในเบื้องต้น และพบว่าบางบริษัทจดทะเบียนไม่ได้มีการประกาศบทวิเคราะห์ จึงทำการตัดข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้มีการประกาศบทวิเคราะห์ออกไป ทำให้มีข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาตามรายละเอียดข้างต้น

### 3.3 สัญลักษณ์ที่ใช้แทนตัวแปร

**CARSET100B60 หมายถึง** อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมก่อนเกิดเหตุการณ์ 60 วันของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอยู่ในดัชนี SET100

**CARSET100A60 หมายถึง** อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมหลังเกิดเหตุการณ์ 60 วันของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอยู่ในดัชนี SET100

**CARSETB60 หมายถึง** อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมก่อนเกิดเหตุการณ์ 60 วันของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแต่ไม่อยู่ในดัชนี SET100

**CARSETA60 หมายถึง** อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมหลังเกิดเหตุการณ์ 60 วันของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแต่ไม่อยู่ในดัชนี SET100

**CARMAIB60 หมายถึง** อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมก่อนเกิดเหตุการณ์ 60 วันของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI

**CARMAIA60 หมายถึง** อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมหลังเกิดเหตุการณ์ 60 วันของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI

### 3.4 เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาในครั้งนี้เป็นการศึกษาแบบเหตุการณ์ที่สนใจ (Event Study) โดยใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ นำมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมก่อนเกิดเหตุการณ์และหลังจากที่เกิดเหตุการณ์หลังจากนั้นนำไปทดสอบสมมติฐานด้วยวิธีการทางสถิติ (Independence T-Test) เพื่อทดสอบความแปรปรวนของหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลาและสรุปผลข้อมูล

### 3.5 การทดสอบการพยากรณ์ผลตอบแทนในอนาคตโดยใช้เหตุการณ์ที่สำคัญ

การทดสอบของการพยากรณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยใช้เหตุการณ์ที่สำคัญอย่างใดอย่างหนึ่งที่เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาเดียวกันหรือในช่วงระยะเวลาที่ใกล้เคียงกัน เป็นแนวคิดที่ใช้สำหรับทดสอบการเกิดผลตอบแทนเกินปกติที่ใช้กันอย่างแพร่หลาย โดยวิธีการดังกล่าวจะถูกนำมาใช้ในช่วงที่มีการประกาศข่าวสารข้อมูลที่สำคัญของบริษัท โดยเป็นการทดสอบเพื่อแสดงผลที่ว่าอัตรา

ผลตอบแทนมีการปรับตัวต่อข้อมูลข่าวสารหรือไม่ หากอัตราผลตอบแทนมีการปรับตัวอย่างรวดเร็วต่อการประกาศข่าวข้อมูลใหม่และสะท้อนราคาของหลักทรัพย์เรียบริ้อย ดังนั้นนักลงทุนจึงไม่สามารถที่จะสร้างผลกำไรจากการลงทุน ให้ได้รับผลตอบแทนเกินปกติจากการซื้อขายหลักทรัพย์ หลังจากที่ได้รับข้อมูลข่าวสาร

ข้อมูลที่เผยแพร่ตามสาธารณะที่นำมาใช้ในการประกอบการทดสอบส่วนใหญ่ ได้แก่ การประกาศผลการดำเนินงานประจำไตรมาส การประกาศผลการดำเนินงานประจำปี การประกาศเงิน

ปันผลและการขึ้นเครื่องหมาย XD การประกาศการลงทุนเดิม การประกาศควบรวมกิจการ การแตกพาร์หุ้น การซื้อ-ขายหุ้นคืนสู่บริษัท การขายหุ้นเพิ่มทุน การเสนอขายหุ้นออกใหม่แก่สาธารณชนครั้งแรก การจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และข้อมูลข่าวสารทั่วไปที่นักลงทุนไม่คาดคิดว่าจะเกิดขึ้น ข่าวการประกาศตัวเลขทางเศรษฐกิจซึ่งมีผลกระทบต่อบริษัท และการเปลี่ยนแปลงข้อมูลที่สำคัญทางบัญชี เช่น การเปลี่ยนแปลงวิธีในการบันทึกต้นทุน เป็นต้น จากผลการวิจัยทั้งในประเทศไทยและในต่างประเทศพบว่า ผลการศึกษาดังกล่าวได้สนับสนุนสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดในระดับปานกลาง

การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ถูกนำเสนอเป็นครั้งแรกโดย Fama (1970) โดยเป็นการศึกษาเกี่ยวกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อข้อมูลข่าวสารต่างๆ ที่ได้ประกาศออกไป โดยการศึกษาสนับสนุนสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดระดับกลาง และต่อมานักวิจัยจำนวนมากได้นำวิธีการนี้มาใช้โดยใช้ศึกษาในกรณีที่มีการประกาศข้อมูลข่าวสารและผู้วิจัยต้องการทราบผลกระทบของข่าวสารที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาสั้นๆ ที่เกิดเหตุการณ์ ซึ่งข้อดีของวิธีการนี้คือการทำผลตอบแทนรายวันที่คาดหวังมีค่าเข้าใกล้ศูนย์ ทำให้แบบจำลองของผลตอบแทนที่คาดหวังที่ได้ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนที่เกินปกติมากนั้น และทำการศึกษาในช่วงระยะเวลาที่ค่อนข้างสั้น โดยมีข้อสมมติว่าการตอบสนองของราคาที่มีต่อเหตุการณ์มีระยะเวลาในช่วงสั้นเท่านั้น และการเคลื่อนไหวของราคาเป็นตัวที่สะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมด

การศึกษารุ่นนี้เป็นการศึกษาถึงความเร็วของการปรับตัวของราคาผลตอบแทนที่มีต่อข้อมูลข่าวสารในระยะเวลาสั้นๆ โดยใช้เหตุการณ์ที่สำคัญ คือการประกาศบทวิเคราะห์โดยบริษัทหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงมีการศึกษาถึงขั้นตอนการทดสอบ โดยใช้เหตุการณ์สำคัญที่เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาที่สนใจ จะทำการทดสอบ โดยการทดสอบในครั้งนี้เป็นการทดสอบผลกระทบจากเหตุการณ์ต่าง ๆ ที่เกิดขึ้น โดยการประมาณค่าเปรียบเทียบผลที่เกิดขึ้นหากเกิดเหตุการณ์นั้นและผลที่เกิดขึ้นถ้าไม่เกิดเหตุการณ์

ธีรศักดิ์ ธาราศานิต (2546) สรุปขั้นตอนลำดับเหตุการณ์ที่ใช้ในการทดสอบเหตุการณ์สำคัญที่ผู้วิจัยสนใจหรือ (Event Study) ไว้ดังนี้

1. ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลราคาของหลักทรัพย์ที่มีเหตุการณ์พิเศษ โดยการเก็บข้อมูลนี้อาจเป็นข้อมูลรายเดือน รายสัปดาห์ รายวัน หรือข้อมูลการซื้อขายในระหว่างวัน
2. กำหนดให้วันที่มีเหตุการณ์ (The Event Date) เป็นวันที่ 0
3. กำหนดช่วงเวลาก่อนเหตุการณ์ที่ไม่มีผลกระทบจากเหตุการณ์นั้นๆ โดยช่วงเวลานี้จะต้องเป็นช่วงเวลาที่ไม่มีผลกระทบจากเหตุการณ์ต่างๆที่อาจส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงปกติ โดยช่วงเวลานี้จะใช้สำหรับการคำนวณผลกระทบจากเหตุการณ์ที่จะวัดโดยใช้เปรียบเทียบผลหากเกิดและไม่เกิดเหตุการณ์



4. กำหนดวันรอบ ๆ วันที่มีเหตุการณ์เป็นช่วงเวลา (Event Period) เปลี่ยนช่วงเวลานั้นเป็นเวลาที่ห่างจากเหตุการณ์เป็นช่วง ๆ เช่น -15,-30 ... ,-60, 0,+15, ... ,+30,+60

5. หาผลตอบแทนของแต่ละหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้น (Actual Return) โดยผลตอบแทนจะเป็นผลตอบแทนในช่วงเวลาต่างๆ เช่น ผลตอบทรายวัน หาคำถามงานวิจัยเป็นรายวัน หรือผลตอบแทนรายเดือนหากคำถามในการวิจัยเป็นรายเดือน เป็นต้น

6. หาผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return) ของแต่ละหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผลต่างของผลตอบแทนที่เกิดขึ้น กับผลตอบแทนที่คาดหวัง โดยผลตอบแทนที่คาดหวังในครั้งนี่คือผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ MAI

7. นำอัตราผลตอบแทนที่ได้มาหาค่าสะสมของผลตอบแทนที่เกินปกติของแต่ละหลักทรัพย์ และใช้ข้อมูลของค่าสะสมที่ได้ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน ณ ระดับความเชื่อมั่นต่างๆทางสถิติ

8. นำข้อมูลอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่พบ (Cumulative Abnormal Return, CAR) ที่มีผลทางสถิติ (Sig.) มาอธิบายผล

9. สรุปผลการทดสอบและอภิปรายผล

### 3.6 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษาครั้งนี้ เก็บรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์ และการประกาศทวิเคราะห์ จากฐานข้อมูลหลัก 2 แหล่ง คือ

1. ข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) แบบรายวัน ในช่วงปี 2558 – 2559 นำมาจากฐานข้อมูลจาก [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)
2. ข้อมูลเกี่ยวกับวันที่มีการประกาศทวิเคราะห์ และ จำนวนครั้งที่มีการประกาศ ในช่วงปี 2558 – 2559 นำมาจากฐานข้อมูลจาก [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)
3. การแบ่งกลุ่มข้อมูล เพื่อทดสอบผลกระทบของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศเงินปันผล โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างตามขนาดธุรกิจ ได้แก่ ธุรกิจขนาดใหญ่ และ ธุรกิจขนาดกลางและย่อย

### 3.7 กำหนดช่วงเหตุการณ์ที่ศึกษา

การศึกษานี้ได้ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ โดยใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) โดยแบ่งช่วงระยะเวลาระหว่างเกิดเหตุการณ์เป็น 3 ช่วงเวลา

ช่วงที่ 1 ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ คือช่วง 60 วัน ก่อนวันประกาศทวิเคราะห์

ช่วงที่ 2 วันที่เกิดเหตุการณ์ประกาศทวิเคราะห์เป็นวันที่ 0

ช่วงที่ 3 ช่วงหลังเหตุการณ์ 60 วัน หลังการประกาศทวิเคราะห์

การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาถึงผลกระทบจากการประกาศบทวิเคราะห์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในกรณีบริษัทที่มีขนาดแตกต่างกันโดยแบ่งตามทุนจดทะเบียนและราคาตามมูลค่าตลาดว่าจะได้รับผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เหมือนหรือแตกต่างกันอย่างไร

### 3.8 การจัดกลุ่มประชากร

ในการศึกษาครั้งนี้มีบริษัทจำนวน บริษัท ที่มีการประกาศบทวิเคราะห์ระหว่างปี พ.ศ. 2558– พ.ศ. 2559 โดยแบ่งการศึกษาเป็น 3 กลุ่มตัวอย่าง (รายละเอียดบริษัทตามตารางที่ 1.1 แนบท้ายในภาคผนวก) ได้แก่

- กลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ (กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอยู่ในดัชนี SET100) รวมทั้งหมดจำนวน 100 บริษัท
- กลุ่มธุรกิจขนาดกลาง (กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอยู่ในดัชนี SET แต่ไม่อยู่ในดัชนี SET100) รวมทั้งหมดจำนวน 122 บริษัท
- กลุ่มธุรกิจขนาดกลางและเล็ก (กลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI) จำนวน 36 บริษัท

### 3.9 ขั้นตอนในการศึกษา

การศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อการประกาศบทวิเคราะห์ ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ โดยใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) การศึกษาดังกล่าวถูกนำเสนอเป็นครั้งแรกโดย Fama(1970) โดยมีพื้นฐานมาจากการศึกษา Post-Earnings Announcement Drift ซึ่งต่อมาทีมงานวิจัยจำนวนมากได้นำเทคนิคนี้มาใช้ โดยมีการศึกษาจำนวนมากที่มุ่งเน้นการศึกษาผลกระทบของข้อมูลข่าวสารใหม่ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนในช่วงระยะสั้นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ โดยการศึกษาในครั้งนี้ทำการศึกษาในช่วงเวลาก่อนประกาศบทวิเคราะห์ 60 วัน และกำหนดให้วันที่มีเหตุการณ์ (Event Date) เป็นวันที่มีการประกาศบทวิเคราะห์ โดยช่วงเวลาที่ศึกษานี้จะต้องเป็นช่วงเวลาที่ไม่มีผลกระทบจากเหตุการณ์ต่าง ๆ ของบริษัทที่อาจมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

#### 3.9.1 การคำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์

การศึกษาครั้งนี้จะใช้ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จากการเปลี่ยนแปลงราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถคำนวณจากสมการดังนี้

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

$$P_{it-1}$$

โดยกำหนดให้

$R_{it}$  = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$

$P_{it}$  = ราคาปิดหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$

$P_{it-1}$  = ราคาปิดหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t-1$

### 3.9.2 การคำนวณผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

หลักทรัพย์ที่ใช้การศึกษาครั้งนี้คือแบ่งออกเป็นหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI  
 กรณีที่ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการศึกษาจึงใช้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการคำนวณผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ โดยคำนวณจากสมการดังนี้

$$R_{mkt} = \frac{SET_t - SET_{t-1}}{SET_{t-1}}$$

โดยกำหนดให้

$R_{mkt}$  = ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ SET รายวันในวันที่  $t$

$SET_t$  = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ SET ในวันที่  $t$

$SET_{t-1}$  = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ SET ในวันที่  $t-1$

หลังจากนั้นนำอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ไปคำนวณผลตอบแทนที่เกินปกติ  
 กรณีที่ทำการศึกษาโดยใช้หลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI ในการศึกษาจึงใช้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ MAI ในการคำนวณผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ โดยคำนวณจากสมการดังนี้

$$R_{mkt} = \frac{MAI_t - MAI_{t-1}}{MAI_{t-1}}$$

โดยกำหนดให้

$R_{mkt}$  = ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ MAI รายวันในวันที่  $t$

$MAI_t$  = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ MAI ในวันที่  $t$

$MAI_{t-1}$  = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ MAI ในวันที่  $t-1$

หลังจากนั้นนำอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ไปคำนวณผลตอบแทนที่เกินปกติ

### 3.9.3 การคำนวณหาผลตอบแทนที่เกินปกติ

การคำนวณหาผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ โดยใช้วิธีการคำนวณหาผลตอบแทนที่เกินปกติแบบ Market Adjusted Return ซึ่งวิธีนี้จะเชื่อว่า ผลตอบแทนแบบปกติของหลักทรัพย์จะเท่ากับผลตอบแทนของตลาด ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์จึงเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง หักออกด้วยผลตอบแทนของตลาด (อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของ

หลักทรัพย์) และเนื่องจากการศึกษาตามแนวทาง Event Study นี้ถือว่าเหตุการณ์อื่นที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ได้รวมอยู่ในอัตราผลตอบแทนของตลาดแล้วดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (AR) ที่เกิดขึ้นจึงเป็นผลกระทบจากเหตุการณ์ที่ศึกษาเท่านั้นและเนื่องจากเป็นช่วงระยะเวลาสั้นๆ จึงไม่มีตัวแปรอื่นมามีผลกระทบต่อราคาก่อนหลัง โดยเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mkt}$$

โดยกำหนดให้

$AR_{it}$  = ผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$

$R_{it}$  = ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$

$R_{mkt}$  = ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ในวันที่  $t$

### 3.9.4 การคำนวณหาผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม

นำผลตอบแทนที่เกินปกติมาหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) เพื่อหาผลตอบแทนที่เกินปกติทั้งหมดในช่วงที่ประกาศบทวิเคราะห์สามารถคำนวณได้จากสมการ

$$CAR_t = \sum_{t=1}^n AR_{it}$$

$$t = 1$$

โดยกำหนดให้

$CAR_t$  = ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมตั้งแต่วันที่  $t$

$AR_{it}$  = ผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันของหลักทรัพย์ในวันที่  $t$

### 3.9.5 การทดสอบทางสถิติ

ก่อนที่ผู้วิจัยจะดำเนินการทดสอบทางสถิติ ผู้วิจัยจะต้องดำเนินการทดสอบคุณภาพของข้อมูล ว่าข้อมูลมีคุณภาพหรือไม่ โดยถ้าหากนำข้อมูลไม่มีคุณภาพมาใช้ในการทดสอบ อาจจะทำให้ค่าคลาดเคลื่อนไม่สะท้อนความเป็นจริงได้ ในการทำการทดสอบคุณภาพของข้อมูลนั้น มีรายละเอียดการทดสอบคุณภาพของข้อมูล โดยใช้โปรแกรม E-Views เพื่อทำการทดสอบข้อมูลด้วยวิธีการทางสถิติดังต่อไปนี้

#### 3.9.5.1 ทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Unit Root Test) การทดสอบคุณสมบัติการ

นิ่ง

การทดสอบคุณสมบัติการนิ่ง (AutoRegressive Model) ในการอธิบายพฤติกรรมของนักลงทุนโดยมีขั้นตอนดังนี้ (1) ทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Unit Root Test) (2) การทดสอบคุณสมบัติการนิ่ง (Stationary) ของข้อมูลอนุกรมเวลาด้วยวิธี Unit Root แบบ ADF test การทดสอบคุณสมบัติการนิ่ง (Stationary) ของข้อมูลอนุกรมเวลาที่ใช้ในการศึกษาของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศ ด้วยวิธี Unit Root แบบ ADF test โดยเป็นการทดสอบว่าข้อมูลนั้นมี

ความหยุดนิ่ง (Stationary) หรือไม่ โดยการทดสอบในครั้งนี้ นำตัวแปรที่จะใช้ทดสอบสมมติฐานทางสถิติทั้งหมด ได้แก่ ข้อมูล CAR ณ ช่วงเวลาที่ทำการทดสอบ ซึ่งถึงแม้ข้อมูลที่นำมาศึกษานั้นเดิมเป็นข้อมูลอนุกรมที่ได้ทำการจัดกลุ่มข้อมูลใหม่ ซึ่งในการทดสอบหากพบว่าข้อมูลมีคุณสมบัติไม่หยุดนิ่ง (Non-Stationary) ถ้านำผลมาใช้อาจทำให้ได้ข้อมูลที่ผิดๆ ในกรณีดังกล่าวจึงต้องแปลงข้อมูลให้มีความหยุดนิ่งเสียก่อน เพื่อนำไปใช้ในการประมาณค่าในแบบจำลองได้

การที่จะแปลงข้อมูลอนุกรมเวลาให้มีความหยุดนิ่งนั้น สามารถทำได้โดยการทำผลต่างอันดับหนึ่งของข้อมูล (1<sup>st</sup> Difference) และการทำผลต่างอันดับสองของข้อมูล (2<sup>nd</sup> Difference) ในกรณีที่ทำ 1<sup>st</sup> Difference แล้วข้อมูลยังไม่หยุดนิ่ง ซึ่งการทดสอบ Unit Root ครั้งนี้ใช้วิธีการของ Augmented Dickey-Fuller: ADF ด้วยโปรแกรม EViews และมีการแก้ปัญหาความไม่หยุดนิ่งของข้อมูลด้วยการทำ 1<sup>st</sup> Difference การทดสอบ Dickey Fuller จะเริ่มจากการทดสอบ Autoregressive Model ของข้อมูลมีสมการดังนี้

$$X_t = \alpha_0 + \alpha_1 T + \alpha_2 X_{t-1} + u_t$$

$$\text{โดยที่ Mean}(u_t) = 0 \text{ และ Var}(u_t) = \sigma^2$$

$$\Delta X_t = \alpha_0 + \alpha_1 T + \alpha_2^* X_{t-1} + u_t$$

$$\text{โดยที่ } \alpha_2^* = \alpha_2 - 1$$

$$X_t \text{ แทน ตัวแปรที่กำลังศึกษา และ } \Delta X_t = X_t - X_{t-1}$$

$$T \text{ แทน Time Trend ที่เพิ่มเข้ามาเพื่อใช้ทดสอบตัวแปรนั้นว่ามีคุณสมบัติ}$$

ของ Trend Stationary หรือไม่ โดยมี  $\alpha_1$  เป็นค่าสัมประสิทธิ์ของความโน้มเอียง

$\alpha_0$  แทน จุดตัดแกนของข้อมูล เพื่อทดสอบว่าข้อมูลมี Drift หรือไม่

การทดสอบ Unit Root มีสมมติฐาน ดังนี้

$$H_0 : \alpha_2^* = 0 \text{ (ข้อมูลตัวแปร X เป็น Non-Stationary)}$$

$$H_1 : \alpha_2^* \neq 0 \text{ (ข้อมูลตัวแปร X เป็น Stationary)}$$

หากข้อมูลที่น่ามาทดสอบมีความนิ่ง จะนำข้อมูลมาทดสอบสมมติฐานทางสถิติ

### 3.9.5.3 ทดสอบสมมติฐานทางสถิติ (Independent T-Test) เพื่อเปรียบเทียบ

ความแตกต่างระหว่างกลุ่มตัวอย่าง 2 กลุ่ม

การศึกษาในครั้งนี้เป็นการศึกษาแบบเหตุการณ์ที่สนใจ (Event Study) โดยใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และนำไปทดสอบสมมติฐานทางสถิติ (Independent T-Test) คือการเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างกลุ่มตัวอย่าง 2 กลุ่มโดยกลุ่มตัวอย่างทั้งสองเป็นอิสระต่อกัน ผ่านโปรแกรมทางสถิติ EViews โดยสมการที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานทางสถิติมีรายละเอียดดังนี้

$$T = \bar{X}_1 - \bar{X}_2$$

โดย

$T$  คือ ค่าสถิติที่ทำการทดสอบ ( $T$ -Test)

$\bar{X}_1$  คือ ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนที่เกินปกติก่อนเกิดเหตุการณ์

$\bar{X}_2$  คือ ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนที่เกินปกติหลังเกิดเหตุการณ์

โดยมีสมมติฐานในการทดสอบดังนี้

$$H_0: \bar{X}_1 - \bar{X}_2 = 0$$

$$H_1: \bar{X}_1 - \bar{X}_2 \neq 0$$

หากผลการทดสอบทางสถิติที่ได้คือ ผลต่างของค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนที่เกินปกติก่อนเกิดเหตุการณ์ ( $\bar{X}_1$ ) กับผลต่างของค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนที่เกินปกติหลังเกิดเหตุการณ์ ( $\bar{X}_2$ ) มีค่า P-Value มากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนดคือ 0.05 จากการทดสอบสมมติฐานครั้งนี้จะยอมรับสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) ซึ่งหมายความว่า ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนที่เกินปกติก่อนเกิดเหตุการณ์ ( $\bar{X}_1$ ) กับผลต่างของค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนที่เกินปกติหลังเกิดเหตุการณ์ ( $\bar{X}_2$ ) มีความคลาดเคลื่อนที่เท่ากัน แต่หากผลของการทดสอบสมมติฐานที่ได้มีค่า P-Value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนดคือ 0.05 จากการทดสอบสมมติฐานครั้งนี้จะปฏิเสธสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) และยอมรับสมมติฐานรอง ( $H_1$ ) ซึ่งหมายความว่าค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนที่เกินปกติก่อนเกิดเหตุการณ์และค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนที่เกินปกติหลังเกิดเหตุการณ์มีความคลาดเคลื่อนที่ไม่เท่ากันหรือแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

### 3.9.6 สมมติฐานในการศึกษา

เพื่อทดสอบความแตกต่างของผลกระทบจากการประกาศทวีตเคราะห์ที่มีผลต่อหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจขนาดกลางเปรียบเทียบกับกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ใน SET 100 โดยมีสมมติฐานดังนี้

#### 3.9.6.1 กลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ (หลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET100)

$$H_0: \bar{X}_1 - \bar{X}_2 = 0$$

การประกาศบทวิเคราะห์ที่ไม่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดใหญ่ที่อยู่ในดัชนี

SET100)

$$H_1: \bar{X}_1 - \bar{X}_2 \neq 0$$

การประกาศบทวิเคราะห์ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดใหญ่ที่อยู่ในกลุ่ม

SET100

3.9.6.2 กลุ่มธุรกิจขนาดกลาง (ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET แต่ไม่อยู่ใน

SET100)

$$H_0: \bar{X}_1 - \bar{X}_2 = 0$$

การประกาศบทวิเคราะห์ที่ไม่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดกลางที่อยู่ใน

ดัชนี SET แต่ไม่รวมหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET100

$$H_1: \bar{X}_1 - \bar{X}_2 \neq 0$$

การประกาศบทวิเคราะห์ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดกลางที่อยู่ในดัชนี

SET แต่ไม่รวมหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET100

3.9.6.3 กลุ่มธุรกิจขนาดกลางและเล็ก (ที่จดทะเบียนในตลาด MAI)

$$H_0: \bar{X}_1 - \bar{X}_2 = 0$$

การประกาศบทวิเคราะห์ที่ไม่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดเล็กที่อยู่ในดัชนี

MAI

$$H_1: \bar{X}_1 - \bar{X}_2 \neq 0$$

การประกาศบทวิเคราะห์ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดเล็กที่อยู่ในดัชนี

MAI

## บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

จากการเก็บรวบรวมราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ และดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index, SET100 Index และ MAI) ทำการคำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ และหลังจากนั้นนำข้อมูลดังกล่าวมาประมวลผลด้วยวิธีการทางสถิติ โดยมีขั้นตอนในการทดสอบทางสถิติเรียงตามลำดับ ดังนี้

### 4.1 การทดสอบสถิติเชิงพรรณนา

#### 4.2 การวิเคราะห์ทางสถิติทั้งหมด

##### 4.2.1 การทดสอบความนิ่งของข้อมูล Stationary (Unit Root Test)

##### 4.2.2 การทดสอบสมมติฐาน และการทดสอบทางสถิติโดยใช้ Independent T-TEST

### 4.1 การทดสอบสถิติเชิงพรรณนา

4.1.1 ข้อมูลรายละเอียดจำนวนการออกบทวิเคราะห์ จากการเก็บรวบรวมข้อมูลการประกาศบทวิเคราะห์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 258 บริษัท ระหว่างปีพ.ศ. 2558-2559 จำนวนทั้งสิ้น 3,997 ครั้ง โดยแบ่งกลุ่มประชากรดังต่อไปนี้

- กลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ (SET100) จำนวน 100 บริษัท
- กลุ่มธุรกิจขนาดกลางและเล็ก (SET) จำนวน 122 บริษัท
- กลุ่มธุรกิจขนาดกลางและเล็ก (MAI) จำนวน 36 บริษัท

ตารางที่ 4.1: จำนวนครั้งที่มีการประกาศบทวิเคราะห์ แยกตามประเภทธุรกิจ

การออกบทวิเคราะห์แยกตามประเภทธุรกิจ	จำนวนครั้งที่มีการออกบทวิเคราะห์	คิดเป็นร้อยละ
ธุรกิจขนาดใหญ่ (SET100)	2,812	70.35
ธุรกิจขนาดกลาง (SET แต่ไม่รวมบริษัทที่อยู่ใน SET 100)	1,001	25.24
ธุรกิจขนาดเล็ก (MAI)	184	4.60
รวมการออกบทวิเคราะห์ทุกประเภทธุรกิจ	3,997	100.00



จากตารางที่ 4.1 ซึ่งเป็นรายละเอียดการออกบทวิเคราะห์แยกตามขนาดของบริษัท พบว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่เช่นบริษัทที่อยู่ในกลุ่ม SET 100 พบว่ามีการออกบทวิเคราะห์มากกว่ากลุ่มอื่น เนื่องจากเป็นบริษัทขนาดใหญ่ มีความมั่นคง และเป็นที่ได้รับความสนใจจากนักลงทุน ทำให้จำนวนบทวิเคราะห์คิดเป็น ร้อยละ 70.35 ของจำนวนบทวิเคราะห์ทั้งหมด ในส่วนของตลาดหลักทรัพย์ MAI เป็นตลาดที่เกิดขึ้นไม่นานและบริษัทมีขนาดเล็ก ในห้ันบางตัวมีสภาพคล่องต่ำ (ไม่มีการซื้อขายในแต่ละวัน) ทำให้นักวิเคราะห์ให้ความสนใจในหลักทรัพย์กลุ่มนี้น้อยกว่า ตามลำดับ

#### 4.1.2 ข้อมูลสรุปคำแนะนำที่ได้รับจากนักวิเคราะห์ แยกตามประเภทตลาดหลักทรัพย์

ตารางที่ 4.2: จำแนกข้อมูลบทวิเคราะห์แยกตามประเภทของคำแนะนำ

คำแนะนำจาก นักวิเคราะห์	SET 100	%SET100	MAI	%MAI	SET	%SET
Accumulate	49	1.74%	1	0.54%	12	1.20%
Buy	2386	84.85%	173	94.02%	849	84.82%
Hold	263	9.35%	8	4.35%	94	9.39%
Neutral	14	0.50%	2	1.09%	3	0.30%
Reduce	5	0.18%			3	0.30%
Sell	86	3.06%			33	3.30%
Switching	1	0.04%				
Take Profit	6	0.21%			7	0.70%
Trading	2	0.07%				
Grand Total	2812	100.00%	184	100.00%	1001	100.00%

จากตารางจะพบว่าคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในการลงทุนมีคำแนะนำให้“ซื้อ”มากที่สุดซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศที่กล่าวว่านักวิเคราะห์ได้รับอิทธิพลจากการมองธุรกิจเชิงบวกของผู้บริหารและในบางครั้งบริษัทจดทะเบียนเป็นผู้ว่าจ้างให้บริษัทหลักทรัพย์ออกบทวิเคราะห์และเมื่อถูกว่าจ้างจากบริษัทก็จะทำให้คำแนะนำในการซื้อขายเป็นไปในลักษณะที่มีความมองธุรกิจเชิงบวกมากไปกว่าความเป็นจริง โดยสัดส่วนคำแนะนำซื้ออยู่ที่ประมาณ 85.0% จากบทวิเคราะห์ทั้งหมด

#### 4.1.3 ค่าสถิติของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่มีการประกาศบทวิเคราะห์

จากผลการศึกษาค่าสถิติของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ก่อนการประกาศบทวิเคราะห์และหลังการประกาศบทวิเคราะห์สามารถทำการสรุปผลได้ดังนี้

ตารางที่ 4.3: สรุปค่าสถิติ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่มีการประกาศบทวิเคราะห์

	N	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
CARSET100B60	2812	0.0129	0.0111	0.4893	-0.9909	0.1197
CARSET100A60	2812	0.0021	-0.0009	0.4600	-1.0094	0.1200
CARSETB60	1001	0.0132	0.0086	0.4253	-0.9786	0.1110
CARSETA60	1001	0.0112	0.0063	0.5943	-0.9471	0.1155
CARMAIB60	184	0.0316	0.0128	0.8792	-0.3204	0.1632
CARMAIA60	184	0.0699	0.0487	1.0716	-0.7240	0.1922

หมายเหตุ: ข้อมูลที่นำมาหาสถิติในครั้งนี้คืออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม โดยเป็นข้อมูลตั้งแต่เดือน มิถุนายน 2558 ถึง กันยายน 2559 (ข้อมูลสำรวจ ณ วันที่ 30 กันยายน 2559)

ค่าสถิติที่ได้จากตารางที่ 4.3 นำมาสรุปภาพรวมได้ดังนี้ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (SET100) ก่อนเกิดเหตุการณ์ 60 วัน มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0129 หรือคิดเป็น 1.29% โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (SET100) หลังเกิดเหตุการณ์ 60 วัน มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0021 หรือคิดเป็น 0.21%

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางที่อยู่ในดัชนี (SET) แต่ไม่รวม (SET100) ก่อนเกิดเหตุการณ์ 60 วัน มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0132 หรือคิดเป็น 1.32% โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางอยู่ในดัชนี (SET) แต่ไม่รวม (SET100) หลังเกิดเหตุการณ์ 60 วัน มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0112 หรือคิดเป็น 1.12%

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่อยู่ในดัชนี (MAI) ก่อนเกิดเหตุการณ์ 60 วัน มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0316 หรือคิดเป็น 3.16% โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่อยู่ในดัชนี (MAI) หลังเกิดเหตุการณ์ 60 วัน มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0699 หรือคิดเป็น 6.99%

## 4.2 การวิเคราะห์ทางสถิติ

4.2.1 การทดสอบความนิ่งของข้อมูล Stationary (Unit Root Test) การวิเคราะห์ทางสถิติ เพื่อตรวจสอบคุณภาพของข้อมูล

ตารางที่ 4.4: ผลการทดสอบ Unit Root Test ณ ระดับข้อมูลที่ Level ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01

Augmented Dickey-Fuller Test (ADF)				
Variable	Unit Root Test	T-Statistic	1% Critical Value	ผลการทดสอบ
CARSET100B60	Level	-16.3342*	-3.4357	Stationary
CARSET100A60	Level	-15.8188*	-3.4357	Stationary
CARSETB60	Level	-10.0588*	-3.4397	Stationary
CARSETA60	Level	-10.0786*	-3.4397	Stationary
CARMAIB60	Level	-5.5719*	-3.4680	Stationary
CARMAIA60	Level	-5.5719*	-3.4680	Stationary

หมายเหตุ \* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05

จากค่า T-Statistic สำหรับ Test Unit Root จากวิธี Augmented Dickey-Fuller Test (ADF) พบว่าทุกตัวแปรที่นำมาทดสอบนั้นมีความนิ่งของข้อมูล ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 โดยสามารถวัดได้จากค่า T-Statistic ว่ามากกว่า Test Critical Value หรือไม่ โดยจากผลการทดสอบพบว่าข้อมูลทุกชุดมีค่า T-stat มากกว่า Critical Value จึงสามารถสรุปได้ว่าข้อมูลมีคุณภาพ และมีความนิ่ง ในครั้งนี้จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่า (Reject  $H_0$ ) ข้อมูลไม่มีความนิ่ง และสามารถนำข้อมูลที่ได้มาไว้เพื่อทดสอบต่อไปในอนาคต

### 4.2.2 การทดสอบสมมติฐาน และการทดสอบทางสถิติโดยใช้ Independent T-TEST

4.2.2.1 ผลการทดสอบกับกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ (กรณีศึกษาหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET100) ตามสมมติฐานดังต่อไปนี้ (ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05)

$$H_0: \bar{x}_1 - \bar{x}_2 = 0$$

การประกาศบทวิเคราะห์ไม่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดใหญ่ที่อยู่ในดัชนี SET100)

$$H_1: \bar{X}_1 - \bar{X}_2 \neq 0$$

การประกาศบทวิเคราะห์มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดใหญ่ที่อยู่ในกลุ่ม SET100

ตารางที่ 4.5: ผลการทดสอบทางสถิติ เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่(กลุ่ม SET100) ในช่วง 60 วันก่อนที่จะมีการประกาศบทวิเคราะห์ เปรียบเทียบกับ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ (กลุ่ม SET100) ในช่วง 60 วันหลังประกาศบทวิเคราะห์ โดยการทดสอบ T-Test

Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean	Probability t-test
CARSET100B60	2812	0.012897	0.119669	0.002257	
CARSET100A60	2812	0.002138	0.12001	0.002263	
All	5624	0.007517	0.11995	0.001599	0.008

ผลจากการทดสอบสมมติฐาน พบว่าค่า P-Value ที่คำนวณได้จากโปรแกรมมีค่าเท่ากับ 0.008 ซึ่งน้อยกว่าค่า P-Value ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนั้นจึงยอมรับ H0 การประกาศบทวิเคราะห์ มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดใหญ่ SET100 อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติ 95.0% (ระดับนัยสำคัญ 0.05) ผลการทดสอบทางสถิติแสดงว่าการประกาศบทวิเคราะห์มีการส่งผลกระทบต่อสนองของราคาหลักทรัพย์สำหรับกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีความแตกต่างกันระหว่างกลุ่ม

4.2.2.2 ผลการทดสอบกับกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง (กรณีศึกษาหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET แต่ไม่อยู่ในดัชนี SET100) ตามสมมติฐานดังต่อไปนี้ (ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05)

$$H_0: \bar{X}_1 - \bar{X}_2 = 0$$

การประกาศบทวิเคราะห์ไม่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดกลางที่อยู่ในดัชนี SET แต่ไม่รวมหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET100

$$H_1: \bar{X}_1 - \bar{X}_2 \neq 0$$

การประกาศบทวิเคราะห์ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดกลางที่อยู่ในดัชนี SET แต่ไม่รวมหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET100

ตารางที่ 4.6: ผลการทดสอบทางสถิติ เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง(หลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET แต่ไม่อยู่ในดัชนี SET100) ในช่วง 60 วันก่อนที่จะมีการประกาศบทวิเคราะห์เปรียบเทียบกับ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง(หลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET แต่ไม่อยู่ในดัชนี SET100) ในช่วง 60 วันหลังประกาศบทวิเคราะห์ โดยการทดสอบ T-Test

Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean	Probability t-test
CARSETB60	1001	0.013155	0.11098	0.003508	
CARSETA60	1001	0.011156	0.115478	0.00365	
All	2002	0.012155	0.113227	0.002531	0.6929

ผลจากการทดสอบสมมติฐาน พบว่าค่า P-Value ที่คำนวณได้จากโปรแกรมมีค่าเท่ากับ 0.6929 ซึ่งมากกว่าค่า P-Value ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนั้นจึงยอมรับ  $H_0$  การประกาศบทวิเคราะห์ไม่มีผลต่อราคาหุ้นของธุรกิจขนาดกลาง(หลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET แต่ไม่อยู่ในดัชนี SET100) อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติ 95.0% (ระดับนัยสำคัญ 0.05) ผลการทดสอบทางสถิติแสดงว่าการประกาศบทวิเคราะห์ไม่มีการส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์สำหรับกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมไม่มีความแตกต่างกันระหว่างกลุ่ม

4.2.2.3 ผลการทดสอบกับกลุ่มธุรกิจขนาดเล็ก (กรณีศึกษาหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ MAI) ตามสมมติฐานดังต่อไปนี้ (ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05)

$$H_0: \bar{X}_1 - \bar{X}_2 = 0$$

การประกาศบทวิเคราะห์ไม่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดเล็กที่อยู่ในดัชนี MAI

$$H_1: \bar{X}_1 - \bar{X}_2 \neq 0$$

การประกาศบทวิเคราะห์มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดเล็กที่อยู่ในดัชนี MAI

ตารางที่ 4.7: ผลการทดสอบทางสถิติ เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกลุ่มธุรกิจขนาดเล็ก(กลุ่มหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI) ในช่วง 60 วัน ก่อนที่จะมีการประกาศบทวิเคราะห์ เปรียบเทียบกับ ช่วงอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ ในช่วง 60 วันหลังประกาศบทวิเคราะห์ โดยการทดสอบ T-Test

Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean	Probability t-test
CARMAIB60	184	0.031581	0.163225	0.012033	
CARMAIA60	184	0.069931	0.19215	0.014166	
All	368	0.050756	0.179065	0.009334	0.0398

ผลจากการทดสอบสมมติฐาน พบว่าค่า P-Value ที่คำนวณได้จากโปรแกรมมีค่าเท่ากับ 0.0398 ซึ่งน้อยกว่าค่า ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนั้นจึงยอมรับ H0 การประกาศบทวิเคราะห์มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดเล็ก (หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ MAI) อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติ 95.0% (ระดับนัยสำคัญ 0.05) ผลการทดสอบทางสถิติแสดงว่าการประกาศบทวิเคราะห์มีการส่งผลกระทบต่อสนองของราคาหลักทรัพย์สำหรับกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีความแตกต่างกันระหว่างกลุ่ม

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาเรื่อง การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศบทวิเคราะห์ที่ออกโดยบริษัทหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (เปรียบเทียบธุรกิจขนาดใหญ่ ขนาดกลางและเล็ก ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET และ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI) เพื่อที่จะศึกษาผลกระทบของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดจากการประกาศบทวิเคราะห์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยเป็นผลกระทบจากเหตุการณ์การประกาศบทวิเคราะห์ โดยแบ่งเป็นเหตุการณ์ก่อนวันประกาศบทวิเคราะห์ และ เหตุการณ์หลังประกาศบทวิเคราะห์ เพื่อทำการเปรียบเทียบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ จาก 3 กลุ่มตัวอย่าง คือ 1. กลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 2. กลุ่มธุรกิจขนาดกลาง 3. กลุ่มธุรกิจขนาดเล็ก ในบทนี้ผู้ศึกษาจะกล่าวถึงผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ ของการศึกษา จากการที่ได้ศึกษาข้อมูลเชิงสถิติ เพื่อสรุปผลการวิเคราะห์ของข้อมูลให้เป็นที่ไปตามวัตถุประสงค์ที่กล่าวไว้ โดยผู้ศึกษาขอสรุปผลการศึกษา เปรียบเทียบความแตกต่างระหว่าง อัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ก่อนและหลังเหตุการณ์ประกาศบทวิเคราะห์ ดังต่อไปนี้

##### 5.1.1 กลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ หลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอยู่ในดัชนี SET100

กรณีเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ด้วยการวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่ม (T-Test) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ได้ผลลัพธ์ว่า การประกาศบทวิเคราะห์ ทำให้เกิดความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่ม ในช่วงประมาณการ 60 วันก่อนการประกาศ และช่วงเกิดเหตุการณ์ 60 วัน หลังการประกาศ ซึ่งจากผลการทดสอบดังกล่าว แสดงถึงในหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ เมื่อมีเหตุการณ์การประกาศบทวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่ลดลง โดยค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีการปรับตัวลดลงจาก 1.28% เป็น 0.21% เมื่อเกิดเหตุการณ์ประกาศบทวิเคราะห์ ถึงแม้บทวิเคราะห์ส่วนใหญ่จะแนะนำให้ซื้อหลักทรัพย์เพื่อลงทุนแต่การประกาศบทวิเคราะห์ก็ไม่ได้ทำให้นักลงทุนมีความมั่นใจตามบทวิเคราะห์ที่ประกาศออกมา และหากนักลงทุนลงทุนตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในระยะสั้นก็ไม่สามารถทำการกำไรในอัตราเกินปกติได้ อย่างไรก็ตามในการศึกษาในครั้งนี้มีข้อจำกัดในเรื่องของข้อมูลที่มีระยะเวลาเพียง 1 ปีที่อาจจะทำให้ไม่ครอบคลุมในทุกวัฏจักรของธุรกิจทั้งขาขึ้นและขาลง

### 5.1.2 กลุ่มธุรกิจขนาดกลาง หลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ไม่อยู่ในดัชนี SET100

กรณีเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ด้วยการวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่ม (T-Test) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ได้ผลลัพธ์ว่า การประกาศบทวิเคราะห์ ไม่ทำให้เกิดความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่ม ในช่วงประมาณการ 60 วันก่อนการประกาศ อย่างไรก็ตามในการศึกษาในครั้งนี้พบว่าแม้มีหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักที่ไม่รวมอยู่ในดัชนี SET100 มีจำนวนมากกว่าบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ใน SET100 แต่จำนวนบทวิเคราะห์ของกลุ่ม SET100 มีจำนวนมากถึง 2,812 บทวิเคราะห์ ในขณะที่กลุ่มธุรกิจขนาดกลางมีเพียง 1,002 บทวิเคราะห์ ซึ่งหากมีบทวิเคราะห์ที่จำนวนมากกว่านี้ อาจจะทำให้ผลการศึกษามีการเปลี่ยนแปลงไป และช่วงเวลาที่ทำการศึกษายังไม่ยาวเพียงพอ เนื่องจากยังต้องดูเหตุการณ์และปัจจัยอื่นๆประกอบด้วย

### 5.1.3 กลุ่มธุรกิจขนาดเล็ก หลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI

กรณีเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ด้วยการวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่ม (T-Test) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ได้ผลลัพธ์ว่า การประกาศบทวิเคราะห์ ทำให้เกิดความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่ม ในช่วงประมาณการ 60 วันก่อนการประกาศ และช่วงเกิดเหตุการณ์ 60 วัน หลังการประกาศ ซึ่งจากผลการทดสอบ การประกาศบทวิเคราะห์ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มเล็ก MAI อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติ 95.0% (ระดับนัยสำคัญ 0.05) และจากการทดสอบพบว่ามีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางบวกหลังจากที่มีการประกาศบทวิเคราะห์แล้ว โดยค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในระยะเวลา 60 วันก่อนมีการประกาศบทวิเคราะห์เท่ากับ 3.15% โดยเมื่อมีการประกาศบทวิเคราะห์แล้ว ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเท่ากับ 6.99% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่กล่าวว่า บริษัทที่มีขนาดเล็กมีความเสี่ยงที่มากกว่า เนื่องจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ไม่สามารถขจัดออกไปได้ทำให้นักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่มากกว่าเพื่อจูงใจในการลงทุนเลยส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสูงตามไปด้วย

อย่างไรก็ตามเนื่องจากมีข้อจำกัดในเรื่องของข้อมูลในการทำการวิจัยที่มีเพียง 184 ชุด และช่วงเวลาที่ทำการศึกษายังไม่ยาวเพียงพอ จึงไม่อาจสรุปได้อย่างชัดเจนถึงแม้มีความแตกต่างในค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนผิดปกติของระยะเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์และหลังเกิดเหตุการณ์ เนื่องจากยังต้องพิจารณาเหตุการณ์และปัจจัยอื่นๆ ประกอบด้วย เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังเป็นตลาดที่อ่อนไหวต่อข้อมูลข่าวสาร แลในตลาดยังมีนักลงทุนหลากหลายประเภท เช่นกลุ่มนักลงทุนที่เก็งกำไรและลงทุนตามข่าวสาร ให้นักลงทุนยังสามารถทำกำไรเกินปกติได้ในระยะสั้นๆ จากการลงทุนได้ โดยไม่ได้ใช้ข้อมูลสาธารณะทั้งหมดประกอบการตัดสินใจลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในเรื่องที่เกี่ยวข้องของสุคติดา ตรีตรง ที่ว่านักลงทุนได้ผลตอบแทนเกินปกติในทุกช่วงของ



การประกาศจ่ายเงินปันผล และนักลงทุนสามารถทำกำไรเกินปกติในช่วงสั้นๆ ในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์ยังไม่สะท้อนต่อข้อมูลข่าวสารทั้งหมด

ในการทำการวิจัยในครั้งนี้ไม่ทำการทดสอบสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดแต่เป็นการทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนมีแบบแผนที่เป็นอิสระต่ออัตราผลตอบแทนก่อนหน้าหรือไม่ การไม่สามารถทดสอบสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพได้เนื่องจากไม่มีแบบจำลองใดสามารถอธิบายได้อย่างชัดเจนว่าอัตราผลตอบแทนปกติควรเป็นเท่าไร

## 5.2 ข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัยในครั้งนี้

5.2.1 จากผลการศึกษาในครั้งนี้ พบว่าการประกาศทวีเคราะห์มีผลต่อผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กลง ดังนั้นสำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มดังกล่าว นักลงทุนอาจใช้ข้อมูลจากทวีเคราะห์เพื่อประกอบการลงทุนได้ อย่างไรก็ตามเนื่องจากมีข้อจำกัดในเรื่องของข้อมูลที่มีเพียง 1 ปี (ไม่มีแหล่งใดทำการเก็บข้อมูลทวีเคราะห์นอกจากตลาดหลักทรัพย์ และมีการเก็บข้อมูลเพียงปีเดียวเท่านั้น) หากสามารถเก็บข้อมูลได้มากกว่านี้อาจจะทำให้ข้อมูลมีความแม่นยำขึ้น

5.2.2 จากผลการศึกษาพบว่าการประกาศทวีเคราะห์ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ สะท้อนถึงพฤติกรรมของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่ยังขาดความรู้และการเข้าถึงแหล่งข้อมูลที่เพียงพอ ทำให้ในบางครั้งที่การซื้อทวีเคราะห์ ที่อาจจะออกโดยการที่บริษัทมีการจ้างให้นักวิเคราะห์ออกทวีเคราะห์ ทำให้อาจจะไม่ใช่ข้อมูลด้านอื่นๆ ประกอบการพิจารณา ดังนั้นหน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรหาแนวทางพัฒนาความรู้ของนักลงทุน เพื่อไม่ให้นักลงทุนกลุ่มใดได้รับผลประโยชน์จากการลงทุนเหนือกลุ่มอื่น

## 5.3 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

5.3.1 ในครั้งต่อไปทางผู้ศึกษาอาจจะเก็บข้อมูลว่าหากมีการเปลี่ยนแปลงของคำแนะนำจากขายเป็นซื้อหรือซื้อเป็นขายจะมีผลต่อราคาหลักทรัพย์หรือไม่

5.3.2 ข้อจำกัดในครั้งนี้นี้ยังไม่ได้ทำการจัดผลการเปลี่ยนแปลงราคาของการแตกพาร์หลักทรัพย์ การจ่ายเงินปันผล

5.3.3 เนื่องจากมีข้อจำกัดในเรื่องของจำนวนข้อมูล หากสามารถติดต่อที่บริษัทหลักทรัพย์โดยตรงเพื่อขอข้อมูลย้อนหลัง เพื่อให้ข้อมูลมีปริมาณมากขึ้นและมีช่วงระยะเวลาที่ยาวขึ้น นอกจากนี้ยังมีข้อมูลทวีเคราะห์บางส่วนที่ไม่ประกาศเป็นสาธารณะ หากได้ข้อมูลในส่วนนี้เพิ่มเติมจะทำให้ข้อมูลมีจำนวนมากขึ้นและมีความแม่นยำมากขึ้น

5.3.4 ทำการศึกษาเพิ่มเติมโดยแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม หรือ ศึกษาว่าบริษัทหลักทรัพย์แต่ละแห่งที่ออกบทวิเคราะห์ว่ามีผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์หรือไม่

#### 5.4 ข้อจำกัดในการทำวิจัยในครั้งนี้

5.4.1 การวิจัยครั้งนี้ไม่ได้ทำการจัดผลของการเงินปันผล การแตกหุ้น หรือการเพิ่มทุนของบริษัทต่งนั้นอาจทำให้ราคาหลักทรัพย์บางตัวอาจมีการปรับตัวเนื่องจากเหตุการณ์ดังกล่าว

5.4.2 ในการทำการวิจัยในครั้งนี้ไม่ทำการทดสอบสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาด เนื่องจากไม่มีแบบจำลองใดสามารถอธิบายได้อย่างชัดเจนว่าอัตราผลตอบแทนปกติควรเป็นเท่าไร แต่เป็นการทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนมีแบบแผนที่เป็นอิสระต่ออัตราผลตอบแทนก่อนหน้าหรือไม่ โดยใช้อัตราผลตอบแทนตลาดเป็นอัตราผลตอบแทนปกติ

5.4.3 การทดสอบในครั้งนี้มีข้อจำกัดเรื่องระยะเวลาที่ใช้ในการทดสอบเพียง 1 ปี และบทวิเคราะห์ที่นำมาใช้เป็นบทวิเคราะห์ที่มีการเผยแพร่ยังไม่นับรวมถึงบทวิเคราะห์บางส่วนที่มีการเปิดเผยเฉพาะลูกค้าของแต่ละบริษัทหลักทรัพย์

## บรรณานุกรม

- กัลยา วาณิชย์บัญชา. (2550). *สถิติสำหรับงานวิจัย* (พิมพ์ครั้งที่ 3). กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- กัลยา วาณิชย์บัญชา. (2551). *การวิเคราะห์สถิติ: สถิติสำหรับการบริหารและงานวิจัย* (พิมพ์ครั้งที่ 11). กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- กัลยา วาณิชย์บัญชา. (2553). *การวิเคราะห์สถิติขั้นสูงด้วย SPSS for Windows* (พิมพ์ครั้งที่ 8). กรุงเทพฯ: บริษัท ธรรมสาร จำกัด.
- กัลยา วาณิชย์บัญชา. (2554). *การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล* (พิมพ์ครั้งที่ 18). กรุงเทพฯ: บริษัท ธรรมสาร จำกัด.
- ชนาธิป ชลธิพันธ์. (2553). *หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ Post-Earnings-Announce Drift สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. การศึกษาอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ.
- นนทวิชร์ อนุสรณ์พาณิชย์. (2548). *การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผล*. การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- นวพร เนียมพลอย. (2548). *ผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเองปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- สุขใจ วิรุฬมาศ. (2554). *การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (เปรียบเทียบธุรกิจขนาดใหญ่ กับ ธุรกิจครอบครัว ในกลุ่ม SET100)*. การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัย หอการค้าไทย.
- สุขภูษิต วงศ์หล่อสายชล และ วรรณรพี บานชื่นวิจิตร. (2551). *ธุรกิจครอบครัวของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. *วารสารวิชาการ, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, 28(3)*.
- สุดธิดา ตริตรง. (2553). *ศึกษาผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- อภิญา อารมณชีน. (2550). *การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

- Athavichian, N. (2009). *Do combining price, Volume and news help in predicting the future stock return pattern?*. Unpublished master's independent study, Thammasat University, Thailand.
- Ball, R., & Bartov, E. (1996). How naïve is the stock market's use of earnings information?. *Journal of Accounting and Economics*, 21, 319-337.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 67, 610-622
- Bartov, E., & Padhakrishna, S. (2000). Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcements. *The Accounting Reviews*, 75, 43-66.
- Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *Journal of Finance*, 32, 663-682.
- Bernard, V., & Thomas, J. (1989). Post-earnings-announcement drift: delayed price response or risk premium?. *Journal of Accounting Research*, 27, 1-48.
- Bernard, V., & Thomas, J. (1990). Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future. *Journal of Accounting and Economics*, 13, 305-340.
- Fama, E. (1969a). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Fama, E. (1969b). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49, 283-306.
- Fama, E., & French, K. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47, 427-465.
- Forner, C., Sanabria, S., & Marhuenda, J. (2009). Post-earnings-announcement drift: Spanish evidence. *Spanish economics reviews*, 11, 207-241.
- Lang, M.H., & Lundholm, R.J. (1996). Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. *Revision*, 71, 467-492.
- Liu, J. (1999). *Post-earnings-announcement drift and analyst forecast*. Unpublished doctoral dissertation, Columbia University, USA.
- Liu, X. (2012). *Two Essays on the Sell-side Financial Analyst*. Unpublished doctoral dissertation, Business University of South Florida, USA.

Liu, W., Strong, N., & Xu, X. (2003). Post-earnings-announcement drift in the UK.

*European Financial Management*, 9, 89-116.

Merton, R.C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *Journal of Finance*, 42(3), 483 – 510.





## ภาคผนวก ก.

## การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา

ภาคผนวก ตารางที่ 1 ตารางแสดงจำนวนบทวิเคราะห์แยกตามรายชื่อหลักทรัพย์ ในช่วงเวลา  
สิงหาคม 2558 ถึง กรกฎาคม 2559

จำนวน	SET	บทวิเคราะห์	SET100	บทวิเคราะห์	MAI	บทวิเคราะห์
1	AEONTS	13	AAV	40	ACAP	2
2	AH	7	ADVANC	76	APCO	8
3	AIT	12	AMATA	12	ARROW	2
4	AJD	2	ANAN	32	ATP30	4
5	AMATAV	4	AOT	34	AUCT	6
6	ASEFA	12	AP	45	BKD	18
7	ASK	12	BA	16	CHO	1
8	ASP	3	BANPU	31	COLOR	4
9	BAFS	8	BBL	71	CPR	2
10	BAY	16	BCH	19	EA	5
11	BIG	11	BCP	49	ECF	1
12	BIGC	29	BDMS	35	EFORL	2
13	BJC	25	BEAUTY	18	FPI	2
14	BJCHI	42	BEC	19	FSMART	7
15	BR	10	BEM	24	HPT	1
16	BRR	4	BH	26	JUBILE	2
17	BTSGIF	2	BJCHI	42	KOOL	2
18	BWG	13	BLA	11	LIT	4
19	CFRESH	9	BLAND	2	MBAX	1
20	COL	5	BTS	21	NCL	1
21	COLOR	1	CBG	29	NDR	4
22	CSL	1	CENTEL	25	OTO	5
23	CSS	1	CHG	23	PSTC	6
24	DCC	19	CK	41	QTC	16
25	ESSO	1	CKP	10	RP	2
26	FORTH	6	COM7	10	SPA	22
27	GFPT	44	CPF	40	TACC	2
28	GOLD	11	CPN	31	TMC	2
29	GRAMMY	16	DELTA	15	TNDT	1
30	IHL	1	DTAC	57	TPCH	11
31	ILINK	20	EGCO	19	TRT	1
32	IMPACT	3	EPG	10	TSE	5
33	INET	1	ERW	29	TVD	11
จำนวน	SET	บทวิเคราะห์	SET100	บทวิเคราะห์	MAI	บทวิเคราะห์

34	IRC	2	GL	7	TVT	16
35	JAS	20	GLOBAL	26	UREKA	1
36	JASIF	5	GLOW	7	VTE	4
37	JMART	6	GPSC	16		
38	JMT	2	GUNKUL	19		
39	KAMART	12	HANA	4		
40	KBS	1	HMPRO	34		
41	KSL	19	ICHI	15		
42	LANNA	1	IFEC	18		
43	LOXLEY	2	INTUCH	22		
44	LPH	14	IRPC	45		
45	M	9	ITD	12		
46	MAKRO	19	IVL	41		
47	MALEE	10	KBANK	71		
48	MBKET	1	KCE	29		
49	MC	15	KKP	34		
50	MCOT	15	KTB	60		
51	MEGA	8	KTC	48		
52	MFEC	3	LH	23		
53	MILL	2	LHBANK	8		
54	MODERN	5	LPN	31		
55	MONO	14	MAJOR	43		
56	NOK	2	MINT	35		
57	NWR	5	MTLS	24		
58	NYT	9	PLANB	11		
59	OISHI	4	PS	58		
60	ORI	4	PSL	1		
61	PACE	2	PTG	3		
62	PAP	4	PTT	41		
63	PCSGH	8	PTTEP	66		
64	PREB	7	PTTGC	66		
65	PSL	7	OH	44		
66	PT	2	ROBINS	23		
67	PYLON	14	RS	33		
68	RATCH	14	S	1		
69	RCL	2	SAMART	19		
70	RML	3	SAWAD	40		
71	ROJNA	4	SCB	52		
72	S11	1	SCC	40		
จำนวน	SET	บทวิเคราะห์	SET100	บทวิเคราะห์	MAI	บทวิเคราะห์
73	SAMTEL	18	SGP	1		
74	SAPPE	15	SIRI	20		
75	SAT	37	SPALI	54		



76	SC	30	SPCG	8		
77	SCB	1	STEC	28		
78	SCCC	9	STPI	13		
79	SCN	6	SVI	26		
80	SCP	2	TASCO	12		
81	SEAFCO	2	TCAP	47		
82	SENA	9	THAI	8		
83	SF	15	THCOM	51		
84	SITHAI	1	TISCO	73		
85	SLP	2	TMB	41		
86	SMPC	14	TOP	44		
87	SMT	12	TPIPL	8		
88	SNC	5	TRC	17		
89	SPRC	9	TRUE	25		
90	STA	7	TTA	7		
91	STANLY	19	TTCL	12		
92	SUPER	1	TTW	12		
93	SUSCO	1	TU	52		
94	SYMC	12	TVO	32		
95	SYNEX	17	UNIQ	9		
96	SYNTEC	20	VGI	26		
97	TAE	1	WHA	13		
98	TCC	1	WORK	35		
99	TFD	1	UNIQ	1		
100	TFG	3	VNG	5		
101	THANI	8				
102	THE	1				
103	THREL	4				
104	TICON	12				
105	TIPCO	1				
106	TK	3				
107	TKN	6				
108	TKS	11				
109	TMT	18				
110	TOG	2				
111	TPBI	1				
<b>จำนวน</b>	<b>SET</b>	<b>บทวิเคราะห์</b>	<b>SET100</b>	<b>บทวิเคราะห์</b>	<b>MAI</b>	<b>บทวิเคราะห์</b>
112	TPOLY	1				
113	TRU	2				
114	TSR	4				
155	TSTH	1				
116	TWPC	5				
117	TWZ	1				

118	VIBHA	2				
119	VNT	1				
120	WAVE	2				
121	WIK	2				
122	TSTH	2				
จำนวนหุ้น	122	1001	100	2812	36	184



**ภาคผนวก ข.**  
**การทดสอบทางสถิติ T-Test**

ภาคผนวก : ตารางที่ 2 ผลการทดสอบทางสถิติ เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่(กลุ่ม SET100) ในช่วง 60 วันก่อนที่จะมีการประกาศบทวิเคราะห์เปรียบเทียบกับ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่(กลุ่ม SET100) ในช่วง 60 วันหลังประกาศบทวิเคราะห์ โดยการทดสอบ T-Test ได้ผลดังต่อไปนี้

Test for Equality of Means Between Series

Date: 12/24/16 Time: 11:39

Sample: 1 2812

Included observations: 2812

Method	df	Value	Probability
t-test	2000	0.394936	0.6929
Anova F-statistic	(1, 2000)	0.155975	0.6929

Analysis of Variance

Source of Variation	df	Sum of Sq.	Mean Sq.
Between	1	0.002001	0.002001
Within	2000	25.65171	0.012826
Total	2001	25.65371	0.012820

Category Statistics

Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean
CARSETB60	1001	0.013155	0.110980	0.003508
CARSETA60	1001	0.011156	0.115478	0.003650
All	2002	0.012155	0.113227	0.002531

ภาคผนวก : ตารางที่ 3 ผลการทดสอบทางสถิติ เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ  
 ของกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง(หลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET แต่ไม่อยู่ในดัชนี SET100) ในช่วง 60 วัน  
 ก่อนที่จะมีการประกาศวิเคราะห์เปรียบเทียบกับ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของ  
 ของกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง(หลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET แต่ไม่อยู่ในดัชนี SET100) ในช่วง 60 วันหลัง  
 ประกาศวิเคราะห์ โดยการทดสอบ T-Test ได้ผลดังต่อไปนี้

#### Test for Equality of Means Between Series

Date: 12/24/16 Time: 12:20

Sample: 1 2812

Included observations: 2812

Method	df	Value	Probability
t-test	5622	3.366195	0.0008
Anova F-statistic	(1, 5622)	11.33127	0.0008

#### Analysis of Variance

Source of Variation	df	Sum of Sq.	Mean Sq.
Between	1	0.162735	0.162735
Within	5622	80.74070	0.014362
Total	5623	80.90343	0.014388

## Category Statistics

Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean
CARSET100A60	2812	0.002138	0.120010	0.002263
CARSET100B60	2812	0.012897	0.119669	0.002257
All	5624	0.007517	0.119950	0.001599

ภาคผนวก : ตารางที่ 4 ผลการทดสอบทางสถิติ เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกลุ่มธุรกิจขนาดเล็ก(กลุ่มหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI) ในช่วง 60 วันก่อนที่จะมีการประกาศวิเคราะห์ เปรียบเทียบกับ ช่วงอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ ในช่วง 60 วันหลังประกาศวิเคราะห์ โดยการทดสอบ T-Test ได้ผลดังต่อไปนี้

## Test for Equality of Means Between Series

Date: 12/24/16 Time: 12:59

Sample: 1 2812

Included observations: 2812

Method	df	Value	Probability
t-test	366	2.063349	0.0398
Anova F-statistic	(1, 366)	4.257410	0.0398

## Analysis of Variance

Source of Variation	df	Sum of Sq.	Mean Sq.
Between	1	0.135309	0.135309
Within	366	11.63224	0.031782
Total	367	11.76754	0.032064

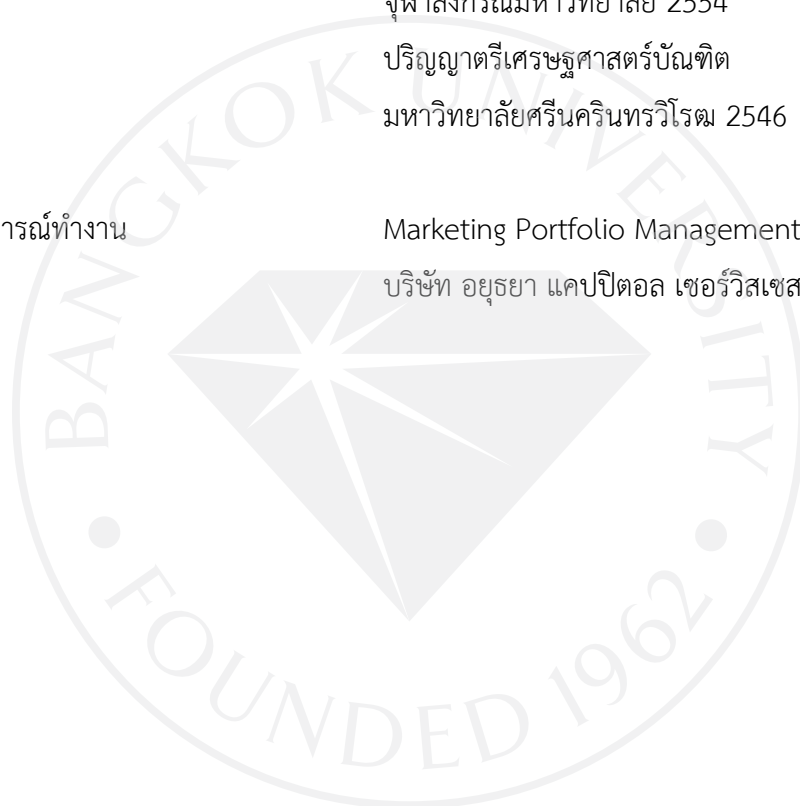
## Category Statistics

Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean
CARMAIB60	184	0.031581	0.163225	0.012033
CARMAIA60	184	0.069931	0.192150	0.014166
All	368	0.050756	0.179065	0.009334



**ประวัติผู้เขียน**

ชื่อ-นามสกุล	บุลพร วุฒิวาณิชกุล
อีเมล	bulaporn.vutt@bumail.net
ประวัติการศึกษา	ปริญญาโท บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย 2554 ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์บัณฑิต มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ 2546
ประสบการณ์ทำงาน	Marketing Portfolio Management บริษัท อยุธยา แคปิตอล เซอร์วิสেস จำกัด



มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

ข้อตกลงว่าด้วยการอนุญาตให้ใช้สิทธิในวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

วันที่ 6 เดือน มกราคม พ.ศ. 2560

ข้าพเจ้า (นาย/นาง/นางสาว) ..... นุพล ภูมิภาณีชยกุล ..... อยู่บ้านเลขที่ 317  
ซอย ..... พระรามที่ 6 ซ.1 ..... ถนน ..... พระรามที่ 6 ซ.1 ..... ตำบล/แขวง ..... รอดเมือง  
อำเภอ/เขต ..... บางม่อน ..... จังหวัด ..... กรุงเทพมหานคร ..... รหัสไปรษณีย์ ..... 10330  
เป็นนักศึกษาของมหาวิทยาลัยกรุงเทพ รหัสประจำตัว ..... 7580600075  
ระดับปริญญา  ตรี  โท  เอก

หลักสูตร ..... วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต ..... สาขาวิชา ..... การเงิน  
คณะ ..... เศรษฐศาสตร์ ..... ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า “ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ” ฝ่ายหนึ่ง และ  
มหาวิทยาลัยกรุงเทพ ตั้งอยู่เลขที่ 119 ถนนพระราม 4 แขวงพระโขนง เขตคลองเตย กรุงเทพมหานคร  
10110 ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า “ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ” อีกฝ่ายหนึ่ง ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ และผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้  
สิทธิ ตกลงทำสัญญากันโดยมีข้อความดังต่อไปนี้

ข้อ 1. ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิขอรับรองว่าเป็นผู้สร้างสรรค์และเป็นผู้มีสิทธิแต่เพียงผู้เดียวในงานวิทยานิพนธ์ /  
สารนิพนธ์หัวข้อ

..... นวัตกรรมเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ Post-Earnings Announcement Drift : กรณีศึกษา  
..... นวัตกรรมเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ นวัตกรรมด้านการแพทย์แห่งประเทศไทย .....

ซึ่งถือเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร ..... วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต ..... ของมหาวิทยาลัยกรุงเทพ  
(ต่อไปนี้จะเรียกว่า “วิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์”)

ข้อ 2. ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิตกลงยินยอมให้ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิโดยปราศจากค่าตอบแทนและไม่มีกำหนด  
ระยะเวลาในการนำวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์ ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ต่อสาธารณชน  
ให้เข้าต้นฉบับหรือสำเนางาน ให้ประโยชน์อันเกิดจากลิขสิทธิ์แก่ผู้อื่น อนุญาตให้ผู้อื่นใช้สิทธิโดยจะกำหนดเงื่อนไข  
อย่างหนึ่งอย่างใดด้วยหรือไม่ก็ได้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน หรือการกระทำอื่นใดในลักษณะทำนองเดียวกัน

ข้อ 3. หากกรณีมีข้อขัดแย้งในปัญหาลิขสิทธิ์ในวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์ ระหว่างผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิกับ  
บุคคลภายนอกก็ดี หรือระหว่างผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิกับบุคคลภายนอกก็ดี หรือมีเหตุขัดข้องอื่นๆ เกี่ยวกับ  
ลิขสิทธิ์ อันเป็นเหตุให้ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิไม่สามารถนำงานนั้นออกทำซ้ำ เผยแพร่ หรือโฆษณาได้ ผู้อนุญาตให้  
ใช้สิทธิยินยอมรับผิดชอบและชดใช้ค่าเสียหายแก่ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิในความเสียหายต่างๆ ที่เกิดขึ้นแก่ผู้ได้รับ  
อนุญาตให้ใช้สิทธิทั้งสิ้น



สัญญานี้ทำขึ้นสองฉบับ มีข้อความเป็นอย่างเดียวกัน คู่สัญญาได้อ่านและเข้าใจข้อความในสัญญาโดยละเอียดแล้ว จึงได้ลงลายมือชื่อให้ไว้เป็นสำคัญต่อหน้าพยาน และเก็บรักษาไว้ฝ่ายละฉบับ

ลงชื่อ.....ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ  
( บุลพร จุฑามณีชยกุล )

ลงชื่อ.....ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ  
(อาจารย์ อัญฐิภา จุฑพิสิฐ)  
ผู้อำนวยการสำนักหอสมุดและศูนย์การเรียนรู้

ลงชื่อ.....พยาน  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ กฤติกา ลีมลาวลัย)  
รองคณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

ลงชื่อ.....พยาน  
(ดร.สมณีย์ ศุภกรโกศีย์)  
ผู้อำนวยการหลักสูตร/ ผู้รับผิดชอบหลักสูตร