

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจาก
การตอบสนองมากเกินไปจริงของราคาหลักทรัพย์ใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2557

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

วิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

เรื่อง

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจาก

การตอบสนองมากเกินไปจริงของราคาหลักทรัพย์ใน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 18 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558



นางสาวณัฐวดี เอี่ยมศิริอารีรัตน์
ผู้วิจัย

ดร.ปิยภัทร ธาระวานิช

รศ.ดร.ชาตรี จันทระโคติกา

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

รองศาสตราจารย์อรรณพ ต้นละม้าย, Ph.D.

ดร.ไกรพิชิต เรืองศรีไชยะ

คณบดี

กรรมการสอบวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ฉบับนี้ จะไม่สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้หากไม่ได้รับการอนุเคราะห์จากดร. ปิยภัทร ชาระวณิช อาจารย์ที่ปรึกษา ที่ได้ให้คำปรึกษาและให้ความเอาใจใส่เป็นอย่างดีในการศึกษาค้นคว้ามาโดยตลอดทั้งทางด้านวิชาการและให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไขเนื้อหา และรองศาสตราจารย์ ดร.ชาติร์ จันทร โคลิกา ที่ได้คำแนะนำ และแนวทางในการศึกษาค้นคว้า รวมทั้งตรวจแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ทำให้รายงานการศึกษานี้มีความถูกต้องมากยิ่งขึ้น

ขอขอบพระคุณคณาจารย์วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่าน ที่เป็นผู้อบรมสั่งสอนและให้วิชาความรู้ในหลักสูตรการจัดการ สาขาการเงินให้กับผู้วิจัยตลอดระยะเวลาในการศึกษา รวมถึงเจ้าหน้าที่โครงการจัดการมหามัณฑิตที่ช่วยให้คำแนะนำและคอยประสานงานให้ความสะดวกแก่ผู้วิจัยตลอดมา

ขอขอบพระคุณบิดา มารดา ที่ทั้งสองท่านคอยให้การอุปถัมภ์เลี้ยงดู ส่งเสริมการศึกษา และคอยให้กำลังใจแก่ผู้วิจัยเสมอมา ขอขอบคุณเพื่อนๆ ที่คอยให้ความช่วยเหลือและสนับสนุนทั้งด้านข้อมูลรวมถึงคำปรึกษาในการจัดทำสารนิพนธ์ จนสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

สุดท้ายนี้ทางผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสารนิพนธ์ จะเป็นประโยชน์ต่อผู้สนใจในด้านนี้ และสามารถนำข้อมูลจากสารนิพนธ์ไปพัฒนาให้เกิดประโยชน์ต่อไป

ณัฐวดี เอี่ยมศิริอารีรัตน์

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากการตอบสนองมากเกินไปจริงของราคา
หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

FACTORS INFLUENCE TO MARKET OVERREACTIONS ON THE STOCK EXCHANGE
OF THAILAND

ณัฐวดี เอี่ยมศิริอารีรัตน์ 5650045

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ : ปิยภัทร ชาระวานิช, Ph.D., ไกรพิชิต เรืองศรีไชยะ, Ph.D.,
รองศาสตราจารย์ชาติ จันทร์ โคลิกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาการตอบสนองต่อข่าวสารเกินจริงระยะสั้น (Short-term Market Overreaction) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยแบ่งหลักทรัพย์ออกเป็นสองกลุ่มคือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์เกิน 10% หรือเรียกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ (Winner) และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการลดลงของราคาหลักทรัพย์เกิน 10% หรือเรียกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ (Loser) โดยศึกษาข้อมูลหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกดัชนี SET100 ที่ประกาศโดยตลาดหลักทรัพย์ฯ เมื่อวันที่ 16 มิถุนายน 2014 ซึ่งมีการซื้อขายตั้งแต่ปี ค.ศ. 2005 จนถึงปี ค.ศ. 2014

ผลการศึกษาพบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะจะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย 1 วัน (one day average abnormal return, AAR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย 5 วัน (five day average cumulative abnormal return, CAAR) ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้จะมีอัตราผลตอบแทนข้างต้นเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้เมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยหลังหักต้นทุนธุรกรรมแล้วนั้น ส่งผลให้การลงทุนโดยกลยุทธ์แบบสวนตลาดนั้นสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ จึงทำให้สามารถสรุปได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะสั้น

คำสำคัญ : การตอบสนองมากเกินไปจริง/กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	จ
บทที่ 1 บทนำ	1
วัตถุประสงค์ในการวิจัย	2
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
บทที่ 2 แนวคิดทางทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	4
การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	6
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	11
ขั้นตอนการศึกษาวิจัย	11
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง	13
ตัวแปร	15
บทที่ 4 ผลการวิจัย	21
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	31
ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในครั้งต่อไป	32
บรรณานุกรม	33
ภาคผนวก	35
ภาคผนวก ก รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทดสอบตั้งแต่ปีพ.ศ. 2548 -2557	36
ภาคผนวก ข การทดสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นของอัตราผลตอบแทนเกินปกติ	44
ประวัติผู้วิจัย	46

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
3.1	Correlation Matrix ของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ	18
3.2	Correlation Matrix ของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้	19
3.3	ข้อมูลสถิติเบื้องต้นตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ	19
3.4	ข้อมูลสถิติเบื้องต้นตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้	20
4.1	ผลการทดสอบตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไป จริงแบบจำลองที่ 1	25
4.2	ผลการทดสอบตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไป จริงแบบจำลองที่ 2	28
4.3	อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมหลังหักต้นทุนธุรกรรมกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ	29
4.4	อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมหลังหักต้นทุนธุรกรรมกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้	30
ผ.1	รายชื่อหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกดัชนี SET100 ที่ประกาศโดยตลาดหลักทรัพย์ฯ เมื่อวันที่ 16 มิถุนายน 2557	36
ผ.2	แสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่มีการเปลี่ยนแปลงของอัตรา ผลตอบแทนเกินกว่า +/- 10% แยกตามอุตสาหกรรม	40
ผ.3	แสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่มีการเปลี่ยนแปลงของอัตรา ผลตอบแทนเกินกว่า +10%	41
ผ.4	แสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่มีการเปลี่ยนแปลงของอัตรา ผลตอบแทนเกินกว่า -10%.	42
ผ.5	แสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่มีการเปลี่ยนแปลงของอัตรา ผลตอบแทนเกินกว่า +/- 10%แยกตามช่วงระยะเวลา	43
ผ.6	แสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะแยกตามช่วงระยะเวลา	43
ผ.7	แสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้แยกตามช่วงระยะเวลา	43
ผ.8	ผลการทดสอบตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไป จริง โดยรวมตัวแปรอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์ช็อก กำลังสอง	44

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตาราง		หน้า
ผ.9	ผลการทดสอบตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจริง โดยรวมตัวแปรอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์ยกกำลังสองแบบจำลองที่ 2	45



บทที่ 1

บทนำ

มูลเหตุจูงใจในการศึกษา

ทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ เป็นสมมติฐานที่สำคัญข้อหนึ่งในทฤษฎีทางการเงิน โดยทฤษฎีได้กล่าวไว้ว่านักลงทุนทุกคนที่อยู่ในตลาดล้วนเป็นนักลงทุนที่มีเหตุผล ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์จึงเป็นราคาที่ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องอย่างเต็มที่แล้ว ส่งผลให้นักลงทุนไม่สามารถสร้างกำไรส่วนเกินภายใต้ตลาดที่มีประสิทธิภาพได้ตั้งแต่ปี 1980 เริ่มมีงานวิจัยที่มีผลการวิจัยที่ขัดแย้งกับทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Market Efficiency) ทั้งงานวิจัยของ Kahneman and Tversky (1979) ได้เสนอทฤษฎีความคาดหวัง (Prospect Theory) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่มีการยอมรับกันอย่างแพร่หลาย เป็นการอธิบายถึงพฤติกรรมของผู้บริโภคที่จะให้คุณค่าของผลเสีย หรือ ขาดทุนมากกว่าคุณค่าของผลดีหรือกำไร ซึ่งสามารถนำมาประยุกต์ใช้กับนักลงทุนในตลาดได้ โดยนักลงทุนในตลาดจะให้ความสำคัญกับผลขาดทุนมากกว่าทั้งที่จำนวนเงินของทั้งสองทางมีจำนวนเท่ากัน ซึ่งชี้ให้เห็นว่านักลงทุนมีพฤติกรรมที่หลีกเลี่ยงการขาดทุน (Loss Aversion) แต่การศึกษาในพฤติกรรมนั้นยังคงเป็นเพียงการศึกษาในระดับบุคคล ทำให้มีคำถามเกิดขึ้นว่าตลาดมีประสิทธิภาพเพียงใด

ต่อมา De Bondt and Thaler (1985) ได้ทำการศึกษาว่าตลาดมีการเคลื่อนไหวไปตามทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพหรือไม่ และพบว่านักลงทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจนเกินความเป็นจริง (Market Overreaction) ส่งผลให้ตลาดโดยรวมมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจนเกินความเป็นจริงด้วยเช่นกัน ซึ่งทำให้กลุ่มหลักทรัพย์ที่เคยมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมน้อยที่สุด (Cumulative Average Abnormal Return, CAAR) หรือที่เรียกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal return) มากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่เคยมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมมากที่สุด หรือที่เรียกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะแสดงให้เห็นว่าถ้าตลาดมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจนเกินความเป็นจริง (Market Overreaction) แสดงให้เห็นว่าตลาดไม่มีประสิทธิภาพในระดับอ่อน (Weak-Form efficiency) ในระยะยาว การศึกษาดังกล่าวทำให้มีการศึกษาการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจนเกินความเป็นจริง (Market Overreaction)

ในระยะสั้น งานวิจัยของ Bremer and Sweeney (1991) พบว่ามีเปลี่ยนทิศทาง การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีราคาลดลง (Reversal Price of Large Stock-Price Decrease) ใน 1 วันทำการอย่างมีนัยสำคัญ โดยตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ Fortune 500 และให้ วันที่ราคาของหุ้นลดลง 10% เป็นวันที่ถือว่าเป็นวันเกิดเหตุการณ์ (Event day) นอกจากนั้นยังได้สรุปว่าการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารเกินความเป็นจริงนั้นจะหายไปถ้าตลาดมีสภาพคล่องที่สูงขึ้น จากการศึกษาในเรื่องดังกล่าวทำให้มีผู้สนใจศึกษาได้นำวิธีที่ได้จากการศึกษานำมาพัฒนาเป็นกลยุทธ์ในการซื้อขายเพื่อหากำไรจากการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินความเป็นจริง (Market Overreaction) โดยเรียกกลยุทธ์นี้ว่า กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy)

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยอีกหลายงานที่ศึกษาเกี่ยวกับเรื่อง การตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารทั้งในระยะยาวและระยะสั้น ซึ่งงานวิจัยดังกล่าวมีทั้งที่ศึกษาในกลุ่มประเทศสหรัฐอเมริกา ยุโรป และเอเชีย สำหรับงานวิจัยในประเทศไทยนั้นส่วนใหญ่มีการศึกษาการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารเกินความเป็นจริงในระยะยาว งานวิจัยของ Udomrungruang (2006) และ สุทธิ (2553) ผลการวิจัยพบว่าการตอบสนองมากเกินจริงกับกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้แต่ไม่พบการตอบสนองมากเกินจริงในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ สำหรับการศึกษาการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารเกินจริงในระยะสั้น นั้นยังมีน้อยและส่วนมากจะศึกษาข้อมูลในระยะสั้นที่มีลักษณะข้อมูลเป็นรายสัปดาห์ ยังขาดงานที่ ศึกษาการตอบสนองเกินจริงในระยะสั้นของอัตราผลตอบแทนแบบรายวันในตลาดหุ้นไทย และยังขาดการศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติดังกล่าว

วัตถุประสงค์ในการวิจัย

เพื่อศึกษาว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินจริงหรือไม่ และการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดนั้น สามารถให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติกับนักลงทุนได้หรือไม่ โดยคำนึงถึงผลของต้นทุนทางธุรกรรมแล้ว อีกทั้งยังศึกษาว่าปัจจัยใดที่มีอิทธิพลกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติอีกด้วย

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาใช้ข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเป็นสมาชิกดัชนี SET 100 ที่ประกาศโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อวันที่ 16 มิถุนายน 2557 โดยใช้ความถี่ของข้อมูลเป็นรายวัน ซึ่งใช้ข้อมูลตั้งแต่ปีพ.ศ. 2548 ถึงปีพ.ศ. 2557 ในการศึกษา

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

หากการศึกษาพบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากการที่ตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปแล้วนั้น แสดงให้เห็นว่าตลาดมีประสิทธิภาพแบบอ่อน นักลงทุนไม่สามารถที่จะทำอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้จากการลงทุนด้วยกลยุทธ์แบบสวนตลาด

ในทางตรงกันข้าม หากพบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากการที่ตลาดมีการตอบสนองมากเกินไป แสดงให้เห็นว่าตลาดไม่มีประสิทธิภาพแบบอ่อน ซึ่งจะทำให้ นักลงทุนสามารถหาผลตอบแทนเกินปกติได้จากการลงทุนด้วยกลยุทธ์แบบสวนตลาดได้ อีกทั้งการศึกษาว่าปัจจัยใดที่มีอิทธิพลกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้น ยังส่งผลให้นักลงทุนสามารถวางแผนในการตัดสินใจลงทุนว่าควรใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบใดในระยะเวลาที่หลักทรัพย์ได้รับผลกระทบเมื่อมีตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปในระยะสั้นได้ถูกต้องแม่นยำมากยิ่งขึ้น



บทที่ 2

แนวคิดทางทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด (Market Efficiency)

ทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด Fama (1970) ได้กล่าวถึงตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพไว้ว่า ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์เป็นราคาที่ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องอย่างเต็มที่แล้ว และราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ก็คือราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ Fama ได้จำแนกระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ออกเป็น 3 ระดับ คือ สมมติฐานแบบอ่อน สมมติฐานแบบกลาง และ สมมติฐานแบบเข้ม (Weak efficiency, Semi-strong efficiency และ Strong efficiency) โดยทั้งสามระดับมีเป้าหมายเพื่อสะท้อนให้เห็นถึงระดับที่สามารถนำไปประยุกต์ใช้ได้

1. ตลาดมีประสิทธิภาพระดับอ่อน (Weak Form Efficiency) หมายถึง ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารในอดีตที่เกิดขึ้นและ ทำให้ไม่มีความได้เปรียบโดยการวิเคราะห์ข้อมูลในอดีต การใช้การวิเคราะห์เชิงเทคนิค (Technical analysis) เพื่อทำกำไรเกินส่วนเพิ่มไม่สามารถทำได้ ข้อมูลในอดีตไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคต อดีตและอนาคตเป็นอิสระต่อกัน โดยสิ้นเชิง แต่การใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental analysis) และข้อมูลภายใน (Insider Information) เพื่อหาหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่า หรือ เกินกว่าพื้นฐาน เพื่อที่จะหาผลตอบแทนเกินกว่าปกติยังคงสามารถทำได้

2. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi-Strong Form Efficiency) หมายถึง ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกิดในอดีต และ ข้อมูลทุกอย่างในตลาดที่เป็นข้อมูลสาธารณะ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลในงบการเงิน ข้อมูลปัจจัยเศรษฐกิจ โดยหมายรวมถึงข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้ว ข้อมูลในปัจจุบัน รวมถึงการคาดการณ์ที่เกิดขึ้นด้วย ดังนั้นจึงไม่มีความได้เปรียบในการใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical analysis) และการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental analysis) ก็ไม่สามารถทำกำไรเกินกว่าปกติได้ แต่การใช้ข้อมูลภายใน (Insider Information) เพื่อหา

หลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่า หรือ เกินกว่าพื้นฐาน เพื่อที่จะหาผลตอบแทนเกินกว่าปกติยังคงสามารถทำได้

3. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong Form Efficiency) หมายถึง ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลทุกประเภทไว้หมดแล้ว ทั้งข้อมูลไม่ว่าจะเป็นสาธารณะหรือข้อมูลภายในที่ยังไม่มีการเผยแพร่ต่อสาธารณชน ดังนั้นจึงไม่มีความได้เปรียบในการใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical analysis) การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental analysis) และข้อมูลภายใน (Insider Information) ก็ไม่สามารถทำกำไรเกินกว่าปกติได้

ดังนั้นจากทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพได้อธิบายโดยสรุปว่านักลงทุนจะไม่สามารถคาดการณ์อัตราผลตอบแทนที่จะเกิดขึ้นในอนาคตโดยใช้ข้อมูลของอัตราผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ในอดีตได้ แต่สมมติฐานเรื่องการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไป (Market overreaction) มีแนวคิดว่านักลงทุนจะมีการตอบสนองมากเกินไปจากข้อมูลที่ได้รับทำให้เกิดการเคลื่อนไหวของราคาที่สูงกว่าที่ควรจะเป็น เมื่อมีการเคลื่อนไหวของราคาที่เกิดขึ้นเกินกว่าที่ควรจะเป็น ราคาของหลักทรัพย์ก็จะเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามเพื่อกลับมาอยู่ในระดับราคาที่เหมาะสมทำให้นักลงทุนสามารถที่จะคาดการณ์ผลตอบแทนที่จะเกิดขึ้นในอนาคตโดยใช้ลักษณะการเคลื่อนไหวของราคาในอดีตได้ ซึ่งเป็นแนวคิดที่ขัดแย้งกับทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับอ่อน (Weak Form Efficiency)

2.1.2 แนวคิดการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไป (Market Over-reaction)

จากงานวิจัยของ De Bondt and Thaler (1985) ที่ได้ทำการศึกษาการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไป (Market Overreaction) ซึ่งแนวคิดการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไป (Market Overreaction) นั้นเป็นแนวคิดที่ทำทนายสมมติฐานเรื่องตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) เป็นอย่างมาก กล่าวคือ นักลงทุนแต่ละคนมักมีการตอบสนองที่มากเกินไป หรือน้อยเกินไปต่อข่าวสารที่นักลงทุนได้รับ จึงส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ ณ ราคาใดๆ มีการปรับตัวเกินความจริงหรือน้อยกว่าความเป็นจริงจากข้อมูลข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง ในเวลานั้น นักลงทุนจะประเมินราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่าหรือสูงกว่าที่ควรจะเป็น แต่ท้ายที่สุดแล้วราคาของหลักทรัพย์นั้นๆ ก็จะปรับราคากลับมาอยู่ในระดับที่ควรจะเป็น หรือกล่าวได้ว่าหลักทรัพย์ที่ราคามีการปรับตัวลดลงในอดีตราคาจะปรับตัวสูงขึ้นในเวลาต่อมา ในทางตรงกันข้ามหลักทรัพย์ที่ราคามีการปรับตัวเพิ่มขึ้นในอดีตราคาจะปรับตัวลดลงในเวลาต่อมาเช่นกัน

2.1.3 กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy)

จากแนวความคิดการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไป (Market Over-reaction) Chan (1988) ได้นำแนวคิดดังกล่าวมาประยุกต์เป็นกลยุทธ์การลงทุนเรียกว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy) เป็นแนวคิดที่มีพื้นฐานมาจากการพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุน เมื่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในขาขึ้น นักลงทุนจะซื้อหลักทรัพย์เนื่องจากเชื่อว่าจะสามารถทำกำไรจากตลาดขาขึ้นได้ ในทางตรงกันข้ามถ้าดัชนีตลาดหลักทรัพย์เป็นขาลง นักลงทุนจะขายหลักทรัพย์ออกเนื่องจากกลัวว่าถ้าถือต่อไปจะทำให้ขาดทุน สุดท้ายนักลงทุนมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจลงทุนในช่วงเวลาที่ผิดพลาด ส่งผลให้นักลงทุนที่มีพฤติกรรมดังกล่าวจะมีผลขาดทุนจากการลงทุน จึงเป็นที่มาของกลยุทธ์การลงทุนแบบ Contrarian โดยกลยุทธ์นี้จะหาหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นที่นิยมในการลงทุน ซึ่งนักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์นี้จะซื้อหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น และขายหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็นในช่วงที่ผ่านมา ทั้งนี้จะเห็นได้ว่านักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์นี้จะลงทุนสวนทางกับนักลงทุนโดยทั่วไปในตลาด

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาในเรื่องตลาดมีการตอบสนองเกินจริง (Market Overreaction) เป็นการศึกษาอัตราผลตอบแทนปกติที่เกิดขึ้นจากการที่ตลาดมีการตอบสนองเกินจริงทั้งในระยะยาว คือ ทำการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงระยะเวลามากกว่า 1 เดือน และในระยะสั้น คือ ทำการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาน้อยกว่า 1 เดือน ดังนั้นในหัวข้องานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวิจัยในครั้งนี้จึงได้ทำการแบ่งกลุ่มของงานวิจัยที่เกี่ยวข้องออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มงานวิจัยที่ศึกษาการตอบสนองมากเกินไปในระยะยาว (Long-term market overreaction) และกลุ่มงานวิจัยการตอบสนองมากเกินไปในระยะสั้น (Short-term market overreaction)

2.2.1 กลุ่มงานวิจัยการตอบสนองมากเกินไปในระยะยาว(Long-term market overreaction)

DeBondt and Thaler (1985) ได้ทำการศึกษาการตอบสนองมากเกินไปในระยะยาว โดยจัดลำดับหุ้นสามัญ ใดๆในตลาดจากอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม โดยใช้แบบจำลองอัตราผลตอบแทนที่มีการปรับค่าความเสี่ยง (Market Adjust Return Model) โดยเลือกหุ้นสามัญที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมมากที่สุด 35 อันดับให้เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ (Winner) และหุ้นสามัญที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมน้อยที่สุด 35 อันดับให้เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ (Loser)

หลังจากนั้นจึงคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงทดสอบ พบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของ กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ มากกว่า กลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ ถึง 25% และอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นส่วนใหญ่เกิดขึ้นในเดือนมกราคม อีกทั้งค่าเบต้า (Beta) ที่เป็นตัวแทนความเสี่ยงที่เป็นระบบซึ่งคำนวณได้จาก CAPM ในช่วงจัดอันดับของ กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ ยังมีค่าน้อยกว่า กลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ

ผลการศึกษาการใช้อัตราผลตอบแทนในอดีตมาสร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้ ทำให้แนวคิดเรื่องตลาดมีประสิทธิภาพแบบอ่อนไม่เป็นจริง DeBondt and Thaler ได้สรุปว่าไม่เพียงแต่เฉพาะนักลงทุนทั่วไปมีการตัดสินใจอย่างไม่มีเหตุผล ตลาดเองก็มีพฤติกรรมที่มีตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจนเกินจริงเช่นเดียวกัน ทำให้กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้มีอัตราผลตอบแทนมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะนอกจากนี้ผลที่ได้ยังไปเป็นตามผลกระทบพิเศษของเดือนมกราคม (January Effect) อีกด้วย

ต่อมา Jegadeesh and Titman (1993) ได้เสนอกกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Momentum Strategy) โดยเชื่อว่าหุ้นที่ให้ผลตอบแทนสูงในอดีตจะเคลื่อนไหวอย่างมีแนวโน้มและจะให้ผลตอบแทนที่สูงต่อไปในอนาคต ในทางตรงกันข้ามหุ้นที่ให้ผลตอบแทนต่ำในอดีตจะเคลื่อนไหวอย่างมีแนวโน้มและจะให้ผลตอบแทนที่ต่ำต่อไปในอนาคต ดังนั้นกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาดก็คือการซื้อหุ้นที่มีความแข็งแกร่งหรือให้ผลตอบแทนสูงในอดีตเข้ามาในกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนและขายหุ้นที่มีความอ่อนแอหรือให้ผลตอบแทนต่ำในอดีตออกไปจากกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน

การลงทุนแบบตามตลาดข้างต้นแตกต่างกับลักษณะของกลยุทธ์ที่ DeBondt and Thaler แนะนำไว้ว่า ถ้าตลาดไม่มีประสิทธิภาพ กลยุทธ์การลงทุนที่ควรใช้คือแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy) โดยเชื่อว่าตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจึงส่งผลให้เมื่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในขาขึ้น นักลงทุนจะซื้อหลักทรัพย์เนื่องจากเชื่อว่าจะสามารถทำกำไรจากตลาดขาขึ้นได้ ในทางตรงกันข้ามถ้าดัชนีตลาดหลักทรัพย์เป็นขาลง นักลงทุนจะขายหลักทรัพย์ออกเนื่องจากกลัวว่าถ้าถือต่อไปจะทำให้ขาดทุน สุดท้ายนักลงทุนมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจลงทุนในช่วงเวลาที่ผิดพลาด สิ่งนี้นักลงทุนควรทำคือขายในเมื่อราคาปรับตัวขึ้น และซื้อเมื่อราคาปรับตัวลง

มีความพยายามที่จะหาเหตุผลมาอธิบายปรากฏการณ์การตอบสนองมากเกินไปจริง อย่าง Zarowin (1989) ซึ่งได้ทำการทดสอบวิธีการใหม่ โดยเรียงข้อมูลตามขนาดของบริษัทจากน้อยไปมากและแบ่งเป็นห้ากลุ่มหลักทรัพย์เท่ากัน อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมจะถูกแบ่งออกเป็นห้ากลุ่มย่อย แล้วนำกลุ่มย่อยที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเดียวกัน ที่มีผลอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมน้อยที่สุด (Loser) เทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมมากที่สุด (Winner)

พบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ มีอัตราผลตอบแทนมากกว่า กลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ ของทุกกลุ่มหลักทรัพย์เพียงแค่เดือนมกราคม แต่ในเดือนอื่น ๆ นั้นผลตอบแทนของ กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ น้อยกว่า กลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ เมื่อพิจารณาทุกเดือนแล้วพบว่าอัตราผลตอบแทนของ กลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ ยังมีผลตอบแทนมากกว่า กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ เมื่อดูผลการเปรียบเทียบ โดยแยกตามขนาดบริษัท พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่สุดเป็นเพียงกลุ่มเดียวที่มีผลตอบแทนของ กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ มากกว่า กลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ ต่อมา Zarowin ได้ทำการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยโดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross Sectional Regression) ระหว่างผลตอบแทนเกินปกติในช่วงทดสอบกับตัวแปรด้านขนาดบริษัท และอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงจัดอันดับ ทำให้สรุปได้ว่าผลกระทบที่เกิดขึ้นประกอบด้วย ผลกระทบจากผลกระทบพิเศษของเดือนมกราคม และผลกระทบที่เกิดจากขนาดบริษัท แต่ไม่ได้เกิดจากข้อมูลข่าวสารที่มากเกินไป

นอกจากนั้น Conrad and Kaul (1993) ได้แย้งวิธีของ DeBondt and Thaler (1985) เนื่องจากการใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนปกติสะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้นั้นมากเกินไป อีกทั้งยังทำให้อัตราผลตอบแทนปกติสะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะน้อยเกินไป ซึ่งเกิดจากการรวมอคติในการคำนวณอัตราผลตอบแทนในแต่ละเดือน ดังนั้น Conrad and Kaul จึงเสนอวิธีการทดสอบใหม่โดยใช้อัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาลงทุน ทำให้ลดอคติลงได้

งานวิจัยจากประเทศอื่นๆ เช่น Mun, Vasconcellos, and Kish (1999) และ Schiereck, DeBondt, and Weber (1999) ศึกษาในประเทศเยอรมัน พบว่ามีการตอบสนองมากเกินไปเกิดขึ้น Baytas and Cakici (1999) ได้ทำการศึกษาในประเทศที่พัฒนาแล้ว 7 ประเทศซึ่งมีประเทศสหรัฐอเมริกา รวมอยู่ด้วย โดยใช้วิธีในการศึกษาตามวิธีของ Conrad and Kaul (1993) ผลการศึกษาพบว่าประเทศสหรัฐอเมริกาไม่มีการตอบสนองมากเกินไป แต่กลับพบว่าในประเทศอื่น ๆ นั้นมีการตอบสนองมากเกินไป ส่วน Ahmad and Hussain (2001) ได้ทำการศึกษาในประเทศมาเลเซีย พบว่ามีการเปลี่ยนแปลงการเคลื่อนไหวของผลตอบแทน (return reversal) ในช่วงระยะเวลา 3 ปีทำให้นักลงทุนสามารถที่จะทำกำไรเกินปกติจากกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy) ได้

สำหรับการศึกษาตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปในระยะยาวของตลาดหลักทรัพย์ฯ ของไทย นั้น Udomrungruang (2006) ได้ทำการทดสอบ โดยใช้ข้อมูลรายเดือนพบว่าตลาดหลักทรัพย์ฯ มีการตอบสนองมากเกินไปในระยะยาวในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ โดยเฉพาะในหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก แต่ไม่พบการตอบสนองมากเกินไปในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ ต่อมา สุลี (2553) ได้ทำการศึกษาว่าตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปหรือไม่เมื่อมีการควบคุมความเสี่ยงโดยใช้แบบจำลอง CAPM แล้วพบว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีการตอบสนองมากเกินไป

กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้แต่ไม่พบการตอบสนองมากเกินไปจริงในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Udomrungruang อีกด้วย

นอกจากนี้ ยังมีการศึกษาการตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะยาวของ SiriAmornsook (2010) ที่นอกจากจะศึกษาเรื่องการตอบสนองมากเกินไปจริงแล้วนั้นยังได้ศึกษาเพิ่มเติมว่าสภาพคล่องของหลักทรัพย์มีผลต่อระดับการตอบสนองมากเกินไปจริงหรือไม่ โดยใช้สัดส่วนของจำนวนรายการธุรกรรมการซื้อขายของหลักทรัพย์นั้นๆ (Monthly Trading Volume) ต่อจำนวนหุ้นที่ซื้อขายในตลาด (Monthly Number of Shares Available for Trading) เป็นตัวแทนของสภาพคล่องของหลักทรัพย์นั้นๆ ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ตลาดหลักทรัพย์ฯ มีการตอบสนองมากเกินไปจริง และสภาพคล่องของหลักทรัพย์นั้นๆ มีผลต่อระดับการตอบสนองมากเกินไปจริง สภาพคล่องสูงจะส่งผลให้ตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจริงมากยิ่งขึ้น แต่งานวิจัยของ SiriAmornsook (2010) นั้นมีข้อจำกัดทางด้านข้อมูลที่ใช้เป็นตัวแทนของสภาพคล่องส่งผลให้ผลวิจัยที่ออกมานั้นอาจมีอคติจากลักษณะของบริษัทได้

2.2.2 กลุ่มงานวิจัยการตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะสั้น (Short-term market overreaction)

Atkins and Dyl (1990) ได้ศึกษาการตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะสั้น โดยศึกษาพฤติกรรมของราคาหลักทรัพย์ใน 1 วันหลังจากเกิดการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก อีกทั้งยังศึกษาว่า Bid-Ask Spread นั้นมีผลอย่างไรต่อการทำกำไรจากการตอบสนองมากเกินไปจริง พบว่ามีหลักฐานยืนยันชัดเจนกับการเกิดการตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะสั้นกับข่าวร้ายในตลาด แต่มีหลักฐานไม่ชัดเจนนักกับการเกิดการตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะสั้นกับข่าวดี อีกทั้งยังพบว่าเมื่อราคาของหลักทรัพย์ลดลงเป็นอย่างมากมีผลทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญว่ามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติ แต่ในทางตรงกันข้ามถ้าราคาของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นเป็นอย่างมากจะทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติลดลงแต่ระดับนัยสำคัญของการตอบสนองเกินจริงในกรณีนี้มีน้อย แต่เมื่อศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของขนาดผลต่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (Bid-Ask Spread) เข้าไปในอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากการตอบสนองเกินจริงแล้วนั้นผลการศึกษาพบว่าผู้ค้า (Trader) ไม่สามารถที่จะทำกำไรจากการกลับตัวของราคาได้ แสดงให้เห็นว่าตลาดนั้นมีประสิทธิภาพเมื่อคำนึงถึงต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction Cost)

ต่อมา Bremer and Sweeney (1991) ได้ศึกษาการกลับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการลดลงของราคาหลักทรัพย์อย่างมากและได้ให้วันที่ราคาของหลักทรัพย์มีราคาลดลง 10% ถือว่าเป็นวันเกิดเหตุการณ์ (Event day) พบว่ามีการเปลี่ยนแปลงการเคลื่อนไหวของผลตอบแทน (return

reversal) อย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยหลังจาก event day 1 วัน คือ 1.773% และ อัตราผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยหลังจากวันเกิดเหตุการณ์ 2 วัน คือ 2.20% อย่างไรก็ตามจากบทวิจัยได้ให้ข้อคิดเห็นว่าการกลับตัวของราคาที่เกิดขึ้นนั้นอาจจะไม่สามารถทำอะไรได้เนื่องจากการกลับตัวที่เกิดขึ้นนั้นมีระยะเวลาที่ช้าไม่สอดคล้องกับความคิดที่ว่าราคาตลาดจะสะท้อนข้อมูลที่เกี่ยวข้องได้ในระยะเวลาอันสั้น และ Cox and Peterson (1994) พบผลอย่างมีนัยสำคัญ ของการเปลี่ยนแปลงการเคลื่อนไหวของราคาหลังจากวันเกิดเหตุการณ์ 1 วัน แต่แค่ในช่วงเวลาก่อนปี 1987 เท่านั้น Cox and Peterson สรุปว่าการตอบสนองมากเกินไปจริงจะลดลงถ้าตลาดมีการเพิ่มขึ้นของสภาพคล่อง

ยังมีการศึกษาการตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะสั้น ในตลาดนอกประเทศสหรัฐอเมริกา เช่น Otchere and Chan (2003) พบการตอบสนองมากเกินไปจริงในฮ่องกงระหว่างช่วงเวลาก่อนเกิดวิกฤตทางเศรษฐกิจของเอเชีย แต่การเปลี่ยนแปลงการเคลื่อนไหวของราคาไม่เพียงพอที่จะนำมาใช้ประโยชน์ Piromsopa (2007) ได้ทำการศึกษการตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะเวลา 1-2 สัปดาห์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ การตอบสนองมากเกินไปจริงแต่ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้เท่านั้น อีกทั้งได้ทำการแบ่งหุ้นย่อยลงไปอีกตามสาเหตุการปรับตัวลดลงของราคาหลักทรัพย์ออกเป็น 3 กรณี คือ ข่าวร้ายที่เกิดจากตลาดโดยรวม ข่าวร้ายที่เกิดจากกิจการของหลักทรัพย์เอง และ ไม่มีข่าวร้าย ผลการศึกษาพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้จะมีการปรับตัวกลับมาของราคาในกรณีที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลงเนื่องจากข่าวร้ายที่เกิดจากตลาดโดยรวมและไม่มีข่าวร้าย แต่จะไม่มีมีการปรับตัวกลับขึ้นมาหากการปรับตัวลงในตอนแรกเกิดจากข่าวร้ายของกิจการเอง จึงสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่มีประสิทธิภาพในระดับอ่อน

Lobe and Rieks (2011) ได้ศึกษาการอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากการตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะสั้นในตลาดหุ้นเยอรมัน โดยใช้การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เกินกว่า +/- 10% ให้เป็นวันเกิดเหตุการณ์ นอกจากนี้ยังศึกษาว่าปัจจัยใดที่มีอิทธิพลกับการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติและยังได้ทำการศึกษาว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติจะสามารถทำอะไรได้หรือไม่อีกด้วย พบว่ามีการตอบสนองมากเกินไปจริงระยะสั้นในตลาดเยอรมัน และพบว่าการตอบสนองเกินจริงนั้นไม่ได้มีผลแก่เฉพาะหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก อีกทั้งปัจจัยที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้คือลักษณะเฉพาะของหลักทรัพย์นั่นเอง แต่ทั้งนี้การศึกษาในขั้นตอนนี้มีการควบคุมตัวแปรทางด้านขนาดของบริษัทเอาไว้ สุดท้ายผลการศึกษาพบว่าไม่สามารถที่จะนำกลยุทธ์การซื้อขายมาประยุกต์ใช้นั้นในการทำอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้ เมื่อรวมต้นทุนทางธุรกรรมเข้าไป

บทที่ 3

วิธีการวิจัย

3.1 ขั้นตอนการศึกษาวิจัย (Methodology)

งานวิจัยนี้ศึกษาถึงตัวแปรที่อธิบายการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารเกินจริงโดยการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอย (regression) ในแบบจำลอง 2 แบบ ตัวแปรตามได้ (Dependent variable) ได้แก่อธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ และ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วันนับจากวันที่เกิดเหตุการณ์

การประมาณค่าในแบบจำลองใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) และ ค่าความผิดพลาดในการประมาณค่า (Standard Error) จะถูกคำนวณ โดยคำนึงถึงความแปรปรวน (Variance) ของค่าความผิดพลาดทางสถิติอาจไม่คงที่ (Heteroskedasticity)

แบบจำลองที่ 1

$$AR_{i,1} = \beta_0 - \beta_1 ER_i - \beta_2 \ln MV_i + \beta_3 \ln BTM_i - \beta_4 RET_i + \beta_6 VO_i + \varepsilon_i \quad \text{สมการที่ (1)}$$

$$CAR(t_1, t_5)_i = \beta_0 - \beta_1 ER_i - \beta_2 \ln MV_i + \beta_3 \ln BTM_i - \beta_4 RET_i + \beta_6 VO_i + \varepsilon_i \quad \text{สมการที่ (2)}$$

- โดย
- $AR_{i,1}$ = อัตราผลตอบแทนเกินปกติ 1 วัน
 - $CAR(t_1, t_5)_i$ = อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วัน (นับตั้งแต่ $t=1$ ถึง $t=5$)
 - ER_i = อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ในวันที่เกิดเหตุการณ์ (Abnormal Event Return)
 - $\ln MV_i$ = ขนาดของหลักทรัพย์ (Market Value) ในวันที่เกิดเหตุการณ์ ซึ่งแทนด้วย Log ของมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด
 - $\ln BTM_i$ = Log ของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio) ในวันที่เกิดเหตุการณ์

RET_i = ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันย้อนหลัง 60 วันทำการของ
 หลักทรัพย์นับจากวันที่เกิดเหตุการณ์
 VO_i = ความผันผวนรายวันของอัตราผลตอบแทนของ
 หลักทรัพย์ (Volatility) ในวันที่เกิดเหตุการณ์

ถ้าแนวคิดที่ว่าตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจริงในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นจริงนั้น อัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์ (ER) และค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันย้อนหลัง 60 วันทำการของหลักทรัพย์นับจากวันที่เกิดเหตุการณ์ (RET) ควรจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม(-)กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติ เป็นผลมาจากการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนในทิศทางตรงกันข้าม (reversal) ของหลักทรัพย์เมื่อตลาดเกิดการตอบสนองมากเกินไปจริง

สำหรับขนาดของบริษัทนั้นจากการศึกษาของ BANZ (1981) ได้ทำการศึกษาผลกระทบของขนาดของบริษัทที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Size effect) พบว่าบริษัทที่มีขนาดของบริษัทใหญ่จะให้อัตราผลตอบแทนน้อยกว่าโดยเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีขนาดเล็ก จากการศึกษาี้แสดงว่าขนาดของบริษัทควรจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม(-)กับอัตราผลตอบแทนเกินปกตินั้นคือ ถ้าบริษัทขนาดเล็กจะส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติมากกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่

ในส่วนของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ตามการศึกษาของ Fama and French (1992) ที่ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่าอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนเนื่องจากอัตราส่วนดังกล่าวแสดงให้เห็นมุมมองของนักลงทุนที่มีต่อบริษัทซึ่งถ้าอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นค่าสูงแสดงว่าบริษัทมีการกู้ยืมสูงและมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นทำให้นักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นตามความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น จากการศึกษาดังกล่าวทำให้สรุปได้ว่าอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นในวันที่เกิดเหตุการณ์ (BTM) ควรที่จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียว(+)กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติ

สำหรับความผันผวนรายวันของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในวันที่เกิดเหตุการณ์ (Volatility) จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทน (+) เนื่องจากยิ่งหลักทรัพย์มีความผันผวนมากแสดงว่าหลักทรัพย์มีความเสี่ยงมากก็ควรที่จะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น

แบบจำลองที่ 2

แบบจำลองนี้เหมือนกับแบบจำลองที่ 1 แต่มีการใส่ตัวแปรหุ่น (Dummy) สำหรับแต่ละปี โดยค่าตัวแปรหุ่นจะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็นข้อมูลของปีนั้น ๆ และเป็นค่าศูนย์ในกรณีอื่น ๆ โดยใช้ปี 2012 เป็นปีฐาน

นอกจากนี้ยังได้ทดสอบโดยใช้ Chow test เพื่อทดสอบว่ามีการเปลี่ยนแปลงของค่าสัมประสิทธิ์ในแต่ละช่วงระยะเวลาที่ใช้ในการทดสอบหรือไม่ ด้วยค่าสถิติ F-Test¹

3.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกลุ่มตัวอย่าง (Data and Sample)

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลจาก Bloomberg และ SETSMART โดยได้เลือกใช้ข้อมูลของหุ้นที่เป็นสมาชิกดัชนี SET100 ซึ่งประกาศโดยตลาดหลักทรัพย์ฯ เมื่อวันที่ 16 มิถุนายน 2557 โดยรายชื่อหลักทรัพย์ที่นำมาใช้ในการคำนวณดัชนี SET100 สำหรับการคำนวณค่าดัชนีระหว่าง 1 ก.ค. 2548 - 31 ธ.ค. 2557 (ภาคผนวก ก ตาราง-ผ.1)

งานวิจัยนี้ได้เลือกใช้หลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกดัชนี SET100 เนื่องจาก หลักทรัพย์ที่มีคุณสมบัติเป็นสมาชิกดัชนี SET 100 ได้นั้นต้องเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูง การซื้อขายมีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ และต้องเป็นหลักทรัพย์ที่มีการกระจายของผู้ถือหลักทรัพย์รายย่อยอย่างเหมาะสม เพื่อสะท้อนความสามารถในการเข้าลงทุนของนักลงทุน (Investability) ได้ จากคุณสมบัติดังกล่าวมานั้น ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกดัชนี SET 100 นั้นจะไม่มีปัญหาทางข้อมูลที่เกิดขึ้นจากหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ และหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กเกินไปที่จะทำให้เกิดการเคลื่อนไหวของราคาที่สูงกว่าหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ ซึ่งอาจส่งผลให้ข้อมูลที่ทำการศึกษาไม่คลาดได้

¹ ค่า F-test ของ Chow Test สามารถคำนวณได้ดังต่อไปนี้

$$F = \frac{RSS_c - (RSS_1 + RSS_2 + RSS_3)/k}{RSS_1 + RSS_2 + RSS_3/n - 3k}$$

โดย RSS_c คือ Residuals sum of squared ของสมการถดถอยที่ทำการวิเคราะห์ข้อมูลทั้งหมด

RSS_1 คือ Residuals sum of squared ของสมการถดถอยที่ทำการวิเคราะห์ข้อมูลตั้งแต่ปีค.ศ. 2005-2008

RSS_2 คือ Residuals sum of squared ของสมการถดถอยที่ทำการวิเคราะห์ข้อมูลตั้งแต่ปีค.ศ. 2009-2011

RSS_3 คือ Residuals sum of squared ของสมการถดถอยที่ทำการวิเคราะห์ข้อมูลตั้งแต่ปีค.ศ. 2012-2014

n คือ จำนวนข้อมูลทั้งหมดตั้งแต่ปีค.ศ. 2005 - 2014

k คือ จำนวนตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในการวิเคราะห์สมการถดถอย

ข้อมูลที่ใช้ในการทำวิจัยจะใช้ข้อมูลตั้งแต่วันที่ 29 เมษายน 2548 ซึ่งเป็นวันฐานในการคิดคำนวณดัชนีผลตอบแทนรวม SET 100 จนถึงวันที่ 31 ตุลาคม 2557 ความถี่ของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจะใช้ข้อมูลแบบรายวัน สำหรับตัวแปรที่ใช้อธิบายการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารเกินความเป็นจริงนั้นจะใช้ตัวแปร อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ในวันเกิดเหตุการณ์ (ER), อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 60 วันย้อนหลังของหลักทรัพย์ (RET) เป็นตัวแปรที่เป็นตัวแทนของการเคลื่อนไหวของราคาตามตลาด (Momentum) ตามการศึกษาของ Jegadeesh and Titman (1993),

ส่วน อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio, BTM) เป็นตัววัดมูลค่าของหลักทรัพย์ (Value) โดย Fama and French (1992) พบว่า BTM เป็นตัวแปรที่สะท้อนถึงมุมมองที่นักลงทุนมีต่อหลักทรัพย์ ความผันผวนรายวันของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (VO) เป็นตัวแทนของความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้นๆ ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม

ในการศึกษา กำหนดให้วันที่เกิดเหตุการณ์การตอบสนองของข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจริงคือวันที่กลุ่มหลักทรัพย์ในดัชนี SET100 ที่มีการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เกินกว่า $\pm 10\%$ โดยมีตัวอย่างทั้งหมด 972 ข้อมูล โดยแบ่งเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์เกินกว่า 10% เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ (Winner) มีจำนวนข้อมูลเท่ากับ 547 ข้อมูล และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงลดลงของราคาหลักทรัพย์เกินกว่า 10% เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ (Loser) มีจำนวนข้อมูลเท่ากับ 425 ข้อมูล เมื่อพิจารณาข้อมูลในแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์เป็นรายอุตสาหกรรมพบว่ากลุ่มตัวอย่างของทั้ง กลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและผู้แพ้ จะมีการกระจายตัวของข้อมูลส่วนมากอยู่ที่กลุ่มอุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มากที่สุด (ดูภาคผนวก ก ตาราง ผ.2, ตาราง ผ.3, ตาราง ผ.4)

ทั้งนี้ นอกจากจะแบ่งข้อมูลกลุ่มตัวอย่างออกเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะกลุ่มและหลักทรัพย์ผู้แพ้ งานวิจัยนี้ยังทำการศึกษาโดยแบ่งข้อมูลออกเป็น 3 ช่วงเวลา คือ ปี ค.ศ. 2005 –2008 ในช่วงระยะเวลานี้มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา 505 ข้อมูล โดยเป็นช่วงระยะเวลาที่มีข้อมูลกลุ่มตัวอย่างมากที่สุดทั้งในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและผู้แพ้ ทั้งนี้เนื่องจากเป็นช่วงระยะเวลาที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในสหรัฐอเมริกาหรือที่เรียกกันว่าวิกฤติแฮมเบอร์เกอร์ ได้ก่อให้เกิดผลกระทบต่อตลาดหุ้นทั่วโลก รวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงเป็นช่วงระยะเวลาที่ตลาดได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกประเทศ อีกทั้งปลายปี 2008 ก็ยังมีปัญหาทางการเมืองในประเทศส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ ทำให้ตลาดในช่วงระยะเวลานี้มีความผันผวนมาก

ปี ค.ศ. 2009 – 2011 มีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา 312 ข้อมูล ซึ่งจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีจำนวนข้อมูลอันดับสองรองจากช่วงระยะเวลาปีค.ศ. 2005 –2008 โดยช่วงระยะเวลานี้

มีเงินไหลจากต่างประเทศเข้ามาเพื่อลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นจำนวนมากซึ่งเกิดจากมาตรการผ่อนคลายในเชิงปริมาณทางการเงิน (Quantitative Easing) ซึ่งเป็นนโยบายการแก้ไขปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศสหรัฐอเมริกา อย่างไรก็ตามถึงแม้ว่าจะมีแรงซื้อจากต่างประเทศเข้ามาแต่ช่วงระยะเวลานี้เป็นช่วงที่มีความวุ่นวายทางการเมืองในประเทศอย่างมาก ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ นั้นมีความผันผวนมาก จึงเป็นผลให้เกิดกลุ่มตัวอย่างอยู่ในอันดับที่สองแม้ว่าจะเป็นช่วงระยะเวลาหลังจากที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจไปแล้วก็ตาม

ปี ค.ศ. 2012 – 2014 มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นจำนวนที่น้อยที่สุดเพียง 155 ข้อมูล เนื่องจากในช่วงระยะเวลานี้เป็นช่วงที่เหตุการณ์บ้านเมืองในประเทศสงบลงในช่วงปี ค.ศ. 2012 – 2013 อีกทั้งเงินลงทุนของต่างชาติก็ยังไหลเข้าตลาดเอเชียรวมถึงตลาดหลักทรัพย์ฯ ด้วยทำให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ ในช่วงนี้จะมีมีความผันผวนที่น้อยเมื่อเทียบกับความผันผวนในอดีต และถึงแม้ว่าจะมีความวุ่นวายทางการเมืองตั้งแต่ปลายปี 2013 ถึง 2014 และมีการปฏิวัติเกิดขึ้นในช่วงเดือนพฤษภาคม 2014 แต่ความผันผวนของตลาดในช่วงระยะเวลานี้ก็ไม่ได้มีมากเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่จะมีอัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้นหรือลดลงมากกว่า 10% มีจำนวนน้อยเมื่อเทียบกับช่วงระยะเวลาอื่นๆ (ดูภาคผนวก ก ตาราง ผ.5, ตาราง ผ.6, ตาราง ผ.7)

3.3 ตัวแปร (Variables)

3.3.1 ตัวแปรตาม (Dependent variables)

อัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ (Abnormal Return on 1 Day after Event Day: AR_{1t})

ตัวแปรที่ใช้คืออัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ของแต่ละหลักทรัพย์ โดยนำข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์มาจากรฐานข้อมูลของ Bloomberg และข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวมของดัชนีผลตอบแทนรวม SET100 นำมาจาก SETSMART ตัวแปรนี้จะใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 กับตัวแปรอธิบายที่เป็นตัวแทนของการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่เกิดจากตลาดมีการตอบสนองมากเกินจริงและปัจจัยพื้นฐานของแต่ละรายหลักทรัพย์ที่นักลงทุนไว้ใช้ในการตัดสินใจลงทุนตามที่เสนอต่อไป

อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วัน หลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ (Cumulative Abnormal Return 5 days after Event Day: CAR(1,5))

ตัวแปรที่ใช้คืออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วัน หลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ของแต่ละหลักทรัพย์ โดยนำข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์มาจากรฐานข้อมูลของ Bloomberg และข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวมของดัชนีผลตอบแทนรวม SET100 นำมาจาก SETSMART ตัวแปรนี้จะใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วัน กับตัวแปรอธิบายที่เป็นตัวแทนของการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่เกิดจากตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปและปัจจัยพื้นฐานของแต่ละรายหลักทรัพย์ที่นักลงทุนไว้ใช้ในการตัดสินใจลงทุนตามที่จะเสนอต่อไป

3.3.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables)

1) อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ในวันที่เกิดเหตุการณ์ (Abnormal Event Return : ER)

อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ในวันที่เกิดเหตุการณ์นั้นแบ่งออกตามกลุ่มหลักทรัพย์ ถ้าเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะจะนำหลักทรัพย์ที่มีการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้นเกินกว่า 10% มาหักออกด้วยอัตราผลตอบแทนของตลาดในที่นี้ใช้อัตราผลตอบแทนรายวันของดัชนี SET100 ก็จะได้อัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์ ซึ่งปัจจัยนี้จะแสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วันจะมีการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามกับวันที่เกิดเหตุการณ์หรือไม่ และทำให้รู้ขนาดของการเคลื่อนไหวที่มีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์มากน้อยเพียงใด

2) ขนาดของบริษัทในวันที่เกิดเหตุการณ์ (Log of Market Value :lnMV)

ขนาดของบริษัทในวันที่เกิดเหตุการณ์คำนวณได้จาก Log ของมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ของหลักทรัพย์ในวันที่เกิดเหตุการณ์ คือนำจำนวนหุ้นชำระแล้วคูณด้วยราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้นๆ จากการศึกษาของ BANZ (1981) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของขนาดของบริษัทกับอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์และพบว่าขนาดของบริษัทนั้นสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยได้ โดยมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ของหลักทรัพย์นำข้อมูลมาจากรฐานข้อมูลใน Bloomberg

3) อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นในวันที่เกิดเหตุการณ์

(Log of Book-to-Market Ratio :lnBTM)

อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรอธิบายที่แสดงให้เห็นถึงปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ที่นักลงทุนใช้ตัดสินใจ จากการศึกษาค้นคว้าของ Fama and French (1992) อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยที่สะท้อนให้เห็นมุมมองที่นักลงทุนมีต่อบริษัทนั้นๆ โดยอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถคำนวณได้จากการนำมูลค่าในส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญหารด้วยมูลค่าตลาดของหุ้นตัวนั้นๆ ซึ่งใช้ฐานข้อมูลจาก Bloomberg ในการหาข้อมูลอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น

4) ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันย้อนหลัง 60 วันทำการของหลักทรัพย์ (RET) นับจากวันที่เกิดเหตุการณ์

ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันย้อนหลัง 60 วัน โดยนำข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ย้อนหลัง 60 วันทำการมาใช้ในการคำนวณค่าเฉลี่ย ซึ่งนำข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์มาจากรฐานข้อมูลของ Bloomberg ตัวแปรอธิบายดังกล่าวจะแสดงให้เห็นความเคลื่อนไหวการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากตลาดมีการตอบสนองมากเกินไป โดยเป็นตัวแปรอธิบายที่เป็นตัวแทนของกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Momentum Strategy) ที่ Jegadeesh and Titman (1993) ได้ศึกษาไว้ว่าถ้าหุ้นที่ให้ผลตอบแทนสูงในอดีตจะเคลื่อนไหวอย่างมีแนวโน้มและให้ผลตอบแทนที่สูงต่อไปในอนาคต ในทางตรงกันข้ามหุ้นที่ให้ผลตอบแทนต่ำในอดีตจะเคลื่อนไหวอย่างมีแนวโน้มและให้ผลตอบแทนที่ต่ำต่อไปในอนาคต

5) ความผันผวนรายวันของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์² (Volatility :VO)

ความผันผวนรายวันของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เป็นตัวแปรที่แสดงความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้นๆ โดยสามารถประมาณค่าความผันผวนโดยใช้ข้อมูลย้อนหลัง 60 วันทำการ นับจากวันที่เกิดเหตุการณ์ โดยใช้ดัชนีผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์นำมาคำนวณความผันผวนรายวันของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นำมาจากรฐานข้อมูล Bloomberg ซึ่งคำนวณจากค่าเฉลี่ยของผลรวมกำลังสองของอัตราผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์หักด้วยค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ ซึ่งงานวิจัยของ Lobe and Rieks (2011) ก็ได้นำมาเป็นตัวแปรอธิบายของอัตราผลตอบแทนเกินปกติเช่นเดียวกัน

² ความผันผวนรายวันของอัตราผลตอบแทนสามารถคำนวณได้ดังสูตรต่อไปนี้

$$VO_{it} = \frac{1}{60-1} \sum_{i=-60}^{-1} (R_{i,t} - \bar{R})^2$$

ตารางที่ 3.1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation) ที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ ซึ่งจะเห็นได้ว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในวันที่ 1 หลังจากเกิดเหตุการณ์ ($AR_{i,t}$) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วัน ($CAR(1,5)$) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติโดยเฉลี่ยในวันที่เกิดเหตุการณ์ (ER) และอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยย้อนหลัง 60 วันนับจากวันที่เกิดเหตุการณ์ (RET) แสดงให้เห็นว่ามีการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนในทิศทางตรงกันข้ามหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ (Return reversal)

ตารางที่ 3.1 Correlation Matrix ของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ (หน่วย : เปอร์เซนต์ต่อวัน)

	$AR_{i,t}$	$CAR(1,5)$	ER	$\ln MV$	$\ln BTM$	RET	VO
$AR_{i,t}$	1	0.49	-0.18	0.15	-0.13	-0.04	-0.03
$CAR(1,5)$	0.49	1	-0.17	0.13	-0.09	-0.04	-0.16
ER	-0.18	-0.17	1	-0.35	0.10	0.24	0.05
$\ln MV$	0.15	0.13	-0.35	1	-0.38	-0.09	-0.06
$\ln BTM$	-0.13	-0.09	0.10	-0.38	1	-0.20	0.10
RET	-0.04	-0.04	0.24	-0.09	-0.20	1	-0.17
VO	-0.03	-0.16	0.05	-0.06	0.10	-0.17	1

ตารางที่ 3.2 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation) ที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ ซึ่งจะเห็นได้ว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในวันที่ 1 หลังจากเกิดเหตุการณ์ ($AR_{i,t}$) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติ 5 วัน ($CAR(1,5)$) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติโดยเฉลี่ยในวันที่เกิดเหตุการณ์ (ER) แสดงให้เห็นว่ามีการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนในทิศทางตรงกันข้ามหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ (Return reversal) เช่นเดียวกันกับกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ

ตารางที่ 3.2 Correlation Matrix ของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ (หน่วย : เปอร์เซ็นต์ต่อวัน)

	$AR_{i,t}$	CAR(1,5)	ER	lnMV	lnBTM	RET	VO
$AR_{i,t}$	1	0.43	-0.28	0.05	-0.04	0.04	0.08
CAR(1,5)	0.43	1	-0.20	-0.03	0.03	-0.01	0.17
ER	-0.28	-0.20	1	0.11	0.08	-0.07	-0.23
lnMV	0.05	-0.03	0.11	1	-0.41	0.05	-0.19
lnBTM	-0.04	0.03	0.08	-0.41	1	-0.33	0.14
RET	0.04	-0.01	-0.07	0.05	-0.33	1	-0.19
VO	0.08	0.17	-0.23	-0.19	0.14	-0.19	1

ตารางที่ 3.3 และตารางที่ 3.4 แสดงข้อมูลทางสถิติเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ ของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ตามลำดับ ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เฉลี่ยในวันที่เกิดเหตุการณ์ของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 13.01% และ -13.12% ตามลำดับ

ตารางที่ 3.3 ข้อมูลสถิติเบื้องต้นตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ (หน่วย : เปอร์เซ็นต์ต่อวัน)

ตัวแปร	Obs	Mean	Std. Dev.	Std. error	Min	Max
$R_{i,t}$	382	13.01	3.42	0.17	10.01	26.24
$R_{m,t}$	382	2.88	3.51	0.18	-5.31	11.32
AR_1	382	-0.74	6.73	0.20	-16.50	18.88
CAR(1,5)	382	-1.89	6.73	0.34	-29.55	23.38
ER	382	10.13	4.58	0.23	-1.16	25.77
lnMV	382	23.41	1.32	0.07	18.30	27.13
lnBTM	382	-0.62	0.80	0.04	-3.07	1.97
RET	382	0.22	0.68	0.03	-2.04	2.40
VO	382	0.13	0.11	0.01	0.01	0.57

ตารางที่ 3.4 ข้อมูลสถิติเบื้องต้นตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ (หน่วย : เปอร์เซนต์ต่อวัน)

ตัวแปร	obs	Mean	Std. Dev.	Std. error	Min	Max
$R_{i,t}$	323	-13.82	4.29	0.24	-34.10	-10.01
$R_{m,t}$	323	-6.66	6.15	0.34	-17.09	6.43
AR_1	323	0.65	4.33	0.24	-11.44	14.68
CAR(1,5)	323	2.22	7.41	0.41	-19.31	27.46
ER	323	-7.16	5.78	0.32	-27.42	6.96
lnMV	323	23.34	1.40	0.08	18.20	26.98
lnBTM	323	-0.31	0.86	0.05	-2.86	2.08
RET	323	-0.38	0.65	0.04	-2.23	1.50
VO	323	0.11	0.09	0.01	0.01	0.49

บทที่ 4

ผลการวิจัย

4.1 ผลการทดสอบตัวแปรที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากตลาดมีตอบสนองมากเกินไปจริง

ส่วนนี้เป็นการนำตัวแปรที่ได้กำหนดข้างต้นมาทดสอบว่าตัวแปรใดที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจริง โดยทางกลุ่มวิจัยได้ทำการทดสอบด้วยแบบจำลองสองแบบ ซึ่งแบบจำลองทั้งสองแบบนี้ได้ใช้ตัวแปรทุกตัวทั้ง ER, LnMV, LnBTM, RET และ VO มาใช้ในการทดสอบเหมือนกัน แต่ในแบบจำลองที่สองนั้นได้มีการเพิ่มตัวแปรหุ่น (Dummy) สำหรับแต่ละปีเข้าไปในการทดสอบความสัมพันธ์ด้วย โดยค่าตัวแปรหุ่นจะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็นข้อมูลของปีนั้น ๆ

สำหรับข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบตัวแปรนั้นมีจำนวนข้อมูลที่แตกต่างจากการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากการที่ตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจริงเนื่องจากปัญหาเรื่องข้อมูลในแต่ละตัวแปรมีข้อมูลไม่ครบในกรณีต่างๆ ส่งผลให้กลุ่มตัวอย่างของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะที่ใช้ทดสอบมีจำนวนข้อมูลเหลือเพียง 382 ข้อมูล และกลุ่มตัวอย่างของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ที่ใช้ทดสอบมีจำนวนข้อมูลเหลือเพียง 323 ข้อมูล ผลการศึกษาของตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการตอบสนองของข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจริงในแต่ละแบบจำลอง มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

4.1.1 แบบจำลองที่ 1

จากตารางที่ 4.1 รายงานผลการทดสอบตัวแปรที่มีอิทธิพลกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เกิดจากตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจริงทั้งในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและผู้แพ้

ค่า F-test เป็นค่าทางสถิติที่ใช้ในการอธิบายว่าแบบจำลองสามารถอธิบายตัวแปรตามได้หรือไม่ ถ้าค่านี้มีนัยสำคัญถ้าสถิติแสดงว่าแบบจำลองสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจริงได้ ผลการศึกษาพบว่าในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะแบบจำลองที่ 1 สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังเกิดเหตุการณ์ และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วัน ได้ ยกเว้นในช่วงปีค.ศ. 2012 -2014 สำหรับอัตราผลตอบแทนเกิน

ปกติในวันที่ 1 หลังเกิดเหตุการณ์ และปีค.ศ.2009-2011สำหรับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วัน ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้นั้นผลการศึกษาพบว่าแบบจำลองที่ 1 สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังเกิดเหตุการณ์ และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วันได้เช่นกันยกเว้นในช่วงปีค.ศ. 2012 – 2014 ของทั้งอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังเกิดเหตุการณ์และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วัน

จากค่า R^2 ในตารางที่ 5 เมื่อดูผลจากข้อมูลทั้งหมดปรากฏว่าแบบจำลองที่ 1 สามารถทำนายอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังเกิดเหตุการณ์ได้ถูกต้องประมาณ 5% ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ และ 9% ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ และสามารถทำนายอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วันได้ถูกต้องประมาณ 6% ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและผู้แพ้ ซึ่งทางกลุ่มวิจัยได้สังเกตค่า R^2 ของข้อมูลทั้งหมดเทียบกับข้อมูลที่แบ่งเป็นช่วงระยะเวลาพบว่า ค่า R^2 ของข้อมูลทั้งหมดสามารถทำนายอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้ถูกต้องน้อยกว่าในแต่ละช่วงระยะเวลา ซึ่งอาจจะเกิดจากการที่ข้อมูลที่นำมาใช้ในการทดสอบนั้นมีโครงสร้างในแต่ละช่วงระยะเวลาที่แตกต่างกัน จึงทำการทดสอบด้วยค่า Chow Test ซึ่งค่า Chow Test คือค่าที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานว่าโครงสร้างของข้อมูลในแต่ละช่วงเวลามีความแตกต่างกันหรือไม่ ผลการทดสอบสรุปได้ว่าค่า Chow Test มีผลอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าข้อมูลในแต่ละช่วงระยะเวลามีโครงสร้างที่แตกต่างกันจึงส่งผลให้ค่า R^2 ของข้อมูลทั้งหมดน้อยกว่าข้อมูลในแต่ละช่วงเวลาจึงส่งผลให้ค่า R^2 ในแต่ละช่วงเวลามีค่ามากกว่าค่า R^2 ของผลการทดสอบข้อมูลโดยรวมได้ ผลการประมาณค่าแบบจำลองพบว่า แต่ละตัวแปรมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติมีผลดังนี้

อัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์ (ER) มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังจากเกิดเหตุการณ์และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วันของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและผู้แพ้ และยังมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม (-) กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ซึ่งตรงกับผลการศึกษาของ Lobe and Rieks (2011) ที่พบว่ากรณีที่ตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจริง จะส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวกลับตัวมาอยู่ในระดับราคาที่ควรจะเป็น (Reversal) โดยขนาดของผลกระทบของ ER กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังเกิดเหตุการณ์ เมื่อ ER เพิ่มขึ้น 1% (Percentage Point) จากค่าเฉลี่ย จะทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังเกิดเหตุการณ์มีค่าลดลง 0.1164 % (Percentage Point) และลดลง 0.214% (Percentage Point) ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ และกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ตามลำดับ สำหรับขนาดของผลกระทบของ ER กับอัตราผลตอบแทนสะสม 5 วัน เมื่อ ER เพิ่มขึ้น 1% (Percentage Point) จากค่าเฉลี่ย จะทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วันมีค่าลดลง 0.1874 % (Percentage Point) และลดลง 0.2257% (Percentage Point) ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ และกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ตามลำดับ

จะเห็นได้ว่าขนาดของผลกระทบของ ER กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้จะมีขนาดที่มากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ

ขนาดของบริษัท (lnMV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียว (+) กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ซึ่งขัดแย้งกับการศึกษาของ BANZ (1981) แสดงว่ายิ่งหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ถ้าตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจริงจะทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติมากยิ่งขึ้น อย่างไรก็ตามขนาดของบริษัทนั้นมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังจากเกิดเหตุการณ์ของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้เท่านั้น ทำให้ไม่อาจยืนยันชัดเจนได้ว่าขนาดของบริษัทสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้

อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (lnBTM) ผลการศึกษาพบว่า lnBTM มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในกรณีของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Fama and French (1992) ในทางตรงข้าม lnBTM มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในกรณีของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ ซึ่งไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Fama and French (1992) แต่อย่างไรก็ตามขนาดของ lnBTM ที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกตินั้นมีน้อยอีกทั้งยังไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับทั้งกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและผู้แพ้ จึงสรุปได้ว่า lnBTM นั้นไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้

ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันย้อนหลัง 60 วันทำการของหลักทรัพย์ (RET) นับจากวันที่เกิดเหตุการณ์ มีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติแต่ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Lobe and Rieks (2011) ที่บอกว่า การที่ RET ของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติแล้วนั้น แสดงให้เห็นว่าการที่ตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจริง จะส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวกลับตัวมาอยู่ในระดับราคาที่ควรจะเป็น (Reversal) ในขณะที่กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ RET มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติแต่ก็ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดียวกับกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ แสดงให้เห็นว่าในกลุ่มหลักทรัพย์ของผู้แพ้นั้นลักษณะการเคลื่อนไหวของราคาของหลักทรัพย์ได้รับผลกระทบจากนักลงทุนที่เชื่อการลงทุนกลยุทธ์แบบตามตลาด (Momentum Strategy) แต่อย่างไรก็ตามตัวแปรนี้ก็ไม่ผลอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ

ความผันผวนรายวันของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (VO) ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ VO มีผลอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วัน แต่ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังจากเกิดเหตุการณ์ โดย VO มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (+) ซึ่งตรงตามที่ได้คาดการณ์ไว้ แสดงว่ายิ่งหลักทรัพย์มีความผันผวนมากจะทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติเพิ่มมากขึ้น โดยขนาดของผลกระทบของ VO กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วัน เมื่อ VO เพิ่มขึ้น 1% (Percentage Point) จากค่าเฉลี่ย ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วันเพิ่มขึ้น 10.9842% (Percentage Point)

ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะนั้น VO มีผลอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วัน แต่ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังจากเกิดเหตุการณ์เช่นเดียวกันกับกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ แต่ VO มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในทางตรงข้าม (-) ซึ่งไม่สอดคล้องกับที่คาดการณ์ไว้ว่าหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนสูงจะทำให้นักลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นด้วย แต่ผลการทดสอบดังกล่าวมีผลการทดสอบเหมือนกับงานวิจัยของ Lobe and Rieks (2011) ที่ VO ก็มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติ แสดงให้เห็นว่าในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะถ้าหลักทรัพย์มีความผันผวนมากในวันที่เกิดเหตุการณ์จะทำให้ให้นักลงทุนรู้สึกว่าหลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงมากขึ้นจึงตัดสินใจขายหลักทรัพย์นั้นออกมาส่งผลให้หลักทรัพย์นั้นมีอัตราผลตอบแทนที่ลดลงและราคากลับมาอยู่ในระดับที่ควรจะเป็น โดยขนาดของผลกระทบของ VO กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วัน เมื่อ VO เพิ่มขึ้น 1% (Percentage Point) จากค่าเฉลี่ย ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วันลดลง 9.2937% (Percentage Point)

นอกจากนี้ทางกลุ่มวิจัยยังได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมว่าตัวแปรอธิบายต่าง ๆ นั้นมีความสัมพันธ์แบบไม่เป็นเส้นตรง (Non-linear) หรือไม่ โดยทำการนำตัวแปรอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันเกิดเหตุการณ์ยกกำลังสอง (ER2) เข้าไปวิเคราะห์ในสมการถดถอยด้วย แต่ก็ไม่พบความสัมพันธ์แบบไม่เป็นเส้นตรง (Non-linear) ของตัวแปรดังกล่าว โดยจะเห็นได้ว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันเกิดเหตุการณ์ยกกำลังสอง(ER2) นั้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติซึ่งสามารถดูผลได้จากภาคผนวก ตาราง ผ.8 และ ตาราง ผ.9

ตารางที่ 4.1 ผลการทดสอบตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินจริง
แบบจำลองที่ 1 (หน่วย : เปอร์เซ็นต์ต่อวัน)

เครื่องหมาย ที่คาดหวัง	AR _t	CAR(1,5)							
		2005-2014	2012-2014	2009-2011	2005-2008	2005-2014	2012-2014	2009-2011	2005-2008
Panel A : price increase									
ER (-)	-0.1162 **	-0.2066	-0.0651	-0.1139 *	-0.1874 ***	-0.0089	-0.1625	-0.2074 **	
	(-2.53)	(-1.38)	(-0.89)	(-1.67)	(-2.67)	(-0.03)	(-1.32)	(-2.320)	
lnMV (-)	0.0019	-0.0014	0.0055 *	0.0004	0.0031	-0.0034	0.0036	0.0011	
	(1.02)	(-0.25)	(1.77)	(0.17)	(1.05)	(-0.36)	(0.68)	(0.29)	
lnBTM (+)	-0.0044	0.0090	-0.0067 *	-0.0055	-0.0036	0.0185 *	-0.0017	-0.0167 **	
	(-1.54)	(1.54)	(-1.66)	(-0.88)	(-0.82)	(1.92)	(-0.26)	(-2.09)	
RET (-)	-0.1282	-0.8365	0.7773	-0.7803	-0.3631	-3.5780 **	-0.9143	0.6217	
	(-0.36)	(-1.01)	(1.3)	(-1.31)	(-0.56)	(-2.43)	(-0.6)	(0.660)	
VO (+)	-0.5979	6.0137	-0.7140	-3.2697	-9.2937 ***	-2.0042	-14.1535 **	-1.7707	
	(-0.28)	(0.99)	(-0.19)	(-1.05)	(-3.09)	(-0.29)	(-2.16)	(-0.42)	
Constanst	-0.0429	0.0584	-0.1382 *	-0.0059	-0.0625	0.1011	-0.0617	-0.0314	
	(-0.92)	(0.440)	(-1.83)	(-0.09)	(-0.87)	(0.45)	(-0.47)	(-0.35)	
N	382	66	142	174	382	66	142	174	
F	3.8881 ***	1.3108	2.09 *	2.8297 **	6.1126 ***	4.8771 ***	1.7294	4.2145 ***	
R ²	0.047	0.1469	0.0893	0.0541	0.0583	0.178	0.0673	0.0935	
Chow Test	2.5576 **				2.9044 ***				
Panel B : price decrease									
ER (-)	-0.2140 ***	-0.1211	-0.1599	-0.2591 ***	-0.2257 ***	-0.2771	0.3220 *	-0.3881 ***	
	(-4.97)	(-0.84)	(-1.36)	(-4.59)	(-3.03)	(-1.11)	(1.85)	(-4.58)	
lnMV (-)	0.0032 *	0.0041	0.0073 **	0.0028	0.0015	-0.0064	0.0156 *	-0.0008	
	(1.93)	(0.54)	(2.140)	(1.370)	(0.49)	(-0.61)	(1.95)	(-0.23)	
lnBTM (+)	0.0017	0.0044	0.0083	-0.0043	0.0037	0.0117	0.0154 *	-0.0131	
	(0.50)	(0.47)	(1.25)	(-0.79)	(0.66)	(0.720)	(1.89)	(-1.4)	
RET (-)	0.1967	-0.4202	-0.1146	-0.1443	0.2184	-1.0526	0.8476	-0.1717	
	(0.51)	(-0.4)	(-0.12)	(-0.25)	(0.3)	(-0.56)	(0.66)	(-0.14)	
VO (+)	1.6648	8.9278	16.2034 ***	-2.6758	10.9842 **	-13.4693	39.1093 ***	7.5845 **	
	(0.57)	(1.04)	(3.59)	(-0.68)	(2.02)	(-0.73)	(3.4)	(1.14)	
Constanst	-0.0836 **	-0.1042	-0.1870 **	-0.0744	-0.0397	0.1678	-0.3499 *	0.0096	
	(-2.14)	(-0.6)	(-2.38)	(-1.54)	(-0.54)	(0.66)	(-1.87)	(0.12)	
N	323	50	75	198	323	50	75	198	
F	6.7873 ***	0.5338	4.9369 ***	5.2938 ***	3.6773 ***	0.7402	4.2639 ***	6.1301 ***	
R ²	0.0883	0.0519	0.1524	0.114	0.0584	0.056	0.2252	0.1228	
Chow Test	1.9308 *				4.6889 ***				

หมายเหตุ : *, **, *** แสดงถึงระดับนัยสำคัญที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

: ค่า t-stat แสดงค่าในวงเล็บ ()

4.1.2 แบบจำลองที่ 2

จากตารางที่ 4.2 จะแสดงผลการทดสอบของแบบจำลองที่ 2 ที่มีการเพิ่มตัวแปรตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ที่คำนึงถึงผลของปรากฏการณ์ของช่วงเวลาตามแต่ละปีที่ทำการศึกษาเข้ามาในสมการเพื่อทำการทดสอบ

ค่า F-test เป็นค่าทางสถิติที่ใช้ในการอธิบายว่าแบบจำลองสามารถอธิบายตัวแปรตามได้หรือไม่ ถ้าค่านี้มีนัยสำคัญถ้าสถิติแสดงว่าแบบจำลองสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจริงได้ ผลการศึกษาพบว่าทั้งในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้และผู้ชนะแบบจำลอง 2 สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังเกิดเหตุการณ์ และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วันได้ โดยเมื่อดูค่า R^2 ในตารางที่ 8 แบบจำลองที่ 2 สามารถทำนายอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังเกิดเหตุการณ์ได้ถูกต้องประมาณ 7% ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ และ 15% ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ และสามารถทำนายอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วันได้ถูกต้องประมาณ 7% ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและ 10% ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ ผลการประมาณค่าแบบจำลองพบว่า แต่ละตัวแปรมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติมีผลดังนี้

อัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์ (ER) ซึ่งผลการศึกษาในแบบจำลองที่ 2 นี้มีผลการศึกษาเช่นเดียวกับแบบจำลองที่ 1 นั่นคือ ER มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังจากเกิดเหตุการณ์และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วันของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและผู้แพ้ และยังมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม (-) กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติ โดยขนาดของผลกระทบของ ER กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังเกิดเหตุการณ์ เมื่อ ER เพิ่มขึ้น 1% (Percentage Point) จากค่าเฉลี่ย จะทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังเกิดเหตุการณ์มีค่าลดลง 0.1069 % (Percentage Point) และลดลง 0.2703% (Percentage Point) ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ และกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ตามลำดับ สำหรับขนาดของผลกระทบของ ER กับอัตราผลตอบแทนสะสม 5 วัน เมื่อ ER เพิ่มขึ้น 1% (Percentage Point) จากค่าเฉลี่ย จะทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วันมีค่าลดลง 0.1772 % (Percentage Point) และลดลง 0.3160% (Percentage Point) ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ และกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ตามลำดับ

ขนาดของบริษัท (lnMV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียว (+) กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติทั้งในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและผู้แพ้ แต่มีผลอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังเกิดเหตุการณ์แก่กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ เช่นเดียวกับแบบจำลองที่ 1 ทำให้ไม่อาจยืนยันชัดเจนเช่นเดียวกันว่าขนาดของบริษัทสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้

อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (InBTM) ผลการศึกษาพบว่า InBTM มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติทั้งในกรณีของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและผู้แพ้ ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Fama and French (1992) แต่อย่างไรก็ตามตัวแปร InBTM ในแบบจำลองนี้ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับทั้งกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและผู้แพ้ จึงสรุปได้ว่า InBTM นั้นไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้ เช่นเดียวกับแบบจำลองที่ 1

ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันย้อนหลัง 60 วันทำการของหลักทรัพย์ (RET) นับจากวันที่เกิดเหตุการณ์ มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติแต่ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ ในขณะที่กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ RET มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติแต่ก็ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกับกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ ซึ่งเครื่องหมายความสัมพันธ์ของ RET ของแบบจำลองที่ 1 และ 2 นั้นมีผลที่ออกมาในลักษณะตรงข้ามกับ แสดงให้เห็นถึงความไม่ชัดเจนของตัวแปร จึงสรุปได้ว่า RET นั้นไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้

ความผันผวนรายวันของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (VO) มีผลอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วัน แต่ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังจากเกิดเหตุการณ์ของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ แต่ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญกับกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้เลยทั้งอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังจากเกิดเหตุการณ์และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วัน โดย VO มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (+) ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ และมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ สำหรับในแบบจำลองที่ 2 นี้ VO ไม่มีผลอย่างชัดเจนที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้ ซึ่งผลนั้นออกมาไม่เหมือนกับในแบบจำลองที่ 1 ที่ VO ยังสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วันอย่างมีนัยสำคัญได้

ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ที่คำนึงถึงผลของปรากฏการณ์ของช่วงเวลาตามแต่ละปีที่ทำการศึกษา ผลการศึกษาพบว่าตัวแปรหุ่นจะมีผลทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญเพียงแค่ในปีค.ศ. 2006 และปีค.ศ. 2009 กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังจากเกิดเหตุการณ์ในกรณีกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้เท่านั้น อย่างไรก็ตามผลของปรากฏการณ์ของแต่ละปีนั้นมีผลที่ยังไม่ชัดเจน ทำ

ให้ผลของปรากฏการณ์ของช่วงเวลาตามแต่ละปีนั้น ไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้
ทั้งในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและผู้แพ้

ตารางที่ 4.2 ผลการทดสอบตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินจริง
แบบจำลองที่ 2 (หน่วย: เปอร์เซ็นต์ต่อวัน)

	เครื่องหมาย ยที่	Event Price increase		เครื่องหมาย ที่คาดหวัง	Event Price drops		
		คาดหวัง	AR _t		CAR(1,5)	AR _t	CAR(1,5)
ER	(-)		-0.1069 *	-0.1772 **	(-)	-0.2703 ***	-0.3160 ***
			(-1.99)	(-2.17)		(-4.87)	(-3.51)
lnMV	(+)		0.0017	0.0035	(+)	0.0037 **	0.0009
			(0.86)	(1.13)		(2.14)	(0.29)
lnBTM	(-)		-0.0034	-0.0010	(-)	-0.0008	-0.0024
			(-1.07)	(-0.20)		(-0.2)	(-0.36)
RET	(-)		0.1042	-0.8095	(-)	-0.2799	0.8479
			(0.24)	(-0.96)		(-0.59)	(0.92)
Vol	(+)		-1.4057	-7.9821 **	(+)	3.0409	9.2887
			(-0.61)	(-2.40)		(0.93)	(1.57)
D05	(-)		-0.0162	0.0119	(+)	0.0189	0.0116
			(-0.84)	(0.38)		(1.02)	(0.43)
D06	(-)		0.0040	-0.0001	(+)	0.0363 **	0.0378
			(0.23)	(0.00)		(1.99)	(1.44)
D07	(-)		0.0039	-0.0091	(+)	0.0171	0.0183
			(0.22)	(-0.39)		(0.84)	(0.64)
D08	(-)		0.0090	-0.0145	(+)	0.0153	0.0412
			(0.5)	(-0.64)		(0.86)	(1.48)
D09	(-)		-0.0005	0.0003	(+)	0.0419 **	0.0380
			(-0.03)	(0.01)		(2.36)	(1.27)
D10	(-)		0.0040	0.0043	(+)	0.0004	-0.0230
			(0.24)	(0.22)		(0.02)	(-0.7)
D11	(-)		0.0057	0.0151	(+)	0.0187	0.0207
			(0.33)	(0.67)		(1.12)	(0.82)
D13	(-)		0.0120	0.0025	(+)	0.0226	0.0255
			(0.71)	(0.11)		(1.29)	(0.95)
D14	(-)		-0.0075	-0.0080	(+)	-0.0017	-0.0338
			(-0.39)	(-0.31)		(-0.1)	(-1.16)
Constant			-0.0410	-0.0689		-0.1249 ***	-0.0589
			(-0.79)	(-0.90)		(-2.98)	(-0.75)
N			382	382		323	323
F			2.1565 ***	2.5656 ***		3.9415 ***	2.6567 ***
R ₂			0.0665	0.0702		0.1465	0.1043

หมายเหตุ : *, **, *** แสดงถึงระดับนัยสำคัญที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

: ค่า t-stat แสดงค่าในวงเล็บ ()

จากการผลการทดสอบตัวแปรจากทั้งสองแบบจำลอง จะเห็นได้ว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์ (ER) เป็นตัวแปรสามารถอธิบายทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังจากเกิดเหตุการณ์และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วัน ส่วนความผันผวนรายวันของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (VO) นั้นสามารถอธิบายอย่างมีนัยสำคัญได้เพียงอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วัน ทั้งในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและผู้แพ้ สำหรับตัวแปรอื่นๆนั้น ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติทั้งในวันที่ 1 หลังเกิดเหตุการณ์ หรือสะสม 5 วัน ได้ อย่างไรก็ตามถ้าพิจารณาจากค่า R^2 ของแบบจำลองที่ทำการทดสอบที่มีค่าน้อยแสดงให้เห็นว่าแบบจำลองนั้นมีความสามารถในการทำนายอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้น้อย อีกทั้งในการทดสอบในแต่ละแบบจำลองค่า Coefficient ของตัวแปรคงที่ (Constant) มีผลอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติอีกด้วย แสดงให้เห็นว่าอาจจะมีปัจจัยอื่นที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้นอกเหนือจากตัวแปรที่ทางกลุ่มวิจัยนำมาทดสอบ

ตารางที่ 4.3 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยหลังหักต้นทุนธุรกรรมของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ โดยให้ต้นทุนธุรกรรมอยู่ที่ 0.50% ซึ่งถ้านักลงทุนต้องการที่จะลงทุนด้วยกลยุทธ์สวนตลาด (Contrarian Strategy) ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ นักลงทุนจะต้องทำการขายชอร์ต (Short sell) หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะในวันที่เกิดเหตุการณ์และซื้อกลับหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ จะเห็นได้ว่าเมื่อหักต้นทุนธุรกรรมออกไปแล้วโดยมีระยะเวลาในการถือครองหลักทรัพย์ตั้งแต่ 1 วัน ถึง 5 วัน การลงทุนแบบกลยุทธ์สวนตลาด (Contrarian Strategy) ก็ยังให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติหลังหักต้นทุนธุรกรรมอยู่ที่ 0.55%, 1.12%, 1.37%, 1.67% และ 1.97% ตามลำดับ

ตารางที่ 4.3 อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมหลังหักต้นทุนธุรกรรมของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ

จำนวนวันที่ลงทุน (วัน)	อัตราผลตอบแทนสะสมเฉลี่ย (%)	ต้นทุนธุรกรรม (%)	อัตราผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยหลังหักต้นทุนธุรกรรม (%)
1	1.05	0.50	0.55
2	1.62	0.50	1.12
3	1.87	0.50	1.37
4	2.17	0.50	1.67
5	2.47	0.50	1.97

ตารางที่ 4.4 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยหลังหักต้นทุนธุรกรรมของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ โดยให้ต้นทุนธุรกรรมอยู่ที่ 0.50% ซึ่งถ้านักลงทุนต้องการที่จะลงทุนด้วยกลยุทธ์สวนตลาด (Contrarian Strategy) ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ นักลงทุนจะต้องทำการซื้อหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ในวันที่เกิดเหตุการณ์และขายหลักทรัพย์หลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ จะเห็นได้ว่าเมื่อหักต้นทุนธุรกรรมออกไปแล้วโดยมีระยะเวลาในการถือครองหลักทรัพย์ ตั้งแต่ 1 วัน ถึง 5 วัน การลงทุนแบบกลยุทธ์สวนตลาด (Contrarian Strategy) ก็ยังให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติหลังหักต้นทุนธุรกรรมอยู่ที่ 0.33%, 1.50%, 1.79%, 1.91% และ 2.14% ตามลำดับ

ตารางที่ 4.4 อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมหลังหักต้นทุนธุรกรรมของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้

จำนวนวันที่ลงทุน (วัน)	อัตราผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยต่อวัน (%)	ต้นทุนธุรกรรม (%)	อัตราผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยหลังหักต้นทุนธุรกรรม (%)
1	0.83	0.50	0.33
2	2.00	0.50	1.50
3	2.29	0.50	1.79
4	2.41	0.50	1.91
5	2.64	0.50	2.14

จากผลการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติหลังหักต้นทุนธุรกรรมในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและผู้แพื่อดังกล่าวข้างต้น จะเห็นได้ว่าการลงทุนแบบกลยุทธ์สวนทางตลาด (Contrarian Strategy) สามารถทำให้นักลงทุนสามารถที่จะได้รับอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้ จึงสามารถสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพในระดับอ่อน (Weak Form Efficiency)

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจริงของราคาหลักทรัพย์ระยะสั้นในตลาดหลักทรัพย์ฯ และศึกษาตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการตอบสนองของข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจริงในระยะสั้น โดยตัวแปรที่นำมาศึกษาเพื่ออธิบายการตอบสนองของข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจริง คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์ (ER) ขนาดของบริษัท (MV) อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 60 วันย้อนหลังของหลักทรัพย์ (RET) อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (BTM) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (PE) และความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (VO)

ผลการทดสอบตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการตอบสนองของข้อมูลข่าวสารมากเกินไปในระยะสั้นนั้น พบว่าทั้งในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและผู้แพ้ อัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันเกิดเหตุการณ์ (ER) นั้นสามารถอธิบายความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 1 หลังจากเกิดเหตุการณ์และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วันได้อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ที่เกิดจากตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจริงนั้น จะมีการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงกลับมาที่ราคาที่เหมาะสมในเวลาต่อมา (reversal) นอกจากนี้ตัวแปรดังกล่าวที่มีอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติแล้ว ยังมีความผันผวนรายวันของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (VO) ที่มีผลทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญแต่มีผลกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 5 วันเท่านั้น

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยหลังหักต้นทุนทางธุรกรรมในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและผู้แพ้แล้วนั้น พบว่านักลงทุนสามารถที่จะทำกำไรเกินปกติจากการลงทุนตามกลยุทธ์สวนทางตลาด (Contrarian Strategy) โดยถ้านักลงทุนและถือสถานะทางการลงทุน 5 วันจะได้อัตราผลตอบแทนเกินปกติหลังหักต้นทุนทางธุรกรรมเท่ากับ 1.97% และ 2.14% ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและผู้แพ้ตามลำดับ จึงทำให้สรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการตอบสนองมากเกินไปจริง

ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในครั้งต่อไป

เนื่องจากการศึกษานี้ใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกในดัชนี SET100 ทำให้การหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่คำนวณจากดัชนีผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์หักด้วยดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาด สามารถใช้ข้อมูลย้อนหลังได้ถึงแค่ปี 2005 ซึ่งเป็นปีที่มีการตั้งดัชนี SET100 ทำให้การทดสอบมีช่วงระยะเวลาที่น้อยลงจากข้อจำกัดของค่าดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาด

กลุ่มตัวแปรอธิบายที่ได้นำมาศึกษานั้นส่วนมากจะเป็นตัวแปรอธิบายที่แสดงถึงปัจจัยพื้นฐานและลักษณะเฉพาะของหลักทรัพย์นั้นๆ ซึ่งผลการศึกษาที่ออกมานั้นตัวแปรเหล่านี้ยังไม่สามารถที่จะอธิบายผลตอบแทนเกินปกติได้อย่างชัดเจน ดังนั้นในงานวิจัยในอนาคต สามารถที่จะหาตัวแปรอธิบายที่มีลักษณะแสดงถึงผลกระทบของตลาดที่มีต่อหลักทรัพย์นั้น อาจจะเจอตัวแปรอธิบายที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ชัดเจนขึ้นก็เป็นได้



บรรณานุกรม

- ศุติ พิเชฐสกุล (2553). ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการตอบสนองมากเกินไปจริงหรือไม่เมื่อวัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติโดยใช้ CAPM. สารนิพนธ์ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- Ahmad, Z., & Hussain, S. (2001). KLSE Long Run Overreaction and the Chinese New Year Effect. *Journal of Business and Accounting*, 28(1), 63-105.
- Atkins, A. B., & Dyl, E. A. (1990). Price Reversals, Bid-Ask Spreads, and Market Efficiency. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 25(4), 535-547.
- BANZ, R. W. (1981). The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks *Journal of Financial Economics*, 9, 3-18.
- Baytas, A., & Cakici, N. (1999). Do markets overreact: International evidence *Journal of Banking & Finance*, 23, 1121-1144.
- Bremer, M., & Sweeney, R. J. (1991). The Reversal of Large Stock-Price Decreases. *Journal of Finance*, 46(2), 747-754.
- Chan, K. C. (1988). On the Contrarian Investment Strategy. *Journal of Business*, 61(2), 147-1643.
- Conrad, J., & Kaul, G. (1993). Long-Term Market Overreaction or Biases in Computed Returns? *Journal of Finance*, 48(1), 39-63.
- Cox, D. R., & Peterson, D. R. (1994). Stock Returns following Large One-Day Declines: Evidence on Short-Term Reversals and Longer-Term Performance. *Journal of Finance*, 49(1), 255-267.
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Return. *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.

- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. [Article]. *Journal of Finance*, 48(1), 65-91.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292.
- Lobe, S., & Rieks, J. (2011). Short-term market overreaction on the Frankfurt stock exchange. *Economic and Finance*, 51, 113-123.
- Mun, J. C., Vasconcellos, G. M., & Kish, R. (1999). Tests of the Contrarian Investment Strategy Evidence from the French and German stock markets *International Review of Financial Analysis* 8(3), 215-234.
- Otchere, I., & Chan, J. (2003). Short-Term Overreaction in the Hong Kong Stock Market: Can a Contrarian Trading Strategy Beat the Market? *Journal of Behavioral Finance* 4(3), 157-171.
- Piromsopa, V. (2007). The Test of Trend Reversal Under Short-term Perspective: Evidence over Thailand Stock Market. MIF Independent Study, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University, Bangkok.
- Schiereck, D., DeBondt, W., & Weber, M. (1999). Contrarian and Momentum Strategies in Germany. *Financial Analysts Journal*, 55, 104-116.
- SiriAmornsook, V. (2010). Market overreaction and liquidity. MIF Independent Study, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammsat University, Bangkok.
- Udomrungruang, S. (2006). Firm Size, Stock Return Seasonality and Stock Market Overreaction (Evidence From Thailand) MIF Independent Study, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammsat University, Bangkok.
- Zarowin, P. (1989). Does the Stock Market Overreact to Corporate Earnings Information. *Journal of Finance*, 44(5), 1385 - 1399.



ภาคผนวก ก

รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทดสอบตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 -2557

ตาราง ผ.1 รายชื่อหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกดัชนี SET100 ที่ประกาศโดยตลาดหลักทรัพย์ฯ เมื่อวันที่ 16 มิถุนายน 2557

ชื่อย่อ หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม
PTT	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
PTTEP	บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
SCB	ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยีสารสนเทศและ การสื่อสาร
KBANK	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
SCC	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด(มหาชน)	วัสดุก่อสร้าง
CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
BBL	ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
KTB	ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
BAY	ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
PTTGC	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)	ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์
BGH	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด(มหาชน)	การแพทย์
TRUE	บริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยีสารสนเทศและ การสื่อสาร
DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยีสารสนเทศและ การสื่อสาร
CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	อาหารและเครื่องดื่ม

ชื่อย่อ หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม
INTUCH	บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
BIGC	บริษัท บีจีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	อาหารและเครื่องดื่ม
TMB	ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
GLOW	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
IVL	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)	ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์
LH	บริษัท แลนด์แอนด์เฮาส์ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
TOP	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
BLA	บริษัท กรุงเทพประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)	ประกันภัยและประกันชีวิต
BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)	การแพทย์
SCCC	บริษัท ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)	วัสดุก่อสร้าง
BEC	บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)	สื่อและสิ่งพิมพ์
EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
BANPU	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
TUF	บริษัท ไทยยูเนี่ยน โฟรเซ่น โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)	อาหารและเครื่องดื่ม
PS	บริษัท พญา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
DELTA	บริษัท เดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
BJC	บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
M	บริษัท เอ็มเค เรสโตรองต์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	อาหารและเครื่องดื่ม

ชื่อย่อ หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม
CENDEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)	การท่องเที่ยวและสันทนาการ
TTW	บริษัท น้ำประปาไทย จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
JAS	บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
BLAND	บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
SPALI	บริษัท สุภาลัย จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
VGI	บริษัท วีจีไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)	สื่อและสิ่งพิมพ์
GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
THCOM	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
TCAP	บริษัท ทูนครีเดส จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
HEMRAJ	บริษัท เหมราชพัฒนาที่ดิน จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
QH	บริษัท ควอลิตี้เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
STEC	บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
WHA	บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
KKP	ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
THAI	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
BMCL	บริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
TISCO	บริษัท ทีสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
TPIPL	บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)	วัสดุก่อสร้าง
STPI	บริษัท เอสทีพี แอนด์ ไอ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
BECL	บริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
TTA	บริษัท โทรคมนาคมไทย เอ็นด์ซีเอส จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์

ชื่อย่อ หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม
PSL	บริษัท พีริเชียส ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
SAMART	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยีสารสนเทศและ การสื่อสาร
ITD	บริษัท อิตาเลียน ไทย ดีเวลอปเมนต์ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
SPCG	บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
DCC	บริษัท ไดนาสตีเซรามิก จำกัด (มหาชน)	วัสดุก่อสร้าง
BCH	บริษัท บางกอก เซน ฮอสปิทอล จำกัด (มหาชน)	การแพทย์
AAV	บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
KCE	บริษัท เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
AP	บริษัท เอพี (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
GFPT	บริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเกษตร
ESSO	บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
UV	บริษัท ยูนิ เวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
SIRI	บริษัท แอสสิริ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	สื่อและสิ่งพิมพ์
TICON	บริษัท ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
AMATA	บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
TTCL	บริษัท โตโย-ไทย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
STA	บริษัท ศรีตรังแอโกรอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเกษตร
MCOT	บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน)	สื่อและสิ่งพิมพ์
EARTH	บริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
MEGA	บริษัท เมก้า ไลฟ์ไชนเอนซ์ จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
KTC	บริษัท บัตรกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	เงินทุนและหลักทรัพย์
GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
MC	บริษัท แม็คกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
THRE	บริษัท ไทยรับประกันภัยต่อ จำกัด (มหาชน)	ประกันภัยและประกันชีวิต
BJCHI	บริษัท บีเจซี เฮฟวี อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	บริการรับเหมาก่อสร้าง

ชื่อย่อ หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม
ERW	บริษัท ดี เอราวิณ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	การท่องเที่ยวและสันทนาการ
SRICHA	บริษัท ศรีราชาคอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
THREL	บริษัท ไทยรีประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)	ประกันภัยและประกันชีวิต
NOK	บริษัท สายการบินบีนนเกอร์ จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
NYT	บริษัท นามยง เทอร์มินัล จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
SVI	บริษัท เอสวีไอ จำกัด (มหาชน)	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
LOXLEY	บริษัท ล็อกซ์เลย์ จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
TASCO	บริษัท ทีบีโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)	วัสดุก่อสร้าง
RS	บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน)	สื่อและสิ่งพิมพ์

ตาราง ผ.2 แสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่มีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเกินกว่า +/- 10% แยกตามอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนข้อมูล	สัดส่วนข้อมูลตัวอย่าง(%)
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	293	30.14%
พลังงานและสาธารณูปโภค	118	12.14%
เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	110	11.32%
ขนส่งและโลจิสติกส์	92	9.47%
พาณิชย์	90	9.26%
ธนาคาร	50	5.14%
สื่อและสิ่งพิมพ์	45	4.63%
วัสดุก่อสร้าง	44	4.53%
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	30	3.09%
การท่องเที่ยวและสันทนาการ	20	2.06%
ธุรกิจการเกษตร	19	1.95%
อาหารและเครื่องดื่ม	17	1.75%
เงินทุนและหลักทรัพย์	17	1.75%
ประกันภัยและประกันชีวิต	9	0.93%

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนข้อมูล	สัดส่วนข้อมูลตัวอย่าง(%)
ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	8	0.82%
การแพทย์	7	0.72%
บริการรับเหมาก่อสร้าง	3	0.31%
รวม	972	100.00%

ตาราง ผ.3 แสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่มีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเกินกว่า +10%

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนข้อมูล	สัดส่วนข้อมูลตัวอย่าง (%)
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	169	30.90%
พลังงานและสาธารณูปโภค	69	12.61%
เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	62	11.33%
พาณิชย์	53	9.69%
ขนส่งและโลจิสติกส์	52	9.51%
วัสดุก่อสร้าง	25	4.57%
ธนาคาร	23	4.20%
สื่อและสิ่งพิมพ์	23	4.20%
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	19	3.47%
อาหารและเครื่องดื่ม	11	2.01%
การท่องเที่ยวและสันทนาการ	11	2.01%
ธุรกิจการเกษตร	9	1.65%
เงินทุนและหลักทรัพย์	7	1.28%
ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	6	1.10%
ประกันภัยและประกันชีวิต	4	0.73%
การแพทย์	3	0.55%
บริการรับเหมาก่อสร้าง	1	0.18%
รวม	547	100.00%

ตาราง ผ.4 แสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่มีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน
เกินกว่า -10%

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวน ข้อมูล	สัดส่วนข้อมูลตัวอย่าง (%)
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	124	29.18%
พลังงานและสาธารณูปโภค	49	11.53%
เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	48	11.29%
ขนส่งและโลจิสติกส์	40	9.41%
พาณิชย์	37	8.71%
ธนาคาร	27	6.35%
สื่อและสิ่งพิมพ์	22	5.18%
วัสดุก่อสร้าง	19	4.47%
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	11	2.59%
ธุรกิจการเกษตร	10	2.35%
เงินทุนและหลักทรัพย์	10	2.35%
การท่องเที่ยวและสันทนาการ	9	2.12%
อาหารและเครื่องดื่ม	6	1.41%
ประกันภัยและประกันชีวิต	5	1.18%
การแพทย์	4	0.94%
ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	2	0.47%
บริการรับเหมาก่อสร้าง	2	0.47%
รวม	425	100.00%

ตาราง ผ.5 แสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่มีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน
เกินกว่า +/- 10%แยกตามช่วงระยะเวลา

ช่วงเวลา (ค.ศ.)	จำนวน บริษัท	สัดส่วนข้อมูลตัวอย่าง (%)
2005-2008	505	51.95%
2009-2011	312	32.10%
2012-2014	155	15.95%
รวม	972	100.00%

ตาราง ผ.6 ตารางแสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะแยกตามช่วงระยะเวลา

ช่วงเวลา (ค.ศ.)	จำนวน บริษัท	สัดส่วนข้อมูลตัวอย่าง (%)
2005-2008	245	44.79%
2009-2011	207	37.84%
2012-2014	95	17.37%
รวม	547	100.00%

ตาราง ผ.7 ตารางแสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้แยกตามช่วงระยะเวลา

ช่วงเวลา (ค.ศ.)	จำนวน บริษัท	สัดส่วนข้อมูลตัวอย่าง (%)
2005-2008	260	61.18%
2009-2011	105	24.71%
2012-2014	60	14.12%
รวม	425	100.00%

ภาคผนวก ข
การทดสอบความสัมพันธ์แบบไม่เป็นเส้นตรงของอัตราผลตอบแทนเกินปกติ
ในวันที่เกิดเหตุการณ์

ตาราง ผ.8 ผลการทดสอบตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินจริง
 โดยรวมตัวแปรอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์ยกกำลังสอง
 แบบจำลองที่ 1 (หน่วย : เปอร์เซนต์ต่อวัน)

เครื่องหมาย ที่คาดหวัง	AR ₁				CAR(1,5)			
	2005-2014	2012-2014	2009-2011	2005-2008	2005-2014	2012-2014	2009-2011	2005-2008
Panel A : price increase								
ER (-)	-0.0235 (-0.260)	-0.7991 (-1.54)	-0.5347 * (-1.77)	0.1649 (1.14)	-0.2694 (-1.64)	-2.9009 *** (-3.42)	-0.7623 (-1.450)	0.0232 (0.1)
ER ² (-)	-0.4283 (-0.97)	2.0222 (1.08)	1.7509 * (1.76)	-1.5431 * (-1.7)	0.3788 (0.49)	9.8717 *** (4.04)	2.2361 (1.230)	-1.2765 (-0.98)
lnMV (-)	0.0020 (1.04)	-0.0010 (-0.19.00)	0.0049 (1.61)	0.0005 (0.2)	0.0031 (1.04)	-0.0016 (-0.19)	0.0029 (0.55)	0.0012 (0.31)
lnBTM (+)	-0.0044 (-1.55)	0.0109 * (1.79)	-0.0070 * (-1.71)	-0.0044 (-0.69)	-0.0035 (-0.81)	0.0277 *** (2.86.00)	-0.0020 (-0.31)	-0.0158 ** (-1.98.00)
RET (-)	-0.1468 (-0.41)	-0.6063 (-0.77)	1.0475 * (1.69)	-0.7166 (-1.21)	-0.3467 (-0.53)	-2.4546 * (-1.77)	-0.5693 (-0.36)	0.6744 (0.71)
VO (+)	-0.6349 (-0.29)	5.2457 (0.84)	-1.2930 (-0.34)	-3.8246 (-1.22)	-9.2610 *** (-3.09)	-5.7532 (-0.92)	-14.8930 ** (-2.23)	-2.2298 (-0.52)
Constanst	-0.0477 (-1.05)	0.0892 (0.680)	-0.0982 (-1.25)	-0.0150 (-0.24)	-0.0582 (-0.810)	0.2515 (1.13)	-0.0107 (-0.08)	-0.0389 (-0.43)
N	382	66	142	174	382	66	142	174
F	3.2593 ***	1.3449	1.9612 *	2.5159 **	5.386 ***	7.8573 ***	1.542	3.5448 ***
R ²	0.0486	0.1658	0.101	0.0702	0.0587	0.2985	0.0731	0.0977
Chow Test	3.0141 ***				4.0767 ***			
Panel B : price decrease								
ER (-)	-0.3159 *** (-4.72)	-0.9596 (-1.52)	0.1243 (0.39)	-0.3880 *** (-4.34)	-0.3258 *** (-3.11)	-1.3763 (-1.13)	0.6017 (1.180)	-0.3090 ** (-2.48)
ER ² (-)	-0.6978 (-1.43)	-2.9871 (-1.35)	1.1522 (1.03)	-1.1074 (-1.29)	-0.6863 (-0.85)	-3.9158 (-0.91)	1.1337 (0.69)	0.6804 (0.59)
lnMV (-)	0.0032 * (1.93)	0.0051 (0.64)	0.0072 ** (2.1)	0.0023 (1.1)	0.0015 (0.48)	-0.0050 (-0.45)	0.0155 * (1.930)	-0.0005 (-0.14)
lnBTM (+)	0.0019 (0.57)	0.0033 (0.34)	0.0086 (1.28)	-0.0036 (-0.68)	0.0039 (0.71)	0.0102 (0.62)	0.0158 * (1.89)	-0.0135 (-1.42)
RET (-)	0.2591 (0.66)	-0.6647 (-0.59)	-0.0930 (-0.09)	0.0490 (0.08)	0.2798 (0.37)	-1.3731 (-0.73)	0.8689 (0.680)	-0.2905 (-0.24)
VO (+)	1.0249 (0.35)	7.7213 (0.86)	16.5321 *** (3.58)	-3.4860 (-0.89)	10.3550 * (1.87)	-15.0509 (-0.82)	39.4327 *** (3.44)	8.0823 (1.2.00)
Constanst	-0.0839 ** (-2.16)	-0.1795 (-0.95)	-0.1705 ** (-2.11)	-0.0607 (-1.2)	-0.0400 (-0.54)	0.0692 (0.24)	-0.3337 * (-1.8)	0.0012 (0.01)
N	323	50	75	198	323	50	75	198
F	8.995 ***	0.9743	5.3255 ***	7.7351 ***	4.7566 ***	0.7934	3.577 ***	5.96 ***
R ²	0.0954	0.0878	0.1605	0.1255	0.0608	0.075	0.2277	0.1243
Chow Test	2.0377 **				4.1306 ***			

หมายเหตุ : *,**,*** แสดงถึงระดับนัยสำคัญที่ 10%,5% และ 1% ตามลำดับ

: ค่า t-stat แสดงค่าในวงเล็บ ()

ตาราง ผ.9 ผลการทดสอบตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินจริง
โดยรวมตัวแปรอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์ยกกำลังสอง
แบบจำลองที่ 2 (หน่วย : เปอร์เซนต์ต่อวัน)

	เครื่องหมาย	Event		เครื่องหมาย	Price drops	
		Price increase			Price drops	
	ที่คาดหวัง	AR ₁	CAR(1,5)	ที่คาดหวัง	AR ₁	CAR(1,5)
ER	(-)	-0.0225 (-0.18)	-0.2741 (-1.26)	(-)	-0.4350 *** (-4.84) *	-0.5121 *** (-3.88)
ER2	(-)	-0.3725 (-0.67)	0.4279 (0.47)	(+)	-1.0431 ** (-1.88)	-1.2423 (-1.46)
lnMV	(+)	0.0017 (0.89)	0.0034 (1.11)	(+)	0.0036 (2.07)	0.0008 (0.24)
lnBTM	(-)	-0.0034 (-1.1)	-0.0009 (-0.18)	(-)	-0.0004 (-0.1)	-0.0020 (-0.29)
RET	(-)	0.0738 (0.17)	-0.7746 (-0.91)	(-)	-0.1337 (-0.28)	1.0220 (1.09)
Vol	(+)	-1.4014 (-0.6)	-7.9871 ** (-2.41)	(+)	2.5542 (0.77)	8.7090 (1.44)
D05	(-)	-0.0175 (-0.89)	0.0133 (0.43)	(-)	0.0135 (0.76)	0.0052 (0.2)
D06	(-)	0.0042 (0.24)	-0.0002 (-0.01)	(-)	0.0368 ** (2.16)	0.0384 (1.56)
D07	(-)	0.0026 (0.15)	-0.0077 (-0.34)	(-)	0.0113 (0.58)	0.0114 (0.42)
D08	(-)	0.0077 (0.41)	-0.0129 (-0.58)	(-)	0.0126 (0.76)	0.0380 (1.42)
D09	(-)	-0.0016 (-0.09)	0.0015 (0.08)	(-)	0.0354 ** (2.08)	0.0303 (1.03)
D10	(-)	0.0026 (0.15)	0.0060 (0.31)	(-)	-0.0038 (-0.2)	-0.0280 (-0.88)
D11	(-)	0.0045 (0.25)	0.0165 (0.76)	(-)	0.0142 (0.89)	0.0153 (0.65)
D13	(-)	0.0104 (0.59)	0.0044 (0.2)	(-)	0.0192 (1.2)	0.0215 (0.85)
D14	(-)	-0.0094 (-0.47)	-0.0057 (-0.23)	(-)	-0.0077 (-0.46)	-0.0410 (-1.45)
_cons		-0.0451 (-0.88)	-0.0643 (-0.84)		-0.1211 *** (-2.85)	-0.0544 (-0.69)
N		382	382		323	323
F		1.9833982 **	2.550439 ***		5.1465657 ***	3.3522139 ***
r2		0.0674794	0.0706204		0.1603564	0.1110387

หมายเหตุ : ***,** แสดงถึงระดับนัยสำคัญที่ 10%,5% และ 1% ตามลำดับ

: ค่า t-stat แสดงค่าในวงเล็บ ()