

การศึกษาความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติของ  
หลักทรัพย์ในกลุ่ม SET 100 จากการประกาศผลกำไรที่คาดเคลื่อนระหว่างดีกว่าและ  
แย่กว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

พ.ศ. 2560

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

การศึกษาความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติของ  
หลักทรัพย์ในกลุ่ม SET 100 จากการประกาศผลกำไรที่คาดเคลื่อนระหว่างดีกว่าและ  
แย่กว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 28 มิถุนายน พ.ศ. 2560



พงศ์ธร กิตติประเสริฐสุข

ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ปิยภัทร ชาระวานิช,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ นริรัตน์ เตชพิรุณทอง,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

ดวงพร อาภาศิลป์, Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ ธาตรี จันทร์ โคลิกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ เรื่องการศึกษาความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET 100 จากการประกาศผลกำไรที่คาดเคลื่อนระหว่างดีกว่าและแย่กว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ได้ประสบความสำเร็จด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ปิยภัทร ชาระวานิช, Ph.D. อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ ที่กรุณาเวลาให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะต่าง ๆ ที่เป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อการศึกษาวิจัยอย่างเต็มที่ทั้งในเวลาราชการสอนและรวมถึงนอกเวลาราชการสอนอย่างทุ่มเท และรองศาสตราจารย์ ธาตรี จันทร์โคติกา, Ph.D. ที่ให้คำแนะนำในส่วนของวิธีการวิจัย และมอบความรู้อันเป็นประโยชน์ต่อการทำงานวิจัยในครั้งนี้อย่างยิ่ง

นอกจากนี้ ผู้วิจัยใคร่ขอขอบพระคุณคณาจารย์ของวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่านที่ได้ให้ความรู้ต่าง ๆ ซึ่งสามารถนำมาประยุกต์ในสารนิพนธ์ฉบับนี้ และวิทยาลัยการจัดการมหิดล ที่ได้สนับสนุนแหล่งข้อมูลในการทำการศึกษาในครั้งนี้จากการเป็นสมาชิกฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมไปถึงห้องสมุดของทางมหาวิทยาลัยมหิดลที่คอยให้ความสะดวกสบายในการทำงานวิจัยในครั้งนี้ รวมไปถึงเพื่อนๆ ในคณะกรรมการเงินทุกท่านที่คอยช่วยเหลือในการทำงานวิจัยในครั้งนี้

สุดท้ายนี้ขอขอบพระคุณบิดามารดา ครอบครัว ทุกท่านที่ให้กำลังใจและความช่วยเหลือต่าง ๆ เป็นอย่างดี ส่งผลให้สารนิพนธ์ฉบับนี้ประสบความสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

พงศธร กิตติประเสริฐสุข

การศึกษาความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET 100 จากการประกาศผลกำไรที่คาดเคลื่อนระหว่างดีกว่าและแย่กว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์

POST-EARNINGS ANNOUNCEMENT ABNORMAL RETURN AND ABNORMAL VOLUME IN THE THAI EQUITY MARKET (SET 100) BETWEEN GOOD NEWS AND BAD NEWS

พงศ์ธร กิตติประเสริฐสุข 5850073

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์ : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ปิยภัทร ชาระวานิช, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์ นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D., รองศาสตราจารย์ ธาตรี จันทร์โคติกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET 100 จากการประกาศผลกำไรที่คาดเคลื่อนจากที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ ซึ่งผลการศึกษาพบว่ากลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม CAAR (-1,1) 1.280% มีนัยสำคัญที่ระดับ 1% และกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ มี CAAR (-10,-2) -1.546% มีนัยสำคัญที่ระดับ 1% และพบในช่วงหลังวันประกาศงบการเงิน โดยพบ CAAR (+11,+21) -1.110% มีนัยสำคัญที่ระดับ 5% ผลการศึกษาดังกล่าวสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง เนื่องจากพบว่ามีข้อมูลรั่วไหลในช่วงก่อนการประกาศงบการเงิน และยังพบเหตุการณ์ที่ราคาหลักทรัพย์ยังคงปรับตัวไปเรื่อย ๆ หลังการประกาศผลประกอบการ จึงทำให้นักลงทุนบางกลุ่มสามารถทำกำไรได้จากข่าวการประกาศงบการเงิน

คำสำคัญ : อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย, อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม, การประกาศผลกำไรที่คาดเคลื่อนจากที่คาดการณ์

## สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	จ
สารบัญรูปภาพ	ฉ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 ทฤษฎีแนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)	4
2.1.1 สมมติฐานเรื่องตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH)	4
2.1.2 ทฤษฎีอสมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information Theory)	5
2.1.3 ทฤษฎีพฤติกรรมนักลงทุน (Behavioral finance)	5
2.1.4 ทฤษฎีต้นทุนธุรกรรม (Transaction cost Theory)	6
2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)	6
บทที่ 3 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง	11
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง	11
3.2 ขั้นตอนในการแบ่งกลุ่มข้อมูล	11
บทที่ 4 สูตรและขั้นตอนในการวิจัย	13
4.1 วิธีการวิจัย	13
4.2 สมมติฐานในการทดสอบ	19
บทที่ 5 ผลการศึกษา	21
บทที่ 6 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	27
บรรณานุกรม	30
ภาคผนวก	33
ประวัติผู้วิจัย	46

## สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
3.1	แสดงข้อมูลทางสถิติของตัวอย่างในการศึกษาเหตุการณ์ (Event study)	12
5.1	แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม(CAAR)ในช่วงเวลาต่าง ๆ ของกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์	24
5.2	แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม(CAAR)ในช่วงเวลาต่าง ๆ ของกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์	24



## สารบัญรูปภาพ

รูปภาพ	หน้า	
4.1	แผนภาพแสดงช่วงเวลาทางสถิติที่ศึกษา	14
5.1	แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวันและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย สะสมของกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์	25
5.2	แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวันและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย สะสมของกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์	25
5.3	แสดงปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) ในช่วงวันประกาศงบการเงินของ ทั้ง 2 กลุ่ม	26
5.4	แสดงปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) ในช่วงวันประกาศงบการเงินของ กลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์	26

## บทที่ 1

### บทนำ (Introduction)

ในอดีตที่ผ่านมาได้มีการศึกษาผลกระทบจากเหตุการณ์ต่าง ๆ เป็นจำนวนมาก อาทิเช่น การหาผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการประกาศจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกัน การหาผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ที่ปรับเข้าในการคำนวณดัชนี SET 50 และการหาผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์จากการประกาศควรวมกิจการ แต่จากหลายงานวิจัยพบว่าปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหุ้นมากที่สุด คือ กำไรของบริษัท (Zarowin, 1989) ซึ่งงานวิจัยดังกล่าวได้สนับสนุนการศึกษาของ De Bondt (1985) ที่ว่าการตอบสนองของราคาหุ้นจะขึ้นอยู่กับกำไรรายปีว่าดีหรือไม่รวมถึงงบการเงินยังเป็นแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือที่นักลงทุนใช้ในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการซื้อขายหลักทรัพย์และตัวเลขที่สำคัญที่สุดในงบการเงิน คือ กำไรต่อหุ้น (EPS) ของบริษัท (Mahmoudi, (2011))

งานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการศึกษาหาความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET 100 จากการประกาศผลกำไรที่คาดเคลื่อนระหว่างดีกว่าและแย่กว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ โดยใช้วิธีศึกษาเหตุการณ์การประกาศผลประกอบการรายปี กลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET 100 ที่ประกาศ ณ 16 ธันวาคม 2559 และเก็บข้อมูลการประกาศผลประกอบการรายปีย้อนหลัง 5 ปี ช่วงปี 2555-2559

การศึกษาครั้งนี้ได้มุ่งเน้นถึงการประกาศผลประกอบการรายปีนั้นจะส่งผลอย่างไรต่อหลักทรัพย์เพื่อให้นักลงทุนสามารถนำมาประยุกต์ใช้หรือปรับกลยุทธ์ในการลงทุนของนักลงทุนในช่วงที่จะมีเหตุการณ์การประกาศผลประกอบการรายปีสู่สาธารณะ โดยที่การศึกษาครั้งนี้จะเป็นการศึกษาเพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) และปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) โดยได้มีการแบ่งช่วงการศึกษาออกเป็น 2 ช่วง คือช่วงประมาณการ (Estimation Period) ใช้ข้อมูลการซื้อขายจำนวน 100 วัน และช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event Period) ใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของการซื้อขายหลักทรัพย์ก่อนและหลังวันประกาศงบการเงิน 21 วัน ทั้งนี้ได้มีการแบ่งช่วงย่อยออกเป็น 3 ช่วง คือ ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ -21 ถึง -11 วันและ



-10 ถึง -2 วัน (Pre-event period) ช่วงเกิดเหตุการณ์ -1 ถึง +1 วัน (Event Period) และ ช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ +2 ถึง +11 และ +11 ถึง +21 (Post-event period)

ผลการศึกษาพบว่าจากเหตุการณ์การประกาศผลประกอบการรายปีที่คาดเคลื่อนไปจากที่นักวิเคราะห์คาดการณ์นั้น พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในทั้ง 2 กลุ่ม กลุ่ม 1. คือกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม CAAR (-1,1) 1.280% มีนัยสำคัญที่ระดับ 1% กลุ่ม 2. คือกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ มี CAAR (-10,-2) -1.546% มีนัยสำคัญที่ระดับ 1% แสดงให้เห็นว่ามีข้อมูลรั่วไหลออกมา ก่อนการประกาศงบการเงิน และยังพบในช่วงหลังเหตุการณ์ที่มีการประกาศงบการเงินอีกครั้งโดยพบ CAAR (+11,+21) -1.110% มีนัยสำคัญที่ระดับ 5% แสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัว หลังการประกาศงบการเงิน นั่นคือเกิดเหตุการณ์ PEAD ในกลุ่มหลักทรัพย์นี้

จากผลการศึกษาดังกล่าวพบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi-Strong Efficiency) ซึ่งหมายถึงราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลสาธารณะอย่างรวดเร็วซึ่งรวมถึงการประกาศผลประกอบการรายปีด้วย นั่นหมายถึงหลังจากที่มีการประกาศผลประกอบการรายปีสู่สาธารณชนแล้วจะไม่มีนักลงทุนกลุ่มไหนพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติได้ แต่จากผลการศึกษาจะเห็นได้ว่าพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม CAAR (+11,+21) หลังจกมีการประกาศผลประกอบการรายปีสู่สาธารณะแล้ว ในกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีพฤติกรรมนักลงทุน (Behavioral Finance) ที่อธิบายเกี่ยวกับการตัดสินใจของนักลงทุน โดยใช้อารมณ์ความรู้สึกเข้ามาใช้ในการตัดสินใจลงทุน จึงส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มนี้ไม่ได้มีการปรับตัวในทันทีในช่วงที่มีการประกาศสู่สาธารณชนได้รับรู้ แต่กลับไปพบในช่วงหลังจากที่มีการประกาศสู่สาธารณชนเรียบร้อยแล้วถึง 10 วัน ซึ่งก็เป็นผลจากการที่นักลงทุนนั้นไม่ใช่เหตุผลในการตัดสินใจในการลงทุน รวมถึงต้นทุนทางธุรกรรมที่แตกต่างกันของนักลงทุนแต่ละกลุ่มด้วยเช่นกัน (Ng, Rusticus and Verdi (2008)) จึงส่งผลให้นักลงทุนบางกลุ่มไม่สามารถเคลื่อนไหวได้ในทันที

นอกจากนี้ยังพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ CAAR (-10,-2) ในกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ ซึ่งจากการที่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติช่วงก่อนการประกาศสู่สาธารณะ สาเหตุมาจากได้มีการรั่วไหลของข้อมูลข่าวสารออกมาก่อน โดยกลุ่มผู้บริหารและกลุ่มนักลงทุนที่รู้ข่าวสารก่อนนั้นสามารถปรับกลยุทธ์ หรือสามารถเคลื่อนไหวได้ก่อนนักลงทุนกลุ่มอื่นๆ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีข้อมูลสมมาตร (Eckbo, Giammarino and Heinkel (1990)) ที่นักลงทุนแต่ละกลุ่มนั้นมีสถานะที่แตกต่างกัน ดังนั้นการเข้าถึงข้อมูลข่าวสารอาจจะใช้เวลาที่ไม่เท่าเทียมกันหรือการรับรู้ข้อมูลข่าวสารก็อาจจะมีความไม่เท่าเทียมกันได้ ในส่วนของกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่

นักวิเคราะห์คาดการณ์นั้นจะพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่มีการประกาศงบการเงินสู่สาธารณชนเท่านั้น นั่นหมายถึงนักลงทุนไม่สามารถได้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติได้จากกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ได้ และจากสองกลุ่มหลักทรัพย์นี้จะพบได้ว่ามีทิศทางที่ชัดเจนของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยที่กลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์นั้นจะมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวกแต่กลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์นั้นจะมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงลบ

จากผลสรุปของทั้งสองกลุ่มนั้นจะพบได้ว่าทั้ง2กลุ่มกลุ่มนั้นเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทุกกลุ่มเพียงแต่เกิดขึ้นแตกต่างกันออกไป ซึ่งจากงานวิจัยของ Ertien (2011) นั้นก็พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงวันก่อนประกาศงบการเงินสู่สาธารณชนสองวัน และนอกจากนี้ยังพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงหลังวันประกาศงบการเงินด้วยเช่นกัน โดยให้เหตุผลว่าเกิดการรั่วไหลของข้อมูลจึงทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงก่อนวันประกาศจริงและจากการที่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงหลังวันประกาศงบการเงินสู่สาธารณชนในกลุ่มหุ้นที่มีกำไรน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ เกิดจากการที่นักลงทุนมีพฤติกรรมที่ตอบสนองต่อข่าวล่าช้าจึงทำให้ราคาหุ้นปรับตัวล่าช้ากว่าที่ควรจะเป็น เนื่องมาจากต้นทุนธุรกรรมที่ไม่เท่ากันของนักลงทุน และสาเหตุที่ทำให้ราคาหุ้นกลุ่มนี้ปรับตัวล่าช้า เพราะการตอบสนองต่อข่าวร้ายทำได้ช้ากว่าข่าวดี เนื่องจากการทำกำไรนั้นทำได้ช้ากว่ากลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ ยกตัวอย่างเช่น การยืมหุ้นมาขาย และในส่วนของทิศทางของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกตินั้น Ball and Brown (1968) ได้อธิบายไว้ว่าสำหรับกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่คาดการณ์ หรือที่เป็นข่าวดีนั้นก็จะม้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติไปในทิศทางเดียวกันคือเป็นบวกและกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่คาดการณ์นั้นหรือข่าวร้ายก็จะม้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นลบเช่นกัน

รายงานฉบับนี้ถูกแบ่งออกเป็น 5 ส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review), วิธีการดำเนินการวิจัย (Methodology), ผลการวิจัย (Results) และสรุปผล (Conclusion) ตามลำดับ

## บทที่ 2

### ทฤษฎี แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

##### 2.1.1 สมมติฐานเรื่องตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH)

Fama (1970) ได้พัฒนาแนวความคิดเรื่องตลาดมีประสิทธิภาพจากการศึกษาเรื่อง Efficient Capital Market โดยหลักการสำคัญของสมมติฐานนี้คือ ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลที่มีอยู่ ณ เวลานั้นอย่างครบถ้วนแล้ว ทำให้ผู้ลงทุนไม่สามารถได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดได้ โดยระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดแบ่งออกเป็นสามระดับ ดังนี้

2.1.1.1 ระดับแรก คือ ตลาดมีประสิทธิภาพแบบอ่อน (weak form) ณ ระดับนี้ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลในอดีตเท่านั้น นั่นหมายความว่าข้อมูลด้านราคาและปริมาณการซื้อขายหุ้นในอดีตไม่สามารถนำมาใช้เป็นแนวทางในการคาดคะเนแนวโน้มราคาหุ้นในอนาคตได้

2.1.1.2 ระดับที่สอง คือ ตลาดมีประสิทธิภาพแบบกึ่งเข้มแข็ง (semi-strong form) ณ ระดับนี้ ข้อมูลทุกอย่างในตลาดที่เป็นสาธารณะจะสะท้อนออกมาเป็นราคาหุ้นในตลาดโดยทันที ดังนั้น จะไม่มีการได้เปรียบในการวิเคราะห์ข้อมูลสาธารณะ ไม่ว่าจะเป็นการวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical analysis) หรือ การวิเคราะห์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน (fundamental analysis) ก็ไม่สามารถทำกำไรเกินกว่าปรกติได้

2.1.1.3 ระดับสาม คือ ตลาดมีประสิทธิภาพแบบเข้มแข็ง (strong form) ราคาหลักทรัพย์ของระดับนี้จะสะท้อนข้อมูลทุกส่วนตั้งแต่ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะรวมถึงข้อมูลภายในบริษัท ดังนั้นสำหรับระดับสุดท้ายกลยุทธ์การลงทุนโดยใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical analysis) และการวิเคราะห์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน (fundamental analysis) จึงไม่สามารถนำมาใช้ทำกำไรได้

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดอย่างทันทีทันใด และผู้ลงทุนจะไม่สามารถใช้ข่าวสารข้อมูลเพื่อทำผลตอบแทนส่วนเกิน (abnormal return) ได้เพราะข้อมูลเหล่านี้อยู่ในราคาเรียบร้อยแล้ว ในตลาดเช่นนี้ราคาหลักทรัพย์ทุก

หลักทรัพย์จะเท่ากับมูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value) ซึ่งสะท้อนข่าวสารข้อมูลทั้งหมดของความคาดหวังในหลักทรัพย์นั้น ๆ ถ้าหากข่าวสารข้อมูลบางประเภทมิได้สะท้อนอย่างเต็มที่ในราคาหลักทรัพย์ หรือมีความล่าช้าในการสะท้อนข่าวสารข้อมูลแสดงว่า ตลาดนั้นมิได้มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์

### 2.1.2 ทฤษฎีอสมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information Theory)

Eckbo, Giammarino and Heinkel (1990) เสนอทฤษฎีอสมมาตรของข้อมูล หรือ ความไม่เท่าเทียมกันในการรับข่าวสาร ทฤษฎีนี้บ่งชี้ว่าผู้บริหารหรือบุคคลภายในกิจการสามารถรับรู้ข้อมูลได้ดีกว่าผู้ถือหุ้นรายย่อย และส่งผลให้ราคาหุ้นสามารถปรับตัวได้สูงขึ้นอย่างรวดเร็วก่อนมีการประกาศให้บุคคลภายนอกรับรู้ โดยทฤษฎีนี้สามารถนำมาอธิบายผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการประกาศงบการเงิน Ertien (2011) พบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเป็นบวกอย่างมีนัยยะสำคัญก่อนวันประกาศงบการเงิน 2 วัน ในหุ้นกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ โดยได้อธิบายสาเหตุการเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกตินี้ว่าเป็นผลมาจากการรั่วไหลของข้อมูลกำไรออกมาก่อนวันประกาศงบการเงิน ทำให้ผู้บริหารหรือบุคคลภายในกิจการที่รับรู้ข้อมูลกำไรก่อนและเชื่อว่าราคาหุ้นกลุ่มนี้จะมีทิศทางเป็นบวกเข้าซื้อหุ้นก่อน จึงทำให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นในช่วงก่อนการประกาศงบการเงิน

### 2.1.3 ทฤษฎีพฤติกรรมนักลงทุน (Behavioral finance)

Thaler (2003) ศึกษาทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับพฤติกรรมทางสังคม อารมณ์ และความรู้สึกของมนุษย์มาอธิบายการตัดสินใจของนักลงทุนในสถานการณ์ต่าง ๆ รวมถึงผลกระทบของการตัดสินใจดังกล่าวที่มีต่อราคาสินทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลา การศึกษาด้านพฤติกรรมนักลงทุน (Behavioral finance) ได้แสดงให้เห็นข้อโต้แย้งเกี่ยวข้องกับสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน (Efficient market hypothesis) พร้อมทั้งอธิบายถึงสาเหตุที่ทำให้ตลาดทุนไร้ประสิทธิภาพด้วยสาเหตุในด้านจิตวิทยา เช่น พฤติกรรมตอบสนองมากเกินไปหรือน้อยเกินไป (Over-react and Under-react) Brown(1978) ได้ศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศงบการเงิน โดยที่หากเป็นไปตามแนวคิดของตลาดที่มีประสิทธิภาพแล้วนั้นราคาของหลักทรัพย์จะต้องมีการปรับตัวไปในทิศทางที่สอดคล้องและสมเหตุสมผลต่อการประกาศงบการเงินโดยทันที แต่จากการศึกษาได้พบว่าราคาของหลักทรัพย์ไม่ได้มีการปรับตัวในทันทีในช่วงการประกาศงบการเงิน แต่กลับมีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์อย่างช้า ๆ และมีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อเนื่องไปอีก 45 วัน หลังจากมีการประกาศงบการเงินสู่สาธารณะ จึงสามารถสรุปผลได้ว่าตลาดนั้นไม่มีประสิทธิภาพ

ในช่วงเหตุการณ์ประกาศงบการเงิน โดยสาเหตุเกิดจากนักลงทุนมีการตอบสนองต่อข่าวสารน้อยกว่าปกติ หรือหมายถึงนักลงทุนนั้นไม่ให้ความสนใจต่อผลกำไรในงวดปัจจุบัน แต่คาดหวังผลประกอบการงวดปัจจุบันจากผลประกอบการงวดก่อนและส่งผลให้การประกาศงบการเงินในงวดปัจจุบันนั้นไม่สะท้อนในราคาหลักทรัพย์อย่างทันที และส่งผลให้เกิดการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในภายหลัง

#### 2.1.4 ทฤษฎีต้นทุนธุรกรรม (Transaction cost Theory)

จากทฤษฎีต้นทุนธุรกรรม บ่งชี้ว่านักลงทุนแต่ละคนมีต้นทุนทางธุรกรรมที่แตกต่างกัน เช่น นักลงทุนบางกลุ่มอาจมีข้อมูลข่าวสารที่พร้อมและเพียงพอในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์มากกว่านักลงทุนอื่น ทำให้นักลงทุนแต่ละคนมีต้นทุนการค้นหาข้อมูลที่ไม่เท่ากัน Ng, Rusticus and Verdi (2008) พบว่าต้นทุนทางธุรกรรมมีผลให้เกิด Post-Earning-Announcement Drift (PEAD) และจะพบในหลักทรัพย์ที่มีต้นทุนทางธุรกรรมสูง ซึ่งทำให้นักลงทุนตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์เหล่านั้นช้าเพื่อรอความชัดเจนของข้อมูล ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ยังคงมีการปรับตัวหลังจากการประกาศงบการเงินไปแล้ว

## 2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)

เหตุการณ์ Post earnings announcement drift (PEAD) คือ เหตุการณ์ที่ราคาหลักทรัพย์ยังคงปรับตัวไปเรื่อย ๆ หลังการประกาศผลประกอบการ ซึ่งขัดแย้งกับกับสมมติฐานเรื่องตลาดมีประสิทธิภาพที่ว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวอย่างรวดเร็วเมื่อได้รับข้อมูลใหม่ Ball and Brown (1968) ผู้ค้นพบเหตุการณ์ PEAD คนแรก ได้ศึกษาหาความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีและราคาหลักทรัพย์ ในช่วงปี ค.ศ.1946-1966 โดยใช้สมการถดถอยในการประมาณค่า Earning Surprise พบว่าความคาดหวังของตัวเลขกำไรทางบัญชีที่ตลาดเคลื่อนไหวจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ยังมีการปรับตัวหลังจากการประกาศงบการเงิน โดยค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมจะสูงขึ้นถ้าเกิด Positive Earning Surprise และจะลดลงถ้าเกิด Negative Earning Surprise จึงได้ข้อสรุปว่าราคาหลักทรัพย์และกำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กัน โดยที่มิงานวิจัยอื่น Barton, Hansen and Pownall (2010) ที่พบว่าตัวเลขทางบัญชีนั้นมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนน้อยลงเนื่องจากนักลงทุนสามารถประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ได้จากตัวแปรที่มีประโยชน์อื่น ๆ แทนที่จะใช้ผลกำไรของบริษัทในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ในขณะที่เดียวกันยังมีแหล่งข้อมูลอื่น ๆ ที่นักลงทุนสามารถนำมาใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจลงทุนได้อีกด้วย รวมทั้งแหล่งข้อมูลอื่น ๆ นั้นให้ข้อมูลบ่อยครั้ง

มากกว่าการประกาศงบการเงินของทางบริษัท เช่น ข้อมูลสถิติต่าง ๆ จากภาครัฐ การประกาศตัวเลขของกลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ เป็นต้น

Brown (1978) ได้ศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศงบการเงินในปี ค.ศ.1963-1971 โดยใช้กลุ่มตัวอย่าง จำนวน 158 หลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาด New York Stock Exchange (NYSE) และ American Stock Exchange (Amex) โดยมีเกณฑ์การคัดเลือกบริษัทที่สำคัญ คือ ต้องเป็นบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้น (EPS) ประจำปี อย่างน้อยร้อยละ 20 ในงานวิจัยนี้แบ่งหลักทรัพย์ออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่ม Positive Forecast Error (PFE) และกลุ่ม Negative Forecast Error (NFE) และจากทฤษฎีแนวคิดของตลาดที่มีประสิทธิภาพราคาของหลักทรัพย์จะต้องมีการปรับตัวไปในทิศทางที่สอดคล้องและสมเหตุสมผลต่อการประกาศงบการเงิน โดยทันที แต่จากการศึกษาได้พบว่าราคาของหลักทรัพย์ไม่ได้มีการปรับตัวในทันทีในช่วงการประกาศงบการเงิน แต่กลับมีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์อย่างช้า ๆ และมีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อเนื่องไปอีก 45 วันหลังจากมีการประกาศงบการเงินสู่สาธารณะ จึงสามารถสรุปผลได้ว่าตลาดนั้นไม่มีประสิทธิภาพในช่วงเหตุการณ์ประกาศงบการเงิน โดยสาเหตุเกิดจากนักลงทุนมีการตอบสนองต่อข่าวสารน้อยกว่าปกติ หรือหมายถึงนักลงทุนนั้นไม่ให้ความสนใจต่อผลกำไรในงวดปัจจุบัน แต่คาดหวังผลประกอบการงวดปัจจุบันจากผลประกอบการงวดก่อนและส่งผลให้การประกาศงบการเงินในงวดปัจจุบันนั้นไม่สะท้อนในราคาหลักทรัพย์อย่างทันที และส่งผลให้เกิดการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในภายหลัง

Ball (1978) อธิบายความผิดปกติของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์หลังจากการประกาศงบการเงิน โดยได้มีการอธิบายสาเหตุความผิดปกติของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์แบ่งออกเป็น 4 สาเหตุ คือ 1.เกิดจากความคลาดเคลื่อนในทางสถิติ 2.ความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดและต้นทุนทางธุรกรรม 3.ความไม่เหมาะสมของแบบจำลอง และได้มีข้อสรุปสำหรับการเกิด PEAD ว่าอาจเกิดจากแบบจำลองที่นักลงทุนนำมาใช้นั้นไม่เหมาะสมในการหาค่าความคาดหวังของนักลงทุน ยกตัวอย่างเช่น Capital Asset Pricing Model และ Arbitrage Pricing Model เป็นต้น ซึ่งทั้งสองโมเดลนี้ไม่สามารถเป็นตัวสะท้อนในการหาค่าความคาดหวังของนักลงทุนจากการประกาศงบการเงินได้ ซึ่งอาจเป็นผลมาจากข้อจำกัดต่าง ๆ ของแบบจำลองที่นักลงทุนนำมาใช้ จึงทำให้เกิดเหตุการณ์ PEAD ขึ้น โดยอาจจะไม่เกี่ยวข้องกับสมมุติฐานที่ว่าตลาดไม่มีประสิทธิภาพแต่เป็นเพราะแบบจำลองที่ไม่เหมาะสม

Bernard and Thomas (1989) ได้ศึกษาหาสาเหตุการเกิดเหตุการณ์ PEAD ในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกา โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 84,792 หลักทรัพย์ในตลาด New York Stock Exchange (NYSE) และ American Stock Exchange (Amex) ในช่วงปี ค.ศ.1974-1986 โดยใช้แบบจำลอง FOS

ตามงานวิจัยของ Foster, Olsen and Shevlin (1984) มาคำนวณหาค่าความคลาดหวังของตัวกำไรทางบัญชี เพื่อวัดความคลาดเคลื่อนในการทำนาย (Forecasted error) และหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) เพื่อแสดงให้เห็นว่าหากค่าความคลาดเคลื่อนมากยิ่งส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมาก ผลการศึกษาพบว่าราคาหลักทรัพย์ยังคงปรับตัวไปอีก 60 วัน หลังจากที่มีการประกาศงบการเงิน โดยเกิดขึ้นจากสองสาเหตุหลัก คือ 1.แบบจำลองการประมาณค่าความคลาดหวัง Capital Asset Pricing (CAPM) ที่ผิดพลาด เนื่องจากแบบจำลองนี้ซึ่งใช้คำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นนั้น ไม่ได้รวมปัจจัยค่าความคลาดเคลื่อนของผลกำไรที่นักลงทุนคาดหวัง ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงหนึ่ง ส่งผลให้หากเพิ่มปัจจัยดังกล่าวในแบบจำลองแล้ว อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังอาจปรับตัวจนไม่เกิดเหตุการณ์ PEAD ขึ้น 2.ต้นทุนทางธุรกรรม เป็นปัจจัยที่ทำให้ นักลงทุนไม่สามารถตอบสนองต่อข่าวสารใหม่ที่เกิดขึ้นได้ทันที เนื่องจากมีต้นทุนบางอย่าง เช่น ต้นทุนการซื้อขาย ค่าเสียโอกาสในการติดตามหลักทรัพย์นั้น ๆ ซึ่งจากผลการศึกษาพบว่า ในหลักทรัพย์ขนาดเล็กมีต้นทุนเหล่านี้ประมาณ 4% และหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ประมาณ 2% ดังนั้น ในช่วงที่มีการประกาศงบการเงิน จึงทำให้นักลงทุนไม่สามารถตัดสินใจซื้อขายได้ในทันที เนื่องจากมีต้นทุนเหล่านี้อยู่ เป็นผลทำให้มีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อเนื่องไปหลังจากการประกาศงบการเงิน

Erlie (2011) ศึกษาผลกระทบของราคาหุ้นเมื่อมีการคาดการณ์ผลกำไรรายปีของบริษัทที่คลาดเคลื่อน ในช่วงค.ศ.2007-2010 โดยเกณฑ์ในการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างนั้น ต้องเป็นบริษัทที่มีการประกาศงบการเงินสู่สาธารณะย้อนหลังต่อเนื่อง 10 ไตรมาส และต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาด Oslo Stock Exchange อย่างน้อย 250 วันทำการ โดยได้กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 117 หลักทรัพย์ โดยแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 3 กลุ่ม คือ 1.กลุ่ม Good News เป็นบริษัทที่มีกำไรต่อหุ้น (EPS) มากกว่า 2.5% เมื่อเทียบกับกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ 2.กลุ่ม No News เป็นบริษัทที่มีกำไรต่อหุ้น (EPS) อยู่ภายในช่วงบวกลบ 2.5% เมื่อเทียบกับกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ และ 3.กลุ่ม Bad New เป็นกลุ่มบริษัทที่มีกำไรต่อหุ้น (EPS) น้อยกว่า 2.5% เมื่อเทียบกับกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ การศึกษานี้ใช้แบบจำลอง Time Series Model ในการคาดการณ์แทนการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ เนื่องจากมีข้อจำกัดในการรวบรวมข้อมูลคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ และใช้วิธีศึกษาโดยวิธี Event Study เพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยได้กำหนดช่วงประมาณการคือ -250 ถึง -21 วันและช่วงเกิดเหตุการณ์คือ -20 ถึง +20 วันตามงานวิจัยของ MacKinlay (1997) ผลการศึกษาพบว่าในกลุ่ม Good News เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติก่อนวันประกาศงบการเงิน 2 วันทำการ โดยสาเหตุเกิดจากการรั่วไหลของข้อมูลกำไรจากบุคคลภายในบริษัท และพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นลบหลังจากวันที่

ประกาศงบการเงิน 1 วัน โดยให้เหตุผลว่านักลงทุนตอบสนองต่อข่าวดีมากเกินไป (Overreaction) ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวมากเกินไปในวันประกาศงบการเงิน จึงทำให้วันถัดมาเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเป็นลบ เนื่องจากราคาของหลักทรัพย์ได้ปรับตัวเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริง ในส่วนของกลุ่ม Bad News พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังจากวันประกาศงบการเงิน 1 วัน สาเหตุเกิดจากนักลงทุนตอบสนองต่อข่าวร้ายล่าช้า (Under-reaction) เนื่องจากการทำกำไรของนักลงทุนในกลุ่มข่าวร้ายนั้นทำได้ยากกว่ากลุ่มข่าวดี เช่น การยืมหุ้นมาขายอาจไม่สามารถกระทำได้ในทันที ทำให้การซื้อขายหุ้นล่าช้าออกไป ส่งผลให้เกิดการ drift ของราคาหลักทรัพย์หลังจากวันประกาศงบการเงิน เมื่อเปรียบเทียบกับผลการศึกษาคั้งนี้ พบว่ามีการรั่วไหลของข้อมูลกำไรก่อนการประกาศงบการเงินในกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้น (EPS) น้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ และ กลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นไปตามที่นักวิเคราะห์คาดการณ์เท่านั้น สำหรับกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้น (EPS) มากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วง (-1,+1) หรือในช่วงที่มีการประกาศงบการเงินจริง ซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษาของ Erlien (2011) แต่ในส่วนของเหตุการณ์ PEAD จะพบในกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้น (EPS) น้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Erlien (2011) โดยพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วง (+11,+21)

Fama (1998) พยายามปฏิเสธการเกิดเหตุการณ์ PEAD โดยระบุว่า การพบผลตอบแทนเกินปกติอาจเกิดจากการใช้แบบจำลอง (methodology) ที่ไม่เหมาะสม หรืออาจปรับค่าความเสี่ยงที่ผิดพลาด อาจทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติขึ้น ซึ่งเมื่อปรับแบบจำลองให้เหมาะสมแล้ว ผลตอบแทนเกินปกติก็จะหายไป รวมถึงไปถึงการศึกษาที่มีกลุ่มตัวอย่างน้อยก็มีโอกาสที่จะเกิดความผิดพลาดมากยิ่งขึ้น

ชนาธิป (2553) ศึกษาเหตุการณ์ PEAD หลังวันประกาศผลประกอบการรายไตรมาส ตั้งแต่ปี พ.ศ.2541-2552 โดยใช้หลักทรัพย์ตัวอย่างทั้งหมด 265 ตัวอย่าง รวมทั้งหมด 6,890 เหตุการณ์ การศึกษาคั้งนี้ใช้วิธีการศึกษาของ Foster, Olsen and Shevlin (1984) เพื่อประมาณค่าผลตอบแทนที่คาดหวังเพื่อใช้วัดความคลาดเคลื่อนในการทำนาย (Forecasted error) ซึ่งแบ่งออกเป็น ความคลาดเคลื่อนของผลประกอบการที่คาดหวัง (Earning Base) และ ความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทนที่คาดหวัง (Return Base) ภายใต้สมมติฐานที่ว่าหากผลประกอบการรายไตรมาสที่ประกาศจริงสูงกว่าผลประกอบการที่คาดหวัง จะทำให้เกิดการ drift ไปในทิศทางบวก หรือเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเป็นบวก แต่หากต่ำกว่าผลประกอบการที่คาดหวัง จะทำให้เกิด drift ในทิศทางลบ หรือเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเป็นลบ ผลการศึกษานี้ไม่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมหลังวันประกาศงบการเงิน โดยให้เหตุผลว่าในช่วงการประกาศผลประกอบการรายไตรมาสมีข่าวสารอื่น ๆ ถูกแจ้งให้นักลงทุนทราบเช่นกัน ทำให้การประกาศงบการเงินไม่ส่งผลกระทบต่อ



ราคาหลักทรัพย์ จึงสรุปได้ว่าไม่เกิดเหตุการณ์ PEAD ในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย ผลที่ได้สอดคล้องกับแนวคิดเรื่องความมีประสิทธิภาพของตลาด เพราะนักลงทุนไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่ผิดปกติได้



### บทที่ 3

## ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง

### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง

ในการวิจัยในครั้งนี้เป็นการทดสอบเชิงประจักษ์ (Empirical Test) โดยใช้ข้อมูลจากการประกาศงบการเงินรายปีของแต่ละบริษัท ในช่วงพ.ศ.2555-2559 เพื่อนำข้อมูลมาศึกษาว่าเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการประกาศงบการเงินหรือไม่ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยที่อยู่ใน SET 100 ประกาศ ณ วันที่ 16 ธันวาคม 2559 และข้อมูลที่รวบรวม คือ วันที่ประกาศงบการเงินรายปี พ.ศ.2555-2559 ของแต่ละบริษัท อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนรายวัน (ROI) ดัชนี SET 100 ณ สิ้นวัน ปริมาณหุ้นที่มีการซื้อขายในแต่ละวัน จำนวนหุ้นจดทะเบียนของแต่ละบริษัท ตัวเลขคาดการณ์กำไรต่อหุ้น (EPS) โดยนักวิเคราะห์ การศึกษาครั้งนี้เก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล 3 แหล่ง คือ 1.ฐานข้อมูล I/B/E/S ซึ่งเป็นฐานข้อมูลจากฐานข้อมูล Reuters โดยตัวเลขคาดการณ์กำไรต่อหุ้น (EPS) โดยนักวิเคราะห์นั้น คือ ค่าเฉลี่ยของ EPS ที่คาดการณ์ของนักวิเคราะห์ทุกสถาบันที่ส่งข้อมูลมาให้ THOMSON REUTERS 2.SETSMART และ 3. WWW.SEC.OR.TH สำหรับงานวิจัยครั้งนี้ศึกษาเฉพาะเหตุการณ์การประกาศงบการเงินรายปีเท่านั้น เนื่องจากมีข้อจำกัดในเรื่องข้อมูลการคาดการณ์กำไรต่อหุ้น (EPS) โดยนักวิเคราะห์ ซึ่งไม่มีการคาดการณ์เป็นรายไตรมาส และเหตุการณ์ที่นำมาศึกษาในครั้งนี้มีทั้งสิ้น 292 เหตุการณ์ โดยตัดตัวอย่างที่มีข้อมูลการประกาศงบการเงินไม่ครบ 5 ปีตามช่วงเวลาการศึกษา หรือ ไม่มีข้อมูลการคาดการณ์กำไรต่อหุ้น ตัวอย่างที่ตัด ได้แก่ BA, BEM, CBG, MTL, SPRC, VGI, WHA

### 3.2 ขั้นตอนในการแบ่งกลุ่มข้อมูล

ในการศึกษาเหตุการณ์การประกาศผลประกอบการรายปี จะแบ่งกลุ่มข้อมูลออกเป็น 2 กลุ่ม ตามงานวิจัยของ MacKinlay (1997) ดังนี้

### 3.2.1 กลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์

คือ กลุ่มบริษัทที่มีกำไรต่อหุ้น (EPS) มากกว่า 2.5% เมื่อเทียบกับกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ จำนวน 132 เหตุการณ์ โดยในกลุ่มนี้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรต่อหุ้น 28.93%

### 3.2.2 กลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์

คือ กลุ่มบริษัทที่มีกำไรต่อหุ้น (EPS) น้อยกว่า 2.5% เมื่อเทียบกับกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ จำนวน 160 เหตุการณ์ โดยในกลุ่มนี้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรต่อหุ้น 51.01%

ตาราง 3.1 แสดงข้อมูลทางสถิติของตัวอย่างในการศึกษาเหตุการณ์ (Event study)

Variables	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max
กลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์	132	19.28%	28.93%	3.00%	268.00%
กลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์	160	-27.09%	51.01%	-421.00%	-3.00%
<b>Total</b>	<b>292</b>	<b>-3.095%</b>	<b>81.07%</b>	<b>-420.00%</b>	<b>267.00%</b>

## บทที่ 4

### สูตรและขั้นตอนในการวิจัย

#### 4.1 วิธีการวิจัย

ในการประมวลผลจะนำข้อมูลที่ได้จากการจัดเรียง และแบ่งกลุ่มแล้ว มาคำนวณโดยใช้โปรแกรม Stata เพื่อวิเคราะห์เหตุการณ์ทางสถิติที่สนใจ (Event Study) โดยมีขั้นตอน ดังนี้

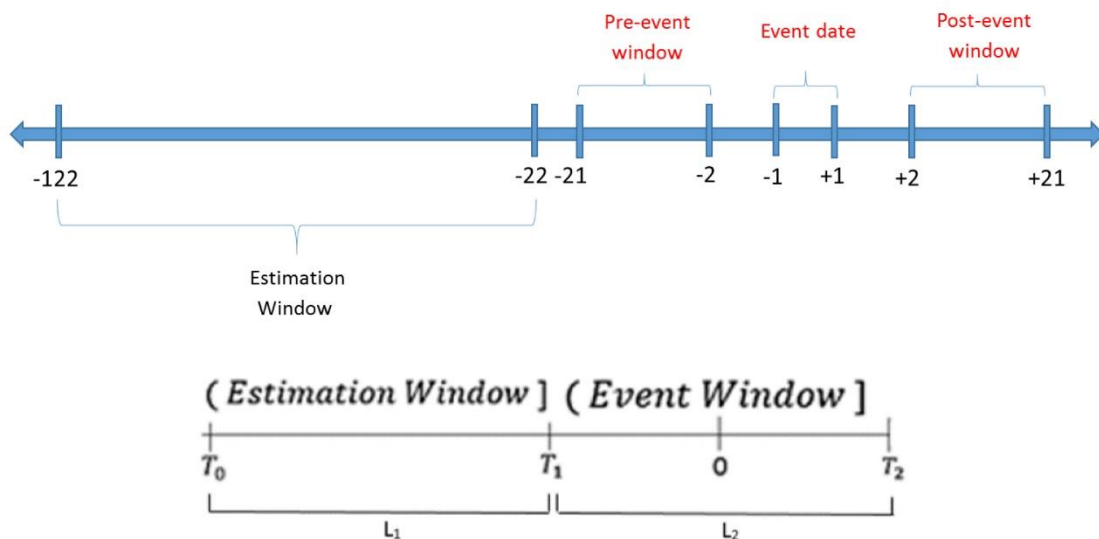
##### 4.1.1 กำหนดช่วงระยะเวลาการศึกษา

ระยะเวลาการศึกษาจะแบ่งเป็น 2 ช่วง ตามงานวิจัยของ Su (2003) ได้แก่

4.1.1.1 ช่วงประมาณการ (Estimation Window) ใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนการซื้อขายหลักทรัพย์จำนวน 101 วัน โดยนับตั้งแต่วันที่ -122 ถึงวันที่ -22

4.1.1.2 ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event Window) ใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนการซื้อขายหลักทรัพย์วันที่  $\pm 21$  จากวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date) ทั้งนี้ได้มีการแบ่งช่วงย่อยออกเป็น 3 ช่วงซึ่งประกอบไปด้วย

- ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ -21 ถึง -2 (Pre-event window)
- ช่วงเกิดเหตุการณ์ -1 ถึง +1 (Event window)
- ช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ +2 ถึง +21 (Post-event window)



ภาพ 4.1 แผนภาพแสดงช่วงเวลาทางสถิติที่ศึกษา

### 4.1.2 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทน

4.1.2.1 อัตราผลตอบแทนรวมรายวัน (Total Return/Return on investment) (ข้อมูลจาก SETSMART)

$$TR_t = \left[ \frac{\sum_{i=1}^n (\text{Closing Price}_t \times \text{Outstanding Shares}_t)}{\sum_{i=1}^n [(\text{Closing Price}_{t-1} \times \text{Outstanding Shares}_{t-1}) \pm (\text{Adjusted Price} \times \text{Adjusted Shares})]} - 1 \right] + \text{Total Dividend Yield}_t \quad (1)$$

$$\text{Total Dividend Yield}_t = \frac{\sum_{i=1}^n (\text{Dividend Per Share} \times \text{Outstanding Shares}_{t-1})}{\sum_{i=1}^n [(\text{Closing Price}_{t-1} \times \text{Outstanding Shares}_{t-1}) \pm (\text{Adjusted Price} \times \text{Adjusted Shares})]} \quad (2)$$

TR<sub>t</sub> คือ ผลตอบแทนรวมของดัชนี ณ วันที่ t โดยคำนวณจากผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่นำมาคำนวณดัชนี

Closing Price<sub>t</sub> คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ t

Outstanding Shares<sub>t</sub> คือ จำนวนหุ้นที่ใช้คำนวณดัชนี ณ วันที่ t

Closing Price<sub>t-1</sub> คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ t-1

Outstanding Shares<sub>t-1</sub> คือ จำนวนหุ้นที่ใช้คำนวณดัชนี ณ วันที่ t-1

Dividend per share คือ เงินปันผล (Cash Dividend) ต่อหุ้นที่บริษัทประกาศจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น

Adjusted price คือ ราคาที่นำมาใช้ในการปรับค่าผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ในกรณีที่บริษัทมี Corporate Action เกิดขึ้น

Adjusted shares คือ จำนวนหุ้นที่นำมาใช้ในการปรับค่าผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ในกรณีที่บริษัทมี Corporate Action เกิดขึ้น

#### 4.1.2.2 หาอัตราผลตอบแทนของตลาด

$$R_{mt} = \ln \frac{I_{jt}}{I_{j(t-1)}}$$

โดยที่

$R_{mt}$  คือ อัตราผลตอบแทนรายวันของดัชนีหลักทรัพย์ ในวันที่  $t$  โดยใช้ Total Return Index

$I_{jt}$  คือ ดัชนีราคา SET100 ของกลุ่มหลักทรัพย์  $j$  ในวันที่  $t$

$I_{j(t-1)}$  คือ ดัชนีราคา SET100 ของกลุ่มหลักทรัพย์  $j$  ในวันที่  $t-1$

4.1.2.3 เอลิมซัย (2558) แสดงการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในช่วงประมาณการ (Estimation Period) (-122, -22) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาก่อนและหลังเหตุการณ์การประกาศงบการเงินรายปี ใช้วิธีการคำนวณโดยนำผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงลบด้วยผลตอบแทนที่คาดหวัง ณ เวลา  $t$  ดังนี้

คำนวณผลตอบแทนที่คาดหวังโดยใช้ Market Model จากสมการ

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt} \quad (3)$$

$R_{jt}$  = อัตราผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์  $j$  ณ เวลา  $t$

$\alpha_j$  = ค่าคงที่ของหลักทรัพย์  $j$

$\beta_j$  = ค่าความชันของหลักทรัพย์  $j$

$R_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนของตลาด ณ เวลา  $t$

$\varepsilon_{jt}$  = Error term ของหลักทรัพย์  $j$  ณ เวลา  $t$

ช่วงเวลาประมาณการ (Estimation-window) แสดงได้จาก regression system

$$R_j = X_j \theta_j + \varepsilon_j \quad (4)$$

โดย  $R_j = [R_{jT_0+1} \dots R_{jT_1}]'$  คือ  $(L_1 \times 1)$  เวกเตอร์ของช่วงเวลา

ประมาณการ (estimation-window) ของผลตอบแทน โดย  $L_1 = T_1 - T_0$

$X_j = [1 \ R_m]$  คือ  $(L_1 \times 2)$  เมตริกซ์ของเวกเตอร์ของคอลัมน์แรก

และเวกเตอร์ของ Market-return ที่ได้จากกลุ่มตัวอย่าง  $R_m = [R_{mT_0+1} \dots R_{mT_1}]'$

estimation-window ของผลตอบแทนในคอลัมน์ที่สอง และ  $\theta_j = [\alpha_j \ \beta_j]'$  คือ พารามิเตอร์

เวกเตอร์  $(2 \times 1)$

OLS estimators ของ market-model ใช้ estimation window ของ  $L_1$  คือ

$$\hat{\theta}_j = (X_j'X_j)^{-1} X_j'R_j \quad (5)$$

$$\hat{\sigma}_{\varepsilon_j}^2 = \left(\frac{1}{L_1-2}\right) \varepsilon_j'\varepsilon_j \quad (6)$$

$$\hat{\varepsilon}_j = R_j - X_j\hat{\theta}_j \quad (7)$$

$$\text{Var}[\hat{\theta}_j] = (X_j'X_j)^{-1} \sigma_{\varepsilon_j}^2 \quad (8)$$

จาก Market-model สามารถวิเคราะห์หาผลตอบแทนที่ผิดปกติได้จาก  $\varepsilon_j$  คือ  $(L_2 \times 1)$  เวกเตอร์ของกลุ่มตัวอย่างของผลตอบแทนที่ผิดปกติของบริษัท  $j$  จากช่วงที่เกิดเหตุการณ์ event window  $T_1+1$  ถึง  $T_2$  จะได้ผลตอบแทนที่ผิดปกติของเวกเตอร์ ตามสมการ

$$\begin{aligned} \varepsilon_j^* &= R_j^* - \alpha_j - \beta_j R_t \\ &= R_j^* - x_j^* \hat{\theta}_j \end{aligned} \quad (9)$$

โดย  $R_j^* = [R_{jT_1+1} \dots R_{jT_2}]'$  คือ เวกเตอร์  $(L_2 \times 1)$  ของ estimation-window ของผลตอบแทน โดย  $L_2 = T_2 - T_1$

$X_j^* = [1 \ R_m^*]$  คือ  $(L_2 \times 2)$  เมตริกซ์ของเวกเตอร์ของคอลัมน์ที่หนึ่ง และเวกเตอร์ของ Market-return ที่ได้จากกลุ่มตัวอย่าง  $R_m^* = [R_{mT_1+1} \dots R_{mT_2}]'$  ของผลตอบแทนในคอลัมน์ที่สอง

$$\hat{\theta}_j = [\hat{\alpha}_j \ \hat{\beta}_j]' \text{ คือ } (2 \times 1) \text{ ของพารามิเตอร์เวกเตอร์ประมาณการ}$$

ผลตอบแทนที่ผิดปกติจะเป็น Normal distributed with zero conditional mean and conditional covariance matrix  $V_j$  ดังสมการ

$$\begin{aligned}
E[\hat{\varepsilon}_j^* | X_j^*] &= E[R_j^* - x_j^* \hat{\theta}_j | X_j^*] \\
&= E[(R_j^* - x_j^* \theta_j) - X_j^* (\hat{\theta}_j - \theta_j) | X_j^*] \\
&= 0
\end{aligned} \tag{10}$$

$$\begin{aligned}
V_j &= E[\hat{\varepsilon}_j^* \hat{\varepsilon}_j^{*'} | X_j^*] \\
&= E[[\varepsilon_j^* - X_j^* (\hat{\theta}_j - \theta_j)][\varepsilon_j^* - X_j^* (\hat{\theta}_j - \theta_j)]' | X_j^*] \\
&= E[\varepsilon_j^* \varepsilon_j^{*'} - \varepsilon_j^* (\hat{\theta}_j - \theta_j)' X_j^{*'} - X_j^* (\hat{\theta}_j - \theta_j) \varepsilon_j^{*'} - \\
&\quad X_j^* (\hat{\theta}_j - \theta_j) (\hat{\theta}_j - \theta_j)' X_j^{*'} | X_j^*] \\
&= I \sigma_{\varepsilon_j}^2 + X_j^* (X_j' X_j)^{-1} X_j^{*'} \sigma_{\varepsilon_j}^2
\end{aligned} \tag{11}$$

โดย  $I$  คือ  $(L_2 \times L_2)$  Identity matrix

ภายใต้สมมติฐาน  $H_0$  ให้ไม่มีผลกระทบกับค่าเฉลี่ยและค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนที่ผิดปกติ เราสามารถใช้สมการที่ (10) และ (11) ร่วมกันได้

จาก  $H_0$  สำหรับเวกเตอร์ของ event-window จะได้ผลตอบแทนที่ผิดปกติจาก

$$\hat{\varepsilon}_j^* \sim \mathcal{N}(0, V_j) \tag{12}$$

การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม

$\widehat{CAR}_j(\tau_1, \tau_2)$  คือ ผลตอบแทนที่ผิดปกติของหุ้น  $j$  จาก  $\tau_1$  ถึง  $\tau_2$  โดยให้  $\gamma$  เป็น  $(L_2 \times 1)$  เวกเตอร์ในช่วง  $\tau_1 - T_1$  ถึง  $\tau_2 - T_1$  เท่ากับ 1 นอกช่วงเท่ากับ 0 จากนั้นจะได้

$$\widehat{CAR}_j(\tau_1, \tau_2) \equiv \gamma' \hat{\varepsilon}_j^* \tag{13}$$

$$Var[\widehat{CAR}_j(\tau_1, \tau_2)'] = \sigma_j^2(\tau_1, \tau_2) = \gamma' V_j \gamma \tag{14}$$

จากสมการ (12) ภายใต้  $H_0$ ,

$$\widehat{CAR}_j(\tau_1, \tau_2) \sim N(0, \sigma_j^2(\tau_1, \tau_2)) \tag{15}$$

ทำให้สามารถทำการทดสอบ  $H_0$  ของหุ้น  $j$  จากสมการ(15) ใช้

Standardized cumulative abnormal return,

$$\widehat{SCAR}_j(\tau_1, \tau_2) \equiv \frac{\widehat{CAR}_j(\tau_1, \tau_2)}{\sigma_j^2(\tau_1, \tau_2)} \tag{16}$$



โดย  $\hat{\sigma}_j^2(\tau_1, \tau_2)$  ได้จากการคำนวณ  $\hat{\sigma}_{\varepsilon_j}^2$  ในสมการ(6) เพื่อหาค่า  $\sigma_{\varepsilon_j}^2$  ภายใต้  $H_0$  ของ  $\overline{SCAR}_j(\tau_1, \tau_2)$  จะเป็นการศึกษา  $t$  ด้วย  $L_1 - 2$  Degree of freedom จาก  $t$  Distribution, ค่าของ  $\overline{SCAR}_j(\tau_1, \tau_2)$  เท่ากับ 0 และค่าความแปรปรวนเท่ากับ  $\frac{L_1-2}{L_2-4}$  สำหรับกลุ่มตัวอย่างที่  $n > 30$  สามารถประมาณการได้ว่า  $\overline{SCAR}_j(\tau_1, \tau_2)$  มีการกระจายตัวแบบปกติ

ค่าเฉลี่ยของ Abnormal Return สามารถหาได้จากค่าเฉลี่ยของ  $\bar{\varepsilon}^*$  จากสมการ (9)

ให้กลุ่มตัวอย่างของหุ้น  $N$  เหตุการณ์ จะหาค่า  $\bar{\varepsilon}^*$  เป็นค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติของ  $N$  แบบ vector ได้ดังนี้

$$\bar{\varepsilon}^* = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \varepsilon_j^* \quad (17)$$

$$\text{Var}[\bar{\varepsilon}^*] = V = \frac{1}{N^2} \sum_{j=1}^N V_j \quad (18)$$

หา  $\overline{CAR}_j(\tau_1, \tau_2)$  โดยใช้ผลรวมค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติ จาก  $\tau_1$  ถึง  $\tau_2$  เมื่อ  $T_1 < \tau_1 \leq \tau_2 \leq T_2$  และ  $\gamma$  คือ เวกเตอร์ ( $L_2 \times 1$ ) จะได้

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) \equiv \gamma' \bar{\varepsilon}^* \quad (19)$$

$$\text{Var}[\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)] = \bar{\sigma}^2(\tau_1, \tau_2) = \gamma' V \gamma \quad (20)$$

ดังนั้นจาก  $\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$  สามารถหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสำหรับหุ้น  $j$  จำนวน  $N$  เหตุการณ์ดังนี้

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \overline{CAR}_j(\tau_1, \tau_2) \quad (21)$$

$$\text{Var}[\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)] = \bar{\sigma}^2(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N^2} \sum_{j=1}^N \sigma_j^2(\tau_1, \tau_2) \quad (22)$$

จากสมการ (18), (19), (22) โดยเรามีสมมติฐานว่าเหตุการณ์  $N$  เหตุการณ์ ไม่มีเหตุการณ์ทับซ้อน (Covariance terms to zero) กันเราจึงหา Cumulative abnormal returns จาก

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) \sim \mathcal{N}(0, \bar{\sigma}^2(\tau_1, \tau_2)) \quad (23)$$

จาก  $H_0 = 0$  คือไม่มี abnormal return เนื่องจาก  $\bar{\sigma}^2(\tau_1, \tau_2)$  เราไม่ทราบค่า ดังนั้น เราจึงใช้  $\hat{\sigma}^2(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N^2} \sum_{j=1}^N \hat{\sigma}_j^2(\tau_1, \tau_2)$  เป็นค่าประมาณเพื่อทดสอบ  $H_0$  ด้วย

$$T_1 = \frac{\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)}{\left[ \overline{\sigma^2}(\tau_1, \tau_2) \right]^{\frac{1}{2}}} \sim \mathcal{N}(0,1) \quad (24)$$

การคำนวณปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ

เฉลี่ย (2558) แสดงการคำนวณปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (AV)

สำหรับวันที่  $t$  คำนวณได้จาก

$$AV_{j,t} = \frac{V_{j,t}}{EV_j} - 1 \quad (25)$$

โดย  $EV$  คือ ปริมาณการซื้อขายที่คาดหวังบนปริมาณการซื้อขายปกติ

( $V$ ) โดยประมาณการ ดังสมการ

$$EV_j = \frac{\sum_{t=-122}^{-22} V_{j,t}}{122} \quad (26)$$

ปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติจากค่าเฉลี่ย สามารถคำนวณได้จากสูตร t-

test คำนวณจาก :

$$t = \frac{AAV_t}{\sqrt{\frac{\sum_{j=1}^N \sigma_{j,pre}^2}{N}}} \quad (27)$$

โดย  $\sigma_{j,pre}$  คือ ค่าความผันผวนของปริมาณการซื้อขายของช่วงก่อน

เหตุการณ์จนถึงช่วงเวลาประมาณการ

$$\sigma_{j,pre} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-122}^{-22} AV_{j,t}^2}{101-1}} \quad (28)$$

## 4.2 สมมติฐานในการทดสอบ

การศึกษาครั้งนี้ใช้การวิเคราะห์เหตุการณ์ทางสถิติที่สนใจเพื่อทดสอบผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์จากการประกาศงบการเงินรายปีที่อาจส่งผลให้มีผลตอบแทนที่เกินปกติ หรือปริมาณการซื้อขายที่เกินปกติขึ้นหรือไม่ โดยทำการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติรายวัน โดยเฉลี่ย (Average Abnormal Return) อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยรายวันสะสม (Cumulative Average Abnormal Return) และปริมาณการซื้อขายผิดปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Volume) ที่เกิดขึ้นในช่วงระหว่างเกิดเหตุการณ์แล้วจึงทดสอบว่าค่าดังกล่าวแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยใช้ ค่า t-statistic test โดยหากค่าที่ทดสอบได้แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ หมายถึง ราคาหลักทรัพย์จากการประกาศงบการเงินรายปีส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมี

นัยยะสำคัญ ในทางกลับกัน หากค่าทดสอบที่ได้พบว่ามีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างไม่มีนัยยะสำคัญ หมายถึง ราคาหลักทรัพย์จากการประกาศงบการเงินรายปีไม่ส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ อย่างมีนัยยะสำคัญ



## บทที่ 5

### ผลการศึกษา

งานวิจัยฉบับนี้ได้ศึกษาหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจากเหตุการณ์การประกาศงบการเงินที่คาดเคลื่อนจากที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ โดยแบ่งตัวอย่างเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ จำนวน 132 เหตุการณ์, กลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ จำนวน 160 เหตุการณ์ โดยที่กลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์นั้นหมายถึง หลักทรัพย์ที่มีการประกาศกำไรต่อหุ้นมากกว่า 2.5% เมื่อเทียบกับกำไรต่อหุ้นที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้ กลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ หมายถึง หลักทรัพย์ที่มีการประกาศกำไรต่อหุ้นน้อยกว่า 2.5% เมื่อเทียบกับกำไรต่อหุ้นที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้

ตาราง 5.1 แสดงผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ พบว่าในกลุ่มนี้จะมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วง (-1,+1) หรือในช่วงที่มีการประกาศงบการเงินจริงโดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม 1.28% มีนัยสำคัญที่ระดับ 1% และไม่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงอื่น ๆ นั่นหมายถึง ในกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์นั้นพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงที่มีการประกาศงบการเงินจริงเท่านั้น และไม่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมทั้งในช่วงก่อนและหลังวันประกาศงบการเงิน นั่นหมายถึงหลังจากที่มีการประกาศงบการเงินไปแล้วนั้นราคาหลักทรัพย์ได้มีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในทันที จึงส่งผลให้นักลงทุนไม่สามารถมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติได้ในวันหลังจากที่มีการประกาศงบการเงินของกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ และเมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในช่วงก่อนประกาศงบการเงินทั้งสิ้น 3 วัน คือ วันที่ -1, -8 และ -16 แสดงให้เห็นว่ามีข้อมูลรั่วไหลก่อนการประกาศงบการเงิน

ตาราง 5.2 แสดงผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ พบว่าในกลุ่มนี้จะมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วง (-10,-2) คือในช่วงก่อนที่มีการประกาศงบการเงินจริงโดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม -1.546% มีนัยสำคัญที่ระดับ 1% และยังไม่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วง (+11,+21) คือในช่วงหลังที่มีการประกาศงบการเงินจริงโดยมีอัตรา

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม  $-1.11\%$  มีนัยสำคัญที่ระดับ  $5\%$  นั้นหมายถึงในกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์นั้นพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงก่อนและหลังการประกาศงบการเงินจริง แต่ในช่วงที่มีการประกาศงบการเงินนั้นไม่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม นั้นหมายถึงในช่วงที่มีการประกาศงบการเงินของกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์นั้นนักลงทุนส่วนใหญ่ไม่กล้าตัดสินใจที่จะขายขาดทุนในวันที่มีการประกาศงบการเงินจริงออกมา แต่ต้องใช้เวลาในการตัดสินใจหรือรอความชัดเจนหลังจากที่มีการประกาศงบการเงินจริงออกสู่สาธารณะ ส่งผลให้ไปพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วง  $(+11,+21)$  คือหลังจากที่มีการประกาศงบการเงินไปแล้วถึง 10 วัน และสำหรับช่วงก่อนที่จะมีการประกาศงบการเงินจริงนั้นอาจจะมีนักลงทุนบางกลุ่มที่ใช้ประโยชน์จากการได้รับข้อมูลข่าวสารก่อนนักลงทุนอื่น ๆ ในการเทขายหุ้นออกมาก่อน จึงทำให้พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วง  $(-10,-2)$  ซึ่งเป็นช่วงก่อนวันประกาศงบการเงิน 10 วัน

จากผลการทดสอบข้างต้นพบว่าในกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์นั้นจะพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมเฉพาะในช่วงที่มีการประกาศงบการเงินจริงเท่านั้น แต่เมื่อดูจากภาพ 4.1 แสดงกราฟการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นจะพบว่าราคาหุ้นนั้นมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่วันที่ก่อนที่จะมีการประกาศงบการเงินจริงแล้วเนื่องจากในช่วงก่อนที่มีการประกาศงบการเงินนั้นอาจจะมีนักลงทุนบางกลุ่มได้เข้าถึงข้อมูลข่าวสารก่อนที่จะประกาศสู่สาธารณะ เพียงแต่เมื่อเทียบกันแล้วเป็นเพียงนักลงทุนกลุ่มเล็ก ๆ เท่านั้นที่ได้ทราบข้อมูลข่าวสารก่อน จึงไม่ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมอย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อมีการประกาศงบการเงินจริงสู่สาธารณะ กลุ่มที่ได้รับข้อมูลข่าวสารวงในมาก่อนจึงสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติได้เพียงกลุ่มเดียวเท่านั้น เนื่องจากในวันที่มีการประกาศงบการเงินนั้นมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมอย่างมีนัยสำคัญ แต่ในส่วนของนักลงทุนที่ได้รับข้อมูลข่าวสารจากการประกาศงบการเงินอย่างเป็นทางการนั้นไม่สามารถมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติได้เนื่องจากหลังจากวันประกาศงบการเงินอย่างเป็นทางการแล้วในกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นดีกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์นั้น ไม่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมอย่างมีนัยสำคัญ

ถัดมาในส่วนของกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงวันก่อนประกาศงบการเงิน โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมติดลบซึ่งอธิบายได้ว่ามีนักลงทุนบางกลุ่มที่เข้าถึงข้อมูลข่าวสารได้ก่อนที่จะมีการประกาศงบการเงินสู่สาธารณะ จึงทำให้สามารถขายหุ้นออกมาได้ก่อนที่จะมีการประกาศงบการเงินสู่สาธารณะ และเมื่อถึงช่วงที่มีการประกาศงบการเงินจริงสู่สาธารณะนั้นจะพบว่าไม่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากนักลงทุนส่วนมากนั้นไม่กล้าตัดสินใจที่

จะขายขาดทุนในทันที เนื่องจากนักลงทุนส่วนมากมีพฤติกรรมหลีกเลี่ยงการขาดทุน (Disposition effect) ส่งผลให้ไม่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ แต่กลับมาพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงหลังจากที่มีการประกาศงบการเงินถึง 10 วันหลังจากที่มีการประกาศงบการเงิน (+11,+21) โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมติดลบเนื่องจากนักลงทุนส่วนมากนั้นมีพฤติกรรมซื้อหรือขายตามกัน จึงส่งผลให้นักลงทุนนั้นชะลอการตัดสินใจที่จะขายหุ้นที่มีข่าวไม่ได้ออกมาด้วยตัวเอง แต่จะต้องรอความชัดเจนจากนักวิเคราะห์หรือนักลงทุนกลุ่มใหญ่ก่อนจึงจะกล้าที่จะตัดสินใจซื้อหรือขายหุ้นได้ กลุ่มสุดท้าย คือ กลุ่มที่มีกำไรเป็นไปตามที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ ในกลุ่มนี้จะพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงเดียว คือ ช่วงก่อนวันประกาศงบการเงิน และได้พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมติดลบในช่วง (-21,-11) และพบเพียงแค่ช่วงเดียวจึงทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมนั้นอาจจะอธิบายเหตุการณ์การประกาศงบการเงินได้ไม่ชัดเจนว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมที่เกิดขึ้นนั้นเกิดจากเหตุการณ์การประกาศงบการเงินหรือไม่

ภาพ 5.4 แสดงถึงปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) โดยไม่พบปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญของทั้ง 2 กลุ่ม และจะเห็นความเคลื่อนไหวของทั้ง 2 กลุ่มมีความใกล้เคียงกัน คือจะมีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) สูงขึ้นมากในช่วงใกล้วันประกาศงบการเงิน โดยหุ้นกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ มีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) เพิ่มสูงขึ้นกว่ากลุ่มอื่น ๆ โดยเฉพาะวันที่มีการประกาศงบการเงินและหลังจากวันประกาศงบการเงิน 1 วันที่มีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) สูงที่สุด ในส่วนของหุ้นกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ มีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) เพิ่มสูงขึ้นในวันหลังจากมีการประกาศงบการเงิน 1 วันเช่นเดียวกัน แต่อย่างไรก็ตามยังคงมีทิศทางเดียวกัน คือจะมีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) เพิ่มขึ้นในวันหลังประกาศงบการเงิน 1 วัน

**ตาราง 5.1** แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม(CAAR)ในช่วงเวลาต่าง ๆ ของกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์

t	CAAR%	SE	t-test	p-value	Remark
CAR(-21,-11)	0.875	0.580	1.509	0.131	
CAR(-10,-2)	0.804	0.519	1.549	0.122	
CAR(-1,+1)	1.280	0.292	4.389	0.000	***
CAR(+2,+10)	0.466	0.521	0.895	0.371	
CAR(+11,+21)	0.597	0.580	1.029	0.303	

\*คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% \*\*คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% \*\*\*คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ1%

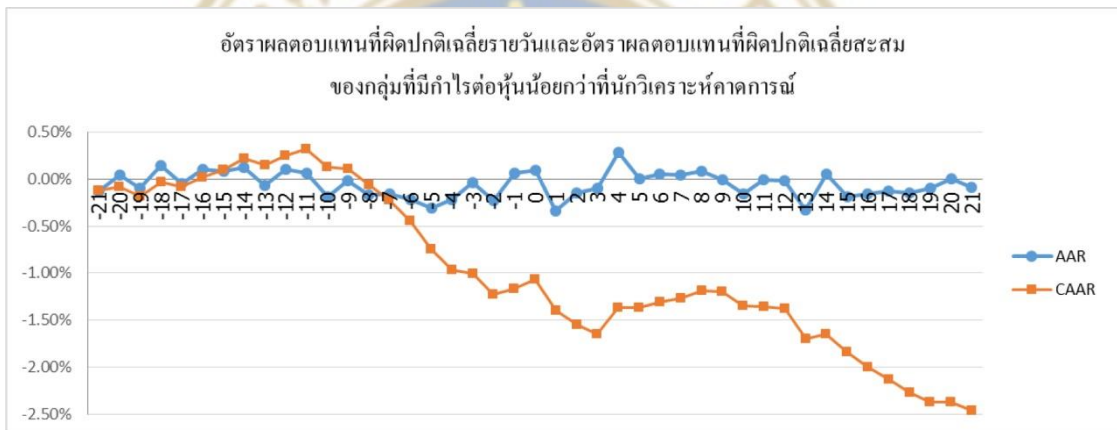
**ตาราง 5.2** แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม(CAAR)ในช่วงเวลาต่าง ๆ ของกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์

t	CAAR%	SE	t-test	p-value	Remark
CAR(-21,-11)	0.316	0.554	0.570	0.569	
CAR(-10,-2)	-1.546	0.496	-3.116	0.002	***
CAR(-1,+1)	-0.174	0.279	-0.623	0.533	
CAR(+2,+10)	0.052	0.498	0.105	0.916	
CAR(+11,+21)	-1.110	0.555	-2.002	0.045	**

\*คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% \*\*คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% \*\*\*คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ1%



ภาพ 5.1 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวันและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม  
ของกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์



ภาพ 5.2 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวันและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม  
ของกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์





ภาพ 5.3 แสดงปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) ในช่วงวันประกาศงบการเงินของทั้ง 2 กลุ่ม



ภาพ 5.4 แสดงปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) ในช่วงวันประกาศงบการเงินของกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์

## บทที่ 6

### สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาหาความแตกต่างอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return: AAR) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return: CAAR) และปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Volume: AAV) จากเหตุการณ์ประกาศงบการเงินรายปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่ม SET100 ที่ประกาศ ณ วันที่ 16 ธันวาคม 2559 โดยใช้ข้อมูลการประกาศงบการเงินรายปีตั้งแต่ พ.ศ.2555-2559 โดยได้มีการจำแนกกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 2 กลุ่ม คือ 1.กลุ่มบริษัทที่มีกำไรต่อหุ้น (EPS) มากกว่า 2.5% เมื่อเทียบกับกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ มีจำนวน 132 เหตุการณ์ 2.กลุ่มบริษัทที่มีกำไรต่อหุ้น (EPS) น้อยกว่า 2.5% เมื่อเทียบกับกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ มีจำนวน 160 เหตุการณ์

ผลการศึกษาพบว่าในกลุ่มบริษัทที่มีกำไรต่อหุ้น (EPS) มากกว่า 2.5% เมื่อเทียบกับกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่นักวิเคราะห์คาดการณ์มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญในช่วง Event period (-1,1) โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมอยู่ที่ 1.28% แต่ไม่พบว่ามีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) อย่างมีนัยสำคัญ ถัดมาในส่วนของกลุ่มบริษัทที่มีกำไรต่อหุ้น (EPS) น้อยกว่า 2.5% เมื่อเทียบกับกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญในช่วง Pre event period (-10,-2) และในช่วง Post event period (+11,+21) โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยอยู่ที่ -1.54% ในช่วงก่อนมีวันประกาศงบการเงินและมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม -1.11% ในช่วงหลังจากวันที่มีการประกาศงบการเงินแต่ไม่พบว่ามีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV)

จากผลการศึกษาดังกล่าวพบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีประสิทธิภาพในระดับกึ่งเข้มแข็ง (Semi strong form) เนื่องจากพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังจากมีการประกาศงบการเงินสู่สาธารณะชนซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ Efficient market hypothesis Fama (1970) ที่ว่านักลงทุนจะไม่สามารถมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติได้หลังจากที่มีการประกาศข่าวสู่สาธารณะเรียบร้อยแล้ว แต่จากผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังจากที่มีการประกาศงบการเงินในกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ 10 วันหรือในช่วง (+11,+21) จึงทำให้สรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยนั้นไม่มีประสิทธิภาพในระดับกึ่ง

เข้มแข็ง และการที่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในช่วงก่อนวันประกาศงบการเงิน นั้นหมายถึงว่ามีการรั่วไหลของข้อมูลผลกำไรของบริษัทก่อนวันประกาศจริง ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีอสมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information Theory) ที่กล่าวว่านักลงทุนนั้นอยู่แตกต่างกัน ทำให้นักลงทุนบางกลุ่มอาจจะสามารถเข้าถึงข้อมูลได้ช้า และนักลงทุนบางกลุ่มสามารถเข้าถึงข้อมูลได้เร็ว รวมไปถึงในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยนั้นผู้บริหารส่วนมากนั้นก็คือนักลงทุนด้วย จึงทำให้การเข้าถึงข้อมูลอาจทำให้สามารถรับรู้ได้ก่อนนักลงทุนทั่วไป และจากการที่กลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังจากที่มีการประกาศงบการเงินสู่สาธารณะแล้วนั้น อธิบายได้ว่านักลงทุนได้ตอบสนองต่อข่าวร้ายล่าช้าซึ่งเป็นไปตามทฤษฎี Behavioral Finance โดยการศึกษาของ Brown (1978) ได้อธิบายว่าเป็นพฤติกรรม Under-reaction ของนักลงทุนซึ่งเกิดจากต้นทุนทางธุรกรรม (Transaction Cost) ที่แตกต่างกัน ยกตัวอย่างเช่น ต้นทุนในการติดตามหลักทรัพย์นั้น ๆ หรือต้นทุนในการซื้อขายของแต่ละนักลงทุนที่ต่างกันออกไป และเมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในแต่ละวันจะพบว่าในกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์นั้นมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยทิศทางเป็นบวก และกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์จะมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบ จากหลายปัจจัยข้างต้นทำให้เห็นได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นเกิดเหตุการณ์ PEAD เฉพาะกรณีผลประกอบการต่ำกว่าที่คาด

ผลสรุปของทั้ง 2 กลุ่มนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Erlin (2011) ที่พบว่าจากเหตุการณ์การประกาศงบการเงินในตลาดหลักทรัพย์ประเทศนอร์เวย์นั้น ส่งผลให้เกิดเหตุการณ์ PEAD เนื่องจากผลการศึกษาพบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ 1 วัน โดยให้เหตุผลว่าเกิดจากการที่นักลงทุนมีการตอบสนองต่อข่าวร้ายล่าช้า (Under-reaction) เนื่องจากการทำกำไรของนักลงทุนที่จะทำต่อกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์นั้นทำได้ยากกว่ากลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ ยกตัวอย่างเช่นการยืมหุ้นมาขายและนอกจากนี้งานวิจัยของ Erlin (2011) ยังพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงก่อนวันประกาศงบการเงินของกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์อีกด้วย โดยได้พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมก่อนวันประกาศงบการเงิน 2 วัน โดยพบในกลุ่มที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ โดยได้กล่าวไว้ว่ามีข้อมูลรั่วไหลก่อนที่จะมีการประกาศงบการเงินจริง ในส่วนของทิศทางของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกตินั้นได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ball and Brown (1968) ที่ศึกษาเกี่ยวกับเหตุการณ์ PEAD ที่พบว่าหากมีการคาดเคลื่อนของงบการเงินในทิศทางที่เป็นบวกหรือกำไรต่อหุ้นมากกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์นั้นจะมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมเป็นทิศทางบวกเช่นกัน และหากมีการคาดเคลื่อน

ของงบการเงินในทิศทางที่เป็นลบหรือถ้าไรต่อหุ้นน้อยกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์นั้น จะมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมเป็นทิศทางลบเช่นกัน สุดท้ายในส่วนของงานวิจัย Bernard and Thomas (1989) ได้ทำการศึกษาเหตุการณ์ PEAD ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา โดยจากผลการศึกษาก็ได้พบว่าราคาหลักทรัพย์ยังคงมีการปรับตัวอย่างต่อเนื่องไปอีก 60 วัน หลังจากที่มีการประกาศงบการเงินสู่สาธารณะชน โดยได้ให้เหตุผลว่าเกิดจากต้นทุนทางธุรกรรม ที่ทำให้นักลงทุนมีการตอบสนองต่อข่าวล่าช้า เช่น ค่าเสียโอกาสในการติดตามหลักทรัพย์นั้น ๆ จึงทำให้นักลงทุนไม่สามารถตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ได้ทันที

สำหรับข้อจำกัดในการศึกษาครั้งนี้ คือระยะเวลาในการศึกษาคือช่วงปี 2555-2559 เป็นช่วงระยะเวลา 5 ปีเนื่องจากตัวเลขการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์มีเพียง 5 ปีย้อนหลังและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มดัชนี SET 100 ที่ประกาศใช้ ณ วันที่ 16 ธันวาคม 2559 นั้นจะมีข้อมูลและตัวแปรที่จำเป็นต่อการศึกษาอย่างครบถ้วน ส่วนข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไป คือควรมีการทำการศึกษาทดสอบในกลุ่มตัวอย่างที่อยู่ นอกเหนือจากกลุ่มดัชนี SET 100 เพื่อดูความแตกต่างของขนาดบริษัทจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติด้วยหรือไม่ และแยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อศึกษาผลกระทบที่แตกต่างกัน ของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม เมื่อมีการประกาศงบการเงิน รวมถึงการศึกษาแบบ Quarter on Quarter (QoQ) เป็นการเปรียบเทียบระหว่างผลประกอบการของงวดปัจจุบันเทียบกับงวดเดียวกันในปีก่อน เพื่อแก้ปัญหบางกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีรูปแบบรายได้ตามฤดูกาล ยกตัวอย่างเช่นอุตสาหกรรมท่องเที่ยวและโรงแรมจะมีกำไรสูงสุดในช่วงไตรมาสที่ 4 เนื่องจากมีนักท่องเที่ยวมาใช้บริการจำนวนมากในช่วงวันหยุดปีใหม่ (Seasonal)



ภาคผนวก

## ภาคผนวก

## ก. รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา รวม 93 หลักทรัพย์

No.	Symbol	SET100 Company	Sector
1	AAV	ASIA AVIATION PCL.	Transportation & Logistics
2	ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE PCL.	Information & Communication Technology
3	AMATA	AMATA CORPORATION PCL.	Property Development
4	AOT	AIRPORTS OF THAILAND PCL.	Transportation & Logist
5	AP	AP (THAILAND) PCL.	Property Development
7	BANPU	BANPU PCL.	Energy & Utilities
8	BBL	BANGKOK BANK PCL.	Banking
9	BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL PCL.	Health Care Services
10	BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM PCL.	Energy & Utilities
11	BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES PCL.	Health Care Services
12	BEAUTY	BEAUTY COMMUNITY PCL.	Commerce
13	BEC	BEC WORLD PCL.	Media & Publishing
14	BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL PCL.	Health Care Services
15	BIG	BIG CAMERA CORPORATION PCL.	Commerce
16	BLA	BANGKOK LIFE ASSURANCE PCL.	Insurance
17	BLAND	BANGKOK LAND PCL.	Property Development
18	BTS	BTS GROUP HOLDINGS PCL.	Transportation & Logistics
19	CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL PCL.	Tourism & Leisure
20	CHG	CHULARAT HOSPITAL PCL.	Health Care Services
21	CK	CH. KARNCHANG PCL.	Construction Services
22	CKP	CK POWER PCL.	Energy & Utilities
23	COM7	COM7 PCL.	Commerce
24	CPALL	CP ALL PCL.	Commerce
25	CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS PCL.	Food and Beverage

No.	Symbol	SET100 Company	Sector
26	CPN	CENTRAL PATTANA PCL.	Property Development
27	DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND) PCL.	Electronic Components
28	DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION PCL.	Information & Communication Technology
29	EGCO	ELECTRICITY GENERATING PCL.	Energy & Utilities
30	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE PCL.	Commerce
31	GLOW	GLOW ENERGY PCL.	Energy & Utilities
32	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY PCL.	Energy & Utilities
33	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING PCL.	Energy & Utilities
34	HANA	HANA MICROELECTRONICS PCL.	Electronic Components
35	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER PCL.	Commerce
36	ICHI	ICHITAN GROUP PCL.	Food and Beverage
37	IFEC	INTER FAR EAST ENERGY CORPORATION PCL.	Energy & Utilities
38	INTUCH	INTOUCH HOLDINGS PCL.	Information & Communication Technology
39	IRPC	IRPC PCL.	Energy & Utilities
40	ITD	ITALIAN-THAI DEVELOPMENT PCL.	Construction Services
41	IVL	INDORAMA VENTURES PCL.	Petrochemicals & Chemicals
42	KAMART	KARMARTS PCL.	Commerce
43	KBANK	KASIKORNBANK PCL.	Banking
44	KCE	KCE ELECTRONICS PCL.	Electronic Components
45	KKP	KIATNAKIN BANK PCL.	Banking
46	KTB	KRUNG THAI BANK PCL.	Banking
47	KTC	KRUNGTHAI CARD PCL.	Finance and Securities
48	LH	LAND AND HOUSES PCL.	Property Development
49	LHBANK	LH FINANCIAL GROUP PCL.	Banking
50	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT PCL.	Property Development

No.	Symbol	SET100 Company	Sector
51	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP PCL.	Media & Publishing
52	MINT	MINOR INTERNATIONAL PCL.	Food and Beverage
53	PLANB	PLAN B MEDIA PCL.	Media & Publishing
54	PSH	PRUKSA HOLDING PCL.	Property Development
55	PTG	PTG ENERGY PCL.	Energy & Utilities
56	PTT	PTT PCL.	Energy & Utilities
57	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION PCL.	Energy & Utilities
58	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL PCL.	Petrochemicals & Chemicals
59	QH	QUALITY HOUSES PCL.	Property Development
60	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE PCL.	Commerce
61	RS	RS PCL.	Media & Publishing
62	S	SINGHA ESTATE PCL.	Property Development
63	SAMART	SAMART CORPORATION PCL.	Information & Communication Technology
64	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979 PCL.	Finance and Securities
65	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK PCL.	Banking
66	SCC	THE SIAM CEMENT PCL.	Construction Materials
67	SCN	SCAN INTER PCL.	Energy & Utilities
68	SGP	SIAMGAS AND PETROCHEMICALS PCL.	Energy & Utilities
69	SIRI	SANSIRI PCL.	Property Development
70	SPALI	SUPALAI PCL	Property Development
71	SPCG	SPCG PCL.	Energy & Utilities
72	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION PUBLIC CO.,LTD.	Construction Services
73	STPI	STP&I PCL.	Construction Services
74	SUPER	SUPERBLOCK PCL.	Energy & Utilities
75	TASCO	TIPCO ASPHALT PCL.	Construction Materials
76	TCAP	THANACHART CAPITAL PCL.	Banking



No.	Symbol	SET100 Company	Sector
77	THAI	THAI AIRWAYS INTERNATIONAL PCL.	Transportation & Logistics
78	THANI	RATCHTHANI LEASING PCL.	Finance and Securities
79	THCOM	THAICOM PCL.	Information & Communication Technology
80	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP PCL.	Banking
81	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING PCL.	Food and Beverage
82	TMB	TMB BANK PCL.	Banking
83	TOP	THAI OIL PCL.	Energy & Utilities
84	TPIPL	TPI POLENE PCL.	Construction Materials
85	TRUE	TRUE CORPORATION PCL.	Information & Communication Technology
86	TTA	THORESEN THAI AGENCIES PCL.	Transportation & Logistics
87	TTCL	TTCL PCL.	Construction Services
88	TTW	TTW PCL.	Energy & Utilities
89	TU	THAI UNION GROUP PCL.	Food and Beverage
90	TVO	THAI VEGETABLE OIL PCL.	Food and Beverage
91	UNIQ	UNIQUE ENGINEERING AND CONSTRUCTION PCL.	Construction Services
92	VIBHA	VIBHAVADI MEDICAL CENTER PCL.	Health Care Services
93	VNG	VANACHAI GROUP PCL.	Construction Materials

ข. อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของวันประกาศงบการเงินของกลุ่ม Good News จำนวน 132 เหตุการณ์

Event Day(t)	AAR(%)	se	ttest	p-value	Remark
-21	0.064	0.167	0.385	0.701	
-20	-0.042	0.167	-0.249	0.804	
-19	-0.174	0.167	-1.039	0.300	
-18	0.095	0.167	0.569	0.570	
-17	0.057	0.167	0.338	0.736	
-16	0.009	0.167	0.055	0.956	
-15	0.437	0.167	2.621	0.010	***
-14	0.016	0.167	0.097	0.923	
-13	0.134	0.167	0.802	0.424	
-12	0.155	0.167	0.928	0.355	
-11	0.123	0.167	0.738	0.462	
-10	-0.016	0.167	-0.098	0.922	
-9	-0.123	0.167	-0.737	0.463	
-8	0.449	0.167	2.686	0.008	***
-7	0.131	0.167	0.783	0.435	
-6	0.065	0.167	0.390	0.697	
-5	0.037	0.167	0.220	0.826	
-4	0.118	0.167	0.709	0.480	
-3	-0.096	0.167	-0.575	0.566	
-2	0.240	0.167	1.437	0.153	
-1	0.393	0.167	2.356	0.020	**
0	0.553	0.167	3.310	0.001	***
1	0.333	0.167	1.996	0.048	**
2	-0.160	0.167	-0.956	0.341	
3	0.042	0.167	0.249	0.804	
4	0.050	0.167	0.303	0.763	
5	-0.117	0.167	-0.698	0.486	
6	0.265	0.167	1.585	0.115	

\* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% \*\* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% \*\*\* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

Event Day(t)	AAR(%)	se	ttest	p-value	Remark
7	0.176	0.167	1.052	0.295	
8	0.416	0.167	2.494	0.014	**
9	-0.201	0.167	-1.204	0.231	
10	-0.006	0.167	-0.033	0.974	
11	0.230	0.167	1.379	0.170	
12	-0.248	0.167	-1.489	0.139	
13	0.198	0.167	1.187	0.237	
14	-0.040	0.167	-0.238	0.812	
15	0.181	0.167	1.083	0.281	
16	-0.197	0.168	-1.173	0.243	
17	0.069	0.168	0.410	0.682	
18	0.141	0.168	0.840	0.403	
19	-0.089	0.168	-0.533	0.595	
20	0.241	0.167	1.441	0.152	
21	0.112	0.168	0.664	0.508	

t	CAAR%	SE	t-test	p-value	Remark
CAR(-21,-11)	0.875	0.580	1.509	0.131	
CAR(-10,-2)	0.804	0.519	1.549	0.122	
CAR(-1,+1)	1.280	0.292	4.389	0.000	***
CAR(+2,+10)	0.466	0.521	0.895	0.371	
CAR(+11,+21)	0.597	0.580	1.029	0.303	

\* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% \*\* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% \*\*\* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

ปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (AAV) ของวันประกาศงบการเงิน

Event Day(t)	AAV(%)	se	ttest	p-value	Remark
-21	0.035	0.888	0.039	0.969	
-20	0.141	0.888	0.159	0.874	
-19	0.042	0.888	0.048	0.962	
-18	0.115	0.888	0.130	0.897	
-17	0.058	0.888	0.065	0.948	
-16	0.044	0.888	0.050	0.960	
-15	0.181	0.888	0.204	0.839	
-14	0.006	0.888	0.007	0.995	
-13	0.090	0.888	0.102	0.919	
-12	0.009	0.888	0.010	0.992	
-11	0.001	0.888	0.001	0.999	
-10	-0.009	0.888	-0.010	0.992	
-9	0.042	0.888	0.047	0.962	
-8	0.309	0.888	0.347	0.729	
-7	0.218	0.888	0.245	0.807	
-6	0.251	0.888	0.282	0.778	
-5	0.358	0.888	0.403	0.688	
-4	0.290	0.888	0.326	0.745	
-3	0.204	0.888	0.230	0.818	
-2	0.361	0.888	0.406	0.685	
-1	0.217	0.888	0.244	0.807	
0	0.542	0.888	0.610	0.543	
1	0.866	0.888	0.974	0.332	
2	0.494	0.888	0.556	0.579	
3	0.435	0.888	0.489	0.625	
4	0.186	0.888	0.210	0.834	
5	0.257	0.888	0.290	0.773	
6	0.395	0.888	0.445	0.657	

Event Day(t)	AAV(%)	se	ttest	p-value	Remark
7	0.370	0.888	0.416	0.678	
8	0.318	0.888	0.358	0.721	
9	0.220	0.888	0.248	0.805	
10	0.200	0.888	0.225	0.822	
11	0.314	0.888	0.353	0.724	
12	0.491	0.888	0.553	0.582	
13	0.372	0.888	0.419	0.676	
14	0.379	0.888	0.427	0.670	
15	0.226	0.888	0.255	0.799	
16	0.273	0.888	0.308	0.759	
17	0.171	0.888	0.193	0.848	
18	0.094	0.888	0.106	0.916	
19	0.136	0.888	0.153	0.879	
20	0.043	0.888	0.048	0.962	
21	0.063	0.888	0.070	0.944	



ค. อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของวันประกาศงบการเงินของกลุ่ม Bad News จำนวน 160 เหตุการณ์

Event Day(t)	AAR(%)	se	ttest	p-value	Remark
-21	-0.124	0.160	-0.780	0.436	
-20	0.039	0.159	0.245	0.807	
-19	-0.093	0.160	-0.581	0.562	
-18	0.141	0.160	0.885	0.378	
-17	-0.045	0.160	-0.283	0.778	
-16	0.100	0.159	0.624	0.534	
-15	0.082	0.160	0.516	0.607	
-14	0.121	0.159	0.762	0.447	
-13	-0.072	0.160	-0.451	0.653	
-12	0.105	0.159	0.656	0.513	
-11	0.062	0.159	0.389	0.698	
-10	-0.191	0.159	-1.198	0.233	
-9	-0.019	0.160	-0.117	0.907	
-8	-0.166	0.159	-1.043	0.299	
-7	-0.161	0.159	-1.009	0.315	
-6	-0.220	0.159	-1.381	0.169	
-5	-0.308	0.160	-1.929	0.055	*
-4	-0.218	0.159	-1.369	0.173	
-3	-0.039	0.159	-0.243	0.808	
-2	-0.225	0.159	-1.410	0.161	
-1	0.067	0.160	0.419	0.676	
0	0.094	0.159	0.591	0.555	
1	-0.335	0.160	-2.099	0.037	**
2	-0.150	0.159	-0.940	0.349	
3	-0.097	0.159	-0.607	0.545	
4	0.282	0.159	1.767	0.079	*
5	0.002	0.160	0.013	0.989	
6	0.058	0.160	0.363	0.717	

\* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% \*\* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% \*\*\* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

Event Day(t)	AAR(%)	se	ttest	p-value	Remark
7	0.039	0.159	0.245	0.807	
8	0.083	0.159	0.519	0.604	
9	-0.007	0.160	-0.042	0.967	
10	-0.158	0.159	-0.990	0.324	
11	-0.008	0.160	-0.052	0.958	
12	-0.018	0.159	-0.114	0.909	
13	-0.325	0.160	-2.039	0.043	**
14	0.053	0.160	0.331	0.741	
15	-0.193	0.160	-1.207	0.229	
16	-0.160	0.160	-1.002	0.318	
17	-0.128	0.160	-0.799	0.425	
18	-0.144	0.160	-0.899	0.370	
19	-0.098	0.160	-0.613	0.540	
20	-0.001	0.160	-0.006	0.995	
21	-0.087	0.160	-0.547	0.585	

t	CAAR%	SE	t-test	p-value	Remark
CAR(-21,-11)	0.316	0.554	0.570	0.569	
CAR(-10,-2)	-1.546	0.496	-3.116	0.002	***
CAR(-1,+1)	-0.174	0.279	-0.623	0.533	
CAR(+2,+10)	0.052	0.498	0.105	0.916	
CAR(+11,+21)	-1.110	0.555	-2.002	0.045	**

\* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% \*\* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% \*\*\* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

ปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม(AAV)ของวันประกาศงบการเงิน

Event Day(t)	AAV(%)	se	ttest	p-value	Remark
-21	-0.022	0.904	-0.025	0.980	
-20	0.180	0.904	0.199	0.843	
-19	0.178	0.904	0.197	0.844	
-18	0.243	0.904	0.268	0.789	
-17	0.204	0.904	0.226	0.822	
-16	0.148	0.904	0.164	0.870	
-15	0.204	0.904	0.225	0.822	
-14	0.132	0.904	0.146	0.884	
-13	0.119	0.904	0.132	0.895	
-12	0.061	0.904	0.067	0.946	
-11	0.138	0.904	0.153	0.879	
-10	-0.008	0.904	-0.009	0.993	
-9	0.035	0.904	0.038	0.970	
-8	-0.016	0.904	-0.018	0.986	
-7	0.025	0.904	0.027	0.978	
-6	0.033	0.904	0.037	0.971	
-5	-0.056	0.904	-0.062	0.951	
-4	-0.061	0.904	-0.067	0.946	
-3	0.052	0.904	0.057	0.954	
-2	0.066	0.904	0.073	0.942	
-1	-0.015	0.904	-0.017	0.987	
0	0.086	0.904	0.095	0.925	
1	0.762	0.904	0.843	0.401	
2	0.624	0.904	0.690	0.491	
3	0.489	0.904	0.541	0.589	
4	0.462	0.904	0.511	0.610	
5	0.351	0.904	0.389	0.698	
6	0.266	0.904	0.295	0.769	



Event Day(t)	AAV(%)	se	ttest	p-value	Remark
7	0.272	0.904	0.301	0.764	
8	0.210	0.904	0.233	0.816	
9	0.463	0.904	0.511	0.610	
10	0.247	0.904	0.273	0.785	
11	0.255	0.904	0.282	0.778	
12	0.275	0.904	0.304	0.762	
13	0.155	0.904	0.171	0.864	
14	0.241	0.904	0.266	0.790	
15	0.314	0.904	0.348	0.729	
16	0.487	0.904	0.538	0.591	
17	0.403	0.904	0.446	0.656	
18	0.274	0.904	0.303	0.763	
19	0.195	0.904	0.216	0.829	
20	0.185	0.904	0.204	0.838	
21	0.143	0.904	0.158	0.875	



## บรรณานุกรม

- ชนาธิป ชลีพันธ์ (2553). หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ Post-Earnings- Announcement Drift.   
 หลักสูตรปริญญา วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน) คณะพาณิชยศาสตร์   
 และการบัญชี,มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- เฉลิมชัย หาญฤทัยกุล (2558). ผลกระทบจากการออกไปสำคัญแสดงสิทธิซื้อหุ้นต่อราคาและปริมาณ   
 การซื้อขายของหลักทรัพย์ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.   
 ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, มหาวิทยาลัยมหิดล.
- Abarbanell, J. S., & Bernard, V. L. (1992). "Tests of analysts' overreaction/under reaction to   
 earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior." *The   
 Journal of Finance* 47(3): 1181-1207.
- Ball, R. (1978). "Anomalies in Relationships Between Securities' Yields and Yield-Surrogates."   
*Journal of Financial Economics* 6(2-3): 103-126.
- Ball, R., Brown, P. (1968). "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers." *Journal of   
 Accounting Research* 6(2): 159-178.
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). "A survey of behavioral finance." *Handbook of the Economics   
 of Finance* 1(1): 1053-1128.
- Barton, J., Hansen, T. B., & Pownall, G. (2010). "Which Performance Measures Do Investors   
 Around the World Value the Most-and Why?" *The Accounting Review* 85(3): 753-   
 789.
- Beaver, W. H. (1968). "The Information Content of Annual Earnings Announcements." *Journal of   
 Accounting Research* 6: 67-92.
- Bernard, V., & Thomas, J. (1989). "Post-earnings-announcement drift: delayed price response or   
 risk premium?" *Journal of Accounting Research* 27: 1-36.
- Brown, L. (1978). "Earnings Changes; Stock Prices, and Market Efficiency." *The Journal of   
 Finance* 33(1): 17-28.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Chiang, C. C., & Mensah, Yaw M. (2010). "Measuring The Usefulness Of Information For Investors Inference: The Case of Quarterly Earnings Announcements." *Journal of Business & Economics Research* 8(7): 17-35.
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1985). "Does the Stock Market Overreact?" *Journal of Finance* 3: 793-808.
- Eckbo, E. B., Giammarino, R. M., & Heinkel, R. L. (1990). "Asymmetric Information and the Medium of Exchange in Takeovers: Theory and Tests." *The Review of Financial Studies* 3(4): 651-675.
- Erlien, M. (2011). *Earnings Announcements and Stock Returns-A Study of Efficiency in the Norwegian Capital Market. MSc in Business & Economics (Applied Finance), University of Stavanger, Norway. Master 7-49.*
- Fama, E. (1998). "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance." *Journal of Financial Economics* 49(3): 283-306.
- Fama, E. F. (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *Journal of Finance* 25(2): 383-417.
- Foster, G., Olsen, C., & Shevlin, T. (1984). "Earnings Releases, Anomalies, and the Behavior of Security Returns." *The Accounting Review* 59(4): 574-603.
- Joy, O. M., & Jones, C.P. (1979). "Earnings Reports And Market Efficiencies: An Analysts of The Contrary Evidence." *Journal of Financial Research* 2(1): 51-63.
- MacKinlay, A. C. (1997). "Event Studies in Economics and Finance." *Journal of Economic Literature* 35(1): 13-39.
- Mahmoudi, V., Shirkavand, S., Salari, M. (2011). "How do Investors React to the Earnings Announcements?" *International Research Journal of Finance & Economics* 70: 146.
- Rusticus, T., Ng, J. & Verdi, R (2008). "Implications of Transaction Costs for the Post-Earnings-Announcement Drift" *Journal of Accounting Research* 46(3): 661-696.
- Su, D. (2003). "Stock price reaction to earning announcements: evidence from Chinese markets." *Review of Financial Economics* 12: 271-286.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

Zarowin, P. (1989). "Does the Stock Market Overreact to Corporate Earnings Information?"  
Journal of Finance 44(5): 1385-1399.

