



ใบรับรองวิทยานิพนธ์  
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

.....  
บัณฑิตมหาบัณฑิต

.....  
ปริญญา

.....  
บัณฑิต

.....  
บัณฑิต

.....  
สาขา

.....  
ภาควิชา

เรื่อง การตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศผลกำไรของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Stock Price Response to Earnings Announcement of Companies Listed in the  
Stock Exchange of Thailand

نامผู้วิจัย นางสาววิจิตรภรณ์ ถนัดทาง

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

( รองศาสตราจารย์ดุชนีย์ ส่องเมือง, บช.ม. )

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม

( อาจารย์สันสกฤต วิจิตรเลขการ, Ph. D. )

หัวหน้าภาควิชา

( รองศาสตราจารย์ศศิวิมล มีอำพล, D.B.A. )

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์รับรองแล้ว

.....  
( รองศาสตราจารย์กัญจนา วีระกุล, D.Agr. )

.....  
คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วันที่ ..... เดือน ..... พ.ศ. ....

สืบศิริ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

วิทยานิพนธ์

เรื่อง

การตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศผลกำไรของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Stock Price Response to Earnings Announcement of Companies Listed  
in the Stock Exchange of Thailand

โดย

นางสาววิจิตราภรณ์ ถนัดทาง

เสนอ

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์  
เพื่อความสมบูรณ์แห่งปริญญาบัตรมหาบัณฑิต

พ.ศ. 2554

วิจิตรภรณ์ ถนัดทาง 2554: การตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศผลกำไรของ  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต  
สาขาวิชาบัญชี ภาควิชาบัญชี อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก:  
รองศาสตราจารย์ดุชนีย์ ส่องเมือง, บช.ม. 136 หน้า

การศึกษาวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นในช่วงที่มีการ  
ประกาศผลกำไร เพื่อเป็นข้อมูลแก่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในช่วงที่เกิดเหตุการณ์  
โดยประชากรที่นำมาศึกษาได้จากหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET 100 Index ปี 2550 และปี 2551 ยกเว้น  
หลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน จำนวนหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษา 130 หลักทรัพย์ โดย  
แยกวิเคราะห์เป็นรายปี และวิเคราะห์จำแนกตามขนาดของกิจการและประเภทอุตสาหกรรม ตัว  
แบบที่นำมาศึกษาอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนและอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับได้มา  
จากการคำนวณตามตัวแบบ Market Model และวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Event Study Methodology  
โดยกำหนดช่วงที่เกิดเหตุการณ์เป็น 4 ช่วง ได้แก่ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน โดยให้วันที่ประกาศ  
ผลกำไรเป็นวันที่ 0 เมื่อรวมผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมแล้วนำมาวิเคราะห์ทางสถิติโดยใช้สถิติ  
independent sample t (t- test) ในการทดสอบ โดยกำหนดระดับนัยสำคัญ 0.5 หรือ ณ ระดับ  
ความเชื่อมั่น 95%

ผลจากการศึกษาสรุปได้ว่า การประกาศผลการกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 และปี 2551  
ไม่มีผลต่อระดับราคาหุ้นในช่วงที่ประกาศผลกำไรในช่วงที่ทำการศึกษาดังๆ ยกเว้น ช่วงที่  
ทำการศึกษา 11 วัน และ 1 วัน ของหลักทรัพย์ปี 2551 และเมื่อจำแนกหลักทรัพย์ตามขนาดของ  
กิจการเป็นขนาดใหญ่ ขนาดกลางและขนาดเล็ก พบว่าขนาดของกิจการไม่มีผลต่อระดับราคาหุ้น  
เมื่อประกาศผลกำไรในช่วงที่ทำการศึกษาดังๆ ยกเว้น กิจการขนาดใหญ่ ที่ศึกษาในช่วงเกิด  
เหตุการณ์ 1 วัน ปี 2551 และเมื่อจำแนกหลักทรัพย์ตามประเภทอุตสาหกรรม พบว่า การประกาศ  
ผลการกำไรไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า การนำประเภทอุตสาหกรรม  
มารวมทดสอบไม่ทำให้การประกาศผลกำไรมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงระดับราคาหุ้นอย่างมี  
นัยสำคัญ

ลายมือชื่อนิติ

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

Wichitraporn Thanadtang 2011: Stock Price Response to Earnings  
Announcement of Companies Listed in the Stock Exchange of Thailand.  
Master of Accountancy, Major Field: Accounting, Department of Accounting.  
Thesis Advisor: Associate Professor Doosanee Songmuang, M.Acc. 136 pages.

The objective of this paper is to investigate the impact of earning announcement on stock price among firms of various sizes and industries, using the data from SET 100 Index except banking industry in 2007 and 2008, total of 130 companies. The study designed to analyze by year using Market Model and Event Study Methodology. The event window was set for 11, 7, 3 and 1 days. Cumulative Abnormal Return (CAR) over a specific window is measured and converted to an independent sample t (t-test).

The study shows no significant effect beyond expected earning during the first quarter announcement in 2007 and 2008, except study during 11 and 1 day events in 2008. Industry size, large, medium and small, also had no effect to stock price during the study period and similar result shows for study by types of industry except for large firm group shows abnormal return during earning announcement period of 1 day event study in 2008. In conclusion, the evidence suggests that various industries has no impact on stock price.

---

Student's signature

---

Thesis Advisor's signature

\_\_\_\_ / \_\_\_\_ / \_\_\_\_

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์เล่มนี้สำเร็จลุล่วงมาได้ด้วยความกรุณาของผู้ให้ข้อมูลในการศึกษาค้นคว้าทุกท่าน ได้แก่ รองศาสตราจารย์ดุชนีย์ สองเมือง อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก ดร.สันสกฤต วิจิตรเลขการ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม ซึ่งได้ให้คำปรึกษา คำแนะนำ เพื่อให้ปรับปรุงข้อบกพร่องในด้านต่างๆ อันประกอบเป็นวิทยานิพนธ์เล่มนี้มาโดยตลอด รวมทั้งท่านประธานกรรมการสอบ และผู้ทรงคุณวุฒิจากภายนอก ที่ได้กรุณาให้คำแนะนำเพิ่มเติม จนเป็นผลให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น และขอกราบขอบพระคุณผู้เขียนตำรา เอกสาร บทความต่างๆ ที่ผู้ศึกษาได้ค้นคว้าและนำมาอ้างอิง รวมทั้ง คณาจารย์ในภาควิชาบัญญัติทุกท่านที่ได้อบรมสั่งสอนทั้งด้านวิชาการ และจริยธรรม รวมทั้งระบบการคิดต่อยอดองค์ความรู้อย่างสร้างสรรค์ เพื่อนำไปประกอบอาชีพและสร้างประโยชน์ต่อประเทศชาติต่อไป

สุดท้ายนี้ ขอขอบพระคุณบิดา มารดา ครอบครัว ตลอดจนผู้มีพระคุณทุกท่าน และเพื่อนในโครงการปริญญาโทการบัญชีภาคพิเศษทุกคน รวมทั้งเพื่อนร่วมงานและผู้บังคับบัญชาจากศูนย์พันธุวิศวกรรมและเทคโนโลยีชีวภาพแห่งชาติ ที่เป็นกำลังใจ และให้ความช่วยเหลือสนับสนุนตลอดระยะเวลาการศึกษาอย่างดียิ่ง

วิจิตรภรณ์ ถนัดทาง  
พฤศจิกายน 2553

## สารบัญ

### หน้า

|                                     |     |
|-------------------------------------|-----|
| สารบัญตาราง                         | (3) |
| สารบัญภาพ                           | (9) |
| บทที่ 1 บทนำ                        | 1   |
| ความสำคัญของปัญหา                   | 1   |
| วัตถุประสงค์ของการวิจัย             | 3   |
| ขอบเขตการวิจัย                      | 3   |
| ประโยชน์ที่จะได้รับ                 | 3   |
| นิยามศัพท์                          | 3   |
| บทที่ 2 การตรวจเอกสาร               | 5   |
| ทฤษฎีและแนวคิด                      | 5   |
| ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง             | 28  |
| กรอบแนวความคิดการวิจัย              | 37  |
| สมมติฐานการวิจัย                    | 38  |
| บทที่ 3 วิธีการวิจัย                | 42  |
| การเก็บรวบรวมข้อมูล                 | 42  |
| วิธีการจัดกลุ่มหลักทฤษฎี            | 43  |
| วิธีการศึกษา                        | 46  |
| การวิเคราะห์ข้อมูล                  | 49  |
| แผนผังวิธีการวิจัย                  | 52  |
| บทที่ 4 ผลการวิจัยและข้อวิจารณ์     | 53  |
| ผลการวิจัย                          | 53  |
| ข้อวิจารณ์                          | 107 |
| บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ | 109 |
| สรุปผลการวิจัย                      | 109 |
| ข้อเสนอแนะ                          | 111 |

## สารบัญ (ต่อ)

### หน้า

เอกสารและสิ่งอ้างอิง

113

ภาคผนวก

117

ประวัติการศึกษาและการทำงาน

136



## สารบัญตาราง

| ตารางที่ |                                                                                                                     | หน้า |
|----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 1        | รายชื่อมาตรฐานการบัญชีที่ปรับปรุงและประกาศใช้ในปี 2550 และ 2550                                                     | 28   |
| 2        | รายละเอียดการสรุปผลการศึกษาที่เกี่ยวข้อง                                                                            | 35   |
| 3        | วิธีการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่จะนำมาศึกษา                                                                             | 43   |
| 4        | การจำแนกหลักทรัพย์ตามขนาดของกิจการ                                                                                  | 45   |
| 5        | การจำแนกกลุ่มหลักทรัพย์ตามประเภทอุตสาหกรรม                                                                          | 45   |
| 6        | ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ในปี 2550 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด 64 หลักทรัพย์                                     | 54   |
| 7        | ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 | 55   |
| 8        | ผลการทดสอบการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี ของหลักทรัพย์ทั้งหมด 66 หลักทรัพย์                                          | 57   |
| 9        | ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 | 58   |
| 10       | การสรุปผลการทดสอบการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ของปี 2550 และปี 2551                                                   | 60   |

## สารบัญตาราง (ต่อ)

| ตารางที่ |                                                                                                                                            | หน้า |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 11       | ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของกิจการขนาดใหญ่ในปี 2550 ของหลักทรัพย์จำนวน 20 หลักทรัพย์                                             | 61   |
| 12       | ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิด เหตุการณ์ของหลักทรัพย์ในกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ที่ประกาศผลกำไร ไตรมาสที่ 1 ปี 2550 | 62   |
| 13       | ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของกิจการขนาดกลางในปี 2550 ของหลักทรัพย์จำนวน 22 หลักทรัพย์                                             | 64   |
| 14       | ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิด เหตุการณ์ของหลักทรัพย์ในกลุ่มกิจการขนาดกลางที่ประกาศผลกำไร ไตรมาสที่ 1 ปี 2550 | 65   |
| 15       | ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของกิจการขนาดเล็กในปี 2550 ของหลักทรัพย์จำนวน 22 หลักทรัพย์                                             | 67   |
| 16       | ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิด เหตุการณ์ของหลักทรัพย์ในกลุ่มกิจการขนาดเล็กที่ประกาศผลกำไร ไตรมาสที่ 1 ปี 2550 | 68   |
| 17       | การสรุปผลการทดสอบการประกาศผลการดำเนินงานไตรมาสที่ 1 ของ ปี 2550 จำแนกตามขนาดกิจการ                                                         | 70   |
| 18       | ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของกิจการขนาดใหญ่ในปี 2551 ของหลักทรัพย์จำนวน 20 หลักทรัพย์                                             | 71   |

## สารบัญตาราง (ต่อ)

| ตารางที่ |                                                                                                                                          | หน้า |
|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 19       | ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ในกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 | 72   |
| 20       | ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของกิจการขนาดกลางในปี 2551 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด 23 หลักทรัพย์                                         | 74   |
| 21       | ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ในกลุ่มกิจการขนาดกลางที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 | 75   |
| 22       | ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของกิจการขนาดเล็กในปี 2551 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด 23 หลักทรัพย์                                         | 77   |
| 23       | ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ในกลุ่มกิจการขนาดเล็กที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 | 78   |
| 24       | การสรุปผลการทดสอบการประกาศผลการดำเนินงานไตรมาสที่ 1 ของปี 2551 จำแนกตามขนาดกิจการ                                                        | 80   |
| 25       | ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในปี 2550 ของหลักทรัพย์จำนวนรวม 21 หลักทรัพย์           | 81   |

## สารบัญตาราง (ต่อ)

| ตารางที่ |                                                                                                                                                           | หน้า |
|----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 26       | ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 | 82   |
| 27       | ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร ในปี 2550 ของหลักทรัพย์จำนวน 12 หลักทรัพย์                                       | 84   |
| 28       | ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมทรัพยากรที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550                   | 85   |
| 29       | ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ในปี 2550 ของหลักทรัพย์จำนวน 12 หลักทรัพย์                                         | 87   |
| 30       | ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมบริการที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550                     | 88   |
| 31       | ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ในปี 2550 ของหลักทรัพย์จำนวน 19 หลักทรัพย์                                          | 90   |
| 32       | ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมอื่นๆ ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550                     | 91   |

## สารบัญตาราง (ต่อ)

| ตารางที่ |                                                                                                                                                                   | หน้า |
|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 33       | การสรุปผลการทดสอบการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ของปี 2550<br>จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม                                                                                 | 93   |
| 34       | ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในกลุ่ม<br>อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในปี 2551 จำนวน 21<br>หลักทรัพย์                                   | 94   |
| 35       | ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิด<br>เหตุการณ์ของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่<br>ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 | 95   |
| 36       | ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในกลุ่ม<br>อุตสาหกรรมทรัพยากรในปี 2551 จำนวน 10 หลักทรัพย์                                                         | 97   |
| 37       | ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิด<br>เหตุการณ์ของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมทรัพยากรที่ประกาศผลกำไร<br>ไตรมาสที่ 1 ปี 2551                   | 98   |
| 38       | ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในกลุ่ม<br>อุตสาหกรรมบริการในปี 2551 จำนวน 16 หลักทรัพย์                                                           | 100  |
| 39       | ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิด<br>เหตุการณ์ของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมบริการที่ประกาศผลกำไร<br>ไตรมาสที่ 1 ปี 2551                     | 101  |
| 40       | ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในกลุ่ม<br>อุตสาหกรรมอื่นๆ ในปี 2551 จำนวน 19 หลักทรัพย์                                                           | 103  |

## สารบัญตาราง (ต่อ)

| ตารางที่            |                                                                                                                                       | หน้า |
|---------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 41                  | ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมอื่นๆ ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 | 104  |
| 42                  | การสรุปผลการทดสอบการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ของปี 2551 จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม                                                        | 106  |
| <b>ตารางผนวกที่</b> |                                                                                                                                       |      |
| 1                   | หลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาในปี 2550 เรียงลำดับตามมูลค่าตลาด                                                                               | 118  |
| 2                   | หลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาในปี 2551 เรียงลำดับตามมูลค่าตลาด                                                                               | 121  |
| 3                   | รายละเอียดอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในปี 2550 เรียงลำดับตามมูลค่ากิจการ                     | 124  |
| 4                   | รายละเอียดอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในปี 2551 เรียงลำดับตามมูลค่ากิจการ                     | 127  |
| 5                   | รายละเอียดอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในปี 2550 เรียงลำดับประเภทอุตสาหกรรม                    | 130  |
| 6                   | รายละเอียดอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในปี 2551 เรียงลำดับประเภทอุตสาหกรรม                    | 133  |

## สารบัญภาพ

| ภาพที่ |                                                                                                                                                 | หน้า |
|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 1      | ความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์เมื่อมีการกระจายการลงทุน                                                                                            | 16   |
| 2      | เส้นลักษณะ                                                                                                                                      | 18   |
| 3      | เส้นแสดงช่วงเวลาในการวิเคราะห์ข้อมูลด้วย Event Study Methodology                                                                                | 25   |
| 4      | กรอบแนวคิดสำหรับการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศผลกำไรและการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ร่วมกับการวิเคราะห์ตามขนาดของกิจการและประเภทอุตสาหกรรม | 37   |
| 5      | ช่วงเหตุการณ์ที่ศึกษาและช่วงที่ใช้พยากรณ์                                                                                                       | 50   |
| 6      | แผนผังวิธีการวิจัย                                                                                                                              | 52   |
| 7      | ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550                                      | 56   |
| 8      | ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551                                      | 59   |
| 9      | ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ปี 2550                                           | 63   |
| 10     | ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดกลางปี 2550                                           | 66   |

### สารบัญภาพ (ต่อ)

| ภาพที่ |                                                                                                                                   | หน้า |
|--------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 11     | ผลตอบแทนที่ผิดปกตติสะสมถั่วเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ<br>หลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดเล็กปี 2550                       | 69   |
| 12     | ผลตอบแทนที่ผิดปกตติสะสมถั่วเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ<br>หลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ปี 2551                       | 73   |
| 13     | ผลตอบแทนที่ผิดปกตติสะสมถั่วเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ<br>หลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดกลางปี 2551                       | 76   |
| 14     | ผลตอบแทนที่ผิดปกตติสะสมถั่วเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ<br>หลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดเล็กปี 2551                       | 79   |
| 15     | ผลตอบแทนที่ผิดปกตติสะสมถั่วเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ<br>หลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างปี 2550 | 83   |
| 16     | ผลตอบแทนที่ผิดปกตติสะสมถั่วเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ<br>หลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรปี 2550                   | 86   |
| 17     | ผลตอบแทนที่ผิดปกตติสะสมถั่วเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ<br>หลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมบริการปี 2550                     | 89   |
| 18     | ผลตอบแทนที่ผิดปกตติสะสมถั่วเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ<br>หลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ปี 2550                     | 92   |
| 19     | ผลตอบแทนที่ผิดปกตติสะสมถั่วเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ<br>หลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างปี 2551 | 96   |

## สารบัญภาพ (ต่อ)

| ภาพที่ |                                                                                                                | หน้า |
|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 20     | ผลตอบแทนที่ผิดปกตีสะสมถั่วเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ<br>หลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรปี 2551 | 99   |
| 21     | ผลตอบแทนที่ผิดปกตีสะสมถั่วเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ<br>หลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมบริการปี 2551   | 102  |
| 22     | ผลตอบแทนที่ผิดปกตีสะสมถั่วเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ<br>หลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ปี 2551   | 105  |

## บทที่ 1

### บทนำ

#### ความสำคัญของปัญหา

ในปัจจุบันนอกจากการออมเงินในรูปของเงินฝากธนาคารหรือการซื้อพันธบัตรรัฐบาลแล้ว บุคคลทั่วไปมีทางเลือกในการเพิ่มมูลค่าให้กับเงินออมในรูปแบบต่างๆ มากมาย เช่น การซื้อกองทุนรวมซึ่งให้ผลประโยชน์เพิ่มเติมในรูปการยกเว้นภาษี การซื้อสลากออมทรัพย์ที่ออกโดยธนาคารซึ่งให้ผลตอบแทนเพิ่มเติมในรูปเงินรางวัล และนอกจากนี้ยังเริ่มให้ความสนใจกับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในตราสารหนี้ การลงทุนในตราสารอนุพันธ์ การลงทุนในหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้ และสินค้าต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากผลตอบแทนที่น่าสนใจว่าการออมเงินในธนาคารพาณิชย์ ทั้งนี้การลงทุนในหลักทรัพย์หรือการซื้อขายหุ้นนั้น ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนในรูปเงินปันผล (Dividend) หรือในระหว่างที่ถือหลักทรัพย์นั้นไว้ หากหลักทรัพย์มีราคาสูงขึ้น ผู้ถือหลักทรัพย์ก็สามารถนำหลักทรัพย์ไปขายในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจะได้รับผลตอบแทนในรูปของกำไรจากการขายหลักทรัพย์ (Capital Gain) โดยการปรับตัวของราคาหุ้นมีปัจจัยมาจากหลายสาเหตุ ได้แก่ สภาพแวดล้อมโดยรวมของสถานะทางเศรษฐกิจระดับโลก สถานการณ์ความมั่นคงของประเทศก็มีส่วนส่งผลต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์เอง รวมถึงข่าวสารต่างๆ ที่เกิดขึ้นและเป็นมูลเหตุให้ราคาหุ้นเกิดการเปลี่ยนแปลงได้ เป็นต้น และที่หลีกเลี่ยงไม่ได้คือการลงทุนนั้นย่อมมีความเสี่ยง ผู้ที่เข้าไปลงทุนนั้นมีทั้งผู้ที่มีความรู้และไม่มีความรู้ในเรื่องของการลงทุนในหลักทรัพย์ รูปแบบการลงทุนของนักลงทุนก็ขึ้นอยู่กับลักษณะนิสัยส่วนบุคคลของนักลงทุน ปัจจัยที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนในแต่ละรูปแบบก็มาจากนิสัยความชอบความเสี่ยง เวลาและโอกาสในการติดตามการซื้อขายหุ้น หรือความสนใจในรูปแบบการลงทุนที่แตกต่างกัน เป็นต้น ในแต่ละกิจการก็มีนโยบายทางการเงินที่แตกต่างกัน ไม่ว่าจะเป็น การจัดสรรกำไรเพื่อจ่ายปันผลแก่ผู้ถือหุ้น หรือการปันกำไรส่วนหนึ่งเพื่อการลงทุน ขยายกิจการและสร้างความมั่นใจแก่กิจการต่อไป โดยหากกิจการประสบความสำเร็จ สามารถสร้างกำไรให้แก่กิจการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และสร้างความมั่นใจแก่นักลงทุน ก็จะส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ นโยบายทางการเงินก็อยู่บนพื้นฐานของการสร้างความพึงพอใจแก่ผู้ถือหุ้น และเพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์สูงสุด นักลงทุนบางส่วนศึกษาข้อมูลจากการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ของสถาบันการเงินลงทุน บางส่วนซื้อ-ขายหุ้นตาม

ข่าวสารที่ได้รับ บางส่วนมีหลักการซื้อ-ขายหุ้นตามหลักการทางการเงิน หรือบางส่วนซื้อ-ขายหุ้นตามวิธีทางเทคนิคหรือคำแนะนำจากโบรกเกอร์ เป็นต้น แหล่งข้อมูลที่น่ามาใช้ในการวิเคราะห์หลักทรัพย์นอกจากรายงานทางการเงินของบริษัทซึ่งเป็นแหล่งข้อมูลหลักที่มีความน่าเชื่อถือและผ่านการตรวจสอบหลากหลายขั้นตอนแล้ว การติดตามข่าวสารการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นที่ซื้อ-ขายในตลาดหลักทรัพย์ ก็เป็นอีกช่องทางหนึ่งที่ช่วยให้นักลงทุนสามารถวิเคราะห์และตัดสินใจในการซื้อ-ขายหลักทรัพย์ได้

ข้อมูลทางบัญชีที่รายงานต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและที่เปิดเผยสู่สาธารณะเป็นแหล่งข้อมูลที่สามารถนำไปวิเคราะห์ได้ตามหลักการอย่างน่าเชื่อถือ ข้อมูลทางบัญชีจะสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของธุรกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพเพียงใด และข้อมูลทางบัญชีจะมีประโยชน์ต่อการประเมินราคาหุ้นของธุรกิจมากน้อยเพียงใด เป็นคำถามที่มีความสำคัญอย่างยิ่งต่อธุรกิจและวงการบัญชี เนื่องจากทุกธุรกิจมีหน้าที่ต้องจัดทำและนำเสนอการเงินและหมายเหตุประกอบงบการเงินต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อรายงานต่อผู้มีส่วนได้เสีย โดยหากข้อมูลทางบัญชีถูกนำมาใช้ประโยชน์ในการคาดการณ์ราคาเพื่อการตัดสินใจซื้อขายลงทุนในหลักทรัพย์ นั้นหมายถึงข้อมูลทางบัญชีเชื่อถือได้ และมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจ ในทางตรงกันข้าม หากนักลงทุนใช้ข้อมูลอื่นในการคาดการณ์และตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ อาจสรุปได้ว่ามีข้อมูลอื่นที่สามารถคาดการณ์ราคาหุ้นได้ดีกว่า และอาจเป็นไปได้ว่าการจัดทำข้อมูลทางบัญชีเป็นการกระทำที่ช้าช้อนและไร้คุณค่า และอาจส่งผลกระทบต่อธุรกิจเนื่องจากการจัดทำข้อมูลทางบัญชีต้องเสียค่าใช้จ่ายและเวลาในการรวบรวมข้อมูล ประมวลผลเพื่อจัดทำงบการเงิน แต่ข้อมูลที่ได้กลับไม่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจ โดยหากข้อมูลทางบัญชีที่ธุรกิจพยายามจัดทำขึ้นนั้นไม่ถูกนำไปใช้ประโยชน์ ก็อาจส่งผลกระทบต่อบทบาทของวิชาชีพบัญชีที่มีความสำคัญลดลงในการพัฒนาตลาดทุน นอกจากนี้ ในปี 2550 และปี 2551 มีการประกาศใช้มาตรฐานการบัญชีฉบับปรับปรุงจำนวนรวม 13 ฉบับ ซึ่งอาจเป็นเหตุให้มีผลกระทบต่อระดับราคาหุ้นในวันที่ประกาศผลกำไร ด้วยสาเหตุนี้จึงทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจศึกษาพฤติกรรมของราคาหุ้นเมื่อมีการประกาศผลกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2550 และปี 2551 เพื่อพิสูจน์ว่าการประกาศผลกำไรผ่านงบการเงินจะสามารถนำมาใช้เป็นแนวทางในการคาดการณ์ราคาหุ้นได้อย่างเหมาะสม และเป็นข้อมูลที่สามารถนำไปตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

## วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ที่สำคัญดังต่อไปนี้

1. เพื่อศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศผลกำไรของกิจการในปี 2550 และ 2551
2. เพื่อศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศผลกำไรของกิจการในปี 2550 และ 2551 จำแนกตามขนาดของกิจการและประเภทอุตสาหกรรม

## ขอบเขตการวิจัย

การศึกษานี้ ครั้งนี้ ทำการศึกษบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 Index ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ที่มีการประกาศผลกำไรจากการดำเนินงานของไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2550 และปี 2551 เนื่องจากในปียังกล่าว มีการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานการบัญชีรวมจำนวน 13 ฉบับ โดยใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์รายวัน และการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## ประโยชน์ที่จะได้รับ

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษาในครั้งนี้ เพื่อให้ นักลงทุนสามารถนำผลการทดสอบมาใช้เป็นแนวทางในการวิเคราะห์ประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

## นิยามศัพท์

SET หมายถึง ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คำนวณโดยการถ่วงเฉลี่ยราคาหุ้นสามัญแบบถ่วงน้ำหนักด้วยจำนวนหุ้นจดทะเบียนทุกหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**SET100 Index** หมายถึง ดัชนีราคาหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์จัดทำขึ้น เพื่อใช้แสดงระดับและความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 100 หลักทรัพย์ ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงและการซื้อขายมีสภาพคล่องอย่างสม่ำเสมอโดยใช้สูตรและวิธีการคำนวณเช่นเดียวกันกับการคำนวณ SET Index โดยตลาดหลักทรัพย์พิจารณาเลือกหุ้นสามัญจำนวน 100 หลักทรัพย์นี้ทุกๆ 6 เดือน

**SETSMART** หมายถึง ระบบข้อมูลปัจจัยพื้นฐานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จัดทำโดยบริษัท เซ็ทเทรด ดอท คอม จำกัด ในฐานะตัวแทนการตลาดด้านข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์และอนุพันธ์

**การตอบสนองของราคาหุ้น** หมายถึง การปรับตัวของราคาหุ้นเมื่อมีข่าวสารใหม่เข้ามาในตลาดหลักทรัพย์

**บริษัทจดทะเบียน** หมายถึง บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**มูลค่าของกิจการ** หมายถึง วัดจากมูลค่าหุ้นรวมคูณด้วยราคาตลาด

## บทที่ 2

### การตรวจเอกสาร

ในรายละเอียดเนื้อหาสำหรับบทนี้ แบ่งเนื้อหาออกเป็น 2 ส่วน ส่วนแรกจะกล่าวถึงการทบทวนทฤษฎีและแนวคิด ส่วนที่สองจะกล่าวถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ซึ่งเป็นพื้นฐานสำหรับใช้รองรับและอ้างอิงงานวิจัยในครั้งนี้ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

### ทฤษฎีและแนวคิด

ในส่วนแรกนี้จะนำเสนอถึงทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัย จากการศึกษา ค้นคว้าและรวบรวมแนวความคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องที่จะนำมาใช้ประกอบการศึกษา ผลงานวิจัยที่มีในอดีต เพื่อประมวลเป็นกรอบแนวคิดในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ ดังนี้

1. การเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน
2. สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน
3. การพยากรณ์ผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return)
4. การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Event Study Methodology
5. มาตรฐานการบัญชีที่มีการเปลี่ยนแปลงและประกาศใช้ในปี 2550 และปี 2551

### การเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน

1. แนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2550) เพื่อให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพคล่อง มีความยุติธรรมและเป็นไปอย่างมีระเบียบ ตลาดหลักทรัพย์จึงกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่เปิดเผยสารสนเทศที่สำคัญและจำเป็นต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ให้ประชาชนทราบ โดยสารสนเทศดังกล่าวจะต้องถูกต้อง เพียงพอและทันต่อเวลา นอกจากนี้บริษัทจดทะเบียนต้องดำเนินการเพื่อให้แน่ใจว่าทุกคนที่ลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนต้องดำเนินการเพื่อให้แน่ใจว่าทุกคนที่ลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทได้รับสารสนเทศ

ดังกล่าวอย่างเท่าเทียมกัน เพื่อให้เป็นไปตามหลักการขั้นพื้นฐานเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศ  
ดังกล่าว ตลาดหลักทรัพย์จึงกำหนดแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลสารสนเทศของ  
บริษัทจดทะเบียนไว้ 6 ประการ ดังต่อไปนี้

### 1.1 สารสนเทศที่มีลักษณะต้องเปิดเผยทันที ได้แก่

- 1.1.1 สารสนเทศที่อาจมีผลกระทบอย่างสำคัญต่อหลักทรัพย์ของบริษัท
- 1.1.2 สารสนเทศที่อาจมีความสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์
- 1.1.3 สารสนเทศที่อาจมีผลกระทบต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

### 1.2 การเผยแพร่สารสนเทศต่อประชาชนอย่างทั่วถึง

#### ช่วงเวลาในการเปิดเผยสารสนเทศ

ช่วงเวลาก่อนเปิด การซื้อขายหลักทรัพย์แต่ละรอบอย่างน้อย 1 ชั่วโมงหรือหลัง  
ปิดการซื้อขายประจำวันแล้ว เพื่อให้นักลงทุนสามารถรับข้อมูลของทุกบริษัทได้โดยเท่าเทียมกัน  
โดยแจ้งเป็นหนังสือหรือโดยวิธีการอื่นที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด และไม่เปิดเผยพัฒนาการที่  
สำคัญแก่นักวิเคราะห์ ผู้ถือหุ้น หรือบุคคลอื่นเป็นการเฉพาะราย หรือเลือกเฉพาะบางราย ยกเว้น  
ว่าได้มีการเผยแพร่สารสนเทศนั้นอย่างทั่วถึงแล้ว โดยหลีกเลี่ยงการให้สิทธิพิเศษแก่บุคคลบาง  
กลุ่ม

### 1.3 การชี้แจงกรณีที่มีข่าวลือหรือข่าวสารต่างๆ

ประเภทข่าวลือหรือข่าวสารอื่นๆ ที่บริษัทต้องชี้แจง คือข่าวที่เผยแพร่ต่อประชาชน  
ไม่ว่าจะโดยวิธีใด จริงหรือไม่ ซึ่งยังไม่ได้รับการยืนยันโดยบริษัทและอาจจะมีหรือได้มีผลกระทบ  
ต่อราคาหุ้นของบริษัทที่จะมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนต้องได้รับความกระจ่างหรือยืนยันจากบริษัท

### 1.4 การดำเนินการเมื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนผิดไปจากสภาพ ปกติของตลาด

การดำเนินการเมื่อหลักทรัพย์ของบริษัทมีการซื้อขายที่ผิดปกติจากสภาพตลาด บริษัทต้องพยายามหาเหตุผลเกี่ยวกับภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท โดยพิจารณาว่า มีสารสนเทศใดที่อาจเป็นสาเหตุของการซื้อขายผิดปกติที่ได้เปิดเผยให้ประชาชนรับทราบไว้แล้วเมื่อไม่นานมานี้หรือไม่ หรือมีสารสนเทศใดซึ่งยังไม่ได้เปิดเผยแต่อาจมีการรั่วไหลแล้ว บริษัทต้องเปิดเผยให้ประชาชนทราบโดยทันที หรือมีข่าวลือหรือข่าวสารเกี่ยวกับการซื้อขายที่ผิดปกติหรือไม่ หากมีบริษัทต้องดำเนินการแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการแก้ไขข่าวลือนั้นให้ถูกต้อง

### 1.5 การเปิดเผยในเชิงส่งเสริมที่ไม่มีเหตุผลสมควร

กิจกรรมที่เปิดเผยเกินความจำเป็นและพยายามให้มีผลกระทบต่อราคาหุ้น หรือเป็นการเปิดเผยเชิงส่งเสริมที่ไม่มีเหตุผลสมควรสนับสนุน โดยพิจารณาจากข้อเท็จจริงของแต่ละกรณี การกระทำต่อไปนี้มักจะถูกถือว่าเป็นกิจกรรมเชิงส่งเสริมที่ไม่มีเหตุผลสมควร เช่น การออกประกาศต่อประชาชนอย่างต่อเนื่องที่ไม่สัมพันธ์ทั้งในเชิงปริมาณหรือความถี่ของการพัฒนาที่สำคัญที่แท้จริงในธุรกิจและการดำเนินงานของบริษัท หรือการออกประกาศก่อนกำหนดเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ที่ยังอยู่ในขั้นพัฒนา โดยยังไม่มีหลักฐานว่ามีความเป็นไปได้ในเชิงพาณิชย์สนับสนุน เป็นต้น

### 1.6 การซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนโดยใช้สารสนเทศภายใน

การซื้อขายหลักทรัพย์โดยบุคคลภายใน ภายหลังจากที่ได้มีการเปิดเผยสารสนเทศที่สำคัญแล้วโดยบุคคลภายในสามารถซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัทได้ทันทีเมื่อบริษัทได้เปิดเผยสารสนเทศที่สำคัญให้แก่ประชาชนได้ทราบแล้ว โดยควรละเว้นระยะเวลาหลังจากการประกาศสารสนเทศสำคัญนั้นจนกว่าประชาชนจะได้มีเวลาประเมินสารสนเทศแล้ว โดยควรรออย่างน้อย 24-48 ชั่วโมงเมื่อมีการเปิดเผยสารสนเทศที่มีความซับซ้อนในระดับพอสมควร

## 2. การเปิดเผยสารสนเทศที่สำคัญ

สารสนเทศสำคัญที่บริษัทจดทะเบียนต้องรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์แบ่งได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ คือ

2.1 สารสนเทศที่ต้องรายงานตามรอบระยะเวลาบัญชี (Periodic Reports) ได้แก่ งบการเงินประจำปี ซึ่งผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชี งบการเงินรายไตรมาส ซึ่งผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชี รายงานประจำปี และรายงานการเปิดเผยข้อมูลเพิ่มเติม

#### สารสนเทศสำคัญตามรอบระยะเวลาบัญชี (Periodic Reports)

บริษัทจดทะเบียนต้องจัดทำและนำส่งสารสนเทศสำคัญในระยะเวลาที่กำหนดตามมาตรา 56 แห่งพระราชบัญญัติคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และสำเนาให้ตลาดหลักทรัพย์ ดังนี้

|                                                                   | กำหนดระยะเวลานำส่ง<br>นับแต่วันสิ้นสุดรอบระยะเวลาบัญชี |
|-------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 1. งบการเงินประจำปีซึ่งผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชี (ส่งไตรมาส 4) | 3 เดือน                                                |
| งบการเงินประจำปีซึ่งผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชี (ไม่ส่งไตรมาส 4) | 60 วัน                                                 |
| 2. งบการเงินรายไตรมาสซึ่งผ่านการสอบทานจากผู้สอบบัญชี              | 45 วัน                                                 |
| 3. รายงานประจำปี                                                  | 110 วัน                                                |
| 4. แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1)                          | 3 เดือน                                                |

หากวันครบกำหนดเป็นวันหยุดให้เลื่อนเป็นวันทำการถัดไป โดยที่บริษัทที่มีรอบบัญชีอื่นก็ให้นับตามระยะเวลาดังข้างต้น

2.2 สารสนเทศสำคัญตามเหตุการณ์ (Non-Periodic Reports) เหตุการณ์ที่มีหรือจะมีผลกระทบต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหลักทรัพย์ หรือต่อการตัดสินใจลงทุนหรือต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียน

#### สารสนเทศที่สำคัญประกอบด้วยเหตุการณ์ต่าง ดังนี้

##### 2.2.1 เหตุการณ์ที่ต้องรายงานโดยทันที

ในกรณีที่มีเหตุการณ์ใดสำคัญเกิดขึ้น เช่น คณะกรรมการบริษัทมีมติจ่าย/งดจ่ายเงินปันผล การเพิ่มทุน การควบรวมกิจการ การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้น หรือมี

เหตุการณ์ที่กระทบต่อการประกอบธุรกิจของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลมายังตลาดหลักทรัพย์ทันทีภายในวันที่มีเหตุการณ์นั้น หรืออย่างน้อยก่อน 9.00 น. ของวันทำการถัดไป โดยให้บริษัทจดทะเบียน นำส่งอย่างน้อย 1 ชั่วโมง ก่อนการเปิดซื้อขายหลักทรัพย์แต่ ละรอบ ถ้ามีการเปิดเผยข้อมูลระหว่างการซื้อขาย ตลาดหลักทรัพย์จะขึ้นเครื่องหมาย H เพื่อห้าม การซื้อขายหลักทรัพย์นั้น เป็นระยะเวลาหนึ่งเพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับรู้ข่าวอย่างทั่วถึงก่อนที่อนุญาตให้ ซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทต่อไป

2.2.2 สารสนเทศที่ต้องรายงานใน 3 วันทำการนับแต่วันที่เหตุการณ์เกิดขึ้น ประกอบด้วย

- 1) เปลี่ยนแปลงกรรมการบริษัท ให้รายงานพร้อมทั้งนำส่งประวัติกรรมการ คนใหม่
- 2) เปลี่ยนแปลงแก้ไขหนังสือบริคณห์สนธิหรือข้อบังคับของบริษัท ยกเว้น การเปลี่ยนแปลงแก้ไขหนังสือบริคณห์สนธิในเรื่องที่บริษัทจดทะเบียนโดยไม่ชักช้า
- 3) ย้ายที่ตั้งสำนักงานใหญ่
- 4) บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยมีการเปลี่ยนแปลงผู้สอบบัญชี
- 5) เปลี่ยนแปลงนายทะเบียนหลักทรัพย์ หรือมีการเปลี่ยนแปลงสถานที่ตั้ง ของนายทะเบียน

เมื่อได้จดทะเบียนเปลี่ยนแปลงตาม (1) (2) หรือ (3) ต่อนายทะเบียน หุ้นส่วนบริษัทแล้ว ให้บริษัทจัดส่งหลักฐานเอกสารแสดงการจดทะเบียนนั้นต่อตลาดหลักทรัพย์ ภายใน 7 วันนับแต่วันที่นายทะเบียนหุ้นส่วนบริษัทรับจดทะเบียนการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว

### 2.2.3 สารสนเทศที่ให้อัดส่งภายใน 14 วัน ได้แก่

- 1) สำเนาบัญชีรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือรายชื่อผู้ถือหุ้น 10 รายแรก ณ วันที่มีการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นและ ณ วันที่ปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้น
- 2) รายงานการประชุมสามัญหรือประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น
- 3) รายงานการกระจายการถือหุ้นตามแบบที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด

2.2.4 การรายงานสารสนเทศเกี่ยวกับวันปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นหรือวันให้สิทธิใดๆ ตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องรายงานให้ตลาดหลักทรัพย์ทราบเป็นการล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 14 วัน และต้องปิดสมุดทะเบียนในเวลา 12.00 น. ของวันปิดสมุดทะเบียน

ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนมีการเปลี่ยนแปลงวันปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นหรือเปลี่ยนแปลงวันให้สิทธิใดๆ แก่ผู้ถือหุ้นจากเดิมที่เคยแจ้งตลาดหลักทรัพย์ไว้ ให้บริษัทจดทะเบียนแจ้งการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวให้ตลาดหลักทรัพย์เป็นการล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 7 วัน ก่อนวันปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นหรือวันให้สิทธิใดๆ แก่ผู้ถือหุ้นที่เคยแจ้งไว้

บทกำหนดโทษตามกฎหมายกรณีบริษัทจดทะเบียนไม่นำส่งหรือนำส่งล่าช้า

ระวางโทษปรับไม่เกิน 100,000 บาท และปรับอีกไม่เกินวันละ 3,000 บาท ตลอดเวลาที่ยังมิได้ปฏิบัติให้ถูกต้อง

### สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน

สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis : EMH) นนทวัชร อนุสรณ์พาณิชย์ (2548); Shleifer (2000); Hadi (2006) เป็นพื้นฐานของทฤษฎีทางการเงิน ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ราคาหุ้นที่มีอยู่ในตลาดนั้น สะท้อนข้อมูลข่าวสารของบริษัทนั้นแล้ว โดยข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องหมายถึง ข้อมูลในอดีต ข้อมูลปัจจุบัน

รวมถึงการคาดการณ์ข้อมูลที่เกี่ยวข้องในอนาคตด้วย ข้อมูลต่างๆ เหล่านี้ เมื่อเกิดขึ้นจะทำให้ราคาของหลักทรัพย์มีการปรับตัวอย่างไม่มีอคติ (Unbiased) ต่อข้อมูลข่าวสาร ดังนั้นในการพิจารณาถึงควมมีประสิทธิภาพของตลาด ระยะเวลาของการปรับสมดุลราคาใหม่ต่อข้อมูลข่าวสารจึงมีความเกี่ยวข้องกัน ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพการสะท้อนต่อข้อมูลข่าวสารใหม่ในหลักทรัพย์ต้องเกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว และทั่วถึง แนวคิดของตลาดที่มีประสิทธิภาพมีสมมติฐานดังต่อไปนี้

1. ตลาดประกอบไปด้วยนักลงทุนจำนวนมาก ทำให้ไม่มีอิทธิพลโดยตรงกับการเปลี่ยนแปลงของราคา (Price taker) ราคาจะถูกกำหนดจากอุปสงค์และอุปทานในหลักทรัพย์นั้นๆ นักลงทุนทุกรายมีอิสระในการเข้าหรือออกจากตลาด
2. จำนวนหลักทรัพย์ในตลาดมีมาก และมีมาตรฐานใกล้เคียงกัน ทำให้หลักทรัพย์สามารถเกิดขึ้นได้อย่างสมบูรณ์
3. ข้อมูลข่าวสารเกิดขึ้นอย่างอิสระในเชิงสุ่ม (Random walk) หมายถึง ข่าวสารเกิดขึ้นอย่างไม่มีทิศทาง
4. นักลงทุนแต่ละรายมีโอกาสได้ข้อมูลข่าวสารเท่าเทียมกัน โดยไม่มีต้นทุนในการได้มา และนักลงทุนมีความรอบรู้เกี่ยวกับการลงทุน
5. นักลงทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารอย่างรวดเร็ว และไม่มีอคติ
6. นักลงทุนมีความเห็นสอดคล้องกันในการแปลความหมายของข้อมูลข่าวสารเพื่อใช้ในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์

จากสมมติฐานข้างต้นประกอบกับการศึกษาในอดีตที่ผ่านมาได้มีการให้ความหมายและจำแนกระดับควมมีประสิทธิภาพของตลาดทุนออกเป็น 3 ระดับ ตามพฤติกรรม การตอบสนองต่อข้อมูลของราคาดัชนีในตลาดทุนนั้นๆ

## ระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดทุน

ประสิทธิภาพตลาดทุน (Efficient Market) หมายถึงตลาดที่นักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลข่าวสารที่ถูกต้องได้โดยไม่มีต้นทุนในการได้มาซึ่งข้อมูลข่าวสารนั้น ดังนั้นราคาหุ้นที่ปรากฏอยู่ในตลาด ณ เวลาใดๆ จึงเป็นราคาที่สะท้อนข้อมูลข่าวสารของบริษัทนั้นแล้ว อย่างไรก็ตาม คำว่าข้อมูลหุ้นเป็นคำที่กว้างมาก Fama (1965) ได้จำแนกระดับของประสิทธิภาพตลาดให้กระชับขึ้นตามความเข้มของข้อมูลที่สะท้อนอยู่ในราคาหุ้น

การจำแนกประสิทธิภาพของตลาดทุนจากอ่อนสุดไปเข้มสุดเป็น 3 ระดับ ดังนี้

1. ประสิทธิภาพของตลาดในระดับอ่อน (Weak Form) หมายถึงราคาหุ้นในปัจจุบันได้สะท้อนข้อมูลในอดีตเรียบร้อยแล้ว ไม่สามารถเก็บข้อมูลราคา ปริมาณการซื้อขาย ที่ตลาดรับทราบแล้วมาใช้พยากรณ์ราคาหุ้นรวมทั้งการวิเคราะห์เชิงเทคนิคต่างๆ ได้ เช่น ถ้าราคาหุ้นขึ้นเกิน 5% ให้ซื้อ หรือราคาหุ้นตกเกิน 5% ให้ขาย จะใช้เป็นสูตรสำหรับการพิจารณาเก็งกำไรไม่ได้ ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพระดับอ่อน

2. ประสิทธิภาพของตลาดในระดับกลาง (Semi-Strong Form) หมายถึงตลาดที่นอกจากราคาจะสะท้อนข้อมูลในอดีตแล้ว ยังสะท้อนข้อมูลที่บริษัทประกาศสู่สาธารณะด้วย เช่น ถ้าบริษัท ก. กำลังจะถูกซื้อกิจการโดยบริษัท ข. โดยทั่วไป หุ้นของบริษัทที่เข้าซื้อกิจการจะตกลง (บริษัท ข.) และบริษัทที่ถูกซื้อกิจการจะสูงขึ้น (บริษัท ก.) ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับนี้หมายถึงทันทีที่บริษัท ข. “ประกาศ” เข้าซื้อบริษัท ก. นักลงทุนที่เข้าซื้อขายหุ้นทันทีหลังประกาศจะไม่สามารถทำกำไรได้จากการซื้อหุ้นบริษัท ก. หรือขายหุ้นบริษัท ข. เพราะราคาหุ้นทั้งสองได้สะท้อนข่าวสารนี้ทันทีที่บริษัทประกาศ

3. ประสิทธิภาพในระดับเข้ม (Strong Form) เป็นระดับเข้มสุด นั่นคือนอกจากราคาหุ้นจะสะท้อนข้อมูลในอดีตและข้อมูลที่ประกาศสู่สาธารณะแล้ว แม้กระทั่งข้อมูลภายในที่ยังไม่ประกาศก็จะสะท้อนในราคาหุ้นด้วย ยกตัวอย่างกรณีการเข้าซื้อกิจการอีกครั้ง ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับนี้หมายความว่าคนที่ประธานบริษัท ข. เริ่มรำพึงรำพันกับคนใกล้ชิดว่าเราน่าจะซื้อกิจการของ ก. ข้อมูลนี้ก็จะไหลเข้าสู่ตลาดและส่งผลให้เกิดการปรับตัวของราคาหุ้นทั้ง ก. และ ข. แล้ว

ภายใต้แนวคิดของตลาดที่มีประสิทธิภาพตามสมมติฐานต่างๆ ดังที่ได้กล่าวในเบื้องต้น แล้วนั้น จากแนวคิดและการศึกษาในอดีตที่ผ่านมา ยังปรากฏปัจจัยอื่นๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อระดับราคาหุ้นภายใต้สมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนด้วย ได้แก่ ขนาดของกิจการ ปริมาณการซื้อขายหุ้น (Trade Volume) สภาพคล่องของกิจการ และประเภทของอุตสาหกรรม เป็นต้น ดังนี้

อภิญา อารมณีน (2550) ได้กล่าวถึงการศึกษาในอดีตที่ได้มีการนำผลกระทบที่เกิดจากขนาด (Size factor) มาเป็นปัจจัยหนึ่งในการทดสอบผลกระทบที่เกิดจากขนาดของธุรกิจเพื่อทดสอบอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ พบว่า ธุรกิจที่มีขนาดเล็กมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนสูงกว่าขนาดใหญ่ และสอดคล้องกับการศึกษาของ Foster, Ohlson and Shevlin (1984) ซึ่งพบการผันผวนสูงในกิจการขนาดเล็กมากกว่าขนาดใหญ่เช่นกัน ด้วยผลจากการทดสอบในอดีตนี้ จึงเป็นที่มาว่าขนาดของธุรกิจเป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในการทดสอบภายใต้สมมติฐานของระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดทุน

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (2548) กล่าวว่านักลงทุนที่กระจายความเสี่ยงด้วยการลงทุนในหลักทรัพย์ในหลายอุตสาหกรรม จะช่วยลดความเสี่ยงตามตลาดที่เกี่ยวข้องกับเหตุการณ์ต่างๆ ที่ไม่อาจควบคุมได้ เช่น ในขณะที่อุตสาหกรรมที่ดินและสิ่งก่อสร้างไม่สดใส อุตสาหกรรมท่องเที่ยวและโรงแรมอาจเจริญเติบโตก็ได้ คำกล่าวนี้ เป็นที่มาตามหลักเหตุผลที่ว่า อุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน ย่อมมีโอกาสส่งผลให้เกิดผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ที่ต่างกัน ด้วย

Bhushan (1994) พบว่าการนำเอาปัจจัยขนาดของการซื้อขายหุ้น (Trade Volume) มาทดสอบเพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกตินั้น ปรากฏความผันผวนของราคาหุ้นขึ้นในทิศทางบวก กล่าวคือมีผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรซึ่งจะช่วยลดต้นทุนการซื้อขายหุ้น โดยเฉพาะเมื่อมีปริมาณการซื้อขายมาก ซึ่งข้อมูลนี้ ก็เป็นปัจจัยที่สำคัญในการพิจารณาระดับของประสิทธิภาพตลาดทุนด้วย

## การพยากรณ์ผลตอบแทนที่คาดหวัง

การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ จะได้รับผลตอบแทนที่ไม่แน่นอน ขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายอย่างในอนาคตที่ไม่สามารถคาดการณ์ไว้ล่วงหน้าได้อย่างแม่นยำ ดังนั้น ผู้ลงทุนจึงต้องตัดสินใจลงทุนภายใต้ความเสี่ยง โดยอาศัยหลักการตัดสินใจภายใต้ความเสี่ยงอันประกอบไปด้วย โอกาสความน่าจะเป็น (probability) ของผลลัพธ์ในกรณีต่างๆ (alternative outcomes) และใช้หลักการแสวงหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังที่สูงที่สุด (maximize the expected return criteria) ในการพิจารณาทางเลือกต่างๆ ซึ่งอัตราผลตอบแทนภายใต้ความเสี่ยงในการลงทุนนี้ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ที่มาจากการคาดการณ์ว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ตัวใดตัวหนึ่ง จะได้รับผลตอบแทนเท่าใด ในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งในอนาคต

โดยอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังนี้ สามารถนำไปใช้เป็นข้อมูลเพื่อช่วยในการตัดสินใจลงทุนได้ เช่น เมื่อผู้ลงทุนต้องเผชิญกับการลงทุนที่มีความเสี่ยงในระดับหนึ่ง ผู้ลงทุนคาดหวังว่าหลักทรัพย์ที่ตนเลือกลงทุนนั้น ควรจะให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังไว้อย่างน้อยเป็นเท่าใด และหากผู้ลงทุนต้องการเปรียบเทียบความน่าลงทุนระหว่างหลักทรัพย์ 2 ตัว ที่มีความเสี่ยงเท่ากัน ผู้ลงทุนจะเปรียบเทียบระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ทั้ง 2 ตัว และพิจารณาเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมากกว่า เป็นต้น

## ความเสี่ยง

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2548) โดยทั่วไป ทฤษฎีทางการเงินมักจะสมมติให้ผู้ลงทุนเป็นผู้กลัวความเสี่ยง หรือผู้ที่พยายามหลีกเลี่ยงความเสี่ยง ซึ่งหมายความว่า หากผู้ลงทุนนั้นมีโอกาสลงทุนที่มีความเสี่ยงในระดับที่เท่าๆ กัน ผู้ลงทุนนั้นชอบที่จะได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าหรือหากมีโอกาสการลงทุนที่จะได้รับผลตอบแทนในระดับที่เท่าๆ กัน ผู้ลงทุนนั้นชอบการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า

โดยความกลัวความเสี่ยง (risk aversion) ที่จะกล่าวถึงต่อไปนี้ มุ่งเน้นไปที่การตัดสินใจเลือกลงทุน เมื่อผู้ลงทุนต้องตัดสินใจภายใต้ความไม่แน่นอน และพิจารณาเลือกการลงทุนที่เหมาะสมกับระดับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนยอมรับได้ โดยในตลาดหลักทรัพย์ประกอบด้วยสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงทุกชนิด กลุ่มหลักทรัพย์ตลาดจึงเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการกระจายความเสี่ยงอย่าง

สมบูรณ์ (completely diversified portfolio) ซึ่งหมายความว่าความเสี่ยงเฉพาะตัว (unique risk) หรือความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk) ของหลักทรัพย์นั้น ซึ่งจะถูกกำจัดออกไปด้วยการกระจายการลงทุน ดังนั้น ความเสี่ยงประเภทเดียวที่ยังเหลืออยู่ของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด คือ ความเสี่ยงเป็นระบบ (systematic risk)

### 1. ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic risk)

ความเสี่ยงชนิดนี้เป็นความเสี่ยงเฉพาะตัวของหลักทรัพย์ที่ไม่มีผลต่อหลักทรัพย์อื่น เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการบริหารงานภายในบริษัทเอง ปัจจัยที่มีผลทำให้เกิดความเสี่ยงชนิดนี้ได้แก่ การบริหารงาน การจัดการด้านการเงิน การบริหารตลาด การแข่งขัน การเปลี่ยนแปลงรสนิยมของผู้บริโภค เป็นต้น

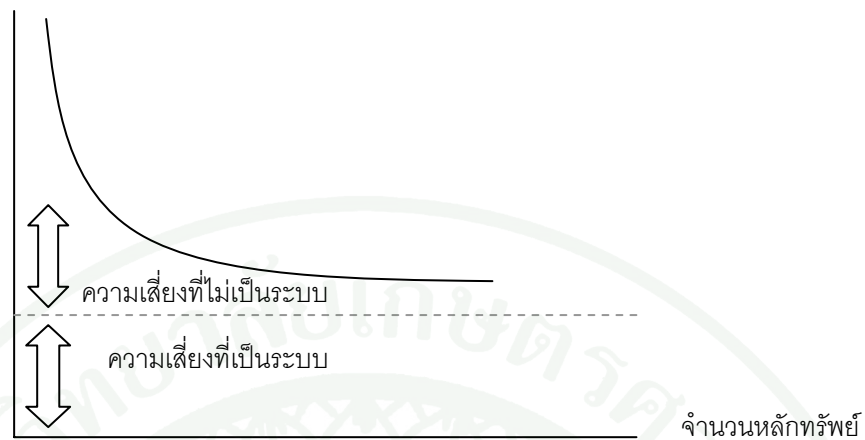
### 2. ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk)

ความเสี่ยงชนิดนี้เป็นความเสี่ยงที่ส่งผลกระทบต่อทุกหลักทรัพย์โดยรวม มีผลทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ได้รับผลกระทบด้วยความเสี่ยงที่เป็นระบบนี้มีสาเหตุส่วนใหญ่มาจากการเปลี่ยนแปลงทางด้านเศรษฐกิจ การเมือง และสภาวะแวดล้อมทางสังคม เป็นต้น ทำให้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางและลักษณะเดียวกันกับความเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดโดยส่วนรวม ความเสี่ยงชนิดนี้ไม่อาจหลีกเลี่ยงหรือกำจัดให้หมดไปได้ด้วยการกระจายการลงทุน

แนวคิดเรื่องความเสี่ยงที่เป็นระบบนี้ สามารถนำมาประยุกต์ใช้ได้ทั้งกับหลักทรัพย์เดี่ยวและกลุ่มหลักทรัพย์ โดยความเสี่ยงรวม (total risk) ของหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ใดๆ จะมีค่าเท่ากับ ผลรวมของความเสี่ยงที่เป็นระบบและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ดังสมการที่ 2.1 และภาพที่ 1

$$\text{ความเสี่ยงโดยรวม} = \text{ความเสี่ยงที่เป็นระบบ} + \text{ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ} \dots\dots\dots (2.1)$$

ความเสี่ยงโดยรวมของกลุ่มหลักทรัพย์



ภาพที่ 1 ความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์เมื่อมีการกระจายการลงทุน

จะเห็นได้ว่าความเสี่ยงโดยรวมทุกกลุ่มหลักทรัพย์จะมีค่าลดลงเมื่อจำนวนหลักทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น เนื่องจากการลดลงในส่วน of ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ และเมื่อมีหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้นจนถึงจุดๆ หนึ่ง ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบจะถูกกำจัดออกไปจนหมดสิ้น เหลือไว้แต่ความเสี่ยงที่เป็นระบบเพียงอย่างเดียว

### การวัดความเสี่ยง

- การวัดความเสี่ยงของหลักทรัพย์เดี่ยว

โดยทั่วไปความเสี่ยงหมายถึง ความไม่แน่นอนที่เกิดผลลัพธ์อย่างใดอย่างหนึ่งในอนาคต ภายใต้โอกาสความน่าจะเป็นระดับหนึ่ง ดังนั้น ความเสี่ยงจากการลงทุน (investment risk) จึงหมายถึง ความไม่แน่นอนที่ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนตามที่คาดหวังไว้ ซึ่งความไม่แน่นอนนี้สามารถวัดได้โดยช่วงของผลตอบแทน (rang of returns) หากช่วงของผลตอบแทนที่อาจเกิดขึ้นระหว่างผลตอบแทนที่สูงที่สุดนี้ยิ่งกว้างขึ้นเพียงใด ความไม่แน่นอนของผลตอบแทนในอนาคตก็จะมากขึ้นเท่านั้น

เครื่องมือวัดความเสี่ยงที่เป็นที่รู้จักกันโดยทั่วไปตามวิธีทางสถิติ คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (standard deviation) และความแปรปรวน (variance) โดยเครื่องมือวัดความเสี่ยงทั้งสองชนิดนี้ เป็นเครื่องมือวัดการกระจายตัวของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งจะสะท้อนถึงโอกาสที่อัตราผลตอบแทนที่จะเกิดขึ้นจริงจะไม่เป็นไปตามอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ หากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานหรือความแปรปรวนยิ่งสูงขึ้นเท่าใด ก็แสดงถึงการกระจายตัวของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสูงขึ้นเท่านั้น นั่นก็หมายถึง ความเสี่ยงจากการลงทุนก็จะเพิ่มสูงขึ้นไปด้วย โดยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ( $\sigma$ ) และความแปรปรวน ( $\sigma^2$ ) สามารถคำนวณได้ดังสมการที่ 2.2 และ 2.3

$$\sigma_i^2 = \frac{\sum_{i=1}^n [R_i - \bar{R}]^2}{n} \quad \text{..... (2.2)}$$

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n [R_i - \bar{R}]^2}{n}} \quad \text{..... (2.3)}$$

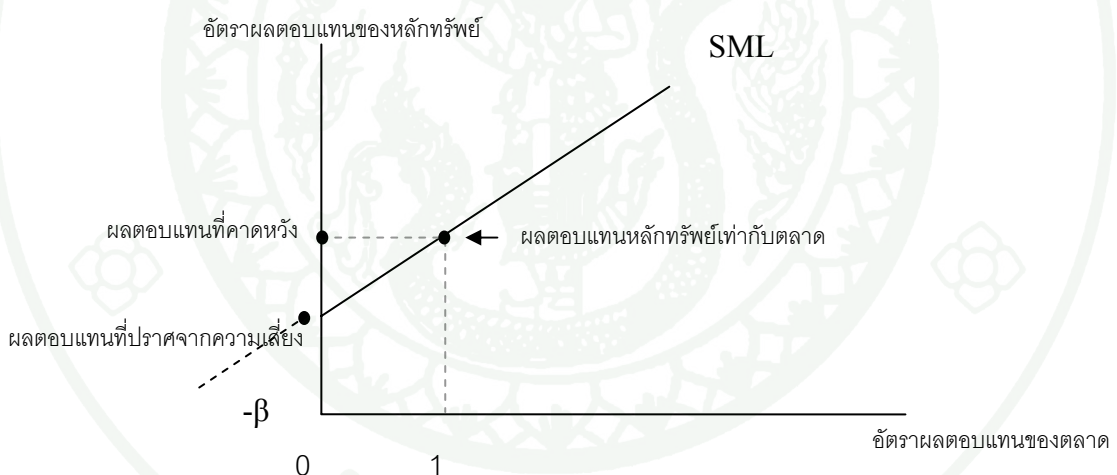
โดยที่

- $\sigma_i^2$  = ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทน
- $\sigma_i$  = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทน
- $R_i$  = อัตราผลตอบแทนที่ได้รับ
- $\bar{R}$  = ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ได้รับ
- $n$  = จำนวนงวดที่ลงทุน

### เส้นแสดงลักษณะ (Characteristic Line)

เส้นลักษณะนี้เป็นเครื่องมืออธิบายความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงของหลักทรัพย์และความเสี่ยงของตลาดเมื่อนำข้อมูลอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ชนิดใดชนิดหนึ่งกับข้อมูลอัตราผลตอบแทนของตลาดมาเขียนกราฟเส้นตรง ซึ่งลากขึ้นเพื่อแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนทั้งสองนี้ เรียกว่า เส้นแสดงลักษณะ (Characteristic Line) หรือบางตำราเรียกชื่อเส้น

แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยงซึ่งวัดค่าโดยใช้ความแปรปรวนร่วมระหว่างหลักทรัพย์เดียวกับกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดว่า Security Market Line : SML ค่าความชันของเส้นแสดงลักษณะหรือค่าเบต้า แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดเปลี่ยนไป 1 หน่วย ความชันของเส้นแสดงลักษณะจึงเป็นดัชนีชี้ความเสี่ยงอันเนื่องมาจากตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบนั่นเอง โดยค่าจำกัดความค่าเบต้าของตลาดจึงเท่ากับ 1 หากหลักทรัพย์มีค่าเบต่าน้อยกว่า 1 แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด หากหลักทรัพย์มีค่าเบต้ามากกว่า 1 แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด ส่วนเครื่องหมายบวกและลบ แสดงถึงทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ว่าเป็นไปในทิศทางใดเดียวกัน(บวก) หรือในทิศทางตรงกันข้าม (ลบ) กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด แสดงดังภาพที่ 2



ภาพที่ 2 เส้นลักษณะ

การคำนวณหาค่าเบต้าโดยใช้เส้นแสดงลักษณะนั้น อาจใช้ข้อมูลส่วนชดเชยความเสี่ยงหรืออัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง แทนข้อมูลอัตราผลตอบแทน นั่นคือสมการแบบจำลองการกำหนดราคาหุ้น (CAPM) นั้น เมื่อนำอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงหักออกทั้งสองข้างสมการ เส้นแสดงลักษณะจะอยู่ในรูปส่วนชดเชยความเสี่ยง

### การพยากรณ์ผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return)

เมื่อนักลงทุนมีความสนใจจะลงทุนในหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง สิ่งที่เขาไม่ได้เลยคือ การทำความรู้จักและศึกษาหลักทรัพย์ที่สนใจนั้นๆ ก่อนการตัดสินใจลงทุน เพื่อให้ตัดสินใจได้อย่างมีประสิทธิภาพและหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งการวิเคราะห์หลักทรัพย์แบ่งออกได้สองลักษณะ คือ การวิเคราะห์ทางเทคนิค(Technical Analysis) เป็นการวิเคราะห์ความเคลื่อนไหวของราคาในอดีตเพื่อคาดการณ์ราคาของหลักทรัพย์ที่จะเกิดขึ้นอนาคต และลักษณะการวิเคราะห์อีกประเภทคือ การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานที่มีผลต่อราคาหุ้น (Fundamental Analysis) เช่น การวิเคราะห์ลักษณะของธุรกิจ สินทรัพย์ หนี้สิน สภาพคล่อง ความสามารถในการทำกำไร เงินปันผล เป็นต้น ซึ่งการวิเคราะห์แบบจำลองราคาหุ้นที่จะใช้ในการศึกษาในครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

#### 1. แบบจำลองตลาด (Market Model)

Hadi (2006) แสดงให้เห็นว่าแนวคิดของแบบจำลองตลาด (Market Model) ซึ่งพัฒนาโดย Sharp (1963) ถูกใช้อย่างแพร่หลายในการงานวิจัยทางบัญชี โดยกล่าวว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และขอบเขตของการตอบสนองราคาหุ้นที่วัดโดยใช้ค่าเบต้า (ความเสี่ยงที่เป็นระบบ) ผลตอบแทนขึ้นอยู่กับเงื่อนไขตามความเฉพาะของบริษัท ซึ่งแบบจำลองตลาดสามารถสร้างกราฟเส้นตรงได้โดยมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาด บางครั้งเรียกความสัมพันธ์นี้ว่า Single-Index Model สามารถเขียนในรูปสมการดังนี้

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad \dots\dots\dots (2.4)$$

โดยที่  $E(R_{it})$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในช่วงเวลาที่ t  
 $R_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนของตลาดระหว่างช่วงเวลา t  
 $\alpha_i$  = ค่าคงที่ (Alpha) หรือค่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i เมื่อตลาดอยู่ในสภาวะปกติ (ผลตอบแทนของตลาดเป็นศูนย์)  
 $\beta_i$  = ค่าความชันหรือค่าสัมประสิทธิ์ของเส้นสมการถดถอย หรือเส้นแสดงลักษณะ หรือเรียกว่า Beta Coefficient

ทั้งนี้ภายใต้สมมติฐานที่ว่า ผู้ลงทุนไม่ชอบความเสี่ยง มีระยะเวลาการลงทุนเท่ากัน และจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนสูงที่สุดเมื่อระดับความเสี่ยงของหลักทรัพย์เท่ากัน โดยค่าพารามิเตอร์ แอลฟา  $\alpha$  และเบต้า  $\beta$  ได้จากการคำนวณด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares : OLS) ซึ่งเป็นวิธีการทางสถิติมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรในชุดข้อมูล แล้วเขียนเป็นฟังก์ชันหรือสมการทางคณิตศาสตร์ ซึ่งเป็นวิธีที่จะได้ฟังก์ชันที่เป็นตัวแทนที่ดีที่สุดของข้อมูลนั้น เพราะได้เกลี่ยความคลาดเคลื่อนของข้อมูลให้เหลือน้อยที่สุดแล้ว วัชร (2553) มาใช้ในการคำนวณหาค่าพารามิเตอร์

## 2. แบบจำลอง Capital Asset Pricing Model : CAPM

แบบจำลองราคาหุ้นที่ได้รับความนิยมอย่างมากและแพร่หลายคือทฤษฎีแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model : CAPM โดยผู้ริเริ่มแนวคิดนี้คือ William F. Sharpe, John Lintner และ Jan Mossin ในปี 1994 ซึ่งพัฒนาขึ้นมาจากแนวคิดเชิงทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ของมาร์โควิช (Markowitz Portfolio Theory) เพื่ออธิบายถึงการประเมินอัตราผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์และกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดทุน จากค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์นั้น ข้อสมมติฐานทฤษฎีนี้ประกอบด้วย

2.1 ผู้ลงทุนทุกคนมีการถึงอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง รวมทั้งความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์เหมือนกัน และลักษณะเดียวกัน (Homogeneous Expectations) โดยที่ผู้ลงทุนมีลักษณะที่เรียกว่า Risk Averter กล่าวคือ ก่อนที่จะลงทุนจะทำการเปรียบเทียบระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) กับความเสี่ยงของหลักทรัพย์ โดยจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีระดับความเสี่ยงที่ต่ำที่สุด เมื่อหลักทรัพย์เหล่านั้นมีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเท่ากัน และจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนสูงที่สุดเมื่อระดับความเสี่ยงของหลักทรัพย์เท่ากัน

### 2.2 ผู้ลงทุนมีช่วงและระยะเวลาลงทุนเท่ากัน

2.3 ผู้ลงทุนสามารถให้กู้ยืมโดยปราศจากความเสี่ยงและสามารถกู้ยืมเงินโดยปราศจากความเสี่ยง โดยอัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free :  $R_f$ ) มีระดับเท่ากันไม่ว่าจะเป็นการให้กู้หรือเป็นการกู้ยืม และอัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยงของผู้ลงทุนทุกคนมีระดับที่เท่ากัน

## 2.4 ไม่มีต้นทุนการแลกเปลี่ยน

2.5 ไม่มีเรื่องภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา : นักลงทุนมีส่วนต่างจากการลงทุนและเงินปันผลต่างกัน

## 2.6 ไม่มีเงินเฟ้อ

2.7 มีนักลงทุนมากมาย การตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนเพียงรายเดียวจะไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในตลาด และนักลงทุนในตลาดเป็นผู้รับราคา (Price take) ไม่สามารถกำหนดราคาได้

## 2.8 ตลาดอยู่ในดุลยภาพ

ถึงแม้ข้อสมมติฐานข้างต้นจะเป็นจริงได้ยากในทางปฏิบัติ แต่ก็ช่วยให้ให้นักลงทุนเข้าใจในความสัมพันธ์ต่างๆ ได้ง่ายขึ้นและนำมาพัฒนาใช้ให้สอดคล้องกับข้อมูลจริงได้

สมการ CAPM สามารถเขียนได้ดังนี้

$$E(R_{it}) = R_{ft} + [R_{mt} - R_{ft}] \beta_i + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots\dots (2.5)$$

โดยที่  $E(R_{it})$  = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์

$R_{ft}$  = อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk free rate) ณ เวลา t

$R_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของตลาดหลักทรัพย์ (Market rate of return)

$\beta_i$  = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ i

$\varepsilon_{it}$  = ค่าความคลาดเคลื่อน (Residual term) ของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

### 3. แบบจำลอง APT

แบบจำลองราคาดัชนี Arbitrage Pricing Theory : APT เป็นแบบจำลองที่มีแนวคิดอยู่บนพื้นฐานของกฎราคาเดียว ซึ่งเป็นแนวคิดที่พัฒนาโดย Ross (1976) แบบจำลอง APT แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังไว้กับความเสี่ยง ในขณะที่ CAPM ระบุเฉพาะความเสี่ยงของตลาดที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ แนวคิด APT มิได้ระบุความสัมพันธ์กับกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดอย่างแน่ชัดอย่าง CAPM แต่ให้ตระหนักว่ามีความเสี่ยงระดับมหภาคอยู่หลายประเภทที่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

APT มีข้อสมมติที่ว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงกับดัชนีต่างๆ กลุ่มหนึ่ง โดยแต่ละดัชนีเป็นตัวแทนปัจจัยแต่ละปัจจัยซึ่งมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นๆ ภายใต้กฎการมีราคาเดียว ผู้ลงทุนในตลาดจะซื้อและขายหลักทรัพย์โดยหลักทรัพย์ต่างๆ ที่ได้รับผลกระทบจากปัจจัยหนึ่งๆ ในลักษณะที่เหมือนกัน ควรจะให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังไว้เท่ากัน การซื้อและขายเพื่อเก็งกำไรจากราคาที่แตกต่างกันในแต่ละตลาด (Arbitrage) จนกระทั่งราคาหุ้นเท่ากัน เป็นกระบวนการที่ก่อให้เกิดการกำหนดราคาของหลักทรัพย์

ทั้งนี้แบบจำลอง APT มิได้มีข้อสมมติฐานในประเด็นที่ว่า

- ผู้ลงทุนพิจารณาหลักทรัพย์โดยดูจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนในหนึ่งช่วงเวลาลงทุน
- การยกเว้นภาษี
- ประเด็นการกู้และให้กู้ในอัตราดอกเบี้ยเท่ากับอัตราดอกเบี้ยเท่ากับอัตราดอกเบี้ยปราศจากความเสี่ยง
- การเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนอยู่บนพื้นฐานของผลตอบแทนที่คาดหวังและแปรปรวน

สมมติฐานของ APT ที่เหมือนกับ CAPM คือ

- ผู้ลงทุนมีความคาดหวังความเสี่ยง และผลตอบแทนในการลงทุนเหมือนกัน
- ผู้ลงทุนไม่ชอบความเสี่ยง ต้องการประโยชน์สูงสุด
- ตลาดอยู่ในดุลยภาพ
- อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เกิดจาก Factor Model

แบบจำลอง APT สามารถเขียนในรูปสมการได้ดังนี้

$$E(R_{it}) = R_{ft} + \beta_{i1}E(\lambda_1) + \beta_{i2}E(\lambda_2) + \dots + \beta_{ik}E(\lambda_k) \quad \dots\dots\dots (2.6)$$

โดยที่  $E(R_{it})$  = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$R_{ft}$  = อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง ณ เวลา t

$\lambda$  = อัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่ม (Risk premium) ของแต่ละปัจจัย

$\beta_i$  = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ i

#### 4. แบบจำลอง Fama French Factor Model : Three-Factor Model

ณัฐพงศ์ ฐีซื่อ (2547); Fama (1993) แบบจำลอง Three-Factor Model เป็นแบบจำลองที่นอกจากจะคำนึงถึงความเสี่ยงของตลาดแล้ว ยังคำนึงถึงปัจจัยขนาดธุรกิจ และมูลค่าตามบัญชีหารด้วยมูลค่าตลาดด้วย ตามสมมติฐานดังนี้

4.1 ค่าความเสี่ยงของตลาด (Market Risk) จากสมการ CAPM แสดงถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น

4.2 ขนาดของธุรกิจ (Size of the Companies) ซึ่งหาได้จากมูลค่าตลาดของส่วนทุนบริษัทนั้นๆ (Market Value of Equity : ME) จากงานศึกษาผ่านมาพบว่าหลักทรัพย์ที่มี ME ต่ำจะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ต่ำ เนื่องจากธุรกิจที่มีขนาดเล็กย่อมมีความเสี่ยงมากกว่าธุรกิจที่มีขนาดใหญ่กว่า นักลงทุนจึงคาดหวังผลตอบแทนที่มีอัตราสูง

4.3 มูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ หรือ Book to Market ratio : BE/ME ซึ่งถ้ามูลค่าตลาดใหญ่กว่ามูลค่าตามบัญชีหรือค่า BE/ME มีค่าต่ำแสดงให้เห็นว่านักลงทุนคาดการณ์ถึงอนาคตที่ดี ศักยภาพหรือความสามารถในการดำเนินงานและสถานภาพทางการเงินที่ดีของหลักทรัพย์นั้น หรืออาจสื่อได้ถึงความเสี่ยงที่ต่ำ นักลงทุนจึงคาดหวังอัตราผลตอบแทนที่ต่ำ หากอัตราส่วน BE/ME มีค่ามาก แสดงให้เห็นว่านักลงทุนคาดการณ์ถึงอนาคตที่ไม่ดีของหลักทรัพย์นั้นทั้งทางด้านศักยภาพและความสามารถในการดำเนินงาน สถานภาพทางการเงิน เป็นต้น ซึ่งสื่อให้เห็นถึงความเสี่ยงที่มาก นักลงทุนจึงคาดหวังอัตราผลตอบแทนที่สูงเพื่อให้สอดคล้องกับความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้นๆ

แบบจำลอง Fama French Three Factor Model : Three Factor Model สามารถเขียนในรูปสมการได้ดังนี้

$$(k_i - k_{RF}) = a_i + b_i(k_M - k_{RF}) + c_i(k_{SMB}) + d_i(k_{HML}) + e_i \quad \dots\dots\dots (2.7)$$

|                 |                                                                                                                   |
|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| โดยที่ $k_i$    | = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i                                                                                    |
| $k_{RF}$        | = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง                                                                  |
| $k_M$           | = อัตราผลตอบแทนของตลาด                                                                                            |
| $k_{SMB}$       | = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กลบด้วยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่      |
| $k_{HML}$       | = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่า BE/ME สูงลบด้วยผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่า BE/ME ต่ำ |
| $a_i$           | = ค่าคงที่ของหลักทรัพย์ i                                                                                         |
| $b_i, c_i, d_i$ | = ค่าสหสัมพันธ์ของหลักทรัพย์ i                                                                                    |
| $e_i$           | = ค่าความคลาดเคลื่อน                                                                                              |

#### 4. การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Event Study Methodology

MacKinlay (1997); Hadi (2006) การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Event Study Methodology เป็นการวิเคราะห์ผลกระทบของการประกาศข่าวสารต่างๆ ว่ามีผลต่อพฤติกรรม

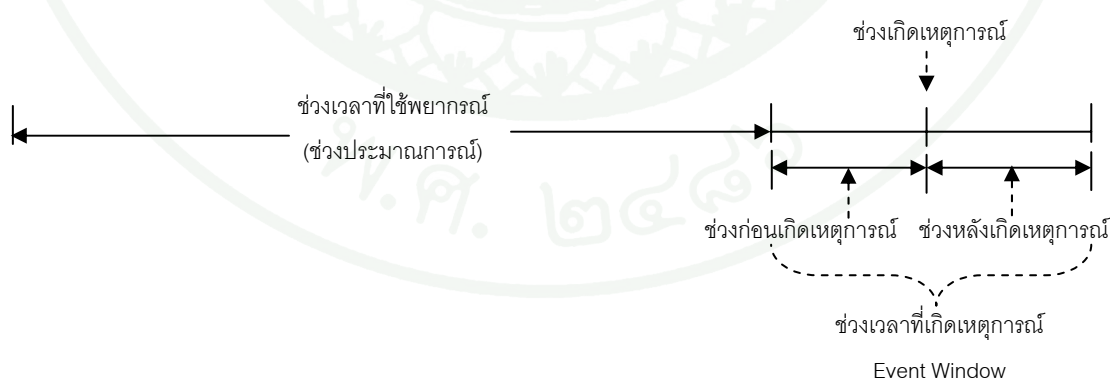
ของราคาหุ้นหรือไม่ในทิศทางใด โดยการกำหนดช่วงระยะเวลาการแบ่งข้อมูลที่จะใช้ในการศึกษาตามหลักการของการทดสอบ แบ่งข้อมูลออกเป็น 4 ช่วง ดังต่อไปนี้

ช่วงที่ 1 เรียกว่าช่วงประมาณการ (Estimation Period) เป็นช่วงที่ใช้สำหรับประมาณการผลที่จะเกิดขึ้นในระยะก่อนและหลังช่วงที่เกิดเหตุการณ์เพื่อคำนวณหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return)

ช่วงที่ 2 ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ (Pre-Event Period) คือระยะเวลาก่อนวันที่ทำการศึกษา มีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาแนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นก่อนวันเกิดเหตุการณ์

ช่วงที่ 3 ช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event Period) คือระยะเวลาล้อมรอบวันที่เกิดเหตุการณ์ เช่น หากทำการศึกษาผลกระทบการประกาศผลกำไรต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น ให้ถือเอาวันที่ประกาศผลกำไรเป็นวันที่ 0 วันที่ก่อนหน้าและหลังวันที่ 0 เป็นวันที่เกิดเหตุการณ์

ช่วงที่ 4 ช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ (Post-Event Period) คือระยะเวลาล้อมรอบวันที่เกิดเหตุการณ์ และมีจำนวนวันเท่ากับช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์มีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาแนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นหลังวันที่เกิดเหตุการณ์



ภาพที่ 3 เส้นแสดงช่วงเวลาในการวิเคราะห์ข้อมูลด้วย Event Study Methodology

ช่วงประมาณการจะเป็นการนำข้อมูลมาหาค่าตัวแปรแอลฟา( $\alpha$ ) และเบต้า ( $\beta$ ) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Least Square Method) เพื่อนำมาแทนค่าในสมการที่ใช้คำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) และเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเพื่อหาค่าผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event Window) แล้วนำผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ที่คำนวณได้มารวมและหาค่าเฉลี่ยจะได้ค่าผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม เพื่อนำไปทดสอบทางสถิติ

### อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return)

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหรือ Abnormal Return หมายถึง ผลต่างของอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง กับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง จากการลงทุนในหลักทรัพย์ ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง หรือในช่วงที่ทำการศึกษา (Event Window) ซึ่งมีโอกาสแสดงค่าได้ทั้งบวกและลบ ภายใต้สมมติฐานของประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ หากตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพในระดับเข้ม หรือ Strong Form อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจะ เข้าใกล้ 0 การทดสอบการตอบสนองของราคาหุ้นด้วยวิธี Event Study Methodology จึงเป็นการทดสอบตามสมมติฐานระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดหุ้นด้วย อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสามารถเขียนได้ในรูปสมการ ดังนี้

$$AR_{it} = A_{it} - E(R_{it}) \quad \dots\dots\dots (2.8)$$

โดย  $AR_{it}$  = ผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

$R_{it}$  = ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

$E(R_{it})$  = ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

### การรวมผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Cumulative Abnormal Return: CAR)

การรวมผลตอบแทนที่ผิดปกติ ซึ่งได้จากสมการที่ 2.8 โดยใช้วิธีการรวมผลตอบแทนที่ผิดปกติ หรืออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) ในช่วงเหตุการณ์ที่ศึกษา (Event Window) แล้วทำการหาค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกตินั้น คำนวณได้ดังสมการต่อไปนี้

$$CAR = \frac{\sum AR}{N} \dots\dots\dots (2.9)$$

โดย CAR = ค่าเฉลี่ยของผลรวมอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ  
 AR = ผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์  
 N = จำนวนวันของช่วงที่เกิดเหตุการณ์

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) นี้ถูกคำนวณขึ้นเป็นรายหลักทรัพย์ เมื่อได้ค่า CAR ครบทุกหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาแล้ว นำไปทดสอบทางสถิติต่อไป

การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Event Study Methodology สะดวกในการนำไปใช้และสามารถเลือกตัวแบบการคำนวณอัตราผลตอบแทนได้หลากหลายขึ้นอยู่กับปัจจัยแวดล้อมของแต่ละตลาดหลักทรัพย์ แต่ข้อดีส่วนนี้ก็อาจเป็นข้อด้อยได้เช่นกัน เนื่องจากผลจากการคำนวณที่อาจแตกต่างกันได้จากตัวแบบที่เลือกใช้ นอกจากนี้ยังมีโอกาสที่ผลที่ได้จากการวิเคราะห์จะสะท้อนผลกระทบที่เกิดจากเหตุการณ์อื่น นอกเหนือจากเหตุการณ์ที่ควบคุม อย่างไรก็ตาม วิธีนี้ก็ยังเป็นวิธีที่นิยมใช้ในการทดสอบการตอบสนองของราคาหุ้นอย่างแพร่หลายในระยะเวลากว่า 40 ปี

### มาตรฐานการบัญชีที่มีการเปลี่ยนแปลงและประกาศใช้ในปี 2550 และปี 2551

ในปี 2550 และปี 2551 มีการปรับปรุงแนวทางและวิธีการปฏิบัติของมาตรฐานการบัญชีหลากหลายฉบับเพื่อให้มีความเหมาะสมกับสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงและทันสมัย และงบการเงินสามารถสะท้อนความเป็นจริงมากขึ้น รวมทั้งเป็นการยกระดับมาตรฐานการบัญชีของประเทศไทย ให้มีมาตรฐานเทียบเท่าการบัญชีสากล (IFRS, US GAAP) ซึ่งมีความสำคัญในการสร้างความน่าเชื่อถือและเป็นที่ยอมรับในการทำธุรกิจระหว่างประเทศมากยิ่งขึ้น มาตรฐานการบัญชีที่มีการปรับปรุงและประกาศใช้ในปี 2550 และปี 2551 แสดงดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 รายชื่อมาตรฐานการบัญชีที่ปรับปรุงและประกาศใช้ในปี 2550 และ 2551

| ลำดับที่ | ฉบับที่ | ชื่อมาตรฐานการบัญชีที่ปรับปรุงและประกาศใช้ตามกฎหมาย         | วันที่ถือปฏิบัติ |
|----------|---------|-------------------------------------------------------------|------------------|
| 1        | 44      | งบการเงินรวมและงบการเงินเฉพาะกิจการ                         | 1 มกราคม 2550    |
| 2        | 45      | เงินลงทุนในบริษัทร่วม                                       | 1 มกราคม 2550    |
| 3        | 46      | ส่วนได้เสียในการร่วมค้า                                     | 1 มกราคม 2550    |
| 4        | 25      | งบกระแสเงินสด                                               | 1 มกราคม 2551    |
| 5        | 29      | สัญญาเช่า                                                   | 1 มกราคม 2551    |
| 6        | 31      | สินค้าคงเหลือ                                               | 1 มกราคม 2551    |
| 7        | 33      | ต้นทุนการกู้ยืม                                             | 1 มกราคม 2551    |
| 8        | 35      | การนำเสนอของงบการเงิน                                       | 1 มกราคม 2551    |
| 9        | 39      | นโยบายการบัญชี การเปลี่ยนแปลงประมาณการทางบัญชีและข้อผิดพลาด | 1 มกราคม 2551    |
| 10       | 41      | งบการเงินระหว่างกาล                                         | 1 มกราคม 2551    |
| 11       | 43      | การรวมธุรกิจ                                                | 1 มกราคม 2551    |
| 12       | 49      | สัญญาก่อสร้าง                                               | 1 มกราคม 2551    |
| 13       | 51      | สินทรัพย์ไม่มีตัวตน                                         | 1 มกราคม 2551    |

จากการปรับปรุงมาตรฐานการบัญชีและประกาศใช้ในปี 2550 และปี 2551 จำนวนรวม 13 ฉบับนี้ ทำให้ผู้ศึกษาเห็นว่า มาตรฐานการบัญชีมีส่วนสำคัญที่ทำให้งบการเงินเปลี่ยนแปลงไปตามวิธีปฏิบัติที่ประกาศใช้ใหม่ และมีความน่าสนใจในการศึกษาว่าข้อมูลทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายราคาหุ้นเมื่อมีการประกาศผลกำไรได้เพียงใด

### ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

สำหรับในส่วนที่สอง เป็นการนำเสนองานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา ซึ่งได้รวบรวมเนื้อหาต่างๆ จากตำราทางวิชาการ หนังสือ วารสาร ผลงานวิจัย บทความและรายงานการศึกษา ค้นคว้าที่เกี่ยวข้อง ดังมีรายละเอียดดังนี้

ณัฐพล ลีลายุทธชัย (2544) ทำการศึกษาถึงผลกระทบของราคาหุ้นจากการประกาศจ่ายเงินปันผล และการประกาศเพิ่มทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2541–2542 โดยนำวิธีการ Event Study Methodology มาประยุกต์ใช้ในการวิเคราะห์ผลของการประกาศจ่ายเงินปันผล และการประกาศเพิ่มทุน โดยกำหนดให้ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่ศึกษา คือช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลและการประกาศเพิ่มทุน โดยเลือกวันที่ขึ้นเครื่องหมาย XD เป็นวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผล และเครื่องหมาย XR เป็นวันที่ประกาศเพิ่มทุน ช่วงเวลาของเหตุการณ์ที่ศึกษา คือช่วงเวลาก่อนและหลังวันที่ขึ้นเครื่องหมาย XD และ XR 5 วันทำการ ช่วงที่ใช้พยากรณ์ คือช่วงก่อนและหลังช่วงของเหตุการณ์ที่ศึกษา 30 วันทำการ ใช้แบบจำลอง CAPM ในการคำนวณผลตอบแทนที่คาดหวัง และการคำนวณผลตอบแทนที่ผิดปกติ นั้น ใช้การคำนวณโดยนำผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล หรือการประกาศเพิ่มทุนลบด้วยผลตอบแทนที่ปกติในแต่ละวันของช่วงนี้ และใช้วิธีการสะสมผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเหตุการณ์ที่ศึกษาแล้วหารด้วยจำนวนวัน เพื่อหาค่าเฉลี่ย แล้วนำผลต่างของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์มาทดสอบทางสถิติโดยใช้ t-test ในการทดสอบพบว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล หรือไม่มีการให้ผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงนี้ และในกลุ่มของการศึกษาผลของการประกาศเพิ่มทุนพบว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงในช่วงที่มีการประกาศเพิ่มทุน หรือไม่มีการให้ผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่เกิดเหตุการณ์เช่นเดียวกัน

รัตนา พฤษมาศวงศ์ (2546) ทำการศึกษาเรื่องผลกระทบของการประกาศผลกำไรจากการดำเนินงานต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับงบการเงินในช่วงปี 2543 – 2544 ที่ใช้คำนวณในกลุ่ม SET 50 Index มาคัดเลือกเพื่อทำการศึกษาว่าเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่ประกาศผลกำไรหรือไม่ โดยนำขนาดของกิจการมาร่วมวิเคราะห์ด้วย ได้คัดเลือกหลักทรัพย์ที่ถูกนำมาใช้คำนวณในกลุ่ม SET 50 Index ที่ตลาดหลักทรัพย์เปิดเผยทุก 6 เดือน เข้ากัน 4 ครั้ง ตรวจสอบข่าวสารอื่นที่อาจมีผลต่อราคาหุ้นที่คัดเลือกมา ใช้ช่วงระยะเวลาที่ทำการทดสอบ 7 วัน โดยให้วันที่ 0 คือ วันที่บริษัทนำส่งผลการดำเนินงานให้กับตลาดหลักทรัพย์ และช่วงเวลาที่ทำการทดสอบคือวันก่อนและหลังวันที่บริษัทนำส่งผลการดำเนินงานเป็นระยะเวลา 3 วัน หลังจากที่ทำการศึกษาตรวจสอบข่าวสารอื่นที่อาจมีผลต่อราคาหุ้นที่คัดเลือกมาเพื่อทำการศึกษาแล้ว คงเหลือหลักทรัพย์ที่นำมาทดสอบจำนวน 25 หลักทรัพย์ โดยนำหลักทรัพย์ทั้ง 25 หลักทรัพย์มาจัดเรียงตามลำดับพิจารณาจากมูลค่า

สินทรัพย์รวมของแต่ละหลักทรัพย์จากน้อยไปหามาก แล้วหาค่ามัธยฐาน (Median) กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์รวมน้อยกว่าค่า Median ที่คำนวณได้ คือกลุ่มกิจการขนาดเล็ก มีจำนวนรวม 8 หลักทรัพย์ และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่ากิจการมากกว่าค่า Median จัดให้เป็นกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ มีจำนวนรวม 15 หลักทรัพย์ นำมาคำนวณหาผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ โดยนำผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงมาเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่คาดหวังซึ่งคำนวณจากแบบจำลอง CAPM และคำนวณหาผลตอบแทนที่ผิดปกติด้วยวิธี Event Study Methodology แล้วรวบรวมผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยใช้วิธีการสะสมผลตอบแทนที่ผิดปกติ (CAR Method : Cumulative Abnormal Return) แล้วนำค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ มาทดสอบค่าทางสถิติโดยใช้ค่าสถิติ t-test ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ในการทดสอบ ผลการทดสอบสามารถสรุปได้ว่าการประกาศผลกำไรโดยแยกวิเคราะห์รายปีนั้นมีผลต่อระดับราคาของหลักทรัพย์สำหรับปี 2543 แต่ไม่มีผลต่อราคาหุ้นในปี 2544 เมื่อวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสำหรับปี 2543 – 2544 สรุปได้ว่า การประกาศผลกำไรมีผลต่อราคาหุ้น ส่วนขนาดของกิจการไม่มีผลต่อระดับราคาหุ้นของปี 2543 – 2544

ศิริลักษณ์ ธาราพิพัฒน์, กรกฎ สัตยานุรักษ์, ชนิดา พัทโนทัย (2546) ทำการศึกษาหาความสัมพันธ์ของกำไรสุทธิทางบัญชีประจำปี 2544 กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยคัดเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ที่นำมาทดสอบได้จำนวน 68 หลักทรัพย์ พิจารณาจากหลักทรัพย์ที่นักลงทุนให้ความสนใจและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ได้จัดทำข้อมูลผลตอบแทนที่คาดหวังไว้แล้ว คณะผู้วิจัยได้เลือกข้อมูลกำไรที่คาดหวังที่จัดทำขึ้นโดยบริษัท หลักทรัพย์ทิสโก้ จำกัด แล้วนำมาหาผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่ทำการทดสอบคือระยะเวลา 7 วันก่อนและหลังการประกาศผลกำไร ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2544 โดยใช้สมการถดถอยทดสอบทางสถิติ กำหนดให้การเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์เป็นตัวแปรตาม และการเปลี่ยนแปลงของกำไรที่คาดหวังเป็นตัวแปรอิสระ จากผลการทดสอบสามารถสรุปได้ว่าการประกาศผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่นำมาศึกษาไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์

อภิญา อารมณชีน (2550) ได้ทำการศึกษาถึงผลกระทบต่อราคาหุ้นจากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวบรวมข้อมูลการประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับรอบระยะเวลาบัญชี 6 เดือน ระหว่างปี 2546 – 2548 จำนวนทั้งสิ้น 204 ครั้ง จาก 69 บริษัท โดยใช้แบบจำลองตลาดในการศึกษาเหตุการณ์ ได้แบ่งการศึกษา

ออกเป็น 2 กรณี โดยในกรณีที่ 1 แบ่งประชากรตามจำนวนเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลง สามารถจำแนกได้เป็น 3 ประเภท คือกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลลดลง กลุ่มที่จ่ายเงินปันผลเท่าเดิม และกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น และกรณีที่ 2 แบ่งตามขนาดบริษัท โดยแบ่งเป็นบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ เรียงตามลำดับขนาดสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย 3 ปีจากน้อยไปหามากแล้วหาค่ามัธยฐาน ให้กลุ่มที่มีขนาดสินทรัพย์น้อยกว่าและเท่ากับมัธยฐานเป็นตัวแทนของบริษัทขนาดเล็ก และให้กลุ่มที่มีขนาดสินทรัพย์มากกว่ามัธยฐานเป็นตัวแทนของบริษัทขนาดใหญ่ ในการคำนวณผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลองตลาด และกำหนดช่วงระยะเวลาที่เกิดเหตุการณ์คือระยะเวลา 3 วันก่อนและหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล และช่วงประมาณการคือช่วงระยะเวลาก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล 60 วัน นำหลักทรัพย์ที่คัดเลือกได้มาคำนวณหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยนำผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลมาเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล และใช้ค่าสถิติ t-test ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% เพื่อทดสอบผลกระทบที่มีต่อราคาหุ้น จากผลการศึกษสามารถสรุปได้ว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ราคาหุ้นลดลงทุกกลุ่ม ซึ่งกลุ่มที่ได้รับผลกระทบมากที่สุดคือกลุ่มหลักทรัพย์ที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น รองลงมาคือกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลลดลง และกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลเท่าเดิมได้รับผลกระทบที่ส่งผลให้ราคาหุ้นลดลงน้อยที่สุด

Ball and Brown (1968) การตอบสนองของราคาหุ้นเมื่อมีการประกาศผลกำไรโดยใช้ข้อมูลรายเดือนที่มีกำไรและรายงานใน *Compustat tapes* ระหว่างปี 1946 –1966 มีงวดการดำเนินงานสำหรับปีระหว่าง ม.ค. – ธ.ค. ราคาหุ้นรายงานใน *CRSP tapes* อย่างน้อย 100 เดือน และประกาศผลกำไรใน *Wall Street Journal* รวมหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาทั้งสิ้น 261 หลักทรัพย์ แล้วนำหลักทรัพย์ทั้งหมดมาศึกษาหาผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ โดยใช้ข้อมูลรายเดือน ให้เดือนที่มีการประกาศผลกำไรเป็นเดือนที่ 0 และประมาณการผลตอบแทนที่คาดหวังในช่วงเดือนที่ -12 และถือไว้จนกว่าเดือนที่มีการขายในเดือนที่ T ผลการศึกษาพบว่า การประกาศผลกำไรมีผลต่อระดับราคาหุ้นในช่วงที่ทำการศึกษา ซึ่งเป็นหลักฐานที่ทำให้เชื่อได้ว่า การประกาศผลกำไรให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งสะท้อนอยู่ในระดับราคาหุ้นที่เปลี่ยนแปลงไป

Beaver et al. (1980) ศึกษากำไรที่คาดว่าจะได้รับโดยใช้ราคาหุ้นเป็นข้อมูลในการพยากรณ์ ซึ่งเป็นแนวทางกลับกันกับการศึกษาในอดีตที่มักใช้กำไรสะสมมาพยากรณ์ราคาหุ้น Ball and Watts (1992); Beaver(1970) การศึกษานี้จะทำให้ทราบข้อมูลที่แฝงอยู่ในราคาหุ้น

เนื่องจากการศึกษาในอดีตพบความสัมพันธ์ของราคาหุ้นและกำไร โดยเฉพาะในช่วงที่มีการประกาศผลกำไร Ball and Brown (1968) และยังสามารถนำกำไรมาพยากรณ์สภาพคล่องได้อีกด้วย โดยใช้ข้อมูลจาก Compustat-CRSP ระหว่างปี 1958-1976 ที่มีรอบระยะเวลาบัญชีตามปีปฏิทิน และใช้เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของค่า E/P (earning per share) จำนวน 100 หลักทรัพย์ โดยจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในแต่ละปี นำมาเรียงลำดับตามเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงมากไปหาน้อย และคำนวณหาค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานด้วยสมการถดถอย ซึ่งจะทำให้ข้อมูลของแต่ละปีเกิดขึ้นซ้ำๆ กัน และนำมาจัดกลุ่มใหม่ เพื่อให้ได้ข้อมูลที่ดีที่สุดได้คัดให้คงเหลือเพียง 50, 25, 10 และ 5 หลักทรัพย์ในแต่ละปีตามลำดับ จากนั้นนำค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานและค่าความแปรปรวนมาคำนวณหาเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของกำไรที่คาดหวังด้วยสมการถดถอยอีกครั้ง ผลจากการศึกษาพบว่า การนำราคาหุ้นมาคาดการณ์กำไรนั้นทำได้ยาก ซึ่งมีผลทำให้เกิดช่องว่างในการตอบสนองของราคาหรืออาจจะทำให้ข้อมูลบิดเบือนได้นอกจากนั้นการจัดกลุ่มของหลักทรัพย์ด้วยการพิจารณาจากเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงค่า P/E นั้นมีความเป็นไปได้ที่จะสัมพันธ์กันกับการศึกษาในอดีต และทางเลือกในการแปลความหมายของค่า P/E Ratio เพื่อการพิจารณาที่แตกต่างจากการวิเคราะห์ทั่วไป ซึ่งมีความเป็นไปได้ว่า แนวทางการคาดการณ์กำไรที่คาดหวังจากราคาหุ้นจะแม่นยำกว่าการวิเคราะห์ด้วยวิธี random walk with drift หรือแนวทางการวิเคราะห์โดยใช้สมการถดถอยที่มีการนำค่าเบต้าหรือค่าความเสี่ยง(แสดงความชัน) มาเป็นตัวแปรร่วมในการหาผลลัพธ์ Ball and Brown (1968) ส่วนการนำหลักทรัพย์มาคาดการณ์กำไรของปีถัดไปเป็นแนวทางที่ไม่ถูกต้องนักเนื่องจากข้อมูลบางอย่างที่แฝงอยู่อาจไม่สัมพันธ์กัน ส่งผลให้ความสามารถในการคาดการณ์กำไรต่อหุ้นไม่ชัดเจน โดยเฉพาะในส่วนของการพิจารณาจากราคาหุ้น

Ball (1991) ทำการศึกษาการตอบสนองของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรรายไตรมาส โดยพิจารณาจากพฤติกรรมความเสี่ยง ผลตอบแทน และผลตอบแทนที่ผิดปกติในระยะเวลารอบๆ ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ ซึ่งอาศัยสมมติฐานหลายประการ ได้แก่ ประการที่หนึ่งความไม่แน่นอนที่เกิดขึ้นตลอดช่วงที่เกิดเหตุการณ์ โดยพิจารณาจากข้อมูลต่างๆ ของบริษัทที่ส่งผลให้ผลตอบแทนที่หวังปรับตัวในทิศทางบวกในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ การศึกษาที่ผ่านมารายงานถึงผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวกมีสาเหตุมาจากไม่ได้นำเอาความเสี่ยงมาร่วมศึกษา แต่เมื่อนำความเสี่ยงมาร่วมศึกษาดูแล้วพบว่า ผลตอบแทนที่ผิดปกติไม่สอดคล้องกับการตอบสนองของราคาหุ้นเลย และประการที่สอง คือ การประกาศผลกำไรซึ่งโดยทั่วไปแล้ว หากมีผลการดำเนินงานที่ดี(ข่าวดี) ผู้บริหารจะประกาศเร็ว และหากประกาศล่าช้าเมื่อผลการดำเนินงานไม่ดี(ข่าวร้าย) โดยสมมติฐานทั้งสองประการนี้สันนิษฐานว่าค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติจะเป็นดังนี้

1. บริษัทที่ประกาศผลช้า ส่งสัญญาณว่าจะมีข่าวร้าย หรือเป็นไปได้ว่าผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่ประกาศผลกำไรจะมีค่าเป็นลบ
2. บริษัทที่ประกาศผลเร็ว ส่งสัญญาณว่าจะมีข่าวดี หรือผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่ประกาศผลกำไรมีค่าเป็นบวก
3. จากเหตุผลดังกล่าว ส่งผลให้การประกาศผลกำไรของบริษัททุกบริษัทที่นำมาทดสอบ มีผลรวมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเข้าใกล้ 0

ข้อมูลที่นำมาทำการทดสอบได้จากบริษัทใน NYSE-AMEX ที่บันทึกใน COMPUSTAT Quarterly tape ที่ประกาศผลกำไรรายไตรมาสแรก ระหว่างปี 1980-1988 จำนวนรวม 51,178 บริษัท ศึกษาโดยวิธี Event Study Methodology ระยะเวลาในการพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม 21 วัน (Event window) ใช้ CAPM ในการคำนวณผลตอบแทนที่คาดหวัง ผลการศึกษาพบว่าเป็นไปตามสมมติฐานคือ บริษัทส่วนใหญ่ที่มีผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวก ในช่วงการประกาศผลกำไร นอกจากนี้ยังได้นำข้อมูลชุดนี้มาทำการทดสอบตามวิธีของ Hand's (1990) เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ว่า ขนาดของบริษัทนั้นมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ ผลจากการทดสอบดังกล่าวชี้ให้เห็นว่าขนาดของกิจการนั้น ยังเป็นตัวแทนที่ไม่ดีพอที่จะนำมาคาดการณ์การตอบสนองของราคาหุ้นในช่วงที่ประกาศผลกำไรได้

Vieru, Perttunen and Schadewitz (2005) ศึกษาการตอบสนองราคาตลาดหลักทรัพย์ต่อการประกาศผลกำไรในประเทศฟินแลนด์ โดยใช้ Event Study Methodology ในการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติระหว่างปี 1997 – 2002 ระยะเวลาที่ใช้ศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Event Window) 4 วัน หลังจากวันที่ประกาศผลกำไร โดยนับวันที่ประกาศผลกำไรเป็นวันที่ 0 นอกจากนี้ยังนำปัจจัยอื่นๆ มาทดสอบร่วมกับการประกาศผลกำไร คือ ขนาดของกิจการ (Size) Foster, Ohlson and Shevlin (1984) พบการผันผวนสูงในกิจการขนาดเล็กมากกว่ากิจการขนาดใหญ่ ขนาดกิจการวัดได้จากมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ของกิจการ ปัจจัยที่สองคือ ปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ (Trade Volume) งานวิจัยที่ผ่านมาพบว่าเมื่อมีการซื้อขายหลักทรัพย์ในปริมาณมากสามารถลดต้นทุนได้ และปัจจัยสุดท้ายคือความถี่ในการประกาศผลกำไรระหว่างปี Bhushan (1994); Livnat *et al.* (2003) พบว่าหากมีการประกาศผลกำไรระหว่างปีเพิ่มขึ้นจะช่วยลดการการผันผวน ได้ ผลที่ได้จากการศึกษาในครั้งนี้คือการประกาศผลกำไรมีผลต่อราคาหุ้นในทิศทางบวก

หรือในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น และการนำปัจจัยที่มีผลต่อการตอบสนองของราคาหุ้นจากการประกาศผลกำไรมาวิเคราะห์เพิ่มเติม ปรากฏผลการทดสอบทางสถิติด้วยวิธีสมการถดถอยคล้ายคลึงกันกับการไม่กำหนดปัจจัยทั้ง 3 หรืออาจกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่าการนำปัจจัยทั้ง 3 มาร่วมทดสอบไม่ทำให้มีการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศผลกำไรเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ การศึกษาครั้งนี้ชี้ให้เห็นว่านักลงทุนที่มีกลยุทธ์ในการซื้อ-ขายหลักทรัพย์ที่ราคาตอบสนองต่อการประกาศผลกำไรจะสามารถสร้างผลกำไรได้ดี

Fan-far, Mohd and Nasir (2008) ศึกษาถึงการตอบสนองของราคาหุ้นในช่วงที่มีการประกาศผลกำไร และได้นำขนาดของบริษัทซึ่งพิจารณาจากมูลค่าของกิจการ (Market Capital) และระยะที่ทำการศึกษา (Event Window) คือ ระยะเวลาระหว่างวันที่ -50 ถึงวันที่ +1 ของช่วงที่เกิดเหตุการณ์ และระยะสั้นระหว่างวันที่ -1 ถึงวันที่ +1 ของช่วงที่เกิดเหตุการณ์มาร่วมทดสอบด้วย โดยศึกษาจากหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กัวลาลัมเปอร์ (the Kuala Lumpur Stock Exchange: KLSE) ระหว่างปี 1988–1997 ทำการประมาณค่าผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยใช้ Market Model ในการหาค่าผลตอบแทนที่คาดหวังในระยะที่ทำการศึกษา และนำค่าผลตอบแทนที่ไม่คาดหวังมาคำนวณรวมในสมการถดถอยเพื่อลดผลกระทบต่อค่าที่เปลี่ยนแปลงอย่างรุนแรง ผลการศึกษาพบว่าการศึกษาช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะยาวราคาหุ้นของบริษัทขนาดใหญ่ตอบสนองต่อการประกาศผลกำไรมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก และในการศึกษาช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะสั้นพบว่าราคาหุ้นของบริษัทขนาดเล็กตอบสนองต่อการประกาศผลกำไรมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่

จากการศึกษาค้นคว้าและรวบรวมแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องพบว่า ผลการศึกษาที่ผ่านมาทั้งกลุ่มที่การประกาศผลกำไรมีผลและไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น สาเหตุที่เป็นเช่นนี้อาจเกิดขึ้นได้จากหลายสาเหตุปัจจัย เช่น ความแตกต่างระหว่างจำนวนวันที่ศึกษาหาผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมที่แตกต่างกัน สภาพแวดล้อมแตกต่างกัน ระยะเวลาที่ทำการศึกษาที่แตกต่างกัน หรือการจัดกลุ่มตัวแปรที่นำมาศึกษาแตกต่างกัน ตัวแบบที่นำมาใช้ในการคำนวณที่ต่างกัน รวมไปถึงระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนที่แตกต่างกัน เป็นต้น

จากการเสนอผลการศึกษาค้นคว้าที่เกี่ยวข้องของผู้วิจัยที่ผ่านมาสามารถนำมาเขียนสรุปในรูปตารางได้แสดงดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 รายละเอียดการสรุปผลการศึกษาที่เกี่ยวข้อง

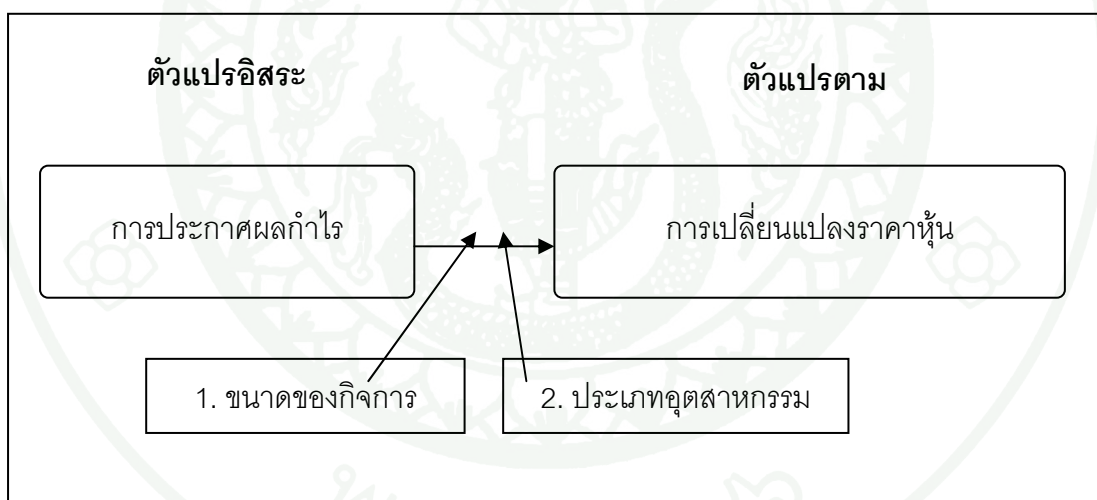
| ผู้วิจัย                                                        | ปีที่ศึกษา | ช่วงเวลาของข้อมูลการศึกษา | รอบการเก็บข้อมูล | การจำแนกกลุ่มตัวอย่าง                                                                              | แบบจำลองในการศึกษา | ผลการศึกษา                                                                                                                                                               |
|-----------------------------------------------------------------|------------|---------------------------|------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ณัฐพล ลีลายุทธชัย                                               | 2544       | 2541-2542                 | รายปี            | ไม่จำแนก                                                                                           | แบบจำลองตลาด       | ไม่มีผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลและการประกาศเพิ่มทุน                                                                                             |
| รัตนา พฤษมาศวงศ์                                                | 2546       | 2543-2544                 | รายไตรมาส        | 1.กิจการขนาดใหญ่<br>2.กิจการขนาดเล็ก                                                               | แบบจำลอง CAPM      | การประกาศผลกำไรในปี 2543 มีผลต่อราคาหุ้น แต่การประกาศผลกำไรในปี 2544 ไม่มีผลต่อราคาหุ้น และขนาดของกิจการไม่มีผลต่อระดับราคาหุ้น                                          |
| ศิริลักษณ์ ธาราพิพัฒน์,<br>กรกฎ สัตยานุรักษ์,<br>ชนิดา พัทธินัย | 2546       | 2544                      | รายปี            | ไม่จำแนก                                                                                           | สมการถดถอย         | การประกาศผลกำไรสำหรับปี 2544 ไม่มีผลต่อระดับราคาหุ้น                                                                                                                     |
| อภิญญา อารมณีนัน                                                | 2550       | 2546-2548                 | ราย 6 เดือน      | 1.กลุ่มที่จ่ายเงินปันผลลดลง<br>2.กลุ่มที่จ่ายเงินปันผลเท่าเดิม<br>3.กลุ่มที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น | แบบจำลองตลาด       | การประกาศจ่ายเงินปันผลมีผลให้ราคาหุ้นลดลงทุกกลุ่มตัวอย่าง และลดลงมากที่สุดในกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น                                                               |
| Ball and Brown                                                  | 1968       | 1946-1966                 | รายปี            | ไม่จำแนก                                                                                           | แบบจำลองตลาด       | การประกาศผลกำไรมีผลต่อระดับราคาหุ้น                                                                                                                                      |
| W. Beaver <i>et al.</i>                                         | 1980       | 1958-1976                 | รายปี            | ไม่จำแนก                                                                                           | สมการถดถอย         | การนำราคาหุ้นมาคาดการณ์กำไรทำได้ยาก แต่การคาดการณ์กำไรจากราคาหุ้นมีความเป็นไปได้ว่าจะแม่นยำกว่าการนำกำไรมาคาดการณ์ราคาหุ้น ซึ่งนำเอาความเสี่ยงมาเป็นปัจจัยร่วมในการคำนวณ |

ตารางที่ 2 (ต่อ)

| ผู้วิจัย                        | ปีที่ศึกษา | ช่วงเวลาของข้อมูล<br>ที่ศึกษา | รอบการเก็บข้อมูล | การจำแนกกลุ่มตัวอย่าง                                                 | แบบจำลองในการศึกษา | ผลการศึกษา                                                                                                                                                                                                                   |
|---------------------------------|------------|-------------------------------|------------------|-----------------------------------------------------------------------|--------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ray Ball                        | 1991       | 1980-1988                     | รายไตรมาส        | ไม่จำแนก                                                              | แบบจำลอง CAPM      | ผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่ประกาศผลกำไรปรับตัวในทิศทางบวก และขนาดของกิจการไม่มีผลต่อระดับราคาหุ้น                                                                                                                            |
| Vieru, Perttunen and Schadewotz | 2005       | 1997-2002                     | รายปี            | 1.ขนาดของกิจการ<br>2.สภาพคล่องของกิจการ<br>3.ความถี่ในการประกาศผลกำไร | แบบจำลองตลาด       | การประกาศผลกำไรมีผลต่อระดับราคาหุ้นในทิศทางบวก โดยปัจจัยต่างๆ ที่จำแนกกลุ่มหลักทรัพย์ไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น หรือการนำปัจจัยต่างๆ มาร่วมทดสอบไม่ทำให้ผลการทดสอบเปลี่ยนแปลง                                          |
| Fan-far, Mohd and Nasir         | 2008       | 1988-1997                     | รายปี            | 1. ขนาดของกิจการ<br>2. ระยะที่ทำการศึกษา                              | แบบจำลองตลาด       | การทดสอบในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ระยะยาวการประกาศผลกำไรของกิจการขนาดใหญ่มีผลต่อระดับราคาหุ้นมากกว่าขนาดเล็ก และการทดสอบในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ระยะสั้น การประกาศผลกำไรของกิจการขนาดเล็กมีผลต่อระดับราคาหุ้นมากกว่ากิจการขนาดใหญ่ |

### กรอบแนวความคิดการวิจัย

จากแนวคิดและทฤษฎีด้านการเปิดเผยสารสนเทศ ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดทุน การพยากรณ์ผลตอบแทนที่คาดหวังและการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Event Study Methodology โดยวัดจากผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม(abnormal return) เนื่องจากเป็นตัวแทนในการชี้วัดผลกระทบของราคาหุ้นต่อข่าวต่างๆ ได้ดี เช่น หากผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นลบ แสดงถึงการตอบสนองต่อข่าวร้าย และผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวก แสดงถึงการตอบสนองต่อข่าวดี เป็นต้น นอกจากนี้ผลตอบแทนที่ผิดปกตินี้ยังสะท้อนข้อมูลของตลาดรวมได้ดีกว่าผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์นั้นๆ ด้วย โดยจากการศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องต่างๆ รวมทั้งผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีต นำไปสู่การศึกษาข้อมูลหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และวิเคราะห์ร่วมกับการจำแนกตามขนาดของกิจการและประเภทของอุตสาหกรรม จึงได้เลือกปัจจัยที่จะใช้ในการทดสอบและสร้างกรอบแนวความคิดการวิจัยได้ดังรูปภาพที่ 4



**ภาพที่ 4** กรอบแนวความคิดสำหรับการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศผลกำไรและการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นร่วมกับการวิเคราะห์ตามขนาดของกิจการและประเภทอุตสาหกรรม

โดยการศึกษาในครั้งนี้ได้เลือกแบบจำลองตลาด (Market Model) มาใช้ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเนื่องจากเป็นแบบจำลองที่นิยมใช้อย่างแพร่หลาย และเป็นแบบจำลองที่สามารถคาดการณ์โดยอาศัยสมมติฐานที่เป็นไปได้ใกล้เคียงความเป็นจริง เพื่อหาค่า

ผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรในปี 2550 และปี 2551 ด้วยวิธี Event Study Methodology และนำมาวิเคราะห์แยกตามขนาดของกิจการ โดยแบ่งเป็นขนาดใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดเล็ก ที่พิจารณาจากมูลค่าตลาดของแต่ละกิจการ นอกจากนี้ยังวิเคราะห์จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรมเป็น 4 กลุ่ม ได้แก่ อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง อุตสาหกรรมทรัพยากร อุตสาหกรรมบริการ และอุตสาหกรรมอื่นๆ โดยอาศัยแนวคิดตามสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุนในระดับกลาง (Semi-Strong Form) ซึ่งพิจารณาจากผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องในอดีตที่มีการทดสอบการตอบสนองของราคาหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหลายงานที่ชี้ให้เห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพใกล้เคียงสมมติฐานตลาดทุนในระดับกลาง

### สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานการวิจัยได้จำแนกออกตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยโดยแบ่งออกเป็น สมมติฐาน 3 ข้อ ดังนี้

1. การประกาศผลกำไรมีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงระดับราคาหุ้น
2. ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงระดับราคาหุ้น
3. ประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงระดับราคาหุ้น

จากสมมติฐานการวิจัยที่กล่าวมาข้างต้นนั้น สามารถเขียนในรูปของสมมติฐานทางสถิติได้ดังต่อไปนี้

### สมมติฐานทางสถิติ

1. ความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศผลกำไรกับราคาหุ้น โดยเขียนในรูปสมการได้ดังนี้

#### 1.1 การประกาศผลกำไรในปี 2550

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

## 1.2 การประกาศผลกำไรในปี 2551

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

2. ความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศผลกำไรกับราคาหุ้น วิเคราะห์ตามขนาดของกิจการ โดยเขียนในรูปสมการได้ดังนี้

2.1 กลุ่มกิจการขนาดใหญ่เรียงลำดับตามมูลค่าตลาดในปี 2550 ในสัดส่วนร้อยละ 30 ของกิจการทั้งหมด

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

2.2 กลุ่มกิจการขนาดกลางเรียงลำดับตามมูลค่าตลาดในปี 2550 ในสัดส่วนร้อยละ 35 ของกิจการทั้งหมด

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

2.3 กลุ่มกิจการขนาดเล็กเรียงลำดับตามมูลค่าตลาดในปี 2550 ในสัดส่วนร้อยละ 35 ของกิจการทั้งหมด

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

2.4 กลุ่มกิจการขนาดใหญ่เรียงลำดับตามมูลค่าตลาดในปี 2551 ในสัดส่วนร้อยละ 30 ของกิจการทั้งหมด

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

2.5 กลุ่มกิจการขนาดกลางเรียงลำดับตามมูลค่าตลาดในปี 2551 ในสัดส่วนร้อยละ 35 ของกิจการทั้งหมด

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

2.6 กลุ่มกิจการขนาดเล็กเรียงลำดับตามมูลค่าตลาดในปี 2551 ในสัดส่วนร้อยละ 35 ของกิจการทั้งหมด

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

3. ความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศผลกำไรกับราคาหุ้น วิเคราะห์ตามประเภทของอุตสาหกรรม โดยเขียนในรูปสมการได้ดังนี้

3.1 กิจการที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในปี 2550

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

3.2 กิจการที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรในปี 2550

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

3.3 กิจการที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการในปี 2550

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

### 3.4 กิจกรรมที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ในปี 2550

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

### 3.5 กิจกรรมที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในปี 2551

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

### 3.6 กิจกรรมที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรในปี 2551

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

### 3.7 กิจกรรมที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการในปี 2551

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

### 3.8 กิจกรรมที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ในปี 2551

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

### บทที่ 3

#### วิธีการวิจัย

วิธีการศึกษาในบทนี้แบ่งออกเป็น 3 ส่วนหลัก คือ ส่วนที่ 1 การเก็บรวบรวมข้อมูล ส่วนที่ 2 วิธีการศึกษา เป็นการหาค่าต่างๆ จากแบบจำลอง และส่วนที่ 3 เป็นการวิเคราะห์ข้อมูล

#### การเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการเก็บรวบรวมข้อมูลแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ วิธีการรวบรวมข้อมูล และวิธีการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ เพื่อนำข้อมูลที่ได้จัดกลุ่มตามเงื่อนไขที่กำหนดไปคำนวณหาค่าต่างๆ เพื่อนำไปวิเคราะห์ต่อไป

#### วิธีการรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อการศึกษาในครั้งนี้ เป็นการเก็บข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) เพื่อใช้ในการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยอาศัยข้อมูลราคาปิดรายวันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากประชากรที่ปรากฏอยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้ในการคำนวณ SET100 Index ในช่วง พ.ศ. 2550 และ 2551 จากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพิจารณาจากหลักทรัพย์ทั้งหมดหักหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารและสถาบันการเงินคงเหลือหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาจำนวนรวม 130 หลักทรัพย์ โดยหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาเป็นข้อมูลประชากรที่ได้มาจากการคัดเลือกดังนี้

1. ต้องเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ปรากฏอยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้ในการคำนวณ SET100 Index ที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 อย่างเป็นทางการจากตลาดหลักทรัพย์ฯ สำหรับปี พ.ศ. 2550 และปี พ.ศ. 2551 และเป็นหลักทรัพย์ที่มีรอบบัญชีตามปีปฏิทิน จากระบบข้อมูลปัจจัยพื้นฐาน SETSMART

2. ตรวจสอบว่าไม่มีการประกาศข่าวอื่นที่อาจมีผลกระทบต่อราคาหุ้นในช่วงระยะเวลาที่ทำการทดสอบ 11 วันทำการ 7 วันทำการ และ 3 วันทำการ เช่น การประกาศจ่ายเงินปันผล การ

ประกาศเพิ่มทุน หรือการประกาศลดทุน เป็นต้น เพื่อให้การทดสอบราคาหุ้นสะท้อนกับข่าวการประกาศผลกำไรในช่วงที่ทำการทดสอบเพียงกรณีเดียวรายละเอียดการคัดเลือกหลักทรัพย์ปรากฏดังตารางที่ 3

**ตารางที่ 3** วิธีการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่จะนำมาทำการศึกษา

| รายการ                                                                                | จำนวนหลักทรัพย์<br>ปี 2550 | จำนวนหลักทรัพย์<br>ปี 2551 |
|---------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|----------------------------|
| จำนวนหลักทรัพย์ในกลุ่มที่ใช้ในการคำนวณ SET 100 Index ในระหว่างปี 2550 และ 2551        | 100                        | 100                        |
| หัก 1. หลักทรัพย์ในกลุ่มสถาบันการเงิน                                                 | 18                         | 19                         |
| 2. หลักทรัพย์ที่มีรอบบัญชีไม่เป็นไปตามปีปฏิทิน                                        | 6                          | 9                          |
| 3. หลักทรัพย์ที่ไม่พบข้อมูลจากระบบข้อมูลปัจจัยพื้นฐาน SETSMART ในระหว่างที่ทำการศึกษา | 6                          | 2                          |
| 4. หลักทรัพย์ที่มีการประกาศข่าวอื่นที่อาจมีผลต่อราคาหุ้นในช่วงที่ทำการศึกษา           | 6                          | 4                          |
| <b>คงเหลือหลักทรัพย์ที่จะนำมาทำการศึกษา</b>                                           | <b>64</b>                  | <b>66</b>                  |

เมื่อนำหลักทรัพย์จากกลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้ในการคำนวณ SET100 Index ที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 อย่างเป็นทางการจากตลาดหลักทรัพย์ฯ สำหรับปีพ.ศ. 2550 และปี พ.ศ. 2551 มาคัดเลือกตามข้อกำหนดที่ระบุข้างต้นจะได้หลักทรัพย์เพื่อทำการทดสอบสำหรับปี 2550 จำนวน 64 หลักทรัพย์ และหลักทรัพย์สำหรับทำการทดสอบในปี 2551 จำนวน 66 หลักทรัพย์ รวมหลักทรัพย์ที่นำมาทดสอบทั้งสิ้น 130 หลักทรัพย์

### วิธีการจัดกลุ่มหลักทรัพย์

การจัดกลุ่มหลักทรัพย์นั้น นอกจากการพิจารณาผลการตอบสนองของราคาหุ้นรวมในปี 2550 และปี 2551 แล้ว ยังได้แยกวิเคราะห์โดยจัดกลุ่มหลักทรัพย์ของแต่ละปีเป็น 2 กรณี โดยเมื่อ

ได้หลักทรัพย์ที่คัดเลือกในปี 2550 และปี 2551 จำนวนรวม 130 หลักทรัพย์แล้ว นำมาจัดกลุ่มหลักทรัพย์โดยการจำแนกพิจารณาเป็น 2 กรณี ดังนี้

1. จำแนกหลักทรัพย์ตามขนาดของกิจการ
2. จำแนกหลักทรัพย์ตามประเภทของอุตสาหกรรม

โดยเมื่อแยกวิเคราะห์ตามขนาดของหลักทรัพย์จะไม่คำนึงถึงประเภทอุตสาหกรรม และเมื่อพิจารณาตามประเภทของอุตสาหกรรมก็จะไม่คำนึงถึงขนาดของหลักทรัพย์

### การจำแนกหลักทรัพย์ตามขนาดของกิจการ

การจำแนกหลักทรัพย์ตามขนาดกิจการพิจารณาจากมูลค่าตลาดของกิจการที่มาศึกษา ซึ่งหาได้จาก ผลคูณของจำนวนหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กับราคาตลาดของหุ้น ณ วันที่มีการประกาศผลกำไร ดังสมการที่ 3.1

$$M_i = P_i \times Q_i \quad \dots\dots\dots(3.1)$$

โดย  $M_i$  = มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์  $i$

$P_i$  = ราคาตลาดของหลักทรัพย์  $i$  ณ วันที่ประกาศผลกำไร

$Q_i$  = จำนวนหลักทรัพย์  $i$  ที่จดทะเบียนที่ได้ออกจำหน่ายแล้ว

จากนั้นนำหลักทรัพย์ของปี 2550 และปี 2551 มาเรียงลำดับตามขนาดของกิจการจากมากไปหาน้อย แล้วจัดกลุ่มหลักทรัพย์เป็น 3 กลุ่ม เท่าๆ กัน (N-Tile) โดยการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามขนาดใหญ่ (Large:L) กลาง (Medium:M) และขนาดเล็ก (Small:S) แล้วแบ่งในอัตราส่วน 30:35:35 ทั้งนี้ เนื่องจากกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่มีขนาดที่ใหญ่มากเพื่อให้สะดวกในการจัดกลุ่มและไม่ต้องคำนวณในระดับทศนิยม จึงแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (L) ด้วยอัตราร้อยละ 30 เป็นกลุ่มที่ 1 กลุ่มที่ 2 เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลาง (M) แบ่งในอัตราร้อยละ 35 และกลุ่มสุดท้ายเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็ก (S) แบ่งหลักทรัพย์ในอัตราร้อยละ 35 รายละเอียดการจัดกลุ่มหลักทรัพย์จำแนกตามขนาดของกิจการ ปรากฏดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 การจำแนกหลักทรัพย์ตามขนาดของกิจการ

| ลำดับที่ | ขนาด<br>กิจการ | อัตราการ<br>แบ่งกลุ่มกิจการ | จำนวนหลักทรัพย์<br>ปี 2550 | จำนวนหลักทรัพย์<br>ปี 2551 |
|----------|----------------|-----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| 1        | ใหญ่ (L)       | 30                          | 20                         | 20                         |
| 2        | กลาง (M)       | 35                          | 22                         | 23                         |
| 3        | เล็ก (S)       | 35                          | 22                         | 23                         |
|          | รวม            | 100                         | 64                         | 66                         |

#### จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม

การจำแนกตามประเภทอุตสาหกรรมพิจารณาตามประเภทอุตสาหกรรมที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดไว้ ได้แก่ อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง อุตสาหกรรมทรัพยากร อุตสาหกรรมบริการ และอุตสาหกรรมอื่นๆ ซึ่งเป็นการรวมหลักทรัพย์ของอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมและอุตสาหกรรมเทคโนโลยีเข้าด้วยกัน เพื่อให้ได้กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีจำนวนหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น รายละเอียดการจำแนกหลักทรัพย์ตามประเภทอุตสาหกรรมแสดงดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 การจำแนกกลุ่มหลักทรัพย์ตามประเภทอุตสาหกรรม

| ลำดับที่ | ประเภทอุตสาหกรรม               | จำนวนหลักทรัพย์<br>ปี 2550 | จำนวนหลักทรัพย์<br>ปี 2551 |
|----------|--------------------------------|----------------------------|----------------------------|
| 1        | อสังหาริมทรัพย์และสิ่งก่อสร้าง | 21                         | 21                         |
| 2        | ทรัพยากร                       | 12                         | 10                         |
| 3        | บริการ                         | 13                         | 16                         |
| 4        | อุตสาหกรรมอื่นๆ                | 18                         | 19                         |
|          | รวม                            | 64                         | 66                         |

## วิธีการศึกษา

เมื่อได้หลักทรัพย์ที่คัดเลือกในปี 2550 และปี 2551 และหลักทรัพย์ที่จำแนกกลุ่มตามขั้นตอนที่กำหนดแล้ว นำมาคำนวณหาค่าตัวแปรเพื่อนำไปวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่

1. ค่าพารามิเตอร์ในช่วงประมาณการ
2. ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์
3. ผลตอบแทนที่คาดหวัง
4. ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง

เมื่อได้ผลตอบแทนที่คาดหวังและผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงแล้วเปรียบเทียบหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ เพื่อนำตัวเลขไปวิเคราะห์ทางสถิติในขั้นตอนต่อไป

### การคำนวณหาค่าตัวแปรเพื่อนำไปวิเคราะห์ข้อมูล

1. ค่าพารามิเตอร์ในช่วงประมาณการ

ค่าพารามิเตอร์หรือค่าแอลฟา ( $\alpha$ ) และค่าเบต้า ( $\beta$ ) ที่คำนวณหาในช่วงประมาณการในที่นี่ใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares Method) โดยนำราคาหุ้นรายวันในช่วงประมาณการ หรือตั้งแต่วันแรกที่ตลาดหลักทรัพย์เปิดทำการของปี 2550 (วันที่ 3 ม.ค. 50) และปี 2551 (วันที่ 2 ม.ค. 51) จนถึงวันก่อนระยะที่เกิดเหตุการณ์ (Event Window) ของแต่ละหลักทรัพย์เพื่อนำไปแทนค่าตัวแปรในสมการแบบจำลองตลาด (Market Model) ค่าแอลฟา ( $\alpha$ ) และค่าเบต้า ( $\beta$ ) สามารถคำนวณได้ดังสมการที่ 3.2 และ 3.3 ต่อไปนี้

$$\beta = \frac{\sum_{t=1}^N R_{it} - \sum_{t=1}^N \bar{R}_i}{\sum_{t=1}^N t^2 - (\sum_{t=1}^N t)^2} \dots\dots\dots (3.2)$$

$$\alpha = \frac{\sum_{t=1}^N R_{it}}{N} - \beta \frac{\sum_{t=1}^N t}{N} \quad \dots\dots\dots(3.3)$$

โดย  $\beta_i$  = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ i  
 $\alpha$  = ค่าคงที่สำหรับแทนค่าในสมการ  
 $R_{it}$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ช่วงเวลาที่ t  
 $t$  = ผลรวมจำนวนวันที่ประมาณการ  
 $t^2$  = ผลรวมจำนวนวันที่ประมาณการยกกำลังสอง  
 $N$  = จำนวนวันที่ประมาณการ

โดยเมื่อได้ค่า  $\alpha$  และ  $\beta$  จากสมการที่ 3.2 และ 3.3 แล้ว นำค่าประมาณการนี้ไปแทนค่าในแบบจำลองตลาด เพื่อคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในระยะเวลาที่เกิดเหตุการณ์วันที่ -5 ถึงวันที่ 5 วันที่ -3 ถึงวันที่ 3 วันที่ -1 ถึงวันที่ 1 และในวันที่เกิดเหตุการณ์ โดยให้วันที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ของปี 2550 และปี 2551 เป็นวันที่ 0 หรือวันที่เกิดเหตุการณ์

## 2. ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (Market Return : $R_{mt}$ )

ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ( $R_{mt}$ ) เป็นตัวแปรอิสระของเส้นแสดงลักษณะการคำนวณผลตอบแทนของตลาด จะคำนวณจากการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของตลาด ณ ระยะเวลาที่แตกต่างกัน โดยในการศึกษาครั้งนี้ จะใช้อัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET INDEX) ซึ่งคำนวณได้จากสมการที่ 3.4

$$R_{mt} = \frac{SET_t - SET_{t-1}}{SET_{t-1}} \quad \dots\dots\dots (3.4)$$

โดย  $R_{mt}$  = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในวันที่ t  
 $SET_t$  = ดัชนีราคาหุ้นของตลาดแห่งประเทศไทยในวันที่ t  
 $SET_{t-1}$  = ดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในวันที่ t-1

สมการนี้แสดงผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละวัน โดยจะคำนวณว่าในแต่ละวัน ดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีการเพิ่มขึ้น หรือลดลงในอัตราเท่าใด

### 3. ผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return : $E(R_{it})$ )

การศึกษานี้เลือกใช้แบบจำลองตลาด (Market Model) เพื่อคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง เนื่องจากเป็นแบบจำลองที่นิยมใช้อย่างแพร่หลาย และเป็นแบบจำลองที่สามารถคาดการณ์โดยอาศัยสมมติฐานที่เป็นไปได้ใกล้เคียงความเป็นจริง โดยแทนค่าตัวแปรต่างๆ ในสมการดังนี้

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad \dots\dots\dots (3.5)$$

โดย  $E(R_{it})$  = อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ i

$\alpha_i$  = ค่าอัลฟาของหลักทรัพย์ i

$\beta_i$  = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ i

$R_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนของตลาด ณ วันที่ t

### 4. ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง

อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จริงที่เกิดขึ้น (Actual Return :  $A_{it}$ ) คำนวณเพื่อนำมาเปรียบเทียบกับช่วงที่เกิดเหตุการณ์ คำนวณได้จากสมการที่ 3.6 ดังนี้

$$A_{it} = \frac{D_t + (P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}} \times 100 \quad \dots\dots\dots (3.6)$$

โดย  $A_{it}$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

$P_{it}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

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

$D_t$  = ค่าเงินปันผลที่ได้รับคำนวณเป็นรายวัน

## การวิเคราะห์ข้อมูล

เมื่อได้ค่าตัวแปรที่คำนวณตามตัวแบบต่างๆ แล้ว นำมาวิเคราะห์โดยการคำนวณผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) ด้วยวิธี Event Study Methodology ซึ่งเป็นเครื่องมือที่ได้รับความนิยมในการทำงานวิจัยด้านการเงิน โดยนำผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงและผลตอบแทนที่ผิดปกติมาเปรียบเทียบเพื่อหาค่าผลตอบแทนที่ผิดปกติ แล้วรวมผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงที่เกิดเหตุการณ์แล้วหาค่าเฉลี่ย และนำไปทดสอบทางสถิติต่อไป โดยการประยุกต์ขั้นตอนต่างๆ ดังนี้

### 1. กำหนดเหตุการณ์ที่ศึกษา (Event)

ในที่นี้ เหตุการณ์ที่ศึกษาคือ การประกาศผลกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยจะถือเอาวันที่มีการเปิดเผยผ่านระบบการเปิดเผยข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์เป็นหลัก และกำหนดให้ช่วงเวลาของเหตุการณ์ที่จะศึกษา (Event Window) ออกเป็น 4 ช่วง ได้แก่

1.1 ช่วง 11 วันทำการคือช่วงเวลาก่อนและหลังวันที่ประกาศผลกำไร 5 วันทำการ โดยวันที่ 0 คือ วันที่บริษัทนำส่งผลการดำเนินงานให้กับตลาดหลักทรัพย์

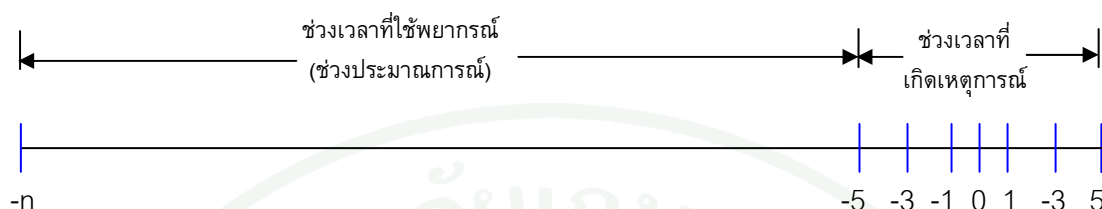
1.2 ช่วง 7 วันทำการคือช่วงเวลาก่อนและหลังวันที่ประกาศผลกำไร 3 วันทำการ โดยวันที่ 0 คือ วันที่บริษัทนำส่งผลการดำเนินงานให้กับตลาดหลักทรัพย์

1.3 ช่วง 3 วันทำการคือช่วงเวลาก่อนและหลังวันที่ประกาศผลกำไร 1 วันทำการ โดยวันที่ 0 คือ วันที่บริษัทนำส่งผลการดำเนินงานให้กับตลาดหลักทรัพย์

1.4 ช่วง 1 วัน หรือวันที่เกิดเหตุการณ์ คือวันที่นำส่งผลการดำเนินงานให้กับตลาดหลักทรัพย์

ทั้งนี้ การกำหนดช่วงเวลาประมาณการที่ใช้พยากรณ์ (Estimation Period) ตัวแปรที่จะนำมาแทนค่าในสมการ Market Model เพื่อหาค่าแอลฟา ( $\alpha$ ) และค่าเบต้า ( $\beta$ ) เป็นช่วงวันที่ตลาดหลักทรัพย์เปิดทำการเป็นวันแรกของปี 2550 (3 ม.ค. 50) และปี 2551 (2 ม.ค. 51) ถึงวัน

ก่อนช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event Window) ซึ่งแต่ละหลักทรัพย์จะมีจำนวนวันที่แตกต่างกัน เนื่องจากวันที่ประกาศผลกำไรแตกต่างกัน รายละเอียดแสดงดังภาพที่ 5



ภาพที่ 5 ช่วงเหตุการณ์ที่ศึกษาและช่วงเวลาที่ใช้พิจารณา

## 2. การคำนวณผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return : $AR_{it}$ )

คำนวณได้จากผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (Actual Return :  $A_{it}$ ) ของหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาในช่วงที่ประกาศผลกำไร (Event Window) เปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return :  $E(R_{it})$ ) ของหลักทรัพย์ในช่วงนั้นดังสมการ 3.7

$$AR_{it} = A_{it} - E(R_{it}) \quad \dots\dots\dots (3.7)$$

โดย  $AR_{it}$  = ผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$

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

$E(R_{it})$  = ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$

## 3. การรวมผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Cumulative Abnormal Return: CAR Method)

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ทำได้โดยใช้วิธีการสะสมผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Cumulative abnormal return: CAR Method) ซึ่งได้จากสมการที่ 3.7 มารวมผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในช่วงเหตุการณ์ที่ศึกษา (Event Window) แล้วทำการหาค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติ ดังสมการต่อไปนี้

$$CAR = \frac{\sum AR}{N} \quad \dots\dots\dots (3.8)$$

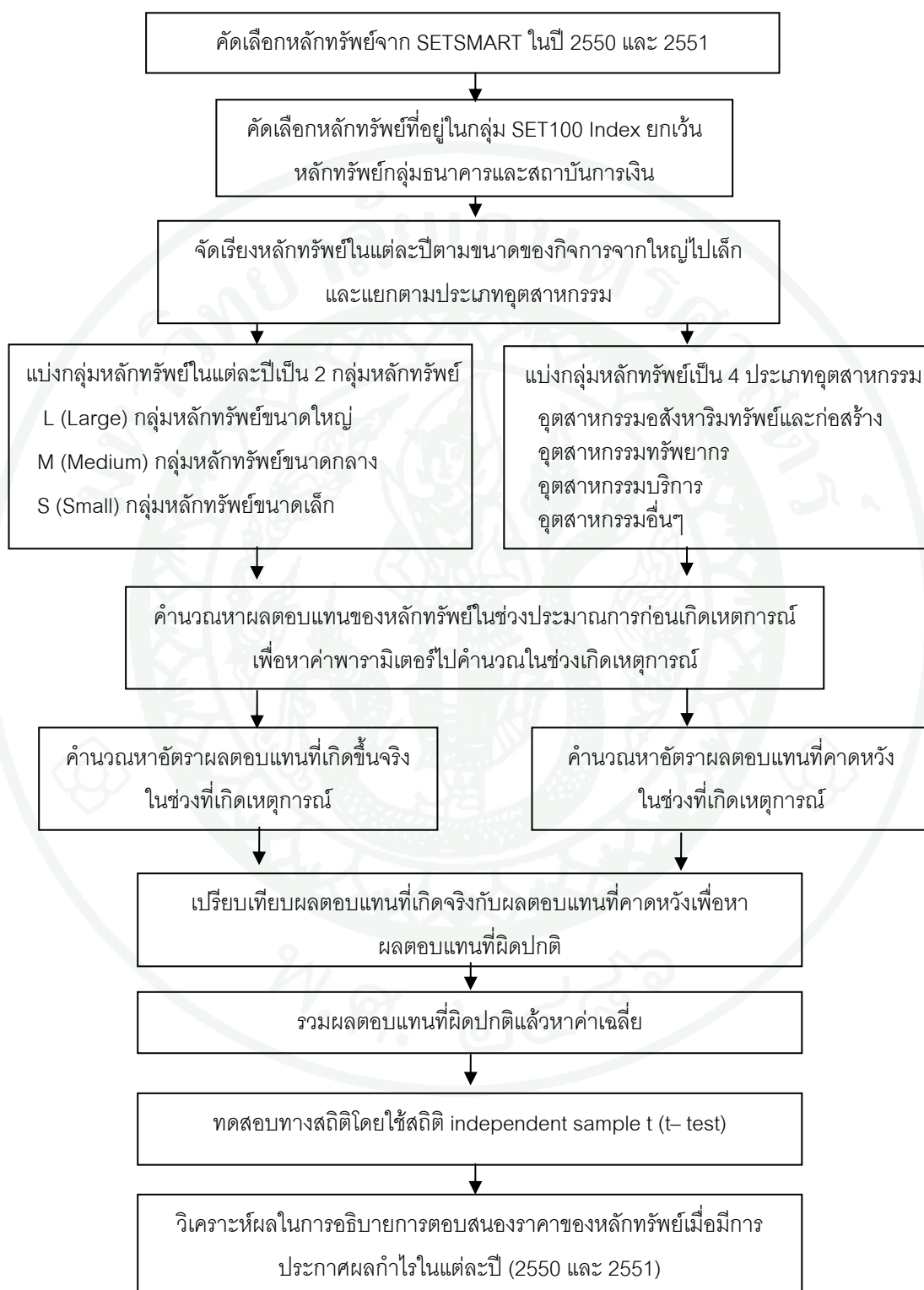
โดย  $CAR$  = ค่าเฉลี่ยของผลรวมอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ  
 $AR$  = ผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์  
 $N$  = จำนวนวันของช่วงที่เกิดเหตุการณ์

#### 4. การวิเคราะห์ข้อมูลโดยการทดสอบทางสถิติ

การทดสอบว่ามีผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์หรือไม่ ทำได้โดยนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ หรือช่วงที่ประกาศผลกำไร ไปทดสอบทางสถิติโดยใช้สถิติ independent sample t (t- test) ในการทดสอบ โดยกำหนดระดับนัยสำคัญ 0.5 หรือ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

จากการอธิบายขั้นตอนวิธีการศึกษาทั้ง 3 ส่วน ดังที่กล่าวมาข้างต้นสามารถนำมาเขียนเป็นแผนผังเพื่อให้เข้าใจขั้นตอนวิธีการวิจัยได้ง่ายขึ้น แสดงดังภาพที่ 6

### แผนผังวิธีการวิจัย



ภาพที่ 6 แผนผังวิธีการวิจัย

## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและข้อวิจารณ์

#### ผลการวิจัย

ผลการศึกษารวบรวมในบทนี้แบ่งออกเป็น 3 ส่วน ดังนี้

ส่วนที่ 1 การเสนอผลการทดสอบสมมติฐานการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศผลกำไรของกิจการในปี 2550 และ 2551

ส่วนที่ 2 เสนอผลการทดสอบสมมติฐานการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศผลกำไรของกิจการจำแนกตามขนาดของกิจการและประเภทอุตสาหกรรม

ส่วนที่ 3 เสนอข้อวิจารณ์

การทดสอบสมมติฐานการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศผลกำไรของกิจการในปี 2550 และปี 2551

ผลจากการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกิจการในปี 2550 และปี 2551 มาทดสอบทางสถิติ โดยใช้สถิติ independent sample t (t- test) ในการทดสอบ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรือ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยดังต่อไปนี้

ความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศผลกำไรกับราคาหุ้น โดยเขียนในรูปสมการได้ดังนี้

1. การประกาศผลกำไรในปี 2550

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

ตารางที่ 6 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ในปี 2550 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด 64  
หลักทรัพย์

| ช่วงที่เกิด<br>เหตุการณ์ | ตัวอย่าง | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน | t-statistic | df  | P-value |
|--------------------------|----------|-----------|-------------------------|-------------|-----|---------|
| 11 วัน                   | 64       | 0.26      | 0.5585                  | -1.3327     | 126 | 0.1850  |
| 7 วัน                    | 64       | 0.27      | 0.7407                  | -1.1043     | 126 | 0.2716  |
| 3 วัน                    | 64       | 0.26      | 1.1171                  | -0.8838     | 125 | 0.3785  |
| 1 วัน                    | 64       | 0.27      | 0.7407                  | 0.3764      | 126 | 0.7072  |

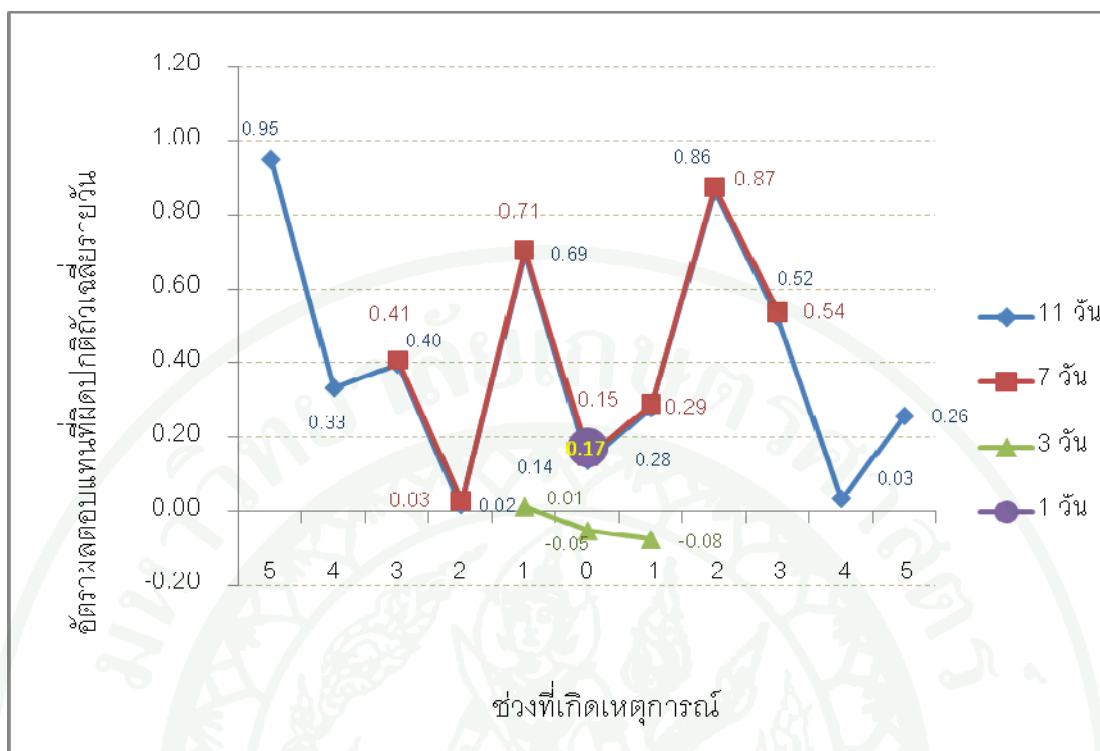
จากตารางที่ 6 ปรากฏค่า P-value ของแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ได้แก่ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน เท่ากับ 0.1850, 0.2716, 0.3785 และ 0.7072 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$

ผลการทดสอบทางสถิติเมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมาทดสอบเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะแตกต่างกันพบว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2550 ไม่มีผลต่อระดับราคาของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมตัวเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์จำนวน 64 หลักทรัพย์ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ในปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน แสดงดังตารางที่ 7

ตารางที่ 7 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ  
หลักทรัพย์ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550

| วันที่<br>เกิดเหตุการณ์ | 11 วัน | 7 วัน | 3 วัน | 1 วัน |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 5                       | 0.95   |       |       |       |
| 4                       | 0.33   |       |       |       |
| 3                       | 0.40   | 0.41  |       |       |
| 2                       | 0.02   | 0.03  |       |       |
| 1                       | 0.69   | 0.71  | 0.01  |       |
| 0                       | 0.14   | 0.15  | -0.05 | 0.17  |
| -1                      | 0.28   | 0.29  | -0.08 |       |
| -2                      | 0.86   | 0.87  |       |       |
| -3                      | 0.52   | 0.54  |       |       |
| -4                      | 0.03   |       |       |       |
| -5                      | 0.26   |       |       |       |



ภาพที่ 7 ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550

เมื่อนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันจากตารางที่ 7 มาสร้างกราฟจะได้ดังภาพที่ 7 หมายความว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่ทำการศึกษามีอัตราผันผวนเมื่อเปรียบเทียบกับวันอื่นๆ

## 2. การประกาศผลกำไรในปี 2551

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

ตารางที่ 8 ผลการทดสอบการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี ของหลักทรัพย์ทั้งหมด 66  
หลักทรัพย์

| ช่วงที่เกิด<br>เหตุการณ์ | ตัวอย่าง | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน | t-statistic | df  | P-value |
|--------------------------|----------|-----------|-------------------------|-------------|-----|---------|
| 11 วัน                   | 66       | 0.06      | 0.7503                  | -2.1067     | 129 | 0.0371  |
| 7 วัน                    | 66       | 0.24      | 0.8379                  | -1.8964     | 129 | 0.0601  |
| 3 วัน                    | 66       | 0.74      | 1.4401                  | -0.7673     | 130 | 0.4443  |
| 1 วัน                    | 66       | 0.24      | 0.8377                  | -2.9216     | 129 | 0.0041  |

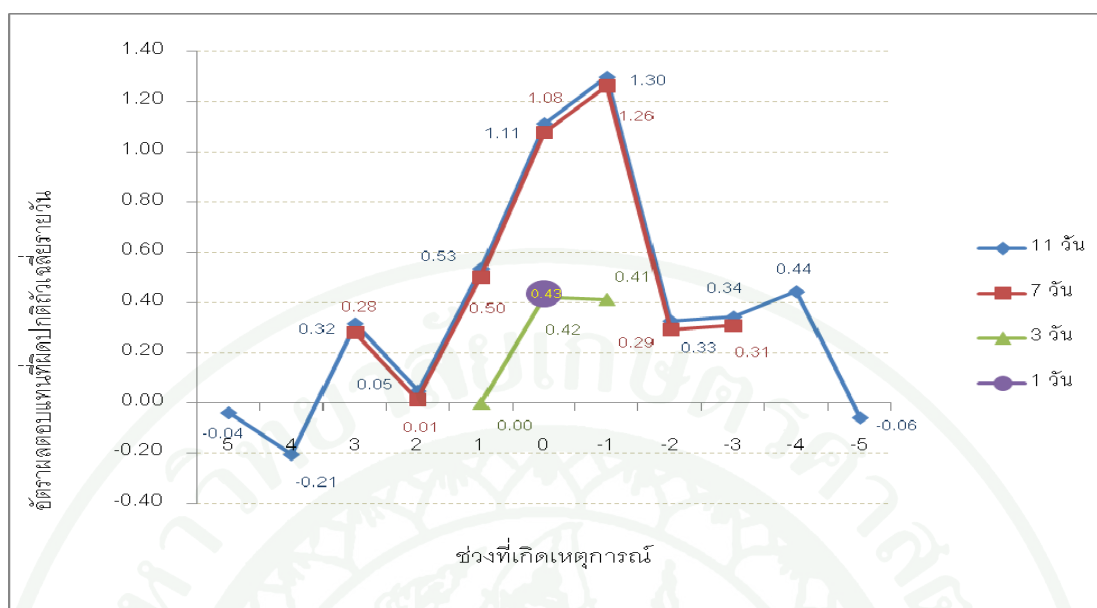
จากตารางที่ 8 ปรากฏค่า P-value ของแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ได้แก่ 7 วัน และ 3 วัน เท่ากับ 0.0601 และ 0.4443 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$  แต่มี 2 เหตุการณ์ คือ การทดสอบผลกระทบของการประกาศผลกำไรต่อระดับราคาหุ้นในวันที่ประกาศข่าว หรือระยะที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน และ 1 วัน แสดงค่า 0.0371 และ 0.0041ตามลำดับ ซึ่งมีค่าต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 ทำให้ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และยอมรับสมมติฐานรอง  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$

จากการทดสอบทางสถิติเมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมาทดสอบเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะ 7 วัน และ 3 วัน ไม่มีผล ต่อระดับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% แต่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้นในช่วงที่ศึกษา 11 วัน และ 1 วัน หรือกรณีที่ศึกษาช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน และ 1 วันพบว่า การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมตัวเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์จำนวน 66 หลักทรัพย์ ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ในปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน แสดงดังตารางที่ 9

ตารางที่ 9 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ  
หลักทรัพย์ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551

| วันที่<br>เกิดเหตุการณ์ | 11 วัน | 7 วัน | 3 วัน | 1 วัน |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 5                       | -0.04  |       |       |       |
| 4                       | -0.21  |       |       |       |
| 3                       | 0.32   | 0.28  |       |       |
| 2                       | 0.05   | 0.01  |       |       |
| 1                       | 0.53   | 0.50  | 0.00  |       |
| 0                       | 1.11   | 1.08  | 0.42  | 0.43  |
| -1                      | 1.30   | 1.26  | 0.41  |       |
| -2                      | 0.33   | 0.29  |       |       |
| -3                      | 0.34   | 0.31  |       |       |
| -4                      | 0.44   |       |       |       |
| -5                      | -0.06  |       |       |       |



ภาพที่ 8 ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมตัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551

เมื่อนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมตัวเฉลี่ยรายวันจากตารางที่ 9 มาสร้างกราฟจะได้ดังภาพที่ 8 แสดงถึง อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติส่วนใหญ่ในปี 2551 นี้ ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ต่างๆ มีแนวโน้มที่การประกาศผลกำไรจะมีผลต่อราคาหุ้น เนื่องจากในวันที่ประกาศผลกำไรหรือวันที่ 0 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวันปรับตัวสูงขึ้นและลดลงหลังจากวันที่ประกาศผลกำไร แต่ทั้งนี้ การทดสอบทางสถิติชี้ให้เห็นว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 มีผลต่อระดับราคาหุ้นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน และ 1 วัน เท่านั้น แต่ไม่มีผลต่อระดับราคาหุ้นที่ประกาศในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน และ 3 วัน

ตารางที่ 10 การสรุปผลการทดสอบการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ของปี 2550 และปี 2551

| กลุ่มที่ 1                        | จำนวนหลักทรัพย์ | Mean | Sig.(2 tailed) | มีผล | ไม่มีผล |
|-----------------------------------|-----------------|------|----------------|------|---------|
| 1. กิจการที่ประกาศผลกำไรในปี 2550 |                 |      |                |      |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน       | 64              | 0.26 | 0.1850         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน        | 64              | 0.27 | 0.2716         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน        | 64              | 0.26 | 0.3785         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน        | 64              | 0.27 | 0.7072         |      | ✓       |
| 2. กิจการที่ประกาศผลกำไรในปี 2551 |                 |      |                |      |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน       | 66              | 0.06 | 0.0371         | ✓    |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน        | 66              | 0.24 | 0.0601         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน        | 66              | 0.74 | 0.4443         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน        | 66              | 0.24 | 0.0041         | ✓    |         |

จากตารางที่ 10 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติด้วยเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์กลุ่มที่ 1 คือหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET100 Index ที่ประกาศผลกำไรรายไตรมาสที่ 1 ซึ่งไม่มีการประกาศข่าวอื่นในระหว่างที่ทำการศึกษาในปี 2550 และปี 2551 โดยกำหนดช่วงที่เกิดเหตุการณ์เป็น 4 ช่วง ได้แก่ ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน และช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน โดยมีหลักทรัพย์มาทดสอบในปี 2550 จำนวน 64 หลักทรัพย์ และในปี 2551 จำนวน 66 หลักทรัพย์ รวมทั้งสิ้น 130 หลักทรัพย์ โดยการทดสอบในแต่ละปีไม่มีความสัมพันธ์กัน จากผลการทดสอบพบว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 และปี 2551 ในช่วงเหตุการณ์ที่มีระยะแตกต่างกัน ไม่มีผลต่อระดับราคาหุ้น ทำให้ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันในช่วงที่ทำการศึกษามีอัตรา ผันผวนเมื่อเปรียบเทียบกับวันอื่นๆ ยกเว้น ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน และ 1 วัน ของการทดสอบในปี 2551 พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์

## การทดสอบสมมติฐานการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศผลกำไรของกิจการ จำแนกตามขนาดของกิจการและประเภทอุตสาหกรรม

ผลจากการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกิจการจำแนกตามขนาดของกิจการและประเภทอุตสาหกรรมในปี 2550 และปี 2551 มาทดสอบทางสถิติ โดยใช้สถิติ independent sample t (t- test) ในการทดสอบ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรือ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยดังต่อไปนี้

1. ความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศผลกำไรกับราคาหุ้น วิเคราะห์แยกตามขนาดกิจการ โดยเขียนในรูปสมการได้ดังนี้

1.1 กลุ่มกิจการขนาดใหญ่เรียงลำดับตามมูลค่าตลาดในปี 2550 คัดเลือกจากหลักทรัพย์ทั้งหมดในอัตราร้อยละ 30 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

**ตารางที่ 11** ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของกิจการขนาดใหญ่ ในปี 2550 ของหลักทรัพย์จำนวน 20 หลักทรัพย์

| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ | ตัวอย่าง | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน | t-statistic | df | P-value |
|----------------------|----------|-----------|---------------------|-------------|----|---------|
| 11 วัน               | 20       | 0.21      | 0.4066              | -0.0073     | 38 | 0.9943  |
| 7 วัน                | 20       | 0.13      | 0.3969              | -0.1624     | 38 | 0.8719  |
| 3 วัน                | 20       | -0.14     | 0.8347              | -0.4070     | 38 | 0.6863  |
| 1 วัน                | 20       | 0.13      | 0.3959              | 0.7908      | 38 | 0.4340  |

จากตารางที่ 11 ปรากฏค่า P-value ของแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ได้แก่ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน เท่ากับ 0.9943, 0.8719, 0.6863 และ 0.4340 ตามลำดับ ซึ่งมีค่า

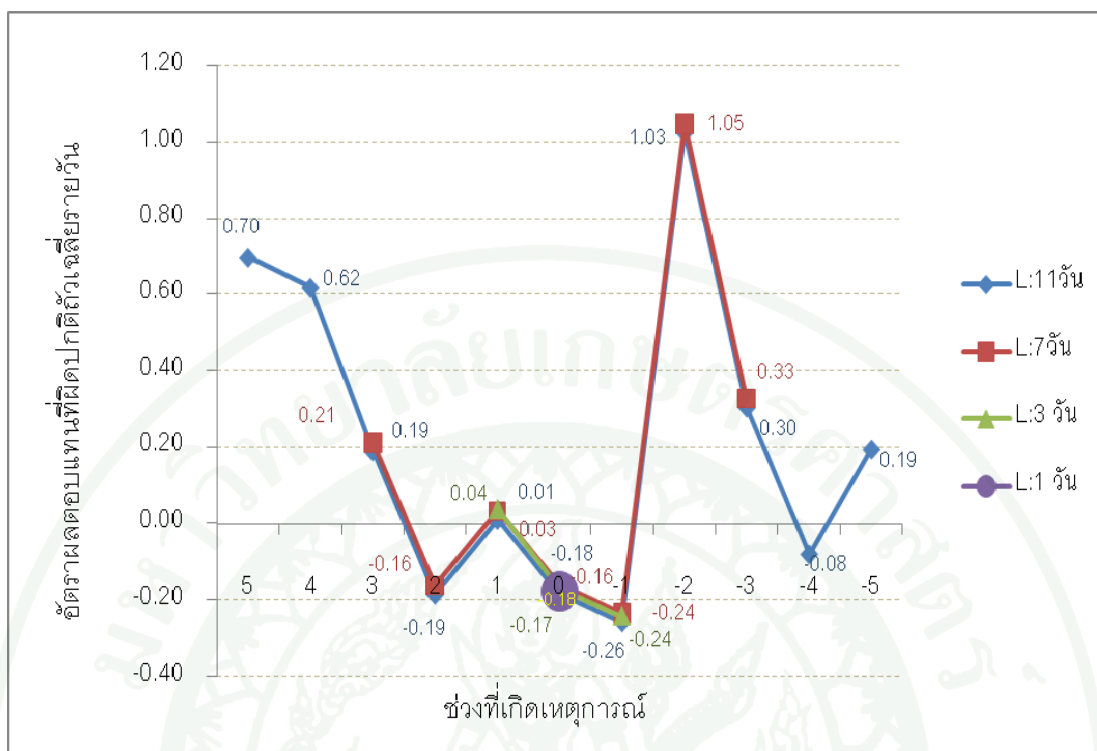
มากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$

จากการทดสอบทางสถิติเมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกิจการขนาดใหญ่ มาทดสอบเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะแตกต่างกันพบว่าการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2550 ของกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ ไม่มีผลต่อระดับราคาของหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมตัวเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ในปี 2550 จำนวน 20 หลักทรัพย์ ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน แสดงดังตารางที่ 12

**ตารางที่ 12** ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมตัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ในกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550

| วันที่<br>เกิดเหตุการณ์ | 11 วัน | 7 วัน | 3 วัน | 1 วัน |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 5                       | 0.70   |       |       |       |
| 4                       | 0.62   |       |       |       |
| 3                       | 0.19   | 0.21  |       |       |
| 2                       | -0.19  | -0.16 |       |       |
| 1                       | 0.01   | 0.03  | 0.04  |       |
| 0                       | -0.18  | -0.16 | -0.17 | -0.18 |
| -1                      | -0.26  | -0.24 | -0.24 |       |
| -2                      | 1.03   | 1.05  |       |       |
| -3                      | 0.30   | 0.33  |       |       |
| -4                      | -0.08  |       |       |       |
| -5                      | 0.19   |       |       |       |



ภาพที่ 9 ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ปี 2550

เมื่อนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันจากตารางที่ 12 มาสร้างกราฟ จะได้ดังภาพที่ 9 หมายความว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่ทำการศึกษามีอัตราผันผวนเมื่อเปรียบเทียบกับวันอื่นๆ

1.2 กลุ่มกิจการขนาดกลางเรียงลำดับตามมูลค่าตลาดในปี 2550 คัดเลือกจากหลักทรัพย์ถัดจากหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ในอัตราร้อยละ 35 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

ตารางที่ 13 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของกิจการขนาดกลางในปี 2550 ของ  
หลักทรัพย์จำนวน 22 หลักทรัพย์

| ช่วงที่เกิด<br>เหตุการณ์ | ตัวอย่าง | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน | t-statistic | df | P-value |
|--------------------------|----------|-----------|-------------------------|-------------|----|---------|
| 11 วัน                   | 22       | 0.50      | 0.5458                  | -0.8666     | 42 | 0.3911  |
| 7 วัน                    | 22       | 0.56      | 0.8225                  | -0.6995     | 42 | 0.4881  |
| 3 วัน                    | 22       | 0.56      | 1.0438                  | -0.6327     | 42 | 0.5304  |
| 1 วัน                    | 22       | 0.56      | 0.8217                  | -0.5211     | 42 | 0.6050  |

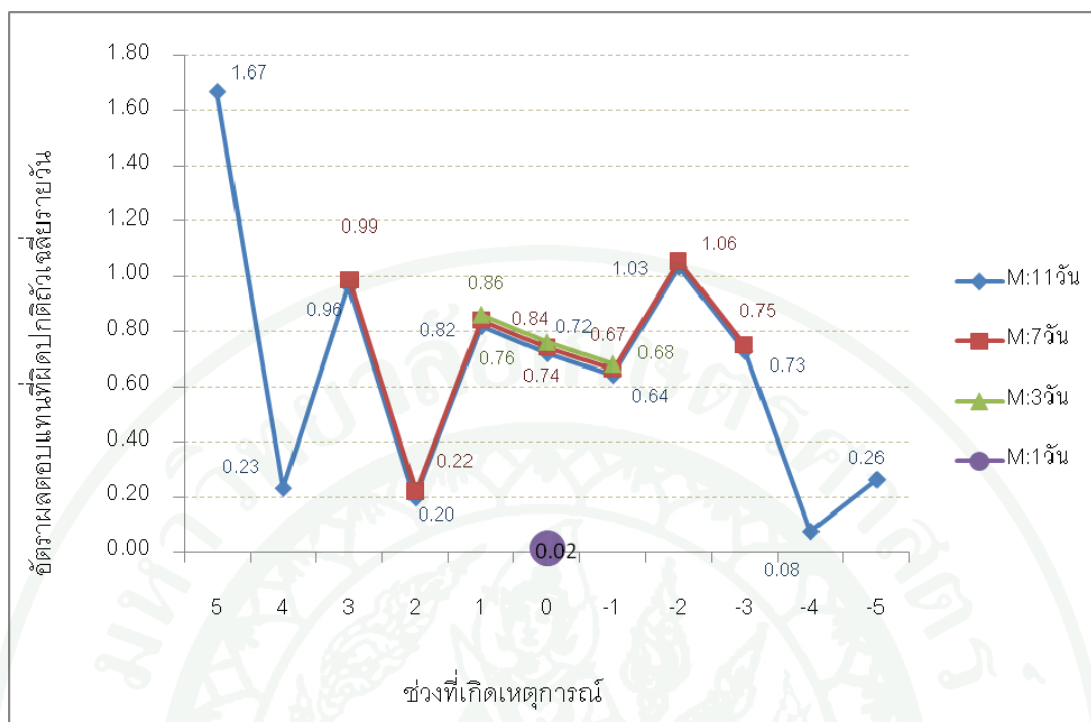
จากตารางที่ 13 ปรากฏค่า P-value ของแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ได้แก่ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน เท่ากับ 0.3911, 0.4881, 0.5304 และ 0.6050 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$

จากการทดสอบทางสถิติเมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกิจการขนาดกลางมาทดสอบเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาส ที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะแตกต่างกันพบว่าการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2550 ไม่มีผลต่อระดับราคาของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดกลางในปี 2550 จำนวน 22 หลักทรัพย์ ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน แสดงดังตารางที่ 14

ตารางที่ 14 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ  
หลักทรัพย์ในกลุ่มกิจการขนาดกลางที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550

| วันที่<br>เกิดเหตุการณ์ | 11 วัน | 7 วัน | 3 วัน | 1 วัน |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 5                       | 1.67   |       |       |       |
| 4                       | 0.23   |       |       |       |
| 3                       | 0.96   | 0.99  |       |       |
| 2                       | 0.20   | 0.22  |       |       |
| 1                       | 0.82   | 0.84  | 0.86  |       |
| 0                       | 0.72   | 0.74  | 0.76  | 0.02  |
| -1                      | 0.64   | 0.67  | 0.68  |       |
| -2                      | 1.03   | 1.06  |       |       |
| -3                      | 0.73   | 0.75  |       |       |
| -4                      | 0.08   |       |       |       |
| -5                      | 0.26   |       |       |       |



ภาพที่ 10 ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดกลางปี 2550

เมื่อนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันจากตารางที่ 14 มาสร้างกราฟ จะได้ดังภาพที่ 10 หมายความว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในกลุ่มกิจการขนาดกลาง ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่ทำการศึกษามีอัตราผันผวนเมื่อเปรียบเทียบกับวันอื่นๆ

1.3 กลุ่มกิจการขนาดเล็กเรียงลำดับตามมูลค่าตลาดในปี 2550 คัดเลือกในอัตราร้อยละ 35 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

ตารางที่ 15 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของกิจการขนาดเล็กในปี 2550 ของ  
หลักทรัพย์จำนวน 22 หลักทรัพย์

| ช่วงที่เกิด<br>เหตุการณ์ | ตัวอย่าง | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน | t-statistic | df | P-value |
|--------------------------|----------|-----------|-------------------------|-------------|----|---------|
| 11 วัน                   | 22       | 0.07      | 0.6231                  | -1.2598     | 42 | 0.2147  |
| 7 วัน                    | 22       | 0.11      | 0.8318                  | -0.9263     | 42 | 0.3596  |
| 3 วัน                    | 22       | 0.33      | 1.3401                  | -0.5126     | 41 | 0.6110  |
| 1 วัน                    | 22       | 0.11      | 0.8320                  | 0.5032      | 42 | 0.6174  |

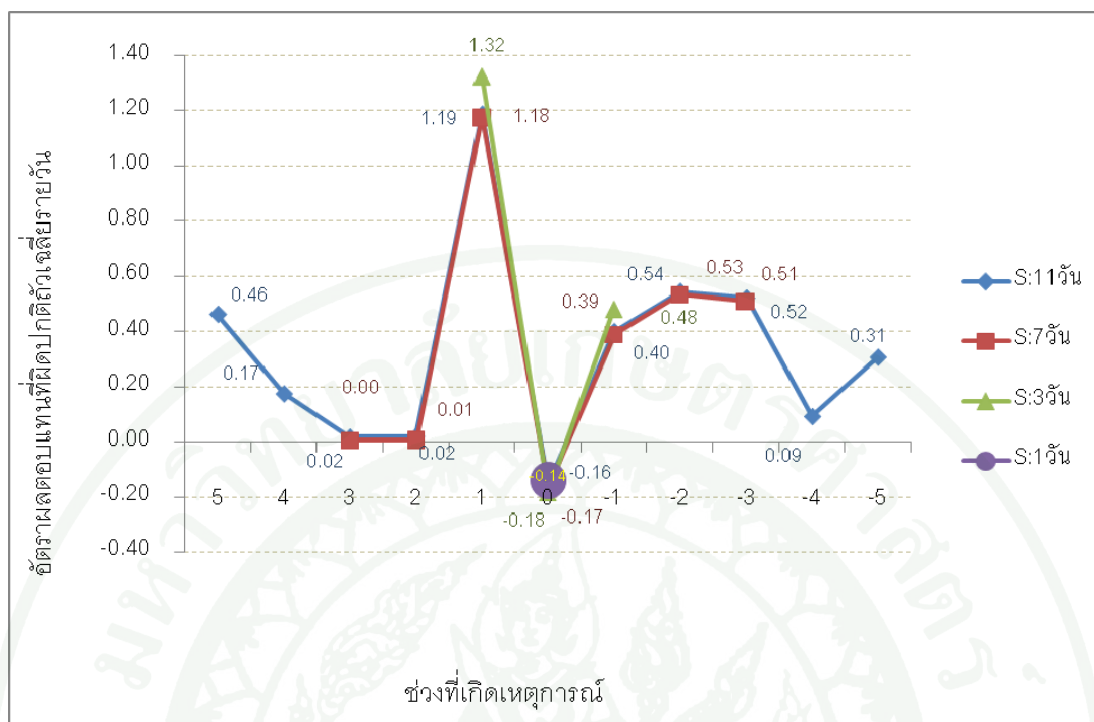
จากตารางที่ 15 ปรากฏค่า P-value ของแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ได้แก่ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน เท่ากับ 0.2147, 0.3596, 0.6110 และ 0.6174 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$

จากการทดสอบทางสถิติเมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกิจการขนาดเล็กมาทดสอบเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่มีการประกาศผลกำไร ไตรมาสที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะแตกต่างกันพบว่าการประกาศผลกำไร ไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2550 ไม่มีผลต่อระดับราคาของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดเล็กในปี 2550 จำนวน 22 หลักทรัพย์ ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน แสดงดังตารางที่ 16

ตารางที่ 16 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ  
หลักทรัพย์ในกลุ่มกิจการขนาดเล็กที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550

| วันที่<br>เกิดเหตุการณ์ | 11 วัน | 7 วัน | 3 วัน | 1 วัน |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 5                       | 0.46   |       |       |       |
| 4                       | 0.17   |       |       |       |
| 3                       | 0.02   | 0.00  |       |       |
| 2                       | 0.02   | 0.01  |       |       |
| 1                       | 1.19   | 1.18  | 1.32  |       |
| 0                       | -0.16  | -0.17 | -0.18 | -0.14 |
| -1                      | 0.40   | 0.39  | 0.48  |       |
| -2                      | 0.54   | 0.53  |       |       |
| -3                      | 0.52   | 0.51  |       |       |
| -4                      | 0.09   |       |       |       |
| -5                      | 0.31   |       |       |       |



ภาพที่ 11 ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดเล็กปี 2550

เมื่อนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยรายวันจากตารางที่ 16 มาสร้างกราฟ จะได้ดังภาพที่ 11 หมายความว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในกลุ่มกิจการขนาดเล็ก ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวันในช่วงที่ทำการศึกษามีอัตราผันผวนเมื่อเปรียบเทียบกับวันอื่นๆ

จากภาพที่ 9 10 และ 11 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ของกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดเล็กในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ปี 2550 ที่นำมาทดสอบ พบว่า ในวันที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 หรือวันที่ 0 ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นของกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดเล็ก ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวันในวันที่ประกาศผลกำไรผันผวนเมื่อเปรียบเทียบกับวันอื่นๆ ในช่วงที่ทำการทดสอบ หรืออาจกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่า ขนาดของกิจการไม่มีผลต่อระดับราคาหุ้นเมื่อมีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2550 สรุปผลการนำปัจจัยขนาดของกิจการมา

ทดสอบการตอบสนองของราคาหุ้นในช่วงที่ประกาศผลกำไร ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ต่างๆ ในปี 2550 แสดงดังตารางที่ 17

**ตารางที่ 17** การสรุปผลการทดสอบการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ของปี 2550 จำแนกตามขนาดกิจการ

| กลุ่มที่ 2                                           | จำนวน<br>หลักทรัพย์ | Mean  | Sig.(2 tailed) | มีผล | ไม่มีผล |
|------------------------------------------------------|---------------------|-------|----------------|------|---------|
| 1. กิจการที่ประกาศผลกำไรในปี 2550 จำแนกตามขนาดกิจการ |                     |       |                |      |         |
| 1.1 กิจการขนาดใหญ่ที่ประกาศผลกำไรในปี 2550           |                     |       |                |      |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน                          | 20                  | 0.21  | 0.9943         | ✓    |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน                           | 20                  | 0.13  | 0.8719         | ✓    |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน                           | 20                  | -0.14 | 0.6863         | ✓    |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน                           | 20                  | 0.13  | 0.4340         | ✓    |         |
| 1.2 กิจการขนาดกลางที่ประกาศผลกำไรในปี 2550           |                     |       |                |      |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน                          | 22                  | 0.50  | 0.3911         | ✓    |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน                           | 22                  | 0.56  | 0.4881         | ✓    |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน                           | 22                  | 0.56  | 0.5304         | ✓    |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน                           | 22                  | 0.56  | 0.6050         | ✓    |         |
| 1.3 กิจการขนาดเล็กที่ประกาศผลกำไรในปี 2550           |                     |       |                |      |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน                          | 22                  | 0.26  | 0.2147         | ✓    |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน                           | 22                  | 0.27  | 0.3596         | ✓    |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน                           | 22                  | 0.26  | 0.6110         | ✓    |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน                           | 22                  | 0.27  | 0.6174         | ✓    |         |

1.4 กลุ่มกิจการขนาดใหญ่เรียงลำดับตามมูลค่าตลาดในปี 2551 คัดเลือกจากหลักทรัพย์ทั้งหมดในอัตราร้อยละ 30 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

ตารางที่ 18 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของกิจการขนาดใหญ่ในปี 2551 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด 20 หลักทรัพย์

| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ | ตัวอย่าง | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน | t-statistic | df | P-value |
|----------------------|----------|-----------|---------------------|-------------|----|---------|
| 11 วัน               | 20       | 0.07      | 0.5940              | -1.7048     | 37 | 0.0966  |
| 7 วัน                | 20       | 0.23      | 0.8186              | -1.1456     | 37 | 0.2593  |
| 3 วัน                | 20       | 0.63      | 1.5783              | -0.5469     | 38 | 0.5876  |
| 1 วัน                | 20       | 0.23      | 0.8189              | -2.6187     | 37 | 0.0127  |

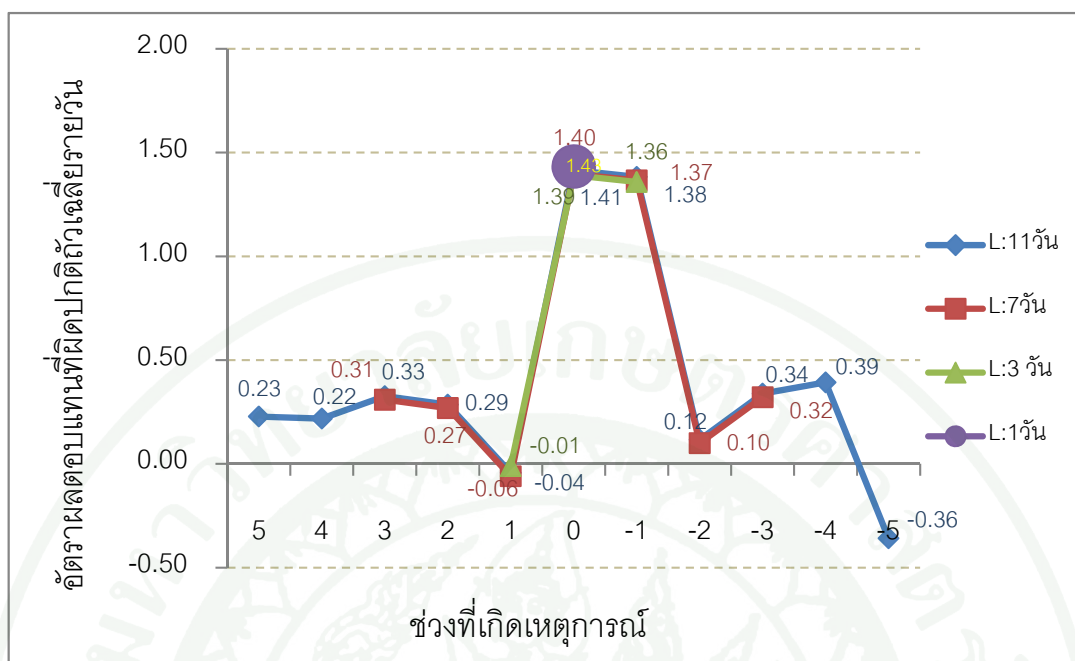
จากตารางที่ 18 ปรากฏค่า P-value ของแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ได้แก่ 11 วัน 7 วัน และ 3 วัน เท่ากับ 0.0966, 0.2539 และ 0.5876 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$  แต่มีช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน แสดงค่า P-value เท่ากับ 0.0127 ซึ่งมีค่าต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และยอมรับสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$

จากการทดสอบทางสถิติเมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกิจการขนาดใหญ่มาทดสอบเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน และ 3 วัน พบว่าการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2551 ไม่มีผลต่อระดับราคาของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ยกเว้น ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน พบว่าการประกาศผลกำไร มีผลต่อระดับราคาหุ้นของกิจการขนาดใหญ่อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมตัวเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ในปี 2551 จำนวน 20 หลักทรัพย์ ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน แสดงดังตารางที่ 19

ตารางที่ 19 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ  
หลักทรัพย์ในกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551

| วันที่<br>เกิดเหตุการณ์ | 11 วัน | 7 วัน | 3 วัน | 1 วัน |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 5                       | 0.23   |       |       |       |
| 4                       | 0.22   |       |       |       |
| 3                       | 0.33   | 0.31  |       |       |
| 2                       | 0.29   | 0.27  |       |       |
| 1                       | -0.04  | -0.06 | -0.01 |       |
| 0                       | 1.41   | 1.40  | 1.39  | 1.43  |
| -1                      | 1.38   | 1.37  | 1.36  |       |
| -2                      | 0.12   | 0.10  |       |       |
| -3                      | 0.34   | 0.32  |       |       |
| -4                      | 0.39   |       |       |       |
| -5                      | -0.36  |       |       |       |



ภาพที่ 12 ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมตัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ปี 2551

เมื่อนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมตัวเฉลี่ยรายวันจากตารางที่ 19 มาสร้างกราฟ จะได้ดังภาพที่ 12 แสดงถึง อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ในปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่การประกาศผลกำไรจะมีผลต่อราคาหุ้น เนื่องจากในวันที่ประกาศผล หรือวันที่ 0 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวันปรับตัวสูงขึ้น และลดลงหลังจากวันที่ประกาศผลกำไร แต่ทั้งนี้ การทดสอบทางสถิติชี้ให้เห็นว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ไม่มีผลต่อระดับราคาหุ้นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน และ 3 วัน แต่มีผลต่อระดับราคาหุ้นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน ซึ่งอาจสังเกตจากกราฟได้ยาก

1.5 กลุ่มกิจการขนาดกลางเรียงลำดับตามมูลค่าตลาดในปี 2551 คัดเลือกจากหลักทรัพย์ลำดับถัดจากกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ในอัตราร้อยละ 35 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

ตารางที่ 20 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของกิจการขนาดกลางในปี 2551 ของ  
หลักทรัพย์ทั้งหมด 23 หลักทรัพย์

| ช่วงที่เกิด<br>เหตุการณ์ | ตัวอย่าง | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน | t-statistic | df | P-value |
|--------------------------|----------|-----------|-------------------------|-------------|----|---------|
| 11 วัน                   | 23       | 0.09      | 0.8679                  | -1.1226     | 44 | 0.2677  |
| 7 วัน                    | 23       | 0.25      | 1.0115                  | -1.0614     | 44 | 0.2943  |
| 3 วัน                    | 23       | 0.42      | 1.0096                  | -0.8370     | 44 | 0.4071  |
| 1 วัน                    | 23       | 0.25      | 1.0109                  | -0.7874     | 44 | 0.4353  |

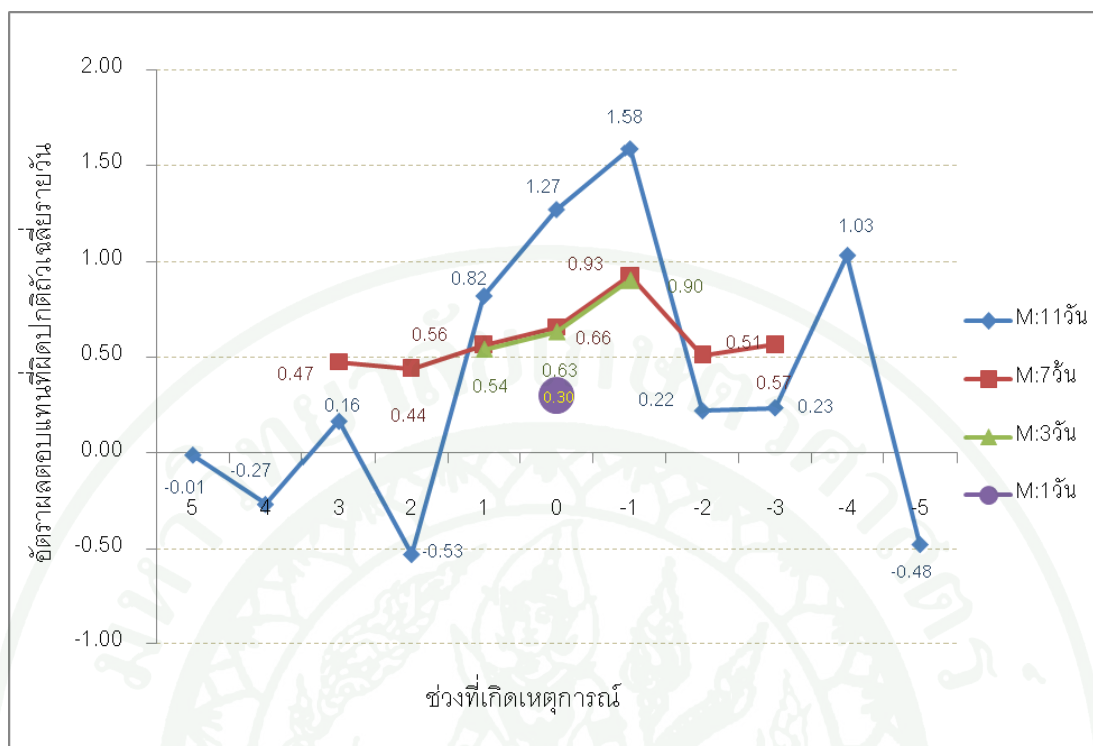
จากตารางที่ 20 ปรากฏค่า P-value ของแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ได้แก่ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน เท่ากับ 0.2677, 0.2943, 0.4071 และ 0.4353 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$

จากการทดสอบทางสถิติเมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกิจการขนาดกลางมาทดสอบเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะแตกต่างกันพบว่าการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2551 ไม่มีผลต่อระดับราคาของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดกลางในปี 2551 จำนวน 23 หลักทรัพย์ ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน แสดงดังตารางที่ 21

ตารางที่ 21 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ  
หลักทรัพย์ในกลุ่มกิจการขนาดกลางที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551

| วันที่<br>เกิดเหตุการณ์ | 11 วัน | 7 วัน | 3 วัน | 1 วัน |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 5                       | -0.01  |       |       |       |
| 4                       | -0.27  |       |       |       |
| 3                       | 0.16   | 0.47  |       |       |
| 2                       | -0.53  | 0.44  |       |       |
| 1                       | 0.82   | 0.56  | 0.54  |       |
| 0                       | 1.27   | 0.66  | 0.63  | 0.30  |
| -1                      | 1.58   | 0.93  | 0.90  |       |
| -2                      | 0.22   | 0.51  |       |       |
| -3                      | 0.23   | 0.57  |       |       |
| -4                      | 1.03   |       |       |       |
| -5                      | -0.48  |       |       |       |



**ภาพที่ 13** ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดกลางปี 2551

เมื่อนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันจากตารางที่ 21 มาสร้างกราฟ จะได้ดังภาพที่ 13 หมายความว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในกลุ่มกิจการขนาดกลาง ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่ทำการศึกษามีอัตราผันผวนเมื่อเปรียบเทียบกับวันอื่นๆ

1.6 กลุ่มกิจการขนาดเล็กเรียงลำดับตามมูลค่าตลาดในปี 2551 คัดเลือกจากหลักทรัพย์ที่มูลค่ากิจการต่ำสุดในอัตราร้อยละ 35 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

ตารางที่ 22 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของกิจการขนาดเล็กในปี 2551 ของ  
หลักทรัพย์ทั้งหมด 23 หลักทรัพย์

| ช่วงที่เกิด<br>เหตุการณ์ | ตัวอย่าง | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน | t-statistic | df | P-value |
|--------------------------|----------|-----------|-------------------------|-------------|----|---------|
| 11 วัน                   | 23       | 0.03      | 0.7703                  | -1.0715     | 44 | 0.2898  |
| 7 วัน                    | 23       | 0.23      | 0.6860                  | -1.1030     | 44 | 0.2760  |
| 3 วัน                    | 23       | 1.16      | 1.6300                  | -0.0893     | 44 | 0.9292  |
| 1 วัน                    | 23       | 0.23      | 0.6859                  | -1.9045     | 44 | 0.0634  |

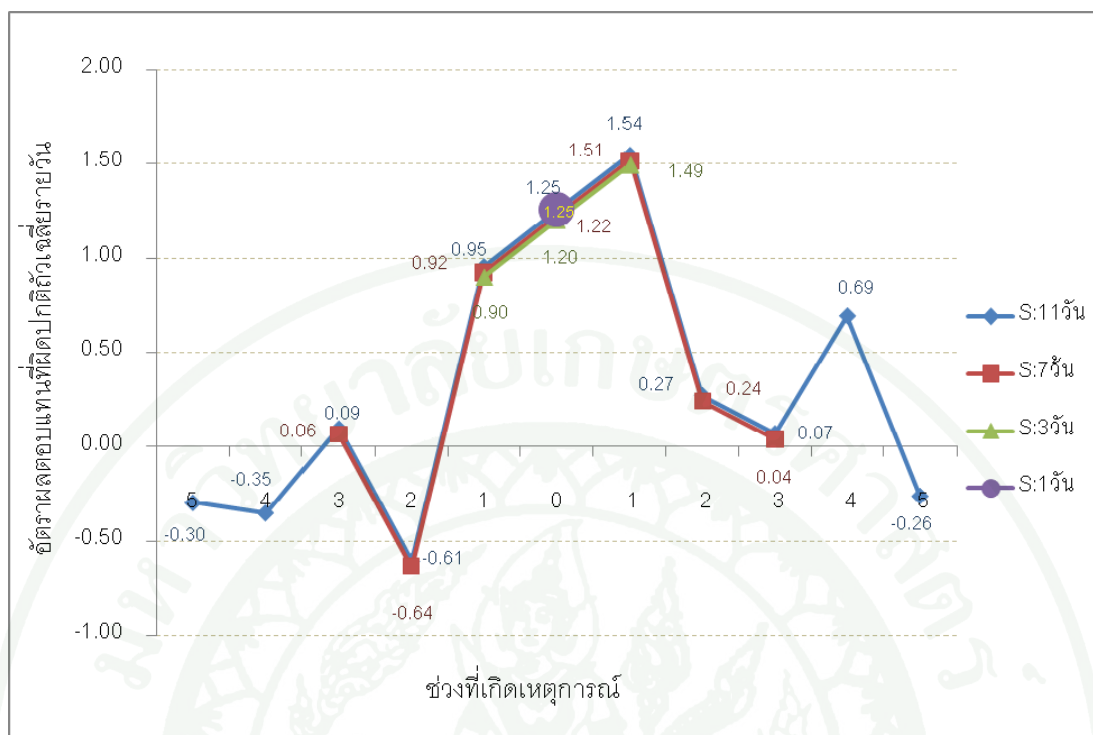
จากตารางที่ 22 ปรากฏค่า P-value ของแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ได้แก่ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน เท่ากับ 0.2898, 0.2760, 0.9292 และ 0.0634 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$

จากการทดสอบทางสถิติเมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกิจการขนาดเล็กมาทดสอบเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่มีการประกาศผลกำไร ไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะแตกต่างกันพบว่าการประกาศผลกำไร ไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2551 ไม่มีผลต่อระดับราคาของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดเล็กในปี 2551 จำนวน 23 หลักทรัพย์ ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน แสดงดังตารางที่ 23

ตารางที่ 23 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ  
หลักทรัพย์ในกลุ่มกิจการขนาดเล็กที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551

| วันที่<br>เกิดเหตุการณ์ | 11 วัน | 7 วัน | 3 วัน | 1 วัน |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 5                       | -0.30  |       |       |       |
| 4                       | -0.35  |       |       |       |
| 3                       | 0.09   | 0.06  |       |       |
| 2                       | -0.61  | -0.64 |       |       |
| 1                       | 0.95   | 0.92  | 0.90  |       |
| 0                       | 1.25   | 1.22  | 1.20  | 1.25  |
| -1                      | 1.54   | 1.51  | 1.49  |       |
| -2                      | 0.27   | 0.24  |       |       |
| -3                      | 0.07   | 0.04  |       |       |
| -4                      | 0.69   |       |       |       |
| -5                      | -0.26  |       |       |       |



ภาพที่ 14 ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์จากกลุ่มกิจการขนาดเล็กปี 2551

เมื่อนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันจากตารางที่ 23 มาสร้างกราฟ จะได้ดังภาพที่ 14 หมายความว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในกลุ่มกิจการขนาดเล็ก ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่ทำการศึกษามีอัตราผันผวนเมื่อเปรียบเทียบกับวันอื่นๆ

สรุปผลการนำปัจจัยด้านขนาดของกิจการมาร่วมทดสอบการตอบสนองของราคาหุ้น ในช่วงที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 พบว่าผลการทดสอบส่วนใหญ่แสดงว่าขนาดของกิจการไม่มีผลกระทบต่อระดับราคาหุ้นในช่วงที่ทำการทดสอบ ยกเว้น การทดสอบในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน ของหลักทรัพย์ในกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ โดยการนำปัจจัยขนาดของกิจการมาทดสอบการตอบสนองของราคาหุ้นในช่วงที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ต่างๆ แสดงดังตารางที่ 24

**ตารางที่ 24** การสรุปผลการทดสอบการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ของปี 2551 จำแนกตามขนาดกิจการ

| กลุ่มที่ 2                                           | จำนวน<br>หลักทรัพย์ | Mean | Sig.(2 tailed) | มีผล | ไม่มีผล |
|------------------------------------------------------|---------------------|------|----------------|------|---------|
| 1. กิจการที่ประกาศผลกำไรในปี 2551 จำแนกตามขนาดกิจการ |                     |      |                |      |         |
| 1.1 กิจการขนาดใหญ่ที่ประกาศผลกำไรในปี 2551           |                     |      |                |      |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน                          | 20                  | 0.07 | 0.0966         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน                           | 20                  | 0.23 | 0.2593         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน                           | 20                  | 0.63 | 0.5876         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน                           | 20                  | 0.23 | 0.0127         | ✓    |         |
| 1.2 กิจการขนาดกลางที่ประกาศผลกำไรในปี 2551           |                     |      |                |      |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน                          | 23                  | 0.09 | 0.2677         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน                           | 23                  | 0.25 | 0.2943         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน                           | 23                  | 0.42 | 0.4071         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน                           | 23                  | 0.25 | 0.4353         |      | ✓       |
| 1.3 กิจการขนาดเล็กที่ประกาศผลกำไรในปี 2551           |                     |      |                |      |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน                          | 23                  | 23   | 0.2898         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน                           | 23                  | 23   | 0.2760         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน                           | 23                  | 23   | 0.9292         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน                           | 23                  | 23   | 0.0634         |      | ✓       |

การทดสอบการตอบของราคาหุ้นในช่วงที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2550 และปี 2551 ของหลักทรัพย์กลุ่มที่ 2 คือหลักทรัพย์ที่คัดเลือกจากหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET100 Index จำแนกตามขนาดกิจการออกเป็น 3 ขนาด คือ กิจการขนาดใหญ่ (L) กิจการขนาดกลาง (M) และกิจการขนาดเล็ก (S) เมื่อนำมาทดสอบผลกระทบของระดับราคาหุ้นเมื่อมีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปรากฏว่า ขนาดของกิจการที่แตกต่างกันไม่มีผลต่อระดับของราคาของหลักทรัพย์ ยกเว้น หลักทรัพย์ของกิจการขนาดใหญ่ในการทดสอบช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน

2. ความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศผลกำไรกับราคาหุ้น วิเคราะห์แยกตามประเภทอุตสาหกรรม โดยเขียนในรูปสมการได้ดังนี้

### 2.1 หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างปี 2550

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

ตารางที่ 25 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในปี 2550 ของหลักทรัพย์จำนวน 21 หลักทรัพย์

| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ | ตัวอย่าง | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน | t-statistic | df | P-value |
|----------------------|----------|-----------|---------------------|-------------|----|---------|
| 11 วัน               | 21       | 0.38      | 0.6381              | -0.9717     | 40 | 0.3371  |
| 7 วัน                | 21       | 0.45      | 0.9626              | -0.7496     | 40 | 0.4579  |
| 3 วัน                | 21       | 0.50      | 1.1171              | -0.4749     | 40 | 0.6374  |
| 1 วัน                | 21       | 0.04      | 0.7407              | -0.4399     | 39 | 0.6624  |

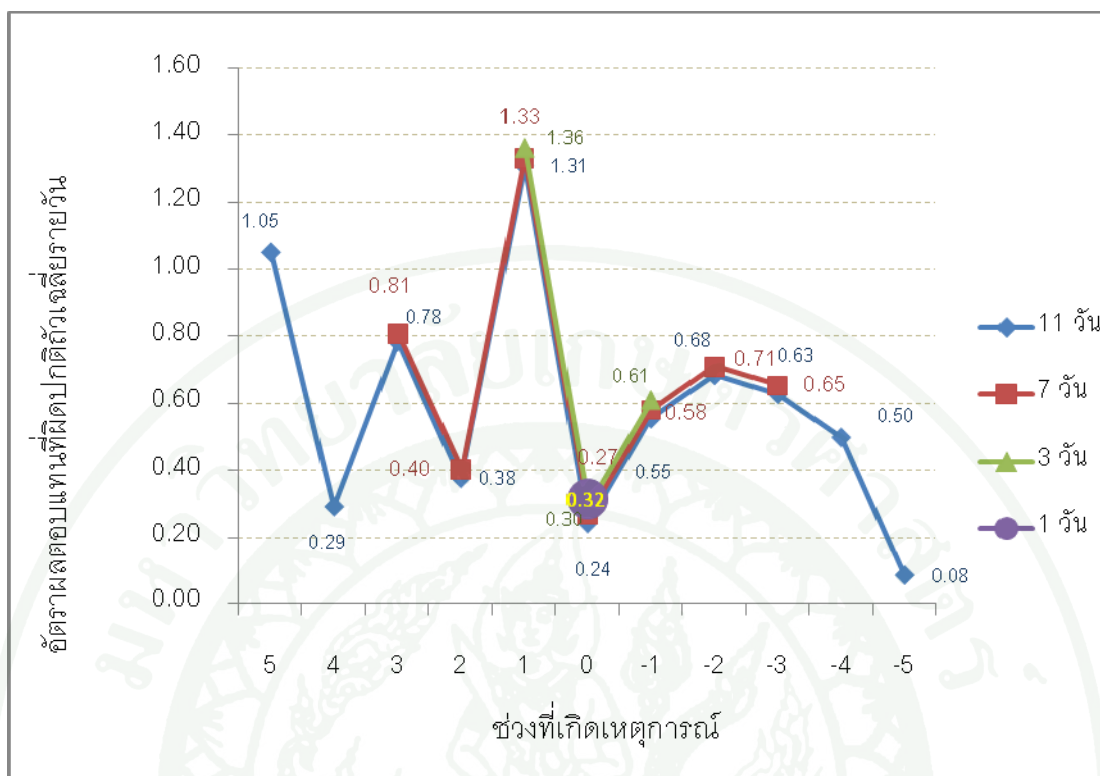
จากตารางที่ 25 ปรากฏค่า P-value ของแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ได้แก่ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน เท่ากับ 0.3371, 0.4579, 0.6374 และ 0.6624 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$

จากการทดสอบทางสถิติเมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มาทดสอบเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะแตกต่างกันพบว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2550 ของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรม  
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างปี 2550 จำนวน 21 หลักทรัพย์ ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3  
วัน และ 1 วัน แสดงดังตารางที่ 26

**ตารางที่ 26** ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ  
หลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่  
1 ปี 2550

| วันที่<br>เกิดเหตุการณ์ | 11 วัน | 7 วัน | 3 วัน | 1 วัน |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 5                       | 1.05   |       |       |       |
| 4                       | 0.29   |       |       |       |
| 3                       | 0.78   | 0.81  |       |       |
| 2                       | 0.38   | 0.40  |       |       |
| 1                       | 1.31   | 1.33  | 1.36  |       |
| 0                       | 0.24   | 0.27  | 0.30  | 0.32  |
| -1                      | 0.55   | 0.58  | 0.61  |       |
| -2                      | 0.68   | 0.71  |       |       |
| -3                      | 0.63   | 0.65  |       |       |
| -4                      | 0.50   |       |       |       |
| -5                      | 0.08   |       |       |       |



ภาพที่ 15 ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างปี 2550

เมื่อนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันจากตารางที่ 26 มาสร้างกราฟ จะได้ดังภาพที่ 15 หมายความว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่ทำการศึกษามีอัตราผันผวนเมื่อเปรียบเทียบกับวันอื่นๆ

## 2.2 หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรปี 2550

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

ตารางที่ 27 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของกิจการที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม  
ทรัพยากรในปี 2550 จำนวน 12 หลักทรัพย์

| ช่วงที่เกิด<br>เหตุการณ์ | ตัวอย่าง | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน | t-statistic | df | P-value |
|--------------------------|----------|-----------|-------------------------|-------------|----|---------|
| 11 วัน                   | 12       | 0.17      | 0.3592                  | -0.4610     | 22 | 0.6493  |
| 7 วัน                    | 12       | 0.10      | 0.4677                  | -0.4246     | 22 | 0.6752  |
| 3 วัน                    | 12       | -0.19     | 1.0999                  | -0.3132     | 22 | 0.7571  |
| 1 วัน                    | 12       | -0.68     | 2.0986                  | -0.1257     | 22 | 0.9011  |

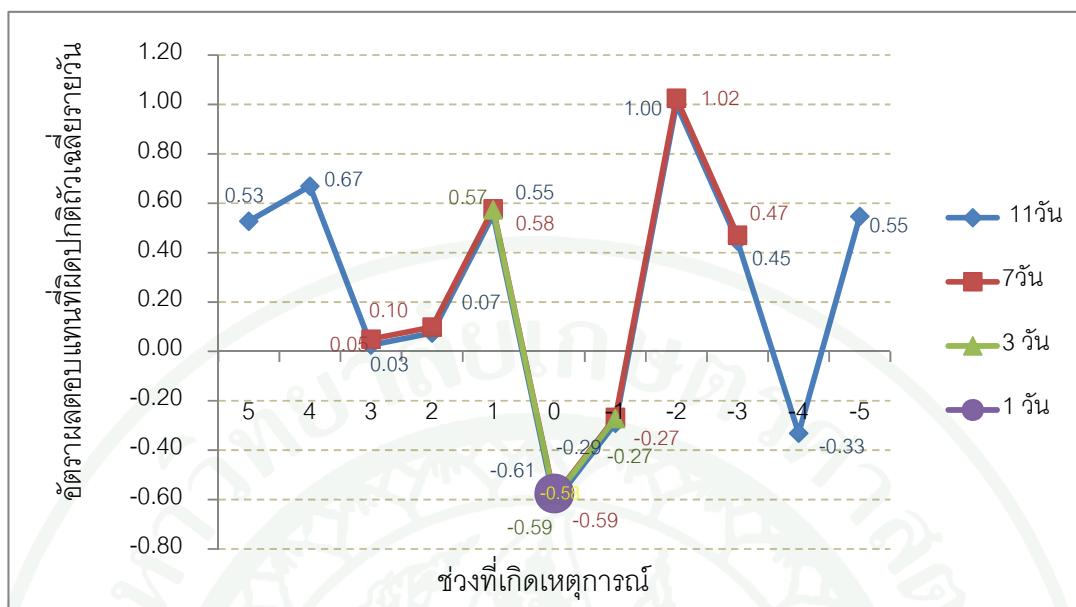
จากตารางที่ 27 ปรากฏค่า P-value ของแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ได้แก่ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน เท่ากับ 0.6493, 0.6752, 0.7571 และ 0.9011 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$

จากการทดสอบทางสถิติเมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมาทดสอบเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะแตกต่างกันพบว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2550 ไม่มีผลต่อระดับราคาของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมทรัพยากรปี 2550 จำนวน 12 หลักทรัพย์ ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน แสดงดังตารางที่ 28

ตารางที่ 28 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ  
หลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมทรัพยากรที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550

| วันที่<br>เกิดเหตุการณ์ | 11 วัน | 7 วัน | 3 วัน | 1 วัน |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 5                       | 0.53   |       |       |       |
| 4                       | 0.67   |       |       |       |
| 3                       | 0.03   | 0.05  |       |       |
| 2                       | 0.07   | 0.10  |       |       |
| 1                       | 0.55   | 0.58  | 0.57  |       |
| 0                       | -0.61  | -0.59 | -0.59 | -0.58 |
| -1                      | -0.29  | -0.27 | -0.27 |       |
| -2                      | 1.00   | 1.02  |       |       |
| -3                      | 0.45   | 0.47  |       |       |
| -4                      | -0.33  |       |       |       |
| -5                      | 0.55   |       |       |       |



ภาพที่ 16 ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรปี 2550

เมื่อนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันจากตารางที่ 28 มาสร้างกราฟ จะได้ดังภาพที่ 16 หมายความว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในอุตสาหกรรมทรัพยากร ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวันในช่วงที่ทำการศึกษามีอัตราผันผวนเมื่อเปรียบเทียบกับวันอื่นๆ

### 2.3 หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการปี 2550

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

ตารางที่ 29 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของกิจการที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ในปี 2550 จำนวน 12 หลักทรัพย์

| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ | ตัวอย่าง | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน | t-statistic | df | P-value |
|----------------------|----------|-----------|---------------------|-------------|----|---------|
| 11 วัน               | 12       | 0.11      | 0.4816              | -0.4571     | 22 | 0.6521  |
| 7 วัน                | 12       | 0.06      | 0.4541              | -0.6340     | 22 | 0.5326  |
| 3 วัน                | 12       | 0.31      | 0.6843              | -0.4591     | 22 | 0.6506  |
| 1 วัน                | 12       | 0.17      | 1.7590              | -0.2087     | 22 | 0.8366  |

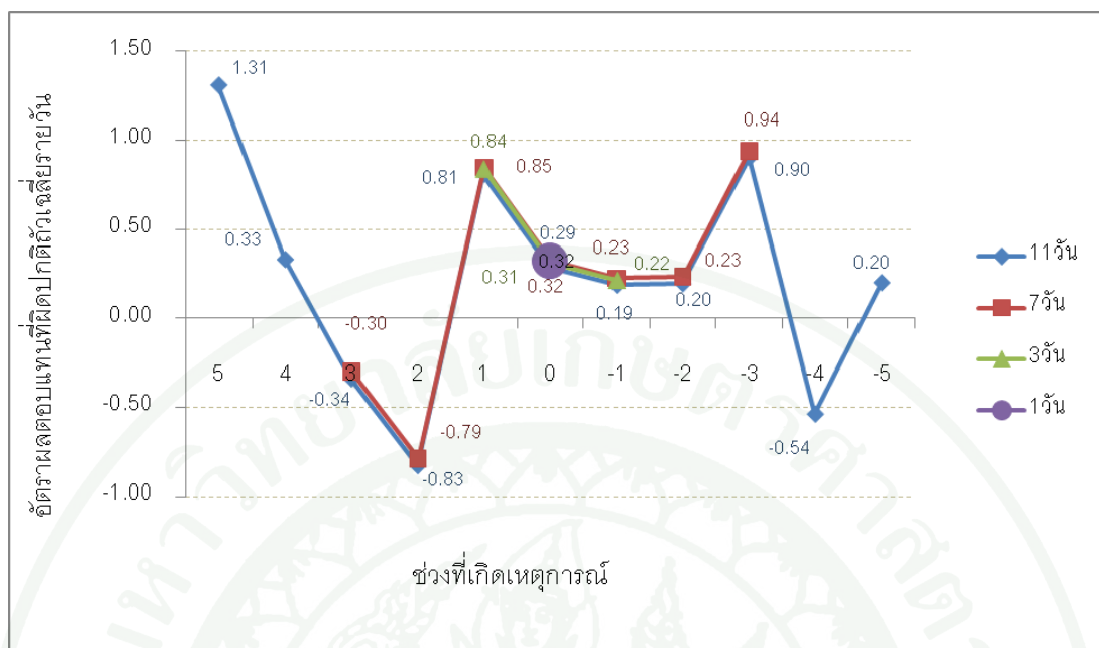
จากตารางที่ 29 ปรากฏค่า P-value ของแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ได้แก่ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน เท่ากับ 0.6521, 0.5326, 0.6506 และ 0.8366 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$

จากการทดสอบทางสถิติเมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมาทดสอบเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะแตกต่างกันพบว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2550 ไม่มีผลต่อระดับราคาของหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมบริการ ปี 2550 จำนวน 12 หลักทรัพย์ ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน แสดงดังตารางที่ 30

ตารางที่ 30 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ  
หลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมบริการที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550

| วันที่<br>เกิดเหตุการณ์ | 11 วัน | 7 วัน | 3 วัน | 1 วัน |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 5                       | 1.31   |       |       |       |
| 4                       | 0.33   |       |       |       |
| 3                       | -0.34  | -0.30 |       |       |
| 2                       | -0.83  | -0.79 |       |       |
| 1                       | 0.81   | 0.85  | 0.84  |       |
| 0                       | 0.29   | 0.32  | 0.31  | 0.32  |
| -1                      | 0.19   | 0.23  | 0.22  |       |
| -2                      | 0.20   | 0.23  |       |       |
| -3                      | 0.90   | 0.94  |       |       |
| -4                      | -0.54  |       |       |       |
| -5                      | 0.20   |       |       |       |



ภาพที่ 17 ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมบริการปี 2550

เมื่อนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันจากตารางที่ 30 มาสร้างกราฟ จะได้ดังภาพที่ 17 หมายความว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในอุตสาหกรรมบริการ ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่ทำการศึกษามีอัตราผันผวนเมื่อเปรียบเทียบกับวันอื่นๆ

#### 2.4 หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ปี 2550

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

ตารางที่ 31 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของกิจการที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ในปี 2550 จำนวน 19 หลักทรัพย์

| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ | ตัวอย่าง | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน | t-statistic | df | P-value |
|----------------------|----------|-----------|---------------------|-------------|----|---------|
| 11 วัน               | 19       | 0.28      | 0.6168              | -0.5022     | 36 | 0.6186  |
| 7 วัน                | 19       | 0.31      | 0.7374              | -0.4476     | 36 | 0.6571  |
| 3 วัน                | 19       | 0.13      | 1.0082              | -0.3563     | 36 | 0.7237  |
| 1 วัน                | 19       | 0.25      | 1.7932              | -0.2165     | 36 | 0.8298  |

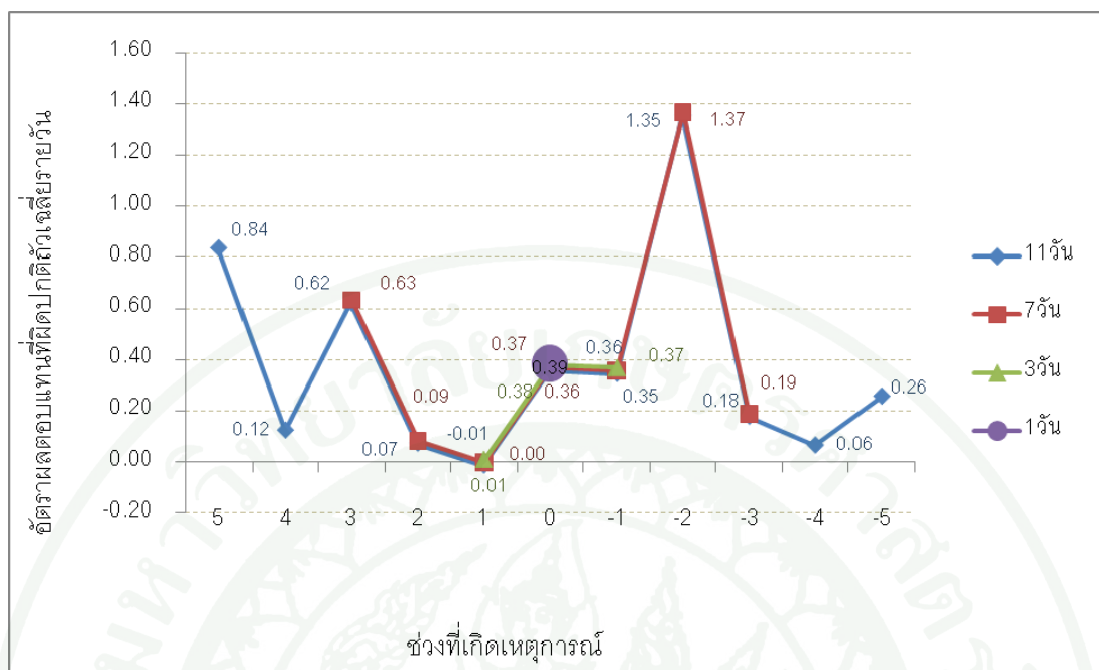
จากตารางที่ 31 ปรากฏค่า P-value ของแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ได้แก่ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน เท่ากับ 0.6186, 0.6571, 0.7237 และ 0.8298 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$

จากการทดสอบทางสถิติเมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ มาทดสอบเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะแตกต่างกันพบว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2550 ไม่มีผลต่อระดับราคาของหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ปี 2550 จำนวน 19 หลักทรัพย์ ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน แสดงดังตารางที่

ตารางที่ 32 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ  
หลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมอื่นๆ ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550

| วันที่<br>เกิดเหตุการณ์ | 11 วัน | 7 วัน | 3 วัน | 1 วัน |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 5                       | 0.84   |       |       |       |
| 4                       | 0.12   |       |       |       |
| 3                       | 0.62   | 0.63  |       |       |
| 2                       | 0.07   | 0.09  |       |       |
| 1                       | -0.01  | 0.00  | 0.01  |       |
| 0                       | 0.36   | 0.37  | 0.38  | 0.39  |
| -1                      | 0.35   | 0.36  | 0.37  |       |
| -2                      | 1.35   | 1.37  |       |       |
| -3                      | 0.18   | 0.19  |       |       |
| -4                      | 0.06   |       |       |       |
| -5                      | 0.26   |       |       |       |



**ภาพที่ 18** ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมตัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ปี 2550

เมื่อนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมตัวเฉลี่ยรายวันจากตารางที่ 32 มาสร้างกราฟ จะได้ดังภาพที่ 18 หมายความว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในอุตสาหกรรมอื่นๆ ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวันในช่วงที่ทำการศึกษามีอัตราผันผวนเมื่อเปรียบเทียบกับวันอื่นๆ

สรุปผลการนำปัจจัยด้านประเภทอุตสาหกรรมมาร่วมทดสอบการตอบสนองของราคาหุ้นในช่วงที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 พบว่าอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันไม่มีผลกระทบต่อระดับราคาหุ้นในช่วงที่ทำการทดสอบ หรืออาจกล่าวได้ว่า ประเภทของอุตสาหกรรมไม่มีผลต่อระดับราคาหุ้นในช่วงที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 โดยผลการทดสอบการตอบสนองของราคาหุ้นในช่วงที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ต่างๆ แสดงดังตารางที่ 33

**ตารางที่ 33** การสรุปผลการทดสอบการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ของปี 2550 จำแนกตาม  
กลุ่มอุตสาหกรรม

| กลุ่มที่ 3                                                                     | จำนวน<br>หลักทรัพย์ | Mean  | Sig.(2 tailed) | มีผล | ไม่มีผล |
|--------------------------------------------------------------------------------|---------------------|-------|----------------|------|---------|
| 1. กิจกรรมที่ประกาศผลกำไรในปี 2550 จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม                    |                     |       |                |      |         |
| 1.1 กิจกรรมในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่ประกาศผลกำไรในปี 2550 |                     |       |                |      |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน                                                    | 21                  | 0.38  | 0.3371         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน                                                     | 21                  | 0.45  | 0.4579         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน                                                     | 21                  | 0.50  | 0.6374         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน                                                     | 21                  | 0.04  | 0.6722         |      | ✓       |
| 1.2 กิจกรรมในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรที่ประกาศผลกำไรในปี 2550                   |                     |       |                |      |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน                                                    | 12                  | 0.17  | 0.6493         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน                                                     | 12                  | 0.10  | 0.6752         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน                                                     | 12                  | -0.19 | 0.7571         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน                                                     | 12                  | -0.68 | 0.9011         |      | ✓       |
| 1.3 กิจกรรมในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่ประกาศผลกำไรในปี 2550                     |                     |       |                |      |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน                                                    | 12                  | 0.11  | 0.6521         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน                                                     | 12                  | 0.06  | 0.5326         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน                                                     | 12                  | 0.31  | 0.6506         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน                                                     | 12                  | 0.17  | 0.8366         |      | ✓       |
| 1.4 กิจกรรมในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ที่ประกาศผลกำไรในปี 2550                     |                     |       |                |      |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน                                                    | 19                  | 0.28  | 0.6186         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน                                                     | 19                  | 0.31  | 0.6571         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน                                                     | 19                  | 0.13  | 0.7237         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน                                                     | 19                  | 0.25  | 0.8298         |      | ✓       |

## 2.5 หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างปี 2551

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

**ตารางที่ 34** ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในปี 2551 จำนวน 21 หลักทรัพย์

| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ | ตัวอย่าง | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน | t-statistic | df | P-value |
|----------------------|----------|-----------|---------------------|-------------|----|---------|
| 11 วัน               | 21       | -0.17     | 0.6052              | -1.2043     | 40 | 0.2356  |
| 7 วัน                | 21       | 0.11      | 0.6244              | -1.0573     | 40 | 0.2967  |
| 3 วัน                | 21       | 0.67      | 1.2072              | -0.5963     | 40 | 0.5543  |
| 1 วัน                | 21       | 0.70      | 1.7633              | -0.3734     | 39 | 0.7109  |

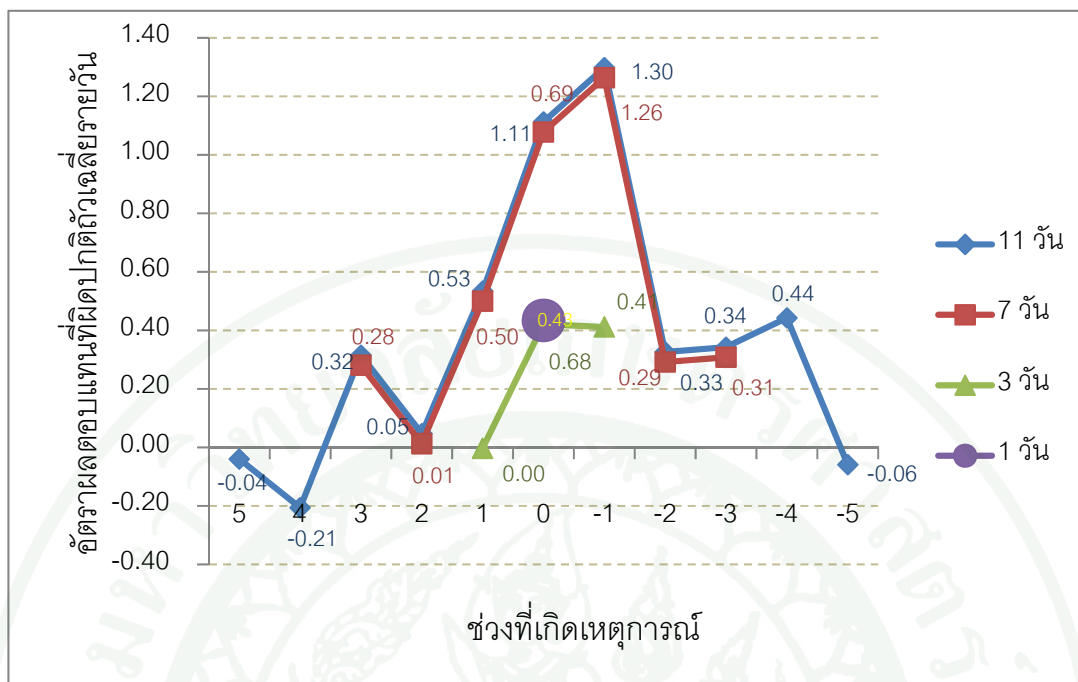
จากตารางที่ 34 ปรากฏค่า P-value ของแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ได้แก่ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน เท่ากับ 0.2356, 0.2967, 0.5543 และ 0.7109 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$

จากการทดสอบทางสถิติเมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มาทดสอบเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะแตกต่างกันพบว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2551 ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างปี 2551 จำนวน 21 หลักทรัพย์ ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน แสดงดังตารางที่ 35

ตารางที่ 35 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ  
หลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่  
1 ปี 2551

| วันที่<br>เกิดเหตุการณ์ | 11 วัน | 7 วัน | 3 วัน | 1 วัน |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 5                       | -0.04  |       |       |       |
| 4                       | -0.21  |       |       |       |
| 3                       | 0.32   | 0.28  |       |       |
| 2                       | 0.05   | 0.01  |       |       |
| 1                       | 0.53   | 0.50  | 0.00  |       |
| 0                       | 1.11   | 1.08  | 0.42  | 0.43  |
| -1                      | 1.30   | 1.26  | 0.41  |       |
| -2                      | 0.33   | 0.29  |       |       |
| -3                      | 0.34   | 0.31  |       |       |
| -4                      | 0.44   |       |       |       |
| -5                      | -0.06  |       |       |       |



ภาพที่ 19 ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ปี 2551

เมื่อนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันจากตารางที่ 35 มาสร้างกราฟ จะได้ดังภาพที่ 19 หมายความว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่ทำการศึกษามีอัตราผันผวนเมื่อเปรียบเทียบกับวันอื่นๆ

## 2.6 หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร ปี 2551

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

ตารางที่ 36 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม  
ทรัพยากรในปี 2551 จำนวน 10 หลักทรัพย์

| ช่วงที่เกิด<br>เหตุการณ์ | ตัวอย่าง | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน | t-statistic | df | P-value |
|--------------------------|----------|-----------|-------------------------|-------------|----|---------|
| 11 วัน                   | 10       | -0.09     | 0.7462                  | -1.0010     | 17 | 0.3308  |
| 7 วัน                    | 10       | -0.13     | 0.9799                  | -0.8000     | 17 | 0.4348  |
| 3 วัน                    | 10       | -0.51     | 1.1142                  | -0.8476     | 17 | 0.4084  |
| 1 วัน                    | 10       | 0.39      | 1.8809                  | -0.3990     | 17 | 0.6949  |

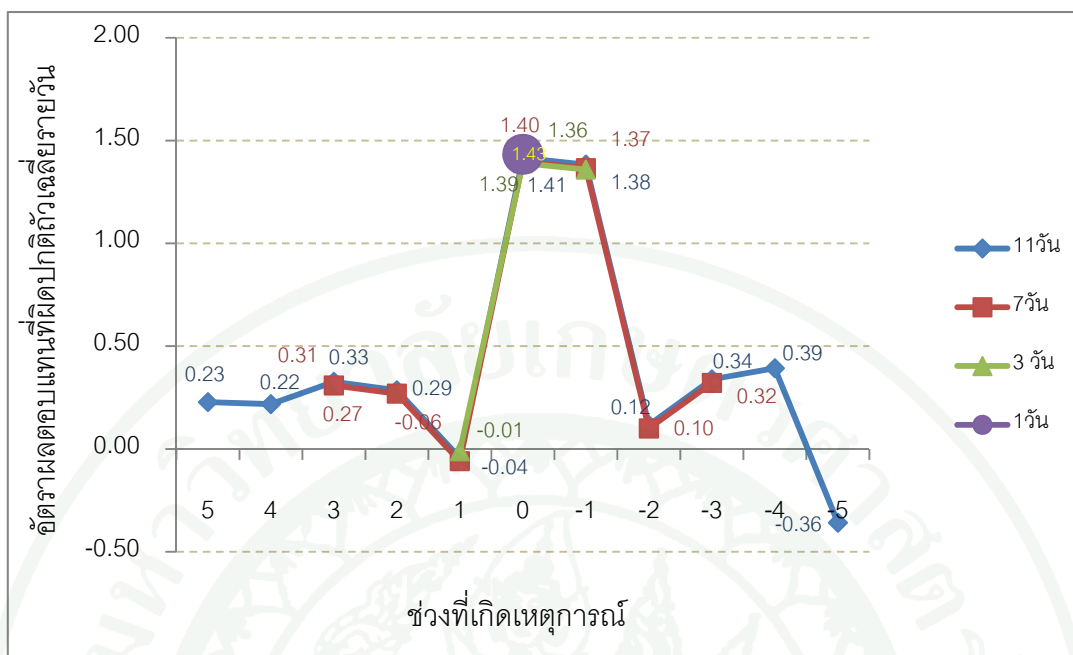
จากตารางที่ 36 ปรากฏค่า P-value ของแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ได้แก่ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน เท่ากับ 0.3308, 0.4348, 0.4084 และ 0.6949 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$

จากการทดสอบทางสถิติเมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร มาทดสอบเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะแตกต่างกันพบว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2551 ไม่มีผลต่อระดับราคาของหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมทรัพยากร 2551 จำนวน 10 หลักทรัพย์ ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน แสดงดังตารางที่ 37

ตารางที่ 37 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ  
หลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมทรัพยากรที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551

| วันที่<br>เกิดเหตุการณ์ | 11 วัน | 7 วัน | 3 วัน | 1 วัน |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 5                       | 0.23   |       |       |       |
| 4                       | 0.22   |       |       |       |
| 3                       | 0.33   | 0.31  |       |       |
| 2                       | 0.29   | 0.27  |       |       |
| 1                       | -0.04  | -0.06 | -0.01 |       |
| 0                       | 1.41   | 1.40  | 1.39  | 1.43  |
| -1                      | 1.38   | 1.37  | 1.36  |       |
| -2                      | 0.12   | 0.10  |       |       |
| -3                      | 0.34   | 0.32  |       |       |
| -4                      | 0.39   |       |       |       |
| -5                      | -0.36  |       |       |       |



ภาพที่ 20 ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมด้วยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร ปี 2551

เมื่อนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมด้วยรายวันจากตารางที่ 37 มาสร้างกราฟ จะได้ดังภาพที่ 20 หมายความว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในอุตสาหกรรมทรัพยากร ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติด้วยรายวันในช่วงที่ทำการศึกษามีอัตราผันผวนเมื่อเปรียบเทียบกับวันอื่นๆ

## 2.7 หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ปี 2551

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

ตารางที่ 38 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม  
บริการในปี 2551 จำนวน 16 หลักทรัพย์

| ช่วงที่เกิด<br>เหตุการณ์ | ตัวอย่าง | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน | t-statistic | df | P-value |
|--------------------------|----------|-----------|-------------------------|-------------|----|---------|
| 11 วัน                   | 16       | 0.06      | 0.5792                  | -0.5564     | 30 | 0.5821  |
| 7 วัน                    | 16       | 0.26      | 0.5932                  | -0.9354     | 30 | 0.3571  |
| 3 วัน                    | 16       | 0.84      | 1.1057                  | -0.4294     | 30 | 0.6707  |
| 1 วัน                    | 16       | 1.38      | 2.2772                  | 0.1629      | 29 | 0.8717  |

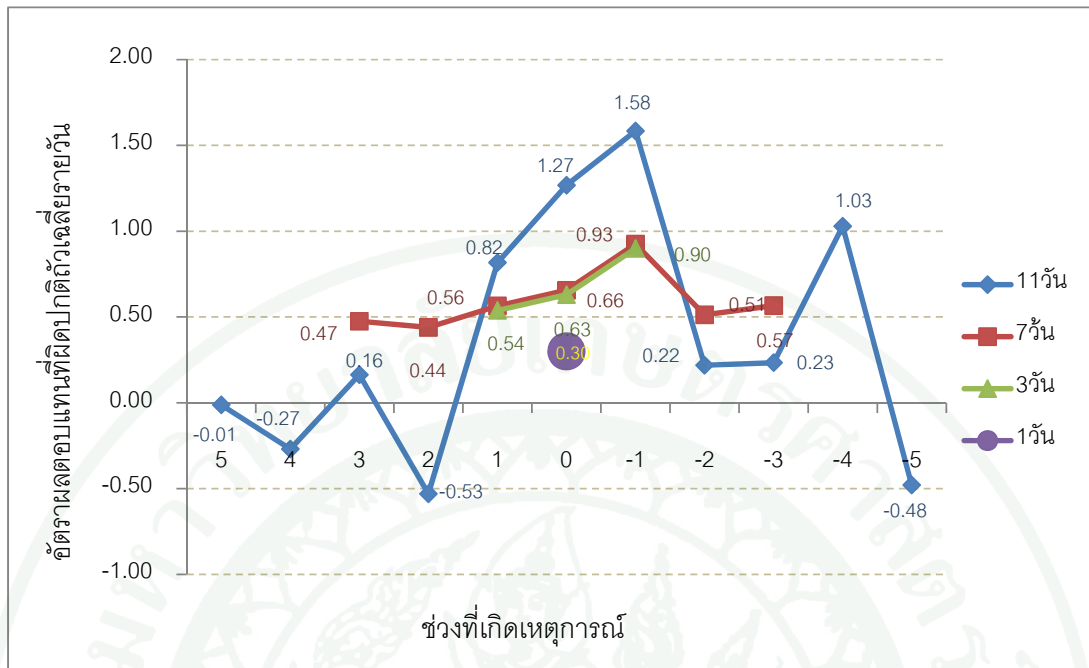
จากตารางที่ 38 ปรากฏค่า P-value ของแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ได้แก่ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน เท่ากับ 0.5821, 0.3571, 0.6707 และ 0.8717 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$

จากการทดสอบทางสถิติเมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มาทดสอบเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะแตกต่างกันพบว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2551 ไม่มีผลต่อระดับราคาของหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมบริการ ปี 2551 จำนวน 16 หลักทรัพย์ ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน แสดงดังตารางที่ 39

ตารางที่ 39 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ  
หลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมบริการที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551

| วันที่<br>เกิดเหตุการณ์ | 11 วัน | 7 วัน | 3 วัน | 1 วัน |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 5                       | -0.01  |       |       |       |
| 4                       | -0.27  |       |       |       |
| 3                       | 0.16   | 0.47  |       |       |
| 2                       | -0.53  | 0.44  |       |       |
| 1                       | 0.82   | 0.56  | 0.54  |       |
| 0                       | 1.27   | 0.66  | 0.63  | 0.30  |
| -1                      | 1.58   | 0.93  | 0.90  |       |
| -2                      | 0.22   | 0.51  |       |       |
| -3                      | 0.23   | 0.57  |       |       |
| -4                      | 1.03   |       |       |       |
| -5                      | -0.48  |       |       |       |



ภาพที่ 21 ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ปี 2551

เมื่อนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันจากตารางที่ 39 มาสร้างกราฟ จะได้ดังภาพที่ 21 หมายความว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในอุตสาหกรรมบริการ ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่ทำการศึกษามีอัตราผันผวนเมื่อเปรียบเทียบกับวันอื่นๆ

## 2.8 หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ปี 2551

$H_0 : CAR_{it} = 0$  การประกาศผลกำไร ไม่มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

$H_1 : CAR_{it} \neq 0$  การประกาศผลกำไร มีผล ต่อระดับราคาของหลักทรัพย์

ตารางที่ 40 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม  
อื่นๆ ในปี 2551 จำนวน 19 หลักทรัพย์

| ช่วงที่เกิด<br>เหตุการณ์ | ตัวอย่าง | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน | t-statistic | df | P-value |
|--------------------------|----------|-----------|-------------------------|-------------|----|---------|
| 11 วัน                   | 19       | 0.39      | 0.9378                  | -1.2269     | 36 | 0.2278  |
| 7 วัน                    | 19       | 0.53      | 1.0786                  | -1.1432     | 36 | 0.2605  |
| 3 วัน                    | 19       | 1.09      | 1.5285                  | -0.8240     | 36 | 0.4154  |
| 1 วัน                    | 19       | 1.05      | 2.9549                  | -0.3546     | 34 | 0.7251  |

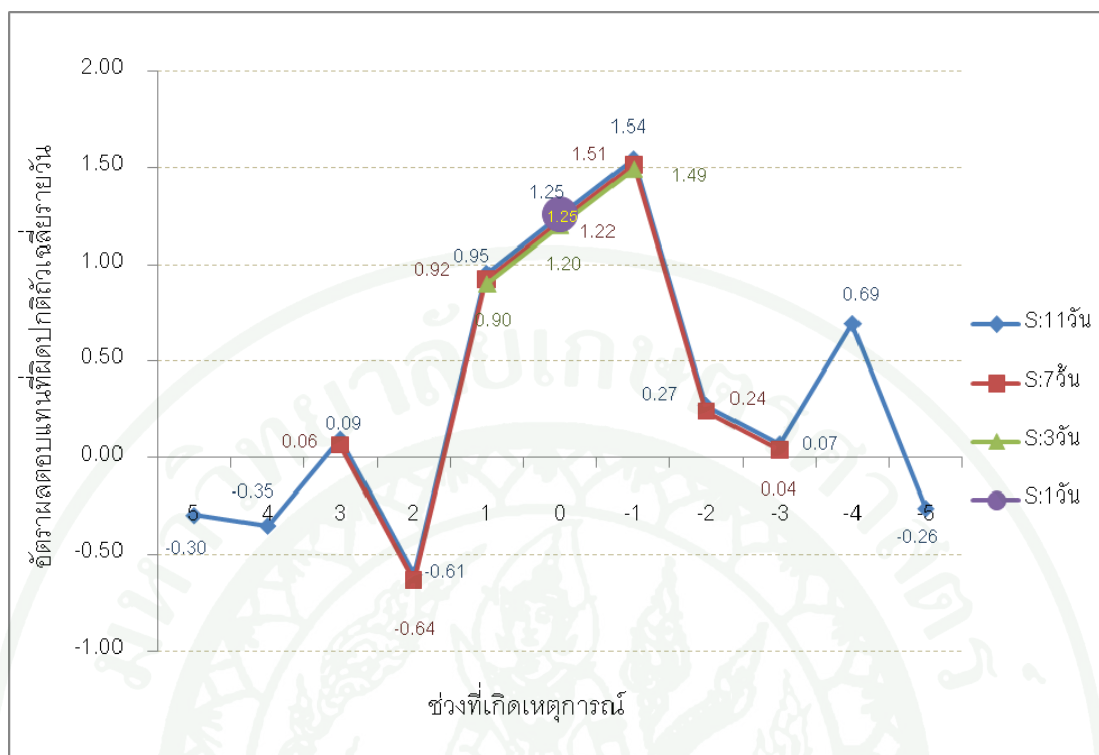
จากตารางที่ 40 ปรากฏค่า P-value ของแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ได้แก่ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน เท่ากับ 0.2278, 0.2605, 0.4154 และ 0.7251 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : CAR_{it} = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : CAR_{it} \neq 0$

จากการทดสอบทางสถิติเมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ มาทดสอบเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ที่มีระยะแตกต่างกันพบว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2551 ไม่มีผลต่อระดับราคาของหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมอื่นๆ ปี 2551 จำนวน 19 หลักทรัพย์ ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน แสดงดังตารางที่

ตารางที่ 41 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมถัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของ  
หลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมอื่นๆ ที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551

| วันที่<br>เกิดเหตุการณ์ | 11 วัน | 7 วัน | 3 วัน | 1 วัน |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 5                       | -0.30  |       |       |       |
| 4                       | -0.35  |       |       |       |
| 3                       | 0.09   | 0.06  |       |       |
| 2                       | -0.61  | -0.64 |       |       |
| 1                       | 0.95   | 0.92  | 0.90  |       |
| 0                       | 1.25   | 1.22  | 1.20  | 1.25  |
| -1                      | 1.54   | 1.51  | 1.49  |       |
| -2                      | 0.27   | 0.24  |       |       |
| -3                      | 0.07   | 0.04  |       |       |
| -4                      | 0.69   |       |       |       |
| -5                      | -0.26  |       |       |       |



ภาพที่ 22 ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมตัวเฉลี่ยรายวันในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ในปี 2551

เมื่อนำผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมตัวเฉลี่ยรายวันจากตารางที่ 41 มาสร้างกราฟ จะได้ดังภาพที่ 22 หมายความว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน 7 วัน 3 วัน และ 1 วัน ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในอุตสาหกรรมอื่นๆ ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวันในช่วงที่ทำการศึกษามีอัตราผันผวนเมื่อเปรียบเทียบกับวันอื่นๆ

สรุปผลการนำปัจจัยด้านประเภทอุตสาหกรรมมาร่วมทดสอบการตอบสนองของราคาหุ้นในช่วงที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 พบว่าอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันไม่มีผลกระทบต่อระดับราคาหุ้นในช่วงที่ทำการทดสอบ หรืออาจกล่าวได้ว่า ประเภทของอุตสาหกรรมไม่มีผลต่อระดับราคาหุ้นในช่วงที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 โดยผลการทดสอบการตอบสนองของราคาหุ้นในช่วงที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ต่างๆ แสดงดังตารางที่ 42

**ตารางที่ 42** การสรุปผลการทดสอบการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ของปี 2551 จำแนกตาม  
กลุ่มอุตสาหกรรม

| กลุ่มที่ 3                                                                     | จำนวน<br>หลักทรัพย์ | Mean  | Sig.(2 tailed) | มีผล | ไม่มีผล |
|--------------------------------------------------------------------------------|---------------------|-------|----------------|------|---------|
| 1. กิจกรรมที่ประกาศผลกำไรในปี 2551 จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม                    |                     |       |                |      |         |
| 1.1 กิจกรรมในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่ประกาศผลกำไรในปี 2551 |                     |       |                |      |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน                                                    | 21                  | -0.17 | 0.2356         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน                                                     | 21                  | 0.11  | 0.2967         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน                                                     | 21                  | 0.67  | 0.5543         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน                                                     | 21                  | 0.70  | 0.7109         |      | ✓       |
| 1.2 กิจกรรมในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรที่ประกาศผลกำไรในปี 2551                   |                     |       |                |      |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน                                                    | 10                  | -0.09 | 0.3308         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน                                                     | 10                  | -0.13 | 0.4348         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน                                                     | 10                  | -0.51 | 0.4084         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน                                                     | 10                  | 0.39  | 0.6949         |      | ✓       |
| 1.3 กิจกรรมในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่ประกาศผลกำไรในปี 2551                     |                     |       |                |      |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน                                                    | 16                  | 0.06  | 0.5821         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน                                                     | 16                  | 0.26  | 0.3571         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน                                                     | 16                  | 0.84  | 0.6707         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน                                                     | 16                  | 1.38  | 0.8717         |      | ✓       |
| 1.4 กิจกรรมในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ที่ประกาศผลกำไรในปี 2551                     |                     |       |                |      |         |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน                                                    | 19                  | 0.39  | 0.2278         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน                                                     | 19                  | 0.53  | 0.2605         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน                                                     | 19                  | 1.09  | 0.4154         |      | ✓       |
| ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน                                                     | 19                  | 1.05  | 0.7251         |      | ✓       |

จากตารางที่ 33 และ 42 แสดงผลการทดสอบของหลักทรัพย์กลุ่มที่ 3 คือ  
หลักทรัพย์ที่คัดเลือกจากหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET100 Index ที่ประกาศผลกำไรรายไตรมาสที่ 1

จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรมออกเป็น 4 ประเภท คือ อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง อุตสาหกรรมทรัพยากร อุตสาหกรรมบริการ และอุตสาหกรรมอื่นๆ เมื่อนำมาทดสอบผลกระทบของระดับราคาหุ้นเมื่อมีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2550 และปี 2551 พบว่า ประเภทอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันไม่มีผลต่อระดับของราคาของหลักทรัพย์ หรืออาจสรุปได้ว่า ประเภทอุตสาหกรรมไม่มีผลต่อการตอบสนองของราคาของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 สำหรับปี 2550 และปี 2551

### ข้อวิจารณ์

จากผลการศึกษาพบว่า การทดสอบหลักทรัพย์กลุ่มที่ 1 หรือหลักทรัพย์ที่ได้จากกลุ่ม SET100 Index คัดเลือกเฉพาะหลักทรัพย์ที่ไม่มีการประกาศข่าวอื่นในช่วงที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ในปี 2550 และปี 2551 จำนวนหลักทรัพย์รวมทั้งสิ้น 130 หลักทรัพย์ จำแนกช่วงที่เกิดเหตุการณ์เป็น 4 ช่วง ได้แก่ ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน และช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน พบว่าการประกาศผลกำไรไม่มีผลต่อราคาหุ้น ซึ่งตรงกับผลการศึกษาของของ ศิริลักษณ์ ธาราพิพัฒน์, กรกฎ สัตยานุรักษ์, ชนิตา พัดโนทัย (2546) ยกเว้น ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน และ 1 วัน สำหรับการทดสอบในปี 2551 ผลการทดสอบพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้น สอดคล้องกับ ผลการศึกษาของ Ball and Brown (1968); Ball (1991) ที่ว่าการประกาศผลกำไรมีผลกระทบต่อระดับราคาหุ้นนั้น สาเหตุที่ทำให้เกิดผลการตอบสนองและไม่ตอบสนองราคาหุ้น อาจมาจากหลายเหตุปัจจัย อาทิ การประกาศใช้มาตรฐานการบัญชีที่ปรับปรุงใหม่จำนวน 3 ฉบับในปี 2550 และประกาศใช้ฉบับปรับปรุงเพิ่มเติมอีกจำนวน 10 ฉบับในปี 2551 รวมทั้งปัจจัยต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง ซึ่งได้มีการทำการศึกษาวิจัยอย่างกว้างขวาง เช่น ขนาดของกิจการ สภาพคล่องของกิจการ ระยะเวลาที่ทำการทดสอบ Fan-far, Mohd and Nasir (2008) หรือวิธีการที่ทำการศึกษาและระยะเวลาประมาณการ เป็นต้น ระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น เนื่องจากระดับความอ่อนไหวของการตอบสนองต่อข่าวสารที่มากกระทบต่อระดับราคาหุ้นในช่วงต่างๆ

การทดสอบผลการตอบสนองของระดับราคาของหลักทรัพย์ต่อการประกาศผลกำไรในกลุ่มที่ 2 เป็นการทดสอบโดยนำปัจจัยขนาดของหลักทรัพย์มาทดสอบเพื่อศึกษาว่า หลักทรัพย์ของกิจการที่มีขนาดแตกต่างกัน จะมีการตอบสนองของระดับราคาหุ้นต่อการประกาศผลกำไรที่

แตกต่างกันหรือไม่ โดยได้จำแนกขนาดของหลักทรัพย์ออกเป็น 3 กลุ่มเรียงตามขนาดของมูลค่าตลาดของกิจการ คือ กลุ่มหลักทรัพย์ของกิจการขนาดใหญ่ (Large: L) กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลาง (Medium: M) และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก (Small : S) และจำแนกจำนวนวันที่เกิดเหตุการณ์เป็น 4 ช่วง คือ ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน และช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน ผลการศึกษาพบว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ของปี 2550 และปี 2551 ไม่มีผลต่อระดับราคาของหลักทรัพย์ในทุกกลุ่มขนาดกิจการ สอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Vieru, Perttunen and Schadewitz (2005); Ball (1991); รัตนา พฤษมาดวงศ์ (2546) ที่ระบุว่า ปัจจัยขนาดของกิจการไม่มีผลต่อระดับราคาหุ้น ยกเว้น พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้นในการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน และ 1 วัน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาวิจัยของ Fan-far, Mohd and Nasir (2008) ทั้งนี้ ผลการวิจัยที่แตกต่างกันนี้อาจมาจากหลายปัจจัยดังที่ได้กล่าวมาแล้ว รวมทั้งปัจจัยของการประกาศเปลี่ยนแปลงวิธีการทางบัญชีในปี 2550 และปี 2551 ซึ่งมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อให้มีความเหมาะสมกับสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงและทันสมัย และงบการเงินสามารถสะท้อนใกล้เคียงความเป็นจริงมากขึ้น

การทดสอบการตอบสนองของราคาหุ้นกลุ่มสุดท้ายได้แก่ กลุ่มหลักทรัพย์ที่จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม โดยจำแนกออกเป็น 4 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง อุตสาหกรรมทรัพยากร อุตสาหกรรมบริการ และอุตสาหกรรมอื่นๆ และจำแนกช่วงที่เกิดเหตุการณ์เป็น 4 ช่วง ได้แก่ ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน และช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน ผลการศึกษานี้ปรากฏว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ของปี 2550 และปี 2551 ไม่มีผลต่อระดับราคาหุ้นในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม หรือกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน ไม่ส่งผลต่อระดับราคาหุ้นแตกต่างกัน สอดคล้องกับผลการศึกษาของ ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์ (2545) ที่ทำการศึกษาความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายราคาหุ้นของกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ และพบว่าอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน มีความสามารถในการอธิบายราคาหุ้นไม่มีความแตกต่างกัน

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

การศึกษานี้เป็นการศึกษาผลการตอบสนองของระดับราคาหุ้นเมื่อมีการประกาศผลกำไร โดยใช้วิธี Event Study Methodology โดยการนำหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET100 Index ที่คัดเลือกเฉพาะหลักทรัพย์ที่ไม่มีการประกาศข่าวอื่นในช่วงที่ทำการศึกษาของปี 2550 และปี 2551 มาทำการทดสอบ โดยแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มกิจการที่ประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ในปี 2550 และปี 2551 จำนวนหลักทรัพย์รวม 130 หลักทรัพย์ โดยแบ่งจำนวนวันที่เกิดเหตุการณ์ 4 ช่วง ได้แก่ ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน และช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน เป็นกลุ่มที่ 1 หลักทรัพย์ที่จำแนกตามขนาดกิจการเป็นหลักทรัพย์กลุ่มที่ 2 และกลุ่มสุดท้ายเป็นหลักทรัพย์ที่จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม โดยรวบรวมข้อมูลของหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษา ได้แก่ วันที่เปิดเผยข้อมูลผลกำไร ไตรมาสที่ 1 ค่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์รายวัน ราคาปิดของแต่ละหลักทรัพย์รายวันในช่วงที่ทำการศึกษา การหาค่าผลตอบแทนที่คาดหวังของแต่ละหลักทรัพย์ รวมทั้งการคำนวณหาค่าประมาณการ  $\alpha$  และ  $\beta$  ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด เพื่อนำมาใช้ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในระหว่างช่วงที่เกิดเหตุการณ์ด้วยแบบจำลองตลาด (Market Model) และข้อมูลสุดท้ายอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ แล้วนำผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงและผลตอบแทนที่คาดหวังในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ มาเปรียบเทียบหาผลตอบแทนที่ผิดปกติของแต่ละหลักทรัพย์ และหาค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของแต่ละหลักทรัพย์เพื่อนำมาทดสอบทางสถิติเพื่อพิจารณาว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยนั้น มีความผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95%

### สรุปผลการวิจัย

ผลการศึกษานี้สามารถสรุปได้ว่า การประกาศผลกำไรรายไตรมาสที่ 1 ปี 2550 และปี 2551 ไม่มีผลต่อระดับราคาหุ้น ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์แตกต่างกัน ยกเว้น การประกาศผลกำไรของปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน และ 1 วัน พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเกิดขึ้น เมื่อจำแนกหลักทรัพย์ตามขนาดของกิจการ เป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มหลักทรัพย์ของกิจการขนาดใหญ่ กลุ่มหลักทรัพย์ของกิจการขนาดกลางและกลุ่มหลักทรัพย์ของ

กิจการขนาดเล็ก นำมาทดสอบการตอบสนองระดับราคาหุ้นเมื่อมีการประกาศผลกำไรรายไตรมาสที่ 1 ของปี 2550 และปี 2551 พบว่า การประกาศผลกำไรไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นของกิจการขนาดต่างๆ ที่นำมาทดสอบ ยกเว้น พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่เมื่อมีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน และเมื่อจำแนกตามประเภทอุตสาหกรรมเพื่อทดสอบผลการตอบสนองของราคาหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ต่างกัน จำแนกเป็น 4 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ พบว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ของปี 2550 และปี 2551 ไม่มีผลต่อระดับราคาหุ้นในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน

ทั้งนี้ ในการศึกษาได้ทดสอบผลการตอบสนองของราคาหุ้นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event Window) แตกต่างกันได้แก่ ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 7 วัน ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 3 วัน และช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน เพื่อวิเคราะห์พฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ในช่วงก่อนและหลังประกาศผลกำไรเปรียบเทียบกันในระยะต่างๆ นั้น พบว่า ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ แตกต่างกันมีส่วนทำให้การตอบสนองราคาหุ้นต่อการประกาศผลกำไรแตกต่างกัน ซึ่งขัดแย้งกับผลการศึกษาของ Fan-far, Mohd and Nasir (2008) ที่ไม่พบว่าช่วงที่เกิดเหตุการณ์ต่างกันมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงระดับราคาหุ้น

สรุปผลการศึกษาได้ว่า การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ของปี 2550 และปี 2551 ไม่มีผลกระทบต่อระดับราคาหุ้นในกลุ่ม SET100 Index จำนวน 130 หลักทรัพย์ที่นำมาศึกษา ยกเว้น การประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ในปี 2551 ของช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน และ 1 วัน ส่วนการนำขนาดของกิจการและการจำแนกประเภทอุตสาหกรรมมาร่วมศึกษา ก็ไม่พบผลกระทบต่อระดับราคาหุ้นในช่วงที่มีการประกาศผลกำไร ยกเว้น การศึกษาช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน ของหลักทรัพย์ในกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นเมื่อมีการประกาศผลกำไรไตรมาสที่ 1 ปี 2551 และการนำปัจจัยประเภทของอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันมาร่วมทดสอบก็ไม่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ต่างๆ ข้อมูลนี้สอดคล้องกับแนวคิดเรื่องประสิทธิภาพของตลาดทุน และสะท้อนให้เห็นว่า หลักทรัพย์กลุ่มที่นำมาทดสอบนั้น อยู่บนสมมติฐานของประสิทธิภาพของตลาดทุนในระดับกลาง Hadi (2006); Sharpe (1963); Fama (1998) ที่ราคาหุ้นสะท้อนข้อมูลส่วนใหญ่ที่เกี่ยวข้องที่ประกาศสู่สาธารณะแล้ว นักลงทุนสามารถนำข้อมูลผลการดำเนินงานที่ได้จากงบการเงินมาวิเคราะห์ เพื่อเป็นแนวทางในการพิจารณาและตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ และนอกจากนี้ผู้ที่มีส่วนได้

เสียอื่นๆ ก็จะได้ประโยชน์จากงบการเงินด้วยแล้ว ยังสร้างความเชื่อมั่นให้กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในความน่าเชื่อถือของการนำเสนองบการเงินของบริษัทจดทะเบียนๆ อีกด้วย

### ข้อเสนอแนะ

จากที่ได้กล่าวมาข้างต้น การทดสอบนี้ชี้ให้เห็นว่า ผลการทดสอบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศผลกำไรในปี 2550 และปี 2551 พบว่าการประกาศผลกำไรในปี 2551 ของช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 11 วัน และ 1 วัน เท่านั้น โดยเมื่อจำแนกตามขนาดของกิจการเป็นกิจการขนาดใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดเล็ก พบว่ามีเพียงกิจการขนาดใหญ่ ที่ราคาหลักทรัพย์ได้รับผลกระทบจากการประกาศผลกำไรในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน โดยขนาดกิจการอื่นๆ ไม่ได้รับผลกระทบ นอกจากนี้ การจำแนกหลักทรัพย์ตามประเภทอุตสาหกรรมเป็น 4 ประเภท ได้แก่ อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง อุตสาหกรรมทรัพยากร อุตสาหกรรมบริการ และอุตสาหกรรมอื่นๆ นั้น ไม่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้นในช่วงที่ศึกษาในประเภทอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน จากผลการทดสอบที่กล่าวมานั้นผลการทดสอบส่วนใหญ่ชี้ให้เห็นว่าระดับราคาหุ้นไม่มีการปรับตัวผิดปกติในช่วงที่มีการประกาศผลกำไร หรือนักลงทุนสามารถซื้อขายหุ้นได้ตามปกติโดยไม่สามารถเก็งกำไรจากการประกาศผลกำไรได้

ทั้งนี้ ในการตัดสินใจลงทุนซึ่งมีความเสี่ยง นักลงทุนควรคำนึงถึงข้อจำกัดที่ไม่อาจหลีกเลี่ยงได้ของงานวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยจึงมีความคิดเห็นและข้อเสนอแนะจากการวิจัย 2 ประการ ได้แก่ ข้อจำกัดของจำนวนข้อมูลที่นำมาศึกษาซึ่งคัดเลือกหลักทรัพย์ตามเกณฑ์ที่กำหนด เพื่อให้ได้หลักทรัพย์ที่มีคุณสมบัติที่เหมาะสมที่สุด และผลการศึกษาที่เกิดจากการเลือกใช้แบบจำลองตลาด (Market Model) ในการคำนวณหาค่าตัวแปรต่างๆ อาจส่งผลให้เกิดผลการทดสอบที่แตกต่างกัน เมื่อเลือกใช้แบบจำลองในการคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังแตกต่างกัน ทั้งนี้แบบจำลองในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังล้วนกำหนดสมมติฐานทางการเงินที่อาจเป็นไปได้ยากและแตกต่างกันไปตามหลักการต่างๆ ซึ่งมีโอกาสที่ตลาดทุนจะไม่เป็นไปตามข้อสมมติที่กำหนดขึ้นด้วย

### ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. การนำปัจจัยอื่นๆ มาร่วมทดสอบ เช่น สภาพคล่องของกิจการมาจำแนกกลุ่มหลักทรัพย์ หรือการจำแนกหลักทรัพย์ด้วยความถี่ในการประกาศผลกำไร เพื่อทำการทดสอบต่อไป

2. เปรียบเทียบระยะเวลาในการทำการทดสอบร่วมกับขนาดของกิจการ โดยจำแนกช่วงเวลาที่ทำการทดสอบเป็นระยะสั้น และระยะยาว เพื่อวิเคราะห์หาผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น เช่น ระยะยาวกำหนดให้ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ คือระหว่างวันที่ -50 ถึงวันที่ +1 และระยะสั้นกำหนดให้ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ระหว่างวันที่ -1 ถึงวันที่ +1 ของวันที่มีการประกาศผลกำไร

## เอกสารและสิ่งอ้างอิง

ณัฐพงษ์ รัฐชื่อ. 2547. การทดสอบแบบจำลอง Fama-French ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ณัฐพล ลีลายุทธ์ชัย. 2544. ผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผลและการประกาศเพิ่มทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2550. ข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน (Online). [www.set.or.th](http://www.set.or.th), 11 ตุลาคม 2552.

นนทวัชร อนุสรณ์พาณิชย์. 2548. การตอบสนองของราคาหุ้นเมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผล. การศึกษาค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

นิมนวล เขียวรัตน์. 2539. ผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิทางบัญชีต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล. วิทยานิพนธ์บัญชีดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์. 2545. การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการอธิบายราคาหุ้นหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บัญชีดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

รัฐพล สกุลเหลืองอร่าม. 2549. **ผลกระทบของการทำธุรกรรมหลักทรัพย์ของผู้บริหารต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ.** วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

รัตนา พฤษมาศวงศ์. 2546. **ผลกระทบของการประกาศผลกำไรจากการดำเนินงานต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.** การศึกษาค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

วัชร รัตสัมฤทธิ์. 2547. **การประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด** (Online).  
[http://www.rmutphysics.com/CHARUD/wach/c-language/C4Physics\\_Web/Unit7/unit7\\_0.htm](http://www.rmutphysics.com/CHARUD/wach/c-language/C4Physics_Web/Unit7/unit7_0.htm), 11 พฤศจิกายน 2553.

ศิริชัย พงษ์วิชัย. 2549. **การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติด้วยคอมพิวเตอร์.** พิมพ์ครั้งที่ 16.  
 กรุงเทพมหานคร: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ศิริลักษณ์ ธาราพัฒน์, กรกฎ สัตยานุรักษ์ และ ชนิตา พัดโนทัย. 2546. **การศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.** การศึกษาค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2548ก. **การเงินธุรกิจ.**  
 กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.

\_\_\_\_\_. 2548ข. **ทฤษฎีตลาดทุน.** กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.

อภิญา อารมณชีน. 2550. **การตอบสนองของราคาหุ้นจากการประกาศเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย.** วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต สาขาบัญชี, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

Ball, R. and P. Brown. 1968. "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers." **Journal of Accounting Research** Autumn: 159 – 178.

\_\_\_\_\_ and S. P. Kothari. 1991. "Security Return Around Earnings Announcements." **The Accounting Review** 66 (4): 718-738.

Beaver, W. *et al.* 1980. "The Information Content of Security Price." **Journal of Accounting and Economics** 2: 3 – 28.

Mackinlay, A. C. 1997. "Event Studies in Economics and Finance." **Journal of Economic Literature** 35: 13-39.

Fama, E. F. 1998. "Market efficiency, long-term, and behavioral finance." **Journal of Financial Economics** 49 (3): 283 – 306.

\_\_\_\_\_ and K. R. French. 1993. "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies." **Journal of Finance** 51.

Fan-fah, C., S. Mohd and A. Nasir. 2008. "Earnings Announcements: The Impact of Firm Size on Share Prices." **Journal of Money, Investment and Banking** 3: 36-46.

Foster, G., C. Olsen and T. Shevlin. 1984. "Earnings Releases, Anomalies, and the Behavior of Security Returns." **The Accounting Review** 59 (4): 574-603.

Hadi, M. M. 2006. "Review of Capital Market Efficiency: Some Evidence from Jordanian Market." **International Research Journal of Finance and Economic** 3: 13-27.

Hand, J. R. M. 1990. "A Test of the Extended Functional Fixation Hypothesis." **The Accounting Review** 65 (4): 740 – 763.

Roll, R. and S. Ross. 1980. "An Empirical Investigation of Arbitrage Pricing Theory."

**Journal of Finance** 35: 3.

Ross, S. A. 1976. "The arbitrage theory of capital asset pricing." **Journal of Economic**

**Theory** 13 (3): 341 – 360.

Sharpe, W. F. 1963. "A simplified model for portfolio analysis." **Management Science**

9: 277-293.

\_\_\_\_\_. 1964. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk." **Journal of Finance** 19: 425-442.

Shleifer, A. 2000. **Inefficient Market: An Introduction to Behavioral Finance**. New York: Oxford University, Press Inc.

Vieru, M., J. Perttunen and H. Schadewitz. 2005. "New Evidence on Predictability of Market Responses to Earnings Announcement in Finland." **European Financial Management Association 2005 Meetings** June 29 – July 2, 2005: 1 - 20.



ตารางผนวกที่ 1 หลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาในปี 2550 เรียงลำดับตามมูลค่าตลาด

| ลำดับที่                       | ชื่อหลักทรัพย์ | วันที่ประกาศผลกำไร | มูลค่าตลาด         |
|--------------------------------|----------------|--------------------|--------------------|
| ธุรกิจขนาดใหญ่ (Large: L)      |                |                    |                    |
| 1                              | PTT            | 11 พฤษภาคม 2550    | 639,565,724,100.00 |
| 2                              | PTTEP          | 30 เมษายน 2550     | 308,917,059,800.00 |
| 3                              | SCC            | 9 พฤษภาคม 2550     | 278,400,000,000.00 |
| 4                              | ADVANC         | 11 พฤษภาคม 2550    | 252,700,353,324.00 |
| 5                              | TOP            | 11 พฤษภาคม 2550    | 132,601,811,745.00 |
| 6                              | PTTCH          | 8 พฤษภาคม 2550     | 123,807,896,950.00 |
| 7                              | IRPC           | 9 พฤษภาคม 2550     | 115,050,000,000.00 |
| 8                              | SIM            | 10 พฤษภาคม 2550    | 81,270,000,000.00  |
| 9                              | SCCC           | 4 พฤษภาคม 2550     | 71,500,000,000.00  |
| 10                             | RATCH          | 14 พฤษภาคม 2550    | 65,250,000,000.00  |
| 11                             | BANPU          | 14 พฤษภาคม 2550    | 63,588,998,070.00  |
| 12                             | LH             | 14 พฤษภาคม 2550    | 61,477,131,716.60  |
| 13                             | ATC            | 11 พฤษภาคม 2550    | 55,911,585,500.00  |
| 14                             | CPN            | 15 พฤษภาคม 2550    | 55,559,808,000.00  |
| 15                             | BGH            | 14 พฤษภาคม 2550    | 49,015,249,981.50  |
| 16                             | BEC            | 8 พฤษภาคม 2550     | 45,800,000,000.00  |
| 17                             | GLOW           | 14 พฤษภาคม 2550    | 43,154,518,532.50  |
| 18                             | MINT           | 14 พฤษภาคม 2550    | 35,446,901,370.10  |
| 19                             | BH             | 15 พฤษภาคม 2550    | 34,589,631,670.00  |
| 20                             | CPF            | 9 พฤษภาคม 2550     | 34,441,315,243.08  |
| หลักทรัพย์ขนาดกลาง (Medium: M) |                |                    |                    |
| 1                              | TRUE           | 14 พฤษภาคม 2550    | 29,466,770,147.50  |
| 2                              | TPIPL          | 15 พฤษภาคม 2550    | 27,862,200,000.00  |
| 3                              | PSL            | 8 พฤษภาคม 2550     | 26,247,895,150.00  |

## ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

| ลำดับที่ | ชื่อหลักทรัพย์ | วันที่ประกาศผลกำไร | มูลค่าตลาด        |
|----------|----------------|--------------------|-------------------|
| 4        | ITD            | 15 พฤษภาคม 2550    | 24,952,385,171.00 |
| 5        | MAKRO          | 11 พฤษภาคม 2550    | 22,320,000,000.00 |
| 6        | HANA           | 14 พฤษภาคม 2550    | 21,530,893,540.00 |
| 7        | DELTA          | 11 พฤษภาคม 2550    | 20,331,365,747.60 |
| 8        | MCOT           | 15 พฤษภาคม 2550    | 20,269,426,695.00 |
| 9        | TUF            | 14 พฤษภาคม 2550    | 19,229,230,900.00 |
| 10       | CCET           | 3 พฤษภาคม 2550     | 18,485,314,374.08 |
| 11       | RCL            | 14 พฤษภาคม 2550    | 17,072,250,000.00 |
| 12       | MAJOR          | 15 พฤษภาคม 2550    | 14,549,755,895.40 |
| 13       | TPC            | 11 พฤษภาคม 2550    | 14,175,000,000.00 |
| 14       | PS             | 15 พฤษภาคม 2550    | 12,717,024,840.00 |
| 15       | ROBINS         | 16 พฤษภาคม 2550    | 12,439,404,689.60 |
| 16       | TICON          | 11 พฤษภาคม 2550    | 11,814,394,391.80 |
| 17       | CK             | 15 พฤษภาคม 2550    | 11,568,097,352.00 |
| 18       | AP             | 15 พฤษภาคม 2550    | 10,757,627,421.84 |
| 19       | IRP            | 14 พฤษภาคม 2550    | 10,297,374,131.50 |
| 20       | HMPRO          | 8 พฤษภาคม 2550     | 10,273,735,465.10 |
| 21       | QH             | 15 พฤษภาคม 2550    | 9,422,669,939.80  |
| 22       | BCP            | 11 พฤษภาคม 2550    | 9,400,535,348.40  |

## หลักทรัพย์ขนาดเล็ก (Small: S)

|   |        |                 |                  |
|---|--------|-----------------|------------------|
| 1 | LPN    | 11 พฤษภาคม 2550 | 9,149,332,361.60 |
| 2 | HEMRAJ | 15 พฤษภาคม 2550 | 9,072,280,993.05 |
| 3 | PDI    | 14 พฤษภาคม 2550 | 8,588,000,000.00 |
| 4 | SAMART | 10 พฤษภาคม 2550 | 8,299,089,835.00 |
| 5 | KH     | 11 พฤษภาคม 2550 | 7,932,500,000.00 |

## ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

| ลำดับที่ | ชื่อหลักทรัพย์ | วันที่ประกาศผลกำไร | มูลค่าตลาด       |
|----------|----------------|--------------------|------------------|
| 6        | ERAWAN         | 14 พฤษภาคม 2550    | 7,186,128,857.10 |
| 7        | METRO          | 10 พฤษภาคม 2550    | 6,670,860,000.00 |
| 8        | VNG            | 11 พฤษภาคม 2550    | 6,228,686,014.64 |
| 9        | STEC           | 14 พฤษภาคม 2550    | 5,925,794,645.00 |
| 10       | GOLD           | 14 พฤษภาคม 2550    | 5,481,714,000.30 |
| 11       | SPALI          | 10 พฤษภาคม 2550    | 5,335,656,713.40 |
| 12       | SAMTEL         | 10 พฤษภาคม 2550    | 5,190,000,000.00 |
| 13       | SIRI           | 14 พฤษภาคม 2550    | 4,420,886,076.00 |
| 14       | BAFS           | 10 พฤษภาคม 2550    | 4,122,484,189.00 |
| 15       | LANNA          | 14 พฤษภาคม 2550    | 4,060,000,000.00 |
| 16       | AI             | 15 พฤษภาคม 2550    | 3,850,000,000.00 |
| 17       | JAS            | 15 พฤษภาคม 2550    | 3,577,560,080.09 |
| 18       | PLE            | 16 พฤษภาคม 2550    | 3,495,352,678.40 |
| 19       | TT&T           | 15 พฤษภาคม 2550    | 3,437,033,316.66 |
| 20       | LOXLEY         | 16 พฤษภาคม 2550    | 3,376,753,459.30 |
| 21       | AH             | 16 พฤษภาคม 2550    | 3,360,000,000.00 |
| 22       | N-PARK         | 16 พฤษภาคม 2550    | 1,853,146,800.00 |

ตารางผนวกที่ 2 หลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาในปี 2551 เรียงลำดับตามมูลค่าตลาด

| ลำดับที่                       | ชื่อหลักทรัพย์ | วันที่ประกาศผลกำไร | มูลค่าตลาด         |
|--------------------------------|----------------|--------------------|--------------------|
| หลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (Large: L)  |                |                    |                    |
| 1                              | PTT            | 14 พฤษภาคม 2551    | 975,193,050,650.00 |
| 2                              | PTTEP          | 30 เมษายน 2551     | 547,518,248,200.00 |
| 3                              | ADVANC         | 14 พฤษภาคม 2551    | 285,750,823,109.00 |
| 4                              | SCC            | 8 พฤษภาคม 2551     | 256,800,000,000.00 |
| 5                              | PTTCH          | 6 พฤษภาคม 2551     | 161,647,682,400.00 |
| 6                              | TOP            | 2 พฤษภาคม 2551     | 148,922,034,729.00 |
| 7                              | BANPU          | 9 พฤษภาคม 2551     | 125,004,013,300.00 |
| 8                              | IRPC           | 9 พฤษภาคม 2551     | 108,225,000,000.00 |
| 9                              | PTTAR          | 8 พฤษภาคม 2551     | 105,208,812,531.00 |
| 10                             | LH             | 13 พฤษภาคม 2551    | 88,785,197,590.55  |
| 11                             | RATCH          | 13 พฤษภาคม 2551    | 65,612,500,000.00  |
| 12                             | SCCC           | 6 พฤษภาคม 2551     | 57,000,000,000.00  |
| 13                             | BEC            | 14 พฤษภาคม 2551    | 58,500,000,000.00  |
| 14                             | MINT           | 12 พฤษภาคม 2551    | 52,542,016,214.80  |
| 15                             | EGCO           | 12 พฤษภาคม 2551    | 50,540,640,000.00  |
| 16                             | BGH            | 15 พฤษภาคม 2551    | 47,654,634,371.00  |
| 17                             | CPALL          | 14 พฤษภาคม 2551    | 47,056,335,910.50  |
| 18                             | THAI           | 14 พฤษภาคม 2551    | 45,870,325,650.00  |
| 19                             | ITD            | 15 พฤษภาคม 2551    | 37,114,051,893.00  |
| 20                             | CPN            | 15 พฤษภาคม 2551    | 36,873,310,309.50  |
| หลักทรัพย์ขนาดกลาง (Medium: M) |                |                    |                    |
| 1                              | CPF            | 14 พฤษภาคม 2551    | 34,290,916,486.56  |
| 2                              | DELTA          | 14 พฤษภาคม 2551    | 27,691,837,620.60  |
| 3                              | PSL            | 2 พฤษภาคม 2551     | 25,884,062,940.00  |

## ตารางผนวกที่ 2 (ต่อ)

| ลำดับที่                      | ชื่อหลักทรัพย์ | วันที่ประกาศผลกำไร | มูลค่าตลาด        |
|-------------------------------|----------------|--------------------|-------------------|
| 4                             | BH             | 9 พฤษภาคม 2551     | 25,671,498,888.00 |
| 5                             | PS             | 12 พฤษภาคม 2551    | 25,357,051,320.00 |
| 6                             | MAKRO          | 9 พฤษภาคม 2551     | 24,240,000,000.00 |
| 7                             | CCET           | 13 พฤษภาคม 2551    | 22,733,849,435.40 |
| 8                             | QH             | 9 พฤษภาคม 2551     | 20,563,866,642.24 |
| 9                             | TPC            | 15 พฤษภาคม 2551    | 20,475,000,000.00 |
| 10                            | GSTEEL         | 14 พฤษภาคม 2551    | 19,401,600,000.00 |
| 11                            | TRUE           | 15 พฤษภาคม 2551    | 18,638,841,347.70 |
| 12                            | MCOT           | 14 พฤษภาคม 2551    | 18,551,678,670.00 |
| 13                            | AP             | 15 พฤษภาคม 2551    | 16,903,341,744.25 |
| 14                            | TUF            | 12 พฤษภาคม 2551    | 16,257,440,670.00 |
| 15                            | RCL            | 13 พฤษภาคม 2551    | 15,646,800,000.00 |
| 16                            | MAJOR          | 14 พฤษภาคม 2551    | 15,593,256,066.30 |
| 17                            | HANA           | 15 พฤษภาคม 2551    | 15,445,550,856.00 |
| 18                            | BECL           | 9 พฤษภาคม 2551     | 15,400,000,000.00 |
| 19                            | SSI            | 15 พฤษภาคม 2551    | 14,804,446,400.00 |
| 20                            | TPIPL          | 15 พฤษภาคม 2551    | 14,334,900,000.00 |
| 21                            | NNCL           | 14 พฤษภาคม 2551    | 13,657,080,458.40 |
| 22                            | ROBINS         | 9 พฤษภาคม 2551     | 11,995,140,236.40 |
| 23                            | HEMRAJ         | 14 พฤษภาคม 2551    | 11,626,625,179.96 |
| หลักทรัพย์ขนาดเล็ก (Small: S) |                |                    |                   |
| 1                             | CK             | 15 พฤษภาคม 2551    | 11,206,594,309.75 |
| 2                             | TICON          | 14 พฤษภาคม 2551    | 11,115,270,616.00 |
| 3                             | LPN            | 8 พฤษภาคม 2551     | 10,993,955,821.60 |
| 4                             | ERAWAN         | 12 พฤษภาคม 2551    | 9,730,383,796.56  |

## ตารางผนวกที่ 2 (ต่อ)

| ลำดับที่ | ชื่อหลักทรัพย์ | วันที่ประกาศผลกำไร | มูลค่าตลาด       |
|----------|----------------|--------------------|------------------|
| 5        | SAMART         | 15 พฤษภาคม 2551    | 7,616,730,498.00 |
| 6        | KH             | 14 พฤษภาคม 2551    | 7,315,000,000.00 |
| 7        | LANNA          | 15 พฤษภาคม 2551    | 6,650,000,000.00 |
| 8        | PDI            | 15 พฤษภาคม 2551    | 6,949,500,000.00 |
| 9        | SPALI          | 14 พฤษภาคม 2551    | 5,952,299,120.04 |
| 10       | STEC           | 14 พฤษภาคม 2551    | 5,764,973,888.34 |
| 11       | SIRI           | 13 พฤษภาคม 2551    | 5,157,700,422.00 |
| 12       | LOXLEY         | 14 พฤษภาคม 2551    | 5,000,000,000.00 |
| 13       | SAT            | 14 พฤษภาคม 2551    | 4,590,000,000.00 |
| 14       | FORTH          | 15 พฤษภาคม 2551    | 3,792,000,000.00 |
| 15       | AH             | 15 พฤษภาคม 2551    | 3,288,000,000.00 |
| 16       | TT&T           | 15 พฤษภาคม 2551    | 3,080,360,047.95 |
| 17       | NCH            | 14 พฤษภาคม 2551    | 2,846,364,124.80 |
| 18       | PLE            | 16 พฤษภาคม 2551    | 2,687,052,371.52 |
| 19       | TASCO          | 15 พฤษภาคม 2551    | 2,654,273,899.80 |
| 20       | TIPCO          | 15 พฤษภาคม 2551    | 2,630,059,038.00 |
| 21       | JAS            | 15 พฤษภาคม 2551    | 2,495,975,148.90 |
| 22       | RS             | 15 พฤษภาคม 2551    | 1,820,000,000.00 |
| 23       | METRO          | 14 พฤษภาคม 2551    | 1,727,530,000.00 |

**ตารางผนวกที่ 3** รายละเอียดอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ  
ของหลักทรัพย์ในปี 2550 เรียงลำดับตามมูลค่ากิจการ

| ลำดับ | หลักทรัพย์ | อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง |       |       |        | อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ |       |       |        |
|-------|------------|------------------------------|-------|-------|--------|-------------------------|-------|-------|--------|
|       |            | 1 วัน                        | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน | 1 วัน                   | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน |
| 1     | PTT        | 0.01                         | 0.58  | 0.01  | 0.64   | 0.26                    | 0.82  | 0.35  | 0.88   |
| 2     | PTTEP      | 0.69                         | 1.07  | 0.69  | 0.24   | 1.22                    | 3.46  | 0.73  | 0.27   |
| 3     | SCC        | -0.24                        | -0.56 | -0.24 | 0.00   | -1.52                   | -0.41 | -0.08 | 0.14   |
| 4     | ADVANC     | 1.14                         | 1.56  | 1.14  | 1.24   | 0.50                    | 2.17  | 1.65  | 1.53   |
| 5     | TOP        | 0.23                         | 0.27  | 0.23  | 0.55   | -2.45                   | 0.06  | 0.05  | 0.38   |
| 6     | PTTCH      | 0.71                         | -0.61 | 0.71  | 0.95   | -0.80                   | -0.75 | 0.53  | 0.71   |
| 7     | IRPC       | 0.12                         | -0.84 | 0.12  | 0.08   | -0.71                   | -0.71 | 0.22  | 0.23   |
| 8     | SIM        | 0.00                         | 0.01  | 0.00  | -0.09  | 1.02                    | 0.00  | 0.00  | -0.08  |
| 9     | SCCC       | -0.30                        | 0.01  | -0.30 | -0.26  | 0.58                    | -0.13 | -0.45 | -0.44  |
| 10    | RATCH      | -0.31                        | -1.28 | -0.31 | -0.24  | -2.35                   | -1.41 | -0.44 | -0.36  |
| 11    | BANPU      | 0.13                         | -0.28 | 0.13  | 0.18   | 1.08                    | -0.06 | 0.35  | 0.33   |
| 12    | LH         | -0.49                        | -1.40 | -0.49 | 0.15   | 1.32                    | -1.48 | -0.56 | 0.05   |
| 13    | ATC        | 0.16                         | -0.84 | 0.16  | 0.59   | -3.27                   | -1.58 | -0.40 | -0.07  |
| 14    | CPN        | 0.02                         | 1.00  | 0.02  | -0.08  | 2.73                    | 0.94  | 0.02  | -0.04  |
| 15    | BGH        | 0.30                         | -1.19 | 0.30  | 0.25   | 2.62                    | -1.00 | 0.39  | 0.35   |
| 16    | BEC        | 0.56                         | 0.44  | 0.56  | 0.06   | -0.62                   | 0.39  | 0.39  | -0.18  |
| 17    | GLOW       | -0.10                        | 0.02  | -0.10 | -0.14  | 0.56                    | -0.19 | -0.25 | -0.30  |
| 18    | MINT       | 0.02                         | -0.81 | 0.02  | -0.06  | -2.27                   | -0.72 | 0.04  | 0.02   |
| 19    | BH         | 0.02                         | 0.53  | 0.02  | -0.21  | -1.29                   | 0.75  | 0.40  | 0.21   |
| 20    | CPF        | -0.12                        | -0.58 | -0.12 | 0.36   | -0.13                   | -0.32 | 0.11  | 0.63   |
| 21    | TRUE       | 2.46                         | 2.65  | 2.46  | 1.42   | 6.05                    | 3.25  | 3.03  | 1.91   |
| 22    | TPIPL      | 0.63                         | 0.24  | 0.63  | 0.55   | 0.66                    | 0.22  | 0.57  | 0.42   |
| 23    | PSL        | -0.39                        | 0.17  | -0.39 | 0.06   | 3.72                    | 0.03  | -0.57 | -0.18  |
| 24    | ITD        | 1.88                         | 1.12  | 1.88  | 0.97   | 0.01                    | 1.86  | 2.45  | 1.62   |
| 25    | MAKRO      | 0.24                         | 0.18  | 0.24  | 0.83   | 1.53                    | 1.16  | 1.13  | 1.58   |

## ตารางผนวกที่ 3 (ต่อ)

| ลำดับ | หลักทรัพย์ | อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง |       |       |        | อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ |       |       |        |
|-------|------------|------------------------------|-------|-------|--------|-------------------------|-------|-------|--------|
|       |            | 1 วัน                        | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน | 1 วัน                   | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน |
| 26    | HANA       | 0.01                         | -0.64 | 0.01  | -0.17  | 1.35                    | -0.29 | 0.38  | 0.21   |
| 27    | DELTA      | 0.72                         | 0.85  | 0.72  | 0.80   | 3.25                    | 0.92  | 0.79  | 0.83   |
| 28    | MCOT       | -0.10                        | -0.55 | -0.10 | 0.02   | -2.43                   | -0.51 | -0.05 | 0.10   |
| 29    | TUF        | 0.33                         | 0.77  | 0.33  | 0.29   | 0.86                    | 1.09  | 0.66  | 0.66   |
| 30    | CCET       | 1.24                         | 1.75  | 1.24  | 1.18   | 1.71                    | 1.67  | 1.13  | 1.02   |
| 31    | RCL        | -0.12                        | 0.97  | -0.12 | 0.37   | -0.08                   | 0.89  | -0.09 | 0.29   |
| 32    | MAJOR      | 0.69                         | 0.61  | 0.69  | 0.93   | 0.33                    | 0.87  | 0.95  | 1.15   |
| 33    | TPC        | -0.17                        | 0.21  | -0.17 | -0.05  | -0.78                   | 0.05  | -0.33 | -0.24  |
| 34    | PS         | 1.50                         | 1.23  | 1.50  | 0.97   | -2.07                   | 1.47  | 1.73  | 1.18   |
| 35    | ROBINS     | 0.39                         | 0.00  | 0.39  | 0.67   | 0.42                    | 0.33  | 0.69  | 0.96   |
| 36    | TICON      | 1.58                         | 3.35  | 1.58  | 1.47   | 3.29                    | 3.72  | 1.98  | 1.79   |
| 37    | CK         | 0.56                         | -0.61 | 0.56  | 0.47   | 0.67                    | 0.02  | 1.09  | 1.00   |
| 38    | AP         | 1.07                         | 0.75  | 1.07  | 0.60   | 0.93                    | 1.12  | 1.45  | 1.02   |
| 39    | IRP        | -0.57                        | -0.88 | -0.57 | -0.30  | -0.63                   | -0.82 | -0.52 | -0.22  |
| 40    | HMPRO      | -0.53                        | 0.00  | -0.53 | -0.51  | -1.11                   | -0.14 | -0.71 | -0.75  |
| 41    | QH         | 1.12                         | 0.53  | 1.12  | 0.43   | -0.11                   | 0.39  | 0.95  | 0.32   |
| 42    | BCP        | -0.17                        | -0.40 | -0.17 | 0.00   | -0.02                   | -0.40 | -0.15 | 0.01   |
| 43    | LPN        | 0.36                         | 2.17  | 0.36  | 0.95   | 0.35                    | 2.43  | 0.72  | 1.29   |
| 44    | HEMRAJ     | -0.13                        | -1.98 | -0.13 | -0.08  | -1.64                   | -1.63 | 0.19  | 0.25   |
| 45    | PDI        | -0.95                        | -2.95 | -0.95 | -0.32  | -5.35                   | -2.72 | -0.68 | -0.16  |
| 46    | SAMART     | 0.09                         | 0.00  | 0.09  | 0.00   | 0.03                    | 0.02  | 0.12  | 0.06   |
| 47    | KH         | -0.50                        | 0.42  | -0.50 | -0.76  | -1.68                   | -0.08 | -0.95 | -1.16  |
| 48    | ERAWAN     | -0.23                        | 0.74  | -0.23 | 0.10   | 1.85                    | 1.37  | 0.47  | 0.80   |
| 49    | METRO      | -0.98                        | -1.13 | -0.98 | -0.68  | -0.05                   | -1.14 | -0.99 | -0.68  |
| 50    | VNG        | 0.24                         | 0.84  | 0.24  | 0.30   | 1.04                    | 1.01  | 0.44  | 0.50   |
| 51    | STEC       | 2.56                         | 0.87  | 2.56  | 1.80   | -1.55                   | 1.12  | 2.63  | 1.88   |

## ตารางผนวกที่ 3 (ต่อ)

| ลำดับ | หลักทรัพย์ | อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง |       |       |        | อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ |       |       |        |
|-------|------------|------------------------------|-------|-------|--------|-------------------------|-------|-------|--------|
|       |            | 1 วัน                        | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน | 1 วัน                   | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน |
| 52    | GOLD       | 0.89                         | 0.38  | 0.89  | 0.73   | 0.78                    | 1.09  | 1.65  | 1.53   |
| 53    | SPALI      | -0.08                        | 0.79  | -0.08 | -0.05  | -1.12                   | 0.89  | 0.00  | 0.03   |
| 54    | SAMTEL     | -0.41                        | -0.19 | -0.41 | -0.21  | 0.42                    | 0.18  | 0.00  | 0.20   |
| 55    | SIRI       | -0.47                        | 0.00  | -0.47 | 0.13   | 0.36                    | 0.31  | -0.08 | 0.43   |
| 56    | BAFS       | 0.37                         | 0.52  | 0.37  | 0.75   | 1.26                    | 0.25  | 0.08  | 0.39   |
| 57    | LANNA      | 0.39                         | 0.31  | 0.39  | 0.41   | 1.00                    | 0.38  | 0.45  | 0.43   |
| 58    | AI         | 0.80                         | 0.74  | 0.80  | -0.15  | -1.40                   | 1.60  | 1.63  | 0.83   |
| 59    | JAS        | 0.66                         | 0.00  | 0.66  | -0.19  | 0.07                    | 0.06  | 0.72  | -0.02  |
| 60    | PLE        | 0.88                         | 3.05  | 0.88  | 0.45   | 5.78                    | 3.30  | 1.20  | 0.74   |
| 61    | TT&T       | 0.00                         | 0.32  | 0.00  | -0.48  | -0.15                   | 0.17  | -0.12 | -0.44  |
| 62    | LOXLEY     | 0.77                         | 1.42  | 0.77  | 0.23   | 1.05                    | 1.78  | 1.19  | 0.69   |
| 63    | AH         | -0.69                        | -1.15 | -0.69 | -0.63  | -0.31                   | -0.78 | -0.31 | -0.22  |
| 64    | N-PARK     | -1.21                        | 1.73  | -1.21 | -0.77  | -3.81                   | 2.29  | -0.65 | -0.22  |

**ตารางผนวกที่ 4** รายละเอียดอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ  
ของหลักทรัพย์ในปี 2551 เรียงลำดับตามมูลค่ากิจการ

| ลำดับ | หลักทรัพย์ | อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง |       |       |        | อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ |       |       |        |
|-------|------------|------------------------------|-------|-------|--------|-------------------------|-------|-------|--------|
|       |            | 1 วัน                        | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน | 1 วัน                   | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน |
| 1     | PTT        | 0.97                         | 0.59  | 0.97  | 0.73   | 2.52                    | 1.30  | 1.74  | 1.48   |
| 2     | PTTEP      | 1.02                         | -0.16 | 1.02  | 0.74   | - 1.39                  | -0.45 | 1.39  | 1.21   |
| 3     | ADVANC     | 0.69                         | 1.77  | 0.69  | 0.65   | 3.59                    | 1.62  | 0.54  | 0.43   |
| 4     | SCC        | -0.01                        | -0.63 | -0.01 | 0.08   | 0.58                    | -0.20 | 0.33  | 0.41   |
| 5     | PTTCH      | -0.25                        | 1.24  | -0.25 | -0.33  | 1.65                    | 1.86  | 0.46  | 0.41   |
| 6     | TOP        | -0.48                        | -0.66 | -0.48 | -0.81  | 3.47                    | -0.05 | 0.16  | -0.10  |
| 7     | BANPU      | 0.27                         | 0.02  | 0.27  | 0.58   | 1.49                    | -0.24 | -0.02 | 0.24   |
| 8     | IRPC       | -0.48                        | -2.35 | -0.48 | -0.38  | - 2.02                  | -1.79 | 0.11  | 0.23   |
| 9     | PTTAR      | -2.25                        | -2.32 | -2.25 | -1.47  | - 0.81                  | -1.88 | -1.89 | -1.11  |
| 10    | LH         | 0.40                         | 0.19  | 0.40  | -0.24  | 0.06                    | -0.23 | -0.00 | -0.64  |
| 11    | RATCH      | -                            | 0.37  | -     | -      | 0.25                    | 0.56  | 0.22  | 0.27   |
| 12    | SCCC       | 0.89                         | 0.88  | 0.89  | 0.49   | 2.27                    | 1.32  | 1.25  | 0.85   |
| 13    | BEC        | 1.24                         | 2.63  | 1.24  | 0.18   | 0.57                    | 3.04  | 1.69  | 0.68   |
| 14    | MINT       | 0.02                         | 0.62  | 0.02  | 0.18   | 0.48                    | 1.04  | 0.50  | 0.61   |
| 15    | EGCO       | -0.22                        | 0.35  | -0.22 | 0.00   | 2.16                    | 0.86  | 0.31  | 0.53   |
| 16    | BGH        | 0.39                         | 0.64  | 0.39  | 0.31   | 1.25                    | 1.17  | 0.89  | 0.86   |
| 17    | CPALL      | 1.00                         | 3.50  | 1.00  | 0.80   | 1.06                    | 3.58  | 1.09  | 0.89   |
| 18    | THAI       | -0.11                        | 0.04  | -0.11 | -0.57  | 3.68                    | 0.83  | 0.68  | 0.26   |
| 19    | ITD        | 1.11                         | 2.96  | 1.11  | 0.30   | 5.40                    | 2.96  | 1.16  | 0.40   |
| 20    | CPN        | 0.21                         | 2.97  | 0.21  | 0.06   | 2.40                    | 2.65  | -0.02 | -0.09  |
| 21    | CPF        | -1.06                        | -0.87 | -1.06 | -0.75  | - 0.33                  | -0.76 | -0.90 | -0.57  |
| 22    | DELTA      | -0.06                        | 0.15  | -0.06 | -0.12  | - 0.39                  | 0.20  | -0.02 | -0.07  |
| 23    | PSL        | -0.27                        | 0.28  | -0.27 | 0.44   | - 2.08                  | -0.31 | 0.24  | -0.47  |

ตารางผนวกที่ 4 (ต่อ)

| ลำดับ | หลักทรัพย์ | อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง |        |        |        | อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ |        |        |        |
|-------|------------|------------------------------|--------|--------|--------|-------------------------|--------|--------|--------|
|       |            | 1 วัน                        | 3 วัน  | 7 วัน  | 11 วัน | 1 วัน                   | 3 วัน  | 7 วัน  | 11 วัน |
| 24    | BH         | 0.87                         | 0.95   | 0.87   | 0.84   | 1.25                    | 1.42   | 1.20   | 1.08   |
| 25    | PS         | 0.61                         | 0.58   | 0.61   | 0.42   | 0.85                    | 0.62   | 0.74   | 0.64   |
| 26    | MAKRO      | - 0.14                       | 0.00   | - 0.14 | - 0.22 | 0.10                    | 0.10   | - 0.01 | - 0.09 |
| 27    | CCET       | - 0.36                       | - 1.43 | - 0.36 | - 0.54 | 0.94                    | - 0.57 | 0.50   | 0.37   |
| 28    | QH         | 0.93                         | 0.50   | 0.93   | 1.68   | - 0.46                  | 0.10   | 0.61   | 1.16   |
| 29    | TPC        | - 0.29                       | - 0.27 | - 0.29 | - 0.15 | 0.43                    | - 0.21 | - 0.17 | - 0.02 |
| 30    | GSTEEL     | 2.40                         | 0.76   | 2.40   | 2.44   | 4.37                    | 1.40   | 2.94   | 3.08   |
| 31    | TRUE       | 0.66                         | 2.35   | 0.66   | 0.10   | - 0.22                  | 2.43   | 0.78   | 0.24   |
| 32    | MCOT       | 0.47                         | 2.01   | 0.47   | - 0.21 | 7.11                    | 1.27   | - 0.26 | - 0.93 |
| 33    | AP         | 0.61                         | 1.15   | 0.61   | - 0.17 | 0.63                    | 1.12   | 0.53   | - 0.12 |
| 34    | TUF        | - 0.75                       | - 1.59 | - 0.75 | - 0.48 | - 1.62                  | - 1.14 | - 0.29 | 0.01   |
| 35    | RCL        | 0.00                         | - 0.42 | 0.00   | 0.15   | - 0.47                  | 0.28   | 0.71   | 0.87   |
| 36    | MAJOR      | - 0.31                       | 0.20   | - 0.31 | - 0.39 | - 1.35                  | 0.46   | 0.01   | - 0.02 |
| 37    | HANA       | 0.01                         | 0.74   | 0.01   | 0.16   | - 0.75                  | 1.41   | 0.71   | 0.85   |
| 38    | BECL       | - 0.94                       | - 0.17 | - 0.94 | - 0.45 | 0.90                    | 0.18   | - 0.58 | - 0.10 |
| 39    | SSI        | 3.37                         | 0.90   | 3.37   | 1.83   | - 1.57                  | 1.01   | 3.40   | 1.95   |
| 40    | TPIPL      | - 0.20                       | 0.24   | - 0.20 | - 0.50 | - 0.22                  | 0.63   | 0.24   | 0.02   |
| 41    | NNCL       | - 0.65                       | 0.00   | - 0.65 | - 0.91 | 0.20                    | 0.20   | - 0.38 | - 0.53 |
| 42    | ROBINS     | 0.42                         | 1.91   | 0.42   | - 0.89 | 1.62                    | 1.60   | 0.10   | - 0.99 |
| 43    | HEMRAJ     | 0.36                         | 1.65   | 0.36   | - 0.13 | 6.33                    | 4.42   | 3.52   | 3.51   |
| 44    | CK         | 0.19                         | 1.09   | 0.19   | - 0.11 | 0.96                    | 1.32   | 0.46   | 0.19   |
| 45    | TICON      | - 0.24                       | - 0.75 | - 0.24 | - 0.20 | 0.76                    | - 0.53 | - 0.03 | - 0.00 |
| 46    | LPN        | - 0.65                       | - 1.78 | - 0.65 | - 0.35 | - 1.40                  | - 1.34 | - 0.30 | 0.01   |
| 47    | ERAWAN     | 0.13                         | 0.16   | 0.13   | 0.04   | - 0.34                  | - 0.16 | - 0.19 | - 0.27 |

ตารางผนวกที่ 4 (ต่อ)

| ลำดับ | หลักทรัพย์ | อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง |        |        |        | อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ |        |        |        |
|-------|------------|------------------------------|--------|--------|--------|-------------------------|--------|--------|--------|
|       |            | 1 วัน                        | 3 วัน  | 7 วัน  | 11 วัน | 1 วัน                   | 3 วัน  | 7 วัน  | 11 วัน |
| 48    | SAMART     | 0.37                         | 1.07   | 0.37   | 0.06   | 1.12                    | 1.48   | 0.82   | 0.57   |
| 49    | KH         | 0.67                         | 0.88   | 0.67   | 0.37   | 2.60                    | 1.41   | 1.15   | 0.84   |
| 50    | LANNA      | 0.33                         | 0.35   | 0.33   | 0.13   | 0.48                    | 0.30   | 0.37   | 0.16   |
| 51    | PDI        | - 0.34                       | 0.01   | - 0.34 | - 0.37 | 1.02                    | 0.16   | - 0.13 | - 0.18 |
| 52    | SPALI      | 0.02                         | 1.49   | 0.02   | - 0.33 | 0.66                    | 1.53   | 0.19   | - 0.12 |
| 53    | STEC       | - 0.16                       | 5.15   | - 0.16 | - 0.62 | - 0.44                  | 0.88   | - 0.14 | - 0.55 |
| 54    | SIRI       | - 0.49                       | 1.15   | - 0.49 | - 0.50 | - 2.03                  | 0.85   | - 0.64 | - 0.64 |
| 55    | LOXLEY     | 0.97                         | 0.29   | 0.97   | 1.17   | 0.64                    | 0.22   | 0.73   | 0.96   |
| 56    | SAT        | 0.65                         | 1.31   | 0.65   | 0.13   | 0.33                    | 1.59   | 0.96   | 0.44   |
| 57    | FORTH      | 0.94                         | 1.73   | 0.94   | 0.19   | 2.88                    | 1.95   | 1.13   | 0.48   |
| 58    | AH         | 0.51                         | 2.51   | 0.51   | 0.02   | 10.86                   | 2.74   | 0.74   | 0.31   |
| 59    | TT&T       | 0.80                         | 3.17   | 0.80   | 0.70   | 1.60                    | 3.62   | 1.28   | 1.24   |
| 60    | NCH        | - 0.24                       | - 0.28 | - 0.24 | - 0.83 | 0.22                    | - 0.09 | - 0.04 | - 0.56 |
| 61    | PLE        | 0.06                         | 0.97   | 0.06   | - 0.26 | 2.28                    | 1.13   | 0.24   | - 0.09 |
| 62    | TASCO      | 0.92                         | 1.96   | 0.92   | - 0.09 | 1.44                    | 2.12   | 1.04   | 0.08   |
| 63    | TIPCO      | 1.91                         | 2.14   | 1.91   | 0.75   | 1.92                    | 3.03   | 2.80   | 1.70   |
| 64    | JAS        | 0.57                         | 4.48   | 0.57   | 2.56   | 1.04                    | 5.32   | 1.64   | 3.75   |
| 65    | RS         | - 0.21                       | 0.55   | - 0.21 | - 0.57 | 3.40                    | 0.74   | 0.01   | - 0.33 |
| 66    | METRO      | - 1.38                       | - 1.07 | - 1.38 | - 1.31 | - 1.14                  | - 0.73 | - 1.05 | - 1.00 |

**ตารางผนวกที่ 5** รายละเอียดอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ  
ของหลักทรัพย์ในปี 2550 เรียงลำดับประเภทอุตสาหกรรม

| ลำดับ                                | หลักทรัพย์ | อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง |       |       |        | อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ |       |       |        |
|--------------------------------------|------------|------------------------------|-------|-------|--------|-------------------------|-------|-------|--------|
|                                      |            | 1 วัน                        | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน | 1 วัน                   | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน |
| อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง |            |                              |       |       |        |                         |       |       |        |
| 1                                    | SCC        | -1.69                        | -0.56 | -0.24 | 0.00   | -1.52                   | -0.41 | -0.08 | 0.13   |
| 2                                    | SCCC       | 0.70                         | 0.01  | -0.30 | -0.26  | 0.57                    | -0.15 | -0.45 | -0.43  |
| 3                                    | TPIPL      | 0.72                         | 0.24  | 0.63  | 0.55   | 0.66                    | 0.21  | 0.57  | 0.44   |
| 4                                    | VNG        | 0.84                         | 0.84  | 0.24  | 0.30   | 1.04                    | 1.03  | 0.44  | 0.48   |
| 5                                    | AP         | 0.43                         | 0.75  | 1.07  | 0.60   | 0.93                    | 1.16  | 1.45  | 0.98   |
| 6                                    | CK         | 0.00                         | -0.61 | 0.56  | 0.47   | 0.67                    | 0.08  | 1.09  | 0.96   |
| 7                                    | CPN        | 2.82                         | 1.00  | 0.02  | -0.08  | 2.73                    | 0.94  | 0.02  | -0.04  |
| 8                                    | GOLD       | 0.00                         | 0.38  | 0.89  | 0.73   | 0.78                    | 1.16  | 1.65  | 1.46   |
| 9                                    | HEMRAJ     | -1.98                        | -1.98 | -0.13 | -0.08  | -1.64                   | -1.59 | 0.19  | 0.22   |
| 10                                   | ITD        | -0.83                        | 1.12  | 1.88  | 0.97   | 0.01                    | 1.93  | 2.45  | 1.57   |
| 11                                   | LH         | 1.43                         | -1.40 | -0.49 | 0.15   | 1.32                    | -1.49 | -0.56 | 0.05   |
| 12                                   | LPN        | 0.00                         | 2.17  | 0.36  | 0.95   | 0.35                    | 2.45  | 0.72  | 1.26   |
| 13                                   | METRO      | 0.00                         | -1.13 | -0.98 | -0.68  | -0.05                   | -1.14 | -0.99 | -0.68  |
| 14                                   | N-PARK     | -4.35                        | 1.73  | -1.21 | -0.77  | -3.81                   | 2.34  | -0.65 | -0.26  |
| 15                                   | PLE        | 5.47                         | 3.05  | 0.88  | 0.45   | 5.78                    | 3.33  | 1.20  | 0.72   |
| 16                                   | PS         | -2.50                        | 1.23  | 1.50  | 0.97   | -2.07                   | 1.50  | 1.73  | 1.16   |
| 17                                   | QH         | 0.00                         | 0.53  | 1.12  | 0.43   | -0.11                   | 0.38  | 0.95  | 0.33   |
| 18                                   | SIRI       | 0.00                         | 0.00  | -0.47 | 0.13   | 0.36                    | 0.34  | -0.08 | 0.41   |
| 19                                   | SPALI      | -1.18                        | -1.18 | -0.08 | -0.05  | -1.12                   | -1.07 | -0.00 | 0.02   |
| 20                                   | STEC       | -1.96                        | 0.87  | 2.56  | 1.80   | -1.55                   | 1.14  | 2.63  | 1.87   |
| 21                                   | TICON      | 2.83                         | 3.35  | 1.58  | 1.47   | 3.29                    | 3.75  | 1.98  | 1.76   |
| อุตสาหกรรมทรัพยากร                   |            |                              |       |       |        |                         |       |       |        |
| 1                                    | AI         | -2.53                        | 0.74  | 0.80  | -0.15  | -1.40                   | 1.68  | 1.63  | 0.74   |
| 2                                    | BAFS       | 1.57                         | 0.52  | 0.37  | 0.75   | 1.26                    | 0.22  | 0.08  | 0.42   |

## ตารางผนวกที่ 5 (ต่อ)

| ลำดับ            | หลักทรัพย์ | อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง |       |       |        | อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ |       |       |        |
|------------------|------------|------------------------------|-------|-------|--------|-------------------------|-------|-------|--------|
|                  |            | 1 วัน                        | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน | 1 วัน                   | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน |
| 3                | BANPU      | 0.86                         | -0.28 | 0.13  | 0.18   | 1.08                    | -0.03 | 0.35  | 0.32   |
| 4                | BCP        | 0.00                         | -0.40 | -0.17 | 0.00   | -0.02                   | -0.40 | -0.15 | 0.01   |
| 5                | GLOW       | 0.85                         | 0.02  | -0.10 | -0.14  | 0.56                    | -0.21 | -0.25 | -0.29  |
| 6                | IRPC       | -0.84                        | -0.84 | 0.12  | 0.08   | -0.71                   | -0.74 | 0.22  | 0.21   |
| 7                | LANNA      | 0.87                         | 0.31  | 0.39  | 0.41   | 1.00                    | 0.39  | 0.45  | 0.43   |
| 8                | PTT        | 0.00                         | 0.58  | 0.01  | 0.64   | 0.26                    | 0.85  | 0.35  | 0.86   |
| 9                | PTTEP      | 1.06                         | 1.07  | 0.69  | 0.24   | 1.22                    | 1.16  | 0.73  | 0.27   |
| 10               | RATCH      | -2.17                        | -1.28 | -0.31 | -0.24  | -2.35                   | -1.43 | -0.44 | -0.35  |
| 11               | TOP        | -2.26                        | 0.27  | 0.23  | 0.55   | -2.45                   | 0.04  | 0.05  | 0.39   |
| 12               | PDI        | -5.59                        | -2.95 | -0.95 | -0.32  | -5.35                   | -2.70 | -0.68 | -0.17  |
| อุตสาหกรรมบริการ |            |                              |       |       |        |                         |       |       |        |
| 1                | HMPRO      | -0.93                        | 0.00  | -0.53 | -0.51  | -1.11                   | -0.15 | -0.71 | -0.73  |
| 2                | LOXLEY     | 0.61                         | 1.42  | 0.77  | 0.23   | 1.05                    | 1.82  | 1.19  | 0.65   |
| 3                | MAKRO      | 0.54                         | 0.18  | 0.24  | 0.83   | 1.53                    | 1.15  | 1.13  | 1.52   |
| 4                | BGH        | 2.47                         | -1.19 | 0.30  | 0.25   | 2.62                    | -0.99 | 0.39  | 0.34   |
| 5                | BEC        | -0.43                        | 0.44  | 0.56  | 0.06   | -0.62                   | 0.29  | 0.39  | -0.16  |
| 6                | BH         | -1.55                        | 0.53  | 0.02  | -0.21  | -1.29                   | 0.77  | 0.40  | 0.17   |
| 7                | KH         | -1.18                        | 0.42  | -0.50 | -0.76  | -1.68                   | -0.13 | -0.95 | -1.13  |
| 8                | MAJOR      | 0.00                         | 0.61  | 0.69  | 0.93   | 0.33                    | 0.90  | 0.95  | 1.13   |
| 9                | MCOT       | -2.50                        | -0.55 | -0.10 | 0.02   | -2.43                   | -0.51 | -0.05 | 0.10   |
| 10               | ERAWAN     | 1.10                         | 0.74  | -0.23 | 0.10   | 1.85                    | 1.44  | 0.47  | 0.74   |
| 11               | PSL        | 3.91                         | 0.17  | -0.39 | 0.06   | 3.72                    | 0.01  | -0.57 | -0.15  |
| 12               | RCL        | 0.00                         | 0.97  | -0.12 | 0.37   | -0.08                   | 0.88  | -0.09 | 0.29   |
| อุตสาหกรรมอื่นๆ  |            |                              |       |       |        |                         |       |       |        |
| 1                | ADVANC     | 0.00                         | 1.56  | 1.14  | 1.24   | 0.50                    | 2.05  | 1.65  | 1.51   |
| 2                | CPF        | -0.43                        | -0.58 | -0.12 | 0.36   | -0.13                   | -0.35 | 0.11  | 0.60   |

## ตารางผนวกที่ 5 (ต่อ)

| ลำดับ | หลักทรัพย์ | อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง |       |       |        | อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ |       |       |        |
|-------|------------|------------------------------|-------|-------|--------|-------------------------|-------|-------|--------|
|       |            | 1 วัน                        | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน | 1 วัน                   | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน |
| 3     | MINT       | -2.42                        | -0.81 | 0.02  | -0.06  | -2.27                   | -0.71 | 0.04  | 0.01   |
| 4     | TUF        | 0.46                         | 0.77  | 0.33  | 0.29   | 0.86                    | 1.12  | 0.66  | 0.62   |
| 5     | AH         | -0.71                        | -1.15 | -0.69 | -0.63  | -0.31                   | -0.74 | -0.31 | -0.26  |
| 6     | ATC        | -2.54                        | -0.84 | 0.16  | 0.59   | -3.27                   | -1.49 | -0.40 | -0.01  |
| 7     | IRP        | -0.67                        | -0.88 | -0.57 | -0.30  | -0.63                   | -0.81 | -0.52 | -0.23  |
| 8     | PTTCH      | -0.61                        | -0.61 | 0.71  | 0.95   | -0.80                   | -0.77 | 0.53  | 0.73   |
| 9     | TPC        | -0.61                        | 0.21  | -0.17 | -0.05  | -0.78                   | 0.03  | -0.33 | -0.22  |
| 10    | SIM        | 1.07                         | 0.01  | 0.00  | -0.09  | 1.02                    | -0.00 | -0.00 | -0.09  |
| 11    | TRUE       | 5.44                         | 2.65  | 2.46  | 1.42   | 6.05                    | 3.31  | 3.03  | 1.86   |
| 12    | HANA       | 0.97                         | -0.64 | 0.01  | -0.17  | 1.35                    | -0.25 | 0.38  | 0.18   |
| 13    | DELTA      | 3.16                         | 0.85  | 0.72  | 0.80   | 3.25                    | 0.93  | 0.79  | 0.82   |
| 14    | CCET       | 1.72                         | 1.75  | 1.24  | 1.18   | 1.71                    | 1.66  | 1.13  | 1.03   |
| 15    | ROBINS     | 0.00                         | 0.00  | 0.39  | 0.67   | 0.42                    | 0.36  | 0.69  | 0.93   |
| 16    | SAMART     | 0.00                         | 0.00  | 0.09  | 0.00   | 0.03                    | 0.02  | 0.12  | 0.05   |
| 17    | SAMTEL     | 0.00                         | -0.19 | -0.41 | -0.21  | 0.42                    | 0.22  | -0.00 | 0.16   |
| 18    | JAS        | 0.00                         | 0.00  | 0.66  | -0.19  | 0.07                    | 0.06  | 0.72  | -0.03  |
| 19    | TT&T       | 0.00                         | 0.32  | 0.00  | -0.48  | -0.15                   | 0.15  | -0.12 | -0.45  |

**ตารางผนวกที่ 6** รายละเอียดอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ  
ของหลักทรัพย์ในปี 2551 เรียงลำดับประเภทอุตสาหกรรม

| ลำดับ                                | หลักทรัพย์ | อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง |       |       |        | อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ |       |       |        |
|--------------------------------------|------------|------------------------------|-------|-------|--------|-------------------------|-------|-------|--------|
|                                      |            | 1 วัน                        | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน | 1 วัน                   | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน |
| อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง |            |                              |       |       |        |                         |       |       |        |
| 1                                    | SCC        | 0.00                         | 0.62  | 0.02  | 0.18   | 0.48                    | 1.09  | 0.50  | 0.57   |
| 2                                    | SCCC       | -0.44                        | -0.87 | -1.06 | -0.75  | -0.33                   | -0.74 | -0.90 | -0.58  |
| 3                                    | TASCO      | -2.11                        | -1.59 | -0.75 | -0.48  | -1.62                   | -1.10 | -0.29 | -0.04  |
| 4                                    | TPIPL      | 0.93                         | 2.14  | 1.91  | 0.75   | 1.92                    | 3.12  | 2.80  | 1.62   |
| 5                                    | AP         | 0.93                         | 1.24  | -0.25 | -0.33  | 1.65                    | 1.93  | 0.46  | 0.34   |
| 6                                    | CK         | 0.43                         | -0.27 | -0.29 | -0.15  | 0.43                    | -0.21 | -0.17 | -0.03  |
| 7                                    | CPN        | 3.68                         | 0.76  | 2.40  | 2.44   | 4.37                    | 1.46  | 2.94  | 3.03   |
| 8                                    | HEMRAJ     | -1.74                        | 0.90  | 3.37  | 1.83   | -1.57                   | 1.02  | 3.40  | 1.94   |
| 9                                    | ITD        | 0.00                         | 1.31  | 0.65  | 0.13   | 0.33                    | 1.62  | 0.96  | 0.41   |
| 10                                   | LH         | 10.48                        | 2.51  | 0.51  | 0.02   | 10.86                   | 2.76  | 0.74  | 0.28   |
| 11                                   | LPN        | 0.00                         | -0.63 | -0.01 | 0.08   | 0.58                    | -0.16 | 0.33  | 0.38   |
| 12                                   | METRO      | 0.56                         | 0.19  | 0.40  | -0.24  | 0.06                    | -0.27 | -0.00 | -0.60  |
| 13                                   | NCH        | 1.70                         | 0.88  | 0.89  | 0.49   | 2.27                    | 1.36  | 1.25  | 0.82   |
| 14                                   | NNCL       | 5.36                         | 2.96  | 1.11  | 0.30   | 5.40                    | 2.96  | 1.16  | 0.39   |
| 15                                   | PLE        | 2.82                         | 2.97  | 0.21  | 0.06   | 2.40                    | 2.62  | -0.02 | -0.07  |
| 16                                   | PS         | 0.87                         | 0.58  | 0.61  | 0.42   | 0.85                    | 0.63  | 0.74  | 0.62   |
| 17                                   | QH         | 0.00                         | 0.50  | 0.93  | 1.68   | -0.46                   | 0.06  | 0.61  | 1.21   |
| 18                                   | SIRI       | 0.69                         | 1.15  | 0.61  | -0.17  | 0.63                    | 1.12  | 0.53  | -0.13  |
| 19                                   | SPALI      | -0.70                        | 0.24  | -0.20 | -0.50  | -0.22                   | 0.67  | 0.24  | -0.03  |
| 20                                   | STEC       | 0.00                         | 0.00  | -0.65 | -0.91  | 0.20                    | 0.22  | -0.38 | -0.57  |
| 21                                   | TICON      | 3.33                         | 1.65  | 0.36  | -0.13  | 6.33                    | 4.69  | 3.52  | 3.20   |
| อุตสาหกรรมทรัพยากร                   |            |                              |       |       |        |                         |       |       |        |
| 1                                    | BANPU      | 0.65                         | 1.09  | 0.19  | -0.11  | 0.96                    | 1.34  | 0.46  | 0.16   |
| 2                                    | EGCO       | 0.59                         | -0.75 | -0.24 | -0.20  | 0.76                    | -0.51 | -0.03 | -0.02  |

## ตารางผนวกที่ 6 (ต่อ)

| ลำดับ            | หลักทรัพย์ | อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง |       |       |        | อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ |       |       |        |
|------------------|------------|------------------------------|-------|-------|--------|-------------------------|-------|-------|--------|
|                  |            | 1 วัน                        | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน | 1 วัน                   | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน |
| 3                | IRPC       | -1.97                        | -1.78 | -0.65 | -0.35  | -1.40                   | -1.29 | -0.30 | -0.03  |
| 4                | LANNA      | 0.55                         | 1.49  | 0.02  | -0.33  | 0.66                    | 1.54  | 0.19  | -0.14  |
| 5                | PTT        | -0.41                        | 0.90  | -0.16 | -0.62  | -0.44                   | 0.88  | -0.14 | -0.55  |
| 6                | PTTAR      | -1.69                        | 1.15  | -0.49 | -0.50  | -2.03                   | 0.82  | -0.64 | -0.63  |
| 7                | PTTEP      | 0.00                         | -0.28 | -0.24 | -0.83  | 0.22                    | -0.07 | -0.04 | -0.58  |
| 8                | RATCH      | 2.07                         | 0.97  | 0.06  | -0.26  | 2.28                    | 1.13  | 0.24  | -0.11  |
| 9                | TOP        | 1.16                         | 1.96  | 0.92  | -0.09  | 1.44                    | 2.14  | 1.04  | 0.07   |
| 10               | PDI        | -1.60                        | -1.07 | -1.38 | -1.31  | -1.14                   | -0.69 | -1.05 | -1.02  |
| อุตสาหกรรมบริการ |            |                              |       |       |        |                         |       |       |        |
| 1                | CPALL      | 1.76                         | 0.59  | 0.97  | 0.73   | 2.52                    | 1.37  | 1.74  | 1.42   |
| 2                | LOXLEY     | -1.78                        | -0.57 | 1.02  | 0.74   | -1.35                   | -0.10 | 1.39  | 1.16   |
| 3                | MAKRO      | 2.82                         | -0.66 | -0.48 | -0.81  | 3.47                    | 0.02  | 0.16  | -0.17  |
| 4                | ROBINS     | 1.77                         | 0.02  | 0.27  | 0.58   | 1.49                    | -0.26 | -0.02 | 0.27   |
| 5                | BGH        | -2.63                        | -2.35 | -0.48 | -0.38  | -2.02                   | -1.74 | 0.11  | 0.18   |
| 6                | BH         | -1.39                        | -2.32 | -2.25 | -1.47  | -0.81                   | -1.83 | -1.89 | -1.14  |
| 7                | KH         | 0.00                         | 0.00  | 0.00  | 0.00   | 0.25                    | 0.21  | 0.22  | 0.24   |
| 8                | BEC        | 1.59                         | 0.35  | -0.22 | 0.00   | 2.16                    | 0.91  | 0.31  | 0.48   |
| 9                | MAJOR      | 0.53                         | 0.35  | 0.33  | 0.13   | 0.48                    | 0.30  | 0.37  | 0.16   |
| 10               | MCOT       | 0.82                         | 0.01  | -0.34 | -0.37  | 1.02                    | 0.17  | -0.13 | -0.20  |
| 11               | RS         | 0.00                         | 2.63  | 1.24  | 0.18   | 0.57                    | 3.08  | 1.69  | 0.64   |
| 12               | ERAWAN     | 0.64                         | 0.64  | 0.39  | 0.31   | 1.25                    | 1.23  | 0.89  | 0.82   |
| 13               | BECL       | 0.96                         | 3.50  | 1.00  | 0.80   | 1.06                    | 3.59  | 1.09  | 0.89   |
| 14               | PSL        | 2.86                         | 0.04  | -0.11 | -0.57  | 3.68                    | 0.91  | 0.68  | 0.19   |
| 15               | RCL        | 2.05                         | 0.28  | -0.27 | 0.44   | -2.08                   | -0.31 | 0.24  | -0.47  |
| 16               | THAI       | 0.71                         | 0.95  | 0.87  | 0.84   | 1.25                    | 1.47  | 1.20  | 1.06   |

## ตารางผนวกที่ 6 (ต่อ)

| ลำดับ           | หลักทรัพย์ | อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง |       |       |        | อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ |       |       |        |
|-----------------|------------|------------------------------|-------|-------|--------|-------------------------|-------|-------|--------|
|                 |            | 1 วัน                        | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน | 1 วัน                   | 3 วัน | 7 วัน | 11 วัน |
| อุตสาหกรรมอื่นๆ |            |                              |       |       |        |                         |       |       |        |
| 1               | CPF        | 0.00                         | 0.00  | -0.14 | -0.22  | 0.10                    | 0.10  | -0.01 | -0.10  |
| 2               | MINT       | 8.00                         | 2.01  | 0.47  | -0.21  | 7.11                    | 1.19  | -0.26 | -0.87  |
| 3               | TIPCO      | -1.26                        | -0.42 | 0.00  | 0.15   | -0.47                   | 0.35  | 0.71  | 0.81   |
| 4               | TUF        | -1.67                        | 0.20  | -0.31 | -0.39  | -1.35                   | 0.48  | 0.01  | -0.05  |
| 5               | AH         | 0.50                         | -0.17 | -0.94 | -0.45  | 0.90                    | 0.22  | -0.58 | -0.13  |
| 6               | SAT        | 1.89                         | 1.91  | 0.42  | -0.89  | 1.62                    | 1.57  | 0.10  | -0.98  |
| 7               | GSTEEL     | 0.00                         | 0.16  | 0.13  | 0.04   | -0.34                   | -0.19 | -0.19 | -0.25  |
| 8               | SSI        | 1.99                         | 0.88  | 0.67  | 0.37   | 2.60                    | 1.46  | 1.15  | 0.80   |
| 9               | PTTCH      | 0.81                         | 0.29  | 0.97  | 1.17   | 0.64                    | 0.21  | 0.73  | 0.98   |
| 10              | TPC        | 3.17                         | 0.55  | -0.21 | -0.57  | 3.40                    | 0.76  | 0.01  | -0.35  |
| 11              | CCET       | 3.76                         | 1.77  | 0.69  | 0.65   | 3.59                    | 1.60  | 0.54  | 0.45   |
| 12              | DELTA      | -0.45                        | 0.15  | -0.06 | -0.12  | -0.39                   | 0.20  | -0.02 | -0.08  |
| 13              | HANA       | 0.00                         | -1.43 | -0.36 | -0.54  | 0.94                    | -0.48 | 0.50  | 0.29   |
| 14              | ADVANC     | -0.41                        | 2.35  | 0.66  | 0.10   | -0.22                   | 2.43  | 0.78  | 0.23   |
| 15              | FORTH      | -1.59                        | 0.74  | 0.01  | 0.16   | -0.75                   | 1.48  | 0.71  | 0.79   |
| 16              | JAS        | 0.65                         | 1.07  | 0.37  | 0.06   | 1.12                    | 1.52  | 0.82  | 0.53   |
| 17              | SAMART     | 2.60                         | 1.73  | 0.94  | 0.19   | 2.88                    | 1.97  | 1.13  | 0.46   |
| 18              | TRUE       | 1.06                         | 3.17  | 0.80  | 0.70   | 1.60                    | 3.67  | 1.28  | 1.20   |
| 19              | TT&T       | 0.00                         | 4.48  | 0.57  | 2.56   | 1.04                    | 5.40  | 1.64  | 3.65   |

## ประวัติการศึกษา และการทำงาน

ชื่อ-นามสกุล

นางสาวจิตรราภรณ์ ถนัดทาง

วัน เดือน ปี ที่เกิด

วันที่ 11 เดือนตุลาคม พ.ศ. 2522

สถานที่เกิด

จังหวัดร้อยเอ็ด

ประวัติการศึกษา

ศิลปศาสตรบัณฑิต (บัญชี)

สถาบันราชภัฏนครราชสีมา

ตำแหน่งปัจจุบัน

นักวิเคราะห์เชิงธุรกิจ

สถานที่ทำงานปัจจุบัน

ศูนย์พันธุวิศวกรรมและเทคโนโลยีชีวภาพแห่งชาติ  
สำนักงานพัฒนาวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี  
แห่งชาติ