

บทที่ 4

ผลการศึกษา

งานศึกษาประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินสดปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ครั้งนี้ เป็นการศึกษาถึงความมีประสิทธิภาพในระดับกลาง โดยใช้ข้อมูลที่รวบรวมได้จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ที่ได้เผยแพร่ด้วยวิธีการต่างๆ เช่น SETSMART เว็บไซต์ settrade.com โดยทำการศึกษาความเร็วในการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินสดปันผล ซึ่งสามารถแสดงถึงระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ได้

ตามแนวคิดของทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดระดับกลาง ราคาหลักทรัพย์จะสามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ในตลาด ทั้งข่าวในอดีต ปัจจุบัน และอนาคต เมื่อมีข่าวสารเผยแพร่ นักลงทุนทุกคนจะสามารถเข้าถึงข้อมูลได้อย่างทั่วถึงและรวดเร็ว ทำให้สามารถปรับพฤติกรรมได้ในทันที ราคาหลักทรัพย์จึงปรับตัวเข้าสู่ระดับราคายุติธรรม (Fair Price) ได้ในทันที จึงไม่สามารถใช้ข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นนั้นคาดการณ์เพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่เกินปกติได้ ข่าวการประกาศจ่ายเงินสดปันผลซึ่งเป็นข่าวสารทางการเงินที่สามารถสะท้อนถึงผลประกอบการของกิจการในปัจจุบันและทิศทางการบริหารงานของกิจการในอนาคตได้ จึงควรมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ดังนั้นหากในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีประสิทธิภาพตลาดในระดับกลางแล้ว ราคาหลักทรัพย์ควรสะท้อนถึงข่าวการประกาศจ่ายเงินสดปันผลได้ในทันที โดยไม่เกิดผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญ

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา

การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2550 – พ.ศ.2554 ซึ่งมีจำนวนประชากรในการศึกษา 510 หลักทรัพย์ มีขนาดตัวอย่างจำนวน 117 หลักทรัพย์ และในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวนประชากรในการศึกษา 73 หลักทรัพย์ มีขนาดตัวอย่างจำนวน 20 หลักทรัพย์ โดยมีเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลที่ไม่ประกาศพร้อมกัน

ข่าวการประกาศผลประกอบการเป็นเหตุการณ์ในการศึกษาทั้งสิ้น 1,962 ครั้ง แบ่งเป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 1,764 ครั้ง และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ 198 ครั้ง ดังนี้

ตารางที่ 2 แสดงความถี่ในการประกาศจ่ายเงินสดปันผล

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนการประกาศจ่ายเงินสดปันผล (เหตุการณ์)					
	พ.ศ. 2550	พ.ศ. 2551	พ.ศ. 2552	พ.ศ. 2553	พ.ศ. 2554	รวม
เกษตรและ อุตสาหกรรมอาหาร	28	31	29	31	25	144
ทรัพยากร	23	31	31	34	29	148
เทคโนโลยี	18	29	23	24	33	127
ธุรกิจการเงิน	41	38	41	41	42	203
บริการ	56	69	59	55	63	302
สินค้าอุตสาหกรรม	41	57	36	41	48	223
สินค้าอุปโภค บริโภค	23	32	33	39	30	157
อสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้าง	68	100	83	94	115	460
SET	298	387	335	359	385	1,764
ธุรกิจขนาดกลาง (mai)	22	37	36	49	54	198

จากตารางที่ 2 พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลมากที่สุด 3 อันดับแรก คือ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จำนวน 460 เหตุการณ์ หรือคิดเป็น 23.45% ของการประกาศจ่ายเงินสดปันผลทั้งหมด ลำดับที่ 2 คือ กลุ่มธุรกิจบริการ จำนวน 302 เหตุการณ์ หรือคิดเป็น 15.39% ของการประกาศจ่ายเงินสดปันผลทั้งหมด ลำดับที่ 3 คือ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม จำนวน 223 เหตุการณ์ หรือคิดเป็น 11.37% ของการประกาศจ่ายเงินสดปันผลทั้งหมด กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลน้อยที่สุด คือ กลุ่มเทคโนโลยี จำนวน 127

เหตุการณ์ คิดเป็นผล 6.47% ของการประกาศจ่ายเงินสดปันผลทั้งหมด เนื่องจากกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างมีจำนวนหลักทรัพย์ที่มากกว่าอุตสาหกรรมกลุ่มอื่นประกอบกับส่วนใหญ่เป็นกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ซึ่งมีนโยบายการจ่ายปันผลสูงและสม่ำเสมอ แตกต่างจากอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีเพราะพื้นฐานของธุรกิจกลุ่มนี้ต้องการเงินทุนเพื่อลงทุนในการวิจัยและพัฒนาอย่างมาก จึงเน้นใช้กำไรสะสมเพื่อการลงทุนในการขยายกิจการในอนาคตมากกว่าการจ่ายปันผลเพื่อตอบแทนผู้ถือหุ้น แสดงให้เห็นว่าอุตสาหกรรมกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้บ่อยครั้งมากที่สุด

เมื่อพิจารณาแยกตามช่วงเวลาในการประกาศจ่ายเงินสดปันผล พบว่า ในปีพ.ศ.2554 มีจำนวนเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลมากที่สุด คือ 439 เหตุการณ์ คิดเป็น 22.38% ของการประกาศจ่ายเงินสดปันผลทั้งหมด รองลงมาคือ ปีพ.ศ.2551 จำนวน 424 เหตุการณ์ คิดเป็น 21.61% ของการประกาศจ่ายเงินสดปันผลทั้งหมดอันดับที่ 3 คือ ปีพ.ศ.2553 จำนวน 408 เหตุการณ์ คิดเป็น 20.80% ของการประกาศจ่ายเงินสดปันผลทั้งหมด สอดคล้องกับสถานะเศรษฐกิจของประเทศไทยซึ่งได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในช่วงปีพ.ศ.2552 – พ.ศ.2553 ทำให้เศรษฐกิจของประเทศหดตัวลง และค่อยๆฟื้นตัวขึ้นในปี พ.ศ.2554 จึงอาจกล่าวได้ว่าการประกาศจ่ายเงินสดปันผลสามารถสะท้อนสถานะเศรษฐกิจ ณ ช่วงเวลานั้นได้

ตารางที่ 3 ข้อมูลสถิติของผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยรอบๆวันเกิดเหตุการณ์ แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

Industry Group	Minimum	Maximum	Mean		Std. Deviation
			Statistic	Std. Error	
AGRO	- 0.00511	0.00546	0.00104	0.00041	0.00260
RESOURC	- 0.00791	0.00687	0.00028	0.00040	0.00257
TECH	- 0.00593	0.02017	0.00110	0.00064	0.00409
FINCIAL	- 0.00707	0.00822	0.00059	0.00042	0.00271
SERVICE	- 0.00593	0.00711	0.00053	0.00032	0.00206
INDUS	- 0.00768	0.00698	0.00073	0.00047	0.00303
CONSUMP	- 0.00641	0.00663	0.00070	0.00046	0.00293
PROPCON	- 0.00449	0.00437	0.00025	0.00027	0.00171

จากตารางที่ 3 พบว่า อุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยได้สูงที่สุด คือ 0.02017 หรือ 2.017% และเกิดความผันผวนของผลตอบแทนเกินปกติมากที่สุด อุตสาหกรรมกลุ่มทรัพยากรสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยได้ต่ำที่สุด คือ -0.00791 หรือ -0.791% และอุตสาหกรรมกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเกิดความผันผวนของผลตอบแทนเกินปกติน้อยที่สุด โดยที่อุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีมีผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยตัวเฉลี่ยสูงที่สุด คือ 0.00110 หรือ 0.110% และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยตัวเฉลี่ยต่ำที่สุด คือ 0.00025 หรือ 0.025%

แสดงให้เห็นว่าแม้กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจะเกิดปัจจัยที่มากกระทบกับราคาหลักทรัพย์บ่อยครั้ง แต่ราคาหลักทรัพย์เคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงน้อยซึ่งนักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้แต่สร้างผลตอบแทนเกินปกติน้อย ในขณะที่เดียวกันอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีแม้จะมีความถี่ในการเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลน้อยกว่า แต่โดยเฉลี่ยกลุ่มเทคโนโลยีสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้สูงที่สุดเมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นและมีความผันผวนในการเกิดผลตอบแทนเกินปกติสูงที่สุดในตลาดเช่นกัน กล่าวคือการประกาศจ่ายเงินสดปันผลของกลุ่มเทคโนโลยีส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์มากที่สุดโดยเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น นักลงทุนจึงสามารถแสวงหาผลตอบแทนเกินปกติจากเหตุการณ์ดังกล่าวได้จากอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีมากกว่าอุตสาหกรรมกลุ่มอื่นแม้ว่าการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีจะมีความผันผวนสูง

ตารางที่ 4 ข้อมูลสถิติของผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยรอบๆวันเกิดเหตุการณ์ แยกตามตลาดหลักทรัพย์

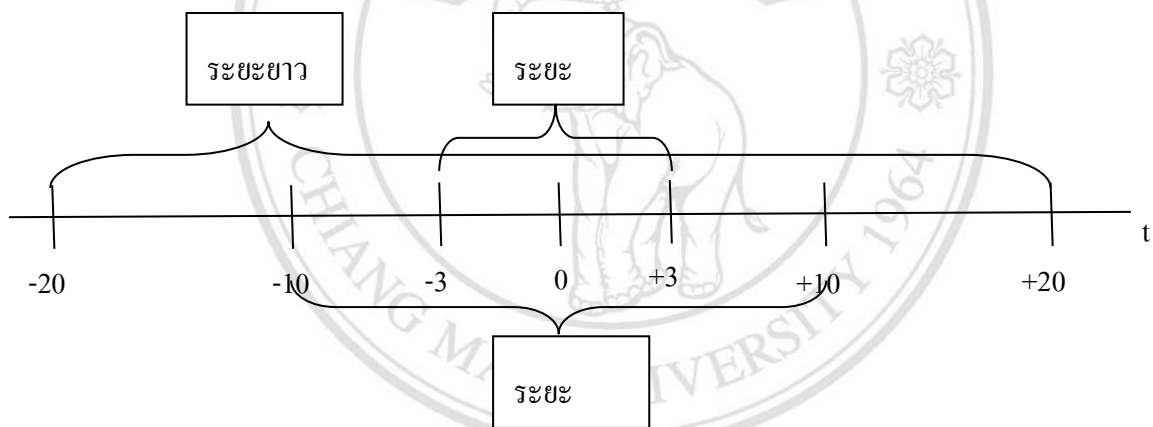
Industry Group	Minimum	Maximum	Mean		Std. Deviation
			Statistic	Std. Error	
SET	- 0.00508	0.00612	0.00056	0.00028	0.00181
mai	- 0.00604	0.00594	0.00052	0.00044	0.00279

จากตารางที่ 4 เปรียบเทียบตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยได้สูงที่สุด คือ 0.00612 หรือ 0.612% โดยที่ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสูงที่สุด คือ 0.00594 หรือ 0.594% ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยตัวเฉลี่ยของตลาด คือ 0.00056 หรือ 0.056% ซึ่งสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แต่มีความผันผวนของผลตอบแทนเกินปกติน้อยกว่าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แสดงว่านักลงทุนสามารถสร้าง

ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มากกว่าโดยเปรียบเทียบ อีกทั้งยังสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยได้อย่างสม่ำเสมอและคงที่เนื่องจากความผันผวนของผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยน้อย

4.2 การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทน

การทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์ครั้งนี้ดำเนินการศึกษาประสิทธิภาพด้านราคาหลักทรัพย์ การศึกษาประสิทธิภาพด้านความสามารถในการคาดคะเนราคาหลักทรัพย์ข่าวสาร และการศึกษาประสิทธิภาพด้านการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร โดยกำหนดช่วงเวลาในการศึกษาออกเป็น 3 ระยะ แบ่งเป็น ระยะสั้น คือ ช่วงเวลาก่อนและหลังเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 3 วัน ระยะกลาง คือ ช่วงเวลาก่อนและหลังเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 10 วัน ระยะยาว คือ ช่วงเวลาก่อนและหลังเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 20 วัน แสดงดังภาพที่ 6



ภาพที่ 6 ภาพแสดงการศึกษาผลตอบแทนเกินปกติในแต่ละช่วงเวลา

4.2.1 ผลการศึกษาในระยะสั้น

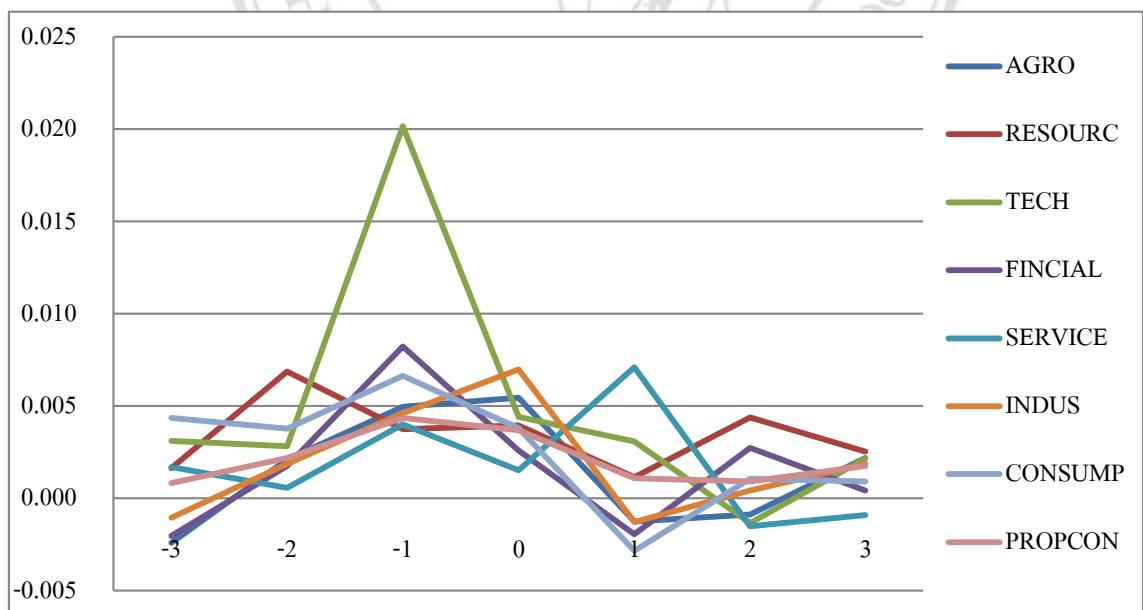
ในระยะสั้นเป็นการศึกษาผลตอบแทนเกินปกติในช่วงก่อนและหลังเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 3 วัน แบ่งแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อให้เห็นความแตกต่างในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมได้อย่างชัดเจนซึ่งแสดงได้ด้วยผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR_t) และค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ดังนี้

1) การศึกษาด้านราคาหลักทรัพย์

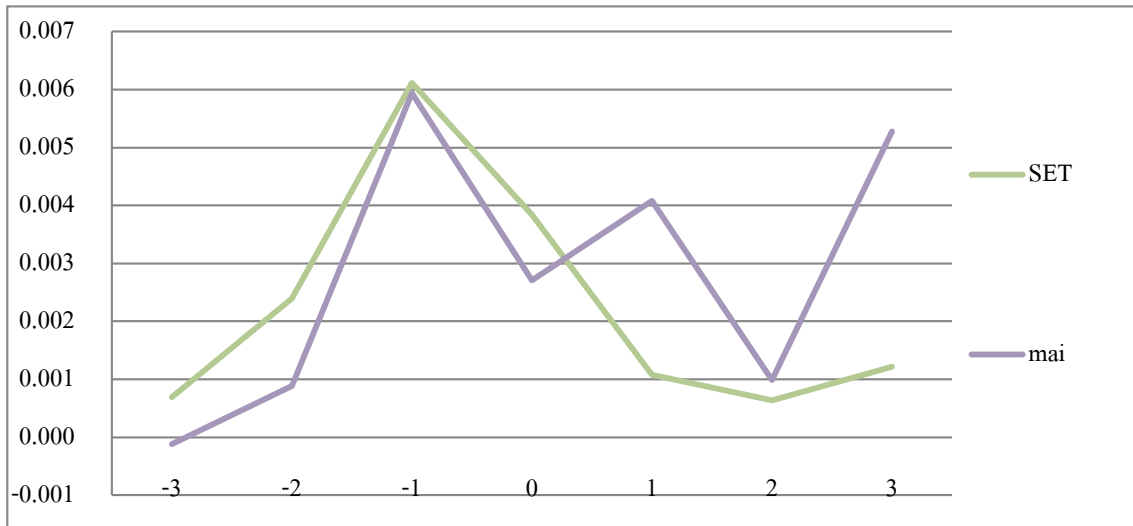
ตารางที่ 5 ตารางแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ในระยะสั้น

*มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

t	ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR)									
	AGRO	RESOURC	TECH	FINCIAL	SERVICE	INDUS	CONSUMP	PROPCON	SET	mai
-3	-0.00242	0.00165	0.00312	-0.00204*	0.00168	-0.00105	0.00436*	0.00082	0.00069	-0.00012
-2	0.00211	0.00687*	0.00282	0.00175	0.00057	0.00188	0.00379	0.00220*	0.00240*	0.00089
-1	0.00496	0.00374	0.02017*	0.00822*	0.00402*	0.00461	0.00663	0.00437*	0.00612*	0.00594
0	0.00546	0.00395	0.00442*	0.00258	0.00154	0.00698*	0.00380*	0.00369*	0.00384*	0.00271
1	-0.00125	0.00116	0.00308	-0.00194	0.00711	-0.00127	-0.00284	0.00109	0.00108	0.00408
2	-0.00088	0.00438*	-0.00135	0.00274*	-0.00152	0.00042	0.00105	0.00092	0.00064	0.00099
3	0.00220	0.00254*	0.00216	0.00042	-0.00090	0.00187	0.00091	0.00176	0.00122*	0.00528



ภาพที่ 7 ภาพแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ในระยะสั้น แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



ภาพที่ 8 ภาพแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ในระยะสั้นแยกตามตลาดหลักทรัพย์

จากตารางที่ 5 พบว่า ข่าวการประกาศจ่ายเงินสดปันผลส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในระยะสั้น โดยอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีเกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสูงสุดในวันก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 1 วัน คือ 0.02017 หรือ 2.017% อันดับที่ 2 ได้แก่ อุตสาหกรรมกลุ่มธุรกิจการเงิน ในวันก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 1 วัน 0.00822 หรือ 0.822% และอันดับที่ 3 อุตสาหกรรมกลุ่มธุรกิจบริการ ในวันหลังเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 1 วัน คือ 0.00711 หรือ 0.711% โดยช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยส่งผลในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อเกิดเหตุการณ์ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยลดลงทุกกลุ่มอุตสาหกรรมยกเว้นกลุ่มธุรกิจบริการ (ภาพที่ 7) แสดงว่าในระยะสั้นการประกาศจ่ายเงินสดปันผลส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ให้เปลี่ยนแปลงไปทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือราคาหลักทรัพย์ไม่สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นได้ในทันที ส่งผลให้นักลงทุนสามารถแสวงหาผลตอบแทนที่เกินปกติได้ในช่วงวันก่อนเกิดเหตุการณ์ และการลงทุนในอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีจะสามารถสร้างผลตอบแทนได้มากที่สุด แต่หากลงทุนในอุตสาหกรรมกลุ่มธุรกิจบริการจะสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยทางบวกได้ยาวนานกว่า

เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยระหว่างหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และ ตลาดหลักทรัพย์ในตลาดี เอ็ม เอ ไอ (mai) พบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยมากที่สุดในวันก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 1 วัน คือ 0.00612 หรือ 0.612% และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เกิดผลตอบแทนเกินปกติ

เฉลี่ยมากที่สุดในวันก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 1 วันเช่นกัน คือ 0.00594 หรือ 0.594%

นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังมีผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยทางบวกมากกว่าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงก่อนการประกาศจ่ายเงินสดปันผลและลดลงมากกว่าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ณ วันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล และลดลงอย่างต่อเนื่องหลังการประกาศจ่ายเงินสดปันผล (ภาพที่ 8) แสดงว่านักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติทางบวกได้มากในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลและนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยได้มากกว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงเวลาดังกล่าว

ถึงแม้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยมากกว่าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงวันก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล แต่ในช่วงหลังวันเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยได้มากกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยในวันหลังเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 3 วันตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยแตกต่างกันมากที่สุดคือ 0.00406 หรือ 0.406% แสดงว่านักลงทุนสามารถแสวงหาผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในอัตราสูงได้แม้จะเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลแล้ว ด้วยการย้ายการลงทุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แทน

2) การศึกษาด้านความสามารถในการคาดคะเนราคาหลักทรัพย์

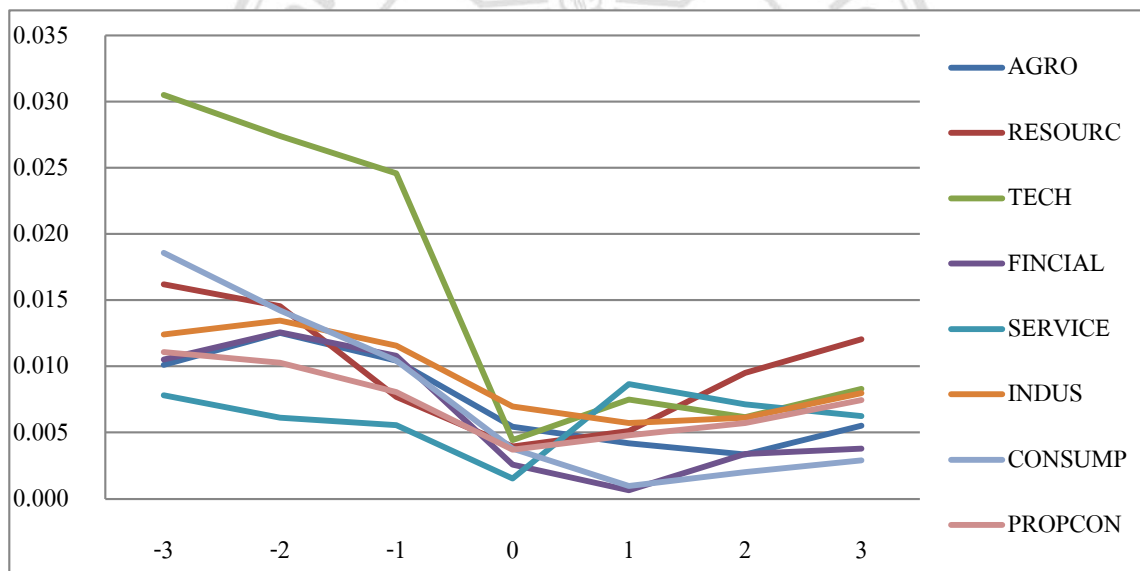
ตารางที่ 6 ตารางแสดงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ในระยะสั้น

t	ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs)									
	AGRO	RESOURC	TECH	FINCIAL	SERVICE	INDUS	CONSUMP	PROPCON	SET	mai
-3	0.01012	0.01622*	0.03053*	0.01052*	0.00780*	0.01242*	0.01858*	0.01109*	0.01305*	0.00942
-2	0.01254*	0.01457*	0.02741*	0.01256*	0.00612*	0.01346*	0.01422*	0.01027*	0.01236*	0.00954
-1	0.01042*	0.00770*	0.02460*	0.01081*	0.00555*	0.01159*	0.01043*	0.00806*	0.00996*	0.00865
0	0.00546	0.00395	0.00442*	0.00258	0.00154	0.00698*	0.00380*	0.00369*	0.00384*	0.00271

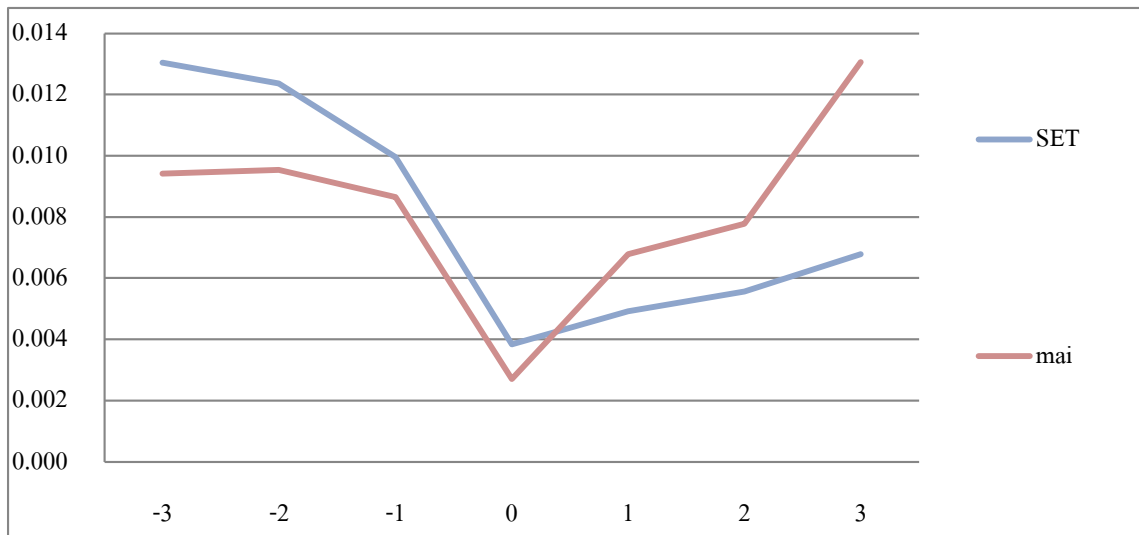
ตารางที่ 6 ตารางแสดงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ในระยะสั้น(ต่อ)

t	ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs)									
	AGRO	RESOURC	TECH	FINCIAL	SERVICE	INDUS	CONSUMP	PROPCON	SET	mai
1	0.00421	0.00511	0.00751*	0.00064	0.00865	0.00571*	0.00096	0.00478*	0.00492*	0.00679*
2	0.00333	0.00949*	0.00616	0.00338	0.00713	0.00613*	0.00201	0.00571*	0.00556*	0.00778*
3	0.00553	0.01204*	0.00832	0.00380	0.00623	0.00800*	0.00292	0.00746*	0.00678*	0.01306

*มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%



ภาพที่ 9 ภาพแสดงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ในระยะสั้นแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



ภาพที่ 10 ภาพแสดงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ในระยะสั้นแยกตามตลาดหลักทรัพย์

จากตารางที่ 6 พบว่าในระยะสั้นค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวในทิศทางเดียวกัน โดยอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีมีอัตราสูงที่สุดคือ 0.03053 คิดเป็น 3.053% รองลงมาได้แก่กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคคือ 0.01858 คิดเป็น 1.858% ทั้งนี้ก่อนการประกาศจ่ายเงินสดปันผล ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมปรับตัวลดลงจนถึงวันที่มีการประกาศจ่ายเงินสดปันผล และปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้งหลังเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล (ภาพที่ 9) แสดงว่าในระยะสั้นเกิดค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติได้ในทางบวกด้วยอัตราที่ลดลง กล่าวคือการประกาศจ่ายเงินสดปันผลเป็นข้อมูลที่น่าเชื่อถือซึ่งนักลงทุนสามารถนำไปใช้ในการคาดคะเนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดได้ จึงสามารถสร้างค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติได้มากแต่ยิ่งใกล้วันที่มีการประกาศจ่ายเงินสดปันผลนักลงทุนจะสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้น้อยลงจากเดิม โดยเฉพาะอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีที่มีทิศทางการลงทุนดังกล่าวได้ชัดเจน

พิจารณาค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติตามตลาดหลักทรัพย์ พบว่าในระยะสั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติสูงที่สุดเท่ากับ 0.01305 หรือ 1.305% ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล นอกจากนี้ทั้ง 2 ตลาดพบค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติในอัตราที่ลดลงจนถึงวันที่มีการประกาศจ่ายเงินสดปันผล และปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังเกิดเหตุการณ์ (ภาพที่ 10) โดยตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ พบค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติสูงที่สุดคือ 0.01306 หรือ 1.306% ซึ่งมากกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แสดงว่าช่วงเวลาหลังเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลพบค่าเฉลี่ยสะสมของ

ผลตอบแทนเกินปกติเพิ่มขึ้น ในอัตราที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวคือนักลงทุนสามารถคาดคะเนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ดีเฉพาะช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ แต่ช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ นักลงทุนคาดคะเนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในตลาด เอ็ม เอ ไอ ได้ดีกว่า ดังนั้นหากนักลงทุนเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมการลงทุนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ หลังเกิดเหตุการณ์ นักลงทุนจะสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้มากกว่า

4.2.2 การศึกษาในระยะกลาง

มุ่งศึกษาการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เมื่อเกิดการประกาศจ่ายเงินสดปันผล เพื่อเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างการศึกษาในระยะสั้นและระยะกลาง ดังนี้

1) การศึกษาด้านราคาหลักทรัพย์

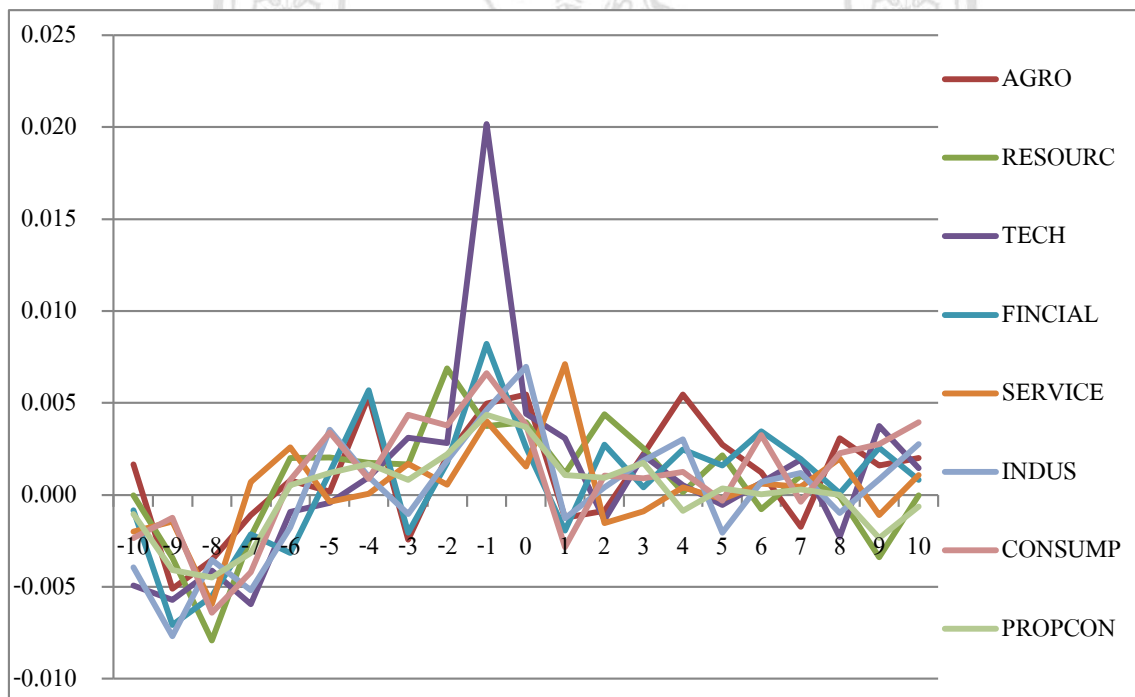
ตารางที่ 7 ตารางแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ในระยะกลาง

t	ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR)									
	AGRO	RESOURC	TECH	FINCIAL	SERVICE	INDUS	CONSUMP	PROPCON	SET	mai
-10	0.00167	-0.00002	-0.00492*	-0.00085	-0.00198	-0.00394	-0.00233	-0.00104	-0.00164*	-0.00417
-9	-0.00511*	-0.00342	-0.00571*	-0.00707*	-0.00146	-0.00768*	-0.00125	-0.00408*	-0.00432*	-0.00243
-8	-0.00352	-0.00791*	-0.00411	-0.00550*	-0.00593*	-0.00353	-0.00641*	-0.00449*	-0.00508*	0.00604*
-7	-0.00111	-0.00226	-0.00593*	-0.00214	0.00071	-0.00519*	-0.00421	-0.00314*	-0.00268*	-0.00411
-6	0.00079	0.00200	-0.00092	-0.00316	0.00259	-0.00176	0.00081	0.00054	0.00024	0.00117
-5	0.00018	0.00204	-0.00043	0.00122	-0.00037	0.00353	0.00340	0.00121	0.00129*	0.00032
-4	0.00536*	0.00175	0.00096	0.00568*	0.00006	0.00098	0.00086	0.00169*	0.00196*	0.00117
-3	-0.00242	0.00165	0.00312	-0.00204	0.00168	-0.00105	0.00436*	0.00082	0.00069	-0.00012
-2	0.00211	0.00687*	0.00282	0.00175	0.00057	0.00188	0.00379	0.00220*	0.00240*	0.00089
-1	0.00496	0.00374	0.02017*	0.00822*	0.00402*	0.00461	0.00663	0.00437*	0.00612*	0.00594
0	0.00546	0.00395	0.00442*	0.00258	0.00154	0.00698*	0.00380*	0.00369*	0.00384*	0.00271
1	-0.00125	0.00116	0.00308	-0.00194	0.00711	-0.00127	-0.00284	0.00109	0.00108	0.00408
2	-0.00088	0.00438*	-0.00135	0.00274*	-0.00152	0.00042	0.00105	0.00092	0.00064	0.00099

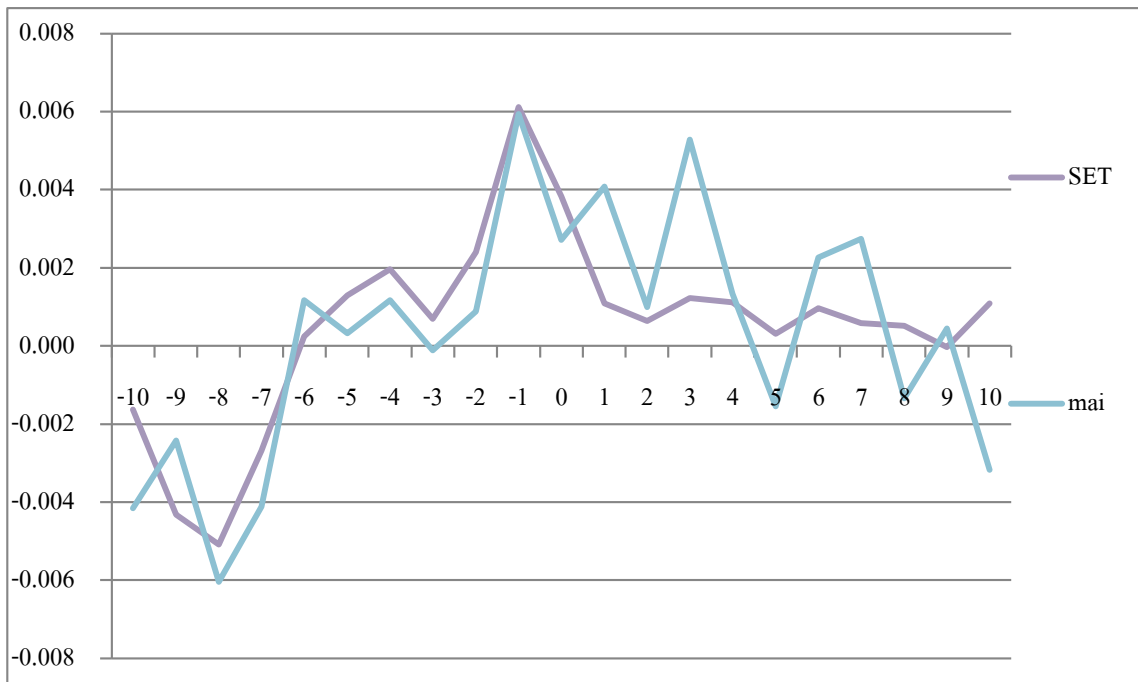
ตารางที่ 7 ตารางแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ในระยะกลาง (ต่อ)

t	ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR)									
	AGRO	RESOURC	TECH	FINCIAL	SERVICE	INDUS	CONSUMP	PROPCON	SET	mai
3	0.00220	0.00254*	0.00216	0.00042	-0.00090	0.00187	0.00091	0.00176	0.00122*	0.00528
4	0.00545*	0.00015	0.00054	0.00246	0.00041	0.00303	0.00127	-0.00087	0.00112*	0.00134
5	0.00273	0.00216	-0.00055	0.00160	-0.00023	-0.00204	-0.00030	0.00034	0.00031	-0.00155
6	0.00122	-0.00079	0.00067	0.00347	0.00060	0.00069	0.00325	0.00003	0.00097	0.00226
7	-0.00174	0.00105	0.00191	0.00195	0.00045	0.00119	-0.00037	0.00029	0.00058	0.00274
8	0.00307	-0.00008	-0.00228	0.00008	0.00199	-0.00099	0.00227	0.00002	0.00051	-0.00134
9	0.00161	-0.00339*	0.00374*	0.00257	-0.00110	0.00085	0.00277	-0.00234*	-0.00003	0.00045
10	0.00199	-0.00002	0.00147	0.00082	0.00107	0.00277	0.00395*	-0.00062	0.00108*	-0.00318

*มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%



ภาพที่ 11 ภาพแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ในระยะกลาง แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



ภาพที่ 12 ภาพแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ในระยะกลาง แยกตามตลาดหลักทรัพย์

จากตารางที่ 7 พบว่า ในระยะกลางข่าวการประกาศจ่ายเงินสดปันผลส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสูงสุด 3 อันดับแรก ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสูงสุดในวันก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 1 วัน เท่ากับ 0.02017 หรือ 2.017% ลำดับที่ 2 คือ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ในวันก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 1 วัน เท่ากับ 0.00822 หรือ 0.822% และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสูงเป็นลำดับที่ 3 คือ 0.00711 หรือ 0.711% ในวันหลังเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 1 วัน และผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยต่ำที่สุด ได้แก่ อุตสาหกรรมทรัพยากร ในวันก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 8 วัน คือ -0.00791 หรือ -0.791% ทั้งนี้แนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในระยะกลางของทุกกลุ่มอุตสาหกรรมสำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือช่วงปลายระยะกลางก่อนเกิดเหตุการณ์ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเกิดขึ้นในทางลบแต่ช่วงกลางระยะผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเกิดขึ้นในทางบวกด้วยอัตราที่เพิ่มขึ้นและสูงที่สุดในช่วงเกิดเหตุการณ์ จากนั้นจึงเกิดขึ้นในอัตราที่ลดลง (ภาพที่ 11) แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมถูกกระทบด้วยการประกาศจ่ายเงินสดปันผลจึงเกิดการเปลี่ยนแปลงทั้งในทางบวกและทางลบ ซึ่งนักลงทุนสามารถสร้างกำไรเกินปกติได้จากเหตุการณ์ดังกล่าว โดยอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีสามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงที่สุดในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 2 ตลาด พบว่า ทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสูงสุดในวันก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 1 วัน คือ 0.00612 หรือ 0.612% และ 0.00594 หรือ 0.594% ตามลำดับ และเกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยต่ำที่สุดในวันก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 8 วัน คือ -0.00508 หรือ -0.508% และ -0.00604 หรือ -0.604% ตามลำดับ อนึ่งทั้ง 2 ตลาด เกิดแนวโน้มในทิศทางเดียวกันคือ ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลและมีแนวโน้มลดลงในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล แต่ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเกิดขึ้นได้ทั้งในทางบวกและทางลบทั้งก่อนและหลังเกิดเหตุการณ์เนื่องจากมีความผันผวนสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเกิดขึ้นในทางลบช่วงปลายระยะก่อนเกิดเหตุการณ์และทยอยปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องในทางบวกจนถึงวันที่เกิดเหตุการณ์ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยลดลงแต่ยังคงเกิดขึ้นในทางบวก (ภาพที่ 12) โดยวันหลังเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 3 วัน ทั้ง 2 ตลาด เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยแตกต่างกันมากที่สุด คือ 0.00406 หรือ 0.406%

จากผลการศึกษาจึงอาจกล่าวได้ว่าในระยะกลางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยทั้งในทางบวกและทางลบ แสดงว่าเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดให้เปลี่ยนแปลงไป ทำให้นักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติจากเหตุการณ์ดังกล่าวได้ ฉะนั้นราคาหลักทรัพย์ทั้ง 2 ตลาดจึงไม่อาจสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่มากระทบได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

2) การศึกษาด้านความสามารถในการคาดคะเนราคาหลักทรัพย์

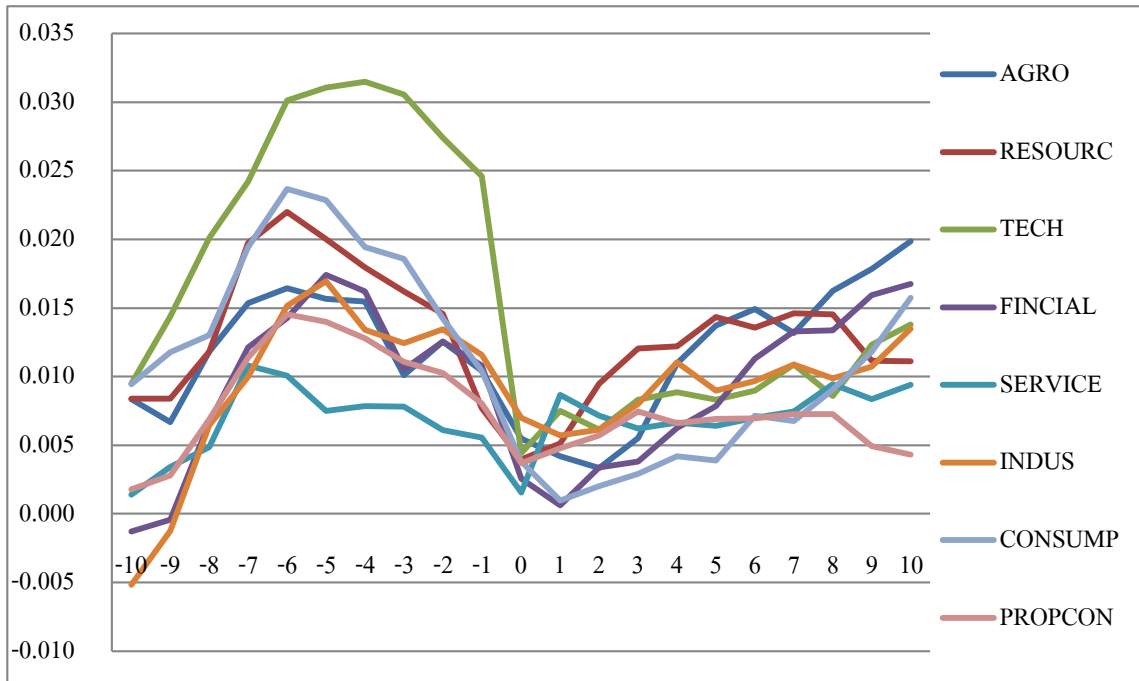
ตารางที่ 8 ตารางแสดงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ในระยะกลาง

t	ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs)									
	AGRO	RESOURC	TECH	FINCIAL	SERVICE	INDUS	CONSUMP	PROPCON	SET	mai
-10	0.00836	0.00839	0.00947	-0.00129	0.00142	-0.00517	0.00945	0.00177	0.00281	-0.00467
-9	0.00670	0.00841	0.01438	-0.00044	0.00340	-0.00123	0.01179	0.00281	0.00445*	-0.00050
-8	0.01181*	0.01183	0.02009*	0.00663	0.00486	0.00646	0.01303*	0.00689*	0.00877*	0.00193
-7	0.01533*	0.01974*	0.02420*	0.01213*	0.01079*	0.00999	0.01944*	0.01138*	0.01385*	0.00796
-6	0.01644*	0.02200*	0.03013*	0.01426*	0.01008*	0.01517*	0.02365*	0.01452*	0.01654*	0.01208
-5	0.01566*	0.02000*	0.03106*	0.01742*	0.00749*	0.01694*	0.02284*	0.01399*	0.01630*	0.01091
-4	0.01548*	0.01797*	0.03149*	0.01620*	0.00786*	0.01340*	0.01944*	0.01278*	0.01500*	0.01059
-3	0.01012	0.01622*	0.03053*	0.01052*	0.00780*	0.01242*	0.01858*	0.01109*	0.01305*	0.00942
-2	0.01254*	0.01457*	0.02741*	0.01256*	0.00612*	0.01346*	0.01422*	0.01027*	0.01236*	0.00954
-1	0.01042*	0.00770*	0.02460*	0.01081*	0.00555*	0.01159*	0.01043*	0.00806*	0.00996*	0.00865
0	0.00546	0.00395	0.00442*	0.00258	0.00154	0.00698*	0.00380*	0.00369*	0.00384*	0.00271
1	0.00421	0.00511	0.00751*	0.00064	0.00865	0.00571*	0.00096	0.00478*	0.00492*	0.00679*
2	0.00333	0.00949*	0.00616	0.00338	0.00713	0.00613*	0.00201	0.00571*	0.00556*	0.00778*

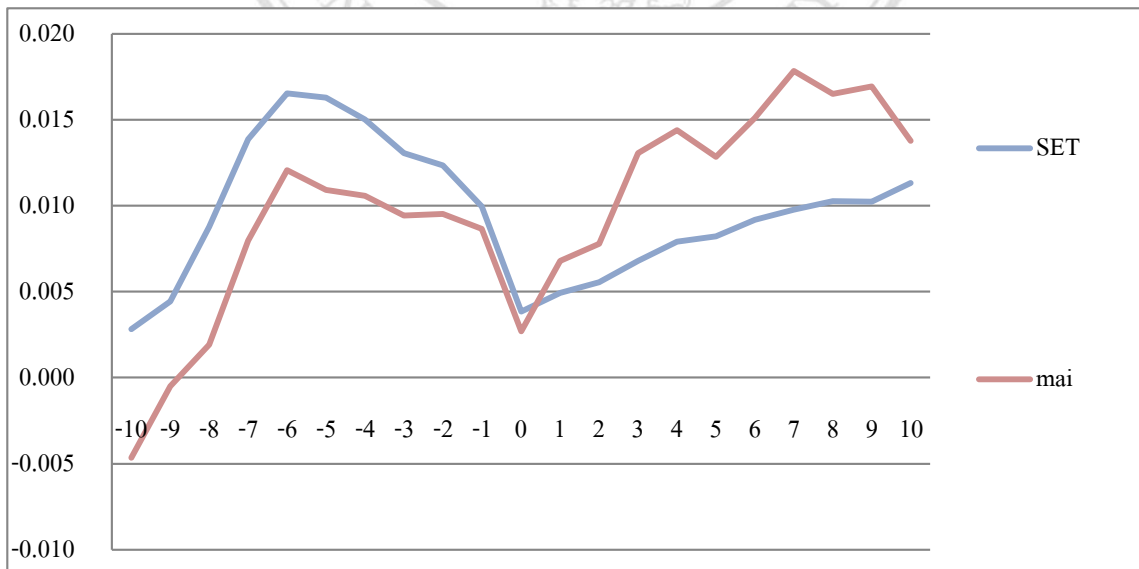
ตารางที่ 8 ตารางแสดงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ในระยะกลาง (ต่อ)

t	ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs)									
	AGRO	RESOURC	TECH	FINCIAL	SERVICE	INDUS	CONSUMP	PROPCON	SET	mai
3	0.00553	0.01204*	0.00832	0.00380	0.00623	0.00800*	0.00292	0.00746*	0.00678*	0.01306
4	0.01097*	0.01219*	0.00885	0.00626	0.00664	0.01103*	0.00419	0.00659*	0.00790*	0.01440
5	0.01370*	0.01434*	0.00830	0.00785	0.00641	0.00899*	0.00389	0.00693*	0.00821*	0.01284
6	0.01492*	0.01356*	0.00897*	0.01132*	0.00701	0.00968*	0.00714	0.00696*	0.00918*	0.01511
7	0.01317*	0.01461*	0.01088*	0.01327*	0.00746	0.01086*	0.00677	0.00725*	0.00976*	0.01784
8	0.01625*	0.01453*	0.00859*	0.01335*	0.00945	0.00988*	0.00904	0.00727*	0.01027*	0.01650
9	0.01786*	0.01114*	0.01234*	0.01592*	0.00835	0.01073*	0.01181*	0.00493	0.01023*	0.01695
10	0.01985*	0.01111*	0.01381*	0.01674*	0.00942	0.01349*	0.01575*	0.00430	0.01132*	0.01377

*มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%



ภาพที่ 13 ภาพแสดงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ(CARs) ในระยะกลาง แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



ภาพที่ 14 ภาพแสดงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ในระยะกลาง แยกตามตลาดหลักทรัพย์

จากตารางที่ 8 พบว่า อุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีเกิดค่าเฉลี่ยสะสมของ

ผลตอบแทนเกินปกติมากที่สุดในระยะกลางก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 4 วัน คือ 0.03149 หรือ 3.149% ลำดับที่ 2 ได้แก่ อุตสาหกรรมกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคเกิดค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเท่ากับ 0.02365 หรือ 2.365% ในวันก่อนเกิดเหตุการณ์ 6 วัน ทั้งนี้ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมพบค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติในทางบวก และมีแนวโน้มสูงขึ้นในช่วงปลายของระยะกลางก่อนเกิดเหตุการณ์และลดลงจนถึงวันเกิดเหตุการณ์ จากนั้นจึงทยอยปรับตัวสูงขึ้นในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ (ภาพที่ 13) โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีเกิดค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนโดดเด่นกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่นมากในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ แสดงว่าการประกาศจ่ายเงินสดปันผลเป็นข้อมูลข่าวสารที่น่าเชื่อถือซึ่งนักลงทุนสามารถนำไปคาดคะเนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ได้ดี ทำให้เกิดค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติในทางบวก โดยเฉพาะอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยี

พิจารณาค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติแยกตามตลาดหลักทรัพย์ พบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีทิศทางค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกันกับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (ภาพที่ 14) โดยพบค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติทางบวกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตลอดระยะกลาง ซึ่งก่อนเกิดเหตุการณ์ช่วงปลายระยะกลางมีอัตราค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติเพิ่มขึ้นและปรับตัวลดลงในช่วงกลางระยะ จนกระทั่งเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล จากนั้นจึงปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้งช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติสูงสุดคือ 0.01654 หรือ 1.654% ก่อนเกิดเหตุการณ์ แตกต่างจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งพบค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติทางลบก่อนเกิดเหตุการณ์ในช่วงปลายระยะแต่ยังมีทิศทางค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติเพิ่มขึ้นและลดลง หลังจากเกิดเหตุการณ์จึงกลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้งด้วยอัตราที่เพิ่มขึ้นมากกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนสูงสุดคือ 0.01784 หรือ 1.784% หลังเกิดเหตุการณ์

4.2.3 การศึกษาในระยะยาว

เป็นการศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เมื่อเกิดการประกาศจ่ายเงินสดปันผลในช่วงเวลาที่ยาวนานขึ้น เพื่อสังเกตทิศทางและการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) และค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) โดยเปรียบเทียบกับผลการศึกษาทั้งในระยะกลาง และระยะสั้น ดังนี้

1) การศึกษาด้านราคาหลักทรัพย์

ตารางที่ 9 ตารางแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ในระยะยาว แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

t	ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR)									
	AGRO	RESOURC	TECH	FINCIAL	SERVICE	INDUS	CONSUMP	PROPCON	SET	mai
-20	0.00165	0.00064	0.00269	-0.00055	0.00019	0.00351*	0.00350	0.00117	0.00141*	0.00147
-19	0.00221	0.00187	0.00393	0.00045	0.00046	-0.00039	-0.00296	-0.00097	0.00018	-0.00036
-18	-0.00104	0.00266	0.00039	0.00293	-0.00176	0.00449*	-0.00101	0.00152	0.00108	-0.00523*
-17	0.00191	0.00106	0.00138	-0.00139	0.00271	0.00101	-0.00271	-0.00127	0.00020	0.00182
-16	0.00229	-0.00323	0.00286	0.00111	0.00101	0.00059	0.00422	-0.00017	0.00083	0.00183
-15	-0.00251	-0.00226	-0.00086	0.00160	0.00186	-0.00259	0.00034	-0.00068	-0.00043	-0.00050
-14	0.00271	-0.00153	0.00397	0.00021	-0.00072	-0.00341	-0.00255	0.00061	-0.00022	0.00022
-13	-0.00135	-0.00135	-0.00309	0.00042	0.00158	0.00283	0.00135	0.00141	0.00072	0.00405
-12	-0.00073	-0.00038	-0.00228	-0.00057	-0.00069	-0.00200	-0.00216	0.00000	-0.00089	0.00148
-11	0.00068	0.00099	-0.00037	0.00050	-0.00150	0.00051	-0.00152	0.00016	-0.00012	0.00033
-10	0.00167	-0.00002	-0.00492*	-0.00085	-0.00198	-0.00394	-0.00233	-0.00104	-0.00164*	-0.00417
-9	-0.00511*	-0.00342	-0.00571*	-0.00707*	-0.00146	-0.00768*	-0.00125	-0.00408*	-0.00432*	-0.00243

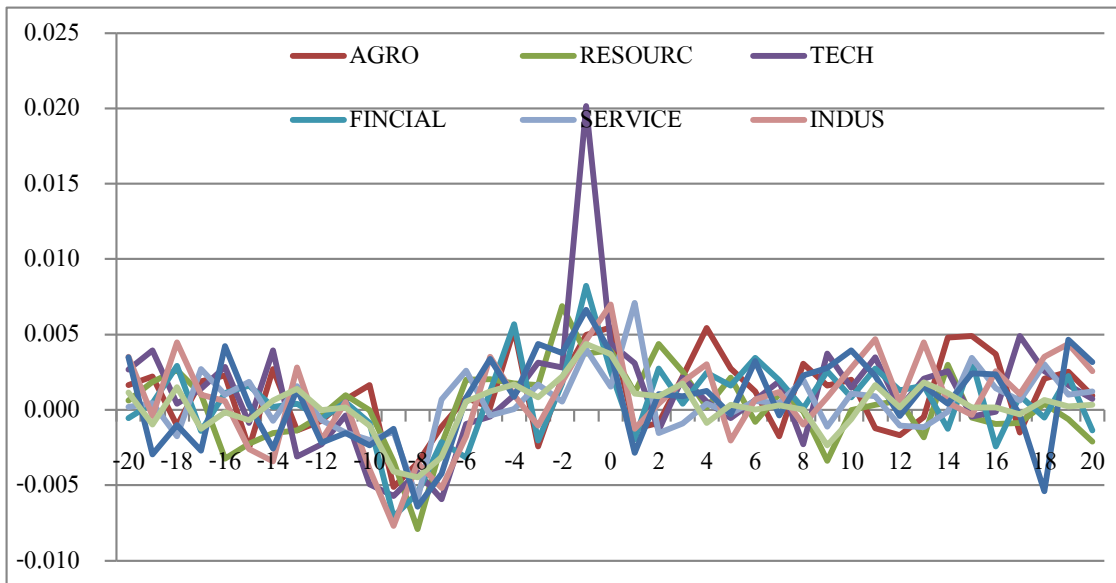
ตารางที่ 9 ตารางแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ในระยะยาว แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม (ต่อ)

t	ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR)									
	AGRO	RESOURC	TECH	FINCIAL	SERVICE	INDUS	CONSUMP	PROPCON	SET	mai
-8	-0.00352	-0.00791*	-0.00411	-0.00550*	-0.00593*	-0.00353	-0.00641*	-0.00449*	-0.00508*	-0.00604*
-7	-0.00111	-0.00226	-0.00593*	-0.00214	0.00071	-0.00519*	-0.00421	-0.00314*	-0.00268*	-0.00411
-6	0.00079	0.00200	-0.00092	-0.00316	0.00259	-0.00176	0.00081	0.00054	0.00024	0.00117
-5	0.00018	0.00204	-0.00043	0.00122	-0.00037	0.00353	0.00340	0.00121	0.00129*	0.00032
-4	0.00536*	0.00175	0.00096	0.00568*	0.00006	0.00098	0.00086	0.00169*	0.00196*	0.00117
-3	-0.00242	0.00165	0.00312	-0.00204	0.00168	-0.00105	0.00436*	0.00082	0.00069	-0.00012
-2	0.00211	0.00687*	0.00282	0.00175	0.00057	0.00188	0.00379	0.00220*	0.00240*	0.00089
-1	0.00496	0.00374	0.02017*	0.00822*	0.00402*	0.00461	0.00663	0.00437*	0.00612*	0.00594
0	0.00546	0.00395	0.00442*	0.00258	0.00154	0.00698*	0.00380*	0.00369*	0.00384*	0.00271
1	-0.00125	0.00116	0.00308	-0.00194	0.00711	-0.00127	-0.00284	0.00109	0.00108	0.00408
2	-0.00088	0.00438*	-0.00135	0.00274*	-0.00152	0.00042	0.00105	0.00092	0.00064	0.00099
3	0.00220	0.00254*	0.00216	0.00042	-0.00090	0.00187	0.00091	0.00176	0.00122*	0.00528
4	0.00545*	0.00015	0.00054	0.00246	0.00041	0.00303	0.00127	-0.00087	0.00112*	0.00134
5	0.00273	0.00216	-0.00055	0.00160	-0.00023	-0.00204	-0.00030	0.00034	0.00031	-0.00155
6	0.00122	-0.00079	0.00067	0.00347	0.00060	0.00069	0.00325	0.00003	0.00097	0.00226

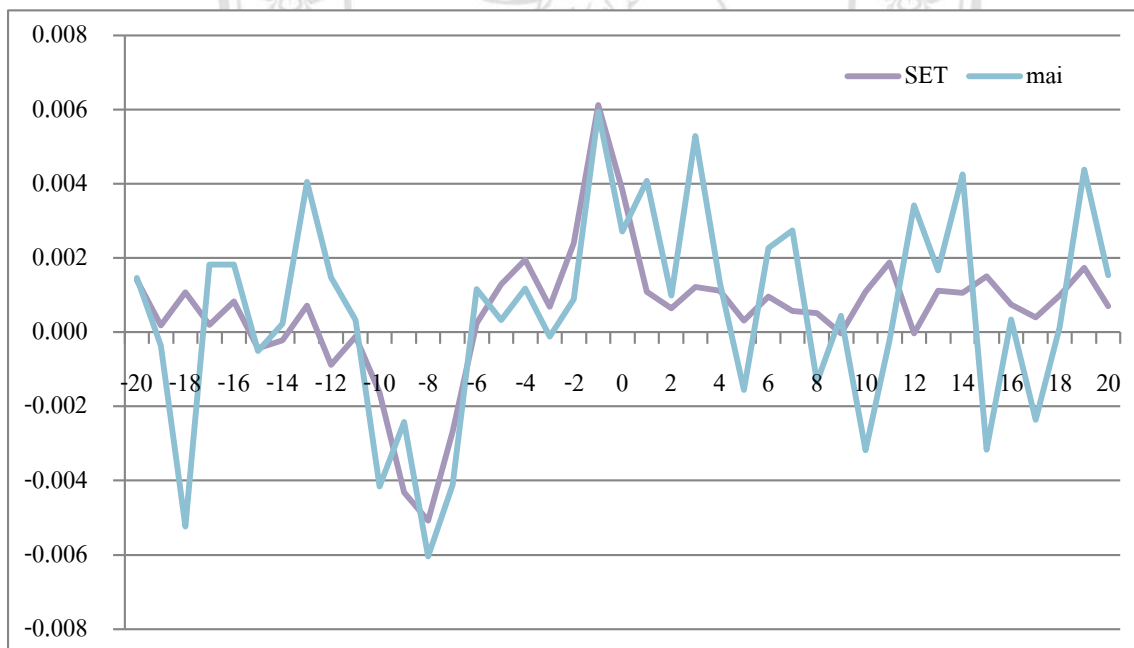
ตารางที่ 9 ตารางแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ในระยะยาว แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม (ต่อ)

t	ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR)									
	AGRO	RESOURC	TECH	FINCIAL	SERVICE	INDUS	CONSUMP	PROP CON	SET	mai
7	-0.00174	0.00105	0.00191	0.00195	0.00045	0.00119	-0.00037	0.00029	0.00058	0.00274
8	0.00307	-0.00008	-0.00228	0.00008	0.00199	-0.00099	0.00227	0.00002	0.00051	-0.00134
9	0.00161	-0.00339*	0.00374*	0.00257	-0.00110	0.00085	0.00277	-0.00234*	-0.00003	0.00045
10	0.00199	-0.00002	0.00147	0.00082	0.00107	0.00277	0.00395*	-0.00062	0.00108*	-0.00318
11	-0.00121	0.00036	0.00350	0.00276	0.00091	0.00468*	0.00225	0.00164	0.00187*	-0.00022
12	-0.00167	0.00063	0.00012	0.00131	-0.00106	0.00048	-0.00040	0.00017	-0.00003	0.00342
13	-0.00047	-0.00183	0.00208	0.00160	-0.00116	0.00448	0.00157	0.00182*	0.00112	0.00166
14	0.00480	0.00298*	0.00256	-0.00124	-0.00012	0.00049	0.00040	0.00113	0.00105*	0.00425
15	0.00491*	-0.00049	-0.00045	0.00328*	0.00344*	-0.00033	0.00242	0.00015	0.00151*	-0.00317
16	0.00369	-0.00094	-0.00011	-0.00243	0.00142	0.00256	0.00236	0.00015	0.00075	0.00034
17	-0.00150	-0.00087	0.00491*	0.00096	0.00062	0.00105	-0.00034	-0.00028	0.00040	-0.00237
18	0.00206	0.00041	0.00257	-0.00051	0.00303*	0.00354	-0.00538*	0.00065	0.00099	0.00013
19	0.00252	-0.00061	0.00166	0.00226	0.00103	0.00436	0.00465*	0.00023	0.00174*	0.00438
20	0.00095	-0.00210	0.00072	-0.00137	0.00122	0.00256	0.00316	0.00033	0.00070	0.00154

*มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%



ภาพที่ 15 ภาพแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ในระยะยาว แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



ภาพที่ 16 ภาพแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ในระยะยาว แยกตามตลาดหลักทรัพย์

จากตารางที่ 9 พบว่า ในระยะยาวเกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสูงสุด 3 อันดับแรก ยังคงให้ผลการศึกษาเช่นเดียวกับระยะสั้นและระยะกลาง คือ อุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยี เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสูงสุดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสูงที่สุดในวันก่อนเกิด

เหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 1 วัน เท่ากับ 0.02017 หรือ 2.017% ลำดับที่ 2 คือ อุตสาหกรรมกลุ่มธุรกิจการเงิน เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในวันก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 1 วัน เท่ากับ 0.00822 หรือ 0.822% และอุตสาหกรรมกลุ่มธุรกิจบริการในวันหลังเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 1 วัน ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสูงเป็นลำดับที่ 3 คือ 0.00711 หรือ 0.711% ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่า อุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่สามารถเกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยได้สูงที่สุด และในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีแนวโน้มการเกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเป็นไปในทิศทางเดียวกัน โดยเกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยผันผวนอยู่ในระดับ -0.005 ถึง 0.005 หรือ -0.5% ถึง 0.5% (ภาพที่ 15) ทั้งนี้ก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลในระยะกลาง ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยลดลงและเพิ่มขึ้นจนถึงวันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลและลดลงอีกครั้งจนเข้าสู่ช่วงระดับผันผวนเดิม แสดงว่าเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลเป็นเหตุการณ์หนึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ให้เปลี่ยนแปลงไป และนักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลการประกาศจ่ายเงินสดปันผลที่เกิดขึ้นเข้าแสวงหาผลตอบแทนเกินปกติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ไม่ว่าจะลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมใด ทว่าหากนักลงทุนลงทุนในอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยี นักลงทุนมีโอกาสสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้สูงที่สุด

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 2 ตลาด พบว่า ทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ยังให้ผลการศึกษาสอดคล้องกับการศึกษาในระยะสั้นและระยะกลาง กล่าวคือ ทั้ง 2 ตลาดเกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสูงที่สุดในวันก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 1 วัน คือ 0.00612 หรือ 0.612% และ 0.00594 หรือ 0.594% ตามลำดับ และเกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยต่ำที่สุดในวันก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 8 วัน คือ -0.00508 หรือ -0.508% และ -0.00604 หรือ -0.604% ตามลำดับการเปลี่ยนแปลงระดับผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยมีความผันผวนมากในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เปลี่ยนแปลงค่อนข้างคงที่ แต่ในช่วงระยะกลางก่อนการประกาศจ่ายเงินสดปันผลเกิดการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยลดลงอย่างชัดเจน จากนั้นจึงปรับตัวเพิ่มขึ้นจนถึงวันที่เกิดเหตุการณ์ เช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (ภาพที่ 16) แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ไม่สามารถสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่มากกระทบได้ในทันที ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดซึ่งนักลงทุนสามารถสร้างกำไรเกินปกติได้จากข้อมูลข่าวสารที่มากกระทบนั้น ทั้งนี้ นักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติในทางบวกได้มากในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล

ทั้งนี้แนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในระยะยาว พบว่าผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะเคลื่อนไหวในช่วงระดับ -0.002 ถึง 0.002 หรือ -0.2% ถึง 0.2% และเคลื่อนไหวค่อนข้างคงที่มากกว่าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยจะแกว่งตัวรุนแรงและมีความผันผวนสูง โดยเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงระดับ -0.004 ถึง 0.004 หรือ -0.4% ถึง 0.4% แต่ในวันก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยจะลดลงและปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นจนถึงวันที่เกิดเหตุการณ์และปรับตัวลดลงอีกครั้ง เข้าสู่ช่วงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในระดับความผันผวนเดิม

จากการศึกษาผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยทั้งการพิจารณาแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมและแยกตามตลาดหลักทรัพย์ อาจกล่าวได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถเกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยได้ในระดับ -0.002 ถึง 0.002 หรือ -0.2% ถึง 0.2% แต่เมื่อเกิดข่าวสารการประกาศจ่ายเงินสดปันผลมากกระทบบจะทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% โดยในช่วงปลายระยะกลางก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยจะลดลง และเพิ่มสูงขึ้นในระยะกลางถึงระยะสั้นก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล ทั้งนี้ในวันก่อนเกิดเหตุการณ์ 1 วัน ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวและทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยได้มากที่สุด หลังจากนั้นราคาปรับตัวลดลงทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยได้ในช่วงระดับ -0.002 ถึง 0.002 หรือ -0.2% ถึง 0.2% อีกครั้ง กล่าวคือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินสดปันผล แต่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดไม่สามารถสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารใหม่ที่มากกระทบ ทำให้นักลงทุนสามารถสร้างกำไรเกินปกติจากข้อมูลข่าวสารนั้นได้ ทั้งในช่วงก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินสดปันผลโดยนักลงทุนจะสามารถแสวงหาผลตอบแทนเกินปกติได้มากในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลและสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้สูงที่สุดในช่วงระยะสั้นหากลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แม้ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยจะเกิดขึ้นไม่แน่นอน เนื่องจากมีความผันผวนของผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยค่อนข้างสูง โดยเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแต่เมื่อเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยลดลงในช่วงปลายระยะกลางก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลอย่างมีนัยสำคัญและเกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยได้มากที่สุดในวันก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล 1 วัน เช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อนึ่งจาก

ผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินสดปันผลทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งนักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลข่าวสารนี้สร้างผลตอบแทนเกินปกติได้และสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติอัตราสูงได้ในทุกช่วงระยะเวลา แต่นักลงทุนมีความเสี่ยงต่อการได้รับผลตอบแทนเกินปกติทางลบ (ขาดทุน) เช่นกันเนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความผันผวนสูง

2) การศึกษาด้านความสามารถในการคาดคะเนราคาหลักทรัพย์

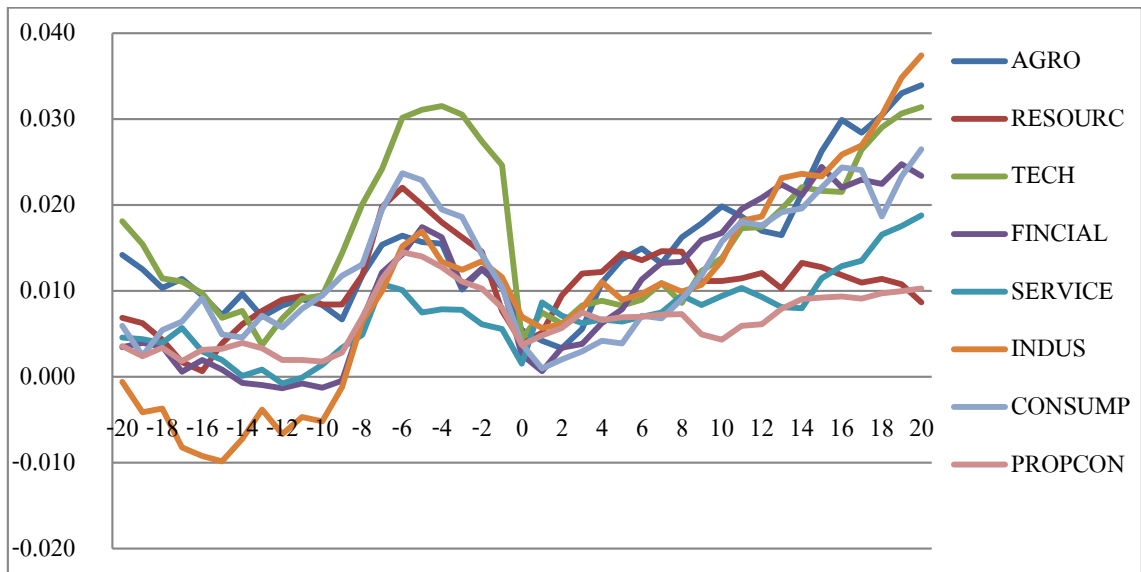
ตารางที่ 10 ตารางแสดงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ในระยะยาว

t	ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs)									
	AGRO	RESOURC	TECH	FINCIAL	SERVICE	INDUS	CONSUMP	PROPCON	SET	mai
-20	0.01418	0.00685	0.01809	0.00342	0.00456	-0.00061	0.00595	0.00355	0.00559*	0.00043
-19	0.01253	0.00621	0.01540	0.00397	0.00437	-0.00412	0.00245	0.00239	0.00418	-0.00104
-18	0.01032	0.00434	0.01147	0.00352	0.00391	-0.00372	0.00541	0.00336	0.00399	-0.00067
-17	0.01137	0.00168	0.01107	0.00058	0.00568	-0.00822	0.00641	0.00184	0.00292	0.00456
-16	0.00945	0.00062	0.00969	0.00197	0.00297	-0.00923	0.00913	0.00310	0.00271	0.00274
-15	0.00716	0.00386	0.00683	0.00086	0.00195	-0.00982	0.00491	0.00327	0.00188	0.00091
-14	0.00967	0.00612	0.00769	-0.00074	0.00010	-0.00723	0.00457	0.00395	0.00231	0.00142
-13	0.00696	0.00765	0.00372	-0.00094	0.00081	-0.00383	0.00712	0.00334	0.00253	0.00119
-12	0.00831	0.00900	0.00681	-0.00136	-0.00077	-0.00665	0.00577	0.00193	0.00181	-0.00285
-11	0.00904	0.00938	0.00909	-0.00079	-0.00008	-0.00466	0.00793	0.00193	0.00270	-0.00434
-10	0.00836	0.00839	0.00947	-0.00129	0.00142	-0.00517	0.00945	0.00177	0.00281	-0.00467
-9	0.00670	0.00841	0.01438	-0.00044	0.00340	-0.00123	0.01179	0.00281	0.00445*	-0.00050
-8	0.01181*	0.01183	0.02009*	0.00663	0.00486	0.00646	0.01303*	0.00689*	0.00877*	0.00193
-7	0.01533*	0.01974*	0.02420*	0.01213*	0.01079*	0.00999	0.01944*	0.01138*	0.01385*	0.00796
-6	0.01644*	0.02200*	0.03013*	0.01426*	0.01008*	0.01517*	0.02365*	0.01452*	0.01654*	0.01208
-5	0.01566*	0.02000*	0.03106*	0.01742*	0.00749*	0.01694*	0.02284*	0.01399*	0.01630*	0.01091
-4	0.01548*	0.01797*	0.03149*	0.01620*	0.00786*	0.01340*	0.01944*	0.01278*	0.01500*	0.01059
-3	0.01012	0.01622*	0.03053*	0.01052*	0.00780*	0.01242*	0.01858*	0.01109*	0.01305*	0.00942
-2	0.01254*	0.01457*	0.02741*	0.01256*	0.00612*	0.01346*	0.01422*	0.01027*	0.01236*	0.00954
-1	0.01042*	0.00770*	0.02460*	0.01081*	0.00555*	0.01159*	0.01043*	0.00806*	0.00996*	0.00865
0	0.00546	0.00395	0.00442*	0.00258	0.00154	0.00698*	0.00380*	0.00369*	0.00384*	0.00271

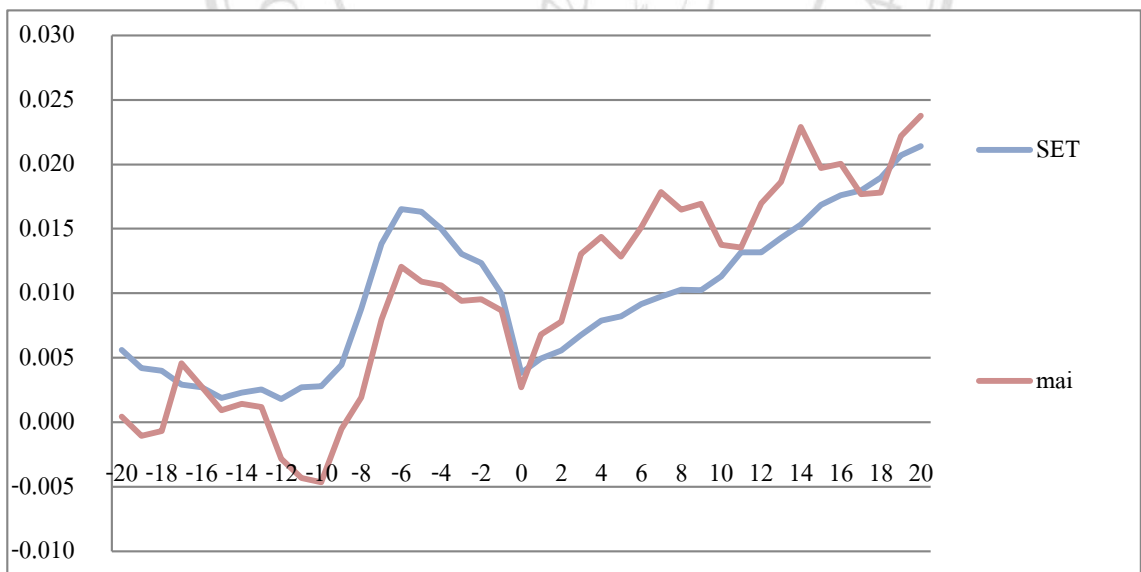
ตารางที่ 10 ตารางแสดงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ในระยะยาว (ต่อ)

t	ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs)									
	AGRO	RESOURC	TECH	FINCIAL	SERVICE	INDUS	CONSUMP	PROPCON	SET	mai
1	0.00421	0.00511	0.00751*	0.00064	0.00865	0.00571*	0.00096	0.00478*	0.00492*	0.00679*
2	0.00333	0.00949*	0.00616	0.00338	0.00713	0.00613*	0.00201	0.00571*	0.00556*	0.00778*
3	0.00553	0.01204*	0.00832	0.00380	0.00623	0.00800*	0.00292	0.00746*	0.00678*	0.01306
4	0.01097*	0.01219*	0.00885	0.00626	0.00664	0.01103*	0.00419	0.00659*	0.00790*	0.01440
5	0.01370*	0.01434*	0.00830	0.00785	0.00641	0.00899*	0.00389	0.00693*	0.00821*	0.01284
6	0.01492*	0.01356*	0.00897*	0.01132*	0.00701	0.00968*	0.00714	0.00696*	0.00918*	0.01511
7	0.01317*	0.01461*	0.01088*	0.01327*	0.00746	0.01086*	0.00677	0.00725*	0.00976*	0.01784
8	0.01625*	0.01453*	0.00859*	0.01335*	0.00945	0.00988*	0.00904	0.00727*	0.01027*	0.01650
9	0.01786*	0.01114*	0.01234*	0.01592*	0.00835	0.01073*	0.01181*	0.00493	0.01023*	0.01695
10	0.01985*	0.01111*	0.01381*	0.01674*	0.00942	0.01349*	0.01575*	0.00430	0.01132*	0.01377
11	0.01864*	0.01147*	0.01731*	0.01950*	0.01033	0.01817*	0.01800*	0.00594*	0.01319*	0.01355
12	0.01697*	0.01210*	0.01743*	0.02081*	0.00927	0.01865*	0.01760*	0.00611*	0.01316*	0.01698
13	0.01650*	0.01027*	0.01951*	0.02240*	0.00812	0.02313*	0.01917*	0.00793*	0.01428*	0.01864
14	0.02130*	0.01325*	0.02207*	0.02116*	0.00799	0.02363*	0.01957*	0.00906*	0.01533*	0.02289
15	0.02622*	0.01276*	0.02162*	0.02444*	0.01143	0.02330*	0.02199*	0.00920*	0.01684*	0.01972
16	0.02991*	0.01182*	0.02151*	0.02201*	0.01285	0.02587*	0.02436*	0.00935*	0.01759*	0.02006
17	0.02840*	0.01094*	0.02642*	0.02296*	0.01348	0.02691*	0.02402*	0.00907*	0.01799*	0.01769
18	0.03046*	0.01136*	0.02899*	0.02246*	0.01651*	0.03045*	0.01864*	0.00972*	0.01898*	0.01782
19	0.03298*	0.01075	0.03065*	0.02472*	0.01754*	0.03481*	0.02328*	0.00995*	0.02072*	0.02221
20	0.03393*	0.00866	0.03137*	0.02335*	0.01876*	0.03738*	0.02644*	0.01028*	0.02141*	0.02375

*มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%



ภาพที่ 17 ภาพแสดงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ในระยะยาวแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



ภาพที่ 18 ภาพแสดงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ในระยะยาวแยกตามตลาดหลักทรัพย์

จากตารางที่ 10 พบว่า ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมีทิศทางเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกัน โดยอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนสูงที่สุดเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมกลุ่มอื่น และมีค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนสูงที่สุดในระยะกลางถึงระยะสั้นสูงสุดคือ 0.03149 หรือ 3.149% ทั้งนี้ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติลดลงในระยะยาวถึงระยะกลาง ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติจะปรับตัวสูงขึ้นจนเข้าสู่ระยะสั้น ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติจะปรับตัวลดลงจนถึงวันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล และปรับตัวสูงขึ้นอีกครั้งในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ (ภาพที่ 17) แสดงว่าเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลเป็นข้อมูลที่นำเชื่อถือซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ให้เปลี่ยนแปลงไป โดยนักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลข่าวสารจากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในการคาดคะเนทิศทางเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ ทำให้นักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติทางบวกได้ทั้งก่อนและหลังเกิดเหตุการณ์ในระยะยาว

พิจารณาค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติแยกตามตลาดหลักทรัพย์ พบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติในทางบวกตลอดทั้งระยะยาวและมีค่ามากกว่าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล อีกทั้งยังมีความผันผวนของค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติน้อยกว่า โดยช่วงระยะยาวก่อนเกิดเหตุการณ์ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติลดลงก่อนจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะกลางก่อนจะลดลงอีกครั้งในระยะสั้น (ภาพที่ 18) แต่ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลยังคงมีอัตราค่อนข้างสูง เมื่อมีประกาศจ่ายเงินสดปันผล ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติลดลงต่ำที่สุด จากนั้นจึงทยอยปรับตัวสูงขึ้นอีกครั้งหลังเกิดเหตุการณ์

สำหรับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติมีอัตราที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่องตลอดช่วงการศึกษาในระยะยาวทั้งก่อนและหลังเกิดเหตุการณ์ แต่ในช่วงระยะกลางก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติสูงขึ้นในอัตราที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วแต่ในระยะสั้นก่อนเกิดเหตุการณ์ ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติเพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลง และค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติยังอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหลังจากเกิดเหตุการณ์ ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ กลับมาเพิ่มขึ้นในอัตราที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วอีกครั้งและมีค่ามากกว่าค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษานำเชื่อถือของข้อมูล แสดงให้เห็นว่า ข่าวการประกาศจ่ายเงินสดปันผลเป็นข้อมูลสำคัญอย่างหนึ่งที่มีความน่าเชื่อถือและสามารถบ่งบอกถึงมูลค่าของกิจการในอนาคต จึงทำให้นักลงทุน ใช้ข้อมูลข่าวสารการประกาศจ่ายเงินสดปันผล ในการคาดคะเนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งนักลงทุนสามารถคาดคะเนการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ได้จึงได้รับผลตอบแทนเกินปกติ

4.3 การทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์

การศึกษาประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินสดปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอครั้งนี้ เป็นการศึกษาประสิทธิภาพตลาดในระดับกลาง ซึ่งมีสมมติฐานในการศึกษา คือ หากตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพในระดับกลางแล้ว การได้รับข้อมูลข่าวสารการประกาศจ่ายเงินสดปันผลจะทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปทันทีเพื่อสะท้อนผลของการประกาศจ่ายเงินสดปันผล ทำให้นักลงทุนไม่สามารถแสวงหาผลตอบแทนเกินปกติได้ จึงเลือกใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) และ ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) เป็นข้อมูลในการทดสอบประสิทธิภาพตลาด ด้วยการทดสอบทางสถิติ t-test (One Sample t-test) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยมีรายละเอียดการศึกษาดังนี้ ตารางที่ 11 ตารางผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) และ ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ในช่วงก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินสดปันผล

t	AAR		CAR	
	SET	mai	SET	mai
-20	0.00141*	0.00147	0.00559*	0.00043
-19	0.00018	-0.00036	0.00418	-0.00104
-18	0.00108	-0.00523*	0.00399	-0.00067
-17	0.00020	0.00182	0.00292	0.00456
-16	0.00083	0.00183	0.00271	0.00274
-15	-0.00043	-0.00050	0.00188	0.00091
-14	-0.00022	0.00022	0.00231	0.00142
-13	0.00072	0.00405	0.00253	0.00119
-12	-0.00089	0.00148	0.00181	-0.00285
-11	-0.00012	0.00033	0.00270	-0.00434

ตารางที่ 11 ตารางผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) และ ค่าเฉลี่ยสะสมของ
ผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ในช่วงก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินสดปันผล (ต่อ)

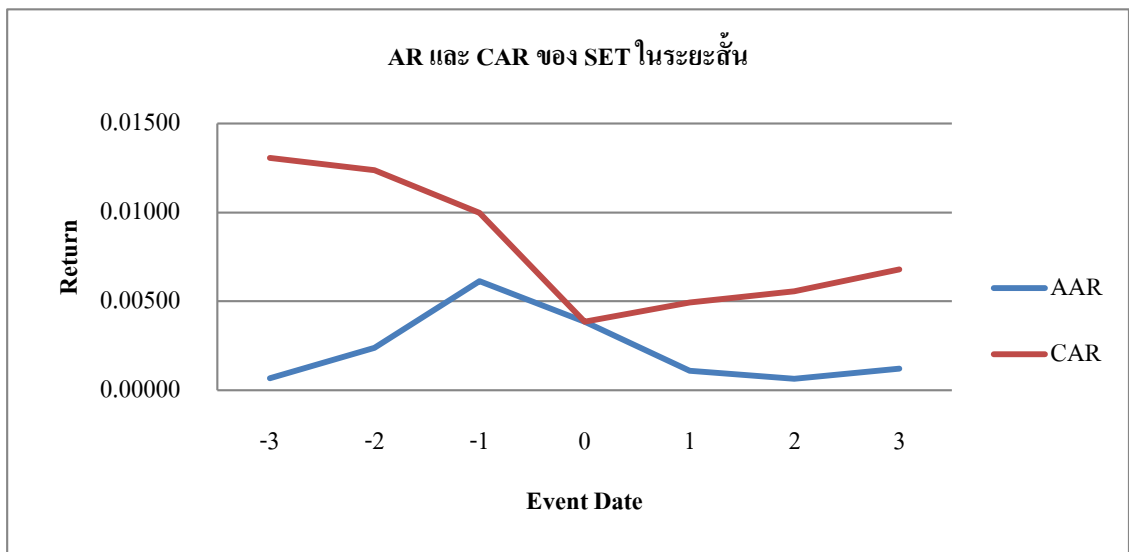
t	AAR		CAR	
	SET	mai	SET	mai
-10	-0.00164*	-0.00417	0.00281	-0.00467
-9	-0.00432*	-0.00243	0.00445*	-0.00050
-8	-0.00508*	-0.00604*	0.00877*	0.00193
-7	-0.00268*	-0.00411	0.01385*	0.00796
-6	0.00024	0.00117	0.01654*	0.01208
-5	0.00129*	0.00032	0.01630*	0.01091
-4	0.00196*	0.00117	0.01500*	0.01059
-3	0.00069	-0.00012	0.01305*	0.00942
-2	0.00240*	0.00089	0.01236*	0.00954
-1	0.00612*	0.00594	0.00996*	0.00865
0	0.00384*	0.00271	0.00384*	0.00271
1	0.00108	0.00408	0.00492*	0.00679*
2	0.00064	0.00099	0.00556*	0.00778*
3	0.00122*	0.00528	0.00678*	0.01306
4	0.00112*	0.00134	0.00790*	0.01440
5	0.00031	-0.00155	0.00821*	0.01284
6	0.00097	0.00226	0.00918*	0.01511
7	0.00058	0.00274	0.00976*	0.01784
8	0.00051	-0.00134	0.01027*	0.01650
9	-0.00003	0.00045	0.01023*	0.01695
10	0.00108*	-0.00318	0.01132*	0.01377

ตารางที่ 11 ตารางผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) และ ค่าเฉลี่ยสะสมของ
ผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ในช่วงก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินสดปันผล (ต่อ)

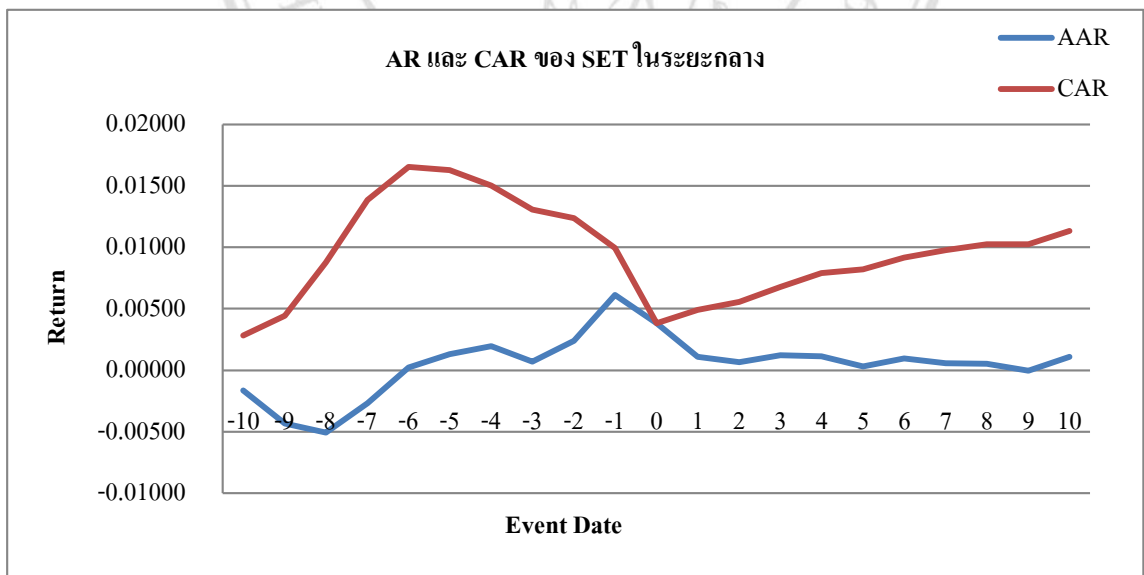
t	AAR		CAR	
	SET	mai	SET	mai
11	0.00187*	-0.00022	0.01319*	0.01355
12	-0.00003	0.00342	0.01316*	0.01698
13	0.00112	0.00166	0.01428*	0.01864
14	0.00105*	0.00425	0.01533*	0.02289
15	0.00151*	-0.00317	0.01684*	0.01972
16	0.00075	0.00034	0.01759*	0.02006
17	0.00040	-0.00237	0.01799*	0.01769
18	0.00099	0.00013	0.01898*	0.01782
19	0.00174*	0.00438	0.02072*	0.02221
20	0.00070	0.00154	0.02141*	0.02375

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95%

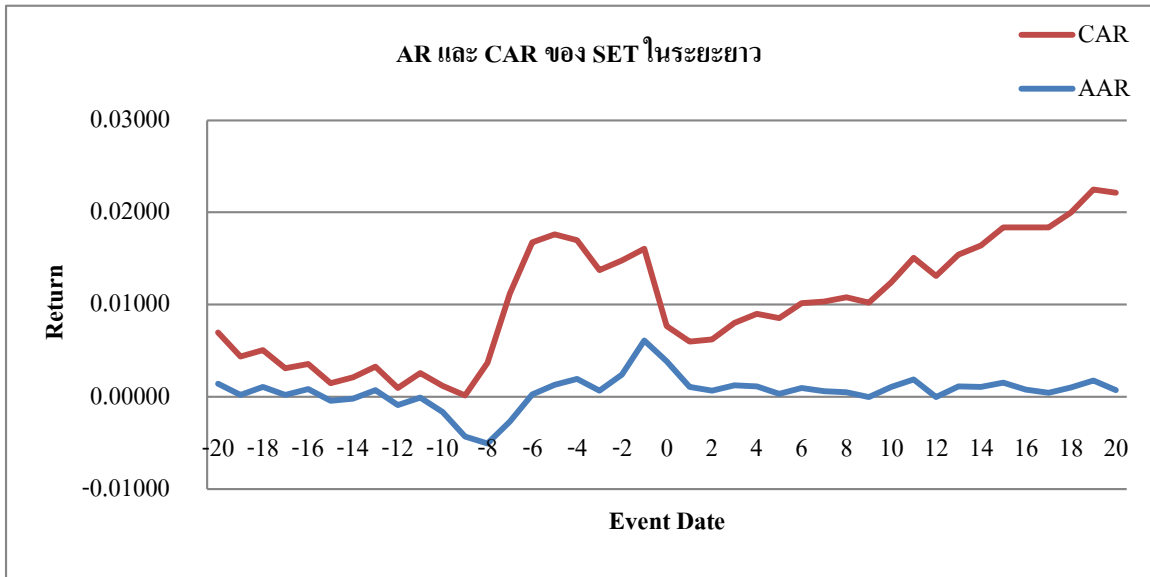
จากตารางที่ 11 พบว่า การประกาศจ่ายเงินสดปันผลส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จนเกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติได้อย่างมีนัยสำคัญทั้งช่วงก่อนและหลังเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล โดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระยะกลาง พบว่าเกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% เกือบตลอดทั้งระยะ สำหรับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลซึ่งแสดงให้เห็นแนวโน้มของผลตอบแทนเกินปกติ และค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติในระยะสั้น ระยะกลางและระยะยาว ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ดังภาพที่ 19 ถึง ภาพที่ 21 สำหรับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ดังภาพที่ 22 ถึง ภาพที่ 24 และแนวโน้มการเคลื่อนไหวของค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ดังภาพที่ 25



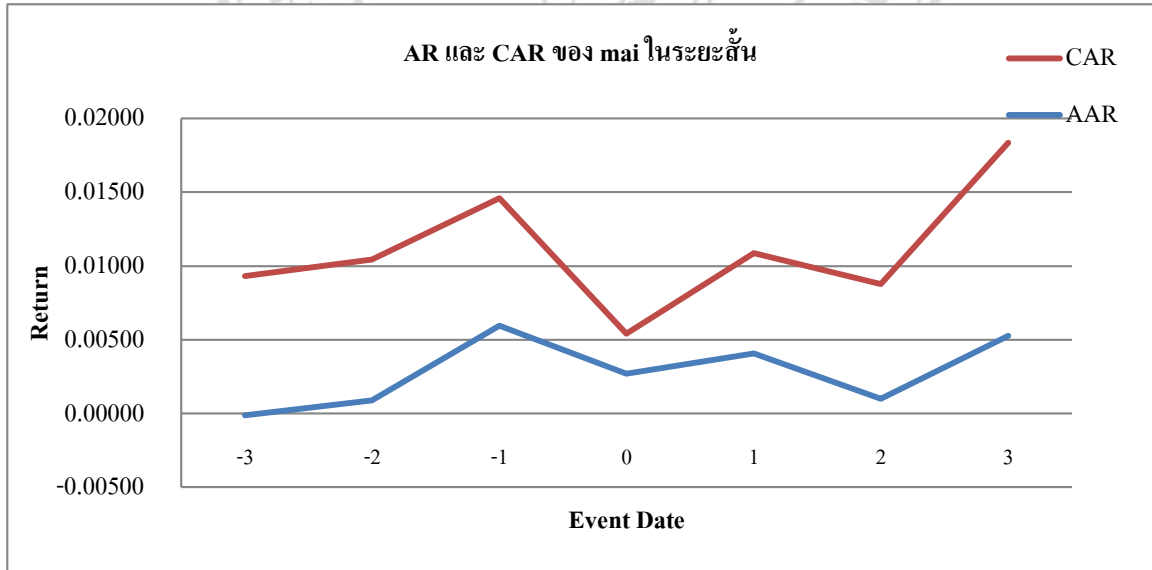
ภาพที่ 19 ภาพแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระยะสั้น



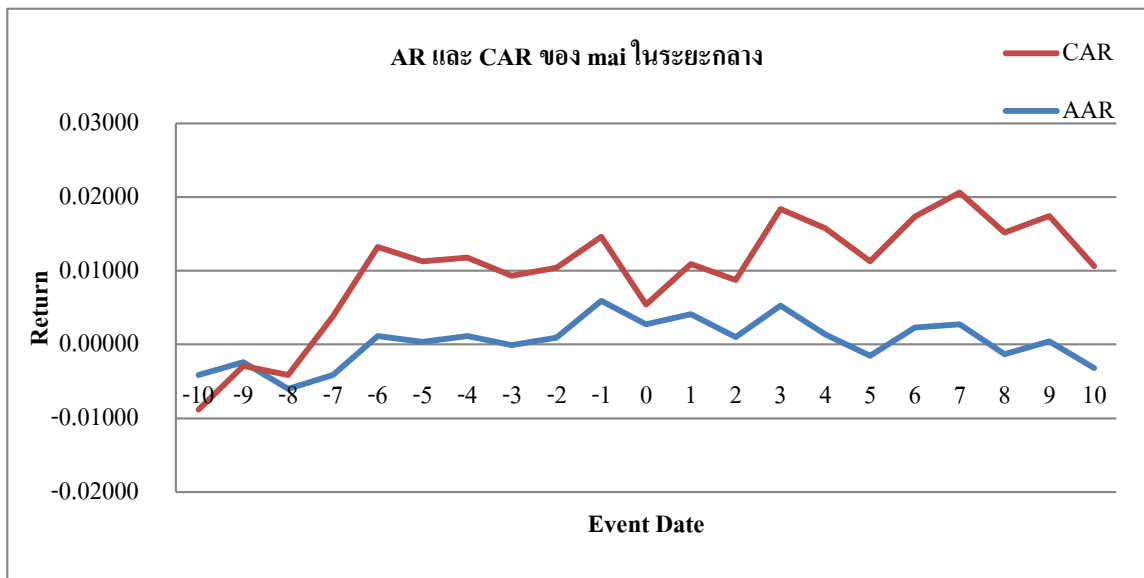
ภาพที่ 20 ภาพแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระยะกลาง



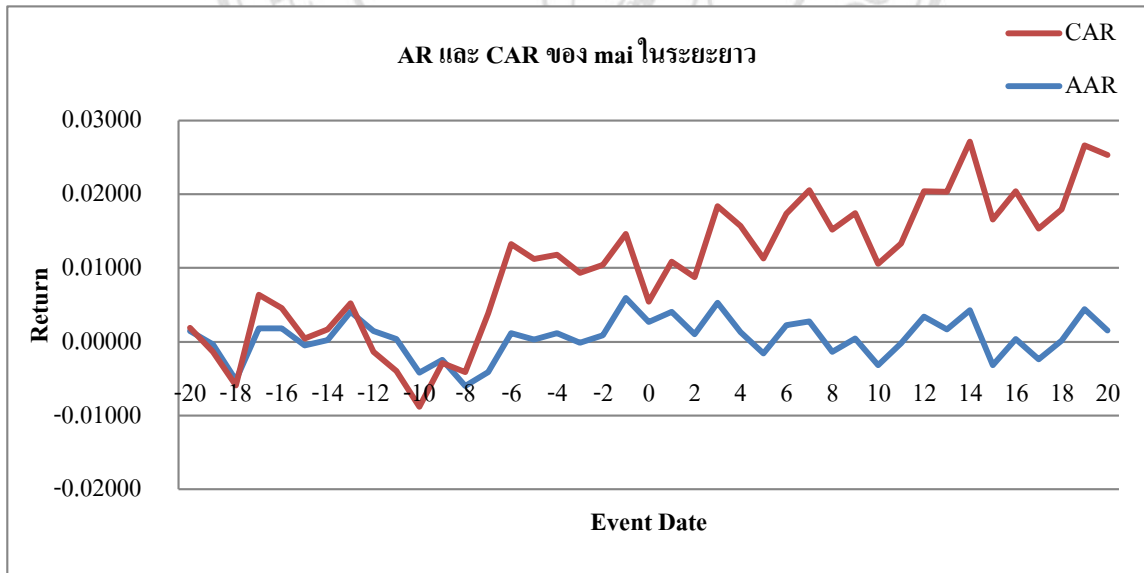
ภาพที่ 21 ภาพแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระยะยาว



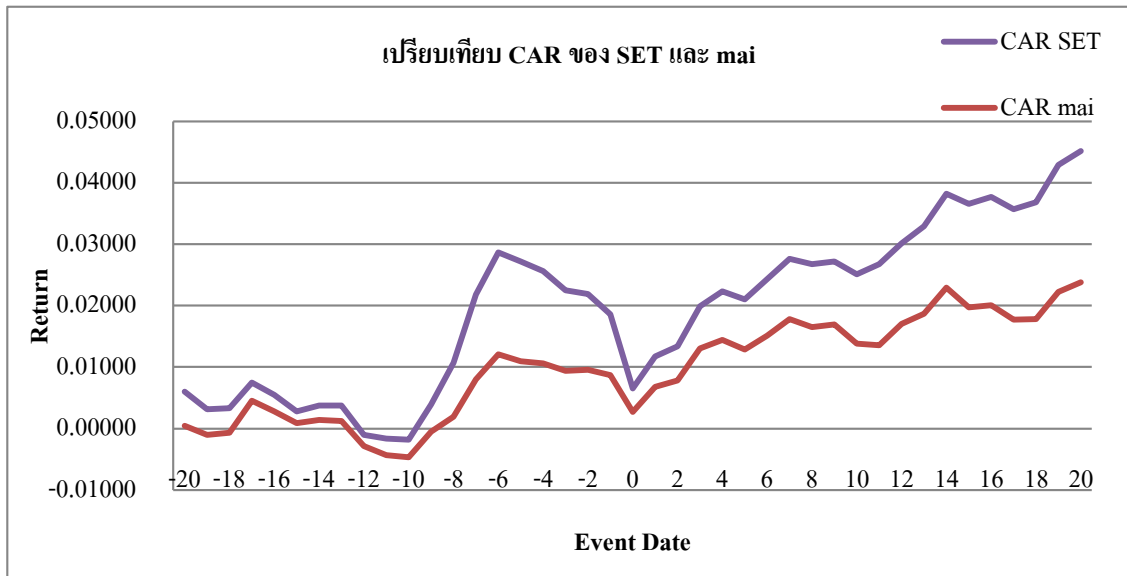
ภาพที่ 22 ภาพแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในระยะสั้น



ภาพที่ 23 ภาพแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในระยะกลาง



ภาพที่ 24 ภาพแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในระยะยาว



ภาพที่ 25 ภาพเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

จากผลการทดสอบสมมติฐานด้านราคาหลักทรัพย์ พบว่าทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยทั้งทางบวกและทางลบอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% หรือ ปฏิเสธสมมติฐานที่ $H_0: AAR_t = 0$ กล่าวคือ ข่าวการประกาศจ่ายเงินสดปันผลมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดได้จริง โดยเฉพาะช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญในระยะสั้นทั้งก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินสดปันผล ในระยะกลางพบผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทั้งก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินสดปันผลแต่พบมากในวันก่อนการประกาศจ่ายเงินสดปันผล ในระยะยาวพบผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทั้งก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินสดปันผลเช่นเดียวกับผลการศึกษาก่อนหน้า สำหรับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญเฉพาะในวันก่อนการประกาศจ่ายเงินสดปันผลในระยะกลางและระยะยาว แสดงว่าข่าวการประกาศจ่ายเงินสดปันผลส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปจนกระทั่งนักลงทุนสามารถใช้ข่าวสารดังกล่าวสร้างผลตอบแทนที่เกินปกติได้ทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยเฉพาะอย่างยิ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ทั้งในระยะสั้น ระยะกลาง และระยะยาว แต่มีโอกาสสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้มากในวันก่อนการประกาศจ่ายเงินสดปันผล

โดยราคาหลักทรัพย์ทั้ง 2 ตลาด จะเคลื่อนไหวตามแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นในระยะกลางถึงระยะสั้นก่อนการประกาศจ่ายเงินสดปันผล

ตารางที่ 12 ตารางแสดงผลการทดสอบค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

Market	Period	Minimum	Maximum	Mean		Std. Deviation	t	Sig. (2-tailed)
				Statistic	Std. Error			
SET	Short	.00384	.01305	.0080671	.00140201	.00370936	5.754	.001
	Medium	.00281	.01654	.0095743	.00087479	.00400880	10.945	.000
	Long	.00181	.02141	.0097846	.00091669	.00586969	10.674	.000
mai	Short	.00271	.01306	.0082786	.00118891	.00314557	6.963	.000
	Medium	-.00467	.01784	.0096981	.00128935	.00590852	7.522	.000
	Long	-.00467	.02375	.0097395	.00127543	.00816673	7.636	.000

จากตารางที่ 12 ผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติด้านความสามารถในการคาดคะเนราคาหลักทรัพย์ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ พบว่าการประกาศจ่ายเงินสดปันผลส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงก่อนและหลังเกิดการประกาศจ่ายเงินสดปันผล ทั้งในระยะสั้น ระยะกลาง และระยะยาว อย่างมีนัยสำคัญ หรือ ปฏิเสธสมมติฐานที่ $H_0: CARs = 0$ กล่าวคือ นักลงทุนสามารถคาดคะเนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญตลอดระยะเวลาศึกษาแต่พบมากในช่วงระยะสั้นถึงระยะกลางทั้งก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินสดปันผล

สำหรับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญในระยะสั้น ระยะกลาง และระยะยาว เช่นกัน หรือ ปฏิเสธสมมติฐานที่ $H_0: CARs = 0$ แสดงว่า นักลงทุนสามารถใช้ข่าวสารการประกาศจ่ายเงินสดปันผลในการคาดคะเนการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เพื่อแสวงหาผลตอบแทนเกินปกติได้ โดยนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถคาดคะเนได้ว่าราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้นก่อนประกาศจ่ายเงินสดปันผลจะทยอยเพิ่มขึ้นใน

อัตราที่ลดลงและกลับมาเพิ่มขึ้นหลังจากประกาศจ่ายเงินสดปันผล สำหรับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ นักลงทุนสามารถคาดคะเนได้ว่าราคาหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลงในระยะสั้นก่อนการประกาศจ่ายเงินสดปันผลและกลับมาเพิ่มขึ้นในอัตราที่เพิ่มขึ้นหลังประกาศจ่ายเงินสดปันผลเช่นกัน ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จึงไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

สำหรับการทดสอบสมมติฐานด้านการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร ดำเนินการศึกษาโดยใช้ข้อมูลค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในการศึกษาเปรียบเทียบความสามารถในการรับรู้ข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ในตลาด ด้วยการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ t-test (Independent Sample t-test) ดังนี้

ตารางที่ 13 ตารางแสดงผลการทดสอบสมมติฐานความแตกต่างค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

Period	market	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	t	Sig. (2-tailed)
Short	SET	0.00807	0.00371	0.00140	- 0.11502	0.91033
	mai	0.00828	0.00315	0.00119	- 0.11502	0.91038
Medium	SET	0.00957	0.00401	0.00087	- 0.07946	0.93706
	mai	0.00970	0.00591	0.00129	- 0.07946	0.93712
Long	SET	0.00978	0.00587	0.00092	0.02873	0.97715
	mai	0.00974	0.00817	0.00128	0.02873	0.97716

จากตารางที่ 13 พบว่า ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แตกต่างกันอย่างไม่มีนัยสำคัญ หรือ ยอมรับ H_0 : $CAR_{1,(t1,t2)} - CAR_{2,(t1,t2)} = 0$ กล่าวคือ การรับรู้ข้อมูลข่าวสารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ไม่แตกต่างกัน ทั้งนี้ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติโดยรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระยะสั้น ระยะกลาง น้อยกว่าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แต่

ในระยะยาวมีค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติโดยรวมมากกว่าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แสดงว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถรับรู้ข้อมูลข่าวสารในตลาดที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ได้รวดเร็ว ท่วงถึง และเท่าเทียมกับนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แต่ในระยะสั้นและระยะกลางนักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้มากกว่าเมื่อลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และในระยะยาวนักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้มากกว่าหากลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved