วารสารเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยแม่โจ้
(Journal of Economics Maejo University)

ข่าวดีและข่าวร้าย และการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทย

Good News and Bad News on Speed of Stock Price Adjustment in Thailand

สุรชัช กังวล* และชัยวุฒิ ตั้งสมชัย

Surachut Kungwon* and Chaiwuth Tangsomchai

ภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ เชียงใหม่ 50200

Department of Finance, Chiang Mai University Business School, Chiang Mai, Thailand 50200

*Corresponding Author: surachut_k@cmu.ac.th

Received: *April 7, 2026*

Revised: *June 4, 2026*

Accepted: *June 12, 2026*

บทคัดย่อ

การศึกษานี้เป็นการศึกษาความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 548 บริษัท ที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างปี พ.ศ. 2545 - 2565 รวมทั้งสิ้น 4,500 ตัวอย่าง การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาเชิงประจักษ์โดยใช้แนวคิดการศึกษาเหตุการณ์ร่วมกับแนวคิดการปรับตัวบางส่วนของราคาในการวัดความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ โดยใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นตัวแทนของการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสาร และใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ในการทดสอบสมมติฐาน ผลการศึกษาพบว่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวแบบค่อยเป็นค่อยไป ไม่สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารได้ในทันที โดยที่ตลาดหลักทรัพย์มีความไม่สมมาตรของความเร็วในการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ระหว่างข่าวดีและข่าวร้าย โดยข่าวร้ายมีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ได้ช้ากว่าข่าวดี จากตัวแปรสำหรับข่าวร้ายที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเร็วในการปรับตัวของราคาอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในทุกช่วงเวลาที่ทดสอบ (วันที่ประกาศจ่ายเงินปันผลถึงวันที่ 5 หลังประกาศ) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ตั้งแต่ -0.075 ถึง -0.135 ผลการศึกษานี้มีความสำคัญต่อนักลงทุนและผู้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ในการพัฒนากลยุทธ์การลงทุนและนโยบายการเปิดเผยข้อมูล ซึ่งมีข้อสันนิษฐานเชิงทฤษฎีจากข้อจำกัดในการขายชอร์ตและปัจจัยเชิงพฤติกรรมของนักลงทุนที่มีแนวโน้มที่จะถือหลักทรัพย์ที่ขาดทุนไว้ในพอร์ตการลงทุน ปัจจัยเหล่านี้อาจเป็นสาเหตุทำให้เกิดความล่าช้าในการปรับตัวของราคาหลังการประกาศข่าวร้าย

คำสำคัญ: ความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์, การประกาศจ่ายเงินปันผล, การปรับตัวบางส่วนของราคา, การศึกษาเหตุการณ์

Abstract

This study examines the speed of stock price adjustment towards corporate dividend announcement of listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment (mai). The sample consists of 548 listed companies with 4,500 dividend announcement events during the period 2002–2022. This empirical research employs the event study methodology and the partial price adjustment model to measure the speed of stock price adjustment. Cumulative abnormal returns (CAR) are employed as a proxy for market reaction to new information. Multiple regression analysis using ordinary least squares (OLS) is employed to test the hypotheses. The results indicate that stock prices adjust gradually and do not fully incorporate new information immediately. In addition, the study finds an asymmetric adjustment speed between good news and bad news, where stock prices respond more slowly to bad news than to good news. Specifically, the variable for bad news shows a statistically significant negative relationship with the speed of adjustment at the 1% significance level across all tested periods (Dividend Announcement Day to Day 5 post-announcement), with coefficients ranging from -0.075 to -0.135. These findings provide important implications for investors and market regulators in developing investment strategies and disclosure policies. This finding is theoretically consistent with short-selling constraints and behavioral factors, particularly investors' tendency to hold losing stocks in their portfolios, which may contribute to the delayed price adjustment observed following negative news.

Keywords: Speed of stock price adjustment, Dividend announcement, Partial price adjustment, Event study

1. บทนำ

การจ่ายเงินปันผลถือเป็นหนึ่งในกลไกการส่งสัญญาณที่สำคัญในตลาดทุน โดยผู้บริหารมีข้อมูลของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก ผู้บริหารจึงใช้นโยบายเงินปันผลเพื่อสื่อสารข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานและแนวโน้มการทำกำไรของบริษัทในอนาคตต่อนักลงทุน การประกาศจ่ายเงินปันผลจึงทำหน้าที่เป็นสัญญาณที่ช่วยลดความไม่เท่าเทียมของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุนภายนอก (Miller & Rock, 1985) การประกาศจ่ายเงินปันผลจึงเป็นเหตุการณ์ที่ส่งผลต่อการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ โดยที่ Fama (1970) กล่าวว่า ตลาดที่มีประสิทธิภาพ หลักทรัพย์จะถูกซื้อขายที่ราคายุติธรรมเสมอ โดยข้อมูลที่เกี่ยวข้องทั้งหมดจะถูกสะท้อนเข้าไปกับราคาของหลักทรัพย์อย่างรวดเร็วและสมบูรณ์ กลไกสำคัญที่ทำให้ราคาสะท้อนข้อมูลได้อย่างรวดเร็วคือกระบวนการแข่งขันของนักลงทุนจำนวนมากและการทำอาร์บิทราจ (Arbitrage) ของนักลงทุนที่มีข้อมูล ซึ่งจะทำการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ราคาคลาดเคลื่อนจากมูลค่าที่แท้จริงทำให้ราคากลับเข้าสู่สมดุล นักลงทุนโดยรวมไม่สามารถใช้ข้อมูลสาธารณะเพื่อทำกำไรส่วนเกินได้อย่างต่อเนื่อง โดยงานวิจัยนี้ศึกษาข่าวสารเกี่ยวกับการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทในการศึกษา

ความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งตั้งอยู่บนสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดระดับกลาง (Semi-strong Form EMH) คือราคาหลักทรัพย์สะท้อนต่อข้อมูลสาธารณะทั้งหมด

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) มีบทบาทสำคัญในการระดมทุนของภาคธุรกิจไทย อย่างไรก็ตามในฐานะตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีลักษณะเฉพาะที่อาจส่งผลต่อความเร็วในการปรับตัวของราคา ได้แก่ ข้อจำกัดในการขายชอร์ตสัดส่วนนักลงทุนรายย่อยที่สูง และรูปแบบการรับรู้ข้อมูลข่าวสารของนักลงทุนที่แตกต่างจากตลาดพัฒนาแล้ว ปัจจัยเหล่านี้อาจนำไปสู่ความไม่สมมาตรในการปรับตัวของราคาระหว่างข่าวดีและข่าวร้าย ซึ่งเป็นประเด็นที่มีความสำคัญต่อทั้งนักลงทุนและผู้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์

การศึกษาความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ระหว่างข่าวดีกับข่าวร้ายที่ผ่านมาได้มีการนำเสนอของ Diamond & Verrecchia (1987) กล่าวว่าราคามีการปรับตัวต่อข่าวร้ายได้ช้ากว่าข่าวดี เนื่องจากข้อจำกัดในการขายชอร์ตของหลักทรัพย์ส่งผลต่อการสะท้อนข้อมูลผ่านราคา และได้รับการสนับสนุนแนวคิดนี้โดยงานวิจัยของ Hong et al. (2000) และ Chan (2003) ที่กล่าวว่าราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวต่อข่าวร้ายได้ช้ากว่าข่าวดีจากการตอบสนองที่น้อยเกินจริงของนักลงทุนที่ไม่มีเหตุผล โดยมีแนวโน้มที่จะไม่ยอมขายและถือหลักทรัพย์หลังมีการขาดทุนไว้ อย่างไรก็ตามมีการศึกษาที่พบผลลัพธ์ในทางตรงกันข้าม ตามการศึกษาของ Chiang et al. (2008) พบว่าสำหรับราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายโดยกลุ่มนักลงทุนภายในประเทศที่ได้รับข้อมูลที่ไม่มีคุณภาพจะมีการปรับตัวต่อข่าวร้ายได้เร็วกว่าข่าวดี ในทางกลับกันหลักทรัพย์ที่ซื้อขายโดยนักลงทุนที่ได้รับข้อมูลที่มีคุณภาพจะปรับตัวต่อข่าวร้ายช้ากว่าข่าวดี

สำหรับการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ไทยได้มีการศึกษาของ ณัฐพล มะลิซ้อน, อริชัย รักธรรม และทรงพร หาญสันติ (2563) ได้ศึกษาผลกระทบจากการประกาศเงินปันผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างไรก็ตาม งานดังกล่าวมุ่งเน้นไปที่ขนาดของผลตอบแทนผิดปกติ (Abnormal Return) ในช่วงก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยที่ยังไม่ได้วัดความเร็วในการปรับตัวของราคา (Speed of Adjustment) และยังไม่ได้เปรียบเทียบความไม่สมมาตรระหว่างข่าวดีและข่าวร้าย งานวิจัยนี้จึงได้ศึกษาเกี่ยวกับความไม่สมมาตรของความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ระหว่างข่าวดีและข่าวร้ายจากการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยใช้แบบจำลอง Partial Price Adjustment ซึ่งใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาเพื่อให้เห็นภาพการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในประเทศได้ชัดเจน สามารถนำมาประยุกต์ใช้ในประเทศไทยอย่างน่าเชื่อถือมากขึ้น

ช่องว่างของงานวิจัยและคุณค่าของงานวิจัยนี้เกิดจากงานวิจัยส่วนใหญ่ที่ผ่านมาศึกษาในตลาดพัฒนาแล้ว แต่ยังขาดการศึกษาสำหรับตลาดเกิดใหม่อย่างตลาดหลักทรัพย์ไทย การศึกษาความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ที่ผ่านมาของ Srangtrakul et al. (2019) ได้ศึกษาการปรับตัวของราคาต่อข่าวเศรษฐศาสตร์มหภาคในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นข่าวที่กระทบทั้งตลาดหลักทรัพย์ มีกลไกการส่งต่อข้อมูลและการตีความที่แตกต่างกับข่าวระดับบริษัท เช่น การประกาศจ่ายเงินปันผลในการศึกษานี้ และการศึกษาผลกระทบจากการจ่ายเงินปันผลอื่นๆ ได้มุ่งเน้นไปที่ขนาดของผลตอบแทนผิดปกติ โดยที่ยังไม่ได้ศึกษาความเร็วในการปรับตัวของราคา ซึ่งเป็นหนึ่งในสมมติฐานสำคัญของสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด งานวิจัยนี้จึงได้ศึกษาความเร็วในการปรับตัวของราคาจากแบบจำลอง Partial Price Adjustment ร่วมกับ Event Study ในการวัดความไม่สมมาตรของความเร็วในการ

ปรับตัวจากการประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างข่าวดีและข่าวร้าย งานวิจัยนี้จึงมีคุณค่าต่อ (1) นักลงทุน ในแง่การรับรู้ข้อมูลรอบการประกาศเงินปันผล และ (2) ผู้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ ในการพัฒนากฎระเบียบการเปิดเผยข้อมูลเพื่อส่งเสริมประสิทธิภาพตลาด

การวิจัยครั้งนี้มีแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ประกอบด้วย (1) สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด ได้รับการพัฒนาขึ้นโดย Fama (1970) กล่าวว่าตลาดที่มีประสิทธิภาพ หลักทรัพย์จะถูกซื้อขายที่ราคายุติธรรมเสมอ โดยข้อมูลที่เกี่ยวข้องทั้งหมดจะถูกสะท้อนเข้าไปกับราคาของหลักทรัพย์อย่างรวดเร็วและสมบูรณ์ ทำให้เป็นไปไม่ได้ที่นักลงทุนจะซื้อสินทรัพย์ในราคาที่ต่ำเกินจริงหรือขายในราคาที่สูงเกินจริง นักลงทุนไม่สามารถใช้ข้อมูลข่าวสารเพื่อทำกำไรส่วนเกินได้ โดยตลาดหลักทรัพย์มีระดับของความมีประสิทธิภาพต่างกันไปขึ้นอยู่กับแหล่งของข้อมูลที่ส่งผลกระทบต่อราคาของสินทรัพย์ในตลาด (2) แนวคิดการปรับตัวบางส่วนของราคา ได้รับการพัฒนาขึ้นโดย Damodaran (1993) เสนอแบบจำลองการปรับตัวของตลาดเข้ากับข้อมูลใหม่ โดยมีสมมติฐานว่าราคาในตลาดมีการปรับตัวเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริงอย่างต่อเนื่องแต่ไม่จำเป็นต้องถึงมูลค่านั้นในทันที แนวคิดแบบจำลองนี้กล่าวว่าราคาหลักทรัพย์ในตลาด ณ ขณะนั้นจะแตกต่างจากมูลค่าที่แท้จริงขึ้นอยู่การรับรู้ข่าวสารใหม่ที่เข้ามา โดยราคาจะปรับตัวเพื่อลดความแตกต่างเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริง โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในการวัดความเร็วในการปรับตัว (Speed of Adjustment) ของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสาร (3) แนวคิดการศึกษาเหตุการณ์ ได้รับการพัฒนาขึ้นโดย Fama et al. (1969) เสนอแนวคิดการใช้ผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) และผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) เพื่อเป็นเครื่องมือในการศึกษาผลกระทบของเหตุการณ์ต่อราคาหลักทรัพย์และการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพใหม่ภายหลังการเปิดเผยข้อมูล (4) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) เสนอโดย Miller & Rock (1985) อธิบายว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือที่ผู้บริหารใช้ส่งสัญญาณเกี่ยวกับสถานะทางการเงิน ผลการดำเนินงานและแนวโน้มการทำกำไรของบริษัทในอนาคตต่อนักลงทุนภายนอก โดยอาศัยสมมติฐานว่าผู้บริหารมีข้อมูลเกี่ยวกับสถานะกำไรที่แท้จริงของบริษัทมากกว่าผู้ลงทุนภายนอก ซึ่งการเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผลจะเป็นการส่งสัญญาณของผู้บริหารซึ่งส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านการคาดการณ์ของนักลงทุน แนวคิดและทฤษฎีที่กล่าวมาถูกใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เริ่มต้นจากทฤษฎีการส่งสัญญาณที่อธิบายว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นสัญญาณที่ผู้บริหารส่งมาสู่นักลงทุน โดยนักลงทุนจะตอบสนองผ่านการตีความ ซึ่งสามารถถูกตีความได้ว่าเป็นสัญญาณของข่าวดีหรือข่าวร้าย โดยในการศึกษาครั้งนี้อยู่ภายใต้สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดระดับกลางที่กล่าวว่าราคาหลักทรัพย์ควรสะท้อนสัญญาณดังกล่าวอย่างรวดเร็วและสมบูรณ์ อย่างไรก็ตามมีการศึกษาจากตลาดเกิดใหม่แสดงให้เห็นว่าราคามักมีการปรับตัวแบบค่อยเป็นค่อยไป ไม่ได้ปรับตัวในทันทีตามสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด จากแบบจำลองการปรับตัวบางส่วนของราคา (Partial Price Adjustment) นำไปสู่คำถามของการศึกษาที่ว่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์มีความแตกต่างกันระหว่างข่าวดีและข่าวร้ายหรือไม่ โดยใช้การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) เป็นเครื่องมือในการคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม เพื่อใช้ในการคำนวณความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์

2. วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อวัดความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และเปรียบเทียบความเร็วในการปรับตัวระหว่างกรณีที่ตลาดตอบสนองต่อการประกาศว่าเป็นข่าวดีและข่าวร้าย

3. วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาเชิงประจักษ์ของความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 548 บริษัท ที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างปี พ.ศ. 2545-2565 เป็นระยะเวลาทั้งหมด 21 ปี มีกลุ่มตัวอย่างของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 4,500 ตัวอย่าง โดยใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์รายวันที่ปรับค่าแล้ว (Daily Adjusted Price) จากฐานข้อมูล SETSMART จากการใช้แนวคิดสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis : EMH) ซึ่งใช้วิธีการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณเชิงซ้อน (Multiple Regression) โดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS)

ผู้ศึกษาได้ทำการจัดการข้อมูลให้เหมาะสมกับการวิเคราะห์ ทั้งในแบบจำลองการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) และแบบจำลองสมการถดถอยพหุคูณเชิงซ้อน (Multiple Regression) โดยกลุ่มตัวอย่างจะต้องมีคุณสมบัติที่ประกอบด้วย (1) กลุ่มตัวอย่างมีราคาซื้อขายในวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date) (2) กลุ่มตัวอย่างไม่มีการสูญหายของราคาซื้อขาย (ราคาซื้อขายเป็น 0 หรือไม่ระบุ) เกินกว่า 5% จากจำนวนข้อมูลในช่วงเหตุการณ์ (Event Window) หรือในช่วงประมาณค่า (Estimation Window) (3) กลุ่มตัวอย่างมีการคำนวณกำไรต่อหุ้น (Earning Per Share) (4) กลุ่มตัวอย่างไม่มีการดำเนินการที่ซ้อนทับกันในช่วงเหตุการณ์ (Event Window) ประกอบด้วย การควบรวมกิจการ การเปลี่ยนแปลงพาร์ การซื้อหุ้นคืน การขายหุ้น การเปลี่ยนแปลงทุน การเปลี่ยนแปลงประธานกรรมการหรือผู้ควบคุมการทำบัญชี การออกหุ้นกู้

3.1 การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและอัตราผลตอบแทนเกินปกติ

การศึกษานี้ใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) โดยกำหนดให้วันที่บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date) ซึ่งหากบริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลหลังตลาดปิดทำการ (16.30 น.) วันที่เกิดเหตุการณ์จะเป็นวันทำการถัดไปของตลาดหลักทรัพย์ ช่วงเหตุการณ์ (Event Window) ครอบคลุม 20 วันทำการก่อนและหลังวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผล ครอบคลุมกรอบเวลา [−20, 20] ส่วนช่วงประมาณค่า (Estimation Window) ใช้ 120 วัน ทำการก่อนเข้าสู่ช่วงเหตุการณ์ ครอบคลุมกรอบเวลา [−140, −21]

อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) คำนวณจากแบบจำลองของตลาด (Market Model) โดยที่อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์คำนวณจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai Index) ตามตลาดที่หลักทรัพย์นั้นจดทะเบียนซื้อขาย โดยใช้ข้อมูลที่อยู่ในช่วงประมาณค่า (Estimation Window) ในการคำนวณ ดังนี้

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t}$$

โดยที่ $E(R_{i,t})$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$R_{m,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลา t

α_i คือ ค่าคงที่ของสมการการถดถอย

β_i คือ ค่าความชันของสมการการถดถอย

อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return: AR) คำนวณจากอัตราผลตอบแทนในช่วงเหตุการณ์ (Event Window) ดังนี้

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

โดยที่ $AR_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$E(R_{i,t})$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$R_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) สามารถเขียนสมการได้ดังนี้

$$CAR_i = \sum AR_{i,t}$$

โดยที่ CAR_i คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ i

$AR_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

3.2 การวัดความเร็วในการปรับตัวของราคา

ตัวแปรตามในการศึกษาคือ ความเร็วในการปรับตัวของราคา (Speed of Adjustment: SOA) อ้างอิงจากแบบจำลองในงานวิจัยของ Ersan, Simsir, Simsek, and Hasan (2021) ที่ได้นำเสนอการประยุกต์แบบจำลองในการวัดความเร็วในการปรับตัวของราคา โดยการศึกษาครั้งนี้จะใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) ในการคำนวณหาความเร็วในการปรับตัวของราคา (Speed of Adjustment: SOA) จากวิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) โดยตัวแปรตามมีสมการดังนี้

$$SOA\ (t,T) = \frac{|r(0,t)|}{|r(0,t)| + |r(t,T)|}$$

โดยที่ $SOA\ (t,T)$ คือ ความเร็วในการปรับตัวของหลักทรัพย์วันที่ t เทียบกับ วันที่ T

$r(0,t)$ คือ อัตราผลตอบแทนวันที่เกิดเหตุการณ์ (t=0) จนถึงวันที่ t

$r(t,T)$ คือ อัตราผลตอบแทนวันที่ t จนถึงวันที่ T

T คือ ระยะเวลาสิ้นสุดเหตุการณ์

t คือ ระยะเวลาที่ต้องการวัดความเร็วในการปรับตัวของราคา

โดยที่ค่า $SOA\ (t,T)$ มีช่วงค่าอยู่ระหว่าง 0 ถึง 1 เนื่องจากตัวเศษ $|r(0,t)|$ ไม่สามารถมีค่าเกินกว่าตัวส่วน $|r(0,t)| + |r(t,T)|$ ได้ ในกรณีที่ตัวส่วนน้อยมากเกิดจาก $|r(0,t)|$ และ $r(t,T)$ มีค่าเข้าใกล้ 0 ซึ่งเกิดขึ้นได้กับหลักทรัพย์ที่ไม่มีการเคลื่อนไหวของราคาในช่วงเหตุการณ์หรือข่าวที่เป็นกลาง (Neutral News)

3.3 แบบจำลองสมการถดถอยและตัวแปร

ส่วนของตัวแปรอิสระคือ ตัวแปรหุ่นสำหรับข่าวร้าย ($D_{negative}$) โดยกำหนดให้ (1) กลุ่มตัวอย่างที่อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในวันที่เกิดเหตุการณ์จนถึงวันที่ 10 หลังเกิดเหตุการณ์ (CAR(0, 10)) มากกว่า + 0.5 % ให้พิจารณาเป็นข่าวดี (Positive news) มีค่าเป็น 0 (2) กลุ่มตัวอย่างที่อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในวันที่เกิด

เหตุการณ์จนถึงวันที่ 10 หลังเกิดเหตุการณ์ (CAR(0, 10)) น้อยกว่า - 0.5 % ให้พิจารณาเป็นข่าวร้าย (Negative news) มีค่าเป็น 1 (3) กลุ่มตัวอย่างที่อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในวันที่เกิดเหตุการณ์จนถึงวันที่ 10 หลังเกิดเหตุการณ์ (CAR(0, 10)) อยู่ระหว่าง + 0.5 % และ - 0.5 % ให้พิจารณาเป็นข่าวที่เป็นกลาง (Neutral news) ซึ่งตัวอย่างในกลุ่มนี้จะไม่ถูกนำมาวิเคราะห์ในการคำนวณความเร็วเนื่องจากมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมเท่ากับ 0 โดยถือว่าไม่มีการปรับตัวของราคา อ้างอิงจากงานวิจัยของ Ersan et al., (2021)

ส่วนของตัวแปรควบคุมประกอบด้วย (1) ความผันผวน (Vol) เป็นตัวแทนความไม่แน่นอนของราคาในช่วงก่อนการประกาศ คำนวณจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนหลักทรัพย์รายวันในช่วง 60 วันทำการก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล (2) อัตราการหมุนเวียนการซื้อขาย (TU) เป็นตัวแทนของสภาพคล่องและการส่งต่อข้อมูล โดยใช้ค่าเฉลี่ยในช่วง 60 วันทำการก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล (3) มูลค่าตลาด (MV) เป็นตัวแทนของขนาดบริษัท (4) กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแทนของผลการดำเนินงานของบริษัท (5) ตัวแปรหุ่นสำหรับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (D_{mai}) เป็นตัวแทนสำหรับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (6) อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมก่อนวันที่เกิดเหตุการณ์ ($CAR_{(-20,-1)}$) เพื่อควบคุมผลของราคาที่มีการเคลื่อนไหวก่อนวันที่เกิดเหตุการณ์

แบบจำลองสมการถดถอยพหุคูณที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานมีสมการดังนี้

$$SOA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{negative} + \beta_2 Vol_{i,t} + \beta_3 TU_{i,t} + \beta_4 \ln(MV_{i,t}) + \beta_5 EPS_{i,t} + \beta_6 D_{mai} + \beta_7 CAR_{(-20,-1)} + \varepsilon_{i,t}$$

โดยที่ $SOA_{i,t}$ คือ ความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$D_{negative}$ คือ ตัวแปรหุ่นสำหรับข่าวร้าย มีค่าเท่ากับ 0 สำหรับข่าวดี และ 1 สำหรับข่าวร้าย

$Vol_{i,t}$ คือ ความผันผวน (Volatility) ของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$TU_{i,t}$ คือ อัตราการหมุนเวียนการซื้อขาย (Turnover Ratio) ของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$\ln(MV_{i,t})$ คือ ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาด (Market Value) ของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$EPS_{i,t}$ คือ กำไรต่อหุ้น (Earning Per Share) ของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

D_{mai} คือ ตัวแปรหุ่นสำหรับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีค่าเท่ากับ 0 สำหรับหลักทรัพย์ที่ไม่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ 1 สำหรับหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

$CAR_{(-20,-1)}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมก่อนหน้าวันประกาศ 20 วันจนถึงก่อนหน้าวันประกาศ 1 วัน (ช่วงเหตุการณ์ -20 วัน ถึง -1 วัน)

$\varepsilon_{i,t}$ คือ ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Term)

โดยแบบจำลองสมการถดถอยมีการควบคุมปัจจัยความผันผวนตามช่วงเวลาด้วยตัวแปรคงที่รายปี (Year fixed effects) และค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานได้รับการปรับปรุงตามการจัดกลุ่มของรายบริษัท (Standard Errors Clustered at the Firm Level)

3.4 สมมติฐานในการวิจัย

สมมติฐานในการวิจัยคือราคาหลักทรัพย์ปรับตัวต่อข่าวร้ายได้ช้ากว่าข่าวดี กล่าวคือค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่นสำหรับข่าวร้าย ($D_{negative}$) คาดว่าจะมีค่าเป็นลบ โดยใช้การทดสอบสมมติฐานแบบทางเดียวในการยืนยันสมมติฐาน อ้างอิงจากแบบจำลองเชิงทฤษฎีของ Diamond & Verrecchia (1987) ซึ่งอธิบายว่าข้อจำกัดในการขายชอร์ตส่งผลให้ราคาไม่สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวร้ายได้อย่างเต็มที่ ทำให้การปรับตัวต่อข่าวร้ายล่าช้ากว่าข่าวดี

และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ersan et al. (2021) ที่พบผลในทิศทางเดียวกันสำหรับตลาดเกิดใหม่ เกิดเป็นความไม่สมมาตร (Asymmetric effects) ระหว่างข่าวดีและข่าวร้าย

4. สรุปผลการวิจัย

ผลการศึกษาสามารถแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น และการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) มัธยฐาน (Median) ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าสูงสุด (Maximum) และส่วนที่ 2 การทดสอบสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ซึ่งใช้สถิติสมการถดถอยพหุคูณเชิงซ้อน (Multiple Regression) โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) ในการทดสอบความมีนัยสำคัญของสัมประสิทธิ์ตัวแปรหุ่นสำหรับข่าวร้าย ($D_{negative}$) เพื่อยืนยันสมมติฐานในการศึกษาคือราคาหลักทรัพย์สามารถปรับตัวต่อข่าวร้ายได้ช้ากว่าข่าวดี

กลุ่มตัวอย่างถูกแบ่งประเภทของข่าวสารตามอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) ในวันที่เกิดเหตุการณ์จนถึงวันที่ 10 หลังเกิดเหตุการณ์ (CAR(0, 10)) ออกเป็น 3 กลุ่ม ประกอบด้วย (1) กลุ่มตัวอย่างที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR(0, 10)) มากกว่า + 0.5 % ให้พิจารณาเป็นข่าวดี (Positive news) (2) กลุ่มตัวอย่างที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR(0, 10)) น้อยกว่า - 0.5 % ให้พิจารณาเป็นข่าวร้าย (Negative news) (3) กลุ่มตัวอย่างที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR(0, 10)) อยู่ระหว่าง + 0.5 % และ - 0.5 % ให้พิจารณาเป็นข่าวที่เป็นกลาง (Neutral news) ซึ่งตัวอย่างในกลุ่มนี้จะไม่ถูกนำมาวิเคราะห์ในการคำนวณความเร็วเนื่องจากมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมเท่ากับ 0 โดยถือว่าไม่มีการปรับตัวของราคา กลุ่มตัวอย่างแสดงตามตารางที่ 1 ดังต่อไปนี้

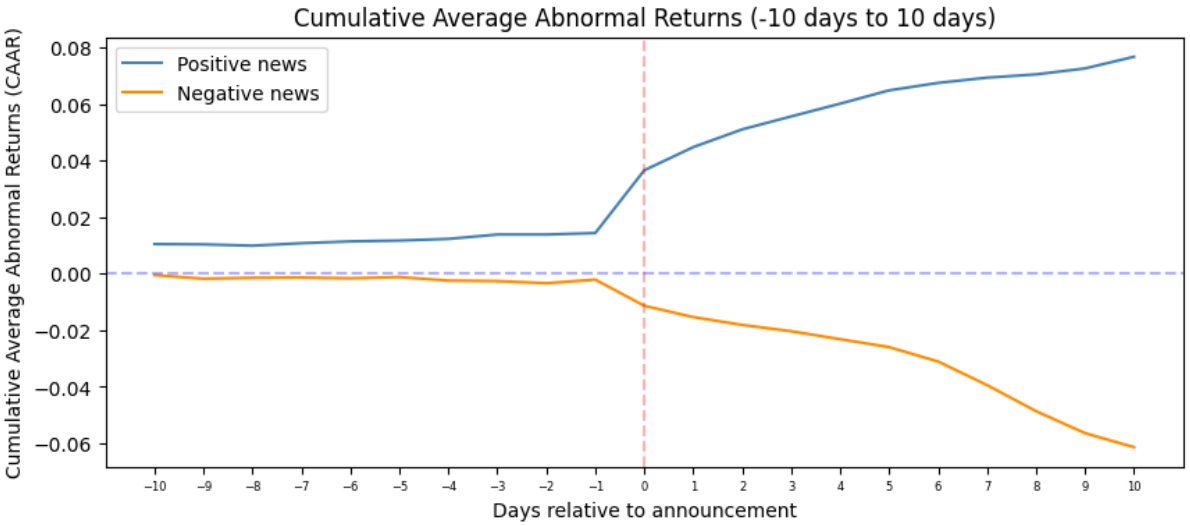
Table 1. Cumulative Abnormal Return (CAR(0,10)) for the 10-Day Post-Event Window

	N	Mean	Std	Min	50%	Max
Entire Sample	4500	-0.008	0.082	-0.460	-0.011	0.813
Positive News	1724	0.062	0.072	0.005	0.041	0.813
Negative News	2450	-0.059	0.052	-0.460	-0.044	-0.005
Neutral News	326	-0.000	0.003	-0.005	-0.000	0.005

จากตารางที่ 1 แสดงให้เห็นว่าจากข้อมูลทั้งหมดจำนวน 4,500 ตัวอย่าง มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 10 วันหลังเกิดเหตุการณ์เฉลี่ยเท่ากับ -0.008 หรือ -0.8 % ซึ่งสามารถแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกตามประเภทของข่าวสารได้ คือ (1) ข่าวดี (Positive News) จำนวน 1724 ตัวอย่าง มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 10 วันหลังเกิดเหตุการณ์เฉลี่ยเท่ากับ 0.062 หรือ 6.2 % (2) ข่าวร้าย (Negative News) จำนวน 2450 ตัวอย่าง มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 10 วันหลังเกิดเหตุการณ์เฉลี่ยเท่ากับ -0.059 หรือ -5.9 % (3) ข่าวที่เป็นกลาง (Neutral News) 326 ตัวอย่าง มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 10 วันหลังเกิดเหตุการณ์เฉลี่ยเท่ากับ 0.000 หรือ 0 %

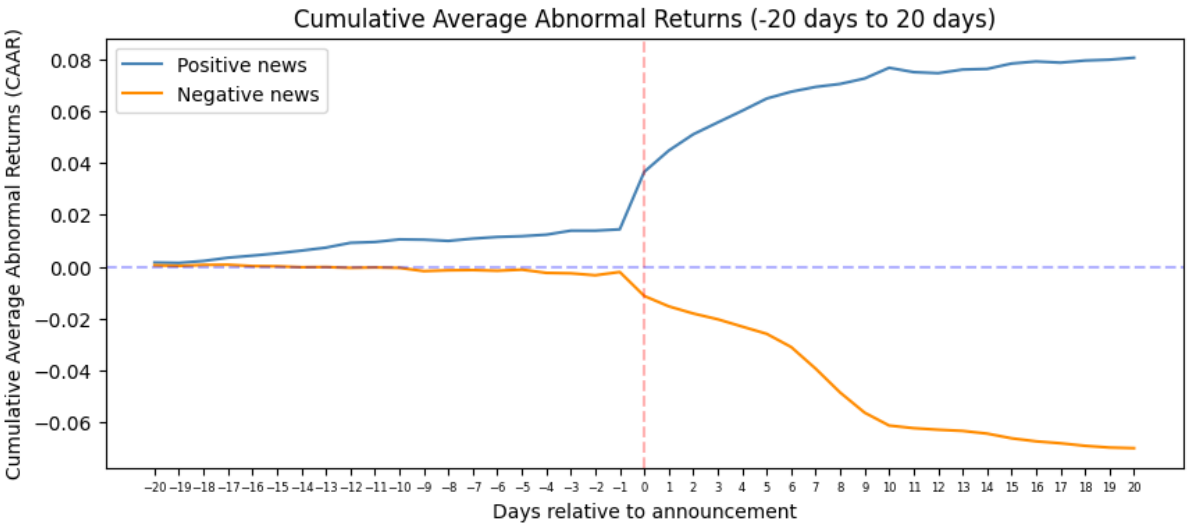
อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return: CAAR) แบ่งตามประเภทข่าวดีและข่าวร้ายในช่วงเหตุการณ์ 10 วัน (CAAR(-10, 10)) และในช่วงเหตุการณ์ 20 วัน (CAAR(-20, 20)) โดยกำหนดให้วันที่เกิดเหตุการณ์คือวันที่ 0 แสดงในภาพที่ 1 และภาพที่ 2 ตามลำดับดังต่อไปนี้

Figure 1. Cumulative Average Abnormal Return (CAAR) During the 10-Day Event Window



จากภาพที่ 1 แสดงให้เห็นการปรับตัวของอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงเหตุการณ์ 10 วัน โดยมีการปรับตัวที่ชัดเจนในวันที่เกิดเหตุการณ์ (วันที่ 0) และ 1 วันหลังเกิดเหตุการณ์ (วันที่ 1) ทั้งในข่าวดีและข่าวร้าย โดยหลังจากวันที่ 2 หลังเกิดเหตุการณ์ อัตราผลตอบแทนมีการปรับตัวอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะเห็นได้ว่าการปรับตัวของข่าวดีมีแนวโน้มที่จะปรับตัวได้เร็วกว่าข่าวร้าย

Figure 2. Cumulative Average Abnormal Return (CAAR) During the 20-Day Event Window



จากภาพที่ 2 แสดงให้เห็นการขยายกรอบเวลาของเหตุการณ์การปรับตัวของอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงเหตุการณ์ 20 วัน จะเห็นได้ว่าหลังเกิดเหตุการณ์ในวันที่ 10 อัตราผลตอบแทนจะมีการปรับตัวที่ช้าลงกว่าช่วง 10 วันแรกอย่างมาก โดยในการศึกษาครั้งนี้ได้กำหนดให้วันที่ 10 เป็นวันที่ใช้คำนวณความเร็วในการปรับตัวของราคา

Table 2. Descriptive Statistics of Dependent Variables

Variables	N	Mean	Std	Min	50%	Max
SOA (0, 10)	4174	0.358	0.263	0.000	0.301	0.999
SOA (1, 10)	4174	0.411	0.273	0.000	0.361	1.000
SOA (2, 10)	4174	0.445	0.276	0.000	0.406	0.999
SOA (3, 10)	4174	0.474	0.277	0.000	0.443	1.000
SOA (4, 10)	4174	0.495	0.276	0.000	0.489	1.000
SOA (5, 10)	4174	0.522	0.275	0.001	0.547	1.000

ตารางที่ 2 แสดงให้เห็นความเร็วในการปรับตัวของราคาตั้งแต่วันที่เกิดเหตุการณ์จนถึงวันที่ 5 หลังเกิดเหตุการณ์ มีข้อมูลทั้งหมดจำนวน 4,174 ตัวอย่าง ซึ่งค่า SOA แสดงถึงสัดส่วนของการปรับตัวของราคาที่เกิดขึ้นเทียบกับการปรับตัวทั้งหมดในช่วง 10 วัน โดย SOA เท่ากับ 1 หมายความว่าราคามีการปรับตัวเต็มที่ในกรอบเวลา 10 วันหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล และ SOA เท่ากับ 0 หมายความว่าราคายังไม่มีการปรับตัวภายในกรอบเวลาเดียวกัน โดยในวันที่เกิดเหตุการณ์มีการปรับตัวของราคาเฉลี่ยเท่ากับ 0.358 หรือ 35.8 % วันหลังเกิดเหตุการณ์ 1 วัน มีการปรับตัวของราคาเฉลี่ยเท่ากับ 0.411 หรือ 41.1 % วันหลังเกิดเหตุการณ์ 2 วัน มีการปรับตัวของราคาเฉลี่ยเท่ากับ 0.445 หรือ 44.5 % วันหลังเกิดเหตุการณ์ 3 วัน มีการปรับตัวของราคาเฉลี่ยเท่ากับ 0.474 หรือ 47.4 % วันหลังเกิดเหตุการณ์ 4 วัน มีการปรับตัวของราคาเฉลี่ยเท่ากับ 0.495 หรือ 49.5 % วันหลังเกิดเหตุการณ์ 5 วัน มีการปรับตัวของราคาเฉลี่ยเท่ากับ 0.522 หรือ 52.2 % ผลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังไม่มีการปรับตัวของราคาที่สมบูรณ์ภายในกรอบระยะเวลา 10 วัน เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ยังคงปรับตัวต่อเนื่องหลังจากวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผล แทนที่จะสะท้อนข้อมูลทั้งหมดในทันที

ส่วนการทดสอบสถิติเชิงอนุมาน จากสมมติฐานที่ว่าราคาหลักทรัพย์ปรับตัวต่อข่าวร้ายได้ช้ากว่าข่าวดี มีตัวแปรตามคือความเร็วในการปรับตัวของราคา (SOA) ตัวแปรอิสระคือตัวแปรหุ่นสำหรับข่าวร้าย ($D_{negative}$) และตัวแปรควบคุมได้แก่ ความผันผวน (Vol) อัตราการหมุนเวียนการซื้อขาย (TU) ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาด (ln(MV)) กำไรต่อหุ้น (EPS) ตัวแปรหุ่นสำหรับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (D_{mai}) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมก่อนวันที่เกิดเหตุการณ์ ($CAR_{(-20,-1)}$) ซึ่งใช้การทดสอบสมมติฐานแบบทางเดียวในการยืนยันสมมติฐาน (One-sided Test) สามารถแสดงผลการทดสอบสมมติฐานได้ดังตารางที่ 3

Table 3. Hypothesis Testing Results (OLS)

Variables	SOA					
	(0, 10)	**(1, 10)**	**(2, 10)**	**(3, 10)**	**(4, 10)**	**(5, 10)**
Intercept	0.766***	0.754***	0.805***	0.830***	0.792***	0.799***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
$D_{negative}$	-0.075***	-0.088***	-0.105***	-0.121***	-0.129***	-0.135***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Vol	0.008	0.018**	0.011	0.005	-0.002	0.005
	(0.161)	(0.016)	(0.115)	(0.302)	(0.414)	(0.314)
TU	-0.020***	-0.018***	-0.011*	-0.009	0.005	0.004
	(0.002)	(0.008)	(0.060)	(0.128)	(0.226)	(0.293)
ln(MV)	-0.018***	-0.015***	-0.014***	-0.015***	-0.012***	-0.011***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.001)
EPS	0.005	0.002	0.001	0.006*	0.003	0.003
	(0.122)	(0.306)	(0.436)	(0.088)	(0.247)	(0.279)
D_{mai}	-0.003	0.012	-0.008	-0.005	-0.002	0.004
	(0.424)	(0.192)	(0.291)	(0.361)	(0.441)	(0.382)
CAR(-20, -1)	0.077**	0.120***	0.149***	0.100***	0.027	0.028
	(0.029)	(0.001)	(0.000)	(0.010)	(0.263)	(0.260)
R-squared	0.043	0.047	0.052	0.064	0.064	0.069
R-squared Adj.	0.037	0.041	0.046	0.058	0.058	0.063
F-stat	8.09	8.76	8.13	8.70	8.81	10.90
Observations	4174	4174	4174	4174	4174	4174
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
SE (Firm Level)	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

หมายเหตุ : ค่าในวงเล็บแสดงถึงค่า P-value และมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% แสดงด้วยสัญลักษณ์ *, ** และ *** ตามลำดับ มีการควบคุมปัจจัยความผันผวนตามช่วงเวลาด้วยตัวแปรคงที่รายปี (Year fixed effects) และค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานได้รับการปรับปรุงตามการจัดกลุ่มของรายบริษัท (Standard Errors Clustered at the Firm Level)

จากตารางที่ 3 สามารถสรุปได้ว่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับข่าวร้ายอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผล (วันที่ 0) ถึงวันที่ 5 หลังการประกาศจ่ายเงินปันผล กล่าวคือเมื่อตลาดรับรู้การประกาศเงินปันผลว่าเป็นข่าวร้าย ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสะท้อนข้อมูลใหม่ได้ช้ากว่ากรณีที่เป็นข่าวดี โดยความแตกต่างนี้มีนัยสำคัญทางสถิติในทุกช่วงเวลาที่ทดสอบ (วันที่ประกาศจ่ายเงินปันผลถึงวันที่ 5 หลังประกาศจ่ายเงินปันผล) ซึ่งหมายความว่าตลาดมีความไม่สมมาตร (Asymmetric effects) ในการปรับตัวของราคาระหว่างข่าวดีและข่าวร้าย โดยพบว่าข่าวร้ายมีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ได้ช้ากว่าข่าวดี สำหรับตัวแปร

D_{mai} ไม่มีนัยสำคัญในช่วงกรอบเวลา 0 ถึง 5 วัน หลังประกาศจ่ายเงินปันผล แสดงว่าหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีรูปแบบการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ที่ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

Table 4. Hypothesis Testing Results (Fractional Logit)

Variables	SOA					
	(0, 10)	**(1, 10)**	**(2, 10)**	**(3, 10)**	**(4, 10)**	**(5, 10)**
Intercept	1.212***	1.079***	1.256***	1.350***	1.188***	1.219***
	(0.002)	(0.002)	(0.000)	(0.000)	(0.002)	(0.001)
Dnegative	-0.327***	-0.364***	-0.428***	-0.491***	-0.522***	-0.547***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Vol	0.035	0.072**	0.045	0.020	-0.009	0.023
	(0.165)	(0.017)	(0.116)	(0.303)	(0.414)	(0.314)
TU	-0.092***	-0.077***	-0.046*	-0.036	0.022	0.017
	(0.002)	(0.009)	(0.060)	(0.128)	(0.227)	(0.294)
ln(MV)	-0.082***	-0.064***	-0.059***	-0.063***	-0.050***	-0.045***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.001)
EPS	0.024	0.009	0.003	0.026	0.013	0.011
	(0.127)	(0.313)	(0.441)	(0.089)	(0.247)	(0.279)
Dmai	-0.016	0.049	-0.033	-0.022	-0.009	0.018
	(0.406)	(0.200)	(0.287)	(0.359)	(0.442)	(0.377)
CAR(-20, -1)	0.343**	0.508***	0.617***	0.409***	0.111	0.113
	(0.028)	(0.001)	(0.000)	(0.010)	(0.262)	(0.260)
Observations	4174	4174	4174	4174	4174	4174
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
SE (Firm Level)	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

หมายเหตุ : ค่าในวงเล็บแสดงถึงค่า P-value และมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% แสดงด้วยสัญลักษณ์ *, ** และ *** ตามลำดับ มีการควบคุมปัจจัยความผันผวนตามช่วงเวลาด้วยตัวแปรคงที่รายปี (Year fixed effects) และค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานได้รับการปรับปรุงตามการจัดกลุ่มของรายบริษัท (Standard Errors Clustered at the Firm Level)

จากตารางที่ 4 เป็นการยืนยันผลการทดสอบด้วยแบบจำลอง Fractional logit โดยกำหนดตัวแปรตามให้มีค่าจำกัดอยู่ที่ [0, 1] ซึ่งแก้ปัญหาจากแบบจำลอง OLS ที่สามารถให้ค่านอกขอบเขตได้ ผลการทดสอบสามารถสรุปได้ว่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับข่าวร้ายอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผล (วันที่ 0) ถึงวันที่ 5 หลังการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยมีนัยสำคัญทางสถิติในทุกช่วงเวลาที่ทดสอบ และตัวแปร D_{mai} ไม่มีนัยสำคัญในช่วงกรอบเวลา 0 ถึง 5 วัน หลังประกาศจ่ายเงินปันผล

Table 5. Multicollinearity Test Results

Variables	VIF	Conclusion
Vol	1.046	No Multicollinearity
TU	1.023	No Multicollinearity
ln(MV)	1.385	No Multicollinearity
EPS	1.184	No Multicollinearity
D_{mai}	1.170	No Multicollinearity
$CAR_{(-20, -1)}$	1.007	No Multicollinearity

จากตารางที่ 5 แสดงการทดสอบปัญหา Multicollinearity โดยพิจารณาจากค่า Variance Inflation Factor (VIF) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรอิสระ ผลการทดสอบพบว่าค่า VIF ของตัวแปรอิสระทั้งหมดต่ำกว่า 5 แสดงว่าไม่มีปัญหา Multicollinearity

5. อภิปรายผลการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวัดความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่งใช้ข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 548 บริษัท โดยใช้ข้อมูลในการศึกษาเป็นระยะเวลาย้อนหลัง 21 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545-2565 มีกลุ่มตัวอย่างของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 4,500 ตัวอย่าง โดยมีสมมติฐานในการศึกษาคือราคาหลักทรัพย์สามารถปรับตัวต่อข่าวร้ายได้ช้ากว่าข่าวดี สามารถอภิปรายผลการศึกษาได้ดังนี้

การศึกษาความแตกต่างระหว่างความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศข่าวร้ายเทียบกับความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศข่าวดี พบว่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับข่าวร้าย กล่าวคือตลาดมีความไม่สมมาตร (Asymmetric effects) ในการปรับตัวของราคาระหว่างข่าวดีและข่าวร้าย โดยที่ข่าวร้ายมีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ได้ช้ากว่าข่าวดี ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Ersan et al. (2021) โดยให้เหตุผลจากการที่ตลาดตอบสนองต่อข่าวดีได้เร็วกว่าข่าวร้ายเกิดเป็นความไม่สมมาตรในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์อยู่ 2 ข้อ คือ (1) เหตุผลจากแบบจำลองเชิงทฤษฎีของ Diamond & Verrecchia (1987) กล่าวว่าข้อจำกัดในการขายชอร์ตส่งผลให้ราคาไม่สามารถสะท้อนข้อมูลใหม่ได้อย่างเต็มที่ นำไปสู่การปรับตัวที่ล่าช้าหลังประกาศข่าวร้าย (2) เหตุผลจากปัจจัยด้านพฤติกรรมจากการศึกษาของ Hirshleifer et al. (2008) ได้อธิบายปรากฏการณ์ Disposition effect กล่าวว่านักลงทุนมีแนวโน้มที่จะถือหลักทรัพย์ที่ขาดทุนไว้ในพอร์ตการลงทุนแทนที่จะขายออกไปเพื่อหลีกเลี่ยงความรู้สึกว่ากำลังขาดทุน ทำให้เกิดความล่าช้าในการปรับตัวของราคาหลังการประกาศข่าวร้าย

แม้ว่าจะมีการศึกษาเชิงทฤษฎีของ Epstein & Schneider (2008) ที่กล่าวว่านักลงทุนที่ไม่ชอบความไม่แน่นอน (Ambiguity Aversion) มักตัดสินใจไปทางที่แย่ที่สุดหรือตัดสินใจในแง่ลบเมื่อได้รับข้อมูลข่าวสาร ทำให้นักลงทุนมีการตอบสนองต่อข่าวร้ายมากกว่าข่าวดี แต่ก็มีการศึกษาเชิงประจักษ์ของ Chiang et al. (2008) ที่พบว่านักลงทุนกลุ่มที่ได้รับข้อมูลจากแหล่งที่ไม่เป็นทางการหรือคุณภาพของข้อมูลที่ไม่ดีจะเกิดความไม่แน่ใจในคุณภาพ

ข้อมูลสูง และมักจะใช้อารมณ์ในการตอบสนองต่อข่าวสาร ทำให้นักลงทุนกลุ่มนี้มักตอบสนองต่อข่าวร้ายมากกว่าข่าวดี ในทางกลับกันนักลงทุนกลุ่มที่อาศัยข้อมูลที่เป็นทางการและมีคุณภาพของข้อมูลมากกว่าจะมีการวิเคราะห์ที่เป็นเหตุเป็นผลกว่า โดยเมื่อมีข่าวร้ายเกิดขึ้น นักลงทุนกลุ่มนี้อาจประมวลผลช้ากว่าเพราะต้องการข้อมูลเพิ่มเติมก่อนตัดสินใจ ส่งผลให้ข่าวร้ายปรับตัวได้ช้ากว่าข่าวดี ซึ่งแสดงให้เห็นว่าทิศทางความไม่สมมาตรขึ้นอยู่กับคุณภาพของข้อมูลและการรับรู้ข้อมูลของนักลงทุน

สำหรับบริบทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีข้อสันนิษฐานจากผลการศึกษาที่สอดคล้องกับลักษณะเฉพาะของตลาด คือ (1) ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีข้อจำกัดในการขายชอร์ตที่เข้มงวดกว่าตลาดพัฒนาแล้ว อ้างอิงจากการศึกษาของ Weerawatsunthorn (2012) ที่พบว่าการที่หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปิดให้ขายชอร์ตได้นั้น ไม่ได้ช่วยให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวตอบรับข่าวสารได้เร็วขึ้น โดยให้เหตุผลรองรับผลการศึกษาไว้ 2 ข้อ คือ 1) มาจากต้นทุนหรือค่าธรรมเนียมในการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับตลาดอื่นๆ 2) มีหลักทรัพย์ในระบบให้นักลงทุนยืมเพื่อทำการขายชอร์ตได้ในจำนวนที่จำกัด ข้อจำกัดด้านการขายชอร์ตเหล่านี้ส่งผลต่อสภาพคล่องของตลาดทำให้ราคาหลักทรัพย์ไม่สามารถปรับตัวต่อข่าวร้ายได้เต็มที่ สนับสนุนผลของการศึกษาที่ว่าราคาหลักทรัพย์ปรับตัวต่อข่าวร้ายได้ช้ากว่าข่าวดี (2) Barber & Odean (2013) พบว่าผลกระทบของ Disposition Effect มีความรุนแรงกว่าอย่างมีนัยสำคัญในกลุ่มนักลงทุนรายย่อย เมื่อเทียบกับนักลงทุนสถาบันที่มีกระบวนการตัดสินใจเชิงวิเคราะห์มากกว่า สอดคล้องกับบริบทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีสัดส่วนของนักลงทุนรายย่อยสูง ปัจจัยเหล่านี้อาจเป็นสาเหตุที่อธิบายได้ว่าทำไมราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวต่อข่าวร้ายได้ช้ากว่าข่าวดี

ข้อจำกัดของการวิจัย (1) การศึกษานี้ใช้ข้อมูลรายวันในการศึกษา ซึ่งอาจไม่สามารถวัดพฤติกรรมการปรับตัวของราคาในหลักชั่วโมงหรือนาทีก่อนและหลังการประกาศได้ สำหรับงานศึกษาในอนาคตสามารถพิจารณาใช้ข้อมูลความถี่สูง (High-Frequency Data) ในการศึกษาความเร็วในการปรับตัวของราคาได้ (2) การศึกษานี้ไม่ได้ครอบคลุมถึงข่าวการคาดการณ์ของฝ่ายบริหาร หรือข่าวจากบริษัทอื่นที่เกิดใกล้วันประกาศเงินปันผล สำหรับงานศึกษาในอนาคตสามารถใช้การพิจารณาจากเหตุการณ์เหล่านี้ได้ (3) การศึกษานี้ใช้การตอบสนองของตลาดหลังวันประกาศ (Post-announcement Market Reaction) ในการแยกประเภทของข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลเท่านั้น สำหรับงานศึกษาในอนาคตสามารถใช้เกณฑ์การแยกข่าวสารอื่นๆ เช่น การเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล การจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากตลาดหรือนักวิเคราะห์คาดการณ์ ในการร่วมวิเคราะห์ประเภทของข่าวสารได้ (4) การศึกษานี้ไม่ได้ทดสอบกลไกจากการขายชอร์ต และการทดสอบพฤติกรรมตามประเภทนักลงทุน สำหรับงานศึกษาในอนาคตสามารถทดสอบถึงความแตกต่างของการปรับตัวของราคาระหว่างหลักทรัพย์ที่สามารถขายชอร์ตกับหลักทรัพย์ที่ไม่สามารถขายชอร์ตได้ รวมไปถึงการทดสอบความเร็วในการปรับตัวของราคาจากพฤติกรรมที่แตกต่างกันตามกลุ่มนักลงทุน (5) การศึกษานี้มีข้อจำกัดในการเก็บข้อมูลตัวแปรที่ใช้ศึกษา งานศึกษาในอนาคตสามารถพิจารณาตัวแปรอื่นๆ เช่น ส่วนต่างราคาเสนอซื้อและเสนอขาย สัดส่วนจำนวนหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อย การติดตามจากนักวิเคราะห์ และสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน เป็นต้น

ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าตลาดไม่สามารถตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารได้ในทันที ดังนั้นจึงมี

ข้อเสนอแนะเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดให้มีการตอบสนองต่อข่าวสารอย่างรวดเร็วและสะท้อนต่อข้อมูลข่าวสารได้อย่างเหมาะสม ดังต่อไปนี้ (1) ข้อเสนอต่อตลาดหลักทรัพย์และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) เนื่องจากผลการศึกษาพบว่าราคาหลักทรัพย์ปรับตัวต่อข่าวร้ายได้ช้ากว่าข่าวดีอย่างมีนัยสำคัญโดยคาดว่าสาเหตุอาจเกิดจากข้อจำกัดในการขายชอร์ต ผู้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ควรพิจารณากฎเกณฑ์หรือโครงสร้างต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรมการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ และธุรกรรมการขายชอร์ต เพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้ตลาดสามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงเมื่อมีข่าวร้ายได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยยังคงต้องรักษาสมดุลไม่ให้เกิดการเก็งกำไรที่ผิดปกติ เพื่อลดความไม่สมมาตรในการสะท้อนข้อมูลผ่านราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ควรพัฒนากฎระเบียบและนวัตกรรมที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลให้มีรูปแบบที่เข้าใจง่าย มีความรวดเร็วและสามารถเข้าถึงนักลงทุนทุกกลุ่ม เพื่อให้ข้อมูลถูกเผยแพร่ได้อย่างครบถ้วนและรวดเร็วมากยิ่งขึ้น ลดความล่าช้าในการสะท้อนข้อมูลเข้าสู่ราคาหลักทรัพย์ (2) ข้อเสนอต่อนักลงทุน เนื่องจากผลการศึกษาพบว่าราคาหลักทรัพย์ปรับตัวต่อข่าวร้ายได้ช้ากว่าข่าวดีและปรับตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปเป็นเวลาหลายวัน ซึ่งคาดว่าอาจเกิดจากปัจจัยเชิงพฤติกรรม Disposition Effect นักลงทุนจึงควรตระหนักถึงอคติเชิงพฤติกรรมนี้และพัฒนากระบวนการตัดสินใจที่อาศัยข้อมูลอย่างเป็นระบบและลดการตอบสนองที่เกิดจากอารมณ์จากการรับข้อมูลข่าวสาร ผลลัพธ์ของการศึกษานี้อาจมีส่วนช่วยต่อการตัดสินใจของนักลงทุนในแง่การรับรู้ข้อมูลและการประเมินความเสี่ยงต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผล อย่างไรก็ตามการศึกษานี้เป็นเพียงแนวทางเชิงการรับรู้ข้อมูล ไม่ใช่การยืนยันกลยุทธ์การซื้อขาย เนื่องจากผลการศึกษาไม่ได้ครอบคลุมถึงการทดสอบผลตอบแทน รวมถึงการคำนวณต้นทุนธุรกรรมและความเสี่ยงจากการถือครอง

6. เอกสารอ้างอิง

ณัฐพล มะลิซ้อน, อริชัย รักธรรม และทรงพร หาญสันติ. (2563). ผลกระทบจากการประกาศเงินปันผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์: กรณีศึกษา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์, 14*(21), 15-32.

Barber, B. M., & Odean, T. (2013). The behavior of individual investors. In G. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, pp. 1533–1570). Elsevier.

Chan, W. S. (2003). Stock price reaction to news and no-news: Drift and reversal after headlines. *Journal of Financial Economics, 70*(2), 223-260.

Chiang, T. C., Nelling, E., & Tan, L. (2008). The speed of adjustment to information: Evidence from the Chinese stock market. *International Review of Economics & Finance, 17*(2), 216-229.

Damodaran, A. (1993). A simple measure of price adjustment coefficients. *The Journal of Finance, 48*(1), 387-400.

Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1987). Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information. *Journal of Financial Economics, 18*(2), 277-311.

Epstein, L. G., & Schneider, M. (2008). Ambiguity, information quality, and asset pricing. *The Journal of Finance, 63*(1), 197-228.

Ersan, O., Simsir, S. A., Simsek, K. D., & Hasan, A. (2021). The speed of stock price adjustment to corporate announcements: Insights from Turkey. *Emerging Markets Review, 47*, Article 100778.

Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review, 10*(1), 1-21.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance, 25*(2), 383-417.

Hirshleifer, D. A., Myers, J. N., Myers, L. A., & Teoh, S. H. (2008). Do individual investors cause post-earnings announcement drift? Direct evidence from personal trades. *The Accounting Review, 83*(6), 1521-1550.

Hong, H., Lim, T., & Stein, J. C. (2000). Bad news travels slowly: Size, analyst coverage, and the profitability of momentum strategies. *The Journal of Finance, 55*(1), 265-295.

Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance, 40*(4), 1031–1051.

Srangtrakul, T., Ratchusanti, S., & Chingchayanurak, C. (2019). Speed of adjustment of securities' prices in the SET 50 Index to macroeconomic information. *Siam University Journal of Business Administration, 20*(35), 41-54.

Weerawatsunthorn, K. (2012). *An analysis of short sale and speed of price adjustment: evidence from the stock exchange of Thailand.* (Master's thesis, Chulalongkorn University). Chula ETD.