

## รายการอ้างอิง



### ภาษาไทย

พิเศษ เสตเสถียร. 2542. หลักกฎหมายบริษัทมหาชนจำกัด. พิมพ์ครั้งที่ 5. ชุดหนังสือกฎหมาย  
สำหรับนักบริหาร นักธุรกิจ. กรุงเทพมหานคร : นิติธรรม.

### ภาษาอังกฤษ

Aharony, J.; and I.Swary. 1980. Quarterly dividend and earnings announcements and  
stockholders' returns: An empirical analysis. Journal of Finance 35 : 1-12.

Asquith, P; and David W. Mullins, Jr. 1986. Equity issues and offering dilution, Journal of  
Financial Economics 15: 61-89.

Claudio, F.L.; and David, C.M. 1992. Corporate dividends and seasoned equity issues:  
An Empirical Investigation, Journal of Finance 47: 201-225.

John W. Cooney, Jr.; and Avner Kalay. 1993. Positive information from equity issue  
announcements, Journal of Financial Economics 33: 49-172.

Robert A. Korajczyk; Deborah Lucas; and Robert L. McDonald. 1990. Understanding  
stock price behavior around the time of equity issues. Asymmetric Information,  
Corporate Finance, and Investment, Chicago: University of Chicago

Masulis, R., W; and A. N. Korwar. 1986. Seasoned equity offerings: An empirical  
investigation, Journal of Financial Economics 15: 91-118.

Mikkelson, Wayne H.; and M. Megan Partch. 1986. Valuation effects of security offerings  
and the issuance process, Journal of Financial Economics 15: 31-60.

Miller, M.H.; and K. Rock. 1985. Dividend policy under asymmetric information, Journal  
of Finance 40: 1001-1050.

Myers, S.C.; and N.S. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, Journal of Financial Economics 13: 187-221.

Patell, James M. 1976. Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: Empirical tests, Journal of Accounting Research 14, Autumn: 246-276.

ภาคผนวก

## ตลาดมีประสิทธิภาพ

### ความหมายตลาดที่มีประสิทธิภาพ

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) จะต้องเป็นตลาดที่มีการจัดสรรทรัพยากรแล้วก่อให้เกิด สวัสดิการสูงสุดแก่สังคม นั่นคือราคาต้องเป็นสัญญาณที่ถูกต้องแม่นยำ ในการกำหนดการจัดสรรความเป็นเจ้าของทรัพยากร หรือข้อมูลทุกอย่างที่มีอยู่ได้สะท้อนไปสู่การกำหนดราคาได้อย่างเต็มที่ ทำให้การซื้อขายโดยอาศัยข้อมูลข้างสวานั้นไม่ก่อให้เกิดกำไรในทาง เศรษฐศาสตร์

ในกรณีตลาดในที่นี้คือตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดทุนแล้ว ราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาใดเวลาหนึ่งจะต้องสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่อย่างเต็มที่ และมีการปรับตัวได้อย่างรวดเร็ว ต่อข้อมูลข่าวสารใหม่ ซึ่งตลาดในลักษณะนี้ก็คือตลาดแข่งขันสมบูรณ์นั่นเอง

### ระดับความมีประสิทธิภาพของตลาด

ความมีประสิทธิภาพของตลาดนั้นจะแตกต่างกันไปตามสภาวะแวดล้อมของตลาด บางตลาดอาจมีประสิทธิภาพมาก ในขณะที่บางตลาดอาจมีประสิทธิภาพต่ำ โดยในทางทฤษฎีสามารถแบ่งความมีประสิทธิภาพของตลาดออกเป็น 3 ระดับคือ

#### 1. ตลาดมีประสิทธิภาพในระดับความหมายกว้าง (Weak Form Efficient Market)

ตลาดในลักษณะนี้ ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารของตลาดที่เกี่ยวข้องกับราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างเต็มที่ ดังนั้นข้อมูลการซื้อขายทั้งราคาและปริมาณในอดีตจะไม่มีประโยชน์ต่อการคาดการณ์ราคาในอนาคต ราคาหลักทรัพย์จะมีการปรับตัวเมื่อได้รับข้อมูลข่าวสารใหม่ และจะมีการปรับตัวจนเข้าสู่ราคาดุลยภาพใหม่

#### 2. ตลาดมีประสิทธิภาพในระดับความหมายค่อนข้างเข้มงวด (Semi-Strong Form Efficient Market)

ราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับความหมายค่อนข้างเข้มงวดจะมีการสะท้อนข้อมูลที่ได้มีการประกาศออกสู่สาธารณะชน และจะมีการปรับตัวได้รวดเร็วต่อข้อมูลข่าวสารใหม่ ข้อมูลเหล่านี้มีทั้งข้อมูลที่มีการเผยแพร่โดยตลาดเอง เช่นราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และข้อมูลอื่นๆ เช่นการประกาศจ่ายเงินปันผล การประกาศผลประกอบการ การแตกมูลค่าหุ้น

#### 3. ตลาดมีประสิทธิภาพในระดับความหมายเข้มงวด (Strong Form Efficient Market)

ตลาดในลักษณะนี้ราคาหลักทรัพย์ได้มีการสะท้อนข้อมูลข่าวสารทุกอย่างทั้งที่เปิดเผยต่อสาธารณะชน และไม่ได้มีการเปิดเผยต่อสาธารณะชนเรียบร้อยแล้ว ดังนั้นจะไม่มีนักลงทุนคนใด

สามารถหาประโยชน์จากข่าวสารที่ไม่เปิดเผยได้ ราคาหลักทรัพย์ในตลาดประเภทนี้จะมีการปรับตัวอย่างรวดเร็วมาก ทั้งนี้เนื่องจากทุกคนรับทราบข้อมูลข่าวสารทุกอย่างได้ทันทีที่สามารถประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ได้ถูกต้องยิ่งขึ้นภายใต้ข้อมูลที่ครบถ้วน

### เครื่องมือที่ใช้ในการทดสอบตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ

การทดสอบว่าตลาดทุนมีประสิทธิภาพหรือไม่ อาจทำได้ในหลายรูปแบบ อย่างไรก็ตาม โดยทั่วไปการทดสอบในเรื่องตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพมักจะใช้รูปแบบการทดสอบ (Empirical Model) อยู่ 4 ประเภท ดังต่อไปนี้

#### 1. Market Model

อาจถือเป็นรูปแบบที่ง่ายที่สุด ซึ่ง Market Model สรุปว่า ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใดๆ เป็นผลจากปัจจัย 2 ประการ ปัจจัยแรกคือ ลักษณะทั่วไปของหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นผลมาจากแนวโน้มของราคาหลักทรัพย์ต่างๆ ที่จะเคลื่อนไหวไปด้วยกัน ปัจจัยที่สอง ลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท ซึ่งเป็นผลกระทบเฉพาะหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นเท่านั้น ในรูปของคณิตศาสตร์ Market Model มีสภาพเป็นความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง (Linear Relationship) ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละตัวกับผลตอบแทนของตลาด

สมการ Market Model สามารถเขียนได้ ดังนี้

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่	$R_{it}$	=	อัตราผลตอบแทนของหุ้นบริษัท i ณ เวลา t
	$\alpha_i$	=	ค่าอัลฟาของหุ้นบริษัท i
	$\beta_i$	=	ค่าเบต้าของหุ้นบริษัท i
	$R_{mt}$	=	อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ฯ (Market Rate of return)
	$\varepsilon_{it}$	=	ค่า Residual Term ของหุ้นบริษัท i ณ เวลา t

ทั้งนี้ Market Model มีข้อสันนิษฐานว่า ค่าความชัน (Slope) ซึ่งได้แก่ ค่าเบต้าของหุ้น ( $\beta$ ) และค่าจุดตัด (Intercept) ได้แก่ ค่าอัลฟาของหุ้น ( $\alpha_i$ ) เป็นค่าคงที่ตลอดช่วงเวลาที่กำหนด

#### 2 Capital Asset Pricing Theory (CAPM)

CAPM กำหนดให้ค่าจุดตัด (Intercept) ต้องเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk-free Rate) ซึ่งค่าดังกล่าวสามารถเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา อย่างไรก็ตาม CAPM ยังคงสันนิษฐานว่า ค่าเบต้าของหุ้น ( $\beta$ ) เป็นค่าคงที่ตลอดช่วงเวลาที่กำหนด

สมการ CAPM ที่ใช้ในการทดสอบตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ จะอยู่ในรูป Ex post Form ซึ่งสามารถเขียนได้ดังนี้

$$R_{it} = R_{ft} + [R_{mt} - R_{ft}] \beta_i + \varepsilon_{it}$$

โดยที่	$R_{it}$	=	อัตราผลตอบแทนของหุ้นบริษัท i ณ เวลา t
	$R_{ft}$	=	อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk-free Rate) ณ เวลา t
	$\beta_i$	=	ค่าเบต้าของหุ้นบริษัท i
	$R_{mt}$	=	อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ฯ (Market Rate of return)
	$\varepsilon_{it}$	=	ค่า Residual Term ของหุ้นบริษัท i ณ เวลา t

### 3. Mean Adjusted Return

วิธี Mean Adjusted Return สรุปว่าอัตราผลตอบแทนในช่วงเหตุการณ์จะเท่ากับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วงก่อนหน้านั้น ซึ่งจะคงที่ในแต่ละหลักทรัพย์เท่ากับ K, โดยวิธีนี้จะมีสอดคล้องกับ Capital Asset Pricing Theory (CAPM) ภายใต้สมมติฐานที่ว่าหลักทรัพย์หนึ่งๆจะมีค่าเบต้าคงที่ และเส้นการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ (Efficient frontier) คงที่

### 4. Market Adjusted Return

เนื่องจากพอร์ตการลงทุนสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงของตลาดจะประกอบไปด้วยน้ำหนักการลงทุนในทุกๆหลักทรัพย์ ดังนั้นผลตอบแทนของหลักทรัพย์หนึ่งๆจึงเท่ากับ อัตราผลตอบแทนของตลาด ทั้งนี้จะอยู่ภายใต้สมมติฐานที่ว่าแต่ละหลักทรัพย์จะมีค่าเบต้าเท่ากับเบต้าของตลาด ดังนั้นอัตราผลตอบแทนในแต่ละหลักทรัพย์จะเท่ากับอัตราผลตอบแทนตลาดและสามารถเปลี่ยนแปลงไปได้ในแต่ละช่วงเวลา

## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์



นางสาวเมธาณี จิระเศรษฐกุลชัย เกิดวันที่ 10 พฤศจิกายน พ.ศ. 2520 ที่ กรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาระดับมัธยมศึกษา โรงเรียนเตรียมอุดมศึกษา (พญาไท) ในปีการศึกษา 2537 และระดับปริญญาตรีบริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาวิชาการธนาคารและการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน เกียรตินิยมอันดับ 2 คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปีการศึกษา 2541 และเข้ารับการศึกษาคือต่อในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน ที่จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย เมื่อ พ.ศ. 2542