

บทที่ 2

วรรณกรรมปริทัศน์

ในการทบทวนวรรณกรรมปริทัศน์ที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของข่าวต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนี้ ผู้ศึกษาได้ทำการแบ่งหัวข้อวรรณกรรมออกเป็นส่วน ๆ ดังนี้ ส่วนแรก จะเป็นวรรณกรรมในเรื่องของควมมีประสิทธิภาพของตลาด โดยทดสอบควมมีประสิทธิภาพตามหลักทฤษฎี Random Walk ส่วนที่สอง เป็นการศึกษาดังถึงพฤติกรรมเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ นั่นคือ การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์มีแบบแผนตามราคาหลักทรัพย์ในอดีตหรือมีการเคลื่อนไหวแบบสุ่ม ส่วนที่สาม เป็นงานศึกษาด้านควมผันผวนและควมรวดเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งจะแสดงให้เห็นถึงรูปแบบการเคลื่อนไหวของควมผันผวนในราคาหลักทรัพย์ อีกทั้งยังสามารถทดสอบได้ว่าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพหรือไม่ ส่วนสุดท้ายเป็นงานศึกษาเกี่ยวกับข่าวสำคัญ ๆ ที่มีผลกระทบต่อธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นส่วนที่ใช้เป็นแนวทางในการศึกษาในครั้งนี้

2.1 การศึกษาเกี่ยวกับควมมีประสิทธิภาพของตลาด

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หรือตลาดสมบูรณ์ กลไกราคาจะถูกกำหนดโดยอุปสงค์ (Demand) และอุปทาน (Supply) โดยที่ราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาใดเวลาหนึ่งสามารถที่จะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารทั้งหมด กระทั่งผู้ลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลดังกล่าวได้เท่าเทียมกันหมด จนไม่มีใครได้เปรียบเสียเปรียบกัน ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพตามทฤษฎี Random Walk จึงถือว่าข้อมูลด้านราคาในอดีตไม่สามารถคาดการณ์แนวโน้มราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ ลำดับราคาที่มีการเปลี่ยนแปลงไม่แน่นอน ดังนั้นแนวโน้มราคาหลักทรัพย์ในอนาคตจึงเป็นการเคลื่อนไหวอย่างสุ่ม โดยไม่จำเป็นต้องเคลื่อนไหวไปตามแนวโน้มเดิม

สำหรับงานการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ Fama (1969) ได้ทำการศึกษาว่าลำดับราคาจะเป็นอิสระจากลำดับราคาในอดีตหรือไม่ โดยทำการทดสอบ Random Walk Model กับข้อมูลลำดับราคาเปลี่ยนแปลงรายวันที่ตลาดหุ้นนิวยอร์ก จำนวน 30 หลักทรัพย์ และทำการทดสอบตั้งแต่ช่วงปี ค.ศ. 1957 ถึง ค.ศ. 1962 และทำการคำนวณค่าสหสัมพันธ์ (Serial Correlation Coefficient) ของ Log Price ในระยะเวลาที่ต่อเนื่องกัน เพื่อ

พิจารณาว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ (ΔP_t) สัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอดีตหรือไม่ โดยมีช่วงเวลาล่าช้า (Lag Time) ตั้งแต่ 1 ถึง 30 วัน ผลการทดสอบปรากฏว่าลำดับราคา (Successive price changes) มีการขึ้นต่อกันน้อยมาก นอกจากนี้ Fama ยังใช้วิธี Run tests* ทดสอบลำดับราคาที่เกี่ยวข้องกันว่ามีผลต่อกันหรือไม่ ซึ่งผลการทดสอบก็ให้ผลเช่นเดียวกันกับวิธี (Serial Correlation Coefficient) จึงสรุปได้ว่าผลการศึกษานับสนับสนุนทฤษฎี Random Walk

สอดคล้องกับงานศึกษาของ Hong Hai (1978) ซึ่งทำการทดสอบโดยใช้วิธี Serial Correlation Coefficient และวิธี Run tests กับข้อมูลราคาเปลี่ยนแปลงรายสัปดาห์จำนวน 10 หลักทรัพย์ในตลาดหุ้นสิงคโปร์ ผลการทดสอบพบว่ามีเพียง 2 หลักทรัพย์เท่านั้นที่มีค่า Coefficients สูงอย่างมีนัยสำคัญ นอกนั้นมีค่า Coefficients ต่ำมาก ส่วนการทดสอบโดยวิธี Run tests นั้นค่าทั้งสองไม่มีความแตกต่างพอที่จะปฏิเสธทฤษฎี Random Walk ดังนั้นจึงอาจสรุปได้ว่าพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในตลาดหุ้นสิงคโปร์มีการเคลื่อนไหวอย่างสุ่มตามทฤษฎี Random Walk ซึ่งหมายความว่าตลาดหลักทรัพย์ทั้งสองแห่งมีประสิทธิภาพตาม ทฤษฎี Random Walk

ยังมีงานอีกหลายชิ้นซึ่งไม่สามารถระบุได้แน่ชัดว่า พฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เป็นไปตามทฤษฎี Random Walk หรือไม่ ได้แก่ งานของ Praetz (1970) และ Cooper (1992) ได้ทดสอบ Random Walk Hypothesis กับพฤติกรรมราคาหุ้นในตลาดหุ้นออสเตรเลียและในตลาดหุ้นต่าง ๆ ตามลำดับ ตามแบบการศึกษาของ Fama (1969) จากผลการศึกษาพบว่าค่า Serial Correlation Coefficient มีค่าต่ำมากทั้งในราคาหุ้นของตลาดหุ้นออสเตรเลียและราคาหุ้นในตลาดหุ้นต่าง ๆ ส่วนวิธี Run tests นั้น ในตลาดหุ้นลอนดอน ให้ผลสรุปว่าระดับราคาหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นในอดีต ส่วนตลาดหุ้นออสเตรเลีย รวมไปถึงตลาดหุ้นอื่น ๆ นั้นไม่สามารถสรุปได้ว่าพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นเป็นไปตามทฤษฎี Random Walk จึงไม่สามารถสรุปได้ว่า ตลาดหุ้นต่าง ๆ มีประสิทธิภาพหรือไม่

ในส่วนของงานศึกษาความมีประสิทธิภาพในตลาดหลักทรัพย์ไทยนั้น มีงานที่เกี่ยวข้องอยู่หลายงาน เริ่มจากงานศึกษาเมื่อปี 1978 หรือ พ.ศ. 2521 Dtanalertpab (1978) ได้ทำการทดสอบทฤษฎี Random Walk โดยวิธี Serial Correlation Coefficient และ Run tests โดยใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์จำนวน 18 หลักทรัพย์ ตั้งแต่ 30 เมษายน 2518 ถึง 2

* การทดสอบวิธี Run tests พิจารณาจากค่า Total Actual number of runs และ Total Expected number of runs

กรกฎาคม 2519 แล้วจึงพิจารณาถึงจากความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลง ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง (ΔP_t) ว่าสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในอดีต สำหรับช่วงเวลาตั้งแต่ 1 ถึง 4 สัปดาห์ถัดไปหรือไม่ ผลการทดสอบสรุปว่า ข้อมูลราคาเปลี่ยนแปลงในอดีตไม่สามารถใช้ทำนายแนวโน้มในอนาคตของราคาหลักทรัพย์ได้ แต่อย่างไรก็ตามก็ยังมีผู้ให้ความคิดเห็นว่าข้อมูลอาจไม่มากพอให้เชื่อได้ว่าพฤติกรรมเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เป็นไปตามทฤษฎี Random Walk

ต่อมามีผู้ทำการวิจัยในลักษณะเดียวกันกับ Fama คือการทดสอบ ทฤษฎี Random Walk ด้วยวิธี Serial Correlation Coefficient และ Run tests ประกอบไปด้วย เจน ประสิทธิ์ล้ำคำ (2526), ปิยวดี นิยมรัฐ (2534), Sareewiwathana (2529) และ Khanthavit (2533) โดยใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์ต่าง ๆ กันและในช่วงเวลาที่แตกต่างกัน ซึ่งผลการศึกษาส่วนใหญ่เสถียรทฤษฎีประสิทธิภาพของตลาดแบบ Random Walk ถึงแม้ว่า Khanthavit (2533) จะได้ทำการศึกษาดังวิธีอัตราส่วนความแปรปรวน (variance ratio) และ GMM ผลการศึกษาก็ยังปฏิเสธทฤษฎี Random Walk อย่างชัดเจน สอดคล้องกับ อุดมศักดิ์ เสวีโรจน์ (2538) ที่ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของราคา ปริมาณการซื้อขายและความแปรปรวนของราคาหลักทรัพย์ไทย ตั้งแต่ มกราคม พ.ศ.2528 ถึง ธันวาคมพ.ศ.2536 โดยแบ่งการศึกษาออกเป็นสามกลุ่ม และใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์ในกลุ่มต่าง ๆ ผลการศึกษพบว่า โดยรวมความแปรปรวนของปริมาณการซื้อขายในอดีตไม่สามารถใช้พยากรณ์ความแปรปรวนของราคาได้ แต่ในบางหมวดหลักทรัพย์นั้น* ที่ ความแปรปรวนของราคาในบางช่วงเวลาสามารถพยากรณ์ได้ ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความไม่มีประสิทธิภาพตามทฤษฎี Random Walk เช่นเดียวกัน

จากวรรณกรรมที่ผ่านมาจึงพอจะสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยยังไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอ ดังนั้นราคาหลักทรัพย์ในอดีต รวมไปถึงปัจจัยทั้งหลายยังมีส่วนในการกำหนดราคาหลักทรัพย์อยู่

2.2 การศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์

ในการศึกษาพฤติกรรมเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ได้รับความสนใจจากนักเศรษฐศาสตร์ซึ่งเริ่มต้นตั้งแต่ปี ค.ศ.1900 โดย Louis Bachelier ได้นำเอาทฤษฎี Random มาประยุกต์ใช้ในการศึกษาราคาหุ้น และเป็นต้นแบบในงานศึกษาอีกหลาย ๆ ชิ้น ถัดมา เช่น

* แบ่งการศึกษาออกเป็น 3 กลุ่มหลักทรัพย์ ได้แก่ ราคาและปริมาณของตลาดหลักทรัพย์โดยรวม หมวดธนาคารพาณิชย์ และหมวดเงินทุนหลักทรัพย์ แต่หมวดธนาคารพาณิชย์และหมวดเงินทุนหลักทรัพย์สามารถพยากรณ์ได้

งานวิจัยของ Holbrook (1920) และ Cawles (1930) ต่อมาในปี ค.ศ.1953 Kendall (1953) ได้วิเคราะห์การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น โดยใช้อนุกรมเวลาทางเศรษฐกิจ (Economic time-series) หลังจากนั้นอีก 6 ปีถัดมา Osbourne (1959) ได้ทำการศึกษาการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ โดยนำเอารูปแบบงานของ Bachelier มาทำการศึกษาใหม่ ถัดมาในปี ค.ศ.1960 Moore (1960) ได้ทำการทดสอบความเชื่อมั่น เพื่อเป็นการยืนยันว่าการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นเป็น Random ในงานวิทยานิพนธ์ระดับปริญญาเอกของเขา ด้วยเหตุนี้จึงนำทฤษฎีดังกล่าวมาใช้ศึกษาพฤติกรรม การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ โดยทั่วไปการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์สามารถอธิบาย ได้ด้วยปัจจัยต่าง ๆ แต่ปัจจัยเหล่านี้ในบางกรณีสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ในลักษณะอย่างสุ่มได้ หากพิจารณาการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในลักษณะอย่างสุ่ม มีอยู่ ด้วยกัน 2 ลักษณะ

1. การเกิดขึ้นของราคาเนื่องจากปัจจัยต่าง ๆ จำนวนมากเข้ามามีอิทธิพลต่อ ราคาในลักษณะที่เรียกว่า Multiplication fastion อันทำให้ราคามีการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลง อย่างสุ่ม

2. เนื่องจากข่าวสารหรือเหตุการณ์บางอย่างเกิดขึ้นอย่างสุ่ม จึงทำให้ผู้ที่ได้รับ ข่าวสาร พิจารณาไปต่าง ๆ กันในข่าวสารอันมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ซึ่งมีผลทำให้ราคา หลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงอย่างสุ่มด้วย

ถึงแม้ว่างานศึกษาประสิทธิภาพในตลาดหลักทรัพย์ไทยเกือบทุกงานศึกษาจะ ปฏิเสธทฤษฎี Random Walk เนื่องจากปัจจัยด้านต่าง ๆ อีกทั้งราคาในอดีตยังมีผลต่อการ คาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคต แต่ผลอันเนื่องมาจากข่าวสารที่ไม่มีใครล่วงรู้มาก่อน ความ ไม่สมบูรณ์ของข่าวซึ่งมีทั้งผู้รู้ข่าวสารและไม่รู้ข่าวสาร ตลอดจนการพิจารณาตีความและประเมิน ราคาหลักทรัพย์ที่ควรจะเป็นของแต่ละคนแตกต่างกัน ทำให้ราคาของหลักทรัพย์นั้นมีการ เคลื่อนไหวอย่างสุ่มได้

2.3 การศึกษาเกี่ยวกับความผันผวนและความรวดเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์

งานทบทวนวรรณกรรมในหัวข้อนี้ งานศึกษาที่ผ่านมาจะแสดงให้เห็นถึงลักษณะ การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ตามการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐาน ภายใต้ ทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ ราคาหลักทรัพย์ควรจะสะท้อนถึงข้อมูลที่ส่งผลกระทบต่อ ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ โดยที่ราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาใด ๆ ควรจะมีค่าเท่ากับมูลค่าปัจจุบัน

ของการคาดการณ์ในกระแสเงินสดในอนาคตของหลักทรัพย์นั้น ๆ ดังนั้นราคาหลักทรัพย์ควรจะมีการปรับตัวตามการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลข่าวสารและมีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพอย่างรวดเร็ว

Shiller (1981) ได้ทดสอบความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ภายใต้ตลาดมีประสิทธิภาพ Shiller ได้ตั้งสมมติฐานว่าความผันผวนที่เกิดจาก Theoretical Price ($\Delta (P_t^*)$) ควรจะค่าสูงหรือเท่ากับความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริง ($\Delta (P_t)$) โดยใช้ข้อมูลเงินปันผลจ่ายของหลักทรัพย์ เป็นตัวแปรการคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ที่ควรจะเป็น ผลการทดสอบพบว่า ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริง มีความผันผวนมากกว่าราคาหลักทรัพย์ที่ควรจะเป็น (เงินปันผล) ประมาณ 5 – 13 เท่า Shiller จึงสรุปว่าทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพไม่สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ได้โดย Shiller ให้ข้อสังเกตว่า การเปลี่ยนแปลงเงินปันผลอาจจะมีผลค่อนข้างน้อยต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์

ต่อมา LeRoy และ Porter (1981) เชื่อว่านักลงทุนใช้ข้อมูลเกี่ยวกับกำไรหรือศักยภาพในการดำเนินงานของบริษัท เป็นตัววัดมูลค่าหลักทรัพย์มากกว่าใช้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลอย่างเดียว จึงได้ทำการทดสอบด้วยแบบจำลองที่คล้ายกับของ Shiller (1981) แต่ใช้การคาดการณ์เกี่ยวกับกำไรแทนการใช้การคาดการณ์เกี่ยวกับเงินปันผล เพื่อทำการพิสูจน์ขอบเขตความผันผวน (variance bound) ของหลักทรัพย์ โดยใช้ราคาหลักทรัพย์รายไตรมาสของดัชนีราคา S&P และราคาหลักทรัพย์รายหลักทรัพย์ 3 หลักทรัพย์ ได้แก่ GM, GE และ AT&T ในช่วงปี ค.ศ. 1955 – 1973 จากผลการศึกษานี้ปรากฏว่ายังคงปฏิเสธข้อสมมติฐานของ Variance bound นั่นคือ ความผันผวนที่เกิดขึ้นจริงไม่สอดคล้องกับความผันผวนของดัชนีราคาที่ได้จากการคำนวณตามทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ สรุปคืองานของ LeRoy และ Porter (1981) ให้ผลเหมือนกับ Shiller (1981)

จากนั้น ในปี ค.ศ. 1986 Kleidon (1986) ได้ทำการทดสอบลักษณะของข้อมูลราคาหลักทรัพย์ เงินปันผล และกำไรสุทธิ เช่นเดียวกับ Shiller (1981) และ LeRoy และ Porter (1981) จากการทดสอบข้อมูล time series เงินปันผลมีการเคลื่อนไหวที่ราบเรียบกว่าข้อมูลกำไร จึงสันนิษฐานได้ว่ากำไรมีผลในการเปลี่ยนแปลงของราคามากกว่าเงินปันผล ส่วนผลการทดสอบ Variance bound พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานของ Variance bound

ถัดมาในปี ค.ศ. 1996 Haugen et al. (1991) ได้ทำการทดสอบการตอบสนองระดับราคาหลักทรัพย์ (Stock Price) และอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Required rate of return) กับการเปลี่ยนแปลงในความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (Standard deviation of stock price) โดย

ใช้ดัชนีราคารายวันของ S&P เช่นเดียวกับ LeRoy & Porter โดยมีสมมติฐานว่าหากตลาดมีประสิทธิภาพ ข่าวสารที่เกิดขึ้นจะกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ทันทีทันใด แต่ในความเป็นจริงพบว่ามีความล่าช้า (Lag) เกิดขึ้น ผลกระทบของข่าวสารกลับเกิดขึ้นในช่วงเวลาถัดมา จึงทำการทดสอบโดยใช้ระยะเวลา 4 สัปดาห์ ผลการทดสอบพบว่า เมื่อระดับความผันผวนอยู่ในระดับต่ำ การเปลี่ยนแปลงของระดับราคาหลักทรัพย์จะอยู่ในเกณฑ์สูง ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของ Larry และ Charles (1989) ที่ว่าอัตราผลตอบแทนและราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันมีผลมาจากอัตราผลตอบแทนและราคาหลักทรัพย์ในอดีต

สำหรับงานศึกษาเกี่ยวกับการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์หลังจากได้รับผลกระทบของข่าว ซึ่ง Fama (1969) เชื่อว่าการประกาศแตกหุ้น (Stock Splits Annouceent) เป็นสัญญาณบางอย่างเกี่ยวกับการใช้เปลี่ยนแปลงในอนาคตในการประมาณกระแสเงินสดของกิจการนั้น ๆ โดยใช้ข้อมูลรายเดือนของหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหุ้นนิวยอร์ก ที่มีการแตกหุ้นในช่วงระหว่างเดือนมกราคม 1927 ถึงเดือนธันวาคม 1959 ทั้งหมดจำนวน 940 หุ้น นำมาคำนวณค่าความผิดพลาดเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Residuals) และแบ่งช่วงทำการศึกษาเป็น 2 ช่วง คือ ก่อนแตกหุ้น 30 เดือน และหลังจากแตกหุ้น 30 เดือน แล้วนำมาประเมินผลด้วยกราฟความสัมพันธ์ระหว่างค่าความผิดพลาดเฉลี่ยสะสมกับช่วงเวลาแต่ละเดือนรอบ ๆ การแตกหุ้น จากผลการศึกษาได้ผลออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มแรกที่มีผลตอบแทนเกินปกติในช่วงก่อนวันแตกหุ้น และหลังแตกมีผลตอบแทนเกินปกติเล็กน้อย ขณะที่กลุ่มที่สองนั้นช่วงวันก่อนวันแตกหุ้นได้รับผลตอบแทนเกินปกติ แต่หลังจากนั้นผลตอบแทนกับลดลงอย่างเห็นได้ชัด แต่เมื่อพิจารณาภาพรวมพบว่า ก่อนแตกหุ้นราคาหุ้นมีผลตอบแทนปกติแต่หลังจากแตกหุ้นผลตอบแทนจะอยู่ในเกณฑ์ปกติ หมายความว่าราคาหุ้นปรับตัวรับกับการประกาศข่าวการแตกหุ้นได้รวดเร็วสะท้อนให้เห็นความมีประสิทธิภาพของตลาด

ขณะที่ McDonald และ Fisher (1972) ได้ทดสอบพฤติกรรมอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญออกใหม่ (Unseasoned New Issues) ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering : IPO) โดยมีสมมติฐานว่าวาณิชธนกร (Underwriter) พยายามตั้งราคาหุ้นให้ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing) ซึ่งจะทำให้ขายหุ้นได้หมดอีกทั้งเมื่อหุ้นเข้าตลาดแล้วจะมีราคาสูงขึ้น เนื่องจากราคาหุ้นจะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่ได้อย่างรวดเร็ว จนไม่มีผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) หลังจากเข้าตลาดแล้ว ผลการทดสอบพบว่าราคาหุ้นปรับตัวได้รวดเร็วภายใน 1 สัปดาห์ และหลังจากเข้าตลาด ราคาหุ้นก็ไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Patell และ Wolfson (1984) ที่พบว่า

ปฏิภิกฤษยาที่มีต่อการประกาศผลประกอบการและการจ่ายเงินปันผลเกิดขึ้นอย่างรวดเร็วภายใน 5-10 นาทีแรกที่มีการประกาศข่าว โดยผลของข่าวการประกาศผลประกอบการจะมีผลยาวนานจนถึงวันรุ่งขึ้น ขณะที่การประกาศจ่ายเงินปันผลจะเกิดผลภายในวันนั้นเท่านั้น

2.4 การศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบจากข่าวการเมืองที่มีต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์

Mitchell และ Mulherin (1994) ทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลรายวันจากพาดหัวข่าวที่รายงานจากตลาดหลักทรัพย์ Dow Jones ส่วนตัวแปรธุรกรรมการซื้อขายที่สนใจคือผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขาย ผลการศึกษาพบว่า ธุรกรรมในตลาดได้รับผลกระทบจากข่าวสารสำคัญ ๆ ที่ออกมา และเพื่อให้เห็นถึงใจความสำคัญของข่าว เขายังใช้พาดหัวข่าวใหญ่จากหนังสือพิมพ์ The New York Time เป็นตัวแทนของข่าวสารที่สำคัญ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าข่าวสำคัญ ๆ มีผลด้านบวกกับค่าสัมบูรณ์ของราคา แต่กับมีผลกระทบอย่างไม่มีนัยสำคัญกับปริมาณการซื้อขาย

ในทางตรงกันข้ามกับงานศึกษาของ Berry และ Howe (1994) ใช้ข้อมูลจาก Reuter เป็นตัวแทนของข่าวสำคัญ ๆ โดยมองไปที่ผลกระทบของข่าวกับธุรกรรมรายวัน ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ด้านบวกอย่างมีนัยสำคัญกับปริมาณการซื้อขาย แต่ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างข่าวสำคัญกับความผันผวนของผลตอบแทน ต่อมาในปี 1998 Klibanoff et al.(1998) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาปิดของกองทุนในประเทศและข่าวสำคัญที่เฉพาะเจาะจงในประเทศ โดยใช้ข้อมูลพาดหัวความกว้างอย่างต่ำ 2 คอลัมน์ขึ้นไปของหนังสือพิมพ์ The New York Time เป็นตัวแทนของข่าวสารที่สำคัญ โดยใช้ข้อมูลรายสัปดาห์พบว่า มีความสัมพันธ์ในด้านบวกระหว่างปริมาณการซื้อขายกับข่าวสำคัญ ๆ

ในงานวิจัยล่าสุดของ Yue-cheong et al. (2001) เกี่ยวกับข่าวสำคัญทางด้านเศรษฐกิจและการเมืองโดยใช้ข้อมูลจากหนังสือพิมพ์ที่น่าเชื่อถือ 4 ฉบับโดยเลือกข่าวที่การลงพร้อมกันตั้งแต่ 2 ฉบับขึ้นไปเป็นตัวแทนข่าวที่สำคัญ ผลการศึกษาพบว่าประเภทของข่าวมีผลกระทบกับธุรกรรมการซื้อขายแตกต่างกัน โดยข่าวเศรษฐกิจจะก่อให้เกิดธุรกรรมการซื้อขายที่มากกว่าปกติ ในขณะที่ข่าวการเมืองกลับทำให้ธุรกรรมการซื้อขายลดลง และ Yue-cheong ยังได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมในส่วนของผลกระทบของข่าวเศรษฐกิจและการเมืองต่อตลาดหลักทรัพย์ในวันก่อนและหลังจากที่มีการเกิดขึ้นของข่าวสำคัญนั้น ๆ ซึ่งจากผลการศึกษา ก็พบว่า ในวันก่อนหน้าที่จะมีเหตุการณ์เกิดขึ้น มีผลกระทบกับธุรกรรมการซื้อขาย ส่วนวันหลังจากเกิดข่าวนั้นกับพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กัน

สำหรับงานวิจัยของไทยที่เกี่ยวข้อง ศิริลักษณ์ ริมดุสิต (2544) ได้ทำการผลกระทบของข่าวการเมืองที่มีต่อตลาดหุ้น โดยทำการศึกษาดังแต่ปี 2541 จนถึง 2543 กับดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET 50 โดยใช้การทดสอบแบบ Wilcoxon test เพื่อทดสอบความผันผวนของวันที่มีข่าวการเมืองเปรียบเทียบกับวันที่ไม่มีข่าวการเมือง และใช้สมการถดถอย The Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity (1,1) (GARCH(1,1)) และ The Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity in Mean (GARCH M) เพื่อใช้ทดสอบว่าข่าวการเมืองในวันที่มีข่าวดีและไม่ดีให้ผลตอบแทนอย่างไรมีความผันผวนต่อตลาดหุ้นหรือไม่ ผลการทดสอบพบว่า ข่าวการเมืองมีผลกระทบต่อราคาหุ้นโดยวันที่มีข่าวการเมืองจะมีความผันผวนมากกว่าวันที่ไม่มีข่าวการเมืองโดยเฉพาะหุ้นใน SET และวันที่มีข่าวทางการเมืองจะให้ผลตอบแทนมากขึ้นและวันที่มีข่าวการเมืองที่ไม่ดีจะให้ผลตอบแทนลดลง