

ผลกระทบของการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ของตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (Depositary Receipts)
ต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์
The Impact of Depositary Receipts Listing in the Stock Exchange of Thailand on
Abnormal Returns of Underlying Securities of Vietnam and Singapore

ปณณรัตน์ ฐิติรัตนางค์¹ และมรรษกร เชื้อทองฮัว²

Pannarat Thitirattanaong¹ and Massaporn Cheuathonghua²

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ประเทศไทย^{1,2}

Faculty of Business Administration, Kasetsart University, Thailand^{1,2}

Corresponding author: pannarat.thi@ku.th¹

วันที่รับบทความ 6 มีนาคม 2569

วันที่แก้ไขบทความ 27 มีนาคม 2569

วันที่ตอบรับบทความ 3 เมษายน 2569

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการเข้าจดทะเบียนตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ ตั้งแต่เดือนกันยายน 2566 ถึงเดือนกันยายน 2568 การศึกษานี้เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ 15 หลักทรัพย์อ้างอิง ที่เข้าจดทะเบียนตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DR) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 18 เหตุการณ์ โดยใช้การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) เพื่อศึกษาผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์อ้างอิง การศึกษานี้วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้แบบจำลอง 3 รูปแบบ ได้แก่ Mean Adjusted Return Model, Market Adjusted Return Model และ Market Model เพื่อคำนวณหาผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วง ± 7 วัน และ ± 30 วัน และทดสอบนัยสำคัญทางสถิติด้วยวิธี t-test ผลการศึกษาพบว่า การเข้าจดทะเบียน DR ของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วง ± 7 วัน ($-7, +7$) หลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามมีผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยเป็นบวกจาก Market Adjusted Return Model และ Market Model มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ส่วนหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศสิงคโปร์มีผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยเป็นบวกจาก Mean Adjusted Return Model มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาในช่วง ± 30 วัน ($-30, +30$) หลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามมีผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยเป็นลบจาก Market Adjusted Return Model มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% และ Market Model มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ในขณะที่หลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศสิงคโปร์ไม่พบผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

คำสำคัญ: การเข้าจดทะเบียน ตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ ผลตอบแทนที่ผิดปกติ หลักทรัพย์
อ้างอิง การศึกษาเหตุการณ์ อาเซียน การจดทะเบียนข้ามตลาด

Abstract

This study aims to examine the impact of depositary receipts listing in the Stock Exchange of Thailand on the abnormal returns of the underlying securities of Vietnam and Singapore, covering the period from September 2023 to September 2025. This study is quantitative research using secondary data from the daily closing prices of 15 underlying securities of common stocks in Vietnam and Singapore that are listed as 18 events of DR on the Stock Exchange of Thailand. An event study methodology is applied to analyze abnormal returns of underlying securities. For data analysis, this study employs three models including the Mean Adjusted Return Model, the Market Adjusted Return Model, and the Market Model, to calculate abnormal returns over ± 7 -day and ± 30 -day periods. The t-statistic is used in hypothesis testing to determine statistical significance. The results demonstrate that according to the Market Adjusted Return Model and Market Model, there are statistically significant cumulative average abnormal returns at the 1% level of underlying securities of Vietnam listing as DRs on the Stock Exchange of Thailand during the ± 7 -day period (-7, +7). Moreover, according to the Mean Adjusted Return Model, there are statistically significant cumulative average abnormal returns at the 5% level of underlying securities of Singapore. Specifically, the empirical evidence displays the positive results for both countries. However, when considering the ± 30 -day period (-30, +30), underlying securities of Vietnam show statistically significant cumulative average abnormal returns according to the Market Adjusted Return Model at the 10% level and Market Model at the 5% level, with the negative cumulative average abnormal returns for both models. In contrast, underlying securities of Singapore do not show statistically significant results.

Keywords: Listing, Depositary Receipt, Abnormal Return, Underlying Security, Event Study, ASEAN, Cross-listing

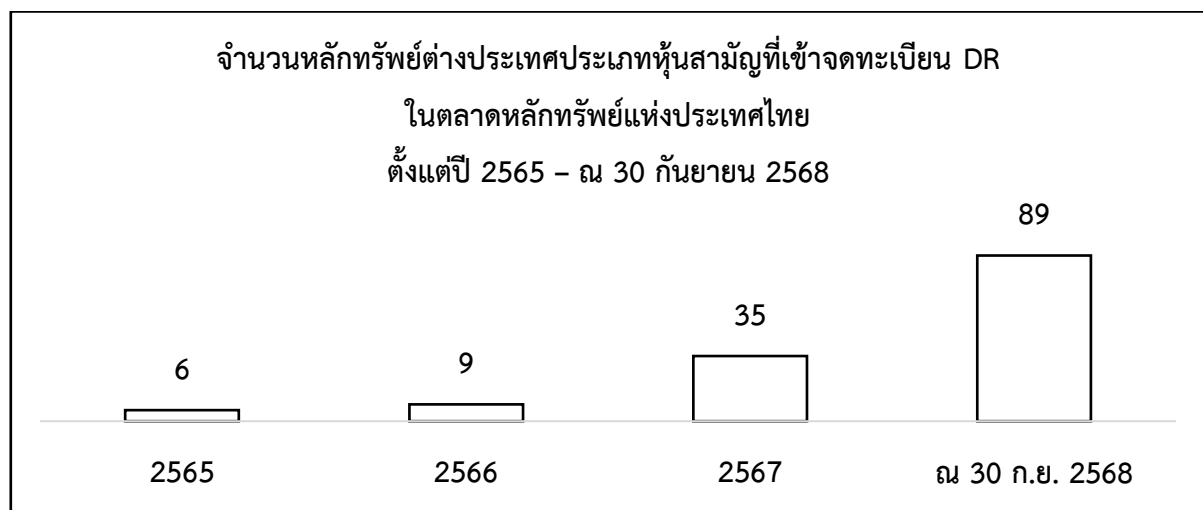
บทนำ

ตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ หรือ Depositary Receipt (DR) เป็นตราสารทางการเงินที่ทำให้นักลงทุนในประเทศหนึ่งสามารถลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศโดยไม่ต้องซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศโดยตรง เนื่องจากสามารถใช้ตราสารที่จดทะเบียนในตลาดท้องถิ่นเพื่อแทนหลักทรัพย์ของประเทศนั้น ๆ ซึ่งช่วยอำนวยความสะดวกแก่นักลงทุน และเพิ่มสภาพคล่องของหลักทรัพย์ข้ามประเทศ ตราสารประเภทนี้มีการใช้มาตั้งแต่ ค.ศ. 1927 โดยเริ่มต้นเป็นที่รู้จักกันในชื่อ American Depositary Receipt (ADR) ซึ่งเป็นตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศของสหรัฐอเมริกาที่ออกขายให้กับนักลงทุนในสหรัฐอเมริกาที่ต้องการซื้อขายหลักทรัพย์ต่างประเทศ (Citibank, 2018) และต่อมาได้มี DR เพิ่มขึ้นในหลายประเทศทั่วโลก เช่น Global Depositary Receipt (GDR) ซึ่งเป็นตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศที่ออกขายให้กับนักลงทุนในประเทศอื่น ๆ (ยกเว้น สหรัฐอเมริกา) ในขณะที่ยกเว้น Taiwan Depositary Receipt (TDR) เป็นตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศของประเทศไต้หวัน และ Indian Depositary Receipt (IDR) เป็นตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศของประเทศอินเดีย (สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย, ม.ป.ป.)

การศึกษาผลกระทบของเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับ DR ที่พบส่วนใหญ่ เป็นการศึกษา ADR โดยพบว่า ADR มีผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์อ้างอิงในช่วงรอบเหตุการณ์การจดทะเบียน และมีความแตกต่างของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ ADR ในตลาดเกิดใหม่และตลาดพัฒนาแล้ว Foerster and Karolyi (1999) ศึกษาผลกระทบของการจดทะเบียน ADR ในตลาดสหรัฐอเมริกาต่อพฤติกรรมราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์อ้างอิง โดยพบว่า การจดทะเบียนข้ามตลาดก่อให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติรอบเหตุการณ์ และลักษณะของผลกระทบแตกต่างกันระหว่างตลาดเกิดใหม่และตลาดพัฒนาแล้ว เช่นเดียวกับ Gabriel and Majerowska (2021) ที่พบว่า การออก ADR ส่งผลให้ผลตอบแทนผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์อ้างอิงในประเทศโปแลนด์ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และชี้ให้เห็นว่าประโยชน์ของการจดทะเบียนข้ามตลาดขึ้นอยู่กับบริบทของตลาดทุน โครงสร้างตลาด และระดับการบูรณาการของตลาดการเงินระหว่างประเทศ

ในขณะที่การศึกษาในทวีปเอเชีย Chaturvedula (2018) ศึกษาผลกระทบของการจดทะเบียน ADR และ GDR ต่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นในประเทศอินเดีย ในช่วงปี 2000 - 2007 พบว่า การจดทะเบียนในตลาดต่างประเทศทำให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นในระยะสั้น ซึ่งตรงข้ามกับ Liu and Huang (2011) ที่ศึกษาพฤติกรรมของราคาของ Taiwan Depositary Receipt (TDR) ในไต้หวัน โดยศึกษาบริษัทต่างชาติ 10 แห่งที่นำหลักทรัพย์มาจดทะเบียนเป็น TDR ในไต้หวัน ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง และมีหนึ่งบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ พบว่า หลักทรัพย์อ้างอิงมีการตอบสนองเชิงบวกต่อ "วันประกาศ" มากกว่า "วันจดทะเบียน" จากงานวิจัยข้างต้นนี้ชี้ให้เห็นว่าการจดทะเบียน DR ส่งผลกระทบท่อราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์อ้างอิงในลักษณะที่แตกต่างกันตามบริบทของตลาดทุน

ในส่วนของประเทศไทยนั้น ประเทศไทยมีความร่วมมือในระดับภูมิภาคทางเศรษฐกิจหรือประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน โดยมีธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้รับผิดชอบหลักด้านความร่วมมือทางการเงินเพื่อช่วยให้การทำธุรกิจและการลงทุนข้ามประเทศมีประสิทธิภาพ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2566) อีกทั้ง ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ได้มีการร่วมมือกันในการขยายโอกาสให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงหลักทรัพย์ของทั้งสองประเทศผ่าน DR (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงได้มีการพัฒนา DR ขึ้น เพื่อให้นักลงทุนไทยสามารถซื้อขายหลักทรัพย์ต่างประเทศในรูปแบบ DR ในตลาดของประเทศไทยได้ด้วยสกุลเงินบาทในบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์เดียวกันโดยไม่ต้องเปิดบัญชีต่างประเทศ เป็นการช่วยลดข้อจำกัดทางด้านภาษีและอัตราแลกเปลี่ยน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2565) ทำให้ลดภาระและความยุ่งยากในกระบวนการลงทุน อีกทั้งยังช่วยให้นักลงทุนมีทางเลือกในการจัดพอร์ตการลงทุนเพื่อกระจายความเสี่ยงและเพิ่มโอกาสรับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศได้โดยตรง ส่งผลให้ในปัจจุบัน DR ได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้น และมีหลักทรัพย์ต่างประเทศประเภทหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียน DR ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ตามรูปที่ 1 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2568)



รูปที่ 1 จำนวนหลักทรัพย์ต่างประเทศประเภทหุ้นสามัญที่เข้าจดทะเบียน DR ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2565 – ณ 30 กันยายน 2568

ในบริบทของ Asia Pacific โดยเฉพาะตลาดในกลุ่มอาเซียน Bekaert and Harvey (2003) ชี้ให้เห็นว่า ตลาดทุนในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ รวมถึงภูมิภาคเอเชีย-แปซิฟิก มีโครงสร้างตลาด ระดับประสิทธิภาพ และการตอบสนองต่อข้อมูลที่แตกต่างจากตลาดพัฒนาแล้วอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ งานวิจัยยังเน้นว่าหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) และกลไกการสะท้อนข้อมูลในตลาดเหล่านี้ ยังมีจำนวนจำกัดเมื่อเทียบกับการศึกษาดังกล่าวในตลาดสหรัฐอเมริกาและยุโรป ซึ่งสอดคล้องกับข้อสังเกตว่า

การศึกษาผลกระทบของเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียน DR ในตลาดหลักทรัพย์ในบริบทของประเทศในกลุ่มอาเซียนและการเปรียบเทียบผลการศึกษาระหว่างตลาดภายในภูมิภาคนี้ยังเป็นช่องว่างทางวิชาการที่สำคัญ

จากบริบทของภูมิภาคอาเซียนที่กำลังมีการบูรณาการทางเศรษฐกิจและการเคลื่อนไหวของตลาดทุนเพิ่มขึ้น ประเทศเวียดนามและสิงคโปร์มีคุณสมบัติที่แตกต่างกัน โดยสาธารณรัฐสิงคโปร์เป็นหนึ่งในศูนย์กลางการเงินหลักของภูมิภาคเอเชียที่มีตลาดทุนที่พัฒนาแล้วและมีสภาพคล่องสูง จัดเป็นตลาดที่พัฒนาแล้ว (Developed Market) เพียงแห่งเดียวในภูมิภาคอาเซียน ในขณะที่ประเทศเวียดนามถือเป็นตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) ที่มีการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็วและมี GDP เติบโตมากที่สุดในภูมิภาคอาเซียนในปัจจุบัน จึงทำให้นักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศให้ความสนใจในการลงทุนในประเทศเวียดนามอย่างต่อเนื่อง (Atje & Titihiruw, 2016) นอกจากนี้ ในภูมิภาคอาเซียน ประเทศเวียดนามและสิงคโปร์เป็นประเทศที่นำหลักทรัพย์อ้างอิงเข้าจดทะเบียน DR ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพียงสองประเทศเท่านั้น ดังนั้น การเปรียบเทียบผลกระทบจากการเข้าจดทะเบียน DR ในสองประเทศที่มีความแตกต่างกันทั้งด้านโครงสร้างเศรษฐกิจและสภาพตลาดทุน จะทำให้สามารถวิเคราะห์รูปแบบผลตอบแทนที่ผิดปกติและพฤติกรรมราคาที่น่าจะแตกต่างกันได้ ส่งผลให้การเปรียบเทียบระหว่างกรณีศึกษามีความเหมาะสมและให้ข้อมูลเชิงบริบทที่สำคัญต่อการทำความเข้าใจวิธีการที่ตลาดทุนในภูมิภาคเดียวกันตอบสนองต่อผลิตภัณฑ์ทางการเงินข้ามประเทศนี้

ด้วยเหตุนี้ งานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาผลกระทบของการเข้าจดทะเบียน DR ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ เพื่อวิเคราะห์ว่าการเข้าจดทะเบียน DR ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์หรือไม่ รวมถึงเปรียบเทียบความแตกต่างของผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์อ้างอิงระหว่างตลาดเกิดใหม่ (ประเทศเวียดนาม) และตลาดพัฒนาแล้ว (ประเทศสิงคโปร์) ว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่ในช่วงเวลาที่มีการเข้าจดทะเบียน DR นอกจากนี้จากการทบทวนวรรณกรรมในเชิงวิชาการที่ผ่านมา การศึกษาส่วนใหญ่มุ่งเน้นไปที่ตลาดพัฒนาแล้ว (Developed Market) เช่น สหรัฐอเมริกา และมักพบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์อ้างอิงในเชิงลบ ในขณะที่ การศึกษาในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) อย่างเช่นไต้หวัน กลับพบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์อ้างอิงในเชิงบวก ซึ่งผลการศึกษาไม่สอดคล้องกันระหว่างตลาดเกิดใหม่กับตลาดพัฒนาแล้ว จึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจในการเปรียบเทียบผลการศึกษาของประเทศเวียดนามที่เป็นตลาดเกิดใหม่และประเทศสิงคโปร์ที่เป็นตลาดพัฒนาแล้วที่เข้าจดทะเบียน DR ในประเทศไทยที่เป็นตลาดเกิดใหม่ ประกอบกับการที่ยังไม่พบการศึกษาในประเทศไทยมาก่อน การศึกษานี้จึงสามารถชี้ให้เห็นว่า ตลาดทุนในภูมิภาคอาเซียนที่เป็นตลาดเกิดใหม่อย่างตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนามและตลาดพัฒนาแล้วอย่างตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสิงคโปร์มีประสิทธิภาพเพียงใดในการประเมินข้อมูลใหม่ที่เกิดจากการนำหลักทรัพย์ไปจดทะเบียนข้ามประเทศในตลาดทุนอื่นอย่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นตลาดเกิดใหม่ ซึ่งเป็นการช่วยเติมเต็มช่องว่างของ

งานวิจัยที่ส่วนใหญ่มุ่งเน้นเฉพาะการศึกษาในตลาดพัฒนาแล้ว และมีผลลัพธ์ที่แตกต่างจากตลาดเกิดใหม่ ผลการศึกษาที่ได้จะไม่เพียงแต่ช่วยเปรียบเทียบกับงานวิจัยในอดีตที่มีความแตกต่างกันเท่านั้น แต่ยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนสถาบันและรายย่อยในการตัดสินใจลงทุน เสริมสร้างความเข้าใจเชิงตลาด และสนับสนุนการกำหนดนโยบายหรือกฎเกณฑ์ที่เหมาะสมสำหรับการพัฒนาตลาดทุนในอาเซียนให้สอดคล้องกับบริบทโลกยุคปัจจุบัน อีกทั้งการศึกษาในครั้งนี้ จะช่วยอธิบายได้ว่า แม้ตลาดพัฒนาแล้วอย่างตลาดหลักทรัพย์ สิงคโปร์ซึ่งเป็นตลาดที่มีขนาดใหญ่กว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การเข้าจดทะเบียน DR ในประเทศไทย โดยเฉพาะ DR ที่อ้างอิงกับหลักทรัพย์รายตัวของประเทศสิงคโปร์ก็สามารถสร้างผลตอบแทนที่ผิดปกติได้จาก อุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นนี้ ส่งผลให้ผู้ออก DR จำเป็นต้องซื้อหลักทรัพย์อ้างอิงในประเทศ สิงคโปร์เพื่อลดความเสี่ยงจากแรงซื้อ DR ในประเทศไทย ถือเป็นแรงซื้อใหม่โดยตรงต่อหลักทรัพย์อ้างอิง โดยเฉพาะถ้าหลักทรัพย์อ้างอิงตัวนั้นมี Free Float ไม่สูงมาก หรือมีสภาพคล่องจำกัดในช่วง การเข้า จดทะเบียน DR ในประเทศไทยจะทำให้สามารถสร้างผลตอบแทนที่ผิดปกติได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของตราสารแสดงสิทธิ ในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (Depository Receipts) ต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์อ้างอิงของ ประเทศเวียดนามและสิงคโปร์
2. เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างของผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์อ้างอิงระหว่างตลาดเกิดใหม่ (ประเทศเวียดนาม) และตลาดพัฒนาแล้ว (ประเทศสิงคโปร์) ในช่วงเวลาที่มีการเข้าจดทะเบียนตราสารแสดงสิทธิ ในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (Depository Receipts) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อเปรียบเทียบผลการศึกษาผ่านแบบจำลองการคำนวณผลตอบแทนปกติที่ต่างกัน ได้แก่ Mean Adjusted Return Model, Market Adjusted Return Model และ Market Model

การทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH)

Fama (1970) ได้ให้คำจำกัดความของตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) คือ ตลาดที่ราคา หลักทรัพย์ ณ เวลาใด ๆ ก็ตามจะสะท้อนข้อมูลที่มีอยู่อย่างเต็มที่ (fully reflect) หมายความว่า ราคา หลักทรัพย์ในตลาดจะปรับตัวรับข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดอย่างทันทีและสมบูรณ์ ทำให้เป็นไปได้ที่นักลงทุนจะ สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) ได้อย่างสม่ำเสมอ และได้เสนอแนวคิด เกี่ยวกับระดับของตลาดที่มีประสิทธิภาพ โดยจำแนกออกเป็น 3 รูปแบบหลัก ตามประเภทของข้อมูลที่สะท้อน อยู่ในราคาหลักทรัพย์ ดังนี้ 1) Weak-form efficiency ตลาดที่มีประสิทธิภาพในรูปแบบอ่อน หมายถึง สภาวะที่ราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลในอดีตทั้งหมด 2) Semi-strong form efficiency ตลาดที่มี ประสิทธิภาพในรูปแบบกึ่งแข็ง เป็นระดับที่ราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลสาธารณะทั้งหมดอย่างครบถ้วนและ

รวดเร็ว และ 3) Strong-form efficiency ตลาดที่มีประสิทธิภาพในรูปแบบแข็ง เป็นระดับสูงสุดของตลาดที่มีประสิทธิภาพ โดยราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลทั้งหมดที่เกี่ยวข้อง ทั้งข้อมูลสาธารณะและข้อมูลภายใน (Inside Information) ซึ่งรวมถึงข้อมูลที่ยังไม่เปิดเผยต่อสาธารณชน ซึ่งตามทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะในรูปแบบกึ่งแข็ง (Semi-strong form efficiency) ถือเป็นกรอบแนวคิดสำคัญของการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) เนื่องจากตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่า ราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลสาธารณะทั้งหมดอย่างรวดเร็วและครบถ้วน เมื่อมีการเปิดเผยข้อมูลหรือเกิดเหตุการณ์สำคัญใหม่ในตลาด ราคาหลักทรัพย์ควรปรับตัวทันทีเพื่อสะท้อนผลกระทบของข้อมูลดังกล่าว

ดังนั้น หากข่าวสารเรื่องการเข้าจดทะเบียน DR ของหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ถูกรับรู้ล่วงหน้า ราคาหลักทรัพย์อ้างอิงในประเทศต้นทางย่อมเกิดการปรับตัวเพื่อตอบรับข่าวสารดังกล่าวก่อนวันเข้าจดทะเบียนจริง (Listing Date) ส่งผลให้การศึกษาครั้งนี้มุ่งเน้นไปที่การวิเคราะห์ว่า การเข้าจดทะเบียน DR ในประเทศไทย ส่งผลให้หลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเวลารอบเหตุการณ์หรือไม่ หากพบว่าเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงเวลารอบเหตุการณ์ แต่ไม่พบในวันที่เข้าจดทะเบียนจริง อาจสะท้อนได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์มีประสิทธิภาพในรูปแบบกึ่งแข็ง (Semi-strong form efficiency) เนื่องจากราคาหลักทรัพย์อ้างอิงได้ตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารไปล่วงหน้าแล้ว

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณเป็นหนึ่งในแนวคิดพื้นฐานที่มีความสำคัญอย่างยิ่งในการอธิบายพฤติกรรมของผู้มีข้อมูลภายในองค์กรและปฏิกิริยาของตลาดทุนภายใต้สภาวะที่ข้อมูลระหว่างผู้มีส่วนได้เสียไม่สมมาตรกัน แนวคิดนี้ถูกเสนอขึ้นเป็นครั้งแรกโดย Spence (1973) ซึ่งทฤษฎีการส่งสัญญาณมักถูกใช้เป็นกรอบแนวคิดในการอธิบายผลการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) จากเหตุการณ์ต่าง ๆ เช่น การประกาศจ่ายเงินปันผล การออกตราสารทางการเงินใหม่ การควบรวมกิจการ หรือการประกาศผลประกอบการของบริษัท ล้วนสามารถถูกมองว่าเป็นสัญญาณที่บริษัทส่งไปยังตลาด หากตลาดให้ความสำคัญกับสัญญาณดังกล่าว ราคาหลักทรัพย์ควรแสดงการเปลี่ยนแปลงที่มีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงเวลารอบเหตุการณ์

การเข้าจดทะเบียน DR ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ถือเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งของบริษัทในประเทศต้นทาง ซึ่งอาจตีความได้ว่าเป็นสัญญาณเชิงบวก เนื่องจากสามารถเพิ่มสภาพคล่องให้กับหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ จากการขยายฐานนักลงทุนมายังประเทศไทย อย่างไรก็ตาม ทิศทางการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์อ้างอิงขึ้นอยู่กับการตีความของนักลงทุนในประเทศต้นทาง ซึ่งหากตลาดมีการตอบรับต่อเหตุการณ์ดังกล่าว จะส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเวลารอบเหตุการณ์

ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information Theory)

ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูลเป็นแนวคิดสำคัญทางเศรษฐศาสตร์และการเงินที่อธิบายสภาวะที่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดมีระดับการเข้าถึงข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน โดยฝ่ายหนึ่งมีข้อมูลมากกว่าหรือมีคุณภาพของข้อมูลดีกว่าอีกฝ่ายหนึ่ง แนวคิดนี้ได้รับการพัฒนาจากงานของ Akerlof (1970) ซึ่งในบริบทของตลาดทุน

ระหว่างประเทศ ความไม่สมมาตรของข้อมูลมีแนวโน้มทวีความรุนแรงมากขึ้น เนื่องจากความแตกต่างด้านกฎระเบียบ ภาษา ระบบบัญชี และวัฒนธรรมการเปิดเผยข้อมูล นักลงทุนในตลาดปลายทางอาจไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลของบริษัทต่างประเทศได้อย่างเท่าเทียมกับนักลงทุนในตลาดต้นทาง ซึ่งอาจส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เบี่ยงเบนจากมูลค่าที่แท้จริงในบางช่วงเวลา (Karolyi, 2012)

การจดทะเบียน DR ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นกลไกสำคัญในการลดความไม่สมมาตรของข้อมูล เนื่องจากเป็นตัวกลางในการเพิ่มการรับรู้ข้อมูลข่าวสารของหลักทรัพย์อ้างอิงจากประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ให้แก่นักลงทุนในประเทศไทย การลดช่องว่างด้านข้อมูลนี้ไม่เพียงแต่ส่งผลต่อราคา DR ในประเทศไทยเท่านั้น แต่ยังอาจส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์อ้างอิงในประเทศต้นทาง ผ่านการเปิดเผยข้อมูลของหลักทรัพย์อ้างอิงและการเข้าถึงที่ง่ายขึ้น ซึ่งนำไปสู่การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเวลาที่มีการรับรู้ข้อมูลข่าวสารดังกล่าว

ทฤษฎีการเพิ่มการรับรู้และความสนใจของนักลงทุน (Investor Recognition หรือ Increased Visibility Hypothesis)

Merton (1987) ได้เสนอแบบจำลอง Investor Recognition Hypothesis เพื่ออธิบายว่า การที่นักลงทุนรับรู้หรือไม่รับรู้การมีอยู่ของหลักทรัพย์บางรายการในตลาด ส่งผลโดยตรงต่ออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ (Required Rate of Return) และยังชี้ให้เห็นว่า หลักทรัพย์ที่มีนักลงทุนรับรู้ในวงจำกัด จะเผชิญกับอุปสงค์ที่ต่ำกว่า และจำเป็นต้องให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการขาดการกระจายความเสี่ยงในกลุ่มนักลงทุน และในบริบทของตลาดทุน การเพิ่มการมองเห็น (Visibility) ของหลักทรัพย์สามารถเกิดขึ้นได้จากหลายปัจจัย เช่น การจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ การจดทะเบียนข้ามตลาด (Cross-listing) การออกตราสารทางการเงินใหม่ การถูกเพิ่มเข้าในดัชนีตลาดหลักทรัพย์ หรือการได้รับการติดตามจากนักวิเคราะห์และสื่อมวลชน งานวิจัยจำนวนมากพบว่า เหตุการณ์เหล่านี้มักส่งผลให้ปริมาณการซื้อขายและความสนใจของนักลงทุนเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (Baker & Wurgler, 2007)

ดังนั้น DR จึงถูกมองว่าเป็นกลไกหนึ่งในการเพิ่มการรับรู้และความสนใจของนักลงทุนในตลาดปลายทาง (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) เนื่องจาก DR ช่วยให้หลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ได้รับการมองเห็นจากนักลงทุนในไทย ซึ่งอาจส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายและราคาหลักทรัพย์อ้างอิงจากการเพิ่มการมองเห็นดังกล่าว และอาจทำให้ราคาหลักทรัพย์อ้างอิงแสดงผลตอบแทนที่ผิดปกติในที่สุด

ทฤษฎีการแบ่งส่วนตลาด (Market Segmentation Theory)

ทฤษฎีการแบ่งส่วนตลาดในบริบทของการเงินระหว่างประเทศ (International Market Segmentation) อธิบายว่า ในสภาวะที่ตลาดทุนแต่ละประเทศไม่สามารถเชื่อมโยงกันได้อย่างสมบูรณ์ เนื่องจากมีอุปสรรคในการลงทุนข้ามพรมแดน (Investment Barriers) เช่น ข้อจำกัดด้านกฎหมาย ภาษี ต้นทุนธุรกรรมที่สูง สกุลเงินที่แตกต่างกัน และการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (Stulz, 1981) ส่งผลให้หลักทรัพย์ชนิดเดียวกันที่มีการจดทะเบียนคนละตลาดกัน อาจมีราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน เนื่องจากราคาและ

ผลตอบแทนถูกกำหนดจากปัจจัยเสี่ยงในประเทศนั้น ๆ นักลงทุนจึงไม่สามารถกระจายความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Errunza & Losq, 1985)

จากทฤษฎีการแบ่งส่วนตลาด DR จึงเป็นเครื่องมือในการ "ทลายกำแพงการแบ่งส่วนตลาด" (Integrating Segments) ดังกล่าว เนื่องจากทำให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงหลักทรัพย์ต่างประเทศได้โดยตรงผ่านตลาดทุนในประเทศของตนเอง ซึ่งช่วยลดข้อจำกัดด้านกฎหมาย ภาษี และสกุลเงิน ส่งผลให้มีอุปสงค์ในหลักทรัพย์อ้างอิงที่เพิ่มขึ้นจากการขยายฐานนักลงทุน จนอาจทำให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์อ้างอิงในประเทศต้นทาง

แนวคิดการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study Concept)

การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) เป็นระเบียบวิธีวิจัยเชิงประจักษ์ที่ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลายในสาขาการเงินและตลาดทุน โดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อวิเคราะห์ว่าราคาหลักทรัพย์ตอบสนองต่อข้อมูลหรือเหตุการณ์เฉพาะอย่างไรในช่วงเวลาหนึ่ง แนวคิดสำคัญของการศึกษาเหตุการณ์ตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลที่มีอยู่ในตลาด และเมื่อเกิดเหตุการณ์ใหม่ที่มีสาระสำคัญต่อมูลค่าของบริษัท ราคาหลักทรัพย์จะมีการปรับตัวเพื่อสะท้อนข้อมูลดังกล่าว (Fama et al., 1969)

ตามแนวทางของ Brown and Warner (1985) งานวิจัยนี้ใช้แบบจำลองในการประมาณการผลตอบแทนปกติที่คาดหวังจำนวน 3 วิธี ได้แก่ Mean Adjusted Return Model, Market Adjusted Return Model และ Market Model เพื่อคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return: AR) ของหลักทรัพย์อ้างอิง โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อแยกการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดจากเหตุการณ์ที่ศึกษาออกจาก การเปลี่ยนแปลงของราคาที่เกิดจากปัจจัยทั่วไปของตลาดหรือเหตุการณ์อื่นที่ไม่เกี่ยวข้อง ซึ่งการใช้แบบจำลองมากกว่าหนึ่งวิธีในการประมาณการผลตอบแทนปกติที่คาดหวังมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อทำการตรวจสอบความคงทนของผลลัพธ์ (Robustness Check)

ซึ่งแต่ละแบบจำลองตั้งอยู่บนข้อสมมติฐานเกี่ยวกับการปรับความเสี่ยง (Risk Adjustment) และโครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์กับตลาดที่แตกต่างกัน ดังนี้ Mean Adjusted Return Model มีสมมติฐานว่า ผลตอบแทนปกติที่คาดหวังของหลักทรัพย์มีค่าเท่ากับค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์ เป็นวิธีที่คำนวณง่ายที่สุด แต่ก็มีคามแม่นยำต่ำที่สุดเช่นกัน Market Adjusted Return Model มีสมมติฐานว่า ผลตอบแทนปกติที่คาดหวังของหลักทรัพย์มีค่าเท่ากับผลตอบแทนของตลาดในช่วงเวลาเดียวกัน โดยไม่ได้ปรับค่าความเสี่ยงเฉพาะตัว (Beta) และไม่ต้องใช้ข้อมูลในช่วงประมาณการเพื่อหาค่าพารามิเตอร์ ซึ่งถ้าข้อมูลในอดีตมีจำกัด สามารถนำแบบจำลองนี้มาใช้ได้ แต่ก็มีข้อจำกัดในเรื่องของความแตกต่างของความเสี่ยงระหว่างหลักทรัพย์แต่ละตัว Market Model เป็นแบบจำลองที่ใช้สมการถดถอยเชิงเส้น (Ordinary Least Square: OLS) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์และตลาด โดยมีการปรับค่า α และ β ของหลักทรัพย์แต่ละตัว เป็นแบบจำลองที่มีประสิทธิภาพมากที่สุดเมื่อเทียบกับอีกสองแบบจำลอง เนื่องจากสามารถกำจัดอิทธิพลของตลาดออกไปได้ดี ทำให้การทดสอบความผิดปกติของราคามีความแม่นยำ แม้ในช่วงเวลาที่เหตุการณ์เกิดขึ้นพร้อมกัน แต่ต้องใช้ข้อมูลย้อนหลังที่เพียงพอและต่อเนื่อง เพื่อประมาณการ

ค่าพารามิเตอร์ที่คงที่ ทั้งนี้ หากผลการวิจัยที่ได้จากทั้งสามแบบจำลองมีความสอดคล้องกัน จะช่วยยืนยันความแข็งแกร่งของผลลัพธ์ (Robustness of Results) เพิ่มความน่าเชื่อถือทางสถิติของผลกระทบที่ค้นพบ และลดความกังวลเกี่ยวกับอคติที่อาจเกิดจากการเลือกใช้แบบจำลองเพียงรูปแบบเดียว

แนวคิดเกี่ยวกับตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (Depository Receipt: DR)

ตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศเป็นตราสารทางการเงินที่ออกโดยสถาบันการเงินหรือผู้ดูแลรับฝากหลักทรัพย์ (Depository) เพื่อแสดงสิทธิในการถือครองหลักทรัพย์อ้างอิงซึ่งจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ โดยผู้ลงทุนสามารถซื้อขาย DR ได้ในตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศของตน เสมือนเป็นการลงทุนในหลักทรัพย์ภายในประเทศ ทั้งที่หลักทรัพย์อ้างอิงนั้นจดทะเบียนอยู่ในต่างประเทศ (รัฐศรัณย์ ธนไพศาลกิจ และฐิติเมธ โภคชัย, 2566) ลักษณะดังกล่าวทำให้ DR เป็นกลไกสำคัญที่เชื่อมโยงตลาดทุนภายในประเทศกับตลาดทุนระหว่างประเทศอย่างมีประสิทธิภาพ

นอกจากนี้ DR ยังมีบทบาทในการช่วยลดข้อจำกัดที่มักพบในการลงทุนข้ามประเทศ ไม่ว่าจะเป็นความแตกต่างด้านกฎระเบียบ สกุลเงิน ระบบการชำระราคา และต้นทุนในการทำธุรกรรม ส่งผลให้นักลงทุนโดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อย สามารถเข้าถึงการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศได้สะดวกยิ่งขึ้น โดยไม่จำเป็นต้องเปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ในต่างประเทศโดยตรง (Karolyi, 2012) คุณลักษณะดังกล่าวช่วยเพิ่มโอกาสในการกระจายการลงทุนและลดความเสี่ยงจากการพึ่งพาลตลาดทุนเพียงแห่งเดียว

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับ DR พบว่า เหตุการณ์ของการประกาศหรือการเข้าจดทะเบียน DR ส่งผลกระทบท่อราคาหลักทรัพย์อ้างอิงได้ทั้งเชิงบวกและเชิงลบ ขึ้นอยู่กับบริบทของตลาดทุนและการตีความข้อมูลของนักลงทุน สำหรับผลกระทบในเชิงบวกนั้น Liu and Huang (2011) และ Oran (1999) ให้เหตุผลที่สอดคล้องกันว่า การเข้าจดทะเบียน DR เป็นการลดอุปสรรคในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน (Market Segmentation Theory) และเป็นการขยายฐานนักลงทุน เนื่องจากช่วยให้นักลงทุนต่างชาติเข้าถึงหลักทรัพย์อ้างอิงได้ง่ายขึ้น เป็นการเพิ่มอุปสงค์ (Demand) และเพิ่มสภาพคล่อง ซึ่งนักลงทุนมองว่าเป็นข่าวดี (Good News) จึงทำให้ราคาหลักทรัพย์อ้างอิงสูงขึ้น ส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวกในช่วงก่อนการเข้าจดทะเบียนจริง นอกจากนี้ปัจจัยด้านการเข้าถึงแหล่งเงินทุนแล้ว Smirnova (2008) พบว่าการออก DR ถือเป็นเครื่องมือเชิงกลยุทธ์ในการส่งสัญญาณว่าบริษัทมีความโปร่งใส โดยเป็นการลดความเสี่ยงด้านการกำกับดูแล (Governance) และลดปัญหาเรื่องการทุจริต ซึ่งการยกระดับมาตรฐานในการเปิดเผยข้อมูลตามกฎหมายของประเทศที่ออก DR ทำให้สร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุน และส่งผลบวกต่อมูลค่าของบริษัท

ในทางกลับกัน งานวิจัยหลายฉบับพบผลกระทบในเชิงลบ โดยเฉพาะในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) Chaturvedula (2018), Lipchak (2011) และ De Silva (2004) ชี้ให้เห็นว่า ต้นทุนการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ (Compliance Costs) และความเสี่ยงด้านกฎหมายภายใต้กฎเกณฑ์ที่เข้มงวดของสหรัฐอเมริกา อาจสูงจนไม่คุ้มค่างับประโยชน์ที่ได้รับ ซึ่งนักลงทุนมองว่าเป็นข่าวร้าย (Bad News) การจดทะเบียน ADR จึงมักส่งผลกระทบเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์อ้างอิงของบริษัทในเอเชียที่กำลังพัฒนา สอดคล้องกับ Gabriel

and Majerowska (2021) ที่ระบุว่าในยุคปัจจุบันที่ตลาดทุนโลกมีความเชื่อมโยงกันสูง (Financial Integration) ประโยชน์จากการออก DR ในการลดต้นทุนเงินทุนจึงลดน้อยลงจนทำให้นักลงทุนมองว่าเป็นภาระด้านค่าธรรมเนียมมากกว่าโอกาสในการเติบโต นอกจากนี้ Hwang (2013) ยังสะท้อนการศึกษาผ่านทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่พบว่า การออก DR อาจถูกตีความว่าเป็นจังหวะที่ผู้บริหารฉวยโอกาสระดมทุนในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์สูงเกินจริง (Market Timing) ซึ่งส่งผลกระทบในเชิงลบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนในระยะยาว อีกทั้ง นักลงทุนในตลาดคาดการณ์ไว้ล่วงหน้าแล้วว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจะลดลงในอนาคต

สมมติฐานการวิจัย

การศึกษานี้มุ่งศึกษาผลกระทบของการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ โดยกำหนดสมมติฐานการวิจัยภายใต้กรอบแนวคิดการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) เพื่อทดสอบว่าการเข้าจดทะเบียน DR ก่อให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์อ้างอิงในช่วงเวลารอบวันที่เกิดเหตุการณ์หรือไม่ ทั้งนี้ สมมติฐานการวิจัยที่กำหนดขึ้นมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

สมมติฐานหลัก (H_0) : อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์อ้างอิง (AAR_t) ณ วันที่ t ใด ๆ ในช่วงเกิดเหตุการณ์ เท่ากับ 0 หรือ ไม่พบความผิดปกติของผลตอบแทนหลักทรัพย์อ้างอิงในช่วงวันที่เข้าจดทะเบียน DR

สมมติฐานทางเลือก (H_1) : อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์อ้างอิง (AAR_t) ณ วันที่ t ใด ๆ ในช่วงเกิดเหตุการณ์ ไม่เท่ากับ 0 หรือ พบความผิดปกติของผลตอบแทนหลักทรัพย์อ้างอิงในช่วงวันที่เข้าจดทะเบียน DR

สมมติฐานหลัก (H_0) : อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยของหลักทรัพย์อ้างอิง ($CAAR_{t_1,t_2}$) ในช่วงระยะเวลา (t_1, t_2) เท่ากับ 0 หรือ ไม่พบความผิดปกติของผลตอบแทนหลักทรัพย์อ้างอิงในช่วงวันที่เข้าจดทะเบียน DR

สมมติฐานทางเลือก (H_1) : อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยของหลักทรัพย์อ้างอิง ($CAAR_{t_1,t_2}$) ในช่วงระยะเวลา (t_1, t_2) ไม่เท่ากับ 0 หรือ พบความผิดปกติของผลตอบแทนหลักทรัพย์อ้างอิงในช่วงวันที่เข้าจดทะเบียน DR

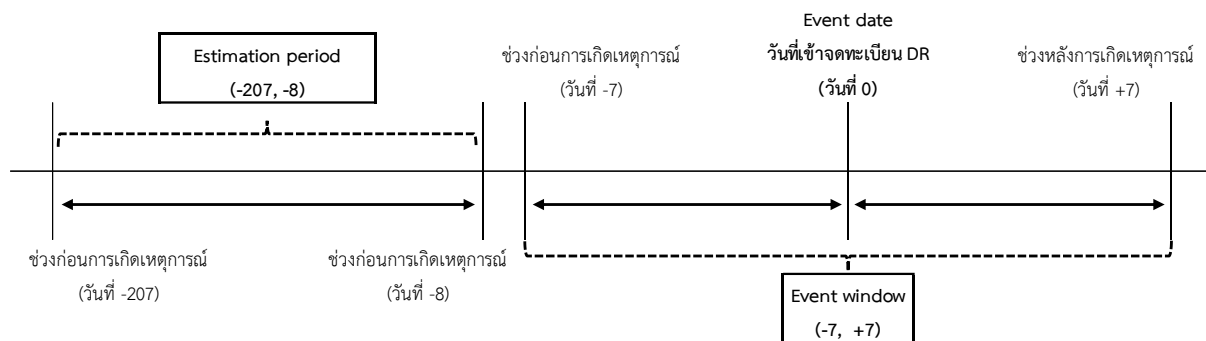
ระเบียบวิธีการวิจัย

การศึกษานี้เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) ประเภทการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) โดยใช้แหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ในการวิเคราะห์หลักทรัพย์รายตัวของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ที่มีการเข้าจดทะเบียน DR ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่เดือนกันยายน 2566 ถึงเดือนกันยายน 2568 รวมทั้งสิ้น 15 หลักทรัพย์อ้างอิง จากเหตุการณ์ในวันที่เข้าจดทะเบียน DR รวมทั้งสิ้น 18 เหตุการณ์ ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลราคาปิดรายวันของ

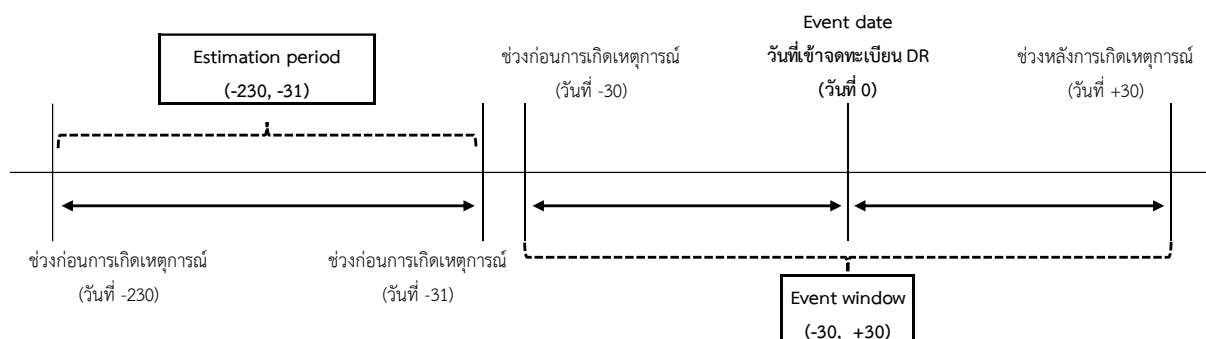
หลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ช่วงก่อนและหลังเหตุการณ์การเข้าจดทะเบียน DR ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในส่วนของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ การศึกษานี้ใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์อ้างอิง 2 ดัชนี ได้แก่ VN-Index สำหรับตลาดหลักทรัพย์โฮจิมินห์ (Ho Chi Minh Stock Exchange) และ Straits Times Index สำหรับตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Singapore Exchange) เพื่อใช้ในการคำนวณในวิธี Market Adjusted Return Model และ Market Model โดยเก็บรวบรวมจากฐานข้อมูล Bloomberg ทั้งนี้ การเก็บข้อมูลหลักทรัพย์อ้างอิงและดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์จะใช้สกุลเงินบาท เพื่อให้สอดคล้องกับ DR ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการซื้อขายโดยใช้สกุลเงินบาทเป็นหลัก

ประเทศไทยเริ่มมี DR ครั้งแรกในปี พ.ศ. 2561 (สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย, ม.ป.ป.) แต่เริ่มมีหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์เข้าจดทะเบียน DR ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2566 จึงกำหนดขอบเขตการศึกษาไว้ในช่วงเดือนกันยายน 2566 ถึงเดือนกันยายน 2568 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่มีการนำหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของทั้งสองประเทศเข้ามาจดทะเบียน DR เป็นครั้งแรก ส่งผลให้มีข้อจำกัดในเรื่องของจำนวนกลุ่มตัวอย่างและระยะเวลาที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้เลือกเฉพาะหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ เนื่องจากเป็นประเทศที่อยู่ในภูมิภาคอาเซียนเช่นเดียวกับประเทศไทย และยังมีโครงสร้างตลาดทุนที่แตกต่างกันอย่างชัดเจน ซึ่งจะช่วยให้สามารถเปรียบเทียบผลกระทบของเหตุการณ์การเข้าจดทะเบียน DR ที่คาดว่าจะให้ผลลัพธ์ที่มีความแตกต่างกัน

การกำหนดช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ 1) วันที่เกิดเหตุการณ์ (Event date) คือวันที่เข้าจดทะเบียน (Listing date) DR ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นวันที่ 0 เนื่องจากวันที่ประกาศ (Announcement Dates) DR ใกล้เคียงกับวันที่เข้าจดทะเบียนมาก (1 วันก่อนวันที่เข้าจดทะเบียน) จึงเลือกใช้วันที่มีผลจริงคือ วันที่เข้าจดทะเบียน เป็นวันที่เกิดเหตุการณ์ 2) ช่วงประมาณการ (Estimation period) กำหนด 200 วันก่อนวัน -7 และ -30 เพื่อตั้งสมมติฐานผลตอบแทนปกติ เนื่องจากการกำหนดระยะเวลา 200 วัน ถือว่าเพียงพอต่อการให้ค่าประมาณการพารามิเตอร์ (α และ β) ที่แม่นยำและมีนัยสำคัญทางสถิติ ตามแนวทางของ MacKinlay (1997) ซึ่งอธิบายว่าช่วงเวลาประมาณการควรมีความยาวที่เพียงพอเพื่อให้ค่าพารามิเตอร์มีความเสถียร โดยปกติจะใช้เวลา 120 วันทำการ และต้องไม่ทับซ้อนกับช่วงเวลาเหตุการณ์ (Event Window) เพื่อป้องกันปัญหาการปนเปื้อนของข้อมูล (Contamination) ที่อาจส่งผลให้การคำนวณผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) มีความคลาดเคลื่อน และ 3) ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event window) เป็นช่วงก่อนและหลังวันที่เกิดเหตุการณ์ โดยกำหนดระยะเวลาเป็น 2 ช่วง คือ ช่วง 7 วัน (-7, +7) และช่วง 30 วัน (-30, +30) ตามรูปที่ 2 และรูปที่ 3 เพื่อเปรียบเทียบความสอดคล้องของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์อ้างอิงใน 2 ช่วงระยะเวลา ซึ่งจะทำให้สามารถวิเคราะห์แนวโน้มของผลตอบแทนที่ผิดปกติได้ชัดเจนยิ่งขึ้น อีกทั้ง ยังเป็นการยืนยันว่าผลตอบแทนที่ผิดปกติของราคาหลักทรัพย์อ้างอิงที่เกิดขึ้นเป็นผลกระทบจากเหตุการณ์การเข้าจดทะเบียน DR



รูปที่ 2 ช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบจากวันที่เข้าจดทะเบียน DR ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ช่วง 7 วัน (-7, +7)



รูปที่ 3 ช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบจากวันที่เข้าจดทะเบียน DR ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ช่วง 30 วัน (-30, +30)

การศึกษานี้ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลจากการคำนวณอัตราผลตอบแทนปกติที่คาดหวังทั้งหมด 3 วิธี ได้แก่ Mean Adjusted Return Model, Market Adjusted Return Model และ Market Model จากงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า วิธี Market Model เป็นแบบจำลองที่สามารถควบคุมความเสี่ยงอย่างเป็นระบบ (Systematic Risk) ได้ดีที่สุด และเป็นที่ยอมรับมากที่สุด โดย Holler (2014) พบว่า ร้อยละ 79.1 ของงานวิจัยด้าน Event Study จากจำนวนทั้งหมด 400 ฉบับ เลือกใช้วิธี Market Model ในการคาดการณ์อัตราผลตอบแทนปกติที่คาดหวัง อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้ใช้วิธี Mean Adjusted Return Model และ Market Adjusted Return Model ในการคาดการณ์ผลตอบแทนปกติที่คาดหวังด้วยเช่นกัน เพื่อเปรียบเทียบผลการศึกษาแต่ละวิธี และเพื่อให้ได้ผลการศึกษาที่มีความแข็งแกร่ง (Robustness Check)

การคำนวณผลตอบแทนที่ผิดปกติของทั้ง 3 วิธี (Sitthipongpanich, 2011) สามารถแสดงได้ ดังนี้ การหาผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการคำนวณอัตราผลตอบแทนปกติที่คาดหวังด้วยวิธี Mean Adjusted Return Model

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \bar{R}_i \quad (1)$$

การหาผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการคำนวณอัตราผลตอบแทนปกติที่คาดหวังด้วยวิธี Market Adjusted Return Model

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (2)$$

การหาผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการคำนวณอัตราผลตอบแทนปกติที่คาดหวังด้วยวิธี Market Model

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}) \quad (3)$$

โดยกำหนดให้

$AR_{i,t}$ คือ ผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์อ้างอิง i ณ วันที่ t

$R_{i,t}$ คือ ผลตอบแทนที่แท้จริงในช่วงเกิดเหตุการณ์ของหลักทรัพย์อ้างอิง i ณ วันที่ t

$\bar{R}_i$ คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วงประมาณการของหลักทรัพย์อ้างอิง i

$R_{m,t}$ คือ ผลตอบแทนตลาด ณ วันที่ t

α_i คือ ค่าคงที่ (Intercept) ในช่วงประมาณการของหลักทรัพย์อ้างอิง i

β_i คือ ค่าสัมประสิทธิ์ความชัน (Slope) ในช่วงประมาณการของหลักทรัพย์อ้างอิง i

เมื่อได้ข้อมูลผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์อ้างอิงแต่ละตัวในแต่ละวันจากทั้ง 3 วิธีแล้วให้นำมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return: AAR) ของหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ในแต่ละวัน เพื่อหาผลกระทบเฉลี่ยของเหตุการณ์ในแต่ละวัน

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (4)$$

โดยกำหนดให้

AAR_t คือ ผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในช่วงเกิดเหตุการณ์ ณ วันที่ t

N คือ จำนวนเหตุการณ์ที่มีการเข้าจดทะเบียน DR ของหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์

จากนั้นคำนวณหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Returns: CAAR) ตามช่วงที่เกิดเหตุการณ์ ± 7 วัน และ ± 30 วัน ของหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ แล้วทำการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติด้วยวิธี t-test

$$CAAR_{t_1, t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (5)$$

โดยกำหนดให้

$CAAR_{t_1, t_2}$ คือ ผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ จากวันที่ t_1 ถึง t_2

t_1 คือ วันแรกของช่วงที่เกิดเหตุการณ์

t_2 คือ วันสุดท้ายของช่วงที่เกิดเหตุการณ์

ผลการศึกษาและอภิปรายผล

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics Analysis)

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) ของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์

แบบจำลอง (Model)	การวิเคราะห์สถิติ	เวียดนาม		สิงคโปร์	
		ช่วง ± 7 วัน	ช่วง ± 30 วัน	ช่วง ± 7 วัน	ช่วง ± 30 วัน
		(-7, +7)	(-30, +30)	(-7, +7)	(-30, +30)
Mean	ค่าสูงสุด (Max)	1.1482	2.3190	1.1064	1.1927
Adjusted	ค่าต่ำสุด (Min)	-2.3225	-2.3051	-0.6229	-1.2956
Return Model	ค่าเฉลี่ย (Mean)	-0.0168	0.0307	0.1664	-0.0054
	ค่าเบี่ยงเบน	0.9392	0.8552	0.4787	0.5074
	มาตรฐาน (S.D.)				
Market	ค่าสูงสุด (Max)	0.6343	1.4026	0.8552	0.8552
Adjusted	ค่าต่ำสุด (Min)	-0.4127	-1.1578	-0.4655	-0.7121
Return Model	ค่าเฉลี่ย (Mean)	0.0862	-0.0393	0.0103	0.0092
	ค่าเบี่ยงเบน	0.3228	0.4814	0.4166	0.3339
	มาตรฐาน (S.D.)				
Market Model	ค่าสูงสุด (Max)	0.6497	1.3723	0.8607	0.8581
	ค่าต่ำสุด (Min)	-0.4183	-1.1413	-0.4497	-0.7179
	ค่าเฉลี่ย (Mean)	0.1064	-0.0542	-0.0048	0.0039
Market Model	ค่าเบี่ยงเบน	0.3231	0.4986	0.4163	0.3366
	มาตรฐาน (S.D.)				

จากตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) ของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ ในช่วง ± 7 วัน และ ± 30 วัน จากการเข้าจดทะเบียน DR ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายใต้แบบจำลอง 3 รูปแบบ ได้แก่ Mean Adjusted Return Model, Market Adjusted Return Model และ Market Model พบว่า Mean Adjusted Return Model ให้ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุดที่สูงกว่าอีกสองแบบจำลอง ในส่วนของค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน สำหรับประเทศเวียดนาม พบว่า Mean Adjusted Return Model ให้ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงที่สุดในช่วง ± 7 วัน ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.9392 และในช่วง ± 30 วัน มีค่าเท่ากับ 0.8552 โดยสูงกว่า Market Adjusted Return Model (0.3228 และ 0.4814 ตามลำดับ) และ Market Model (0.3231 และ 0.4986 ตามลำดับ) ในทำนองเดียวกัน สำหรับประเทศสิงคโปร์ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานภายใต้แบบจำลอง Mean Adjusted Return Model มีค่าเท่ากับ 0.4787 ในช่วง ± 7 วัน และ 0.5074 ในช่วง ± 30 วัน ซึ่งสูงกว่าอีกสองแบบจำลองเช่นเดียวกัน แสดงให้เห็นว่า Mean Adjusted Return Model ที่คำนวณโดยใช้ผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วงประมาณการของหลักทรัพย์อ้างอิง โดยไม่มีการควบคุมปัจจัยตลาด ทำให้ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงกว่า Market Adjusted Return Model และ Market Model ที่มีการนำผลตอบแทนตลาดมาใช้ในการคำนวณ ซึ่งให้เห็นว่าปัจจัยตลาดมีส่วนช่วยลดความผันผวนของการหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ และเป็นไปตามการศึกษาส่วนใหญ่ที่นิยมใช้ Market Model เป็นหลัก นอกจากนี้ เมื่อเปรียบเทียบระหว่างประเทศเวียดนามกับสิงคโปร์ในช่วง ± 30 วัน พบว่า ประเทศเวียดนามมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงกว่าประเทศสิงคโปร์ทั้ง 3 แบบจำลอง ซึ่งอาจเกี่ยวข้องกับปัจจัยด้านโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนาม ระดับสภาพคล่อง และพฤติกรรมการตอบสนองต่อข่าวสารของนักลงทุนที่จะเห็นผลชัดเจนในระยะยาว ทำให้จากการวิเคราะห์ดังกล่าวตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนามมีความผันผวนสูงกว่าเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสิงคโปร์

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics Analysis)

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานของผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) ของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศเวียดนามในแต่ละวันในช่วง ± 7 วัน

วัน	Mean Adjusted Return		Market Adjusted Return		Market Model	
	Model		Model			
	AAR	P-Value	AAR	P-Value	AAR	P-Value
-7	-0.9703%	0.0982*	-0.1916%	0.5547	-0.1305%	0.6609
-6	-2.3225%	0.0030***	0.0963%	0.7720	0.1603%	0.6424
-5	0.9382%	0.0424**	0.4340%	0.3360	0.4574%	0.2894
-4	0.8147%	0.2901	0.0340%	0.9433	0.0424%	0.9239
-3	-0.3047%	0.6002	-0.4127%	0.4043	-0.4183%	0.4023

ตารางที่ 2 (ต่อ)

วัน	Mean Adjusted Return		Market Adjusted Return		Market Model	
	Model		Model			
	AAR	P-Value	AAR	P-Value	AAR	P-Value
-2	0.9013%	0.0984*	0.6343%	0.1970	0.6497%	0.1880
-1	0.6774%	0.0654*	0.1557%	0.6263	0.1607%	0.5909
0	0.1844%	0.7579	0.2950%	0.5423	0.3548%	0.4705
+1	0.3098%	0.7012	0.3662%	0.6099	0.3716%	0.6101
+2	-0.5831%	0.3573	-0.3875%	0.2694	-0.3383%	0.3265
+3	-0.6946%	0.0129**	0.4370%	0.2871	0.4523%	0.2841
+4	-0.6592%	0.3037	-0.0416%	0.9174	-0.0320%	0.9336
+5	-0.2689%	0.4759	-0.2705%	0.3635	-0.2871%	0.3237
+6	1.1482%	0.0124**	0.2850%	0.4188	0.2729%	0.3722
+7	0.5766%	0.1248	-0.1398%	0.7077	-0.1197%	0.7564

หมายเหตุ: ***, **, * แทนนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

จากตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาณของผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) ของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศเวียดนามในแต่ละวันในช่วง ± 7 วัน พบว่า ช่วงก่อนเหตุการณ์พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย 5 วัน (วันที่ -7, -6, -5, -2 และ -1) และช่วงหลังเหตุการณ์พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย 2 วัน (วันที่ +3 และ +6) จาก Mean Adjusted Return Model เพียงแบบจำลองเดียว โดยช่วงก่อนเหตุการณ์พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบ 2 วัน มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% (วันที่ -7) และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% (วันที่ -6) พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวก 3 วัน มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% (วันที่ -2 และ -1) และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% (วันที่ -5) ช่วงหลังเหตุการณ์พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบ 1 วัน มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% (วันที่ +3) พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวก 1 วัน มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% (วันที่ +6)

เมื่อขยายระยะเวลาผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาณของผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) ของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศเวียดนามในแต่ละวันจากช่วง ± 7 วัน เป็นช่วง ± 30 วัน พบว่า ระยะเวลา (-7, +7) ให้ผลลัพธ์ที่สอดคล้องกับช่วง ± 7 วัน อีกทั้งยังพบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้นจากทั้ง 3 แบบจำลอง โดยในช่วงก่อนเหตุการณ์พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 8 วัน รวมทั้งสิ้น 13 วัน และช่วงหลังเหตุการณ์พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 9 วัน รวมทั้งสิ้น 11 วัน

ช่วงก่อนเหตุการณ์พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 8 วัน ดังนี้ Mean Adjusted Return Model พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 5 วัน โดยพบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบ 2 วัน มีนัยสำคัญทางสถิติ

ที่ระดับ 10% (วันที่ -22) และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% (วันที่ -15) พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวก 3 วัน มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% (วันที่ -29, -26 และ -25) ส่วน Market Adjusted Return Model และ Market Model พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 3 วัน โดยพบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบ 3 วัน เหมือนกันทั้ง 2 แบบจำลอง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% (วันที่ -28 ทั้งสองแบบจำลอง และวันที่ -18 จาก Market Adjusted Return Model) และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% (วันที่ -20 ทั้งสองแบบจำลอง และวันที่ -18 จาก Market Model) โดยไม่พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ช่วงหลังเหตุการณ์พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 9 วัน ดังนี้ Mean Adjusted Return Model พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 7 วัน โดยพบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบ 4 วัน มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% (วันที่ +13 และ +20) และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% (วันที่ +9 และ +21) พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวก 3 วัน มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% (วันที่ +25 และ +26) และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% (วันที่ +14) ส่วน Market Adjusted Return Model และ Market Model พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 4 วัน เหมือนกันทั้ง 2 แบบจำลอง โดยพบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบ 3 วัน มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% (วันที่ +21 ทั้งสองแบบจำลอง) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% (วันที่ +17 จาก Market Adjusted Return Model) และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% (วันที่ +9 ทั้งสองแบบจำลอง และวันที่ +17 จาก Market Model) พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวก 1 วัน มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% (วันที่ +24 จาก Market Adjusted Return Model) และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% (วันที่ +24 จาก Market Model) ซึ่งจากการวิเคราะห์แบบจำลองทั้ง 3 รูปแบบ พบว่า ในวันที่ +9 และ +21 พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบจากทั้ง 3 แบบจำลอง

ในขณะที่วันที่เกิดเหตุการณ์ (วันที่ 0) ไม่พบผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติจากทั้ง 3 แบบจำลอง ทั้งนี้ จากการขยายระยะเวลาหาผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยจาก ± 7 วัน เป็น ± 30 วัน พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยจากทั้ง 3 แบบจำลอง (วันที่ +9 และ +21) ซึ่งสะท้อนว่าการเข้าจดทะเบียน DR อาจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนาม

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานของผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) ของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศสิงคโปร์ในแต่ละวันในช่วง ± 7 วัน

วัน	Mean Adjusted Return		Market Adjusted Return		Market Model	
	Model		Model			
	AAR	P-Value	AAR	P-Value	AAR	P-Value
-7	0.0971%	0.5384	-0.3446%	0.1285	-0.3308%	0.0748*
-6	0.4662%	0.2179	-0.4033%	0.2591	-0.4316%	0.2049
-5	0.2664%	0.1874	0.1920%	0.4801	0.1527%	0.5295
-4	0.7809%	0.0345**	0.5148%	0.0285**	0.5346%	0.0197**

ตารางที่ 3 (ต่อ)

วัน	Mean Adjusted Return		Market Adjusted Return		Market Model	
	Model		Model			
	AAR	P-Value	AAR	P-Value	AAR	P-Value
-3	-0.1265%	0.7971	-0.1501%	0.6864	-0.2025%	0.6112
-2	1.1064%	0.1464	0.8552%	0.3040	0.8607%	0.2980
-1	-0.5249%	0.1749	-0.4655%	0.1110	-0.4497%	0.1500
0	0.1912%	0.6952	-0.1037%	0.8047	-0.1323%	0.7718
+1	-0.0342%	0.7796	0.0933%	0.5302	0.0749%	0.6528
+2	-0.6229%	0.3433	-0.3047%	0.6135	-0.3408%	0.5529
+3	0.7946%	0.1723	0.8078%	0.2033	0.7616%	0.2397
+4	-0.2073%	0.6411	0.0320%	0.9449	0.0201%	0.9655
+5	-0.0336%	0.8566	-0.1767%	0.5239	-0.1716%	0.4679
+6	0.3137%	0.4158	-0.1525%	0.5842	-0.1792%	0.4293
+7	0.0290%	0.9414	-0.2397%	0.5803	-0.2384%	0.5480

หมายเหตุ : ***, **, * แทนนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

จากตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาณของผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) ของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศสิงคโปร์ในแต่ละวันในช่วง ± 7 วัน พบว่า ช่วงก่อนเหตุการณ์พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย 2 วัน (วันที่ -7 และ -4) และไม่พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยช่วงหลังเหตุการณ์ โดยวันที่ -7 พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบอยู่ที่ -0.3308% มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% จาก Market Model และวันที่ -4 พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวก มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ทั้ง 3 แบบจำลอง โดย Mean Adjusted Return Model พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวกอยู่ที่ 0.7809% Market Adjusted Return Model พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวกอยู่ที่ 0.5148% และ Market Model พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวกอยู่ที่ 0.5346%

เมื่อขยายระยะเวลาผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาณของผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) ของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศสิงคโปร์ในแต่ละวันจากช่วง ± 7 วัน เป็นช่วง ± 30 วัน พบว่า ระยะเวลา (-7, +7) ให้ผลลัพธ์ที่สอดคล้องกับช่วง ± 7 วัน อีกทั้งยังพบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้นจากทั้ง 3 แบบจำลอง โดยในช่วงก่อนเหตุการณ์พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 4 วัน รวมทั้งสิ้น 6 วัน และช่วงหลังเหตุการณ์พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 5 วัน

ช่วงก่อนเหตุการณ์พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 4 วัน จาก Mean Adjusted Return Model เพียงแบบจำลองเดียว โดยพบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบ 1 วัน มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% (วันที่ -22) พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวก 3 วัน มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% (วันที่ -17) และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% (วันที่ -30 และ -10)

ช่วงหลังเหตุการณ์พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 5 วัน ดังนี้ Mean Adjusted Return Model พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 3 วัน โดยพบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบ 2 วัน มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% (วันที่ +10 และ +19) พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวก 1 วัน มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% (วันที่ +12) ส่วน Market Adjusted Return Model และ Market Model พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 2 วัน โดยพบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบ 2 วัน เหมือนกันทั้ง 2 แบบจำลอง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% (วันที่ +14 ทั้งสองแบบจำลอง) และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% (วันที่ +11 ทั้งสองแบบจำลอง) โดยไม่พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ในขณะที่วันที่เกิดเหตุการณ์ (วันที่ 0) ไม่พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติจากทั้ง 3 แบบจำลอง สะท้อนให้เห็นว่าเหตุการณ์การเข้าจดทะเบียน DR มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศสิงคโปร์ช่วงรอบเหตุการณ์เช่นเดียวกับประเทศเวียดนาม แต่มีผลกระทบในระยะสั้นแตกต่างจากประเทศเวียดนามที่มีผลกระทบยาวกว่า และในส่วนของแบบจำลองก็ให้ผลลัพธ์เช่นเดียวกับประเทศเวียดนาม คือ Mean Adjusted Return Model ให้ผลลัพธ์ที่แตกต่างจาก Market Adjusted Return Model และ Market Model

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานของผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ย (CAAR) ของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศเวียดนามในช่วง ± 7 วัน

Event Window	Mean Adjusted Return Model		Market Adjusted Return Model		Market Model	
	CAAR	P-Value	CAAR	P-Value	CAAR	P-Value
(-7, -1)	-0.2660%	0.7936	0.7499%	0.0241**	0.9218%	0.0086***
(+1, +7)	-0.1711%	0.7705	0.2487%	0.5049	0.3197%	0.2390
(-7, +7)	-0.2527%	0.8224	1.2937%	0.0064***	1.5963%	0.0017***

หมายเหตุ : ***, **, * แทนนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาณของผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ย (CAAR) ของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศเวียดนามในช่วง ± 30 วัน

Event Window	Mean Adjusted Return Model		Market Adjusted Return Model		Market Model	
	Model		Return Model			
	CAAR	P-Value	CAAR	P-Value	CAAR	P-Value
(-30, -1)	2.8902%	0.0571*	-2.1813%	0.0171**	-2.5371%	0.0094***
(+1, +30)	-1.2171%	0.4400	-0.5117%	0.5568	-1.1249%	0.2110
(-30, +30)	1.8749%	0.3738	-2.3980%	0.0605*	-3.3055%	0.0154**

หมายเหตุ : ***, **, * แทนนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

จากตารางที่ 4 และ 5 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาณของผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ย (CAAR) ของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศเวียดนามในช่วง ± 7 วัน และ ± 30 วัน พบว่า Market Adjusted Return Model และ Market Model พบผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยมากกว่า Mean Adjusted Return Model อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยในช่วง ± 7 วัน พบผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยเป็นบวกใน Market Adjusted Return Model และ Market Model ในช่วง (-7, -1) อยู่ที่ 0.7499% มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% และ 0.9218% มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ตามลำดับ ในช่วง (-7, +7) อยู่ที่ 1.2937% และ 1.5963% ตามลำดับ โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ทั้ง 2 แบบจำลอง ในขณะที่ช่วง (+1, +7) กลับไม่พบผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนมีการตอบสนองเชิงบวกต่อข่าวสาร ก่อนการเข้าจดทะเบียน DR ของหลักทรัพย์อ้างอิงในระยะสั้น

อย่างไรก็ตาม เมื่อขยายระยะเวลาการศึกษาเป็นช่วง ± 30 วัน กลับพบผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยที่แตกต่างออกไป โดยเฉพาะในช่วง (-30, -1) ที่พบผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้ง 3 แบบจำลอง และมีผลเป็นลบใน Market Adjusted Return Model และ Market Model สูงถึง -2.1813% และ -2.5371% ตามลำดับ บ่งชี้ว่าในระยะเวลา 30 วันก่อนการเข้าจดทะเบียน ราคาหลักทรัพย์อ้างอิงในประเทศเวียดนามมีแนวโน้มปรับตัวลดลง หรืออาจมีการเทขายเพื่อปรับพอร์ตการลงทุนก่อนที่จะมีการแจ้งข่าวระยะสั้นกลับเข้ามาในช่วง 7 วันสุดท้ายก่อนการเข้าจดทะเบียน แต่เมื่อพิจารณาในช่วง (+1, +30) กลับไม่พบผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อพิจารณาในภาพรวมของช่วง (-30, +30) พบว่า ผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยเป็นลบใน Market Adjusted Return Model สูงถึง -2.3980% และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% และ Market Model สูงถึง -3.3055% และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ผลการศึกษานี้จึงสรุปได้ว่า ราคาของหลักทรัพย์อ้างอิงมีการปรับฐานกลับเข้าสู่ภาวะปกติหลังจากมีแรงเก็งกำไรในช่วง 7 วันสุดท้ายก่อนการเข้าจดทะเบียน

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานของผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ย (CAAR) ของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศสิงคโปร์ในช่วง ± 7 วัน

Event Window	Mean Adjusted Return Model		Market Adjusted Return Model		Market Model	
	Model		Return Model			
	CAAR	P-Value	CAAR	P-Value	CAAR	P-Value
(-7, -1)	2.0655%	0.0094***	0.1985%	0.7095	0.1333%	0.8040
(+1, +7)	0.2392%	0.6054	0.0595%	0.8807	-0.0733%	0.8493
(-7, +7)	2.4960%	0.0119**	0.1543%	0.8087	-0.0723%	0.9094

หมายเหตุ : ***, **, * แทนนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานของผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ย (CAAR) ของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศสิงคโปร์ในช่วง ± 30 วัน

Event Window	Mean Adjusted Return Model		Market Adjusted Return Model		Market Model	
	Model		Return Model			
	CAAR	P-Value	CAAR	P-Value	CAAR	P-Value
(-30, -1)	0.1794%	0.8929	1.8699%	0.0017***	1.6644%	0.0624*
(+1, +30)	-0.6966%	0.4188	-1.2047%	0.1228	-1.3137%	0.0979*
(-30, +30)	-0.3306%	0.8326	0.5616%	0.5895	0.2354%	0.8206

หมายเหตุ : ***, **, * แทนนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

จากตารางที่ 6 และ 7 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานของผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ย (CAAR) ของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญของประเทศสิงคโปร์ในช่วง ± 7 วัน และ ± 30 วัน พบว่า ในช่วง (-7, -1) และ (-7, +7) พบผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยเป็นบวกใน Mean Adjusted Return Model เพียงแบบจำลองเดียว สูงถึง 2.0655% มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% และ 2.4960% มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ตามลำดับ ในขณะที่ช่วง (+1, +7) ไม่พบผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้ง 3 แบบจำลอง สะท้อนว่าหากไม่นำปัจจัยตลาดมาคำนวณ ราคาของหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศสิงคโปร์จะได้รับผลกระทบเชิงบวกอย่างมากช่วงก่อนการเข้าจดทะเบียนในระยสั้น

และเมื่อพิจารณาในระยะเวลาช่วง ± 30 วัน กลับพบผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วง (-30, -1) จาก Market Adjusted Return Model และ Market Model โดยมีผลอยู่ที่ 1.8699% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% และ 1.6644% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% ตามลำดับ สะท้อนให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศสิงคโปร์มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 30 วันก่อนการเข้าจดทะเบียน ซึ่งเป็นการตอบสนองเชิงบวกที่เป็นระบบและมีความเสถียรมากกว่าประเทศ

เวียดนาม แต่กลับพบว่าในช่วง (+1, +30) พบผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยเป็นลบอยู่ที่ -1.3137% มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% ใน Market Model เพียงแบบจำลองเดียว แสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศสิงคโปร์มีการปรับตัวลดลงหลังจากเหตุการณ์สิ้นสุดลง อาจเป็นการขายทำกำไร หรืออาจสะท้อนว่าข่าวที่ออกมาไม่ได้ส่งผลดีในระยะยาวเท่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ในช่วงแรก และเมื่อพิจารณาในภาพรวมในช่วง (-30, +30) กลับไม่พบผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จากทั้ง 3 แบบจำลอง แสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์อ้างอิงมีการปรับตัวลดลงในภายหลังจนกลับเข้าสู่ระดับปกติ ซึ่งสะท้อนว่าเหตุการณ์ดังกล่าวส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อ้างอิงในระยะสั้นเท่านั้น

อภิปรายผลการวิจัย

จากการศึกษาผลกระทบของการเข้าจดทะเบียน DR ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ ผลการศึกษาพบว่าผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) ในแต่ละวันของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ในช่วง ± 7 วัน ทั้งสองประเทศพบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยก่อนวันที่เข้าจดทะเบียนมากกว่าหลังวันที่เข้าจดทะเบียน โดยในประเทศเวียดนามพบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบสูงถึง -2.3225% ในวันที่ -6 จาก Mean Adjusted Return Model ขณะที่ประเทศสิงคโปร์พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยต่ำกว่าและเป็นบวกในวันที่ -4 จากทั้งสามแบบจำลอง สะท้อนถึงตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสิงคโปร์ที่มีการเก็งกำไรในเชิงบวกมากกว่าแรงขายแบบตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนามในช่วงก่อนวันที่เข้าจดทะเบียน ซึ่งผลลัพธ์ของประเทศสิงคโปร์สอดคล้องกับ Miller (1999) ที่พบว่าราคาหลักทรัพย์อ้างอิงมักมีการตอบสนองล่วงหน้า (Anticipatory price reaction) ก่อนการจดทะเบียนในเชิงบวก เนื่องจากการคาดการณ์ของนักลงทุนและการขยายฐานนักลงทุนตามสมมติฐานการรับรู้ของนักลงทุน (Investor Recognition Hypothesis)

แต่เมื่อขยายระยะเวลาเป็นช่วง ± 30 วัน กลับพบว่าทั้งสองประเทศมีผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในแต่ละวันหลังวันที่เข้าจดทะเบียนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% และมีผลเป็นลบจาก Market Adjusted Return Model และ Market Model ในวันที่ +9 ของประเทศเวียดนาม และวันที่ +11 ของประเทศสิงคโปร์ Foerster and Karolyi (1999) ชี้ให้เห็นว่าหลังจากการตอบสนองในเชิงบวกช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ ตลาดมักจะเกิดการปรับฐานราคาลงในระยะยาว เพื่อสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงหลังจากที่การเก็งกำไรในระยะสั้นได้สิ้นสุดลง ซึ่งจากผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า ทั้งสองตลาดมีการตอบสนองต่อหลักทรัพย์อ้างอิงทั้งก่อนวันที่เข้าจดทะเบียนในระยะสั้น และหลังวันที่เข้าจดทะเบียนในระยะยาว

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาวันที่เกิดเหตุการณ์ (วันที่ 0) กลับไม่พบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ ทั้งในช่วง ± 7 วัน และ ± 30 วัน แต่กลับพบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% ในวันที่ -1 ของประเทศเวียดนาม ซึ่งตรงกับวันที่มีการประกาศการเข้าจดทะเบียน DR สะท้อนให้เห็นว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์อ้างอิงอาจเกิดขึ้นไปแล้วก่อนวันที่เข้าจดทะเบียนจริง บ่งชี้ว่าตลาดของทั้งสองประเทศมีลักษณะเป็น Semi-strong form efficiency

หรือการที่ตลาดตอบรับข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณะอย่างรวดเร็วจนไม่มีกำไรผิดปกติในวันเข้าจดทะเบียนจริง สอดคล้องกับทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพตามสมมติฐานที่ว่า ราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลสาธารณะทั้งหมดอย่างรวดเร็วและครบถ้วน เมื่อมีการเปิดเผยข้อมูลหรือเกิดเหตุการณ์สำคัญใหม่ในตลาด ราคาหลักทรัพย์ควรปรับตัวทันทีเพื่อสะท้อนผลกระทบของข้อมูลดังกล่าว จึงทำให้ในวันที่เกิดเหตุการณ์ไม่พบผลตอบแทนที่ผิดปกติจากทั้งสองประเทศ

เมื่อวิเคราะห์ผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ย (CAAR) ของหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามและสิงคโปร์ในช่วง ± 7 วัน และ ± 30 วัน พบว่า ในช่วง ± 7 วัน $(-7, +7)$ ทั้งประเทศเวียดนามและสิงคโปร์พบผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยเฉพาะในช่วง $(-7, -1)$ สะท้อนถึงพฤติกรรมการเก็งกำไรระยะสั้นของนักลงทุนจากทั้งสองตลาด Liu and Huang (2011) และ Oran (1999) พบว่าการเข้าจดทะเบียน DR เป็นการลดอุปสรรคในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน และเป็นการขยายฐานนักลงทุนทำให้นักลงทุนต่างชาติเข้าถึงหลักทรัพย์อ้างอิงได้ง่ายขึ้น ถือเป็นการเพิ่มอุปสงค์ (Demand) และเพิ่มสภาพคล่องต่อหลักทรัพย์อ้างอิง Smirnova (2008) พบว่าการเข้าจดทะเบียน DR ถือเป็นเครื่องมือเชิงกลยุทธ์ในการส่งสัญญาณว่าบริษัทมีความโปร่งใส เป็นการลดความเสี่ยงด้านการกำกับดูแล (Governance) จึงช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน ทำให้นักลงทุนตีความว่า การเข้าจดทะเบียน DR เป็นสัญญาณเชิงบวก ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาที่พบผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยเป็นบวกจากทั้งสองประเทศ

เมื่อขยายระยะเวลาในการศึกษา $(-30, +30)$ กลับพบว่า ในช่วง $(-30, -1)$ หลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศเวียดนามมีผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งแตกต่างจากในระยะสั้นแสดงให้เห็นว่า นักลงทุนในประเทศเวียดนามมีการเทขายหลักทรัพย์อ้างอิงเพื่อปรับพอร์ตการลงทุนก่อนที่จะเริ่มมีการเก็งกำไรในระยะสั้น Ngoc (2014) ระบุว่าพฤติกรรมนักลงทุนรายย่อยในเวียดนามมักถูกขับเคลื่อนด้วยจิตวิทยา (Psychological biases) โดยเฉพาะความเชื่อมั่นที่มากเกินไป (Overconfidence) ซึ่งนำไปสู่พฤติกรรมการซื้อขายบ่อย (Over-trading) พฤติกรรมดังกล่าวมักก่อให้เกิดความผันผวนของราคาก่อนเหตุการณ์จริงในตลาดที่มีนักลงทุนรายย่อยเป็นหลัก สอดคล้องกับ Phan et al. (2023) ที่ชี้ให้เห็นว่าความเชื่อมั่นของนักลงทุน (Investor Sentiment) เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ โดยเฉพาะในตลาดที่ยังไม่เติบโตเต็มที่ (Immature market) ซึ่งมักตัดสินใจตามอารมณ์และข่าวลือมากกว่าปัจจัยพื้นฐาน นอกจากนี้ เมื่อมีข้อจำกัดด้านเงินทุน นักลงทุนรายย่อยมักจะขายหลักทรัพย์เดิมในมือ (Liquidate) เพื่อเตรียมสภาพคล่องสำหรับเข้าซื้อหลักทรัพย์ใหม่ที่คาดว่าจะมีการเก็งกำไร สอดคล้องกับผลการศึกษาของประเทศเวียดนามที่พบว่าผลการศึกษาใน 2 ช่วงระยะเวลามีความแตกต่างกัน ซึ่งอาจเกิดจากพฤติกรรมของนักลงทุนในประเทศเวียดนาม ในขณะที่ประเทศสิงคโปร์มีผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับผลในระยะสั้น บ่งชี้ว่านักลงทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารอย่างเป็นระบบ Kung and Wong (2009) ระบุว่าราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสิงคโปร์มีพฤติกรรมที่เบี่ยงเบนจาก Random Walk และมีการตอบสนองต่อข้อมูลหรือรูปแบบราคาในอดีตอย่างเป็นระบบ ส่งผลให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติในช่วงที่ตลาดยังไม่สะท้อนข้อมูลอย่างสมบูรณ์ ซึ่งแตกต่างจาก Nguyen and Mai (2023) ที่พบว่า

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ที่ไร้เหตุผลในทุกช่วงเวลาการศึกษา เนื่องจากประเทศสิงคโปร์เป็นศูนย์กลางการเงินที่มีสภาพคล่องสูงและนักลงทุนมีการตอบสนองต่อข่าวสารสูง (Aggressive Trading) ทำให้ปริมาณการซื้อขายผันผวนตามอารมณ์ และความเชื่อมั่นได้ง่าย

เมื่อพิจารณาภาพรวมในช่วง (-30, +30) ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าประเทศเวียดนามมีผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่สูงถึง -3.3055% จาก Market Model ซึ่งแสดงถึงการปรับฐานที่รุนแรงหลังสิ้นสุดกระแสข่าว นอกจากนี้ Hwang (2013) พบว่า การออก DR ของบริษัทในไต้หวัน จะเลือกในช่วงที่ผลการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์อยู่ในระดับสูงผิดปกติ (Market Timing) ทำให้มูลค่าบริษัทและประสิทธิภาพการดำเนินงานมักจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเมื่อเทียบกับค่ามาตรฐานหลังจากการออก DR ส่งผลให้ในระยะยาวราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัวลดลงสู่มูลค่าพื้นฐาน (Fundamental Value) สอดคล้องกับผลการศึกษาในครั้งนี้ที่พบว่าเมื่อขยายระยะเวลาเป็นช่วง ± 30 วัน ประเทศเวียดนามมีแนวโน้มพบผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยเป็นลบ เนื่องจากเกิดการปรับฐานเพื่อสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงในระยะยาว ในขณะที่ประเทศสิงคโปร์ไม่พบผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติจากทั้งสามแบบจำลอง สะท้อนว่า ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยที่เป็นตลาดพัฒนาแล้วไม่ได้รับผลกระทบต่อเหตุการณ์ เนื่องจากนักลงทุนอาจมองว่าการเข้าจดทะเบียน DR ในประเทศไทย เป็นเพียงการเพิ่มช่องทางการซื้อขาย มากกว่าการสร้างมูลค่าเพิ่มจากการลดความไม่สมมาตรของข้อมูล สอดคล้องกับ Foerster and Karolyi (1999) ที่ชี้ให้เห็นว่าลักษณะของผลกระทบต่อเหตุการณ์มีความแตกต่างกันระหว่างตลาดเกิดใหม่และตลาดพัฒนาแล้ว โดยหลักทรัพย์ของประเทศในตลาดพัฒนาแล้วมักพบผลตอบแทนที่ผิดปกติน้อยกว่าหรือไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากการรับรู้จากนักลงทุนในวงกว้างอยู่แล้ว แตกต่างจากหลักทรัพย์ของประเทศในตลาดเกิดใหม่ที่ยังคงมีการแบ่งส่วนของตลาด (Market Segmentation) ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติเมื่อมีการลดอุปสรรคในการลงทุนข้ามประเทศผ่านการออก DR

โดยสรุป การเข้าจดทะเบียน DR ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อให้เกิดผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์อ้างอิงประเภทหุ้นสามัญจากต่างประเทศอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระยะสั้นมากกว่าระยะกลางถึงระยะยาวเมื่อพิจารณารอบเหตุการณ์การจดทะเบียน เนื่องจากการเข้าจดทะเบียน DR จะสร้างการรับรู้ของนักลงทุน (Investor Recognition) ในระยะสั้น ทำให้ตลาดทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลใหม่อย่างรวดเร็วในช่วงต้นของเหตุการณ์ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบดังกล่าวไม่ได้คงอยู่ในระยะยาว ซึ่งบ่งชี้ถึงกระบวนการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ภายหลังการรับรู้ข้อมูล (Foerster and Karolyi, 1999) ผลการศึกษานี้มีความสอดคล้องกับ Liu and Huang (2011) ซึ่งศึกษาพฤติกรรมราคาของ Taiwan Depositary Receipts ที่พบว่า การออกตราสาร DR ส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงระยะสั้นรอบเหตุการณ์ ขณะที่ผลกระทบดังกล่าวไม่ปรากฏอย่างต่อเนื่องในระยะยาว

นอกจากนี้ การวิเคราะห์ยังชี้ให้เห็นว่า Market Adjusted Return Model และ Market Model เป็นแบบจำลองที่ให้ผลลัพธ์ที่มีความสม่ำเสมอมากกว่าในการอธิบายผลตอบแทนที่ผิดปกติจากเหตุการณ์การเข้าจดทะเบียน DR เมื่อเปรียบเทียบกับ Mean Adjusted Return Model ผลการศึกษาดังกล่าวมีความ

สอดคล้องกับ Brown and Warner (1985) ซึ่งเสนอว่า อัตราผลตอบแทนปกติที่คาดหวังของหลักทรัพย์สามารถประมาณได้จากผลตอบแทนของดัชนีตลาดในช่วงเวลาเดียวกัน โดยไม่จำเป็นต้องปรับค่าความเสี่ยงเฉพาะของหลักทรัพย์แต่ละตัว ทั้งนี้ แบบจำลองดังกล่าวมีความเหมาะสมสำหรับการศึกษาเหตุการณ์ในช่วงระยะสั้น เนื่องจากสามารถแยกผลกระทบของเหตุการณ์ออกจากความเคลื่อนไหวโดยรวมของตลาดได้อย่างมีประสิทธิภาพ และช่วยเพิ่มความคงทนทางสถิติของผลการทดสอบ นอกจากนี้ Brown and Warner (1985) ยังชี้ให้เห็นว่า หากผลลัพธ์จาก Market Adjusted Return Model มีความสอดคล้องกับ Market Model ย่อมสะท้อนว่าผลตอบแทนที่ผิดปกติที่ตรวจพบมีสาเหตุหลักมาจากเหตุการณ์ที่ศึกษามากกว่าความผันผวนของตลาดโดยทั่วไป

ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

จากผลการศึกษาที่พบว่า การเข้าจดทะเบียน DR ทำให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติของราคาหลักทรัพย์อ้างอิง ดังนั้น หน่วยงานกำกับดูแลและผู้เกี่ยวข้องในตลาดทุนควรให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลที่ชัดเจน โปร่งใส และทันเวลาในช่วงก่อนการเข้าจดทะเบียน เพื่อช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลและเสริมสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุน นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถนำผลการศึกษาไปใช้เป็นข้อมูลประกอบการพัฒนารอบการกำกับดูแลและนโยบายที่เกี่ยวข้องกับการจดทะเบียน DR เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดและการคุ้มครองนักลงทุนอย่างเหมาะสม

ข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติ

นักลงทุนควรตระหนักว่าการเข้าจดทะเบียน DR อาจสร้างโอกาสในการสร้างผลตอบแทนในระยะสั้นจากการตอบสนองของตลาดต่อข้อมูลใหม่ แต่ควรใช้ความระมัดระวังในการตัดสินใจลงทุนในระยะกลางถึงระยะยาว เนื่องจากผลการศึกษาชี้ว่าผลกระทบดังกล่าวไม่มีความยั่งยืนในระยะยาว นอกจากนี้ ผลการเปรียบเทียบแบบจำลองในการศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่า Market Adjusted Return Model และ Market Model ให้ผลลัพธ์ที่มีความสม่ำเสมอและใกล้เคียงกัน ดังนั้น งานวิจัยในอนาคตควรให้ความสำคัญกับการเลือกใช้แบบจำลองที่สามารถสะท้อนอิทธิพลของตลาดโดยรวมได้อย่างเหมาะสม

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

การวิจัยครั้งถัดไปควรขยายขอบเขตการศึกษาไปยัง DR ที่มีหลักทรัพย์อ้างอิงจากประเทศหรือภูมิภาคอื่น เพื่อเพิ่มความสามารถในการอธิบายและเปรียบเทียบผลกระทบของการเข้าจดทะเบียน DR ในบริบทของตลาดทุนที่หลากหลายมากขึ้น นอกจากนี้ งานวิจัยในอนาคตสามารถพิจารณาขยายช่วงเวลาการศึกษาให้ยาวขึ้นเพื่อวิเคราะห์ผลกระทบในระยะยาว และประเมินความยั่งยืนของผลตอบแทนที่ผิดปกติภายหลังการเข้าจดทะเบียน ในด้านระเบียบวิธีวิจัยนั้น งานวิจัยในอนาคตสามารถประยุกต์ใช้แบบจำลองทางการเงินเพิ่มเติมหรือใช้วิธีการเชิงเศรษฐมิติขั้นสูง เช่น การควบคุมปัจจัยเฉพาะบริษัทหรือปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค เพื่อเพิ่ม

มิติในการอธิบายผลตอบแทนที่ผิดปกติ ควบคู่กับการนำตัวแปรอื่น ๆ เช่น ปริมาณการซื้อขาย สภาพคล่อง ความผันผวนของราคา และพฤติกรรมนักลงทุน มาพิจารณาเพื่อให้เข้าใจกลไกการตอบสนองของตลาดต่อการเข้าจดทะเบียน DR เพิ่มขึ้น

บรรณานุกรม

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2565). ข้อมูลลักษณะผลิตภัณฑ์ DR. <https://www.set.or.th/th/market/product/dr/introduction>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566, 27 พฤศจิกายน). ตลาดหลักทรัพย์ฯ ร่วมมือตลาดหลักทรัพย์ สิงคโปร์ เดินหน้า DR Linkage ไทย-สิงคโปร์ เปิดซื้อขาย DR ต่อเนื่องเพิ่มทางเลือกผู้ลงทุน. <https://www.set.or.th/th/about/mediacenter/news-release/article/384-thailand-singapore-dr-linkage->
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2568). ข้อมูลการซื้อขาย DR. <https://www.set.or.th/th/market/product/dr/marketdata>
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2566). สมาคมประชาชาติแห่งเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (ASEAN). <https://www.bot.or.th/th/our-roles/international-cooperation/regionalfora/asean.html#accordion-295527e354-item-859511a7ce>
- รัฐศรัณย์ ธนไพศาลกิจ และฐิติเมธ โชคชัย. (2566). DR-DW-ETF ทางเลือกลงทุน เพิ่มโอกาสผลตอบแทน (Investment Guide ฉบับที่ 12). ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. https://media.setinvestnow.com/setinvestnow/Documents/2023/Oct/TSI_eBook_059_Inv_Investment-Guide-12-Oct-2023.pdf
- สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย. (ม.ป.ป.). Depository Receipt (DR)...อีกหนึ่งทางเลือกของการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศ. https://www.asco.or.th/uploads/upfiles/files/ASCO%20article_DR.pdf
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/akerlof.pdf>
- Atje, R., & Titihieruw, I. S. (2016, October). *ASEAN capital market integration: The way forward* (Economics Working Paper 01-2016). Centre for Strategic and International Studies (CSIS). https://s3-csis-web.s3.ap-southeast-1.amazonaws.com/doc/ASEAN_Capital_Market_Integration_-_The_Way_Forward.pdf?download=1
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129–151. <https://doi.org/10.1257/jep.21.2.129>
- Bekaert, G., & Harvey, C. R. (2003). Emerging markets finance. *Journal of Empirical Finance*, 10(1–2), 3–55. [https://doi.org/10.1016/S0927-5398\(02\)00054-3](https://doi.org/10.1016/S0927-5398(02)00054-3)

- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3–31. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\) 90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85) 90042-X)
- Chaturvedula, C. (2018). The effect of ADR & GDR listing on shareholder's wealth: Evidence from India. *Accounting and Finance Research*, 7(2), 174-182. <https://doi.org/10.5430/afr.v7n2p174>
- Citibank. (2018, November). *The role of the Depositary Bank: A resource for Issuers in the U.S. and Global Securities Markets*. <https://www.citibank.com/mss/sa/flippingbook/2018/The-Role-of-the-DepositaryBank/files/assets/common/downloads/The%20Role%20of%20the%20Depositary%20Bank.pdf>
- De Silva, N. (2004). *The market response to American Depositary Receipts* [Master's Thesis, Lund University]. <https://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=1337555&fileId=1646455>
- Errunza, V. & Losq, E. (1985). International asset pricing under mild segmentation: Theory and tests. *The Journal of Finance*, 40(1), 105-124. <https://www.mcgill.ca/desautels/files/desautels/errunza-and-losq-1985.pdf>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- 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. <https://doi.org/10.2307/2525569>
- Foerster, S. R., & Karolyi, G. A. (1999). The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: Evidence from foreign stocks listing in the United States. *The Journal of Finance*, 54(3), 981–1013. <https://www.jstor.org/stable/222432?seq=1>
- Gabriel, B., & Majerowska, E. (2021). Market segmentation theory versus issues of American Depositary Receipts. Results of empirical research of companies listed on the Warsaw Stock Exchange. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, 120, 179–196. <https://doi.org/10.26485/SPE/2021/120/10>
- Holler, J. (2014). *Event-study methodology and statistical significance*. O1WIR Publisher for Economics, Computer Science and Law.
- Hwang, J. D. (2013). Are there valuation and operating performance gains from international cross listing? Evidence from Taiwan's depositary receipt issuers. *Eurasian Business Review*, 3(2), 137–163. <https://link.springer.com/article/10.14208/ebr.2013.03.02.002>

- Karolyi, G. A. (2012). Corporate governance, agency problems and international cross- listings: A defense of the bonding hypothesis. *Emerging Markets Review*, 13(4), 516–547. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.08.001>
- Kung, J. J., & Wong, W. K. (2009). Profitability of technical analysis in the Singapore stock market: before and after the Asian financial crisis. *Journal of Economic Integration*, 24(1), 135-150. <https://www.e-jei.org/upload/7005956J7X376050.pdf>
- Lipchak, E. (2011). *The effects of American depositary receipt announcement on the underlying share price of emerging Asian corporations* [Unpublished baccalaureate honors thesis]. The Pennsylvania State University. https://honors.libraries.psu.edu/files/final_submissions/315
- Liu, S. I., & Huang, L. C. (2011). Price behavior of the Taiwan depositary receipt. *International Business and Management*, 3(1), 6-16. <http://dx.doi.org/10.3968/j.ibm.1923842820110301.040>
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39. <https://www.jstor.org/stable/2729691>
- Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483–510. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb04565.x>
- Miller, D. P. (1999). The market reaction to international cross-listings: evidence from Depositary Receipts. *Journal of Financial Economics*, 51(1), 103-123. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X98000452>
- Ngoc, L. T. B. (2014). Behavior pattern of individual investors in stock market. *International Journal of Business and Management*, 9(1), 1–16. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v9n1p1>
- Nguyen, H. H., & Mai, D. T. (2023). Effects of behavioral finance on Southeast Asian stock markets. *Advances and Applications in Statistics*, 89(1), 107-123. <https://pphmjopenaccess.com/aas/article/view/986/842>
- Oran, A. (1999, September). *The effects of cross-listing of non-US firms on the New York Stock Exchange* [Paper presentation]. Third METU International Conference in Economics, Middle East Technical University, Ankara, Turkey. <https://ssrn.com/abstract=1565453>
- Phan, T. N. T., Bertrand, P., Phan, H. H., & Vo, X. V. (2023). The role of investor behavior in emerging stock markets: Evidence from Vietnam. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 87, 367-376. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2021.07.001>

- Sitthipongpanich, T. (2011). Understanding the event study. *Journal of Business Administration*, 34(130), 59–68. <http://www.jba.tbs.tu.ac.th/files/Jba130/Article/JBA130Thitima.pdf>
- Smirnova, E. (2008). Depositary receipts and firm value: Evidence from Central Europe and Russia. *Emerging Markets Review*, 9(4), 266–279. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1566014108000423>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://www.jstor.org/stable/1882010?seq=1>
- Stulz, R. M. (1981). On the effects of barriers to international investment. *The Journal of Finance*, 36(4), 923-934. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1981.tb04893.x>