

บทที่ 2

ทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการของรัฐหรือเอกชน มีทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้

ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

1. ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด (Efficient Market Theory)¹

ประสิทธิภาพตามแนวคิดทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด หมายถึงประสิทธิภาพด้านราคาหลักทรัพย์ และข้อมูลข่าวสาร Fama (1970) ผู้นำเสนอแนวคิดทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด กล่าวถึงตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพไว้ว่า ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์เป็นราคาที่ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องอย่างเต็มที่แล้ว ทั้งข้อมูลในอดีต ปัจจุบัน รวมไปถึงการคาดการณ์ที่เกี่ยวข้องในอนาคต และราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ก็คือราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ ซึ่งประเมินได้จากมูลค่าปัจจุบันของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการถือครองหลักทรัพย์ อาทิเช่น เงินปันผล และในตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพนี้ กลยุทธ์การซื้อขายใดๆที่อยู่บนพื้นฐานของข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่ในขณะนั้น จะไม่สามารถก่อให้เกิดผลตอบแทนที่เกินปกติได้ และหากมีเหตุการณ์ใดๆ ที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ ราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวอย่างรวดเร็วเข้าหาราคาที่เหมาะสมที่ประเมินได้ใหม่ในทันที หากราคาหลักทรัพย์ปรับตัวอย่างช้าๆ หรือไม่มีการปรับตัว หรือปรับตัวในรูปแบบอื่น กล่าวได้ว่าตลาดหลักทรัพย์นั้นยังไม่ใช่ตลาดที่มีประสิทธิภาพอย่างแท้จริง

Fama (1970) จำแนกระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ออกเป็น 3 ระดับ ตามชนิดของข้อมูลข่าวสารที่สะท้อนอยู่ในราคาของหลักทรัพย์ ดังนี้

1. ประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak-Form Efficiency) หมายถึงตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารในอดีตที่เกิดขึ้นแล้ว ซึ่งได้แก่ราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีต ดังนั้นการวิเคราะห์การลงทุนโดยใช้ข้อมูลในอดีตเพื่อพยากรณ์ราคาของหลักทรัพย์ในอนาคต

¹ Eugene F. Fama, "Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work", Journal of Finance 25 (May 1970) : 383-417.

หรือที่เรียกกันว่าการวิเคราะห์เชิงเทคนิคนั้น จึงไม่สามารถก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติได้ วิธีทดสอบประสิทธิภาพในระดับนี้ทำได้โดยการทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลา (Serial Correlation Test) หรือการทดสอบการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตามเครื่องหมาย (Run Test) เป็นต้น หากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับต่ำแล้ว การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนดังกล่าวจะไม่มีความสัมพันธ์กัน

2. ประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi Strong-Form Efficiency) หมายถึงตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นในอดีต และข้อมูลสาธารณะทั่วไปที่เกี่ยวข้อง ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลในงบการเงิน ข้อมูลปัจจัยเศรษฐกิจ โดยหมายรวมถึงข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้ว ข้อมูลในปัจจุบัน รวมถึงการคาดการณ์ที่เกิดขึ้นด้วย ดังนั้นการใช้แนวคิดการวิเคราะห์เชิงเทคนิคและด้านปัจจัยพื้นฐานจึงไม่สามารถก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติได้ วิธีทดสอบประสิทธิภาพทำได้โดยการทดสอบความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศข่าวสารณะต่างๆ (Event Study) หากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับกลางแล้ว จะต้องไม่เกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติขึ้น

3. ประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong-Form Efficiency) หมายถึงตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลทุกประเภทไว้หมดแล้ว รวมทั้งข้อมูลภายในที่ยังไม่มีการเผยแพร่แก่สาธารณชน ดังนั้นจึงไม่มีผู้ลงทุนคนใดที่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้อย่างคงเส้นคงวา วิธีทดสอบประสิทธิภาพทำได้โดยการศึกษาผลการลงทุนของนักลงทุนหลายๆ ประเภท โดยเฉพาะกลุ่มของผู้บริหาร กลุ่มที่มีส่วนได้ส่วนเสียภายในกิจการ หากนักลงทุนไม่ได้มีผลตอบแทนที่แตกต่างกัน แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับสูง

2. Event Study²

Event Study เป็นแนวทางที่ใช้ในการศึกษาถึงการตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อเหตุการณ์หรือข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ ทั้งในเชิงบวกและลบ (Fama et al, 1969) ปัจจุบันนิยมใช้สำหรับศึกษาถึงการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ และศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอันเกิดจากเหตุการณ์ที่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนในหลักทรัพย์ (Brown & Warner, 1985) ทั้งเหตุการณ์ในระดับมหภาค เช่น ข้อมูลสภาพเศรษฐกิจ นโยบายการเงิน นโยบายการคลัง หรือเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อบริษัท เช่น การประกาศผลประกอบการ การประกาศเงินปันผล การแตกหุ้น และการควบรวมกิจการ เป็นต้น (Damodaran, 1996)

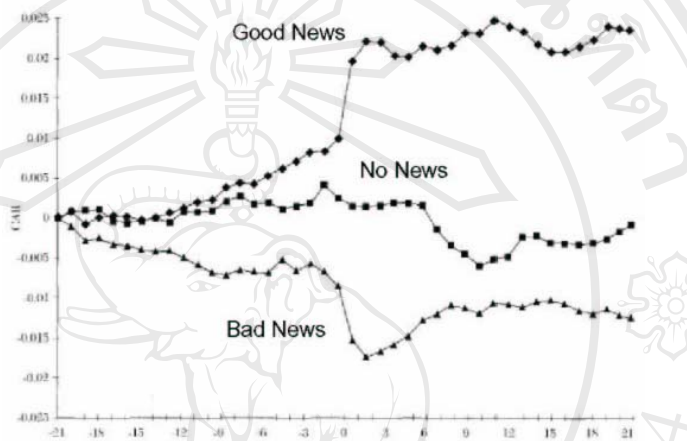
² Eugene F. Fama, et al. "The Adjustment of Stock Prices to New Information", International Economic Review 10 (February 1969) : 1-21.

ขั้นตอนในการศึกษาคือ (1) ระบุเหตุการณ์ที่สนใจจะศึกษา พร้อมกำหนดช่วงเวลาในการศึกษาเหตุการณ์ (2) เลือกหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องในการศึกษา (3) กำหนดหาอัตราผลตอบแทนแบบปกติในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (4) กำหนดหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหาได้จากผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ไว้ และ (5) ทำการทดสอบทางสถิติว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ หากอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ หมายถึงเหตุการณ์ที่ศึกษานั้นส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

จากแนวคิดข้างต้น ทำให้มีผู้นำแนวทางการศึกษาแบบ Event Study มาประยุกต์ใช้ในการทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์กันอย่างแพร่หลาย โดยศึกษาถึงความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อเหตุการณ์หรือข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ ที่เกิดขึ้น หากตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพแล้ว ข้อมูลข่าวสารใหม่จะแพร่ไปสู่นักลงทุนอย่างรวดเร็วและทั่วถึง ผู้ลงทุนจะประเมินมูลค่าของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังใหม่ ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเข้าสู่จุดสมดุลใหม่ทันทีหลังจากเกิดเหตุการณ์ และจะไม่มี การปรับตัวอีกจนกว่าจะมีข่าวหรือเหตุการณ์ใหม่เข้ามากระทบ หากราคาหลักทรัพย์ปรับตัวก่อนเกิดเหตุการณ์ แสดงว่าอาจมีการรั่วไหลของข้อมูลข่าวสารเกิดขึ้นจนมีผู้สามารถทำกำไรส่วนเกินจากข่าวสารนั้นได้ แสดงถึงว่าตลาดหลักทรัพย์ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับสูง หรือหากราคาหลักทรัพย์ปรับตัวอย่างช้าๆจนมีผู้นำความล่าช้านี้มาแสวงหากำไรส่วนเกินได้ แสดงว่าตลาดหลักทรัพย์ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

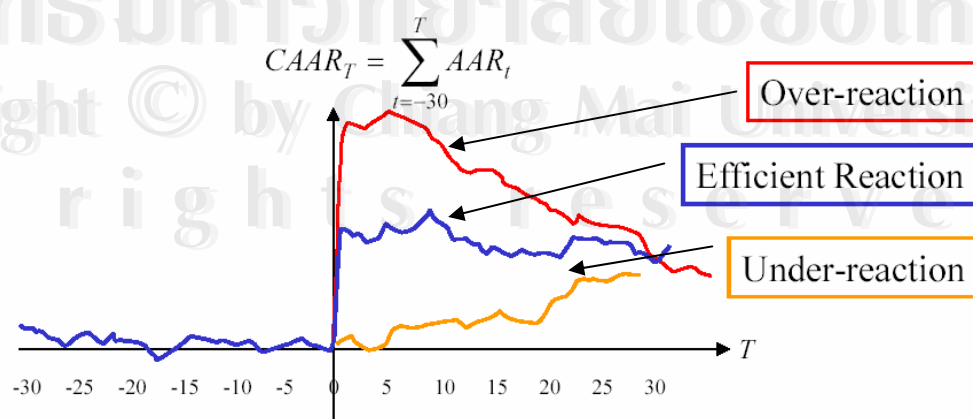
การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารใหม่นั้น เกิดขึ้นได้หลายรูปแบบขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง อาทิ ระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ ประเภทของข้อมูลข่าวสารที่เข้ามากระทบ เป็นต้น โดยรูปแบบการตอบสนองที่เป็นไปได้มีดังต่อไปนี้

ภาพที่ 2.1 แสดงการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีข่าวดี (Good News) ข่าวร้าย (Bad News) และเมื่อไม่มีข่าว (No News) เข้ามากระทบ



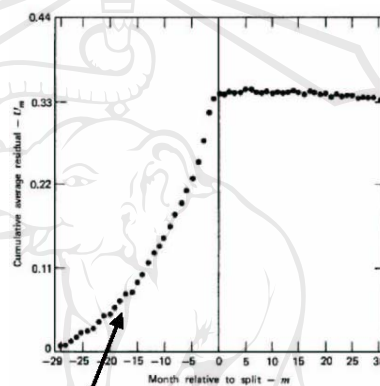
จากรูป จะเห็นว่าเมื่อไม่มีข่าวเข้ามากระทบ ราคาหลักทรัพย์จะคงที่ กล่าวคือจะไม่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติขึ้น ($CAR = 0$) แต่หากมีข่าวดีเข้ามากระทบ ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้น ส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เป็นบวก ($CAR > 0$) และหากมีข่าวร้ายเข้ามากระทบ ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลง ส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เป็นลบ ($CAR < 0$)

ภาพที่ 2.2 แสดงการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เมื่อตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Reaction) การตอบสนองเกินจริง (Over-reaction) และการตอบสนองล่าช้า (Under-reaction)



จากรูป จะเห็นว่าเมื่อตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเข้าหาราคาที่เหมาะสมใหม่ทันทีหลังจากเกิดเหตุการณ์ (Efficient Reaction) และจะไม่ปรับตัวอีกจนกว่าจะมีข่าวสารหรือเหตุการณ์ใหม่เข้ามากระทบ แต่หากตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพแล้ว ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวอย่างช้าๆ (Under-reaction) หรือปรับตัวในลักษณะที่เกินจริง (Over-reaction)

ภาพที่ 2.3 แสดงการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการใช้ข้อมูลภายในซื้อขายหลักทรัพย์ (Insider Trading)



Insider Trading

จากรูป จะเห็นว่าราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นก่อนเกิดเหตุการณ์ แสดงว่าอาจมีการรั่วไหลของข้อมูลข่าวสารเกิดขึ้นจนมีผู้สามารถทำกำไรส่วนเกินจากข่าวสารนั้นได้ แสดงถึงว่าตลาดหลักทรัพย์ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับสูง

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของเหตุการณ์ที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ หรือ Event Study ได้รับการศึกษาเป็นครั้งแรกโดย Fama, Fisher, Jensen และ Roll (1969) โดย FFJR ได้ศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีต่อข่าวการประกาศแตกหุ้น โดยทำการทดสอบหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กที่มีการแตกหุ้นจำนวน 940 หุ้น ตั้งแต่ มกราคม 1927 - ธันวาคม 1959 จากการศึกษาพบว่าหลังจากที่ตลาดหลักทรัพย์ประกาศแตกหุ้น ผู้ลงทุนจะประเมินมูลค่าของผลตอบแทนที่คาดหวังใหม่ และราคาหุ้นปรับตัวทันทีหลังจากวันประกาศ โดยผู้ลงทุนคาดหวังว่าการแตกหุ้นจะส่งผลให้เกิดการ

เปลี่ยนแปลงระดับเงินปันผลในอนาคต แสดงให้เห็นว่าราคาหุ้นสะท้อนเต็มที่ต่อข้อมูลข่าวสารใหม่ที่เข้ามากระทบ ซึ่งสนับสนุนว่าตลาดหุ้นนิวยอร์กเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ³

Fayez Elayan, Kuntara Pukthuanthong และ Jingyu Li (2004) ได้ศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก เมื่อบริษัทจดทะเบียนได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการของรัฐบาล โดยมีข้อสมมุติฐานว่าการที่บริษัทจดทะเบียนได้รับงานโครงการ จะส่งผลให้มูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดที่กิจการคาดว่าจะได้รับในอนาคตเพิ่มสูงขึ้น และนักลงทุนจะประเมินมูลค่าของกิจการใหม่สะท้อนผ่านทางราคาหลักทรัพย์ของบริษัท ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทปรับตัวสูงขึ้น นอกจากนี้แล้วประเภทของโครงการที่แตกต่างกันยังส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวที่แตกต่างกันด้วย โดย Fayez et al. ทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินงานโครงการในช่วงปี ค.ศ. 1990 ถึง ปี ค.ศ. 2000 รวมทั้งสิ้น 1963 โครงการ รวบรวมและคัดเลือกข้อมูลจากสื่ออิเล็กทรอนิกส์ เช่น Wall Street Journal, Los Angeles Times เป็นต้น และใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์จากศูนย์ CRSP ซึ่งเป็นศูนย์วิจัยทางการเงินของมหาวิทยาลัยในชิคาโกซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ที่สำคัญของอเมริกาไว้ อาทิ NYSE, NASDAQ และ AMEX ผลการศึกษาพบว่าโครงการที่บริษัทจดทะเบียนได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการ ส่งผลในเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่านักลงทุนได้มองเห็นถึงโอกาสที่ดีในการเข้าไปลงทุนในตลาดหุ้นนั้น รวมไปถึงการคาดการณ์ถึงผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนที่เพิ่มขึ้น ทำให้มีการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ใหม่ ราคาของหลักทรัพย์จึงมีการปรับตัวสูงขึ้น โดยโครงการประเภทงานบริการจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าโครงการประเภทอื่นๆ ที่ไม่ใช่งานบริการ โครงการด้านการพลเรือนส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าโครงการด้านการทหาร และโครงการที่ดำเนินการในต่างประเทศส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าโครงการที่ดำเนินการภายในประเทศ⁴

³ Eugene F. Fama, et al. "The Adjustment of Stock Prices to New Information", International Economic Review 10 (February 1969) : 1-21.

⁴ Fayaz Elayan, et al. "The Determinants and Impact of Government Contract Award on the Market Value of the Winning Firms", (January 2004) : 1-45.

สำหรับในประเทศไทย มีการศึกษาในเชิง Event Study ในรูปแบบต่างๆ เช่น วราภรณ์ วรบุญทวีสุข (2546) ได้ทำการศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศจัดทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Tender Offer) ที่มีต่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น สะท้อนผ่านทางราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บรวบรวมข้อมูลในช่วงปี 2535 - 2545 พบรายการ Tender Offer อยู่ 160 รายการ ซึ่งผลการศึกษาที่ได้สรุปได้ว่ามีการรั่วไหลของข้อมูลข่าวสารก่อนวันประกาศจัดทำคำเสนอซื้อ โดยราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ได้รับคำเสนอซื้อมีการปรับตัวสูงขึ้นจนพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญเริ่มตั้งแต่ 1 เดือนก่อนการประกาศจัดทำคำเสนอซื้อ ในทางกลับกันราคาหลักทรัพย์ของบริษัทผู้เสนอซื้อกลับมีการปรับตัวลดลงจนพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในช่วงที่ประกาศ ส่วนขนาดของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นนั้น จะขึ้นอยู่กับลักษณะของกิจการ และลักษณะของคำเสนอซื้อ⁵

สมเกียรติ ฉัตรชัย และสรยุทธ (2540) ได้ทำการศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีต่อข่าวสารการประกาศจ่ายเงินปันผลที่ผิดจากความคาดหมาย (Dividend Surprise) ในช่วงเดือนมกราคม 2533 - ธันวาคม 2539 ซึ่งผลการศึกษารูปได้ว่า กลุ่มบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลสูงกว่าที่นักลงทุนคาดการณ์ไว้ เฉพาะกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดและสภาพคล่องสูง อาทิ กลุ่มการเงินการธนาคารเท่านั้น ที่ราคาหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ปรับตัวสูงขึ้นจนมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 9 วันก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล แต่ช่วงหลังวันประกาศพบว่าราคาหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ไม่ตอบสนองต่อข่าวสารประกาศ แต่กลับมีแนวโน้มลดลงเล็กน้อยอย่างไม่มีนัยสำคัญ ส่วนกลุ่มบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าที่คาดการณ์ไว้ ราคาหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ไม่เปลี่ยนแปลงจนมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญทั้งก่อนและหลังการประกาศ และในปีที่ตลาดมีสภาพคึกคัก ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 9 วันก่อนการประกาศ ไม่ว่าจะเป็นกลุ่มที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่าหรือต่ำกว่าการคาดการณ์ และในปีที่ตลาดมีสภาพซบเซา บริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลที่ต่ำกว่าการคาดการณ์จะมีราคาหลักทรัพย์ลดลงจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าปกติอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 9 วันหลังวันประกาศเท่านั้น ส่วนบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลสูงกว่าการคาดการณ์ ราคาหลักทรัพย์มิได้เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งช่วงก่อนและหลังวันประกาศ การศึกษาของสมเกียรติ ฉัตรชัย และสรยุทธ (2540)

⁵ วราภรณ์ วรบุญทวีสุข, “ผลกระทบของการจัดทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Tender Offer) ที่มีต่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น”, งานวิจัยนักศึกษาระดับปริญญาโท โครงการปริญญาโททางการเงิน มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2546.

สรุปได้ว่า ปัจจัยมูลค่าตลาด สภาพคล่องในการซื้อขาย ประเภทของอุตสาหกรรม และสภาพตลาดต่างส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติในลักษณะที่ต่างกัน ซึ่งเป็นการสนับสนุนว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังไม่มีประสิทธิภาพถึงในระดับกลาง (Semi-Strong Form)⁶

ศราวุธ มาสะพันธ์ (2540) ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการขึ้นเครื่องหมาย XD (Ex-dividend) กับ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาและเปรียบเทียบว่าข่าวการประกาศขึ้นเครื่องหมาย XD จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์อย่างไร ผลที่ได้พบว่า ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นจนเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วง 1-2 วัน ก่อนวันที่ตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเครื่องหมาย XD ส่วนในวันที่ตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเครื่องหมาย XD ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลงจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นลบ ส่วนผลของการศึกษาทางสถิติสรุปได้ว่า ข่าวการขึ้นเครื่องหมาย XD ไม่มีผลต่อการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%⁷

บุญทวี บุญบาร, นกมล ศิลป์วิทย์ และอาคม เตชวณิชกุล (2539) ได้ทำการศึกษาถึงการตอบสนองของราคาหุ้นสามัญของบริษัทเป้าหมายเมื่อเกิดการรวมกิจการ โดยใช้ข้อมูลของบริษัทเป้าหมายที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2535-2538 จำนวน 39 บริษัท มาวิเคราะห์หาอัตราผลตอบแทนเกินปกติตลอดช่วงเวลา (Event Study) ทั้งก่อน และหลังการประกาศทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. ผลการศึกษาพบการเปลี่ยนแปลงในเชิงบวกของหุ้นบริษัทเป้าหมายในช่วงก่อนการประกาศควบรวมกิจการ และพบการเปลี่ยนแปลงในเชิงลบในช่วงหลังการประกาศ แต่โดยรวมแล้วอัตราผลตอบแทนเกินปกติยังมีค่าเป็นบวก แสดงให้เห็นว่าการควบกิจการและการครอบงำกิจการนี้ มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุน⁸

⁶ สมเกียรติ รุ่งเรืองสถา และคณะ, “เงินปันผลที่ผิดความคาดหมายกับผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย”, งานวิจัยนักศึกษาปริญญาโท โครงการปริญญาโททางบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540.

⁷ ศราวุธ มาสะพันธ์, “ความสัมพันธ์ระหว่างการขึ้นเครื่องหมาย XD กับ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย”, วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540.

⁸ บุญทวี บุญบาร และคณะ, “การตอบสนองของราคาหุ้นสามัญ ของบริษัทเป้าหมายเมื่อเกิดการรวมกิจการ”, งานวิจัยหลักสูตรบริหารธุรกิจ มหาบัณฑิต โครงการวิจัยสำหรับนักศึกษาปริญญาโทสำหรับผู้บริหาร คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2539.

มนต์เดช ชุ่มอินทรจักร์ (2547) ได้ทำการประเมินพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงต่อการเปลี่ยนแปลงราคาใน 1 วัน ของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2546 โดยแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 2 กลุ่ม คือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนรายวันมากกว่า 25% เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ประสิทธิภาพสูง และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนรายวันน้อยกว่า -25% เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ประสิทธิภาพต่ำ แล้วนำไปวิเคราะห์เพื่อประเมินพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงโดยวัดจากผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลา 10 20 30 60 และ 90 วันทำการของหุ้นสามัญที่ให้ผลตอบแทนที่ผิดปกติ ผลการศึกษาพบว่าในปี พ.ศ. 2546 พบการเกิดพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงของการเปลี่ยนแปลงราคาใน 1 วันของหุ้นสามัญ โดยกลุ่มหลักทรัพย์ประสิทธิภาพสูงพบพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงในช่วงระยะเวลา 90 วันทำการ ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์ประสิทธิภาพต่ำพบพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงในช่วงระยะเวลา 20 วันทำการ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง⁹

ในส่วนของการศึกษาเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในกรณีของบริษัทจดทะเบียนได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินงานโครงการนี้ ในประเทศไทยพบว่ายังไม่มีผู้ใดได้ทำการศึกษา

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright © by Chiang Mai University
All rights reserved

⁹ มนต์เดช ชุ่มอินทรจักร์, “การประเมินพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงต่อการเปลี่ยนแปลงราคาใน 1 วัน ของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2546”, การค้นคว้าแบบอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, 2547.