

บทที่ 2

ทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์และประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงาน
ในระยะยาวของบริษัทจดทะเบียนหลังออกจากหมวดฟื้นฟูการดำเนินงาน มีทฤษฎี แนวคิด และ
งานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้

ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

นับตั้งแต่หลังวิกฤตเศรษฐกิจปี 2541 เป็นต้นมา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะ
ประกาศให้บริษัทจดทะเบียนที่มีส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรากฏในงบการเงินซึ่งได้รับการตรวจสอบจาก
ผู้สอบบัญชีแล้วมีค่าต่ำกว่าศูนย์ ต้องจัดทำแผนฟื้นฟูการดำเนินงานของกิจการ และปรับปรุง
คุณสมบัติการเป็นบริษัทจดทะเบียน พร้อมทั้งขึ้นเครื่องหมาย “SP” เพื่อห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์
ของบริษัทจดทะเบียนดังกล่าว หลังจากนั้นจะย้ายหลักทรัพย์ไปอยู่ภายใต้หมวด REHABCO เพื่อ
จัดทำแผนฟื้นฟูการดำเนินงาน (แนวทางในการดำเนินการต่อบริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายอาจถูกเพิก
ถอนและต้องจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการ, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548: ออนไลน์)

บริษัทจดทะเบียนที่ตัดสินใจจะจัดทำแผนฟื้นฟูการดำเนินงาน จะต้องแต่งตั้งที่ปรึกษา
ทางการเงินเพื่อร่วมจัดทำแผนฟื้นฟูการดำเนินงานและรายงานผลในรูปแบบของงบการเงินต่อ
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกๆ 6 เดือน โดยบริษัทที่จะสามารถหลุดพ้นจากการถูกเพิกถอน
การเป็นบริษัทจดทะเบียนได้ จะต้องผ่านการพิจารณาตามเงื่อนไขของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ไทย ดังนี้ (สายงานกำกับตลาด, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548: ออนไลน์)

1. ส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นบวก
2. มีกำไรสุทธิจากการดำเนินงานในการดำเนินในธุรกิจหลัก 3 ไตรมาส
ติดต่อกัน หรือถ้าไม่ติดต่อกัน เมื่อสิ้นสุด 1 ปี บริษัทต้องมีกำไร
3. มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นบวก
4. ปรับปรุงโครงสร้างหนี้ได้เกินกว่าร้อยละ 75 และชำระหนี้ให้เจ้าหนี้สถาบัน
การเงินได้ตามกำหนดเวลา

ในการย้ายหลักทรัพย์กลับหมวดปกตินั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนด
เรื่องการห้ามขายหุ้น (Silent Period) เอาไว้คือ ห้ามผู้ลงทุนที่ถือหุ้นเพื่อการมีส่วนร่วมในการบริหาร

หรือเพื่อเชิงกลยุทธ์ทางธุรกิจ (Strategic Shareholders) ขายหุ้นที่ถืออยู่ทั้งหมดเป็นเวลา 1 ปี โดยระหว่าง 6 เดือนแรกที่ออกจากหมวดหุ้นผู้ดำเนินงานนั้นสามารถซื้อขายได้ไม่เกิน 25% ของหุ้นที่ถืออยู่ทั้งหมด หลังจากนั้นอีก 6 เดือนก็สามารถซื้อขายหุ้นที่ถือไว้ได้อีกไม่เกิน 25% เมื่อครบกำหนด 1 ปี ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็จะทำการยกเลิกการห้ามขายหุ้นและสามารถซื้อขายได้ปกติ

โดย Strategic Shareholders หมายถึง

- หน่วยงานของรัฐบาล
- กรรมการและผู้บริหาร (4 ลำดับนับต่อจากผู้จัดการลงมา)*
- ผู้ถือหุ้นที่มีหุ้นเกินกว่า 5% หรือผู้ที่มีอำนาจควบคุม*
- บุคคลที่มีข้อตกลงกับบริษัทในการห้ามนำหุ้นของบริษัทออกขายภายในเวลาที่กำหนด

* นับรวมผู้ที่เกี่ยวข้อง

จากเงื่อนไขและข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยข้างต้น ทำให้สามารถพยากรณ์ได้ว่าราคาหลักทรัพย์ที่ย้ายออกจากหมวด REHABCO จะให้ผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงระยะเวลาหนึ่ง เนื่องจากนักลงทุนจะมีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานโดยพิจารณาจากงบการเงินที่บริษัทจดทะเบียนได้ยื่นต่อตลาดหลักทรัพย์ เมื่อผลประกอบการของบริษัทเป็นบวกติดต่อกันอย่างน้อย 3 ไตรมาส ก็น่าจะส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีทฤษฎีที่ใช้ในการทดสอบการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ดังนี้

1. ประสิทธิภาพของตลาด (Market Efficiency)

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึงตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ที่มีอยู่ในตลาด ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องไว้หมดแล้ว โดยข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องนั้นหมายถึงข้อมูลในอดีต ข้อมูล ณ ปัจจุบัน และรวมถึงการคาดการณ์ที่เกี่ยวข้องในอนาคตด้วย โดยข้อมูลต่างๆ เหล่านี้ เมื่อเกิดขึ้นจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวอย่างไม่มีอคติ (Unbiased) ต่อข้อมูลข่าวสารใหม่นั้น จนราคาเข้าสู่จุดสมดุลใหม่ ดังนั้นในการพิจารณาถึงความมีประสิทธิภาพของตลาด ระยะเวลาของการปรับสมดุลราคาใหม่ต่อข้อมูลข่าวสารจึงมีความเกี่ยวข้องกัน ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพ การสะท้อนต่อข้อมูลข่าวสารใหม่ในหลักทรัพย์ต้องเกิดขึ้นอย่างรวดเร็วและทั่วถึง แนวคิดของตลาดที่มีประสิทธิภาพมีสมมติฐานดังนี้ (พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2547: 103)

- ตลาดประกอบไปด้วยนักลงทุนจำนวนมากที่ไม่มีอิทธิพลโดยตรงกับการเปลี่ยนแปลงของราคา (Price Taker)
- ข้อมูลข่าวสารเกิดขึ้นอย่างเป็นอิสระในเชิงสุ่ม

- นักลงทุนแต่ละรายมีโอกาสได้ข้อมูลข่าวสารเท่าเทียมกัน โดยไม่มีต้นทุนในการได้มา
- นักลงทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารอย่างรวดเร็ว

การจำแนกการมีประสิทธิภาพของตลาดตามระดับของข้อมูลข่าวสารที่สะท้อนอยู่ในราคาของหลักทรัพย์ สามารถจำแนกออกได้เป็น 3 ระดับ คือ (พรอนงค์ นุชรัตระกุล, 2547: 104)

1. ประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak-Form) หมายถึงตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารในอดีตที่เกิดขึ้นแล้ว ซึ่งสามารถเรียกข้อมูลในอดีตนั้นว่าเป็นข้อมูลตลาดอันหมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีต ดังนั้นถ้านักลงทุนเชื่อว่าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ การพยายามวิเคราะห์การลงทุนจากการใช้ข้อมูลตลาดมาเพื่อพยากรณ์ราคาของหลักทรัพย์ในอนาคต จึงไม่สามารถก่อให้เกิดกำไรที่เกินปกติ (Abnormal Return) ได้ โดยการวิเคราะห์การลงทุนจากข้อมูลตลาดได้แก่การวิเคราะห์เชิงเทคนิค

2. ประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi Strong-Form) หมายถึงตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดได้สะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้อง โดยข้อมูลหมายถึงทั้งข้อมูลตลาดและข้อมูลสาธารณะอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องไม่ว่าจะเป็นข้อมูลในงบการเงิน ข้อมูลปัจจัยเศรษฐกิจ โดยหมายรวมถึงข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้ว ข้อมูลในปัจจุบัน และการคาดการณ์ที่เกิดขึ้นด้วย ดังนั้นเมื่อนักลงทุนใช้การวิเคราะห์ขั้นพื้นฐาน (Fundamental Analysis) เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนแล้ว นักลงทุนสามารถหากำไรที่เกินปกติได้ แสดงว่าตลาดยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

3. ประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong-Form) หมายถึงตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลทุกประเภทไว้หมดแล้ว โดยข้อมูลดังกล่าวได้หมายรวมไปถึงข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลสาธารณะด้วย อาทิเช่นข้อมูลภายใน (Insider Information) ดังนั้นถ้าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับสูงแล้ว นักลงทุนทุกคนในตลาดจะไม่สามารถหากำไรส่วนเกินกว่าปกติได้เลย

2. การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study)

การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) เป็นการศึกษาถึงผลกระทบของเหตุการณ์ที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ เหตุการณ์ดังกล่าวนี้จะเป็เหตุการณ์อะไรก็ได้ที่เราสนใจทั้งการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจในระดับมหภาค เช่น ข่าวการประกาศการปรับค่า GDP, อัตราเงินเฟ้อ, อัตราดอกเบี้ย และยิ่งรวมไปถึงข่าวประกาศของบริษัท เช่น การประกาศจ่ายเงินปันผล การประกาศผลกำไรของบริษัท (Ball, Ray and Phillip Brown, 1968: 159-178 อ้างถึงใน Elroy Dimson and Massoud Massavian, 1998: online) การประกาศควบรวมกิจการ เป็นต้น เหตุการณ์เหล่านี้ล้วนแล้วแต่ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงทั้งสิ้น

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ ถ้าราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงสะท้อนต่อข่าวสารที่มีอยู่ ณ ปัจจุบันทั้งหมดแล้ว ราคาของหลักทรัพย์นั้นก็จะต้องเปลี่ยนแปลงสะท้อนต่อข่าวสารใหม่ด้วยเช่นกัน ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่า เราสามารถวัดความสำคัญของเหตุการณ์ที่เราสนใจได้ โดยดูจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ระหว่างช่วงที่เหตุการณ์หนึ่งๆ เกิดขึ้น

Event Study ได้รับการศึกษาเป็นครั้งแรกโดย Fama, Fisher, Jensen and Roll (1969) (Elroy Dimson and Massoud Massavian, 1998: online) โดยให้ความสนใจต่อการวัดผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์เมื่อเหตุการณ์ที่เราสนใจเกิดขึ้น ผลตอบแทนที่ผิดปกติจะเกิดขึ้นเมื่อผลตอบแทนที่แท้จริงในหลักทรัพย์นั้นสูงเกินกว่าผลตอบแทนที่กำหนด หรือที่คาดว่าจะได้รับ โดยผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับนั้น สมมติให้เป็นผลตอบแทนของหลักทรัพย์เมื่อไม่มีเหตุการณ์ใดๆ เกิดขึ้น

ขั้นตอนในการศึกษา Event Study คือ

1. ระบุเหตุการณ์ที่สนใจจะทำการศึกษา
2. กำหนดระยะเวลาในการศึกษาเหตุการณ์
3. เลือกหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้อง
4. คำนวณหาอัตราผลตอบแทนแบบปกติในช่วงที่เกิดเหตุการณ์
5. คำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่เกิดเหตุการณ์
6. ทำการทดสอบทางสถิติว่าผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

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

3. อัตราราคาต่อกำไร (P/E Ratio)

อัตราราคาต่อกำไร หรือค่าพีอี (P/E Ratio) เป็นอัตราที่นักวิเคราะห์และบุคคลทั่วไปให้ความสนใจในการใช้ประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ โดยวัดจากจำนวนเงินที่นักลงทุนยินดีที่จะจ่ายสำหรับผลตอบแทน 1 หน่วย (หรือ \$1) ที่จะได้รับจากกิจการ หรืออาจเรียกได้ว่าอัตราราคาต่อกำไรคือ ตัวคูณของมูลค่าหุ้นสามัญ เช่นถ้าอัตราราคาต่อกำไรของหุ้นมีค่า 20 หมายความว่านักลงทุนต้องจ่ายเงินเป็นจำนวน \$20 เพื่อผลตอบแทนทุกๆ \$1 ที่จะได้รับจากการดำเนินงานของกิจการ

อัตราราคาต่อกำไร สามารถบอกถึงระดับความเชื่อมั่นที่นักลงทุนมีต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ ดังนั้นเมื่ออัตราราคาต่อกำไรมีค่าสูง ก็ย่อมแสดงให้เห็นว่านักลงทุนมีความเชื่อมั่นในการลงทุนในหุ้นสามัญนั้นสูงตามไปด้วย ในการวิเคราะห์อัตราราคาต่อกำไรให้เห็นภาพที่ชัดเจนนั้น ควรทำการพิจารณาเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมหรือที่เรียกว่าการวิเคราะห์แบบ Cross-sectional เนื่องจากหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน ย่อมมีอัตราราคาต่อกำไรที่แตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับอัตราการเติบโตและแนวโน้มของอุตสาหกรรมในขณะนั้น

อัตราราคาต่อกำไรสามารถคำนวณได้จาก (Lawrence J. Gitman, 2003: 66)

$$\text{Price Earning (P/E) Ratio} = \frac{\text{Market price per share of common stock}}{\text{Earning per share}}$$

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ให้ความสนใจถึงผลกระทบของเหตุการณ์ที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ การศึกษานี้เริ่มต้นมาจากการศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีต่อข่าวการประกาศแตกหุ้นในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก โดย Fama, Fisher, Jensen และ Roll ในปี 1969 (Eugene Fama, 1991) ซึ่งผลจากการศึกษาการแตกหุ้นจำนวน 940 หุ้น พบว่าหลังจากที่ตลาดหลักทรัพย์ประกาศแตกหุ้น นักลงทุนจะประเมินมูลค่าของผลตอบแทนที่คาดหวังใหม่ และราคาหุ้นปรับตัวทันทีหลังจากวันประกาศแตกหุ้นดังกล่าว แสดงให้เห็นถึงการตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อเหตุการณ์ต่างๆ ที่ส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ที่สนใจจะลงทุน รวมถึงความเชื่อมั่นที่มีต่อตัวกิจการ

Pursiainen and Viitanen (1996) ได้ศึกษาพฤติกรรมกรรมการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทโทรคมนาคม 5 แห่ง ได้แก่ Motorola, Nokia, Ericsson, Qualcomm และ Benefon หลังจากเหตุการณ์ที่บริษัทผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่รายใหญ่ที่สุดของอเมริกาตัดสินใจ

เปลี่ยนแปลงการเลือกใช้ระบบโครงข่ายโทรศัพท์มือถือจาก European GSM มาเป็น American CDMA Cellular ทดแทนระบบ Analogue ที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน โดยการตัดสินใจเลือกใช้ระบบใดนั้น จะเกิดผลกระทบกับทั้งบริษัทโทรคมนาคมของอเมริกา ได้แก่ Motorola และ Qualcomm หรือของยุโรปซึ่งได้แก่ Nokia, Ericsson และ Benefon เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อส่วนแบ่งตลาดในระยะยาวของอุตสาหกรรมนี้ ในการศึกษานี้ได้กำหนดให้ช่วงเวลาของเหตุการณ์เป็น 61 วัน โดยผลการศึกษาแบ่งออกได้เป็น 3 กรณีคือ

1) Motorola และ Qualcomm มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากนักลงทุนมีข่าวสารในด้านการพัฒนาระบบโครงข่ายเป็นอย่างดี จึงทำให้ทราบว่า Motorola และ Qualcomm ได้มีการพัฒนาระบบ CDMA มาก่อนแล้วอย่างต่อเนื่อง ส่งผลต่อความเชื่อมั่นในการลงทุนในหลักทรัพย์ของทั้งสองบริษัท

2) Nokia และ Benefon แทนจะไม่ได้รับผลกระทบต่อเหตุการณ์นี้ เนื่องจาก Nokia มีความรู้และความพร้อมในการพัฒนาระบบ CDMA เช่นกัน เพียงแต่ยังไม่ได้ให้ความสนใจอย่างจริงจังและยังเน้นที่จะสนับสนุนระบบ GSM ต่อไป ส่วน Benefon เองยังไม่มีแนวทางชัดเจนในการผลิตระบบโครงข่ายแม้แต่ GSM ทำให้หลักทรัพย์สองตัวนี้ไม่มีการเคลื่อนไหวมากนัก

3) Ericsson ได้รับผลกระทบค่อนข้างมากจากการประกาศเลือกใช้ระบบ CDMA เนื่องจาก Ericsson ออกมาประกาศอย่างเชื่อมั่นว่า GSM ยังคงจะเป็นระบบที่ใช้กันอย่างแพร่หลายทั่วโลกต่อไป และมุ่งมั่นที่จะพัฒนาระบบ GSM เพียงอย่างเดียว ซึ่งทำให้นักลงทุนมองว่า Ericsson อาจไม่สามารถแข่งขันกับรายอื่นได้ในตลาดอเมริกา

อาฉติ ลิมักเดช (2541) ได้ทำการศึกษาถึงผลตอบแทนที่ผิดปกติซึ่งเป็นผลมาจากการซื้อกิจการ (Takeover) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 1993-1995 โดยทำการศึกษาใน 38 หลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายนานๆ ครั้ง (Infrequently Traded Stock) และได้กำหนดช่วงเวลาของเหตุการณ์ (Event Window) คือช่วง 60 วันก่อนการยื่นคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Tender Offer) จนถึง 420 วันหลังประกาศ จากการศึกษาพบว่าหลังจากมีข่าวการซื้อกิจการรั่วไหลออกไปยังตลาดก่อนวันประกาศ นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการซื้อหลักทรัพย์นั้นๆ ถึง 20% ในช่วง 2 เดือนก่อนที่จะมีการยื่นคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ให้กับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ราคาหลักทรัพย์จะคงตัวอยู่ประมาณ 150 วัน จากนั้นจะมีการเปลี่ยนแปลงโดยราคาจะลดลงประมาณ 10% อย่างรวดเร็ว แสดงให้เห็นว่าเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น มีผลต่อนักลงทุนที่มีความเชื่อมั่นในบริษัทผู้ซื้อกิจการนั่นเอง

King, Wilson and Naseem (2000) ได้ทำการศึกษาพฤติกรรมของการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่ได้รับผลกระทบจากการประกาศควบรวมและการซื้อสิทธิในการถือครองกิจการ (Merger and Acquisition, M&A) ของบริษัทที่ทำธุรกิจด้านเทคโนโลยีอุตสาหกรรมเกษตร จำนวน 2 คู่ ได้แก่การซื้อสิทธิในการถือครองกิจการของ Pioneer Hi-Bred โดย DuPont และเหตุการณ์การควบรวมกิจการของบริษัท Astra กับ Zeneca การศึกษาทั้งสองเหตุการณ์นี้ใช้วิธีการของ Event Study ซึ่งพิจารณาการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ตั้งแต่ 20 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการเปรียบเทียบกับราคาของหลักทรัพย์หลังวันประกาศอีก 20 วัน ซึ่งผลที่ได้จากการศึกษาแยกออกได้เป็นสองกรณีคือ

1) หลังการรวมกิจการของ Pioneer Hi-Bred โดย DuPont พบว่าค่าเบี่ยงเบนของผลตอบแทนรวมของ Pioneer Hi-Bred เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ DuPont มีค่าเบี่ยงเบนของผลตอบแทนรวมลดลง ทั้งนี้เนื่องจาก DuPont ต้องจ่ายเงินมากเพื่อให้ได้มาซึ่งการถือครอง Pioneer Hi-Bred แต่ทั้งนี้การลดลงของ DuPont เมื่อเทียบกับการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนของ Pioneer Hi-Bred ถือว่าน้อยกว่ามาก ดังนั้นในภาพรวมของทั้งสองบริษัทที่ควบรวมกัน ยังถือว่ามีผลการดำเนินงานที่เป็นบวก

2) หลังจากวันประกาศควบรวมกิจการของ Astra และ Zeneca พบว่าค่าเบี่ยงเบนของผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ทั้งสอง เพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่หลักทรัพย์ของกลุ่มในอุตสาหกรรมเดียวกันไม่มีการเปลี่ยนแปลงของราคาในช่วงเหตุการณ์ (41 วัน)

การที่ค่าเบี่ยงเบนของผลตอบแทนรวมของทั้ง Astra และ Zeneca มีค่าเพิ่มสูงขึ้นมากกว่ากลุ่มของ Pioneer Hi-Bred และ DuPont นั้น เนื่องจากนักลงทุนมองว่าองค์ประกอบที่จะรวมเข้าด้วยกันของ Astra และ Zeneca นั้นมีประสิทธิภาพและสามารถที่จะให้ผลการดำเนินงานที่ดีกว่า Pioneer-DuPont ได้ในอนาคต

Chan-Lau (2001) ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบที่เกิดขึ้นกับราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศใช้กฎหมายฟื้นฟูกิจการ (Commercial Rehabilitation Law - CRL) ในประเทศญี่ปุ่นซึ่งประกาศใช้ในวันที่ 1 เมษายนปี 2000 โดยศึกษาการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของ 1011 บริษัทที่ประกาศฟื้นฟูกิจการและปรับโครงสร้างขององค์กรระหว่างเดือนกรกฎาคมปี 1999 ถึงเดือนธันวาคมปี 2000 ดังนั้นจึงมีการแบ่งพิจารณาเป็นสองกลุ่ม ได้แก่กิจการที่มีการประกาศปรับโครงสร้างองค์กรระหว่างเดือนกรกฎาคมปี 1999 ถึงเดือนมีนาคมปี 2000 (ก่อน CRL) จำนวน 472 บริษัท และระหว่างเดือนเมษายนปี 2000 ถึงเดือนธันวาคมปี 2000 (หลัง CRL) อีกจำนวน 539 บริษัท

จากการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์ของกิจการที่มีแผนการปรับองค์กร โดยการควบรวมกิจการนั้นให้ผลตอบแทนที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ตรงข้ามกับกิจการที่มีนโยบายที่จะปรับลดจำนวนแรงงานซึ่งให้ผลตอบแทนเป็นลบอย่างเห็นได้ชัด ส่วนหลักทรัพย์ของกิจการที่มีการประกาศปรับโครงสร้างในด้านอื่นๆ เช่น การทอดตลาดสินทรัพย์ถาวร หรือการปรับลดโครงสร้างของเงินทุนนั้น แทบจะไม่ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ สรุปได้ว่านักลงทุนให้ความสำคัญต่อความน่าเชื่อถือของกิจการและความเป็นบรรษัทภิบาล (Corporate Governance)

Campart and Pfister (2003) ให้ความสนใจศึกษาเกี่ยวกับความร่วมมือระหว่างบริษัทในอุตสาหกรรมการผลิตยา ในแง่ของการนำหุ้นส่วนใหม่ๆ เข้ามาเพื่อเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้ธุรกิจ ได้แก่การจัดตั้งฝ่ายวิจัยและพัฒนาาร่วมกัน การนำเทคโนโลยีชีวภาพเข้ามาใช้ร่วมกันระหว่างบริษัทที่เป็นพันธมิตร หรือความตกลงช่วยเหลือในด้านการตลาด เป็นต้น โดยศึกษาการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของ 237 บริษัทระหว่างปี 1995-2000 กำหนดช่วงเวลาของเหตุการณ์เป็น 21 วัน (-10, +10) ซึ่งหุ้นส่วนของ 237 บริษัทนี้มีทั้งที่เป็น Joint-Venture และ Contractual Alliance โดยผลการศึกษาพบว่าไม่มีความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของบริษัทที่มีหุ้นส่วนแบบ Joint-Venture และ Contractual Alliance แต่ผลตอบแทนที่ผิดปกติในหลักทรัพย์เกิดขึ้นเมื่อมีความร่วมมือในด้านเทคโนโลยีขั้นสูง โดยให้ผลตอบแทนที่เป็นบวกมากกว่าการให้ความร่วมมือในด้านอื่นๆ ที่นอกเหนือจากเทคโนโลยี เช่นการตลาด เป็นต้น

ปิยฉัตร สวัสดิ์ประคิมฐ์ (2548) ได้ทำการศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการของรัฐหรือเอกชน โดยได้ศึกษาทั้งสิ้น 161 เหตุการณ์ ตั้งแต่ 1 ตุลาคม 2537 ถึง 30 กันยายน 2547 ในการศึกษาพบว่า ข่าวที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับงานโครงการ ส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทุกขนาดของโครงการ โดยข่าวที่แจ้งถึงการได้รับงานโครงการที่เป็นโครงการขนาดใหญ่ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาคือโครงการขนาดกลางและโครงการขนาดเล็ก ตามลำดับ

งานวิจัยที่กล่าวมาข้างต้น ส่วนแต่มีความเกี่ยวข้องกับการศึกษาเหตุการณ์ทั้งสิ้น กล่าวคือราคาหลักทรัพย์จะมีการเปลี่ยนแปลงหลังจากที่มีเหตุการณ์มากระทบ ซึ่งเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นอาจแตกต่างกันออกไป อาทิ การซื้อกิจการ การควบรวมและซื้อสิทธิในการถือครองกิจการ การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างขององค์กร และการที่กิจการได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการของรัฐ

หรือเอกชน โดยเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นอาจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว ซึ่งอาจขึ้นอยู่กับความเชื่อมั่นของนักลงทุนและประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งจะได้ทำการศึกษาต่อไป

ในส่วนของการศึกษาเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนย้ายออกจากหมวดพื้นฐานการดำเนินงานกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกตินั้น ในประเทศไทยพบว่ายังไม่มีผู้ใดได้ทำการศึกษา



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved