

## บทที่ 1

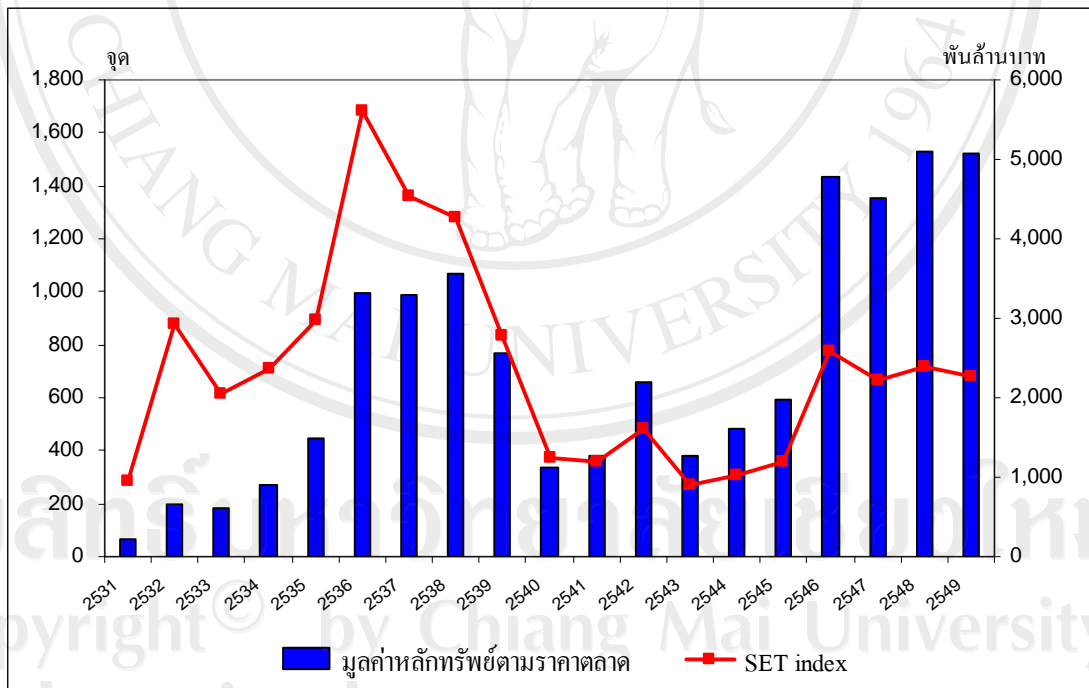
### บทนำ

#### หลักการและเหตุผล

เมื่อวันที่ 20 พฤษภาคม พ.ศ.2517 ได้มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เริ่มเปิดทำการซื้อขายครั้งแรกเมื่อวันที่ 30 เมษายน พ.ศ.2518 โดยปัจจุบันใช้ชื่อภาษาอังกฤษ “The Stock Exchange of Thailand” (SET) โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตลาดรองที่จัดตั้งขึ้นอย่างเป็นทางการทำหน้าที่ในการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน การซื้อขายของบริษัทสมาชิก และการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อย่างไรก็ตาม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้ทำหน้าที่ซื้อขายหลักทรัพย์โดยตรง แต่จะควบคุมดูแลให้การซื้อขายหลักทรัพย์ให้ดำเนินไปอย่างมีระเบียบ คล่องตัว โปร่งใส และยุติธรรม เพื่อสร้างความมั่นใจแก่ผู้ลงทุนและส่งเสริมให้เกิดการระดมเงินออมจากประชาชนไปลงทุนในกิจการต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาเศรษฐกิจโดยรวม

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับอิทธิพลจากปัจจัยหลายด้าน ทั้งปัจจัยภายในประเทศและปัจจัยภายนอกประเทศ โดยปัจจัยภายในประเทศ ได้แก่ ปัจจัยทางเศรษฐกิจ เช่น อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ, ระดับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ เป็นต้น สำหรับปัจจัยภายนอกประเทศ ได้แก่ ภาวะตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ, บทบาทของนักลงทุนต่างชาติ, อัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ เป็นต้น โดยปัจจัยที่มีผลชัดเจนและกระทบต่อภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่สำคัญ ได้แก่ ภาวะเศรษฐกิจของประเทศ และแนวนโยบายการบริหารของภาครัฐบาล ดังจะเห็นได้จากกรณีการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากรูปที่ 1.1 ดัชนีราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่ปรับตัวสูงขึ้นตามลำดับและปรับตัวสูงสุดสิ้นปี 2536 ที่ระดับ 1,682.85 จุด ตั้งแต่ปี 2539 เป็นต้นมาภาวะเศรษฐกิจไทยประสบกับภาวะถดถอยจนเกิดวิกฤตทางการเงิน ซึ่งมีการเรียกวิกฤตครั้งนี้กันทั่วไปว่า “วิกฤตการณ์ต้มยำกุ้ง” ซึ่งวิกฤตทางการเงินนี้มีผลสืบเนื่องมาจากนักลงทุนขาดการเชื่อมั่นต่อสถาบันการเงินจนส่งผลให้รัฐบาลประกาศปิดการค้าเงินตราต่างประเทศจำนวน 56 แห่ง และปัญหาจากการที่ค่าเงินบาทถูกเก็งกำไรโดยกองทุนต่างประเทศในปริมาณที่สูง ทำให้ประเทศไทยเกิดปัญหาอัตราแลกเปลี่ยนเงินต้องประกาศเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตะกร้า (Basket Currency) เป็นระบบ

ลอยตัวแบบมีการจัดการ (Managed Float) ในวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 ส่งผลให้ค่าเงินบาทอ่อนตัวอย่างรุนแรง ทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์สิ้นปี 2540 อยู่ที่ระดับ 372.69 จุด หลังจากนั้นเศรษฐกิจไทยยังประสบกับภาวะเศรษฐกิจถดถอย โดยเฉพาะปัญหาสภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจซึ่งทำให้เงินไหลออกจากตลาดหลักทรัพย์เป็นจำนวนมาก จนปี 2544 เศรษฐกิจไทยมีการปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากสภาพการเมืองที่รัฐบาลมีความแข็งแกร่งในเชิงโครงสร้าง ประกอบกับแนวนโยบายของภาครัฐบาลที่กระตุ้นการใช้จ่ายภาคครัวเรือน และการปรับลดของอัตราดอกเบี้ยซึ่งส่งผลดีต่อตลาดหลักทรัพย์จนทำให้เกิดการปรับตัวดีขึ้นอย่างช้าๆ จนสิ้นปี 2546 ดัชนีราคาหลักทรัพย์ปรับตัวอยู่ที่ระดับ 772.15 จุด และสิ้นปี 2549 ดัชนีราคาหลักทรัพย์อยู่ที่ระดับ 679.84 จุด ซึ่งการปรับลดดัชนีราคาหลักทรัพย์ดังกล่าวได้รับผลกระทบจากการยึดอำนาจการปกครองของคณะปฏิรูปการปกครองในระบอบประชาธิปไตยในเดือนกันยายน และการออกกฏการควบคุมเงินลงทุนจากต่างประเทศให้มีการสำรอง 30% ในเดือนธันวาคม ซึ่งมีผลให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์ลดลงเกือบ 100 จุดเมื่อตอนสิ้นปี 2549



รูปที่ 1.1 แสดงดัชนีและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2531 - 2549

ขณะเดียวกันมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ปี 2546 มีอัตราการขยายตัวร้อยละ 141.15 เมื่อเทียบกับปี 2545 โดยในปี 2545 มีมูลค่ารวม 1.99 ล้านล้านบาท เพิ่มขึ้น 4.79 ล้านล้านบาท

ในปี 2546 และในปี 2549 มีอัตราการปรับตัวลดลง ร้อยละ 0.52 เมื่อเทียบกับปี 2548 โดยในปี 2548 มีมูลค่ารวม 5.11 ล้านล้านบาท ลดลงเป็น 5.08 ล้านล้านบาทในปี 2549

Fama (1970) กล่าวถึงตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพไว้ว่าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์เป็นราคาที่จะสะท้อนต่อข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องอย่างเต็มที่แล้ว และราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ก็คือราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ ซึ่งประเมินได้จากมูลค่าปัจจุบันของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการถือครองหลักทรัพย์ อาทิเช่น เงินปันผล และในตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพนี้ หากมีเหตุการณ์ใดๆ ที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ อาทิเช่น การเปลี่ยนแปลงระดับเงินปันผล การเปลี่ยนแปลงผลประกอบการ หรือการเปลี่ยนแปลงมูลค่าที่ตราไว้ต่อหุ้น ราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวอย่างรวดเร็วเข้าหาราคาที่เหมาะสมที่ประเมินได้ใหม่ในทันที หากราคาหลักทรัพย์ปรับตัวอย่างช้าๆ หรือปรับตัวในรูปแบบอื่นกล่าวได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ยังไม่ใช่ตลาดที่มีประสิทธิภาพอย่างแท้จริง

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ ถ้าราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงสะท้อนต่อข่าวสารที่มีอยู่ ณ ปัจจุบันทั้งหมดแล้ว ราคาของหลักทรัพย์นั้นก็จะต้องเปลี่ยนแปลงสะท้อนต่อข่าวสารใหม่ด้วยเช่นกัน ดังนั้น จึงสามารถวัดความสำคัญของเหตุการณ์ที่สนใจได้โดยดูจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ระหว่างช่วงที่เหตุการณ์หนึ่งๆ เกิดขึ้น โดยสามารถนำแนวทางการศึกษาแบบ Event Study มาประยุกต์ใช้ในการทดสอบสภาพตลาดหลักทรัพย์ โดยให้ความสนใจต่อการวัดผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์เมื่อเหตุการณ์ที่เราสนใจเกิดขึ้น ผลตอบแทนที่ผิดปกติจะเกิดขึ้นเมื่อผลตอบแทนที่แท้จริงในหลักทรัพย์นั้นสูงเกินกว่าผลตอบแทนที่กำหนดหรือที่คาดว่าจะได้รับ โดยผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับนั้นสมมติให้เป็นผลตอบแทนของหลักทรัพย์เมื่อไม่มีเหตุการณ์ใดๆ เกิดขึ้น

ปัจจุบันมีเหตุการณ์ต่างๆ ที่เข้ามากระทบในตลาดหลักทรัพย์แล้วส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป อาทิเช่น การประกาศจ่ายเงินปันผล การประกาศควบรวมกิจการ การจัดทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ หรือการได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการต่างๆ ซึ่งเหตุการณ์ดังกล่าวล้วนส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหรืออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังเช่น การศึกษาของ ปิยฉัตร สวัสดิ์ประดิษฐ์ (2548) ที่ศึกษาการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการของรัฐหรือเอกชน พบว่าในภาพรวม ข่าวที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับงานโครงการส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวกในวันที่เกิดเหตุการณ์ (t0) และในวันก่อนเกิดเหตุการณ์ 1 วัน (t-1) นอกจากนี้ ธารณี มานะวานิชเจริญ (2546) ได้ศึกษาเรื่องผลกระทบของการแตกหุ้นที่มีต่อราคาซื้อขายซึ่งการศึกษาพบว่าการแตกหุ้นส่งผลกระทบต่อระดับราคาซื้อขายของหุ้นทั้งในช่วงการประกาศ

การแตกหุ้น และช่วงวันที่การแตกหุ้นมีผลบังคับ ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงมีความสนใจศึกษาผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทั้งนี้ การแตกหุ้น (Stock Split) เป็นกิจกรรมหนึ่งที่มีบทบาทสำคัญในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งการแตกหุ้นจะไม่ส่งผลให้มูลค่ารวมของทุนจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงไป แต่จะเกิดการเปลี่ยนแปลงเฉพาะจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่าย และราคาตามบัญชีของหุ้นเท่านั้น โดยไม่ทำให้สัดส่วนความเป็นเจ้าของของผู้ถือหุ้นเดิมเปลี่ยนแปลงไปแต่อย่างใด จากการที่พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ.2544 ที่มีการแก้ไขมีผลบังคับใช้ ทำให้ข้อกำหนดเดิมในมาตรา 50 ที่ระบุว่าหุ้นของบริษัทแต่ละหุ้นต้องมีมูลค่าเท่ากันและมีมูลค่าหุ้นละ 5 บาท ถูกยกเลิกไปเหลือเพียงการกำหนดว่าหุ้นของบริษัทแต่ละหุ้นต้องมีมูลค่าเท่ากัน ทำให้หุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถมีระดับราคาหุ้นต่ำสุดที่ระดับราคาหุ้นละ 1 สตางค์ ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จึงมีการศึกษาและดำเนินการแตกหุ้นเพิ่มมากขึ้น

ตารางที่ 1.1 แสดงจำนวนหุ้นสามัญที่มีการแตกหุ้น ในช่วงปี พ.ศ.2543-2548

ปี	จำนวนหุ้นสามัญที่มีการแตกหุ้น
2543	3
2544	16
2545	40
2546	65
2547	55
2548	45

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การแตกหุ้นทำให้มูลค่าที่ตราไว้เดิมและราคาซื้อขายเปลี่ยนแปลงลดลง ซึ่งการแตกหุ้นจะช่วยให้อัตราราคาหุ้นเข้าสู่ระดับราคาที่เหมาะสมและเพิ่มสภาพคล่องให้กับผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าราคาซื้อขายที่อยู่ในระดับสูงจนทำให้มีผู้ลงทุนน้อยรายเท่านั้นที่จะสามารถซื้อหุ้น ซึ่งเหมือนกับเป็นการจำกัดความต้องการในหุ้นของบริษัทนั้นและมีผลทำให้มูลค่าของบริษัทโดยรวมต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้น ผู้บริหารของบริษัทจึงประกาศการแตกหุ้น เพื่อให้จำนวนหุ้นมีจำนวนเพิ่มขึ้น ส่วนกำไรและเงินปันผลต่อหุ้นลดลง ซึ่งจะทำให้ราคาตลาดลดลงด้วย ตัวอย่างเช่น ผู้บริหารประกาศแตกหุ้นในอัตราสองต่อหนึ่ง ซึ่งมีผลทำให้หุ้นสามัญเพิ่มเป็นสองเท่า ส่วนกำไรและเงินปันผลต่อหุ้นจะลดลงครึ่งหนึ่ง ซึ่งจะทำให้ราคาตลาดลดลงด้วย นักลงทุนแต่ละคน

จะมีจำนวนหุ้นเพิ่มขึ้น แต่มูลค่าของแต่ละหุ้นจะลดลง โดยผู้ถือหุ้นจะยังมีฐานะเช่นเดียวกับก่อนการแตกหุ้น นักลงทุนยังถือว่าการแตกหุ้นเป็นสัญญาณการขาดความน่าเชื่อถือของบริษัท ซึ่งเมื่อหุ้นของบริษัทมีสภาพคล่อง และซื้อขายกันมากขึ้นในที่สุดมูลค่าหุ้นของบริษัทก็จะสูงยิ่งขึ้น

จากผลของการแตกหุ้นจะทำให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์ลดลงตามที่กล่าวมาแล้วนั้นย่อมจะส่งผลทำให้มีผู้ลงทุนจำนวนมากสามารถเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้นได้ ซึ่งสามารถบ่งบอกถึงแนวโน้มของสภาพคล่องของหุ้น ได้ว่าจะมีแนวโน้มที่ดีขึ้น และสภาพคล่องของหลักทรัพย์เป็นคุณลักษณะที่สำคัญของหลักทรัพย์ โดยหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงสามารถซื้อขายได้คล่องจะมีความเสี่ยงต่ำกว่าหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ (Liquidity Risk) เนื่องจากหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำจะขายได้ยากกว่าและเสี่ยงต่อการขายไม่ได้ราคา

จากเหตุผลดังกล่าวข้างต้นทำให้นักลงทุนมองว่าการแตกหุ้นเป็นสัญญาณการขาดความน่าเชื่อถือของบริษัทที่ประกาศการแตกหุ้น ดังนั้น จากพื้นฐานความเข้าใจการแตกหุ้นทำให้หุ้นของบริษัทมีสภาพคล่องที่ดี ทำให้เกิดธุรกรรมการซื้อขายเพิ่มมากขึ้นและส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายของหุ้นมีทิศทางเคลื่อนไหวในทางที่สูงขึ้น ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงมีความสนใจศึกษาเพื่อทดสอบพื้นฐานความเข้าใจดังกล่าวว่าเป็นจริงหรือไม่ โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการแตกหุ้นในช่วงปี 2544-2548 โดยทดสอบจากผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) ของหุ้น ในช่วงวันที่ประกาศการแตกหุ้น (Announcement Date)

### วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาผลกระทบของการแตกหุ้นที่มีต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา

1. ทำให้ทราบผลกระทบของการแตกหุ้นที่มีต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เป็นประโยชน์กับนักลงทุนสามารถนำไปวางแผนกลยุทธ์การลงทุน เมื่อทราบว่าข่าวประกาศการแตกหุ้นส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนอย่างไร
3. เป็นประโยชน์ในการศึกษาเรื่องทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพ ซึ่งจะทำให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลางหรือไม่

## นิยามศัพท์

**การแตกหุ้น (Stock Split)** หมายถึง การแตกหุ้นของบริษัทหนึ่งที้ออกจำหน่ายแล้วให้มีจำนวนมากขึ้นจะเกิดขึ้นในกรณีที่ราคาหุ้นของบริษัทที่ซื้อขายกันในตลาดมีราคาสูงประกอบด้วยบริษัทต้องการเงินทุนเพิ่มเพื่อการขยายกิจการ บริษัทจะทำการแตกหุ้น ซึ่งส่วนมากควรจะมีผลให้ราคาตลาดของหุ้นลดลง การซื้อขายจะคล่องตัวขึ้น และเมื่อบริษัทออกหุ้นใหม่เพื่อเพิ่มทุนจะทำให้ได้สะดวกขึ้น ทั้งนี้การแตกหุ้นจะไม่ทำให้มูลค่ารวมของทุนจดทะเบียนเปลี่ยนแปลง แต่จะเปลี่ยนเฉพาะจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายและราคาตามบัญชีหุ้นเท่านั้น โดยไม่ทำให้สัดส่วนความเป็นเจ้าของของผู้ถือหุ้นเดิมเปลี่ยนแปลงไปแต่อย่างใด

**อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return : AR)** หมายถึง อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นเกินกว่า (ต่ำกว่า) อัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ไว้ โดยอัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ไว้จะมาจากรูปแบบการจำลองพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์

**อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return : CAR)** หมายถึง ผลรวมของอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติในช่วงเวลาหนึ่ง ที่ใกล้เคียงกับวันที่เกิดข้อมูลข่าวสารใหม่ของหลักทรัพย์

**ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index)** หมายถึง การเปรียบเทียบมูลค่าตลาดโดยรวมของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่มีอยู่ในตลาด (Current Market Value) ในแต่ละวันกับมูลค่าตลาดโดยรวมของหลักทรัพย์ทั้งหมด ณ วันที่กำหนดให้เป็นวันฐาน (Base Market Value) สูตรการคำนวณ คือ

$$\text{SET Index} = (\text{มูลค่าตลาดรวม ณ วันปัจจุบัน} / \text{มูลค่าตลาดรวม ณ วันฐาน}) \times 100$$