

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษาอภิปรายผลการศึกษา ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่อง การทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินสดปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถสรุปผลการศึกษาและอภิปรายผลการศึกษา ได้ดังต่อไปนี้

5.1 สรุปผลการศึกษา

งานศึกษาเรื่อง การทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินสดปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยอาศัยข่าวสารการประกาศจ่ายเงินสดปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และมุ่งศึกษาเปรียบเทียบความแตกต่างของการได้รับข้อมูลข่าวสารระหว่างตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 2 ตลาด ด้วย

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ได้แก่ การประกาศจ่ายเงินสดปันผล การประกาศผลกำไรต่อหุ้น ราคาหลักทรัพย์ของแต่ละหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ คัดนี้ SET คัดนี้ mai และอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล ตั้งแต่ พ.ศ.2550 ถึง พ.ศ.2554 โดยใช้ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 117 บริษัท มีการประกาศจ่ายเงินสดปันผลจำนวน 1,764 ครั้ง และข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 20 บริษัท มีการประกาศจ่ายเงินสดปันผลจำนวน 198 ครั้ง ซึ่งรวบรวมได้จากฐานข้อมูลออนไลน์ต่างๆของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาข้อมูลการประกาศจ่ายเงินสดปันผล พบว่าความถี่ของการประกาศจ่ายเงินสดปันผลขึ้นอยู่กับนโยบายการจ่ายปันผลของบริษัท โดยอุตสาหกรรมกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีจำนวนการประกาศจ่ายเงินสดปันผลมากที่สุดและอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีมีการประกาศจ่ายเงิน

สดปันผลน้อยที่สุด เนื่องจากอุตสาหกรรมกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีหลักทรัพย์จำนวนมาก และหลักทรัพย์ส่วนมากคือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ซึ่งนโยบายการจ่ายปันผลสูงและสม่ำเสมอ สำหรับอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีแต่ละบริษัทมีนโยบายในการใช้กำไรสะสมเพื่อการลงทุนในการวิจัยและพัฒนา รวมถึงมุ่งเน้นการขยายกิจการในอนาคตมากกว่าจึงมีการประกาศจ่ายเงินสดปันผลน้อยครั้ง ทั้งนี้ปีพ.ศ. 2552 มีจำนวนการประกาศจ่ายเงินสดปันผลลดลงและเพิ่มมากขึ้นหลังจากนั้น สอดคล้องกับสถานะเศรษฐกิจของประเทศไทย ซึ่งขณะนั้นได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์จากเศรษฐกิจโลก (สายนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2553) จึงอาจกล่าวได้ว่าการประกาศจ่ายเงินสดปันผลสอดคล้องกับสถานะเศรษฐกิจของประเทศไทย

ผลการทดสอบผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย พบว่า การประกาศจ่ายเงินสดปันผลมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์จนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยได้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% หรือ ปฏิเสธสมมติฐานที่ $H_0: AAR_t = 0$ โดยผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยมีแนวโน้มลดลงในช่วงปลายระยะกลางก่อนการประกาศจ่ายเงินสดปันผลและปรับตัวสูงขึ้นจนถึงวันที่มีการประกาศจ่ายเงินสดปันผล จากนั้นปรับตัวลดลงและผันผวนตามปกติ ทั้งนี้อุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีเกิดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสูงที่สุดทั้งในระยะสั้น ระยะกลาง และระยะยาว ก่อนการประกาศจ่ายเงินสดปันผล แสดงว่าการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ยังไม่สามารถสะท้อนถึงข่าวสารการประกาศจ่ายเงินสดปันผลได้อย่างรวดเร็วและทั่วถึง นอกจากนี้ความถี่ในการประกาศจ่ายเงินสดปันผลส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปบ่อยครั้ง แต่ไม่ใช่ปัจจัยสำคัญในการก่อให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติ

ผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ พบว่า นักลงทุนสามารถคาดคะเนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในวันก่อนเกิดการประกาศจ่ายเงินสดปันผลและจะปรับตัวลดลงหลังจากนั้นได้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% หรือ ปฏิเสธสมมติฐานที่ $H_0: CARs = 0$ โดยช่วงปลายระยะกลางก่อนการประกาศจ่ายเงินสดปันผลค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติเพิ่มขึ้นและลดลงจนถึงวันที่มีการประกาศจ่ายเงินสดปันผล จากนั้นจึงปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้งหลังการประกาศจ่ายเงินสดปันผล ซึ่งในช่วงการเปลี่ยนแปลงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติก่อนการประกาศจ่ายเงินสดปันผล อุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติสูงที่สุด แสดงว่านักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลข่าวสารในการประกาศจ่ายเงินสดปันผลที่ได้รับในการคาดคะเนการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์และวางแผนการลงทุนให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่คาดคะเนไว้จึงสามารถ

สร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ ข้อมูลการประกาศขายเงินสดปันผลจึงเป็นข้อมูลที่น่าเชื่อถือซึ่งหากนักลงทุนนำไปคาดคะเนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แล้ว นักลงทุนจะสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ทั้งก่อนและหลังการประกาศขายเงินสดปัน

การศึกษาถึงความมีประสิทธิภาพในระดับกลางของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า นักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ทั้งในทางบวกและทางลบ โดยนักลงทุนสามารถคาดคะเนการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์และปรับการลงทุนเพื่อแสวงหาผลตอบแทนเกินปกติได้ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์นั้นไม่สามารถสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่มากกระทบได้อย่างรวดเร็วและทั่วถึง ทั้งในระยะสั้น ระยะกลาง และระยะยาว ซึ่งขัดแย้งกับทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดที่กล่าวว่า ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดจะสามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่มากกระทบได้อย่างรวดเร็วและทั่วถึง ทำให้ไม่มีผู้ลงทุนที่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติจากข่าวสารนั้นได้ ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จึงไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

นอกจากนี้การศึกษาความสามารถในการรับรู้ข่าวสารข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติของทั้ง 2 ตลาดหลักทรัพย์แตกต่างกันอย่างไม่มีนัยสำคัญ หรือ ยอมรับสมมติฐานที่ $H_0: CAR_{1,(t,12)} - CAR_{2,(t,12)} = 0$ แสดงว่าการรับรู้ข่าวสารในตลาดของนักลงทุนสามารถรับรู้ได้รวดเร็ว ทั่วถึง และเท่าเทียมไม่แตกต่างกัน แต่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในระยะสั้นและระยะกลาง แต่ในระยะยาวตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ หมายถึงนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถใช้ข้อมูลการประกาศขายเงินสดปันผลแสวงหาผลตอบแทนเกินปกติได้น้อยกว่า แม้ว่าจะรับรู้ข้อมูลตลาดดังกล่าวได้เหมือนกันในระยะสั้นและระยะกลาง แต่ในระยะยาวนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะสามารถแสวงหาผลตอบแทนเกินปกติได้มากกว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

จากการศึกษาผลตอบแทนจากการประกาศขายเงินสดปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบประเด็นสำคัญที่สามารถนำมาอภิปรายได้ดังนี้

ผลการศึกษาค้นคว้าพบว่า อุตสาหกรรมกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีการประกาศจ่ายเงินสดปันผลมากที่สุด เนื่องจากมีจำนวนหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากถึง 120 หลักทรัพย์ และบริษัทในอุตสาหกรรมกลุ่มนี้มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่สม่ำเสมอ ซึ่งส่วนมากเป็นกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ โดยเฉพาะกองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์จะมีรายได้ที่ค่อนข้างคงที่จากการทำสัญญาเช่าอสังหาริมทรัพย์ระยะยาว จึงสามารถจ่ายเงินปันผลได้มาก และสม่ำเสมอ ตามนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกองทุน เช่น กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์สนามบินสมุย (SPF) มีนโยบายในการจ่ายเงินปันผลไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของกำไรสุทธิประจำปี และหากมีกำไรสะสมในแต่ละรอบระยะเวลาบัญชี บริษัทจัดการกองทุนอาจจ่ายเงินปันผลจากกำไรสะสมเพิ่มเติมได้ อีกทั้งกำไรสุทธิและกำไรสะสมดังกล่าว เป็นกำไรที่ไม่รวมรายการสำรองค่าใช้จ่ายหรือการลงทุน ดังนั้นนักลงทุนระยะยาวหรือนักลงทุนที่นิยมการลงทุนเพื่อรับเงินปันผล จึงมีความสนใจและนิยมลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นอย่างมาก เป็นเหตุให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ส่วนมากมีสภาพคล่องต่ำและสัดส่วนมูลค่าตลาด (Market Capital) ค่อนข้างน้อย

สำหรับอุตสาหกรรมที่มีการประกาศจ่ายเงินสดปันผลน้อยที่สุด คือ อุตสาหกรรมเทคโนโลยี ประกาศจ่ายปันผลเพียง 127 ครั้ง คิดเป็น 6.47% ของการประกาศจ่ายเงินสดปันผลทั้งหมด เนื่องจากอุตสาหกรรมนี้จำเป็นต้องใช้เงินลงทุนในการดำเนินอุตสาหกรรมค่อนข้างสูง ทั้งการวิจัยพัฒนา การลงทุนในเครื่องจักรต่างๆ ดังนั้นแต่ละบริษัทจึงนิยมนำกำไรสุทธิและกำไรสะสมไปใช้ในการพัฒนาต่อยอดอุตสาหกรรม เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทในอนาคตมากกว่าการจ่ายปันผลให้กับผู้ลงทุน เพื่อรับรู้ผลประโยชน์จากการดำเนินการของบริษัทในปัจจุบัน ดังนั้นนักลงทุนที่นิยมลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีส่วนมากจึงเป็นนักลงทุนที่หวังการเก็งกำไรจากราคาหลักทรัพย์ (Capital Gains) ทั้งนี้อุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีมีผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติสูงที่สุดทั้งในระยะสั้น ระยะกลาง และระยะยาว แสดงว่าความถี่ในการประกาศจ่ายเงินสดปันผลมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์แต่ไม่เป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างผลตอบแทนเกินปกติของนักลงทุน

นอกจากนี้การประกาศจ่ายเงินปันผลยังมีความถี่ในการประกาศจ่ายเงินสดปันผลที่สอดคล้องกับสภาพเศรษฐกิจไทย ณ ขณะนั้นอีกด้วย ดังจะเห็นได้ว่าเศรษฐกิจไทยหดตัวลงถึงร้อยละ 2.3 จากปีก่อนหน้า (ฝ่ายนโยบายการเงิน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553: ออนไลน์) จากผลกระทบของการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ Hamburger Crisis โดยมีจุดเริ่มต้นจากประเทศมหาอำนาจอย่างสหรัฐอเมริกา ตั้งแต่ปลายปีพ.ศ.2550 และส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกในปีพ.ศ. 2552

ซึ่งประเทศไทยได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์นี้เช่นกันเพราะสหรัฐอเมริกาเป็นประเทศคู่ค้าที่สำคัญมากของประเทศไทย จึงทำให้ประเทศไทยมีภาวะเศรษฐกิจที่หดตัวลงและค่อยๆฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง หลังจากนั้น สอดคล้องกับจำนวนการประกาศจ่ายเงินสดปันผลของแต่ละหลักทรัพย์ในแต่ละปีสังเกตจากในปีพ.ศ.2552 จำนวนการประกาศจ่ายเงินสดปันผลลดลงเหลือ 371 ครั้ง หรือลดลง 12.5% เมื่อเปรียบเทียบกับปีพ.ศ.2551 หลังจากนั้นการประกาศจ่ายเงินสดปันผลได้เพิ่มจำนวนขึ้นเรื่อยๆทุกปี ถือได้ว่าการประกาศจ่ายเงินสดปันผลโดยรวมของตลาดนั้นสามารถสะท้อนสภาวะเศรษฐกิจของแต่ละปีได้อีกทางหนึ่ง

อนึ่งงานศึกษานี้มุ่งให้ความสำคัญกับการประกาศจ่ายเงินสดปันผลเป็นเหตุการณ์ในการทดสอบประสิทธิภาพตลาดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เนื่องจากเงินปันผลสามารถสะท้อนผลประกอบการของบริษัทแต่ละบริษัทได้และเป็นสัญญาณที่บ่งบอกถึงความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของแต่ละบริษัทอีกด้วย แตกต่างจากงานศึกษาของ สักดิพล เจือศรีกุล (2551) ที่ให้ความสำคัญกับข่าวสารการเผยแพร่บทวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่ให้คำแนะนำ “ซื้อ” เป็นเหตุการณ์ในการศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างไรก็ตามงานศึกษาของ อภิญา อารมณชีน (2550) ซึ่งใช้เหตุการณ์ในการศึกษาเดียวกันแต่ให้ความสำคัญกับการประกาศจ่ายเงินสดปันผลในคนละมุมมอง โดยงานศึกษาของ อภิญา อารมณชีน (2550) ให้ความสำคัญของการประกาศจ่ายเงินสดปันผล คือ การขึ้นเครื่องหมาย XD ของแต่ละหลักทรัพย์ ซึ่งถือเป็นข้อมูล ข่าวสาร ในเชิงลบทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง แต่งานศึกษาครั้งนี้มองว่าการประกาศจ่ายเงินสดปันผลนั้นเริ่มจากวันที่คณะกรรมการมีมติให้จ่ายเงินสดปันผลได้ และมองว่าการประกาศจ่ายเงินสดปันผลจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวก ตามแนวคิด Bird-in-the-hand

การศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติและทดสอบความมีประสิทธิภาพระดับกลางของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า เมื่อเกิดข่าวการประกาศจ่ายเงินสดปันผล ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 2 ตลาด จะได้รับผลกระทบทั้งในทางบวกและทางลบจนทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติได้อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 2 ตลาด ไม่มีประสิทธิภาพตลาดในระดับกลาง เนื่องจากนักลงทุนสามารถใช้ข่าวการประกาศจ่ายเงินสดปันผลเพื่อแสวงหากำไรเกินปกติได้จากการคาดคะเนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เพราะราคาหลักทรัพย์ไม่สามารถสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เปลี่ยนแปลงไปได้อย่างรวดเร็วและทั่วถึง ซึ่งอาจเกิดจากรั่วไหลของข้อมูลข่าวสารหรือการเผยแพร่ข่าวสารสาธารณะได้ล่าช้าและไม่เท่าเทียม สอดคล้องกับ

สมมติฐานในการศึกษาซึ่งระบุว่า การประกาศจ่ายเงินสดเป็นผลจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ทำให้นักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ และยังคงคล้องกับงานศึกษาของ Olatundun Janet Adelegan (2009) ซึ่งศึกษาผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไนจีเรีย โดยอาศัยข่าวสารการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นเหตุการณ์ที่กระทบ พบว่า ตลาดหลักทรัพย์ประเทศไนจีเรียไม่มีประสิทธิภาพตลาดในระดับกลางและงานศึกษาของ Muhammad Akbar and Humayun Habib Baig (2010) ผลการศึกษา พบว่า ตลาดหลักทรัพย์ประเทศปากีสถานไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลางและงานศึกษาของ Tobias Olweny (2012) ให้ผลการศึกษาสอดคล้องกัน คือ ตลาดหลักทรัพย์ในโรบีของประเทศเคนย่าไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง แต่วิธีการหาผลตอบแทนเกินปกติของแต่ละงานศึกษานั้นแตกต่างกันไป

การทดสอบความสามารถในการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร พบว่า ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แตกต่างกันอย่างไม่มีนัยสำคัญ แสดงว่านักลงทุนในทั้ง 2 ตลาด สามารถรับรู้ข่าวสารได้ในลักษณะเดียวกันกล่าวคือนักลงทุนสามารถรับรู้ข่าวสาร ได้ด้วยความเร็วและการเข้าถึงข้อมูลได้อย่างเท่าเทียมกัน แต่อาจมีข้อมูลข่าวสารบางอย่างรั่วไหลหรือมีนักลงทุนบางส่วนเข้าถึงข้อมูลข่าวสารได้ก่อนและใช้ประโยชน์จากข้อมูลเหล่านั้นในการคาดคะเนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เพื่อแสวงหากำไรเกินปกติได้ก่อน

ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระยะกลางถึงระยะยาวมีการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ค่อนข้างคงที่ มีความผันผวนน้อย นักลงทุนจึงสามารถคาดคะเนการเปลี่ยนแปลงของราคาได้ดีทำให้สร้างผลตอบแทนเกินปกติจากทั้งตลาดได้มากกว่าในระยะยาว โดยเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีความผันผวนของราคาหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์มาก นักลงทุนสามารถคาดคะเนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ได้ในระยะสั้นเท่านั้น นักลงทุนจึงแสวงหาผลตอบแทนเกินปกติจากทั้งตลาดได้น้อยกว่าด้วยข้อมูลข่าวสารที่เท่ากันในระยะยาวกล่าวคือ ในระยะสั้นและระยะกลางนักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้มากกว่าหากลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แต่ในระยะยาวนักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้มากกว่าหากลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.3 ข้อค้นพบ

จากการศึกษาประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินสดปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีข้อค้นพบดังนี้

5.3.1 ข่าวการประกาศจ่ายเงินสดปันผลส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อย่างมีนัยสำคัญ โดยราคาหลักทรัพย์ในตลาดจะเปลี่ยนแปลงไปเมื่อมีการประกาศจ่ายเงินสดปันผลส่งผลให้นักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติในทางบวกก่อนการประกาศจ่ายเงินสดปันผลได้ แสดงว่าข่าวการประกาศจ่ายเงินสดปันผลส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดก่อนการประกาศจ่ายเงินสดปันผล

5.3.2. การศึกษาผลตอบแทนเกินปกติแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า อุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีซึ่งมีความถี่ในการประกาศจ่ายเงินสดปันผลน้อยที่สุดเกิดผลตอบแทนเกินปกติสูงที่สุดในวันก่อนการประกาศจ่ายเงินสดปันผล แสดงว่าความถี่ในการประกาศจ่ายเงินสดปันผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์แต่ไม่ได้เป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างผลตอบแทนเกินปกติของนักลงทุน ทั้งนี้กลุ่มอุตสาหกรรมแต่ละกลุ่มยังมีการเคลื่อนไหวของราคาในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเพิ่มขึ้นในวันก่อนเกิดเหตุการณ์และส่วนมากเพิ่มขึ้นสูงที่สุดในวันก่อนเกิดการประกาศจ่ายเงินสดปันผล 1 วัน แสดงว่านักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติในอัตราที่สูงที่สุดได้ในวันก่อนการประกาศจ่ายเงินสดปันผล 1 วัน

5.3.3 การศึกษาผลตอบแทนเกินปกติทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ให้ผลการศึกษาค่าทดสอบสมมติฐานของผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) และค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ในทิศทางเดียวกันเมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนเกินปกติของทั้ง 2 ตลาด พบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางเดียวกันทั้งตลาด จึงมีแนวโน้มของผลตอบแทนเกินปกติที่ค่อนข้างชัดเจน เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งราคาหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์มีความผันผวนสูงทำให้ผลตอบแทนเกินปกติมีความผันผวนสูงเช่นเดียวกัน ฉะนั้นนักลงทุนจึงสามารถแสวงหาผลตอบแทนเกินปกติถัวเฉลี่ยจากหลักทรัพย์บางหลักทรัพย์ได้ในอัตราที่สูงมาก แต่ผลตอบแทนเกินปกติของทั้งตลาดกลับน้อยกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระยะยาว ดังนั้นนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงสามารถแสวงหาผลตอบแทนเกินปกติอัตราสูงได้สม่ำเสมอมากกว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

5.3.4 จากแนวคิดในเรื่องตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi-Strong Form Efficiency) กล่าวว่า หากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับกลางแล้ว ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวอย่างรวดเร็วเมื่อมีข้อมูลตลาดเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตประกอบกับข้อมูลทั้งหมดที่เผยแพร่ให้สาธารณะ ทั้งข้อมูลในอดีต ปัจจุบัน และการคาดการณ์ในอนาคตมากระทบ ดังนั้นราคาตลาดในปัจจุบันจึงเป็นราคาตลาดที่เหมาะสมซึ่งสามารถสะท้อนถึงการรับรู้ข่าวสารทั้งหมดแล้ว แต่ผลการศึกษาพบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เกิดแนวโน้มผลตอบแทนเกินปกติสูงขึ้นในวันก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผล แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันไม่สามารถสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารได้อีกต่อไป อันเนื่องมาจากนักลงทุนได้รับรู้ข่าวสารได้ไม่เท่าเทียมกันซึ่งหากนักลงทุนที่ได้รับข่าวสารก่อนจะสามารถคาดคะเนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ได้และปรับแผนการลงทุนเข้าไปเก็งกำไรจากการประกาศจ่ายเงินสดปันผลได้ก่อน ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จึงไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

5.3.5 จากผลการศึกษาความแตกต่างของการรับรู้ข้อมูลข่าวสารและการศึกษาผลตอบแทนเกินปกติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่าตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 2 ตลาดเกิดผลตอบแทนเกินปกติในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลและทั้ง 2 ตลาดมีการรับรู้ข่าวสารข้อมูลได้ไม่แตกต่างกัน แต่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยมากกว่าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในระยะยาว แสดงว่า ตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 2 ตลาด ไม่มีประสิทธิภาพตลาดในระดับกลางและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถเกิดผลตอบแทนเกินปกติได้มากกว่าในระยะยาว ในขณะที่การรับรู้ข่าวสารของทั้ง 2 ตลาด มีข้อมูลและสามารถเผยแพร่ได้ทั่วถึงไม่แตกต่างกัน แต่อาจเกิดการรั่วไหลหรือมีการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารภายในทำให้นักลงทุนบางส่วนสามารถใช้ข้อมูลข่าวสารที่เหนือกว่าสาธารณะในการปรับการลงทุนเพื่อแสวงหาผลตอบแทนเกินปกติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วยการคาดคะเนการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

5.4 ข้อเสนอแนะ

5.4.1 ข้อเสนอแนะสำหรับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และหน่วยงานอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

งานศึกษาครั้งนี้พบว่านักลงทุนสามารถใช้ข้อมูล ข่าวสาร การประกาศจ่ายเงินสดปันผล

ในการแสวงหาผลตอบแทนเกินปกติได้ ซึ่งทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยยังไม่มีประสิทธิภาพตลาดในระดับกลาง แสดงถึงราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันยังไม่สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารได้อย่างรวดเร็ว และทั่วถึง เนื่องจากการรับรู้ข้อมูลข่าวสารสาธารณะของนักลงทุนไม่เท่าเทียมกัน ฉะนั้นหน่วยงานต่างๆ ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ให้เป็นไปอย่างยุติธรรมและเท่าเทียมกัน ควรบังคับใช้กฎหมายในการเปิดเผยข้อมูลอย่างเคร่งครัด โดยบังคับให้ข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียนเป็นกฎข้อบังคับที่ต้องปฏิบัติตามและกำหนดบทลงโทษหากบริษัทจดทะเบียนฝ่าฝืนเช่น การประกาศจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นเหตุการณ์หนึ่งที่บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยให้ประชาชนทราบโดยทันที (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2536) แต่หากบริษัทชะลอการเปิดเผยข้อมูลโดยไม่มีเหตุอันสมควร ให้ระงับการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นหรือถอดหลักทรัพย์นั้นออกจากตลาดและห้ามระดมทุนในตลาดเป็นเวลาอย่างน้อย 1 ปี

5.4.2 ข้อเสนอแนะสำหรับบริษัทจดทะเบียน

ข้อมูล ข่าวสารที่บริษัทจดทะเบียนเผยแพร่ในแต่ละครั้งล้วนมีความสำคัญซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ให้เปลี่ยนแปลงไป ฉะนั้นบริษัทจดทะเบียนควรให้ความสำคัญกับบรรษัทภิบาลในการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารภายในและกำหนดข้อพึงปฏิบัติของพนักงานให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้เกิดความโปร่งใสในการดำเนินกิจการและเพื่อให้นักลงทุนทั่วไปได้รับข้อมูล ข่าวสาร ได้อย่างเท่าเทียมกัน ทั้งนี้เพื่อเป็นการส่งเสริมความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย เพราะอาศัยเพียงกฎหมายในการควบคุมของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และการปฏิบัติงานของตลาดหลักทรัพย์แต่เพียงทางเดียวมีอาจประสบความสำเร็จได้ ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนควรให้ความร่วมมือโดยการเปิดเผยข้อมูล ข่าวสารที่มีความชัดเจน ถูกต้อง ด้วยความรวดเร็ว เพื่อให้ให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลที่เกิดขึ้นในการตัดสินใจลงทุนได้ในทันที

5.4.3 ข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุน

การศึกษาผลตอบแทนเกินปกติครั้งนี้แสดงให้เห็นว่า ราคาหลักทรัพย์ในตลาดเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงไปอย่างไรเมื่อเกิดการประกาศจ่ายเงินสดปันผล ฉะนั้นนักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลงานศึกษานี้ในการคาดคะเนการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์เพื่อวางแผนการลงทุนและกำหนดจังหวะเข้าซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้