

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบ และข้อเสนอแนะ

การศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาและประเมินประสิทธิภาพในระยะยาวของบริษัทจดทะเบียนหลังจากออกจากหมวดฟื้นฟูการดำเนินงานนี้ สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล มีข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ ดังต่อไปนี้

สรุปผลการศึกษา

ในการศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาและประเมินประสิทธิภาพในระยะยาวของบริษัทจดทะเบียนหลังจากออกจากหมวดฟื้นฟูการดำเนินงานนี้ ใช้แนวทางการศึกษาของ Event Study ซึ่งใช้สำหรับศึกษาถึงผลกระทบของเหตุการณ์ที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับเหตุการณ์นั้นๆ โดยจะศึกษาว่า เมื่อมีเหตุการณ์หนึ่งเกิดขึ้นแล้ว ราคาของหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวอย่างไร โดยในที่นี้ กำหนดให้เหตุการณ์ที่จะใช้ในการศึกษาได้แก่ การที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกาศให้หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในหมวดฟื้นฟูการดำเนินงานสามารถกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติได้ โดยรวบรวมเหตุการณ์จากข่าวที่ตลาดหลักทรัพย์ประกาศต่อสถาบันและนักลงทุนทั่วไปได้ทราบ ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2543 ถึง 31 ธันวาคม 2548 จำนวนทั้งสิ้น 29 เหตุการณ์ จากนั้นจึงนำข้อมูลที่ได้มาศึกษาและวิเคราะห์ว่าข่าวที่ตลาดหลักทรัพย์ประกาศให้บริษัทจดทะเบียนในหมวดฟื้นฟูการดำเนินงานสามารถกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกตินั้น ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนนั้นๆ หรือไม่ อย่างไร โดยการวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงราคาของ 29 เหตุการณ์นี้ จะแบ่งออกเป็นการวิเคราะห์ราคาหลักทรัพย์ในภาพรวม การวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม (กลุ่มอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ที่ไม่ใช่กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง) และการวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์จำแนกตามขนาดของกิจการ โดยพิจารณาจากทุนจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (แบ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนที่มีทุนจดทะเบียนหุ้นสามัญน้อยกว่า 1,500 ล้านบาท และบริษัทจดทะเบียนที่มีทุนจดทะเบียนหุ้นสามัญมากกว่า 1,500 ล้านบาท)

หลังจากที่ทำการวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์แล้ว จะทำการประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานในระยะยาวของกิจการ โดยการวิเคราะห์อัตราราคาต่อกำไรของหลักทรัพย์แต่ละตัวเทียบกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมของหลักทรัพย์นั้นๆ หลังจากออกจากหมวดฟื้นฟูการ

ดำเนินการกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติเป็นรายไตรมาส จำนวน 4 ไตรมาสนับตั้งแต่
หลักทรัพย์กลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติ ทำให้ทราบถึงระดับความเชื่อมั่นที่นักลงทุนมีต่อ
หลักทรัพย์นั้นหลังจากกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติแล้ว

จากการศึกษาการเปลี่ยนแปลงราคาและประเมินประสิทธิภาพในระยะยาวของบริษัท
จดทะเบียนหลังออกจากหมวดฟื้นฟูการดำเนินงาน โดยภาพรวมทั้งหมด 29 เหตุการณ์พบว่า มีบาง
หลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนที่ผิดปกติที่สูงมาก จนทำให้ข้อมูลที่ได้ผิดปกติไปจากกลุ่มหลักทรัพย์
ส่วนใหญ่ที่พิจารณา อาทิเช่น POWER และ RANCH ที่มีผลตอบแทนสูงถึง 32.5 เท่าในวันแรกที่
ซื้อขายในหมวดปกติเทียบกับวันสุดท้ายที่ติดอยู่ในหมวดฟื้นฟูการดำเนินงาน เช่นเดียวกับ EMC ที่
มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสูงถึง 16 เท่าในวันแรกที่ทำการซื้อขายในหมวดปกติ ดังนั้นใน
การศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ตามแนวคิดของ Event Study จึงต้องตัดข้อมูลของ
หลักทรัพย์ดังกล่าว ในวันที่มีผลตอบแทนที่ผิดปกติสูงมากเกินไปออก เพื่อสามารถศึกษาพฤติกรรม
การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ได้ใกล้เคียงกับความเป็นจริงของประชากรส่วนใหญ่ในกลุ่ม
หลักทรัพย์ที่ย้ายออกจากหมวดฟื้นฟูการดำเนินงานมากที่สุด ซึ่งสามารถสรุปผลการศึกษาได้
ดังต่อไปนี้

1. การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ประกาศให้ออกจากหมวดฟื้นฟูการดำเนินงาน แล้วกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติ
โดยรวมทุกหลักทรัพย์

การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ย้ายออกจากหมวดฟื้นฟูการ
ดำเนินงาน แล้วกลับเข้าซื้อขายในหมวดปกติโดยรวมทั้ง 29 หลักทรัพย์นั้น สรุปได้ว่า ข่าวที่ตลาด
หลักทรัพย์ประกาศให้บริษัทจดทะเบียนสามารถกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติได้นั้น ส่งผล
อย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date) และ
หลังเกิดเหตุการณ์ 20 วัน โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติคิดเป็น 1.74% และ 0.02% ตามลำดับ
และเมื่อพิจารณาตลอดระยะเวลา 120 วันหลังเกิดเหตุการณ์ พบว่าข่าวประกาศของตลาดหลักทรัพย์
ดังกล่าวส่งผลกระทบบ้างมีนัยสำคัญในเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ จำนวน 10 วัน คือ
วันที่ 1, 26, 60, 64, 69, 74, 80, 90, 112 และ 117 หลังเกิดเหตุการณ์ โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ
คิดเป็น -0.06%, -0.01%, -0.01%, -0.01%, -0.01%, -0.03%, -0.02%, -0.03%, -0.01%, -0.01%
ตามลำดับ ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าข่าวประกาศของตลาดหลักทรัพย์ส่งผลทั้งในเชิงบวกและเชิงลบ

ต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ โดยในช่วงที่เกิดเหตุการณ์จะให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสูงสุด

ข่าวประกาศจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ประกาศให้บริษัทจดทะเบียนออกจากหมวดฟื้นฟูการดำเนินงาน และสามารถกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกตินั้น ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ทั้ง 3 ช่วง โดยข่าวที่ประกาศจากตลาดหลักทรัพย์ส่งผลในระยะ 60 วันหลังเกิดเหตุการณ์มากที่สุด รองลงมาคือช่วง 90 วัน และ 120 วันหลังเกิดเหตุการณ์ตามลำดับ สอดคล้องกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวัน กล่าวคือ ในวันที่เกิดเหตุการณ์มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสูงสุด ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วง 60 วันมีค่าสูงกว่าช่วงอื่นๆ ที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ

2. การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกาศให้ออกจากหมวดฟื้นฟูการดำเนินงาน แล้วกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติ จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมของหลักทรัพย์ (กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ที่ไม่ใช่กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง)

การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหลังออกจากหมวดฟื้นฟูการดำเนินงาน แล้วกลับเข้าซื้อขายในหมวดปกติโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมนั้น สรุปได้ว่า ข่าวที่ตลาดหลักทรัพย์ประกาศให้บริษัทจดทะเบียนสามารถกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติ ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกต่อหลักทรัพย์ในกลุ่มอื่นๆ ที่ไม่ใช่ อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในวันที่เกิดเหตุการณ์ และวันที่ 11, 53 หลังเกิดเหตุการณ์ โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติคิดเป็น 3.23%, 0.03% และ 0.02% ตามลำดับ โดยวันที่เกิดเหตุการณ์จะให้ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสูงสุด นอกจากนั้นหลักทรัพย์กลุ่มอื่นๆ ที่ไม่ใช่ อสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้าง ก็ยังให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในเชิงลบเป็นบางวันหลังเกิดเหตุการณ์ เช่น ในวันที่ 1, 23, 64, 80 และ 92 หลังเกิดเหตุการณ์ โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ คิดเป็น -0.08%, -0.01%, -0.01%, -0.02% และ -0.02% ตามลำดับ ส่วนหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง ไม่ได้รับผลกระทบในเชิงบวกจากข่าวที่ตลาดหลักทรัพย์ประกาศให้ย้ายออกจาก หมวดฟื้นฟูการดำเนินงานกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติ

ในส่วนของการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม สรุปว่า ชาวที่ตลาดหลักทรัพย์ประกาศให้หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนสามารถย้ายกลับเข้าซื้อขายในหมวดปกติได้นั้น ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกต่อหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ 60 วัน และ 90 วัน โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมคิดเป็น 0.25% และ 0.16% ตามลำดับ ส่วนหลักทรัพย์ในกลุ่มอื่นๆ ที่ไม่ใช่ อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างก็ให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมจนมีนัยสำคัญในเชิงบวกเช่นกันในทั้ง 3 ช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ คือช่วง 60, 90 และ 120 วันหลังเกิดเหตุการณ์ โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมคิดเป็น 3.16%, 2.99% และ 2.98% ตามลำดับ

3. การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกาศให้ออกจากหมวดฟื้นฟูการดำเนินงาน แล้วกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติ จำนวนตามขนาดของกิจการ

การที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกาศให้หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนสามารถย้ายออกจากหมวดฟื้นฟูการดำเนินงานแล้วกลับเข้าซื้อขายในหมวดปกติ โดยจำแนกตามขนาดของกิจการนั้น สรุปได้ว่า ชาวดังกล่าวส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกต่อหลักทรัพย์ที่มีขนาดของทุนจดทะเบียนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์น้อยกว่า 1,500 ล้านบาทเท่านั้น ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติดังกล่าวเกิดขึ้นในวันที่เกิดเหตุการณ์ รวมไปถึงวันที่ 20, 53 และ 96 หลังเกิดเหตุการณ์ โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติคิดเป็น 3.63%, 0.03%, 0.03% และ 0.02% ตามลำดับ โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีค่าสูงสุดในวันที่เกิดเหตุการณ์ ส่วนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีหุ้นสามัญในตลาดมากกว่า 1,500 ล้านบาท ไม่ได้รับผลกระทบในเชิงบวกจากข่าวของตลาดหลักทรัพย์ที่ประกาศให้หลักทรัพย์กลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติได้ แต่กลับมีอัตราผลตอบแทนที่เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญในวันที่ 38, 64, 67, 80, 108, 109 และ 112 หลังเกิดเหตุการณ์ โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติคิดเป็น -0.02%, -0.02%, -0.01%, -0.05%, -0.02%, -0.01% และ -0.02% ตามลำดับ

ในส่วนของผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมนั้น สามารถสรุปได้ว่า ข่าวประกาศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกต่อหลักทรัพย์ที่มีทุนจดทะเบียนหุ้นสามัญน้อยกว่า 1,500 ล้านบาทในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ทั้ง 3 ช่วงคือในช่วง 60, 90 และ 120 วันหลังเกิดเหตุการณ์ โดยอัตรา

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมคิดเป็น 3.59%, 3.44% และ 3.34% ตามลำดับ ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีค่าสูงสุดในช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ 60 วัน ส่วนข่าวประกาศของตลาดหลักทรัพย์นั้น ส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ที่มีทุนจดทะเบียนหุ้นสามัญมากกว่า 1,500 ล้านบาท จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงลบทั้ง 3 ช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมคิดเป็น -0.14%, -0.25%, -0.29% ตามลำดับ

4. ประสิทธิภาพการดำเนินงานในระยะยาวของกิจการหลังออกจากหมวดหุ้นฟลูการดำเนินงาน

ประสิทธิภาพการดำเนินงานในระยะยาว วัดจากอัตราราคาต่อกำไรของแต่ละหลักทรัพย์หลังออกจากหมวดหุ้นฟลูการดำเนินงาน แล้วกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติ โดยระยะเวลาในการประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานในระยะยาวของแต่ละหลักทรัพย์คือ 4 ไตรมาสติดต่อกัน หลังจากหลักทรัพย์กลับเข้าซื้อขายในหมวดปกติ โดยการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ที่ออกจากหมวดหุ้นฟลูการดำเนินงานมีอัตราราคาต่อกำไรต่ำเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรม และมีบางหลักทรัพย์ที่ไม่มีกำไรจากการดำเนินงานหลังออกจากหมวดหุ้นฟลูการดำเนินงาน ทำให้ไม่สามารถหาค่าอัตราราคาต่อกำไรได้ อย่างไรก็ตามพบว่า มี 3 หลักทรัพย์ที่มีอัตราราคาต่อกำไรสูงเกินกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมทั้ง 4 ไตรมาส ซึ่งได้แก่ PICNI, MS และ EWC

5. ประสิทธิภาพตลาด

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง เนื่องจากประสิทธิภาพตลาดตามทฤษฎีนั้นกล่าวไว้ว่า ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสะท้อนข้อมูลข่าวสารและปรับตัวเข้าสู่สมดุลราคาใหม่ทันที และจะไม่มี การปรับตัวอีกจนกว่าจะมีข่าวสารใหม่เข้ามากระทบ

แต่จากการศึกษาพบว่า ราคาจะมีการปรับตัวสูงในวันที่เกิดเหตุการณ์แล้วจะปรับตัวลดลงตลอดช่วงเวลาที่พิจารณา 120 วัน ถึงแม้ว่าราคาจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทันทีในวันที่เกิดเหตุการณ์ แต่ราคาไม่ได้ปรับตัวเข้าสู่สมดุลใหม่ในทันที รวมทั้งยังมีหลักทรัพย์ในบางกลุ่มที่ราคามีการปรับตัวก่อนวันที่เกิดเหตุการณ์ แล้วจากนั้นราคาจึงปรับตัวลดลงเรื่อยๆ จึงสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

อภิปรายผลการศึกษา

1. การศึกษาการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ใช้แนวคิดการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ที่เป็นแนวทางในการศึกษารูปแบบการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์เหล่านั้นมากระทบ โดยจะพิจารณาจากผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return, AR) และผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return, CAR) ถ้ามีเหตุการณ์เข้ามากระทบแล้วทำให้ผลตอบแทนที่ผิดปกติหรือผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีนัยสำคัญทางสถิติ ก็แสดงว่าเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นนั้นส่งผลกระทบต่อราคาสหกรณ์จากการศึกษานี้ กำหนดให้เหตุการณ์คือวันที่หลักทรัพย์ถูกย้ายออกจากหมวดพื้นฐานการดำเนินงาน แล้วกลับเข้าซื้อขายในหมวดปกติเป็นวันแรก พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจะมีค่าสูงสุดจนเกิดนัยสำคัญทางสถิติในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event Period) โดยในที่นี้กำหนดให้ช่วงที่เกิดเหตุการณ์มีระยะเวลา 3 วันคือวันก่อนเกิดเหตุการณ์ 1 วัน วันที่เกิดเหตุการณ์ และวันหลังเกิดเหตุการณ์ 1 วัน ($t-1 \sim t+1$) แสดงให้เห็นว่า ข่าวประกาศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ให้อพยพหลักทรัพย์ออกจากหมวดพื้นฐานการดำเนินงานแล้วกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกตินั้น ส่งผลกระทบต่อราคาสหกรณ์ โดยจะทำให้ราคาสหกรณ์ปรับตัวสูงขึ้นในช่วงเกิดเหตุการณ์ และค่อยๆ ปรับตัวจนเข้าสู่สมดุลของราคาที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของหลักทรัพย์นั้นๆ สอดคล้องกับการศึกษาของปิยฉัตร สวัสดิ์ประดิษฐ์ (2548) ที่ได้ศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการของรัฐหรือเอกชน ซึ่งพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจะมีค่าสูงสุดในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ แล้วค่อยๆ ปรับตัวลดลง ส่วนการที่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าสูงมาก เช่นอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีทุนจดทะเบียนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์น้อยกว่า 1,500 ล้านบาท ก็เนื่องมาจากหลักทรัพย์ในกลุ่มดังกล่าวมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสูงตั้งแต่วันแรก แต่หลังจากนั้นอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติกลับมีค่าต่ำมาก โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังวันที่เกิดเหตุการณ์มีค่าแทบจะไม่แตกต่างกันตลอดช่วงที่พิจารณา ส่งผลให้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าน้อยมาก

2. จากการศึกษาการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ที่ออกจากหมวดพื้นฐานการดำเนินงาน และกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติ เมื่อจำแนกออกเป็นกลุ่มย่อย ได้แก่ จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม จำแนกตามขนาดทุนจดทะเบียนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ พบว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาสหกรณ์ส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวก ต่อหลักทรัพย์ในกลุ่มอื่นๆ ที่ไม่ใช่ก่อสร้างทรัพย์และก่อสร้าง และหลักทรัพย์ที่มีทุนจดทะเบียนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์น้อยกว่า 1,500 ล้านบาท จนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์ ส่วน

หลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และหลักทรัพย์ที่มีทุนจดทะเบียนหุ้นสามัญมากกว่า 1,500 ล้านบาทนั้น ไม่ได้รับผลกระทบจากข่าวที่ตลาดหลักทรัพย์ประกาศให้ย้ายกลับเข้าซื้อขายในหมวดปกติ เมื่อพิจารณาหลักทรัพย์ของทั้งสองกลุ่มย่อยนี้ พบว่า มีหลักทรัพย์จำนวน 8 หลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่มีขนาดทุนจดทะเบียนมากกว่า 1,500 ล้านบาท และได้รับการประกาศให้ย้ายออกจากหมวดฟื้นฟูการดำเนินงานในปี 2548 ซึ่งส่งผลให้ทั้งสองกลุ่มนี้มีลักษณะการตอบสนองต่อข่าวที่คล้ายคลึงกัน

3. พฤติกรรมการตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อหลักทรัพย์ที่ออกจากหมวดฟื้นฟูการดำเนินงานและสามารถกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกตินั้น มีการตอบสนองในระยะเวลาเพียงสั้นๆ ซึ่งเกิดจากความไม่เชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อหลักทรัพย์ในระยะยาว จึงทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าสูงมากในช่วงที่เกิดเหตุการณ์แล้วจึงค่อยๆ ลดลงจนราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเข้าสู่ราคาที่แท้จริง แต่ระหว่างที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเข้าสู่ราคาที่แท้จริงนั้น หากมีเหตุการณ์หรือข่าวสารที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์มากระทบทั้งข่าวดี และข่าวร้าย ก็จะทำให้ราคาของหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวทั้งสูงขึ้นและลดลงจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมทั้งทางบวกและลบอีก แล้วหลักทรัพย์จึงจะปรับตัวเข้าสู่ราคาที่แท้จริงอีกครั้งหนึ่ง ซึ่งแต่ละหลักทรัพย์จะใช้ระยะเวลาที่แตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับข่าวสารที่นักลงทุนได้รับและความเชื่อมั่นที่นักลงทุนมีต่อหลักทรัพย์นั้น

4. ในการประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานในระยะยาวของหลักทรัพย์นั้น อาศัยการวิเคราะห์โดยใช้อัตราราคาต่อกำไร (Price Earning Ratio) ของหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมของหลักทรัพย์นั้นเป็นระยะเวลา 4 ไตรมาสติดต่อกันหลังหลักทรัพย์นั้นออกจากหมวดฟื้นฟูการดำเนินงานแล้ว การศึกษานี้พบว่า บริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ที่กลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติมีอัตราราคาต่อกำไรต่ำเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรม ซึ่งอาจเป็นผลมาจากความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่ยังไม่กล้าเสี่ยงที่จะลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ออกจากหมวดฟื้นฟูการดำเนินงาน ทำให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดมีค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น อีกทั้ง หากกิจการมีกำไรต่อหุ้นมาก ก็จะทำให้อัตราราคาต่อกำไรมีค่าน้อยกว่าความเป็นจริง

5. จากการประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทจดทะเบียนที่ย้ายออกจากหมวดฟื้นฟูการดำเนินงาน และสามารถกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติได้นั้น มี 3 หลักทรัพย์ที่มีอัตราราคาต่อกำไรสูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมติดต่อกัน 4 ไตรมาส ซึ่งหลักทรัพย์ดังกล่าวนี้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มพลังงาน ซึ่งกลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 2 กลุ่มนี้ ได้รับอิทธิพลมาจากภาวะเศรษฐกิจที่กำลังเจริญเติบโต โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับพลังงานทดแทนที่จะนำมาใช้แทนน้ำมัน ส่งผลให้อัตราราคาต่อกำไร

ของทั้ง 3 หลักทรัพย์มีค่าสูงเกินกว่าอุตสาหกรรมถึง 2 เท่า ทั้งนี้เพราะนักลงทุนมีความเชื่อมั่นในหลักทรัพย์ดังกล่าว ทำให้ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดมีค่าสูง ส่งผลให้อัตราราคาคงต่อกำไรมีค่าสูงตามไปด้วย

6. ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดกล่าวไว้ว่า ตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้น ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสะท้อนข้อมูลข่าวสารและปรับตัวเข้าสู่สมดุลราคาใหม่ทันที จากการศึกษาพบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง เนื่องจากราคาของหลักทรัพย์ในกลุ่มที่มีทุนจดทะเบียนหุ้นสามัญมากกว่า 1,500 ล้านบาท มีการปรับตัวและได้รับผลตอบแทนที่ผิดปกติก่อนหน้าที่จะเกิดเหตุการณ์ ซึ่งถึงแม้ว่าราคาของหลักทรัพย์ในกลุ่มอื่นๆ จะมีการปรับตัวทันทีในวันที่เกิดเหตุการณ์ แต่ราคาก็ยังไม่ได้ปรับเข้าสู่สมดุลใหม่ในทันที แต่จะมีการปรับตัวลดลงเรื่อยๆ ตลอดช่วงที่พิจารณา ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ ปิยฉัตร สวัสดิ์ประดิษฐ์ (2548) ที่ได้ศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการของรัฐหรือเอกชน แล้วพบว่าราคามีการปรับตัวเพิ่มก่อนได้รับข่าวสาร และมีการปรับตัวลดลงหลังจากได้รับข่าวสาร เช่นเดียวกับการศึกษาของ อาณัติ ลีหมักเดช (2541) ที่ได้ศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติซึ่งเป็นผลมาจากการซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพบว่านักลงทุนได้รับผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างน้อย 20% ก่อนการยื่นคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าราคามีการปรับตัวการได้รับข้อมูลข่าวสารจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้อย่างสอดคล้องกันว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

ข้อค้นพบที่ได้จากการศึกษา

จากการศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาและประเมินประสิทธิภาพในระยะยาวของบริษัทจดทะเบียนหลังจากออกจากหมวดหุ้นผู้การดำเนินงาน มีข้อค้นพบดังต่อไปนี้

1. ข่าวประกาศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ประกาศย้ายหลักทรัพย์ในหมวดหุ้นผู้การดำเนินงาน กลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกตินั้น ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญจนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสูงสุดในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ แล้วราคาจึงค่อยๆ ปรับตัวลดลงอย่างช้าๆ จนเข้าสู่ราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์ เนื่องจากผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์มีค่าสูงมากเมื่อเทียบกับวันอื่นๆ หลังเกิดเหตุการณ์ ทำให้ต้องใช้เวลาระยะหนึ่งในการปรับตัวเพื่อเข้าสู่สมดุลของราคาที่แท้จริง

2. การที่ผลของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกันนั้น เป็นเพราะ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกตินั้นเป็นผลที่เกิดขึ้นในแต่ละวัน ส่วนอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมนั้นพิจารณาเป็นช่วงเวลา โดยกำหนดให้เป็นช่วง 60, 90 และ 120 วันหลังเกิดเหตุการณ์ ทำให้ในช่วงที่พิจารณานั้นมีการสะสมของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติไปเรื่อยๆ ซึ่งอาจมีค่าบวกและลบสะสมกันไป จึงทำให้ผลที่ได้อาจแตกต่างกันออกไป แต่ถ้าพิจารณาค่าที่ได้จากอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างแล้ว จะเห็นว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่มีนัยสำคัญในเชิงบวกนั้น มีค่าน้อยมากเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของกลุ่มอื่นๆ

3. หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีทุนจดทะเบียนหุ้นสามัญมากกว่า 1,500 ล้านบาท มีจำนวนทั้งสิ้น 13 หลักทรัพย์ ในที่นี้มี 8 หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และส่วนใหญ่ได้รับการประกาศให้ออกจากหมวดพื้นฐานการดำเนินงานแล้วกลับเข้าซื้อขายในหมวดปกติในปี 2548 อาทิเช่น N-PARK, NSM, SYNTEC เป็นต้น ซึ่งมีความเป็นไปได้ว่า นักลงทุนส่วนใหญ่อาจยังไม่กล้าที่จะลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มนี้มากนัก เพราะไม่มั่นใจในประสิทธิภาพและเสถียรภาพของหลักทรัพย์ที่ออกจากหมวดพื้นฐานการดำเนินงานได้ไม่นาน อีกทั้งอาจมีผลสืบเนื่องมาจากภาวะเศรษฐกิจในปี 2540 ที่หลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ได้รับผลกระทบมากที่สุด นักลงทุนจึงใช้ความระมัดระวังในการลงทุนหลักทรัพย์ในกลุ่มนี้มากกว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มอื่นๆ

4. ในการประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทจดทะเบียนที่ออกจากหมวดพื้นฐานการดำเนินงาน และกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกตินั้น พบว่าส่วนใหญ่ยังไม่มีความมีประสิทธิภาพการดำเนินงานในสายตาของนักลงทุน เนื่องจากการวิเคราะห์อัตราราคาต่อกำไรให้ผลต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม ยกเว้น 3 หลักทรัพย์ที่มีอัตราราคาต่อกำไรสูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมต่อเนื่องกัน 4 ไตรมาสซึ่งเป็นหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงาน และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง ได้แก่ PICNI, MS และ EWC การวัดประสิทธิภาพโดยใช้อัตราราคาต่อกำไร อาจชี้ให้เห็นว่าทั้ง 3 หลักทรัพย์มีประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดี แต่ไม่สามารถสรุปได้ว่าหลักทรัพย์อื่นๆ มีประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ไม่ดี เนื่องจากอัตราราคาต่อกำไรนั้นวัดจาก 2 ส่วนได้แก่ ราคาของหลักทรัพย์ในตลาด (Price: P) ซึ่งมาจากมุมมองของนักลงทุน และกำไรต่อหุ้น (Earning: E) ซึ่งเป็นผลงานของกิจการในไตรมาสหนึ่ง การที่อัตราราคาต่อกำไรมีค่าต่ำ อาจมีผลมาจากนักลงทุนยังไม่กล้าที่จะเสี่ยงลงทุนในหลักทรัพย์ที่ย้ายออกจากหมวดพื้นฐานการดำเนินงาน ทำให้หลักทรัพย์มีราคาต่ำ แต่ในขณะเดียวกันกิจการอาจมีกำไรต่อหุ้นที่สูง ทำให้อัตราราคาต่อกำไรมีค่าต่ำไปด้วย ในทางกลับกันหลักทรัพย์ที่มีอัตราราคาต่อกำไรสูง อาจเนื่องมาจากการที่นักลงทุนมี

ความเชื่อมั่นในหลักทรัพย์นั้นๆ ทำให้หลักทรัพย์มีราคาสูงในขณะที่กำไรต่อหุ้นที่มาจากความสามารถที่แท้จริงของกิจการอาจมีค่าไม่สูงมาก ก็ทำให้อัตราราคาต่อกำไรมีค่าสูงมากได้เช่นกัน

5. บริษัทจดทะเบียนที่ย้ายออกจากหมวดหุ้นฟูลการดำเนินงาน และกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติได้ มีบางหลักทรัพย์ที่ไม่สามารถหาค่าอัตราราคาต่อกำไรได้ เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวไม่มีผลกำไรจากการดำเนินงาน แต่จากเงื่อนไขของตลาดหลักทรัพย์ที่อนุญาตให้หลักทรัพย์ย้ายกลับหมวดปกติได้นั้น ได้กล่าวถึงการปรับโครงสร้างหนี้ ว่าจะต้องสามารถปรับโครงสร้างได้เกินกว่าร้อยละ 75 และชำระหนี้ให้เจ้าหนี้สถาบันการเงินได้ตามกำหนดเวลา ดังนั้นเมื่อกลับเข้าทำการซื้อขายในหมวดปกติแล้ว บริษัทจดทะเบียนยังมีการะที่ต้องชำระหนี้ในส่วนที่เหลือให้หมด และยังต้องการเงินลงทุนในโครงการใหม่ๆ จึงอาจต้องใช้เวลามากกว่า 4 ไตรมาสในการประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนประเภทนี้

6. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถือว่าเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง เนื่องจากราคามีการปรับตัวก่อนวันเกิดเหตุการณ์และต้องใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเพื่อเข้าสู่สมดุลราคาใหม่

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุน

นอกจากข่าวที่ตลาดหลักทรัพย์ประกาศให้นักลงทุนทั่วไปทราบแล้ว นักลงทุนจำเป็นต้องศึกษาข้อมูลในเชิงลึกของบริษัทจดทะเบียนที่ตนสนใจจะลงทุน เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพ ข่าวหรือเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นอาจไม่ได้ส่งผลโดยตรงต่อราคาหลักทรัพย์ อาจต้องทำการพิจารณาปัจจัยอื่นๆ ควบคู่ไปด้วย อาทิเช่น สภาวะเศรษฐกิจ นโยบายของรัฐบาล การลงทุนของต่างชาติในประเทศไทย เป็นต้น ดังนั้นนักลงทุนจำเป็นต้องวางกลยุทธ์ในการลงทุนโดยอาศัยทั้งการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน วิเคราะห์ด้านเทคนิค และติดตามข่าวสารต่างๆ อย่างใกล้ชิด

2. ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไป

2.1 ในการประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทจดทะเบียน ควรใช้ระยะเวลาที่นานเกินกว่า 4 ไตรมาส เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนบางแห่งยังต้องอาศัยเวลาในการปรับตัวและปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงาน ทำให้ระยะเวลา 4 ไตรมาสที่นำมาวิเคราะห์นั้นสั้นเกินไป อาจทำให้เกิดการสรุปผลที่ผิดพลาดได้

2.2 การประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานในระยะยาว ควรมีการแบ่งวิเคราะห์หลักทรัพย์ออกเป็นกลุ่มย่อยๆ ได้แก่ กลุ่มที่มีอัตราราคาต่อกำไรสูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม กลุ่มที่มีอัตราราคาต่อกำไรต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม และกลุ่มที่ยังไม่มีกำไรหลังกลับเข้าซื้อขายในหมวดปกติ เพื่อดูแนวโน้ม และใช้หลักทรัพย์ที่มีคุณลักษณะเหล่านี้ เป็นตัวแทนของหลักทรัพย์อื่นๆ ในการลงทุนในอนาคต

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved