

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบ และข้อเสนอแนะ

การศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการของรัฐหรือเอกชนนี้ สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล มีข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ ดังต่อไปนี้

#### สรุปผลการศึกษา

การศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการของรัฐหรือเอกชนนี้ ใช้การศึกษาตามแนวทางของ Event Study ซึ่งเป็นแนวทางที่ใช้สำหรับศึกษารูปแบบการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ เมื่อมีเหตุการณ์หรือข่าวสารใหม่เข้ามากระทบ เหตุการณ์ที่ใช้ในการศึกษารวบรวมมาจากข่าวหรือประกาศของบริษัทจดทะเบียนที่แจ้งให้นักลงทุนทราบถึงการได้รับงานโครงการ ผ่านทางข่าวหรือประกาศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงตั้งแต่ 1 ตุลาคม 2537 ถึง 30 กันยายน 2547 จำนวนทั้งสิ้น 161 เหตุการณ์ จากนั้นนำข้อมูลที่ได้มาศึกษาและวิเคราะห์ว่าข่าวที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินงานโครงการ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทหรือไม่ อย่างไร นอกจากนี้ยังทำการศึกษาและวิเคราะห์แยกตามประเภทของโครงการและขนาดของโครงการที่บริษัทจดทะเบียนได้รับ เพื่อศึกษาและเปรียบเทียบว่าข่าวที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับงานโครงการ แบ่งตามประเภทของโครงการ และขนาดของโครงการ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันหรือไม่ อย่างไร

จากการศึกษาการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการโดยภาพรวมทั้งหมด 161 เหตุการณ์ (ข่าวบริษัทจดทะเบียนได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการ) สามารถสรุปผลการศึกษาได้ดังต่อไปนี้

## 1. การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการทุกประเภท

ตารางที่ 5.1 ตารางสรุปอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ที่เกิดขึ้นในช่วงที่บริษัทจดทะเบียนได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการ

AR / CAR	Value	Mean	Max.	Min.	S.D.	t-Stat.
AR <sub>(-1)</sub>	0.69	0.69	19.66	-14.21	3.77	2.32*
AR <sub>(0)</sub>	1.09	1.09	25.67	-13.09	4.63	2.98**
AR <sub>(+1)</sub>	0.51	0.51	18.27	-12.82	3.53	1.83
CAR <sub>(-3,+3)</sub>	2.86	1.85	2.94	0.26	1.16	2.47**
CAR <sub>(-10,+10)</sub>	3.52	2.32	4.24	-0.23	1.59	2.21*
CAR <sub>(-30,+30)</sub>	3.29	1.63	4.01	-0.55	1.54	2.14*

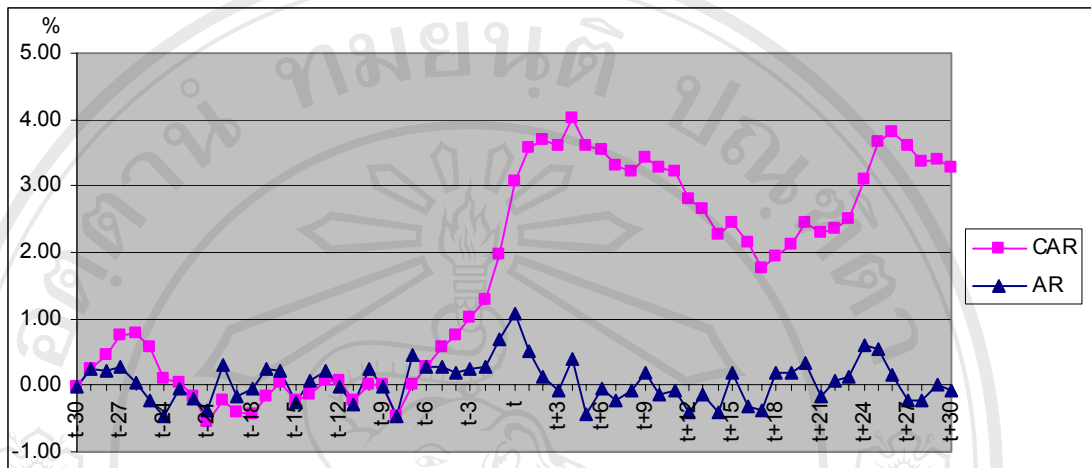
หมายเหตุ : \* คือมีระดับนัยสำคัญที่ 5% (ระดับความเชื่อมั่น 95%)

\*\* คือมีระดับนัยสำคัญที่ 2% (ระดับความเชื่อมั่น 98%)

จากตาราง 5.1 สรุปได้ว่า ข่าวที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับงานโครงการ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่เกิดเหตุการณ์ (t0) และในวันก่อนเกิดเหตุการณ์ 1 วัน (t-1) โดยพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์คิดเป็น 1.09% และพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันก่อนเกิดเหตุการณ์ คิดเป็น 0.69%

และข่าวที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับงานโครงการ ยังส่งผลกระทบต่อผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งในช่วงระยะสั้น (t±3 วัน), ระยะกลาง (t±10 วัน) และระยะยาว (t±30 วัน) โดยคิดเป็นอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม 2.86%, 3.52% และ 3.29% ตามลำดับ และมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสูงสุดคิดเป็น 4.24% ซึ่งอยู่ในช่วงของผลกระทบในระยะกลาง (t±10 วัน)

ภาพที่ 5.1 กราฟแสดงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับเลือกให้เป็นผู้  
ดำเนินโครงการ



จากภาพที่ 5.1 สรุปได้ว่า ข่าวที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับงานโครงการ ส่งผล  
กระทบในเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ โดยราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจะ  
ปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อยก่อนวันแจ้งข่าว 2-5 วัน และปรับตัวสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญก่อนวันแจ้งข่าว 1  
วันรวมไปถึงในวันที่แจ้งข่าว ส่วนหลังจากวันแจ้งข่าวพบว่าราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัว  
ลดลง

## 2. การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการ จำแนกตามประเภทโครงการ

ตารางที่ 5.2 ตารางสรุปอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ที่เกิดขึ้นในช่วงที่บริษัทจดทะเบียนได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการ แยกตามประเภทโครงการ

โครงการ	รัฐบาล	เอกชน	ในประเทศ	ต่างประเทศ	ก่อสร้าง	อื่นๆ ที่ไม่ใช่ก่อสร้าง
$AR_{(-1)}$ (t-Stat.)	1.02 % (3.28****)	0.85 % (1.69)	0.81 % (2.52**)	1.25 % (2.03*)	0.82 % (2.32*)	0.11 % (0.28)
$AR_{(0)}$ (t-Stat.)	1.22 % (2.91****)	1.28 % (2.22*)	1.00 % (2.80****)	3.30 % (2.09*)	0.99 % (2.34*)	1.50 % (2.33*)
$AR_{(+1)}$ (t-Stat.)	0.66 % (2.19*)	0.94 % (1.64)	0.51 % (2.00*)	0.67 % (0.71)	0.59 % (1.92)	0.15 % (0.23)
$CAR_{(-3,+3)}$ (t-Stat.)	3.30 % (2.42**)	3.68 % (2.29*)	2.92 % (2.50**)	6.83 % (2.37**)	2.60 % (2.35*)	3.96 % (2.75****)
$CAR_{(-10,+10)}$ (t-Stat.)	3.68 % (2.03*)	3.12 % (2.03*)	3.57 % (2.19*)	7.34 % (2.18*)	2.91 % (2.02*)	6.19 % (2.67****)
$CAR_{(-30,+30)}$ (t-Stat.)	2.72 % (1.63)	2.43 % (1.80)	2.06 % (1.48)	6.10 % (1.87)	2.21 % (1.82)	7.36 % (2.21*)

หมายเหตุ : \* คือมีระดับนัยสำคัญที่ 5% (ระดับความเชื่อมั่น 95%)

\*\* คือมีระดับนัยสำคัญที่ 2% (ระดับความเชื่อมั่น 98%)

\*\*\* คือมีระดับนัยสำคัญที่ 1% (ระดับความเชื่อมั่น 99%)

\*\*\*\* คือมีระดับนัยสำคัญที่ 0.2% (ระดับความเชื่อมั่น 99.8%)

จากตาราง 5.2 สรุปได้ว่า ข่าวที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับงานโครงการ ส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทุกประเภทของโครงการ โดยข่าวที่แจ้งถึงการได้รับงานโครงการที่เป็นของรัฐบาล ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ใกล้เคียงกับข่าวที่แจ้งถึงการได้รับงานโครงการที่เป็นของเอกชน ข่าวที่แจ้งถึงการได้รับงานโครงการที่ดำเนินการในต่างประเทศ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าข่าวที่แจ้งถึงการได้รับงานโครงการที่ดำเนินการภายในประเทศ และข่าวที่แจ้งถึงการได้รับงานโครงการประเภทที่ไม่ใช่ก่อสร้าง อาทิ

สื่อสาร บริการ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าข่าวที่แจ้งถึงการได้รับงานโครงการประเภทก่อสร้าง และในทุกประเภทโครงการ พบว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อยก่อนวันที่แจ้งข่าว และปรับตัวสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในวันที่แจ้งข่าว หลังจากนั้นในระยะยาวพบว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลง ยกเว้นกรณีโครงการประเภทอื่นที่ไม่ใช่โครงการก่อสร้าง พบว่าราคาหลักทรัพย์ไม่มีการปรับตัวลดลงหลังจากที่ได้รับแจ้งข่าว

### 3. การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการจำแนกตามขนาดโครงการ

ตารางที่ 5.3 ตารางสรุปอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ที่เกิดขึ้นในช่วงที่บริษัทจดทะเบียนได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการ แยกตามขนาดโครงการ

โครงการ	เล็ก (ต่ำกว่า 400 ล้านบาท)	กลาง (400~1,500 ล้านบาท)	ใหญ่ (สูงกว่า 1,500 ล้านบาท)
$AR_{(-1)}$ (t-Stat.)	0.80 % (1.70)	0.33 % (0.63)	1.20 % (2.00*)
$AR_{(0)}$ (t-Stat.)	0.22 % (0.48)	1.66 % (2.80***)	1.36 % (1.57)
$AR_{(+1)}$ (t-Stat.)	-0.01 % (-0.03)	0.86 % (1.54)	0.68 % (1.30)
$CAR_{(-3,+3)}$ (t-Stat.)	2.22 (2.81***)	3.02 (2.06*)	3.51 (2.44**)
$CAR_{(-10,+10)}$ (t-Stat.)	1.67 (1.37)	4.54 (2.36**)	5.31 (2.45**)
$CAR_{(-30,+30)}$ (t-Stat.)	2.01 (1.77)	2.72 (1.44)	6.59 (2.54**)

หมายเหตุ : \* คือมีระดับนัยสำคัญที่ 5% (ระดับความเชื่อมั่น 95%)

\*\* คือมีระดับนัยสำคัญที่ 2% (ระดับความเชื่อมั่น 98%)

\*\*\* คือมีระดับนัยสำคัญที่ 1% (ระดับความเชื่อมั่น 99%)

จากตาราง 5.3 สรุปได้ว่า ข้าวที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับงานโครงการ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทุกขนาดของโครงการ โดยข้าวที่แจ้งถึงการได้รับงานโครงการที่เป็นโครงการขนาดใหญ่ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาคือโครงการขนาดกลางและโครงการขนาดเล็ก ตามลำดับ และในทุกขนาดโครงการ พบว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อยก่อนวันที่แจ้งข่าว และปรับตัวสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในวันที่แจ้งข่าว หลังจากนั้นเฉพาะกรณีโครงการขนาดเล็กเท่านั้นที่ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลง ส่วนกรณีโครงการขนาดกลางและโครงการขนาดใหญ่ พบว่าราคาหลักทรัพย์ไม่มีการปรับตัวลดลงหลังจากที่ได้รับแจ้งข่าว

#### 4. ประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพตามทฤษฎี ข้อมูลข่าวสารใหม่จะแพร่ไปสู่ผู้ลงทุนอย่างรวดเร็ว และทั่วถึง และผู้ลงทุนจะประเมินมูลค่าของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังใหม่ ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเข้าสู่จุดสมดุลใหม่ทันทีหลังจากได้รับข่าวสารใหม่ และจะไม่มีการปรับตัวอีกจนกว่าจะมีข่าวสารหรือเหตุการณ์ใหม่เข้ามากระทบ แต่สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ราคาหลักทรัพย์ไม่ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารหรือเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องทันทีที่ได้รับข่าวสาร แต่ราคาหลักทรัพย์กลับมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นก่อนได้รับข่าวสาร และมีการปรับตัวลดลงหลังจากได้รับข่าวสาร ซึ่งแตกต่างไปจากตลาดหลักทรัพย์ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ จึงสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

#### อภิปรายผลการศึกษา

1. จากแนวคิดทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด ได้อธิบายถึงตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพไว้ว่า ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์เป็นราคาที่สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องอย่างเต็มที่แล้ว และราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ก็คือราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ ซึ่งประเมินจากมูลค่าปัจจุบันของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการถือครองหลักทรัพย์ และหากมีเหตุการณ์ใดๆ ที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ ราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวอย่างรวดเร็วเข้าหาราคาที่เหมาะสมที่ประเมินได้ใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ และจะไม่มีการปรับตัวอีกจนกว่าจะมีข่าวสารหรือเหตุการณ์ใหม่ๆ เข้ามากระทบ จากการศึกษาในครั้งนี้พบว่าราคาของหลักทรัพย์ไม่ได้



สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องอย่างรวดเร็วและเต็มที่ แต่ราคาหลักทรัพย์กลับมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นก่อนเกิดเหตุการณ์ และมีการปรับตัวลดลงหลังเกิดเหตุการณ์ แสดงให้เห็นว่าผลของการศึกษานั้น ชี้ให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

2. จากการศึกษาเชิง Event Study ซึ่งเป็นแนวทางที่ใช้ในการศึกษาถึงรูปแบบการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีเหตุการณ์หรือข่าวสารใหม่เข้ามากระทบ โดยศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ของหลักทรัพย์เมื่อมีเหตุการณ์หรือข่าวสารใหม่เกิดขึ้น หากพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญในช่วงเวลาดังกล่าว หมายถึงเหตุการณ์ที่ศึกษานั้นส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ จากการศึกษาในครั้งนี้พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญในช่วงที่มีข่าวบริษัทจดทะเบียน ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินงานโครงการ แสดงให้เห็นว่าข่าวที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินงานโครงการมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ โดยจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ดังกล่าว

3. จากการศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์เมื่อบริษัทจดทะเบียน ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการในครั้งนี้ ผลการศึกษาที่ได้พบว่าการที่บริษัทจดทะเบียนได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ได้รับเลือกอย่างมีนัยสำคัญ โดยราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ ซึ่งเมื่อแยกตามประเภทโครงการแล้ว พบว่าโครงการของรัฐบาลส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในระดับที่ใกล้เคียงกับโครงการของเอกชน โครงการที่ดำเนินการในต่างประเทศส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าโครงการที่ดำเนินการภายในประเทศ และโครงการประเภทอื่นๆ ที่ไม่ใช่ก่อสร้าง อาทิ สื่อสาร บริการ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าโครงการประเภทก่อสร้าง ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Faye et al. (2004) ที่ได้ศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กเมื่อบริษัทจดทะเบียนได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการของรัฐบาล โดย Faye พบว่าการที่บริษัทจดทะเบียนได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ได้รับเลือกอย่างมีนัยสำคัญ โดยราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ ซึ่งหากแยกตามประเภทโครงการแล้ว พบว่าโครงการประเภทงานบริการส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าโครงการประเภทอื่นๆ ที่ไม่ใช่งานบริการ โครงการด้านการพลเรือนส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าโครงการด้านการทหาร และโครงการที่ดำเนินการในต่างประเทศส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าโครงการที่ดำเนินการภายในประเทศ

4. จากการศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์เมื่อบริษัทจดทะเบียนได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการในครั้งนี้ ผลการศึกษาพบว่าราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ได้รับงานโครงการมีการปรับตัวสูงขึ้นจนพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ 1 วันก่อนเกิดเหตุการณ์ และมีการปรับตัวลดลงหลังจากเกิดเหตุการณ์อันอาจเกิดจากพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงของราคาหลักทรัพย์ และพบการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในรูปแบบที่แตกต่างกันตามประเภทของโครงการ และขนาดของโครงการ ซึ่งสนับสนุนว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับผลการศึกษาถึงผลกระทบของเหตุการณ์ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว พบว่าผลที่ได้มีความสอดคล้องกัน ดังเช่นการศึกษาของ วราภรณ์ วรบุญทวิสุข (2546) ที่ได้ศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศจัดทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ แล้วพบว่าราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่รับข้อเสนอซื้อมีการปรับตัวสูงขึ้นจนพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ 1 เดือนก่อนการประกาศจัดทำข้อเสนอซื้อ การศึกษาของ สมเกียรติ รุ่งเรืองลดดา และคณะ (2540) ที่ได้ศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลที่ผิดจากความคาดหมาย แล้วพบการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในรูปแบบที่แตกต่างกันตามปัจจัยมูลค่าตลาด สภาพคล่องในการซื้อขาย ประเภทของอุตสาหกรรม และสภาพตลาด และการศึกษาของ มนต์เดช ชุ่มอินทรจักร์ (2547) ที่ได้ทำการประเมินพฤติกรรมตอบสนองเกินจริงของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2546 แล้วพบพฤติกรรมตอบสนองเกินจริงเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งต่างสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังไม่มีประสิทธิภาพถึงในระดับกลาง (Semi-Strong Form) เช่นเดียวกับผลการศึกษาที่ได้ข้างต้น

#### ข้อค้นพบที่ได้จากการศึกษา

จากการศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการ มีข้อค้นพบดังต่อไปนี้

1. ข่าวที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับงานโครงการ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ โดยราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจะปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อยก่อนวันแจ้งข่าว และปรับตัวสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในวันที่แจ้งข่าว ส่วนหลังจากวันแจ้งข่าวพบว่าราคาหลักทรัพย์ของบริษัทมีแนวโน้มปรับตัวลดลง
2. ข่าวที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับงานโครงการแยกตามประเภทของโครงการ พบว่าข่าวทุกประเภทของโครงการ ต่างส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทอย่าง



มีนัยสำคัญ โดยข่าวที่แจ้งถึงการได้รับงานโครงการที่เป็นของรัฐบาล ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในระดับที่ใกล้เคียงกับข่าวที่แจ้งถึงการได้รับงานโครงการที่เป็นของเอกชน และข่าวที่แจ้งถึงการได้รับงานโครงการที่ดำเนินการในต่างประเทศ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าข่าวที่แจ้งถึงการได้รับงานโครงการที่ดำเนินการภายในประเทศ ส่วนข่าวที่แจ้งถึงการได้รับงานโครงการประเภทที่ไม่ใช่ก่อสร้าง อาทิ สื่อสาร บริการ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าข่าวที่แจ้งถึงการได้รับงานโครงการประเภทก่อสร้าง โดยในทุกประเภทโครงการ พบว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อยก่อนวันที่แจ้งข่าว และปรับตัวสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในวันที่แจ้งข่าว หลังจากนั้นราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลง ยกเว้นกรณีโครงการประเภทอื่นที่ไม่ใช่โครงการก่อสร้าง พบว่าราคาหลักทรัพย์ไม่มีการปรับตัวลดลงหลังจากที่ได้รับแจ้งข่าว

3. ข่าวที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับงานโครงการแยกตามขนาดของโครงการ พบว่าข่าวทุกขนาดของโครงการ ต่างส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ โดยข่าวที่แจ้งถึงการได้รับงานโครงการที่เป็นโครงการขนาดใหญ่ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาคือโครงการขนาดกลางและโครงการขนาดเล็ก ตามลำดับ และในทุกขนาดโครงการ พบว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อยก่อนวันที่แจ้งข่าว และปรับตัวสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในวันที่แจ้งข่าว หลังจากนั้นเฉพาะกรณีโครงการขนาดเล็กเท่านั้นที่ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลง ส่วนกรณีโครงการขนาดกลางและโครงการขนาดใหญ่ พบว่าราคาหลักทรัพย์ไม่มีการปรับตัวลดลงหลังจากที่ได้รับแจ้งข่าว

4. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ไม่ได้สะท้อนต่อข้อมูลข่าวสารหรือเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องอย่างรวดเร็วและเต็มที่ แต่ราคาหลักทรัพย์กลับมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นก่อนเกิดเหตุการณ์ อันอาจเกิดจากการที่กลุ่มคนบางกลุ่มนำข้อมูลภายในที่ยังไม่มีการเปิดเผยต่อสาธารณชนไปทำการซื้อขายหลักทรัพย์ (Insider Trading) จนทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นก่อนเกิดเหตุการณ์ และนอกจากนั้นราคาหลักทรัพย์ยังมีการปรับตัวลดลงหลังเกิดเหตุการณ์ อันอาจเป็นผลมาจากพฤติกรรมการตอบสนองที่เกินจริงของราคาหลักทรัพย์ (Over-reaction) ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ ทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลงเข้าหาราคาที่แท้จริงหลังจากเกิดเหตุการณ์

## ข้อเสนอแนะ

### 1. ข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุน

ข้อมูลข่าวสารที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการ เป็นเรื่องที่สำคัญและมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ โดยจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่เกิดข่าว และปรับตัวลดลงหลังจากเกิดข่าว อีกทั้งข่าวสารที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับงานโครงการ ในประเภทของโครงการและขนาดของโครงการที่แตกต่างกัน ยังส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ในลักษณะที่แตกต่างกัน ดังนั้นนักลงทุนจึงควรให้ความสำคัญต่อข้อมูลข่าวสารที่บริษัทจดทะเบียน แจ้งถึงการได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการ และเฝ้าติดตามถึงผลกระทบของข่าวสารแต่ละ ประเภทอย่างใกล้ชิด เพื่อให้สามารถกำหนดกลยุทธ์การลงทุนได้อย่างเหมาะสมและถูกต้องตาม สถานการณ์

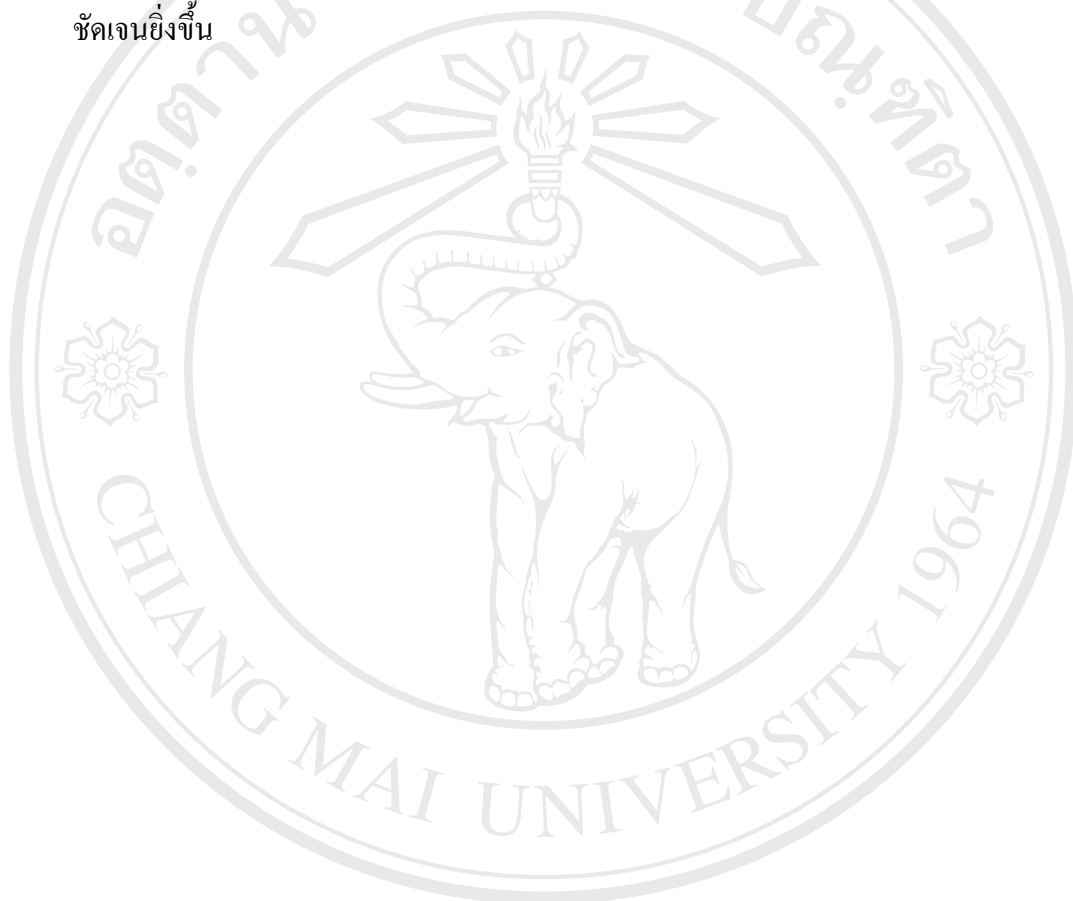
### 2. ข้อเสนอแนะสำหรับบริษัทจดทะเบียน

ข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับการที่บริษัทจดทะเบียนได้รับเลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการ ข้อมูลที่ เผยแพร่จะต้องมีความชัดเจนและประกอบไปด้วยข้อมูลที่เกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจครบถ้วน อาทิ เช่น มูลค่าของโครงการ ประเภทของโครงการ เป็นต้น และบริษัทจดทะเบียนจะต้องแจ้งให้นัก ลงทุนทราบอย่างรวดเร็วผ่านสื่อที่สามารถเข้าถึงได้โดยทั่วกัน อาทิเช่น ข่าวหรือประกาศของตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นต้น เพื่อให้ให้นักลงทุนได้ตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ภายใต้ความเท่า เทียมกันของข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ไปยังนักลงทุน

### 3. ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป

3.1 ศึกษาเพิ่มเติมถึงตัวแปรอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง อาทิ ขนาดของกิจการ สภาวะเศรษฐกิจ สภาวะตลาดหุ้น เป็นต้น เพื่อศึกษาและเปรียบเทียบว่าข่าวที่บริษัทจดทะเบียนแจ้งถึงการได้รับงาน โครงการแบ่งตามปัจจัยดังกล่าว ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในลักษณะที่แตกต่างกันหรือไม่ อย่างไร

3.2 นำผลการศึกษาที่ได้ไปศึกษาเพิ่มเติมถึงการที่ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวสูงขึ้น ก่อนเกิดเหตุการณ์ ว่าเกิดจากการที่มีกลุ่มคนบางกลุ่มนำข้อมูลภายในที่ยังไม่มีการเปิดเผยต่อสาธารณชนไปทำการซื้อขายหลักทรัพย์หรือไม่ (Insider Trading) และศึกษาเพิ่มเติมถึงการที่ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลงหลังจากเกิดเหตุการณ์ ว่าเกิดจากพฤติกรรมการตอบสนองที่เกินจริงของราคาหลักทรัพย์หรือไม่ (Over-reaction) เพื่อให้สามารถสรุปพฤติกรรมของราคาหลักทรัพย์ได้ชัดเจนยิ่งขึ้น



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Copyright © by Chiang Mai University  
All rights reserved