

ความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษา: ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)

Market Efficiency of the Stock Exchange of Thailand: The Case of Bank of Ayudhya Public Company Limited

สยามพร จิตตั้งสมบุญ¹

วรรณรพี บานชื่นวิจิตร²

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีเป้าหมายเพื่อศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) เป็นกรณีศึกษา ทำการศึกษาตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2555 ถึงวันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2556 ซึ่งตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ตัวแปรหุ่นที่แสดงถึง วันอังคาร วันพุธ วันพฤหัสบดี วันศุกร์ และวันอังคารหลังจากวันจันทร์ที่เป็นวันหยุด ส่วนตัวแปรตามได้แก่ ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ ในการศึกษาครั้งนี้ ได้ทำการทดสอบทางสถิติ โดยใช้วิธีการสร้างสมการถดถอยเชิงเส้นด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 จากการทดสอบพบว่า ไม่มีตัวแปรอิสระ ใดมีผลต่อราคาปิดของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นคือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ในอดีตและอนาคตเป็นอิสระต่อกัน หรือหมายความว่าราคาปิดของหลักทรัพย์ในอดีต และในอนาคตไม่มีผลต่อราคาปิดของหลักทรัพย์ในอนาคต ฉะนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ ทั้งนี้การศึกษารั้งต่อไปควรศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระดับกลางและระดับสูง

คำสำคัญ: ประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ราคาปิด

¹ นักศึกษาหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง ถนนรามคำแหง แขวงหัวหมาก เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร 10240

² ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำคณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย ถนนวิภาวดีรังสิต เขตดินแดง กรุงเทพมหานคร 10400

Abstract

This study aims at studying market efficiency of the Stock Exchange of Thailand (SET) by using daily closing prices of Bank of Ayudhya Public Company Limited as a study case. This study covered the period from July 1, 2012 to June 30, 2013. Dummy variables each representing Tuesday, Wednesday, Thursday, Friday, and Tuesday after Monday holidays were employed as independent variables. Daily closing prices were utilized as dependent variables. Multiple regression with ordinary least squares (OLS) was used to analyze the data. According to the statistically significant level of 0.05, none of the closing prices were affected by independent variables, meaning that closing prices in the past and closing prices in the future were unrelated, or closing prices in the past had no impact on closing prices in the future. Therefore, the Stock Exchange of Thailand is a weak-form of efficiency market. Further studies should examine the semi-strong and strong-form of efficiency market of the Stock Exchange of Thailand.

Keyword: *Stock Market Efficiency, Stock Exchange of Thailand, Closing prices*

บทนำ

ในประเทศต่างๆ จะพัฒนาเศรษฐกิจในประเทศต้องใช้เวลาลงทุนมหาศาล สำหรับการพัฒนาระบบสาธารณูปโภคภายในประเทศ รวมถึงเพิ่มขีดความสามารถ ในการแข่งขันทางด้านอุตสาหกรรม นับว่าตลาดทุนเป็นตลาดที่มีความสำคัญทางด้านเศรษฐกิจ มีหน้าที่ระดมเงินทุนในระยะยาว เป็นแหล่งที่แลกเปลี่ยนเงินทุน หรือพัฒนาธุรกิจต่อไป ซึ่งตลาดทุนแบ่งเป็น 2 ลักษณะ คือ ตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ เป็นตลาดที่ข้อมูลข่าวสารด้านการลงทุนแพร่กระจายไม่ทั่วถึง ซึ่งก่อให้เกิดทั้ง Underpriced และ Overpriced ตลาดที่มีประสิทธิภาพ เป็นตลาดที่ข้อมูลข่าวสารด้านการลงทุนแพร่กระจายอย่างชัดเจนทั่วถึงและรวดเร็ว ซึ่งไม่ก่อให้เกิดทั้ง Underpriced และ Overpriced

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) นับว่าตลาดทุนที่มีความสำคัญในการพัฒนาประเทศ และในปัจจุบันผู้มีเงินออมพยายาม หาทางเลือกในการลงทุนที่สามารถบริหารเงินให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงสุด การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นทางเลือกหนึ่งในการออมเงินระยะยาว ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งนักลงทุนจะตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ใดควรตระหนักถึงความเสี่ยงในการลงทุนและความไม่แน่นอนในการได้รับผลตอบแทน เนื่องจากในแต่ละหลักทรัพย์มีอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่แตกต่างกัน ตามปัจจัยต่างๆ ที่มีผลกระทบโดยปัจจัยที่มี

ผลกระทบต่อผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์มีอยู่หลายปัจจัย ดังนั้นจึงต้องมีการวิเคราะห์ปัจจัยต่างๆ ที่เกี่ยวข้องซึ่งผลการศึกษาคงจะทำให้ทราบถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นกับอุตสาหกรรม และสามารถนำข้อมูลมาประกอบการตัดสินใจในการเลือกลงทุนปี 2555 เป็นปีที่ดีของระบบธนาคารพาณิชย์ไทย เพราะสะท้อนให้เห็นความแข็งแกร่งของเศรษฐกิจไทย ผลประกอบการโดยรวมของทั้งระบบมีการเติบโตในทุกๆ ด้าน ทั้งด้านสินทรัพย์ สินเชื่อ เงินฝาก กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิ ธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยมีจำนวนทั้งสิ้น 16 แห่ง

การศึกษาวិจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กรณีศึกษาจาก ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) เนื่องด้วยราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคาร มีสัดส่วนมูลค่าหลักทรัพย์สูง จึงถือว่าเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความน่าสนใจในการเลือกลงทุนเป็นอย่างมาก ดังนั้นการศึกษาวิจัยครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ที่เพิ่มทางเลือกในการลงทุน โดยนำข้อมูลที่ได้จากงานวิจัยนี้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ซึ่งปัจจุบันธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) เป็นธนาคารพาณิชย์ไทยที่มีเงินบริการให้สินเชื่อและเงินฝากใหญ่เป็นอันดับ 5 ของประเทศ จึงเป็นเหตุให้ศึกษางานวิจัยนี้

วัตถุประสงค์

เพื่อศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กรณีศึกษาจาก ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) ตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2555 ถึงวันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2556

นิยามศัพท์

ราคาปิด (Closing prices) หมายถึง ราคาของหลักทรัพย์ใดๆ ที่เกิดจากการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เป็นรายการสุดท้ายของแต่ละวัน

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ที่สะท้อนข่าวสารข้อมูลของหลักทรัพย์นั้นอย่างรวดเร็วและทั่วถึง

แนวทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ข้อมูลทั่วไป ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)

ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) เป็นธนาคารของไทย ก่อตั้งเมื่อวันที่ 27 มกราคม พ.ศ. 2488 เปิดดำเนินการเมื่อวันที่ 1 เมษายน พ.ศ. 2488 มีทุนจดทะเบียนเริ่มแรก 1 ล้านบาท ได้แปรสภาพเป็น บริษัทมหาชนในวันที่ 28 กันยายน พ.ศ. 2536 และเมื่อวันที่ 3 มกราคม 2550 จีอี แคปปิตอล ซึ่งเป็น

สถาบันการเงินเพื่อรายย่อยชั้นนำของโลกได้บรรลุข้อตกลงการเป็นพันธมิตรทางธุรกิจกับธนาคารกรุงศรีอยุธยา โดยปัจจุบัน จีอี แคปปิตอล และกลุ่มรัตนรักษ์ เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของธนาคาร

ทฤษฎี

ทฤษฎีการวิเคราะห์ทางเทคนิคและการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

การวิเคราะห์ปัจจัยทางเทคนิคเป็นวิธีการที่นำข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีตมาอธิบายรูปแบบของราคาหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีแบบแผน แม้ว่านักลงทุนยังคงต้องรับรู้ถึงข้อมูลทางเศรษฐกิจของกิจการในอนาคต แต่ก็ยังเชื่อข้อมูลเหล่านี้ทำให้ไม่ประสบความสำเร็จจากการซื้อขายหลักทรัพย์ สิ่งสำคัญของการวิเคราะห์ทางเทคนิค คือ การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีผลมาจากปัจจัยด้านอุปสงค์และอุปทานของตลาด ดังนั้นทฤษฎีนี้จึงต่างจากทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพ

ทฤษฎี The January Effect

ปรากฏการณ์เดือนมกราคม มีความสัมพันธ์กับภาวะภาษีที่ต้องจ่ายในการขายหุ้นตอนสิ้นปี โดยเชื่อว่านักลงทุนจะขายหุ้นที่มีราคาตลาดต่ำกว่าราคาในเดือนก่อนหน้าเพื่อให้รับรู้ผลกำไรขาดทุนก่อนสิ้นปี และนักลงทุนจะไม่นำเงินที่ได้นั้นไปลงทุนจนถึงปีถัดไป ดังนั้น อุปสงค์และอุปทานของตลาดจึงสูงขึ้นในเดือนมกราคม ปรากฏการณ์นี้พบในกลุ่มหุ้นขนาดเล็ก เมื่อนักลงทุนทราบถึงปรากฏการณ์เดือนมกราคมว่าหุ้นขนาดเล็กมีผลตอบแทนสูงกว่าปกติก็จะเข้าซื้อหุ้นในช่วงเดือนธันวาคม จึงกลายเป็นว่าแรงซื้อหุ้นจะกลับมาแรงในเดือนธันวาคมแทน

ทฤษฎี Day of The Week Effect

วันจันทร์เป็นวันที่สามารถสร้างผลตอบแทนได้น้อยสุดหรืออาจติดลบ วันพุธและวันศุกร์ถือเป็นวันที่ดีที่สุดโดยหลักทรัพย์สามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงสุด ในขณะที่วันอังคารและวันพฤหัสบดีมีค่าผลตอบแทนอยู่กลางๆ จากคำอธิบายดังกล่าวเกิดจากผลลัพธ์ของการวิจัยของตลาดหลักทรัพย์ S&P 500 ระหว่างเดือนกรกฎาคม ถึง เดือนธันวาคม ค.ศ.1978 โดยผลการศึกษพบว่าค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนในวันจันทร์ติดลบ ซึ่งตลาดที่มีประสิทธิภาพไม่ควรเกิด Day of The Week Effect ขึ้น

ทฤษฎีจิตวิทยามวลชนกับการลงทุน

เป็นศาสตร์ที่นำทฤษฎีด้านพฤติกรรมทางสังคม และอารมณ์มนุษย์ มาอธิบายการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งการวิเคราะห์เชิงปริมาณ ปัจจัยพื้นฐาน ปัจจัยทางเทคนิค และข่าวลือ มีผลกระทบต่อการตัดสินใจ

จิตวิทยามวลชนเป็นการวิเคราะห์ถึงพฤติกรรมและอารมณ์ของมวลชนที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ร่วมกับการพิจารณาระดับของความมองโลกในแง่ดีของคนเหล่านี้ ทำให้สามารถเราเลือกโอกาสในการลงทุนได้ และทำให้เกิดการวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis)

ทฤษฎีสมมุติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาด (Market Efficiency Hypothesis)

ตลาดที่มีประสิทธิภาพคือ ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงอยู่ตลอดเวลา ได้จำแนกประเภทระดับความมีประสิทธิภาพตามระดับของข่าวสาร ที่แพร่ไปยังผู้ลงทุนแบ่งเป็น 3 ระดับ (ววรรณพี บานชื่นวิจิตร และสุนิสา ชูชื่น, 2556) ดังนี้

1. ความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak-Form Efficiency) ซึ่งข่าวสารที่ใช้ประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข้อมูลตลาด อาทิเช่น ข้อมูลด้านปริมาณหรือ ราคาการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้ว แสดงว่าไม่สามารถใช้ข้อมูลในอดีตด้านปริมาณหรือราคาการซื้อขายหลักทรัพย์ มาใช้พยากรณ์ราคาในอนาคตและออกแบบกลยุทธ์การลงทุนให้มีกำไรในระดับสูงเกินปกติได้อย่างต่อเนื่อง เพราะราคาปัจจุบัน ได้สะท้อนข่าวสารทั้งหมด
2. ความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับกลาง (Semi-Strong-Form Efficiency) ซึ่งข่าวสารที่ใช้ประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข้อมูลตลาด ซึ่งผู้ลงทุนยังใช้ข่าวสารทั้งหมดได้รับทราบและมีอยู่ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลทั้งในอดีตและปัจจุบัน และการคาดการณ์ในอนาคต แสดงว่าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาด ได้สะท้อนข่าวสารไว้อย่างเต็มที่ ซึ่งในตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลางไม่สามารถกำหนดกลยุทธ์การลงทุนที่อิงอยู่บนพื้นฐานของข่าวสารที่เผยแพร่ต่อสาธารณะมาสร้างผลกำไรที่เกินปกติได้อย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เนื่องจากราคามีการเปลี่ยนแปลงเพื่อตอบสนองต่อข่าวสารสาธารณะอย่างเป็นระบบ เหมาะสม รวดเร็ว และไม่ล่าช้า ดังนั้นผู้ที่เป็นเจ้าของหลักทรัพย์จะได้รับกำไรหรือขาดทุนจากหลักทรัพย์ทันทีที่มีการประกาศข่าวสารดังกล่าว หลังจากนั้นจะไม่มีใครสามารถทำกำไรหรือขาดทุนจากข่าวสารดังกล่าวได้อีก
3. ความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับสูง (Strong-Form Efficiency) ซึ่งข่าวสารที่ใช้ประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข่าวสารทุกประเภททั้งที่เป็นสาธารณะ และไม่ใช่อารณะ อาทิเช่น ข่าวสารที่อยู่ระหว่างกระบวนการตัดสินใจของทางการ เป็นต้น โดยไม่สามารถใช้ข้อมูลหรือข่าวสารที่มีนักลงทุนรู้แม้เพียงคนเดียวมากำหนดกลยุทธ์ในการสร้างผลกำไรที่เกินปกติได้อย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เนื่องจากข่าวสารทั้งหมดซึ่งรวมถึงข่าวสารส่วนบุคคลและข้อมูลภายในได้สะท้อนรวมอยู่ในราคาของหลักทรัพย์แล้ว

ความมีประสิทธิภาพของตลาดทั้ง 3 ระดับ มีความสัมพันธ์กันแบบต่อเนื่อง กล่าวคือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำเป็นเงื่อนไขที่จำเป็นของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลางและระดับสูง (Latham, 1986)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

พรจิตรา จวบฤกษ์เย็น และธนโชติ บุญวรโชติ (2556) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละประเภทและอัตราผลตอบแทนจากดัชนีหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลดัชนีชี้วัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่วันที่ 3 มกราคม พ.ศ. 2549 ถึงวันที่ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2553 ซึ่งใช้แบบจำลอง TARCh และ GARCH พบว่า ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความอ่อนไหวจากปริมาณซื้อหลักทรัพย์สุทธิจากนักลงทุนแต่ละประเภท รวมถึงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ

วรรณรพี บานชื่นวิจิตร และสุนิสา ชูชื่น (2556) ศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งเป็นราคาปิดของหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 17 หลักทรัพย์ ที่อยู่ใน SET100 ตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม พ.ศ. 2553 ถึงวันที่ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2553 พบว่าราคาปิดของหลักทรัพย์ในอดีตไม่มีอิทธิพลต่อราคาปิดของหลักทรัพย์ในอนาคต แสดงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ

ศุภวัฒน์ วัฒนธรรณปติ (2555) ศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในมิติของข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับนโยบายทางการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้ราคาของ SET Index เป็นตัวแทนราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2543 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2554 ที่ความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระดับกลาง พบว่ามีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารจากนโยบายทางการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา โดยเฉพาะราคาของหลักทรัพย์มีการปรับเปลี่ยนเพื่อตอบสนองต่อข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกาอย่างเป็นระบบ ซึ่งเป็นความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับต่ำ

ฐานัสต์ อานนท์กิจพานิช (2552) ศึกษาการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ 24 กลุ่มอุตสาหกรรม ตั้งแต่เดือน ตุลาคม พ.ศ. 2544 ถึงเดือนกันยายน พ.ศ. 2549 ใช้แบบจำลอง GARCH พบว่าไม่สามารถใช้ราคาหลักทรัพย์ในอดีตมาบอกราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ แสดงว่าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพ

วิชญาดา ถนอมชาติ (2551) ศึกษาความผิดปกติของผลตอบแทนในเดือนมกราคมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยนำข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2532 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2549 ซึ่งใช้แบบจำลอง ARCH-M พบว่า ไม่พบการเกิด January Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจเนื่องมาจากช่วงเวลาที่ทำการศึกษาไม่มีระดับนัยสำคัญที่เพียงพอที่จะอธิบายได้ว่า January Effect ทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป

เรวัต วงศ์การุณย์ (2545) การทดสอบเพื่อวัดประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ใช้เครื่องมือทางสถิติ ARIMA สำหรับการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET 50 index เป็นตัวแทนการเคลื่อนไหวราคาหลักทรัพย์ ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2539 ถึง

เดือน ธันวาคม พ.ศ. 2544 พบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ ตามทฤษฎีของ Fama (1991)

Dicle and Levendis (2010) ศึกษาผลกระทบของวันในสัปดาห์ที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์จำนวน 37,631 หลักทรัพย์ ที่ทำการซื้อขายใน 33 ประเทศทั่วโลก ตั้งแต่ เดือนมกราคม ค.ศ. 2000 ถึงเดือน ธันวาคม ค.ศ. 2007 ซึ่งใช้แบบจำลอง GARCH พบว่าการศึกษายอมรับผลกระทบของวันในสัปดาห์สามารถอธิบายด้วยปัจจัยที่หลากหลาย เช่น การกระจายตัวของตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ การซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ ผลกระทบจากสภาพคล่องของแต่ละวัน และข้อมูลการซื้อขายในแต่ละช่วงเวลา และพบว่าวันในสัปดาห์ที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหุ้นส่วนบุคคล

Kim and Shamsuddin (2008) ศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ พบว่าการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพ เกิดจากคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยออกกฎระเบียบ ต่างๆ เพื่อกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ให้เปิดเผยข้อมูลสารสนเทศที่สำคัญ และจำเป็นต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

Das and Arora (2007) ศึกษาผลกระทบของวันในสัปดาห์ที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินเดีย โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ จำนวน 66 หลักทรัพย์ ตั้งแต่ เดือนพฤศจิกายน ค.ศ. 1995 ถึงเดือน กันยายน ค.ศ. 2007 ด้วยวิธีการทางสถิติ One Way Anova Kruskal-Wallis พบว่า วันในสัปดาห์ที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินเดียอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งทำให้นักลงทุนสามารถปรับเปลี่ยนรูปแบบการลงทุนของตนให้เกิดกำไรที่เกินปกติ(Abnormal Return) ได้ จึงสรุปว่าตลาดหลักทรัพย์นี้เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพต่ำ

Jarrett and Kyper (2006) ศึกษาความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา ทั้ง NASDAQ และ NYSE โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันของบริษัทขนาดใหญ่ทั้งสิ้น 62 แห่ง ซึ่งได้ทำการทดสอบทางสถิติด้วยวิธีการสร้างสมการด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) จากผลการทดสอบพบว่า ราคาปิดรายวันมีความสัมพันธ์ในรูปแบบของอนุกรมเวลา ทำให้ความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ในระดับต่ำยังน่าสงสัย

ระเบียบวิธีการศึกษาและผลการศึกษา

การศึกษาความมีประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แบบจำลองตาม Jarrete and Kyper (2006) ตามสมการที่ 1 ซึ่งการศึกษานี้เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Secondary Data) ของราคาปิดหลักทรัพย์รายวัน ของธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) และตัวแปรหุ่น วันอังคาร วันพุธ วันพฤหัสบดี วันศุกร์ และวันอังคารหลังจากวันจันทร์ที่เป็นวันหยุด โดยทำการเก็บข้อมูลตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2555 ถึงวันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2556 และ

ใช้วิธีการสร้างสมการถดถอย (Multiple Linear Regressions) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS)

$$BAY = C + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 \text{ ----- (1)}$$

โดย BAY คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ของ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) ณ เวลา t

X1 คือ ตัวแปรหุ่นวันอังคาร (1 คือ วันอังคาร หรือ 0 เมื่อไม่ใช่วันอังคาร)

X2 คือ ตัวแปรหุ่นวันพุธ (1 คือ วันพุธ หรือ 0 เมื่อไม่ใช่วันพุธ)

X3 คือ ตัวแปรหุ่นวันพฤหัสบดี (1 คือ วันพฤหัสบดี หรือ 0 เมื่อไม่ใช่วันพฤหัสบดี)

X4 คือ ตัวแปรหุ่นวันศุกร์ (1 คือ วันศุกร์ หรือ 0 เมื่อไม่ใช่วันศุกร์)

X5 คือ ตัวแปรหุ่นวันอังคาร หลังจากวันจันทร์ที่เป็นวันหยุด (1 คือ วันอังคารหลังจากวันจันทร์ที่เป็นวันหยุด หรือ 0 เมื่อไม่ใช่วันอังคาร หลังจากวันจันทร์ที่เป็นวันหยุด)

ตารางที่ 1 สรุปค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)

Variables	Coefficient	t-Statistic	P-Value
X1	0.200346	0.371194	0.539733
X2	0.077391	0.359631	0.215196
X3	-0.017609	- 0.359631	-0.048963
X4	0.184228	0.361385	0.509783
X5	0.092391	0.917617	0.100686
F- Statistic	= 0.124476		
Prob. (F- Statistic)	= 0.986807		
R-Squared	= 0.002619		

จากตารางที่ 1 พบว่าค่าสถิติ F เท่ากับ 0.986807 มากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก คือ ไม่มีตัวแปรอิสระใดที่สามารถอธิบายตัวแปรตามได้ โดยธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) มีค่า P-value ของสถิติ t ของค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่นวันอังคาร (X1) วันพุธ (X2) วันพฤหัสบดี (X3) วันศุกร์ (X4) และวันอังคารหลังจากวันจันทร์ที่เป็นวันหยุด (X5) ซึ่งมากกว่า 0.05 แสดงว่า ตัวแปรอิสระแต่ละตัว

ไม่มีอิทธิพลต่อราคาปิดของหลักทรัพย์ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% เมื่อพิจารณา ค่า R^2 พบว่ามีค่าน้อยกว่า 1 มาก แสดงว่า ตัวแปรหุ้นวันอังคาร วันพุธ วันพฤหัสบดี วันศุกร์ และวันอังคารหลังจากวันจันทร์ที่เป็นวันหยุด สามารถอธิบายราคาปิดหลักทรัพย์ของธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) ที่เปลี่ยนแปลงเพียง 0.2619% เท่านั้น

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

ตลาดที่มีประสิทธิภาพเชื่อว่า ราคาหลักทรัพย์สามารถเปลี่ยนแปลงตามข่าวสารที่เกี่ยวข้องตลาดหุ้น และหลักทรัพย์ และตลาดสามารถรวบรวมข้อมูลต่างๆเหล่านั้นมาสะท้อนอยู่ในรูปแบบของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้อย่างถูกต้องรวดเร็ว โดยที่การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลา ซึ่งเป็นการสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้น ซึ่งสามารถอธิบายตลาดหุ้นจะมีประสิทธิภาพต่อข้อมูลข่าวสารได้จากสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดหุ้นในแต่ละระดับ โดยสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ คือ อัตราผลตอบแทนในอดีต ไม่สัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคต

จากการศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) พบว่า ราคาในอดีตไม่มีความสัมพันธ์กับราคาในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำ เมื่อพิจารณาการปรับราคาหลักทรัพย์อาจเกิดจากนักลงทุนจำนวนมากที่ติดตามความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์อย่างใกล้ชิด และซื้อขายหลักทรัพย์จนทำให้ราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลที่เกิดขึ้นจริง จึงกล่าวได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำซึ่งสอดคล้องกับ ผลการศึกษาของ ศุภวัฒน์ วัฒนธนปติ (2555) วรรณรพี บานชื่นวิจิตร และสุนิสา ชูชื่น (2556) สุานันต์ อานนทกิจพานิช (2552) และวิษณุดา ถนอมชาติ (2551)

นอกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังมีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอื่นๆ อาทิเช่น ประเทศอินเดีย ในงานวิจัย Das and Arora (2007) ซึ่งศึกษาสอดคล้องกันว่าเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพในระดับที่ต่ำเช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดังนั้นเพื่อยืนยันความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการวิจัยครั้งต่อไป ควรศึกษาร่วมกับหลักทรัพย์อื่นๆ และขยายระยะเวลาการศึกษา และทดสอบความมีประสิทธิภาพระดับกลางของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่ม ด้วยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเพื่อหาหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็นจากทฤษฎี และศึกษาว่าเมื่อลงทุนแล้วสามารถทำกำไรได้หรือไม่ ดังที่วอร์เรน บัฟเฟตต์ได้กล่าวไว้ในปรัชญาการลงทุน (Banchuenvijit, 2008) และการวิจัยครั้งต่อไป ควรหาความสัมพันธ์ด้านระยะเวลา และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของข้อมูลที่น่ามาทดสอบ ร่วมกับการเปรียบเทียบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์แห่ง

อื่นๆ จากทั้งในภูมิภาคเดียวกัน และจากภูมิภาคอื่นๆ เพื่อให้ทราบถึงปัจจัยที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งมีประสิทธิภาพว่าแตกต่างกัน หรือเหมือนกันอย่างไร

บรรณานุกรม

- ฐานันต์ อานนท์กิจพานิช. (2552). การทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารมหาวิทยาลัยขอนแก่น*, 9(1), 174-181.
- พรจิตรา จวบฤกษ์เย็น และ ธนโชติ บุญวโรชิต. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละประเภทและอัตราผลตอบแทนจากดัชนีหลักทรัพย์บนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วิทยาศาสตร์เกษตรศาสตร์ (สังคม)*, 34(1), 60-76.
- เรวัต วงศ์การุณย์. (2545). การทดสอบเพื่อวัดประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วยแบบจำลองARIM. *วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเซนต์จอห์น*.
- วิชญาดา ถนอมชาติ. (2551). การศึกษาความผิดปกติของผลตอบแทนในเดือนมกราคมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์*.
- วรรณรพี บานชื่นจิตร และ สุนิสา ชูชื่น. (2556). ความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย*, 33(1), 68-80.
- ศุภวัฒน์ วัฒนธนปติ. (2555). ผลกระทบการส่งผ่านนโยบายทางการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกาต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: การทดสอบในมิติความมีประสิทธิภาพของตลาด. *ดุษฎีนิพนธ์บริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต*.
- Banchuenvijit, W. (2008). Investment Philosophy of Warren E. Buffett Versus Principle and Theory of Finance. *University of the Thai Chamber of Commerce Journal*, 28(1), 246-255.
- Das, S. and Arora, V. (2007). *Day of the Week effect in NSE stock Returns*. New Delhi: International Management Institute.
- Dicle, M.F. and Levendis, J. (2010). Day of The Week Effect Revisited: International Evidence. *Journal of Economics and Finance*, 38(3), 407-437.
- Fama, E.F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617.
- Jarrett, J.E. and Kyper, E. (2006). Capital Market Efficiency and the Predictability of Daily Return. *Applied Economics*, 38(6), 631-636.
- Kim, J.H. and Shamsuddin, A. (2008). Are Asian Stock Markets Efficient? Evidence from New Multiple Variance Ratio Tests. *Journal of Empirical Finance*, 15(3), 518-532.

Latham, M. (1986). Informational Efficiency and Information Subsets. *The Journal of Finance*, 41(1), 39-52.