

## ความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### กรณีศึกษา: ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)

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

สมมพร จิตตั้งสมบูรณ์<sup>1</sup>

วรรณราพี บานชื่นวิจิตร<sup>2</sup>

#### 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 ในการศึกษารังนี้ ได้ทำการทดสอบทางสถิติ โดยใช้วิธีการสร้างสมการทดสอบเชิงเส้นด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 จากการทดสอบพบว่า ไม่มีตัวแปรอิสระ ใดมีผลต่อราคาปิดของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นคือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ในอดีต และในอนาคตไม่มีผลต่อราคาปิดของหลักทรัพย์ในอนาคต ฉะนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ ทั้งนี้การศึกษารังนี้ต่อไปควรศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระดับกลางและระดับสูง

คำสำคัญ: ประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ราคาปิด

<sup>1</sup> นักศึกษาหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง ถนนรามคำแหง แขวงหัวหมาก เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร 10240

<sup>2</sup> 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

ในประเทศไทย จจะพัฒนาเศรษฐกิจในประเทศต้องใช้เงินลงทุนมากacial สำหรับการพัฒนาระบบสาธารณูปโภคภายในประเทศ รวมถึงเพิ่มขีดความสามารถ ในการแข่งขันทางด้านอุตสาหกรรม นับว่า ตลาดทุนเป็นตลาดที่มีความสำคัญทางด้านเศรษฐกิจ มีหน้าที่ระดมเงินทุนในระยะยาว เป็นแหล่งที่ แลกเปลี่ยนเงินทุน หรือพัฒนาธุรกิจต่อไป ซึ่งตลาดทุนแบ่งเป็น 2 ลักษณะ คือ ตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ เป็นตลาดที่ข้อมูลข่าวสารด้านการลงทุนแพร่กระจายไม่ทั่วถึง ซึ่งก่อให้เกิดหั้ง Underpriced และ Overpriced ตลาดที่มีประสิทธิภาพ เป็นตลาดที่ข้อมูลข่าวสารด้านการลงทุนแพร่กระจายอย่างชัดเจน ทั่วถึงและรวดเร็ว ซึ่งไม่ก่อให้เกิดหั้ง Underpriced และ Overpriced

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) นับว่าตลาดทุนที่มี ความสำคัญในการพัฒนาประเทศ และในปัจจุบันผู้มีเงินออมพยายาม หาทางเลือกในการลงทุนที่สามารถ บริหารเงินให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงสุด การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นทางเลือกหนึ่งในการออมเงิน ระยะยาว ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งนักลงทุนจะตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ใด ควรตระหนักรถึงความเสี่ยงในการลงทุนและความไม่แน่นอนในการได้รับผลตอบแทน เนื่องจากในแต่ละ หลักทรัพย์มีอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่แตกต่างกัน ตามปัจจัยต่างๆ ที่มีผลกระทบโดยปัจจัยที่มี

ผลกระทบต่อผลตอบ แทนการลงทุนในหลักทรัพย์มืออยู่ห้วยปัจจัย ดังนั้นจึงต้องมีการวิเคราะห์ปัจจัย ต่างๆ ที่เกี่ยวข้องซึ่งผลการศึกษาจะทำให้ทราบถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นกับอุตสาหกรรม และสามารถนำ ข้อมูลมาประกอบการตัดสินใจในการเลือกลงทุนปี 2555 เป็นปีที่ดีของระบบธนาคารพาณิชย์ไทย เพราะ สะท้อนให้เห็นความแข็งแกร่งของเศรษฐกิจไทย ผลประกอบการโดยรวมของห้างระบบมีการเติบโตในทุกๆ ด้าน ห้างด้านสินทรัพย์ สินเชื่อ เงินฝาก กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิ ธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย มีจำนวนห้างสิบ 16 แห่ง

การศึกษาวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กรณีศึกษาจาก ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) เนื่องด้วยราคาน้ำท่วมของหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคาร มี สัดส่วนมูลค่าหักทรัพย์สูง จึงถือว่าเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความสำคัญในการเลือกลงทุนเป็นอย่างมาก ดังนั้นการศึกษาวิจัยครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ที่เพิ่มทางเลือกในการลงทุน โดยนำข้อมูลที่ได้จากการวิจัย นี้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ซึ่งปัจจุบันธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) เป็นธนาคารพาณิชย์ไทยที่มีเงินบริการให้สินเชื่อและเงินฝากใหญ่เป็นอันดับ 5 ของประเทศไทย จึง เป็นเหตุให้ศึกษางานวิจัยนี้

## วัตถุประสงค์

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

## นิยามศัพท์

ราคากลาง (Closing prices) หมายถึง ราคาของหลักทรัพย์ใดๆ ที่เกิดจากการซื้อขายในตลาด หลักทรัพย์เป็นรายภาระสุดท้ายของแต่ละวัน

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ที่สะท้อนข่าวสารข้อมูล ของหลักทรัพย์นั้นอย่างรวดเร็วและทั่วถึง

## แนวทางปฏิบัติและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

### ข้อมูลที่วิเคราะห์ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)

ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) เป็นธนาคารของไทย ก่อตั้งเมื่อวันที่ 27 มกราคม พ.ศ. 2488 เปิดดำเนินการเมื่อวันที่ 1 เมษายน พ.ศ. 2488 มีทุนจดทะเบียนเริ่มแรก 1 ล้านบาท ได้แบ่งสภาพ เป็น บริษัทมหาชนในวันที่ 28 กันยายน พ.ศ. 2536 และเมื่อวันที่ 3 มกราคม 2550 จึง แบ่งเป็น

สถาบันการเงินเพื่อรายร้อยชั้นนำของโลกได้บรรลุข้อตกลงการเป็นพันธมิตรทางธุรกิจกับธนาคารกรุงศรีอยุธยา โดยปัจจุบัน จีอี แคปปิตอล และกลุ่มรัตนรักษ์ เป็นผู้ถือหุ้นในญี่ปุ่นของธนาคาร

### ทฤษฎี

#### ทฤษฎีการวิเคราะห์ทางเทคนิคและการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

การวิเคราะห์ปัจจัยทางเทคนิคเป็นวิธีการที่นำข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีตมาอธิบายรูปแบบของราคาหลักทรัพย์ในอนาคตโดยย่างเมืองแบบแผน แม้ว่าจะลงทุนยังคงต้องรับรู้ถึงข้อมูลทางเศรษฐกิจของกิจการในอนาคต แต่ก็ยังเชื่อข้อมูลเหล่านี้ทำให้ไม่ประสบความสำเร็จจากการซื้อขายหลักทรัพย์ สิ่งสำคัญของ การวิเคราะห์ทางเทคนิค คือ การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีผลมาจากปัจจัยด้านอุปสงค์และอุปทานของตลาด ดังนั้นทฤษฎีนี้จึงต่างจากทฤษฎีคาดประสิทธิภาพ

#### ทฤษฎี The January Effect

ปรากฏการณ์เดือนมกราคม มีความสัมพันธ์กับภาวะภาษีที่ต้องจ่ายในการขายหุ้นตอนสิ้นปี โดย เชื่อว่าจะลงทุนขายหุ้นที่มีราคานัดต่อลงจากราคาในเดือนก่อนหน้านี้เพื่อให้รับรู้ผลกำไรขาดทุนก่อนสิ้นปี และนักลงทุนจะไม่นำเงินที่ได้้นั้นไปลงทุนจนถึงปีถัดไป ดังนั้น อุปสงค์และอุปทานของตลาดจึงสูงขึ้นในเดือนมกราคม ปรากฏการณ์นี้พบในกลุ่มหุ้นขนาดเล็ก เมื่อนักลงทุนทราบถึงปรากฏการณ์เดือนมกราคมว่า หุ้นขนาดเล็กมีผลตอบแทนสูงกว่าปกติจะเข้าซื้อหุ้นในช่วงเดือนมกราคม จึงกลายเป็นว่าแรงซื้อหุ้นจะกลับมาแรงในเดือนมกราคมแทน

#### ทฤษฎี Day of The Week Effect

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

#### ทฤษฎีจิตวิทยามวลชนกับการลงทุน

เป็นศาสตร์ที่นำทฤษฎีด้านพฤติกรรมทางสังคม และอารมณ์มนุษย์ มาอธิบายการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งการวิเคราะห์เชิงปริมาณ ปัจจัยพื้นฐาน ปัจจัยทางเทคนิค และข่าวลือ มีผลกระทบต่อการตัดสินใจ

จิตวิทยามวลชนเป็นการวิเคราะห์ถึงพฤติกรรมและอารมณ์ของมวลชนที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ร่วมกับการพิจารณาจะดับข่องความมองโลกในแง่ดีของคนเหล่านี้ ทำให้สามารถเราเลือกโอกาสในการลงทุนได้ และทำให้เกิดการวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis)

### ทฤษฎีสมมุติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาด (Market Efficiency Hypothesis)

ตลาดที่มีประสิทธิภาพคือ ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์จะหันลึงมูลค่าที่แท้จริงอยู่ตลอดเวลา ได้จำแนกประเภทระดับความมีประสิทธิภาพตามระดับของข่าวสาร ที่แบ่งไปยังผู้ลงทุนแบ่งเป็น 3 ระดับ (วรรณพี บานชื่นวิจิตร และสุนิสา ชูชื่น, 2556) ดังนี้

1. ความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak-Form Efficiency) ซึ่งข่าวสารที่ใช้ประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ได้แก่ ข้อมูลตลาด อาทิ เช่น ข้อมูลด้านปริมาณหรือ ราคาการะซื้อขายหลักทรัพย์ ที่เกิดขึ้นแล้ว แสดงว่าไม่สามารถใช้ข้อมูลในอดีตด้านปริมาณหรือราคาการะซื้อขายหลักทรัพย์ มาใช้พยากรณ์ราคาในอนาคตและออกแบบกลยุทธ์การลงทุนให้มีกำไรในระดับสูงเกินปกติได้อย่างต่อเนื่อง เพราะราคาปัจจุบัน ได้สะท้อนข่าวสารทั้งหมด
2. ความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับกลาง (Semi-Strong-Form Efficiency) ซึ่งข่าวสารที่ใช้ประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข้อมูลตลาด ซึ่งผู้ลงทุนยังใช้ข่าวสารทั้งหมดได้รับทราบและมีอยู่ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลทั้งในอดีตและปัจจุบัน และการคาดการณ์ในอนาคต แสดงว่า ราคากับปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาด ได้สะท้อนข่าวสารไว้อย่างเต็มที่ ซึ่งในตลาดที่มีประสิทธิภาพ ระดับกลาง ไม่สามารถกำหนดกลยุทธ์การลงทุนที่อิงอยู่บนพื้นฐานของข่าวสารที่เผยแพร่ต่อสาธารณะมาสร้างผลกำไรที่เกินปกติได้อย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เนื่องจากความมีการเปลี่ยนเพื่อตอบสนองต่อข่าวสารสาธารณะอย่างเป็นระบบ เหมาะสม รวดเร็ว และไม่ล่าช้า ดังนั้นผู้ที่เป็นเจ้าของหลักทรัพย์จะได้รับกำไรหรือขาดทุนจากหลักทรัพย์ทันทีที่มีการประกาศข่าวสารดังกล่าว หลังจากนั้นจะไม่มีผู้ใดสามารถทำกำไรหรือขาดทุนจากข่าวสารดังกล่าวได้อีก
3. ความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับสูง (Strong-Form Efficiency) ซึ่งข่าวสารที่ใช้ประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข่าวสารทุกประเภททั้งที่เป็นสารธรรมะ และไม่ใช่สารธรรมะ อาทิ เช่น ข่าวสารที่อยู่ระหว่างกระบวนการตัดสินใจของทางการ เป็นต้น โดยไม่สามารถใช้ข้อมูล หรือข่าวสารที่มีนักลงทุนรู้แม้เพียงคนเดียวมากำหนดกลยุทธ์ในการสร้างผลกำไรที่เกินปกติได้อย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เนื่องจากข่าวสารทั้งหมดซึ่งรวมถึงข่าวสารส่วนบุคคลและข้อมูลภายในได้สะท้อนรวมอยู่ในราคาของหลักทรัพย์แล้ว

ความมีประสิทธิภาพของตลาดทั้ง 3 ระดับ มีความสัมพันธ์กันแบบต่อเนื่อง กล่าวคือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำเป็นเงื่อนไขที่จำเป็นของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลางและระดับสูง (Latham, 1986)

#### งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

พรจิตรา จวนฤกษ์ยืน และอนิชาติ บุญวารชิต (2556) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละประเภทและอัตราผลตอบแทนจากตัวชี้วัดหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลดัชนีชี้วัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่วันที่ 3 มกราคม พ.ศ. 2549 ถึงวันที่ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2533 ซึ่งใช้แบบจำลอง TARCH และ GARCH พบว่า ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความอ่อนไหวจากปริมาณชี้อันดับหัวใจสูงๆ ที่สูง จึงนักลงทุนแต่ละประเภท รวมถึงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ

วรรณพี บานชื่นวิจิตร และสุนิสา ชูชื่น (2556) ศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งเป็นราคากลางของหลักทรัพย์ในกลุ่ม อุตสาหกรรมสังหาริมทรัพย์ จำนวน 17 หลักทรัพย์ ที่อยู่ใน SET100 ตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม พ.ศ. 2553 ถึง วันที่ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2553 พบว่าราคากลางของหลักทรัพย์ในอดีตไม่มีอิทธิพลต่อราคากลางของหลักทรัพย์ ในอนาคต แสดงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ

ศุภวัฒน์ วัฒน์ธนปติ (2555) ศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในมิติของ ข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวกับนโยบายทางการเงินของประเทศไทยและหุ้นเมริกา โดยใช้ราคากลางของ SET Index เป็นตัวแทนราคากลางหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2543 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ. 2554 ที่ความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระดับกลาง พบว่ามี การตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารจากนโยบายทางการเงินของประเทศไทยและหุ้นเมริกา โดยเฉพาะราคากลางของ หลักทรัพย์มีการปรับเปลี่ยนเพื่อตอบสนองต่อข่าวสารที่เกี่ยวกับการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศไทย และหุ้นเมริกาอย่างเป็นระบบ ซึ่งเป็นความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับต่ำ

ฐานัสร์ อาณท์กิจพาณิช (2552) ศึกษาการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้ข้อมูลราคากลางหลักทรัพย์ 24 กลุ่ม อุตสาหกรรม ตั้งแต่เดือน ตุลาคม พ.ศ. 2544 ถึงเดือนกันยายน พ.ศ. 2549 ใช้แบบจำลอง GARCH พบว่าไม่สามารถใช้ราคากลางหลักทรัพย์ในอดีตมาคาดการณ์กลางหลักทรัพย์ในอนาคตได้ แสดงว่าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพ

วิชญญาดา ถนนชาติ (2551) ศึกษาความผิดปกติของผลตอบแทนในเดือนมกราคมของตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยนำข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2532 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2549 ซึ่งใช้แบบจำลอง ARCH-M พบว่า ไม่พบการเกิด January Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจเนื่องมาจากช่วงเวลาที่ทำการศึกษาไม่มีระดับนัยสำคัญที่เพียงพอที่จะอธิบายได้ว่า January Effect ทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป

เรวัต วงศ์กาญจน์ (2545) การทดสอบเพื่อวัดประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ใช้เครื่องมือทาง สถิติ ARIMA สำหรับการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ดัชนีราคา หลักทรัพย์ SET 50 index เป็นตัวแทนการเคลื่อนไหวของตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2539 ถึง

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

Dicle and Levendis (2010) ศึกษาผลกราฟของวันในสปดาห์ที่มีอิทธิพลต่อราคานลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์จำนวน 37,631 หลักทรัพย์ ที่ทำการซื้อขายใน 33 ประเทศทั่วโลก ตั้งแต่ เดือนมกราคม ค.ศ. 2000 ถึงเดือน ธันวาคม ค.ศ. 2007 ซึ่งใช้แบบจำลอง GARCH พบว่า การศึกษาความรับผลกราฟของวันในสปดาห์สามารถอธิบายด้วยปัจจัยที่หลากหลาย เช่น การกระจายตัวของตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ การซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ ผลกระทบจากสภาพคล่องของแต่ละวัน และข้อมูลการซื้อขายในแต่ละช่วงเวลา และพบว่าวันในสปดาห์มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหุ้นส่วนบุคคล

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

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

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

### จะเป็นวิธีการศึกษาและผลการศึกษา

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

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

$$BAY = C + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 \quad (1)$$

โดย  $BAY$  คือ ราคาก่อสร้างหลักทรัพย์ของ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) ใน เดือน

$X_1$  คือ ตัวแปรหุ่นวันอังคาร (1 คือ วันอังคาร หรือ 0 เมื่อไม่ใช่วันอังคาร)

$X_2$  คือ ตัวแปรหุ่นวันพุธ (1 คือ วันพุธ หรือ 0 เมื่อไม่ใช่วันพุธ)

$X_3$  คือ ตัวแปรหุ่นวันพฤหัสบดี (1 คือ วันพฤหัสบดี หรือ 0 เมื่อไม่ใช่วันพฤหัสบดี)

$X_4$  คือ ตัวแปรหุ่นวันศุกร์ (1 คือ วันศุกร์ หรือ 0 เมื่อไม่ใช่วันศุกร์)

$X_5$  คือ ตัวแปรหุ่นวันอังคาร หลังจากวันจันทร์ที่เป็นวันหยุด (1 คือ วันอังคารหลังจากวันจันทร์ที่เป็นวันหยุด หรือ 0 เมื่อไม่ใช่วันอังคาร หลังจากวันจันทร์ที่เป็นวันหยุด)

ตารางที่ 1 สรุปค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบที่มีผลต่อราคาก่อสร้างหลักทรัพย์ของธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)

Variables	Coefficient	t-Statistic	P-Value
$X_1$	0.200346	0.371194	0.539733
$X_2$	0.077391	0.359631	0.215196
$X_3$	-0.017609	-0.359631	-0.048963
$X_4$	0.184228	0.361385	0.509783
$X_5$	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 ของค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบที่มีผลต่อราคาก่อสร้างหลักทรัพย์ของธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) ที่  $b_1$ ,  $b_2$ ,  $b_3$ ,  $b_4$ ,  $b_5$  ซึ่งมากกว่า 0.05 แสดงว่า ตัวแปรอิสระแต่ละตัว

ไม่มีอิทธิพลต่อราคาก็ปิดของหลักทรัพย์ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% เมื่อพิจารณา ค่า  $R^2$  พ布ว่ามีค่าน้อยกว่า 1 มาก แสดงว่า ตัวแปรหุ้นวันอังคาร วันพุธ วันพฤหัสบดี วันศุกร์ และวันอังคารหลังจากวันจันทร์ที่เป็นวันหยุด สามารถอธิบายราคาก็ปิดหลักทรัพย์ของธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) ที่เปลี่ยนแปลงเพียง 0.2619% เท่านั้น

### สรุปผลการศึกษา อภิปนัยผล และข้อเสนอแนะ

ตลาดที่มีประสิทธิภาพเชื่อว่า ราคานักทรัพย์สามารถเปลี่ยนตามข่าวสารที่เกี่ยวกับตลาดทุน และหลักทรัพย์ และตลาดสามารถรวมข้อมูลต่างๆ เหล่านี้มาสะท้อนอยู่ในรูปแบบของราคานักทรัพย์ในปัจจุบันได้อย่างถูกต้องรวดเร็ว โดยที่การเปลี่ยนแปลงของราคานักทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลา ซึ่งเป็นการสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้น ซึ่งสามารถอธิบายตลาดทุนจะมีประสิทธิภาพต่อข้อมูลข่าวสารได้จากสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนในแต่ละระดับ โดยสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ คือ อัตราผลตอบแทนในอดีต ไม่สัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคต

จากการศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) พ布ว่า ราคainอดีตไม่มีความสัมพันธ์กับราคainอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำ เมื่อพิจารณาการปรับราคาหลักทรัพย์อาจเกิดจากนักลงทุนจำนวนมากที่ติดตามความเคลื่อนไหวของราคานักทรัพย์อย่างใกล้ชิด และข้อขายหลักทรัพย์จนทำให้ราคานักทรัพย์สะท้อนข้อมูลที่เกิดขึ้นจริง จึงกล่าวได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำซึ่งสอดคล้องกับ ผลการศึกษาของ ศุภวัฒน์ วัฒนธรรมปิติ (2555) วรรณพี บานชื่นวิจิตร และสุนิสา ชูชื่น (2556) ฐานสัตต์ อาณท์กิจพาณิช (2552) และวิชญญาดา ถนนมาศadi (2551)

นอกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังมีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอื่นๆ อาทิ เช่น ประเทศอินเดีย ในงานวิจัย Das and Arora (2007) ซึ่งศึกษาสอดคล้องกันว่าเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพในระดับที่ต่ำกว่าเดียวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดังนั้นเพื่อยืนยันความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการวิจัยครั้งต่อไป ควรศึกษาร่วมกับหลักทรัพย์อื่นๆ และขยายระยะเวลาการศึกษา และทดสอบความมีประสิทธิภาพระดับกลางของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่ม ด้วยการใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน เพื่อหาหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็นจากทฤษฎี และศึกษาว่าเมื่อลงทุนแล้วสามารถทำกำไรได้หรือไม่ ดังที่ウォร์เรน บัฟเฟ็ตท์ได้กล่าวไว้ในปรัชญาการลงทุน (Banchuenvijit, 2008) และการวิจัยครั้งต่อไป ควรหาความสัมพันธ์ด้านระยะเวลา และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของข้อมูลที่นำมาทดสอบร่วมกับการเปรียบเทียบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์แห่ง

อื่นๆ จากทั้งในภูมิภาคเดียวกัน และจากภูมิภาคอื่นๆ เพื่อให้ทราบถึงปัจจัยที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งมีประสิทธิภาพว่าแตกต่างกัน หรือเหมือนกันอย่างไร

## บรรณานุกรม

- ฐานสัตร อานันทกิจพานิช. (2552). การทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารมหาวิทยาลัยขอนแก่น, 9(1), 174-181.
- พรจิตรา จบฤกษ์เย็น และ ชนิชติ บุญวรโชติ. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละประเภทและอัตราผลตอบแทนจากดัชนีหลักทรัพย์บนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยาสารเกษตรศาสตร์ (สังคม), 34(1), 60-76.
- เรวัด วงศ์กาญจน์. (2545). การทดสอบเพื่อวัดประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วยแบบจำลองARIM. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- วิชญาดา ถนนชาติ. (2551). การศึกษาความผิดปกติของผลตอบแทนในเดือนมกราคมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- วรรณรพี บ้านชื่นจิต และ สุนิสา ชูชื่น. (2556). ความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, 33(1), 68-80.
- ศุภวัฒน์ วัฒโนธรรมปติ. (2555). ผลกระทบการส่งผ่านนโยบายทางการเงินของประเทศไทยสู่สหรัฐ อเมริกาต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: การทดสอบในมิติความมีประสิทธิภาพของตลาด. ดุษฎีนิพนธ์บริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์.
- 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.