



การศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษาบริษัทที่จดทะเบียน
ในกลุ่มอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์

THE STUDY OF MARKET EFFICIENCY OF THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND:
A CASE STUDY OF PACKAGING INDUSTRY

สหชาติ จรุงจิตประชาธมย์¹ และ ดร.ประสิทธิ์ มะหะหมัด²

¹นักศึกษาระดับปริญญาโท หลักสูตรบริหารธุรกิจ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, sahachat09@gmail.com

²อาจารย์ประจำคณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, pmahamad2004@gmail.com

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ โดยเลือกใช้กลุ่มหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET100 ในกลุ่มอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์จำนวน 9 หลักทรัพย์ ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ใช้ข้อมูลรายไตรมาสแบบอนุกรมเวลา ศึกษาเป็นข้อมูลรายวัน โดยทำการศึกษาดังแต่วันที่ 4 มกราคม 2560 ถึงวันที่ 29 ธันวาคม 2560 รวม 244 วัน ตัวแปรอิสระในการศึกษาคือวันทำการของตลาดหลักทรัพย์ได้แก่ วันอังคาร วันพุธ วันพฤหัสบดี วันศุกร์และวันอังคารหลังจากวันจันทร์เป็นวันหยุด ตัวแปรตามเป็นราคาปิดของหลักทรัพย์ โดยใช้สมการถดถอยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ที่ระดับนัยสำคัญ 5% สร้าง Correlation matrix และสมการเชิงซ้อน แล้วตรวจสอบปัญหา Multicollinearity, Heteroskedasticity, Autocorrelation และปรับปรุงสมการโดยใช้แนวคิดของ HAC Newey-West.

จากผลการศึกษาพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ค่าคงที่ α ค่า Prob ทั้งหมดของหลักทรัพย์มีค่าเท่ากับ 0.0000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H0) หรือกล่าวในอีกนัยหนึ่งคือยอมรับสมมติฐานรอง (H1) จึงสรุปได้ว่า α นี้มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ

การทดสอบสมมติฐานของสัมประสิทธิ์ความชัน $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ พร้อมกันพบว่าค่า Prob ทั้งหมดของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษามีค่ามากกว่า 0.05 ดังนั้นจึงไม่ปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H0) หรือกล่าวในอีกนัยหนึ่งคือยอมรับสมมติฐานหลัก (H0) จึงสรุปได้ว่า $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ มีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดไม่มีความสามารถในการอธิบายตัวแปรตามซึ่งได้แก่ราคาปิดของหลักทรัพย์นั้นๆ

จากการศึกษาพบว่าไม่มีตัวแปรอิสระใดที่มีผลต่อราคาปิดของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่าราคาปิดของหลักทรัพย์ในอดีตไม่มีความสัมพันธ์กับอนาคตหรือเป็นอิสระต่อกัน เมื่อราคาปิดในอดีตไม่มีผลต่อราคาปิดในอนาคต ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงมีประสิทธิภาพระดับต่ำและการศึกษานี้จึงต่อไปควรศึกษาว่าตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลางและระดับสูง นักลงทุนต้องติดตามข่าวสารลงทุนอย่างสม่ำเสมอเพราะข้อมูลใหม่ๆ จะสะท้อนในราคาหุ้นล่าสุดและอาจมีปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนทั้งระยะสั้นและระยะยาว

คำสำคัญ : ความมีประสิทธิภาพของตลาด, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, หลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์



ABSTRACT

Thai thesis aims to study of market efficiency of the Stock Exchange of Thailand for making investment decisions to buy or sell securities. By choosing packaging industry sector in SET 100 Incorporated in Stock Exchange of Thailand 9 Number of securities. The data in this study used secondary data was a time series of daily closing prices. This study period was between January 4, 2016 to December 29, 2016 for total 244 days. 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. The methods of regression analysis were tested at the statistical significant level of 5% together with the analysis of correlation matrix, Multicollinearity and testing Heteroskedasticity and Autocorrelation and use HAC Newey-West Method for Standard Errors.

The results show that the constant coefficient α , the total probability of the stock is 0.0000, which is less than 0.05, thus rejecting the null hypothesis (H_0). In other words, accept the hypothesis (H_1). This α has a significant difference from zero.

The hypothesis testing of the slope coefficients $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ concurrently showed that the total probability of the securities used in the study was greater than 0.05. Therefore, the null hypothesis (H_0) was not rejected. The main assumption (H_0) is that $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ are not significantly different from zero. In other words, all independent variables do not have the ability to explain dependent variables such as closing price securities.

The results show that none of the closing prices of target data were affected by independent variables, meaning that closing prices in the past had no impact on closing prices in the future, or closing prices in the past and closing prices in the future were unrelated. Hence, it's concluded that the Stock Exchange of Thailand is a weak-form of efficient market. Further studies should examine the semi-strong and strong-form of efficient market of the Stock Exchange of Thailand. Follow and update with new investment information. This is reflected in the recent stock price which may affect the return on short-term and long-term.

KEYWORDS: MARKET EFFICIENCY, STOCK EXCHANGE OF THAILAND, THE STOCK OF PACKAGING INDUSTRY SECTOR



1. บทนำ

ตลาดทุน (Capital Market) เป็นแหล่งระดมเงินทุนและให้สินเชื่อระยะยาวตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป ซึ่งหลักทรัพย์ในตลาดทุนเช่น เงินฝากประจำ กรมธรรม์ประกันชีวิต หุ้นกู้ หุ้นสามัญ และการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาล เป็นต้น ประเภทของตลาดทุนสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท

1. ตลาดแรกหรือตลาดหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ (PRIMARY MARKET) เป็นตลาดที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่เป็นครั้งแรก เช่น หุ้นกู้ หุ้นสามัญ รวมทั้งการระดมทุนของบริษัทประกันชีวิตและบริษัทประกันภัยโดยการขายกรมธรรม์ให้บุคคล หรือสถาบัน เป็นต้น

2. ตลาดรองหรือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ (SECONDARY MARKET) คือแหล่งกลางในการติดต่อซื้อขายหลักทรัพย์ที่เคยผ่านการซื้อขายในตลาดแรกมาแล้ว การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองเป็นเพียงการโอนเปลี่ยนมือผู้ถือหุ้นเท่านั้น ตลาดรองไม่ได้ทำหน้าที่ระดมเงินทุนแต่ทำหน้าที่สนับสนุนการระดมเงินออมจากตลาดแรกและสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในตลาดแรกว่าเขาจะสามารถขายหลักทรัพย์นั้นได้เมื่อต้องการเงินสดหรือเมื่อต้องการได้กำไรจากการขายหุ้น ตลาดรองช่วยให้เงินทุนหมุนเวียนได้สะดวกและช่วยกระตุ้นให้ตลาดแรกเจริญเติบโตขึ้นด้วย

ณ สิ้นเดือนพฤษภาคม 2560 มูลค่าการถือครองหลักทรัพย์ของนักลงทุนเอเชียปรับตัวเพิ่มขึ้นทำสถิติสูงสุด สอดคล้องกับภาพรวมการถือครองหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหุ้นไทย โดยในปี 2560 มูลค่าถือครองหลักทรัพย์รวมของนักลงทุนเอเชียอยู่ที่ 1.68 ล้านล้านบาท เพิ่มขึ้น 11.88% จากปี 2559 และคิดเป็น 36.40% ของมูลค่ารวมการถือครองหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศ ในปี 2560 มูลค่าการถือครองหลักทรัพย์ของนักลงทุนเอเชียในตลาดหุ้นไทยส่วนใหญ่ถือครองโดยนักลงทุนสถาบันหรือนักลงทุนนิติบุคคล ซึ่งส่วนใหญ่เป็นนักลงทุน

กลยุทธ์หรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดและมากกว่า 50% ของมูลค่าการถือครองหลักทรัพย์รวมของนักลงทุนเอเชียกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financial) และกลุ่มเทคโนโลยี (Technology)

เมื่อเปรียบเทียบกับปี 2559 พบว่ามูลค่าการถือครองหลักทรัพย์ของนักลงทุนเอเชียเพิ่มขึ้นในเกือบทุกกลุ่มอุตสาหกรรม โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และสิ่งก่อสร้างที่มีมูลค่าการถือครองหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นสูงและพบว่ามูลค่าการถือครองหลักทรัพย์เกือบหมดหรือประมาณ 96.72% เป็นการถือครองโดยนักลงทุนสถาบัน

ในการลงทุนในตลาดทุนนั้น เป็นเรื่องที่มีความเสี่ยงจากปัจจัยแวดล้อมต่างๆ และยังหาความแน่นอนไม่ได้ จึงส่งผลให้ราคาปิดที่จะเกิดขึ้นในอนาคตของหลักทรัพย์นั้นเกิดความไม่แน่นอนได้ตลอดเวลา นั้นหมายความว่ามีความเสี่ยงในการลงทุนที่มากขึ้น ตามแนวคิดทฤษฎีรูปแบบการมีประสิทธิภาพของตลาด เงื่อนไขจำเป็นในการเกิดประสิทธิภาพของตลาดคือข่าวสารข้อมูลในตลาดที่มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดอย่างทันทีทันใดและผู้ลงทุนจะไม่สามารถใช้ข่าวสารข้อมูลเพื่อทำผลตอบแทนส่วนเกินได้เพราะข้อมูลเหล่านี้อยู่ในราคาเรียบร้อยแล้ว ในตลาดเช่นนี้ราคาหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์จะเท่ากับมูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value) ซึ่งสะท้อนข่าวสารข้อมูลทั้งหมดของความคาดหวังในหลักทรัพย์นั้นๆ ถ้าหากข่าวสารข้อมูลบางประเภทมิได้สะท้อนอย่างเต็มที่ในราคาหลักทรัพย์หรือมีความล่าช้าในการสะท้อนข่าวสารข้อมูลแสดงว่าตลาดนั้นไม่ได้มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ อันที่จริงแล้วตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งมีระดับของประสิทธิภาพต่างๆ กัน



ขึ้นกับชุดของข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ หากตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่สมบูรณ์แล้วราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่ผู้ลงทุนได้รับ เมื่อข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนได้รับเปลี่ยนแปลงไป ราคาหลักทรัพย์ก็จะเปลี่ยนแปลงไปด้วย

ปัญหาและลักษณะปัญหาที่สำคัญ

ด้วยราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาตามภาวะเศรษฐกิจ การลงทุนจึงมีความเสี่ยง ดังนั้นนักลงทุนหรือผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงมีความจำต้องศึกษาข้อมูลและวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจในช่วงเวลานั้นและคาดการณ์สิ่งที่จะเกิดขึ้นในอนาคตที่เป็นเหตุปัจจัยที่มีนัยสำคัญ ทั้งนี้เพื่อเป็นข้อมูลในการวิเคราะห์หลักทรัพย์และตัดสินใจลงทุนให้เกิดประสิทธิภาพมากที่สุด

หลักทรัพย์กลุ่มบรจุกณ์ท์ เป็นหลักทรัพย์ที่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติ เนื่องจากกลุ่มธุรกิจดังกล่าว เป็นธุรกิจที่มีความสำคัญกับระบบเศรษฐกิจของประเทศ จะเห็นได้ว่าในปัจจุบัน บรจุกณ์ท์ที่ใช้ในชีวิตประจำวันอย่างแพร่หลาย ความพยายามและความคิดสร้างสรรค์ของมนุษย์ก็ยังไม่สิ้นสุดเมื่อเกิดความต้องการขยายให้กว้างขึ้น เช่น การขยายขนาด และจำนวนของสินค้า การเคลื่อนย้ายของใหญ่ๆ จำนวนมาก ต้องการบรจุกณ์ท์ที่เหมาะสม และเมื่อความเจริญก้าวหน้าทางด้านเทคโนโลยีการตลาดมากขึ้น บรจุกณ์ท์ก็เข้ามามีบทบาทใช้เป็นเครื่องมือในทางการตลาดด้วย เช่น ใช้เป็นเครื่องช่วยในด้านการส่งเสริมการขาย ดังนั้นจึงได้มีการค้นคว้าคิดประดิษฐ์บรจุกณ์ท์แบบใหม่ ๆ ตลอดจนปรับปรุง และค้นคว้าวัสดุที่ใช้ในการบรรจุให้มีคุณภาพดียิ่งขึ้น จนในที่สุดปัจจุบันเรามีวัสดุที่ใช้เพื่อการบรรจุภัณฑ์มากมายชนิด อาทิเช่น กระดาษชนิดต่าง ๆ แผ่นโลหะ แก้ว พลาสติก ไม้ เป็นต้น

ฉะนั้นหลักทรัพย์กลุ่มนี้จึงมีการขยายตัวอย่างรวดเร็วและสามารถสร้างผลตอบแทนให้แก่แก่นักลงทุนได้เป็นจำนวนมาก จากปัญหาความไม่แน่นอนของราคาปิดหลักทรัพย์ในอนาคตต่อข้อมูลข่าวสารที่ผู้ลงทุนได้รับเป็นประเด็นทำให้เกิดการศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของหลักทรัพย์ในกลุ่มนี้ ที่จะช่วยในการตัดสินใจลงทุนและเสริมสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุน ดังนั้นการศึกษาค้นคว้าวิจัยครั้งนี้ผู้ศึกษาจึงได้สนใจศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมบรจุกณ์ท์เพราะเห็นว่าเป็นอุตสาหกรรมที่เติบโตมากอุตสาหกรรมหนึ่ง

คำนิยามศัพท์

ความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient market) หมายถึงราคาของหลักทรัพย์ที่สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงของราคาตลาดอยู่ตลอดเวลา

ราคาปิด (Closing price) หมายถึงราคาของหลักทรัพย์ใดๆ ที่เกิดจากการซื้อขายรายการสุดท้ายในแต่ละวันทำการ ปัจจุบันระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ จะหยุดจับคู่คำสั่งซื้อ/ขายด้วยวิธีอัตโนมัติ (Automated Order Matching) ณ เวลา 16.30 น. แต่จะยังคงรับคำสั่งซื้อ/ขายจากบริษัทสมาชิกมาเรียงลำดับไว้ในระหว่าง 16.30 - 16.35 น. จากนั้นระบบคอมพิวเตอร์จะสุ่มเลือกเวลาปิดในช่วงระหว่าง 16.35 - 16.40 น. และนำคำสั่งซื้อ/ขายทั้งหมดที่ค้างในระบบจนถึงเวลาปิดมาคำนวณหาราคาปิดของแต่ละหลักทรัพย์ด้วยวิธี Call Market

ราคาตลาด (Market price) หมายถึงราคาของหลักทรัพย์ใดๆ ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่เกิดจากการซื้อขายครั้งล่าสุด เป็นราคาที่สะท้อนถึงความต้องการซื้อและความต้องการขายจากผู้ลงทุนโดยรวมในขณะนั้น



SET100 หมายถึงดัชนีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ฯ จัดทำขึ้นเพื่อใช้แสดงระดับและความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 100 หลักทรัพย์ ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงและการซื้อขายมีสภาพคล่องอย่างสม่ำเสมอ ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะมีการพิจารณาเลือกหุ้นสามัญ 100 หลักทรัพย์ เพื่อใช้ในการคำนวณ SET100 Index ทุกๆ 6 เดือน

แนวคิดทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ

Eugene Fama, F. 1969. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work"

The Journal of Finance, Vol. 25: 383-417 เชื่อว่าราคาหลักทรัพย์สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงอยู่ตลอดเวลา ได้จำแนกประเภทของระดับความมีประสิทธิภาพตามระดับของข่าวสารข้อมูลที่แพร่ไปยังผู้ลงทุน เป็น 3 ระดับ คือ

A. ความมีประสิทธิภาพระดับต่ำ (weak-form efficiency)

ถ้าข่าวสารข้อมูลของผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข้อมูลตลาด ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นมาแล้ว แสดงว่าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดได้สะท้อนถึงข้อมูลตลาดเรียบร้อยแล้ว แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพระดับต่ำ ดังนั้นการใช้แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้านเทคนิคเพื่อพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์จึงไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้

การทดสอบระดับความมีประสิทธิภาพระดับต่ำสามารถทำได้โดยตั้งข้อสมมติฐานว่า ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพระดับต่ำการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอดีตจะไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาในอนาคต กล่าวอีกนัยหนึ่ง คือตลาดหลักทรัพย์หนึ่งจะมีประสิทธิภาพระดับต่ำได้ ถ้าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์สะท้อนถึงข้อมูลตลาดที่ผ่านมาแล้วทั้งหมด (จิริตัน สัจข์แก้ว, 2545)

B. ความมีประสิทธิภาพระดับกลาง (semi strong-form efficiency)

ถ้าข่าวสารข้อมูลของผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ นอกจากข้อมูลตลาดแล้ว ผู้ลงทุนยังใช้ข้อมูลสาธารณะที่ได้รับทราบและมีอยู่ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลเกี่ยวกับการผลิต การเงิน การบริหาร การบัญชี ทั้งข้อมูลในอดีต ปัจจุบัน และการคาดการณ์ แสดงว่าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์นี้ได้สะท้อนถึงข้อมูลตลาดและข้อมูลสาธารณะเรียบร้อยแล้ว แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพระดับกลาง ดังนั้นการใช้แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้านเทคนิคและแนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเพื่อพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์จึงไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้ การทดสอบระดับความมีประสิทธิภาพในระดับกลางสามารถทำได้โดยการทดสอบความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศข่าวสารต่างๆ เรียกการศึกษาลักษณะนี้ว่า (Event study) หากตลาดหลักทรัพย์นั้นเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง ผู้ลงทุนจะไม่สามารถใช้ข่าวสารข้อมูลที่ประกาศใหม่มาทำกำไรส่วนเกินได้ (จิริตัน สัจข์แก้ว, 2545)

C. ความมีประสิทธิภาพระดับสูง (strong-form efficiency)

ถ้าข่าวสารข้อมูลของผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ได้แก่ ข้อมูลทุกประเภททั้งข้อมูลสาธารณะและที่มิใช่ ข้อมูลสาธารณะ เช่นข้อมูลที่กำบังอยู่ในกระบวนการตัดสินใจของทางการ ข้อมูลภายใน (Inside information) ต่าง ๆ ดังนั้นราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นี้ได้สะท้อนถึงข้อมูลทุกชนิดเรียบร้อยแล้ว แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพระดับสูงจึงไม่มีผู้ลงทุนคนใดหรือกลุ่มใดเลยที่สามารถทำกำไรส่วนเกิน



ได้อย่างคงเส้นคงวา การทดสอบระดับความมีประสิทธิภาพในระดับสูงสามารถทำได้โดยการสังเกตการดำเนินงานของผู้ลงทุนแต่ละกลุ่มที่คาดว่าจะสามารถเข้าถึงข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลสาธารณะได้ เช่น บุคคลภายในของบริษัท (จิริตัน สังข์แก้ว, 2545)

แนวคิดทฤษฎีรูปแบบการมีประสิทธิภาพของตลาด ข้อมูลที่แพร่ไปยังผู้ลงทุนอาจจำแนกออกเป็น 3 ระดับ คือ (จิริตัน สังข์แก้ว, 2545)

1. ข้อมูลตลาด (Market information) ซึ่งหมายถึงข้อมูลราคาและปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้ว
2. ข้อมูลสาธารณะทั่วไป (Public information) ซึ่งหมายถึงข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่น ข้อมูลกำไร เงินปันผล การแตกหุ้น การรวมกิจการ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ คุณภาพผู้บริหาร วิธีการปฏิบัติทางบัญชี การพยากรณ์กำไร เป็นต้น
3. ข้อมูลทุกประเภท (All information) หมายถึงข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้น ทั้งข้อมูลสาธารณะและข้อมูลภายใน

ทฤษฎีการกำหนดราคาอาร์บิทราจ (Arbitrage Pricing Theory: APT)

ศาสตราจารย์ Stephen Ross เป็นผู้ที่ได้ชื่อว่าเป็นผู้บุกเบิกและสัมมนาทฤษฎีการกำหนดราคาอาร์บิทราจขึ้นในปี ค.ศ. 1976 เช่นเดียวกับตัวแบบการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน ทฤษฎีการกำหนดราคาอาร์บิทราจเป็นทฤษฎีที่ใช้ประมาณเส้นสินทรัพย์ของตลาดทุนซึ่งเป็นความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและความเสี่ยง ซึ่งการกำหนดราคาของอาร์บิทราจตั้งอยู่บนสมมติฐานผลตอบแทนหลักทรัพย์สามารถแสดงความสัมพันธ์ด้วยตัวแบบกำหนดราคาจากปัจจัย (Factor Model) หลักทรัพย์ที่มีอยู่นั้นมีจำนวนเพียงพอที่จะจัดความเสี่ยงจากปัจจัยเฉพาะกิจการออกไปได้หมดและตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพนั้นจะไม่พบโอกาสที่จะทำกำไรอาร์บิทราจได้เลย (Zvi Bodie, Alex Kane and J. Marcus, 2007)

ทฤษฎีการลงทุน : Investment

จิริตัน สังข์แก้ว (2545) ได้อธิบายว่า การลงทุน (Investment) หมายถึง การกักเงินไว้จำนวนหนึ่ง ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง เพื่อก่อให้เกิดกระแสเงินสดรับในอนาคต ซึ่งจะชดเชยให้แก่ผู้กักเงิน โดยกระแสเงินสดรับนี้ควรคุ้มกับอัตราเงินเฟ้อ และคุ้มกับความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นกับกระแสเงินสดรับในอนาคต

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

วรรณรพี บานชื่นวิจิตร และสุนิสา ชูชื่น (2556) ศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 17 บริษัท ซึ่งอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ใน SET100 โดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares - OLS) ในรูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple regression model) โดยทำการศึกษา ตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม พ.ศ. 2553 ถึง วันที่ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2553 ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ตัวแปรหุ่นที่แสดงถึง วันอังคาร วันพุธ วันพฤหัสบดี วันศุกร์และวันอังคารหลังวันจันทร์ที่เป็นวันหยุด ส่วนตัวแปรตามได้แก่ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ซึ่งการศึกษาพบว่าไม่มีตัวแปรอิสระใดที่มีผลต่อราคาปิดของหลักทรัพย์ทั้ง 17 บริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นคือราคาปิดของหลักทรัพย์ในอดีตไม่มีผลต่อราคาปิดของหลักทรัพย์ในอนาคต หรือราคาปิดของหลักทรัพย์ในอดีตและอนาคตเป็นอิสระต่อกัน ฉะนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงมีประสิทธิภาพระดับต่ำ



ขอบเขตการวิจัย

ผู้วิจัยทำการศึกษาค่าความสัมพันธ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน SET 100 จากกลุ่มอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์จำนวน 9 หลักทรัพย์จากจำนวนทั้งหมด 17 หลักทรัพย์ ซึ่งเมื่อทดสอบข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์ทั้ง 17 หลักทรัพย์แล้วพบว่ามีข้อมูลหลักทรัพย์ที่มีความนิ่งเพียง 9 หลักทรัพย์ดังกล่าว ที่จะสามารถนำไปวิเคราะห์ได้ โดยเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นรายวันตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2560 ถึง 29 ธันวาคม 2560 รวมทั้งสิ้น 244 วัน ทำการศึกษาเชิงสมการที่ระดับนัยสำคัญในการทดสอบสมมติฐานเท่ากับ 5% สร้าง Correlation matrix และสมการเชิงซ้อน แล้วตรวจสอบปัญหา Multicollinearity, Heteroskedasticity, Autocorrelation และปรับปรุงสมการโดยใช้แนวคิดของ HAC Newey-West.

2. วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของกลุ่มอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ในช่วงปี 2560

3. ระเบียบวิธีการวิจัย

การศึกษาค่าความสัมพันธ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ในช่วงปี 2560 ผู้ศึกษาได้ใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาโดยการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ มีรายละเอียดเกี่ยวกับวิธีการดำเนินการศึกษาดังนี้

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างเป็นข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์รายวันของตัวแปรต้นของ วันอังคาร, วันพุธ, วันพฤหัสบดี, วันศุกร์และวันอังคารหลังจากวันจันทร์เป็นวันหยุด ในกลุ่มอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ จำนวน 9 หลักทรัพย์ ดังต่อไปนี้

- | | |
|-----------|--|
| 1. AJ | บริษัท เอ.เจ.พลาสติก จำกัด (มหาชน) |
| 2. ALUCON | บริษัท อลูคอน จำกัด (มหาชน) |
| 3. CSC | บริษัท ฝาจีบ จำกัด (มหาชน) |
| 4. NPP | บริษัท นิปปอน แพ็ค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) |
| 5. TCOAT | บริษัท อุตสาหกรรมผ้าเคลือบพลาสติกไทย จำกัด (มหาชน) |
| 6. TFI | บริษัท ไทยฟิล์ม อินดัสตรี จำกัด (มหาชน) |
| 7. TMD | บริษัท อุตสาหกรรมถังโลหะไทย จำกัด (มหาชน) |
| 8. TOPP | บริษัท ไทย โอ.พี.พี. จำกัด (มหาชน) |
| 9. TPP | บริษัท ไทยบรรจุภัณฑ์และการพิมพ์ จำกัด (มหาชน) |

เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

ทำการทดสอบสมมติฐานด้วยการวิเคราะห์ทางสถิติด้วยวิธีสร้างสมการเชิงถดถอย (Multiple Linear Regressions) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) ดังแสดงในสมการดังนี้



$$PKGi = \alpha + \beta_1 TUE_i + \beta_2 WED_i + \beta_3 THU_i + \beta_4 FRI_i + \beta_5 TUAH_i + \varepsilon$$

- $PKGi$ = ราคาปิดของหลักทรัพย์หนึ่งๆ ณ เวลา t
- TUE_i = ตัวแปรหุ่นวันอังคาร (1 คือ วันอังคาร หรือ 0 เมื่อไม่ใช่วันอังคาร)
- WED_i = ตัวแปรหุ่นวันพุธ (1 คือ วันพุธ หรือ 0 เมื่อไม่ใช่วันพุธ)
- THU_i = ตัวแปรหุ่นวันพฤหัสบดี (1 คือ วันพฤหัสบดี หรือ 0 เมื่อไม่ใช่วันพฤหัสบดี)
- FRI_i = ตัวแปรหุ่นวันศุกร์ (1 คือ วันศุกร์ หรือ 0 เมื่อไม่ใช่วันศุกร์)
- $TUAH$ = ตัวแปรหุ่นวันอังคารหลังจากวันจันทร์ที่เป็นวันหยุด (1 คือ วันอังคาร หรือ 0 เมื่อไม่ใช่วันอังคารหลังจากวันจันทร์ที่เป็นวันหยุด)
- α = ค่าสัมประสิทธิ์ค่าคงที่
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ
- ε = ค่าความผิดพลาดที่เกี่ยวข้องกับการพยากรณ์ หรือข้อมูลที่รบกวนตลาด

การเก็บรวบรวมข้อมูล

- บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากกลุ่มอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ จำนวน 9 หลักทรัพย์ SET 100 ซึ่งรวบรวมจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- การศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลราคาปิดทำการแต่ละวันของหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Time Series Data)
- เก็บรวบรวมข้อมูลเป็นรายวันใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์เก็บรวบรวมข้อมูลตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2560 ถึงวันที่ 29 ธันวาคม 2560 รวมทั้งสิ้น 244 วัน

วิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้เป็นการเป็นการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของกลุ่มอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ปี 2560 โดยมีขั้นตอนการพิจารณาโดยใช้สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares, OLS)

- การวิเคราะห์เพื่อดูค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation: SD) ของตัวแปร
- สร้างเมตริกซ์สหสัมพันธ์ (Correlation matrix) ของตัวแปรตั้งแต่ 2 ตัวขึ้นไป
- ตรวจสอบความนิ่งของข้อมูล (Unit root test)
- ตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)
- สร้างสมการถดถอยเชิงซ้อนพร้อมทั้งทำการตรวจสอบปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่ของความคลาดเคลื่อน (Heteroskedasticity)
- ทำการทดสอบปัญหาความสัมพันธ์กันเองของความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation)



- ถ้าพบปัญหาความคลาดเคลื่อน ไม่ว่าจะเป็นปัญหา Heteroskedasticity และ/หรือ Autocorrelation ผลของสมการถดถอยจะยังไม่สามารถมาใช้สรุปและอธิบายต่อไปได้จะต้องมีการแก้ไขปัญหา Heteroskedasticity และ/หรือ Autocorrelation ก่อนโดยใช้แนวคิดของ HAC Newey-West
- การสร้างสมการแสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นกับตัวแปรตาม
- การทดสอบสมมติฐานของสัมประสิทธิ์ค่าคงที่ α
- การทดสอบสมมติฐานของสัมประสิทธิ์ความชัน $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ พร้อมกัน
- ทหาระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัว Adjust R-square

4. ผลการวิจัย

การศึกษามีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ในช่วงปี 2560 นำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้รูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Linear Regression) ซึ่งใช้ข้อมูลรายวันเพื่อทดสอบสมมติฐานโดยกลุ่มตัวอย่างเป็นข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์รายวันของตัวแปรวันอังคาร, วันพุธ, วันพฤหัสบดี, วันศุกร์, วันอังคารหลังจากวันจันทร์เป็นวันหยุดและทดสอบว่าเป็นไปตามสมมติฐานจากแบบจำลองตามสมการ

$$PKGi = \alpha + \beta_1TUEi + \beta_2WEDI + \beta_3THUi + \beta_4FRIi + \beta_5TUAHi + \varepsilon$$

ดังผลการวิจัยดังนี้

สรุปค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์ทั้ง 9 บริษัท

FACTOR	α	β_1TUEi	β_2WEDI	β_3THUi	β_4FRIi	β_5TUAHi
AJ_CLOSE	13.81111	0.00707	-0.16601	-0.16825	-0.09887	-0.37778
ALUCON_CLOSE	280.06670	5.95606	-0.08628	-0.08628	5.25986	9.43333
CSC_CLOSE	58.20556	-0.94987	-0.16144	-1.45045	-1.40454	-10.83056
NPP_CLOSE	0.80467	0.00397	-0.01565	-0.00385	-0.00099	-0.04967
TCOAT_CLOSE	18.61111	-0.92929	-0.73856	-3.81009	-2.21825	-2.77778
TFI_CLOSE	0.94378	0.00440	-0.01025	-0.02398	-0.04704	-0.06044
TMD_CLOSE	21.65556	-0.49419	0.46209	-0.02398	-0.53107	0.39444
TOPP_CLOSE	97.57778	-7.68005	-22.44052	-12.24104	-18.44512	11.58889
TPP_CLOSE	8.47333	3.97894	4.02765	2.51034	2.10830	1.92667

การศึกษานี้ได้ทำการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรต้นพร้อมกัน 5 ตัวโดยใช้สถิติทดสอบ t ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ทำการสร้างเมตริกซ์สหสัมพันธ์ (Correlation matrix) และทำการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) แล้วทำการสร้างสมการแสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นกับตัวแปรตามพร้อมทั้งหาระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัว



Adjust R-square และทำตรวจสอบปัญหาเรื่องความแปรปรวนของตัวแปร (Heteroskedasticity) โดยพิจารณาจาก White Heteroskedasticity และตรวจสอบปัญหาเรื่องความแปรปรวนของตัวแปร (Autocorrelation) ทำการสรุปและปรับแก้ผลของสมการถดถอยหากพบปัญหา Heteroskedasticity และ/หรือ Autocorrelation โดยใช้แนวคิดของ HAC Newey-West แล้วจึงสามารถนำสมการไปใช้วิเคราะห์ได้ผลลัพธ์จากการวิเคราะห์ดังนี้

การทดสอบสมมติฐานของสัมประสิทธิ์ค่าคงที่ α

สมมติฐานหลัก (H0): $\alpha = 0$ (α มีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์)

สมมติฐานรอง (H1): $\alpha \neq 0$ (α มีค่าแตกต่างจากศูนย์)

กำหนดระดับนัยสำคัญที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานเท่ากับ 5%

ถ้าค่า Prob มีค่าน้อยกว่า 0.05 จะปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H0)

หรือกล่าวในอีกนัยหนึ่งคือยอมรับสมมติฐานรอง (H1)

ถ้าค่า Prob มีค่าตั้งแต่ 0.05 ขึ้นไปจะไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H0)

หรือกล่าวในอีกนัยหนึ่งคือยอมรับสมมติฐานหลัก (H0)

จากหลักเกณฑ์ดังกล่าวเนื่องจากค่า Prob ทั้งหมดของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้จำนวน 9 หลักทรัพย์มีค่าเท่ากับ 0.0000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H0) หรือกล่าวในอีกนัยหนึ่งคือยอมรับสมมติฐานรอง (H1) จึงสรุปได้ว่า α นี้มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 5%

การทดสอบสมมติฐานของสัมประสิทธิ์ความชัน $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ พร้อมกัน

สมมติฐานหลัก (H0): $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5 = 0$ (มีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์)

สมมติฐานรอง (H1): $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5 \neq 0$ (มีค่าแตกต่างจากศูนย์)

กำหนดระดับนัยสำคัญ (Significance level) ที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานเท่ากับ 5%

ถ้าค่า Prob มีค่าน้อยกว่า 0.05 จะปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H0)

หรือกล่าวในอีกนัยหนึ่งคือยอมรับสมมติฐานรอง (H1)

ถ้าค่า Prob มีค่าตั้งแต่ 0.05 ขึ้นไปจะไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H0)

หรือกล่าวในอีกนัยหนึ่งคือยอมรับสมมติฐานหลัก (H0)

จากหลักเกณฑ์ดังกล่าวเนื่องจากค่า Prob ของ $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ ทั้งหมดของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้จำนวน 9 หลักทรัพย์มีค่ามากกว่า 0.05 ดังนั้นจึงไม่ปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H0) หรือกล่าวในอีกนัยหนึ่งคือยอมรับสมมติฐานหลัก (H0) จึงสรุปได้ว่า $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ มีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 5% หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดไม่มีความสามารถในการอธิบายตัวแปรตามซึ่งได้แก่ราคาปิดของหลักทรัพย์นั้นๆ หมายความว่าราคาปิดในอดีตไม่มีความสัมพันธ์กับราคาปิดในอนาคตหรือเป็นอิสระต่อกัน

5. บทสรุป การอภิปรายและข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของกลุ่มอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ ในช่วงปี 2560 จำนวน 9 หลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์รายวันของตัวแปรวันอังคาร, วันพุธ,



วันหยุดสัปดาห์, วันศุกร์และวันอังคารหลังจากวันจันทร์เป็นวันหยุดตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2560 ถึง 29 ธันวาคม 2560
รวมทั้งสิ้น 244 วัน ตามสมการ $PKGi = \alpha + \beta_1TUE_i + \beta_2WED_i + \beta_3THU_i + \beta_4FRI_i + \beta_5TUAH_i + \epsilon$

การทดสอบสมมติฐานของสัมประสิทธิ์ค่าคงที่ α ค่า Prob ทั้งหมดของหลักทรัพย์มีค่าเท่ากับ 0.0000 ซึ่งมี
ค่าน้อยกว่า 0.05 ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H0) หรือกล่าวในอีกนัยหนึ่งคือยอมรับสมมติฐานรอง (H1) จึงสรุป
ได้ว่า α นี้มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 5%

การทดสอบสมมติฐานของสัมประสิทธิ์ความชัน $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ พร้อมกัน ค่า Prob ทั้งหมดของ
หลักทรัพย์มีค่ามากกว่า 0.05 ดังนั้นจึงไม่ปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H0) หรือกล่าวในอีกนัยหนึ่งคือยอมรับสมมติฐาน
หลัก (H0) จึงสรุปได้ว่า $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ มีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 5%

กล่าวได้ว่าตัวแปรอิสระทั้งหมด ไม่มีความสามารถในการอธิบายตัวแปรตามซึ่งได้แก่ราคาปิดของ
หลักทรัพย์นั้นๆ หมายความว่าราคาปิดในอดีตไม่มีความสัมพันธ์กับราคาปิดในอนาคตหรือเป็นอิสระต่อกัน
จึงสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดังกล่าวเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ
วรรณรพี บานชื่นวิจิตร และสุนิสา ชูชื่น (2556)

จากข้อสมมุติฐานของตลาดมีประสิทธิภาพ การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เกิดจากที่ผู้ลงทุนจำนวนมาก
ซึ่งคอยติดตามความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์นั้นและทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์จนกระทั่งราคาสะท้อน
ข้อมูลที่เกิดขึ้นจริง ดังนั้นถ้าจำนวนผู้ซื้อและผู้ขายมีมากจนกระทั่งไม่มีบุคคลใดมีอำนาจในการกำหนดราคาหุ้น
ได้ ราคาที่เกิดขึ้นจะเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพและผู้ลงทุนแต่ละคนมีพื้นฐานในการประเมินมูลค่าหุ้น
เหมือนกัน (Homogeneous expectation) ซึ่งกำหนดขึ้นจากความน่าจะเป็น (Probability distribution) ของ
อัตราผลตอบแทนและผู้ลงทุนทุกคนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุด ณ ระดับราคาและ
ความเสี่ยงหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนสูงสุดก็จะทำให้การแข่งขันการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดทุนก็ยิ่งมีมากขึ้น ก็จะยิ่ง
ทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวเร็วขึ้นซึ่งจะมีผลทำให้ตลาดมีประสิทธิภาพมากขึ้น

ประโยชน์จากการศึกษาครั้งนี้

จากการวิจัยในครั้งนี้พบว่าราคาปิดในอดีตไม่มีความสัมพันธ์กับราคาปิดในอนาคตหรือเป็นอิสระต่อกัน
ถ้าหากนักลงทุนต้องการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนที่ดีต้องมีความเข้าใจในเรื่องตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพคือ
การนำไปใช้ในการวิเคราะห์การลงทุน แนวคิดของตลาดทุนมีประสิทธิภาพเชื่อว่า นักลงทุนที่แสวงหากำไรจะ
ปรับตัวทันทีต่อข้อมูลใหม่ที่ได้รับอย่างไม่มีอคติ ดังนั้นราคาหลักทรัพย์ที่สะท้อนข้อมูลใหม่ทั้งหมดถือได้ว่าเป็นราคา
ที่แสดงถึงมูลค่าแท้จริงของหลักทรัพย์และควรแสดงถึงผลตอบแทนรับรู้และความเสี่ยงจากการลงทุน สมมติฐานของ
ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำย่อมจะบอกให้เราทราบว่า อัตราผลตอบแทนในอดีตรวมทั้งข้อมูลตลาดในอดีตไม่
ควรจะมีมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคตเนื่องจากอัตราผลตอบแทนในอดีตและอัตราผลตอบแทนใน
อนาคตควรเป็นอิสระต่อกันตามสมมติฐานของตลาดมีประสิทธิภาพ ด้วยเหตุนี้ผู้ลงทุนจะได้กำไรน้อยมากถ้า
ตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยอาศัยข้อมูลอัตราผลตอบแทนในอดีตหรือข้อมูลตลาดอื่นในอดีต ดังนั้นนักลงทุน
ต้องติดตามข่าวสาร รู้เท่าทันสถานการณ์แวดล้อมอย่างสม่ำเสมอ โดยเฉพาะนักลงทุนที่ลงทุนระยะสั้นเพราะข้อมูล
ใหม่ๆ จะถูกสะท้อนในราคาหุ้นล่าสุด อาจมีปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุน ส่วนนักลงทุนระยะ
ยาว ปัจจัยทางเศรษฐกิจ เช่น ภาวะเศรษฐกิจในประเทศ การผลิต การค้า การลงทุน อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน อัตรา



แลกเปลี่ยน กระแสเงินทุนไหลเวียน และภาวะเศรษฐกิจต่างประเทศ บัณฑิตทางการเมือง สถานการณ์การเมือง รวมถึงนโยบายหรือมาตรการของภาครัฐภายใต้การส่งเสริมการลงทุนย่อมมีผลกระทบกับการลงทุนในระยะยาว

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

ผลการวิจัยครั้งนี้ทดสอบได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์มีประสิทธิภาพอยู่ในระดับต่ำแต่เนื่องจากช่วงเวลาที่ทำการศึกษาเป็นช่วงระยะเวลาสั้นๆ เพียง 1 ปีและทำการศึกษาเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์เท่านั้นซึ่งข้อมูลมีจำนวนน้อยและอาจไม่สามารถเป็นตัวแทนความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ทั้งหมด ดังนั้นในการศึกษาในอนาคต ผู้วิจัยควรทำการเก็บข้อมูลของราคาหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาที่ยาวนานขึ้นควรใช้ข้อมูลที่มีจำนวนมากขึ้นเพื่อที่จะได้รู้ภาวะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างชัดเจนและควรทดสอบปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อราคาปิดของหลักทรัพย์เช่น ข้อมูลการประกาศจ่ายเงินปัน บัณฑิตทางการเมือง บัณฑิตทางเศรษฐกิจ บัณฑิตทางสังคม เพื่อเป็นแนวทางในการศึกษาที่ละเอียดมากขึ้นต่อไป

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าด้วยตัวเองเรื่องนี้น่าจะได้ด้วยความกรุณาจากอาจารย์ ดร.ประสิทธิ์ มะหะหมัด อาจารย์ที่ปรึกษาค้นคว้าด้วยตัวเอง ที่ได้ให้ความกรุณาแนะนำ ตรวจสอบตราและแก้ไขเนื้อหา ขอขอบพระคุณบิดาและมารดาผู้ให้กำเนิดและครอบครัวของข้าพเจ้าที่ให้โอกาสและสนับสนุนในเรื่องการศึกษาของข้าพเจ้า

ข้าพเจ้าหวังว่าการสำเร็จปริญญาโทฉบับนี้จะทำให้ทุกท่านดีใจและภาคภูมิใจในตัวข้าพเจ้าและข้าพเจ้าจะนำความรู้ที่ได้รับไปปรับใช้ให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ตัวข้าพเจ้าเอง ครอบครัวข้าพเจ้า องค์กรที่ข้าพเจ้าทำงานและประเทศชาติต่อไป

เอกสารอ้างอิง

ข้อมูลการซื้อขายตลาด : แหล่งที่มา www.set.com

จิรัตน์ สังข์แก้ว. (2545). การลงทุน. พิมพ์ครั้งที่ 5. กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

วรรณรพี บานชื่นวิจิตร และ สุนิสา ชูชื่น. (2556). ความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย”

วารสารวิชาการ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.

Eugene Fama, F. (1969). “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”

The Journal of Finance, Vol. 25: 383-417

Zvi Bodie, Alex Kane and J. Marcus. (2007). *Investments*. สำนักพิมพ์แมคกักรอ-ฮิล. กรุงเทพมหานคร.