

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ตลาดหลักทรัพย์ลาว ถือว่าเป็นตลาดเกิดใหม่ และทั้งยังเป็นสิ่งแปลกใหม่ในสังคมและหน่วยงานรัฐเป็นอย่างมาก ดังนั้น กระบวนการให้ความรู้ การพัฒนาสินค้าและการบริการจึงมีความสำคัญเป็นอย่างมาก ตลอด 3 ปี ตั้งแต่เริ่มดำเนินงานในปี พ.ศ. 2554 ตลาดหลักทรัพย์ลาวได้ทำการให้ความรู้เรื่องตลาดทุนแก่สังคมและหน่วยงานรัฐร่วมกับ สำนักงานคณะกรรมการคุ้มครองหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รวมไปถึงการออกกระเบียบต่างๆเพื่อเอื้ออำนวยการกรรมกับดูแลบริษัทสมาชิกและนักลงทุน และด้วยจากการที่ตลาดหลักทรัพย์ลาวเป็นตลาดที่เกิดจากการร่วมทุนของธนาคารแห่ง สปป. ลาว (Bank of the Lao PDR: BOL) กับ ตลาดหลักทรัพย์ เกาหลี (Korea Stock Exchange: KRX) ที่มีความรู้และประสบการณ์เป็นอย่างมากในเรื่องการดำเนินงานในตลาดหุ้น ดังนั้นระบบการดำเนินงานทั้งระบบ IT และการให้บริการในตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ลาว จึงเป็นระบบการดำเนินงานที่มีรูปแบบคล้ายกันกับระบบของ ตลาดหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์ เกาหลี (Korea Stock Exchange: KRX) เช่นระบบการซื้อขาย และการกำหนดระดับราคาขึ้นลงต่อวันไม่เกิน 10% และจุดที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ลาวมีความแตกต่างจากตลาดหลักทรัพย์เพื่อนบ้านคือ ตลาดหลักทรัพย์ลาวเปิดทำการซื้อขายเพียงครั้งวันเท่านั้น

ในการศึกษาประสิทธิภาพของตลาดในครั้งนี้ ผู้ศึกษาได้นำเอาแนวคิด ทฤษฎี เอกสาร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องมาเป็นแนวทางในการกำหนดกรอบและประเด็นในการศึกษาตามวัตถุประสงค์ของการศึกษาโดยมีรายละเอียด ดังนี้

2.1 แนวคิดและทฤษฎีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis)

สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ หรือ Efficient Market Hypothesis ของ Fama มีความเชื่อที่ว่า ราคาหลักทรัพย์สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงอยู่ตลอดเวลา จึงทำให้นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในหุ้นต่างๆ ได้ จากมูลค่าที่แท้จริงได้ตลอดเวลา เพราะราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่มีทั้งหมดแล้ว และ Fama ได้จำแนกประเภทของระดับความมีประสิทธิภาพออกเป็น 3 ระดับคือ ประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak-form efficiency) ที่หมายถึงราคาหุ้นในอดีตที่ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารไปหมดแล้ว ประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-Strong form efficiency) จะเป็นราคาประสิทธิภาพที่

ปรับให้เข้ากับข้อมูลต่างๆที่ได้ทำการเปิดเผย ซึ่งเป็นข้อมูลที่สาธารณชนรับรู้ และระดับสูง (Strong-form efficiency) นักลงทุนหรือกลุ่มบุคคลที่เข้าถึงข้อมูลวงในที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลที่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น จะถูกทบทวนตามความแตกต่างระหว่างระดับต่ำและระดับกลาง (Fama The Journal of Finance, 1970)

ข้อมูลที่ผู้ลงทุนได้รับในตลาดหลักทรัพย์แล้วตามกฎระเบียบของการเปิดเผยข้อมูล อาจจะแยกออกเป็น 3 ประเภทคือ

1. ข้อมูลตลาด คือข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับราคาและปริมาณซื้อขายในแต่ละวันของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แล้ว ซึ่งข้อมูลตลาดเป็นข้อมูลที่นักลงทุนสามารถเข้าถึงได้ตลอดเวลา

2. ข้อมูลสาธารณะทั่วไป หรือ ข้อมูลที่ได้รับการเปิดเผย (Disclosure) คือ ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัทเช่น ข้อมูลกำไร ข้อมูลงบการเงิน ข้อมูลเงินปันผล นอกจากนี้อาจรวมถึงข้อมูลของการแตกหุ้น การควบรวมกิจการ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ คุณภาพการบริหารงานของผู้บริหาร มติผู้ถือหุ้น และการพยากรณ์กำไร เป็นต้น ซึ่งข้อมูลเหล่านี้เป็นข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนต้องทำการเปิดเผยตามช่องทางและข้อกำหนดของคณะกรรมการคุ้มครองหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้ข้อมูลดังกล่าวเป็นข้อมูลที่นักลงทุนทุกคนสามารถเข้าถึงได้อย่างเท่าเทียมกัน

3. ข้อมูลทุกประเภท หรือข้อมูลที่มีผลต่อกับราคาหุ้น คือข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้น ทั้งข้อมูลสาธารณะและข้อมูลภายใน ที่เกี่ยวข้องมีผลต่อกับหุ้นหรือบริษัทจดทะเบียน (สำนักงานคณะกรรมการคุ้มครองหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แล้ว. “ข้อตกลงว่าด้วยระเบียบของการเปิดเผยข้อมูล”. 2555)

2.2 แนวทางในการทดสอบประสิทธิภาพของตลาด

จากแนวความคิดของ Fama ที่ได้ให้ความหมายของ ประสิทธิภาพของตลาดว่า ราคาหลักทรัพย์สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงอยู่ตลอดเวลา จึงทำให้นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในหุ้นต่างๆ ได้ จากมูลค่าที่แท้จริง ได้ตลอดเวลา เพราะราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่มีทั้งหมดแล้ว และ Fama ได้จำแนกประเภทของระดับความมีประสิทธิภาพออกเป็น 3 ระดับคือ ประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak form efficiency) ประสิทธิภาพตลาดในระดับกลาง (Semi Strong Form Efficiency) และ ประสิทธิภาพตลาดในระดับสูง (Strong Form Efficiency) โดยแต่ละระดับจะมีความแตกต่างกันตามระดับของข้อมูลข่าวสาร ดังนั้นจึงทำให้ผู้ทำการศึกษาและทดสอบประสิทธิภาพตลาด จึงได้ตั้งสมมุติฐานด้วยสมการต่างๆในการค้นคว้าของตนเพื่อหาความสัมพันธ์ของราคาในอดีตกับราคาในอนาคต เพื่อใช้ในการทดสอบตามแนวคิดทฤษฎีประสิทธิภาพของตลาด ด้วยเหตุนี้จึงทำให้เกิดสมการที่ใช้ใน

การทดสอบประสิทธิภาพของตลาดที่แตกต่างกันของผู้วิจัยแต่ละคน ที่ใช้ในการทดสอบและอ้างอิง (Fama, 1970)

2.3 ทฤษฎีการก้าวสุ่ม (Random Walk Theory)

ทฤษฎีการก้าวสุ่ม เป็นทฤษฎีว่าด้วยการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเชื่อว่าราคาในอดีตไม่สามารถที่จะนำมาใช้ในการพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงของราคาในอนาคตที่เกิดขึ้นได้ เพราะการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เป็นการเปลี่ยนแปลงที่ไม่สามารถที่จะทายได้ นอกจากนี้ทฤษฎีการก้าวสุ่มยังเป็นส่วนหนึ่งของทฤษฎีประสิทธิภาพของตลาดด้วย (John, 1999) เนื่องจากประสิทธิภาพตลาด มีความเชื่อว่า ราคาหลักทรัพย์สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงอยู่ตลอดเวลา จึงทำให้นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในหุ้นต่างๆ ได้ จากมูลค่าที่แท้จริงได้ตลอดเวลา เพราะราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่มีทั้งหมดแล้ว ดังนั้นจึงทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในอดีตไม่สามารถที่จะนำมาใช้ในการพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงของราคาในอนาคตที่เกิดขึ้นได้ จึงทำให้นักลงทุนไม่สามารถที่จะทายได้

การทดสอบประสิทธิภาพระดับต่ำในการทบทวนวรรณกรรม

2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งศึกษาโดย คณิสฐา เอี่ยมสะอาด (2556) ทำกรณีศึกษา ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) วรรณรพี บานชื่นวิจิตร (2556) ศึกษาบริษัทบิกชิซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) และ สุวพร พรชัย (2556) ศึกษา บริษัท ไทยรุ่งยูเนี่ยนคาร์ จำกัด (มหาชน) โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันของหุ้น ซึ่งงานวิจัยดังกล่าวได้ทำการศึกษาตั้งแต่วันที่ 1 มิถุนายน 2555 จนถึงวันที่ 31 พฤษภาคม 2556 โดยกำหนดตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ คือ วันอังคาร วันพุธ วันพฤหัสบดี วันศุกร์ และวันอังคารหลังวันจันทร์ที่เป็นวันหยุด ส่วนตัวแปรตาม ได้แก่ ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ ซึ่งการทดสอบครั้งนี้ใช้แบบจำลองตามแบบจำลองการวิจัยของ Jarrett และ Kyper (2006) ที่ทำการศึกษาความมีประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาด โดยได้ทำการศึกษาจากราคาปิดของหลักทรัพย์ 62 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ NASDAQ ของประเทศสหรัฐอเมริกา การศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของผู้ศึกษาทั้ง 3 ท่านได้ใช้วิธีการสร้างสมการเชิงถดถอย (Multiple Linear Regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) จากผลการศึกษาพบว่า สัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมดไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ราคาในอดีตไม่มี

ความสัมพันธ์กับราคาในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำและ เป็นไปตามแนวคิดของทฤษฎีการก้าวลุ่ม ซึ่งอาจเกิดจากการที่นักลงทุนได้คอยติดตามความ เคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์นั้น และทำการซื้อขายจนทำให้ราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลที่ เกิดขึ้นจริง ซึ่งยังมีจำนวนนักลงทุนมากขึ้นจะทำให้ราคามีการปรับตัวเร็วขึ้น ด้วยเหตุนี้จึงอาจกล่าว ได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำ

Guidi and Gupta (2011) ได้ทำการศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์อาเซียน ผล จากการทดสอบทั้งแบบข้อมูลตัวแปรเดียว (Univariate) และ อัตราส่วนพหุตัวแปรปรวน โดยผู้ศึกษา มีความเชื่อว่า ตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียน (ในการศึกษานี้ ได้แก่ ไทย เวียดนาม สิงคโปร์ อินโดนีเซีย มาเลเซีย และฟิลิปปินส์) ได้มีการพัฒนาถูกระเบียบต่างๆ ในการกำกับดูแลสถาบันการ ธนาคารได้ดีขึ้นเพราะได้รับประสบการณ์จากวิกฤตอาเซียนในปี พ.ศ. 2540 และประสบการณ์ในปี พ.ศ. 2543 จากการเติบโตของบริษัทจดทะเบียน และสภาพคล่อง ซึ่งเป็นการเติบโตที่รวดเร็ว รวมถึงการปฏิรูประบบการกำกับดูแลที่สามารถสนับสนุนการลดระบบที่มีความแตกต่างกันของราคา หุ้นที่เกิดจากพื้นฐานของประสิทธิภาพตลาดที่แตกต่างกัน จากการศึกษาพบว่า สาเหตุที่ทำให้ตลาด หลายแห่งไม่ปฏิบัติตามแนวคิด ทฤษฎีการก้าวลุ่ม และทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด เป็นเพราะระบบ ของระเบียบและระบบของข้อมูลที่ล่าช้าโดยข้อมูลมีการเคลื่อนไหวที่ช้ามากจากระดับความเข้มข้น ของกฎระเบียบซึ่งมีผลต่อการประเมินราคาหุ้นตามหลักแนวคิดของ ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด โดย ตลาดหลักทรัพย์ในอาเซียนมีระดับตัวชี้วัดทั้งสองที่ต่ำ ซึ่งทำให้ตลาดหลักทรัพย์เวียดนาม อินโดนีเซีย มาเลเซีย และฟิลิปปินส์ ไม่ปฏิบัติตามหลักตลาดประสิทธิภาพต่ำและไม่มีประสิทธิภาพ ยกเว้น ตลาดหลักทรัพย์ไทย และสิงคโปร์ ที่เป็นไปตามหลักตลาดประสิทธิภาพต่ำ

Jarrett and Kyper (2006) ทำการศึกษาความมีประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาด โดยได้ ทำการศึกษาจากราคาปิดของหลักทรัพย์ 62 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ NASDAQ ของ ประเทศสหรัฐอเมริกา โดย Jarrett และ Kyper ได้ทำการศึกษาในช่วงเดือนเมษายน 1992 ถึงเดือน กันยายน 2002 จากการศึกษาของทั้งสองพบว่า สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ ยังเป็น ที่น่าสงสัยเนื่องจากราคาปิดรายวัน มีความสัมพันธ์ในรูปแบบของอนุกรมเวลา โดยที่ค่า R^2 หรือ Adj. R^2 มีค่าอยู่ระหว่าง 60-70% ถึงแม้ว่าค่า coefficients จะมีค่าที่ระดับ 0.0001 ก็ตาม ทำให้สมมติฐาน ของตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำยังเป็นที่น่าสงสัย