



บทที่ 6

สรุป และข้อเสนอแนะ

6.1 สรุป

การทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ โดยพิจารณาถึงพฤติกรรมราคาหลักทรัพย์ เป็นสำคัญนั้น ก็เพื่อที่ต้องการจะทำการทดสอบว่าถ้าราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวอย่างสุ่ม หรือเป็นไปตามทฤษฎี Random Walk แล้วทำให้ข้อมูลด้านราคาตลอดจนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีตไม่มีประโยชน์ต่อการคาดการณ์ ถึงแนวโน้มของราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ ตลาดหลักทรัพย์ก็จะมีประสิทธิภาพในความหมายกว้าง (Weakly Efficient Market) ตรงกันข้าม ถ้าราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวอย่างสัมพันธ์กัน กล่าวคือ ลำดับราคาเปลี่ยนแปลงในปีปัจจุบัน ขึ้นกับ ลำดับราคาเปลี่ยนแปลงในอดีตแล้ว ตลาดหลักทรัพย์ก็ยังคงเป็นตลาดที่ขาดประสิทธิภาพ

ในฐานะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดตั้งมาเป็นเวลาเกือบ 17 ปีแล้วระยะเวลา 17 ปีมานี้ ลักษณะการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ ก็ได้เคลื่อนไหวครบวงจรตลาดหุ้นแล้ว กล่าวคือ มีลักษณะแนวโน้มสูงขึ้นในระหว่างปี 2520 - 2521 และแนวโน้มลดลงระหว่างปี 2522-กลางปี 2525 และเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ครั้งหลังปี 2525 - ครั้งแรกปี 2527 จนกระทั่งถึงยุคเติบโตตั้งแต่ครั้งหลังปี 2527 จนถึงปัจจุบัน ซึ่งเป็นการเริ่มต้นวงจรหุ้นใหม่ ดังนั้นจึงสมควรทำการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาด ว่าการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดเป็นไปตามทฤษฎี Random Walk หรือไม่ โดยใช้ลำดับราคาเปลี่ยนแปลงในช่วงเวลาต่าง ๆ เพื่อทดสอบว่าทฤษฎี Random Walk กล่าวคือ สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีต ถือว่าเป็นข้อมูลที่สามารถศึกษาและติดตาม ซึ่งอาจเป็นประโยชน์ต่อการอธิบายพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ ตามทฤษฎีการวิเคราะห์ทางเทคนิคมีความเชื่อว่า "รูปแบบการเคลื่อนไหวของราคาในอดีตจะหวนกลับมาเกิดขึ้นใหม่ในอนาคตได้" ดังนั้น การศึกษารูปแบบต่าง ๆ ตามวิธีการทางเทคนิคอาจถือเป็นประโยชน์ต่อการพยากรณ์การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้

จากลักษณะพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังกล่าวสามารถกล่าวได้ว่า ลักษณะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่สามารถกล่าวได้ว่าเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Inefficient Market) เนื่องจากลักษณะของตลาดยังไม่สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารได้อย่างเต็มที่ โดยเฉพาะด้านราคาในอดีต ผู้ลงทุนสามารถแสวงหาประโยชน์ได้จากการศึกษาพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาในอดีตได้ การขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์อาจจะ เป็นผลจากการที่ผู้ลงทุนบางคนสามารถแสวงหาข้อมูลของหลักทรัพย์ต่าง ๆ ได้ไวและเร็วกว่าผู้ลงทุน

ลงทุนรายอื่น จนกระทั่งสามารถนำราคาของหลักทรัพย์นั้นให้สูงขึ้น

เนื่องจากความไม่สมบูรณ์ของตลาด (Market Imperfections) ทำให้ราคาหลักทรัพย์คล้อยตามไม่ได้อยู่บนเส้น SML กล่าวคือ ราคาซื้อหรือราคาขายหลักทรัพย์ไม่เท่ากับมูลค่าที่แท้จริง ดังนั้นราคาหลักทรัพย์จึงมีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา ซึ่งหมายความว่ามูลค่าที่แท้จริงในตลาดที่ไม่สมบูรณ์ไม่ได้เป็นค่าใดค่าหนึ่งเท่านั้น หากเป็นเพียงช่วงของราคาที่เหมาะสมซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น และการที่ตลาดไม่มีประสิทธิภาพการเก็งกำไรว่าราคาหลักทรัพย์จะสูง หรือต่ำลงยังเกิดขึ้นได้ตลอดเวลา

จากการทดสอบสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์ของไทย โดยพิจารณาถึงพฤติกรรมราคาหลักทรัพย์เป็นลำดับขั้น ปรากฏว่าการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ไม่ได้เป็นไปตามทฤษฎี Random Walk นั่นก็แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ยังขาดประสิทธิภาพในความหมายกว้างอยู่ (Weakly Efficient Market) ทั้งนี้เพราะการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ไม่เป็นแบบสุ่มลำดับการเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตมีผลต่อการคาดการณ์ราคาในปัจจุบัน และการที่ได้ผลสรุปว่าพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นไม่ได้เป็นไปตามทฤษฎี Random Walk ก็พอจะมีเหตุผลสมควร หากเราได้พิจารณาข้อสมมติฐานของทฤษฎี Random Walk แล้วก็ค่อนข้างสมเหตุผล เพราะอย่างน้อยลักษณะตลาดหลักทรัพย์ของไทยยังไม่อาจเป็นไปตามข้อสมมติฐานดังกล่าว กล่าวคือในข้อสมมติฐานกล่าวว่าจะต้องมีการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารโดยเสรี และรวดเร็ว จนไม่มีผู้ลงทุนรายใดเอาเปรียบซึ่งกันและกันได้ ในความเป็นจริงยังไม่ได้เป็นเช่นนั้น และผู้ลงทุนบางรายก็ไม่อาจจะเข้าใจเกี่ยวกับข้อมูลเหล่านั้นอย่างชัดเจน แสดงว่าการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารยังไม่มีประสิทธิภาพและในข้อสมมติฐานข้อ 3 ที่กล่าวว่า การตัดสินใจของผู้ลงทุนอย่างมีเหตุผล แต่ความเป็นจริงแล้วผู้ลงทุนยังไม่ค่อยมีเหตุผล ส่วนใหญ่จะเล่นหุ้นตามกัน หรือเรียกว่าเล่นตามน้ำ บางรายซื้อหุ้นเพราะหุ้นราคากำลังสูงขึ้น ซึ่งอาจจะไม่มีเหตุผลก็ได้ ราคาอาจตกต่ำลงได้ การเล่นหุ้นในลักษณะนี้อาจจะขาดทุนได้มากกว่าการเล่นหุ้นอย่างมีเหตุผล นอกจากนี้แล้วราคาหลักทรัพย์ยังไม่มีประสิทธิภาพพอ ยังไม่ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารอย่างเต็มที่ โดยเฉพาะมีราคาหุ้นหลายหลักทรัพย์ที่มีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งเป็นเหตุสูงขึ้นอย่างผิดปกติ และด้วยเหตุนี้เองที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ของไทยยังคงขาดประสิทธิภาพอยู่ นอกจากเหตุผลนี้แล้วยังมีเหตุผลอื่นประกอบอีก อาทิ เช่น ขั้นตอนในการจำหน่ายหุ้นยุ่งยากมาก นายหน้าไม่ทำตนเป็นนายหน้าที่ดีแสวงหาผลประโยชน์ใส่ตน ราคาขึ้นลงไม่ปกติ ตลาดให้ข้อมูลการซื้อขายน้อยไป จำนวนหุ้นน้อยไป มีการปันหุ้นไม่มีหน่วยงานให้คำแนะนำ และไม่เข้าใจวิธีซื้อขาย เป็นต้น

6.2 ข้อเสนอแนะ

จากการที่ตลาดหลักทรัพย์ของไทยยังคงขาดประสิทธิภาพในความหมายกว้างอยู่ เพราะฉะนั้นการร่วมมือกันพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนการแก้ไขปัญหา หรืออุปสรรคที่ขัดขวางการพัฒนาตลาด จึงควรที่จะเร่งให้ความสนใจ และแก้ไขปรับปรุงให้เร็วที่สุด เพราะตลาดหลักทรัพย์เป็นแหล่งระดมเงินทุนที่สำคัญ ซึ่งถือว่าเป็นตัวแทนของตลาดทุนที่มีบทบาทสำคัญ มีกฎเกณฑ์ และระเบียบในการปฏิบัติที่ส่งเสริมการลงทุนอย่างเหมาะสมในประเทศ เพราะในประเทศที่พัฒนาแล้วตลาดทุนจะเจริญเติบโตเป็นร้อยละ 50 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ขณะที่ประเทศไทยในปี 2534 ขนาดของความเจริญเติบโตของตลาดทุน หรือตลาดหลักทรัพย์มีค่าเพียงร้อยละ 13 ของ GDP ยิ่งห่างจากระดับของประเทศที่พัฒนาแล้วอยู่มาก เพราะฉะนั้นจึงต้องมีแนวทางในการพัฒนาปรับปรุงให้ตลาดหลักทรัพย์ของไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพซึ่งทำได้หลายวิธีด้วยกัน อาทิ เช่น ถ้าประชาชนส่วนใหญ่ยังไม่เข้าใจวิธี และขั้นตอนในการซื้อขายหุ้น ก็ควรเผยแพร่ความรู้เกี่ยวกับวิธี และขั้นตอนในการซื้อขายหุ้นในสื่อมวลชนที่เหมาะสมต่าง ๆ หรือถ้าผู้ลงทุนไม่มีความรู้สึกซึ่งพอที่จะตัดสินใจซื้อหุ้น ก็ควรสร้างหน่วยกิจกรรมพิเศษสำหรับวิเคราะห์สภาพของหุ้นแต่ละประเภท ตลอดจนให้ความรู้ทั้งทางตรงและทางอ้อมกับประชาชน นอกจากนี้แล้วถ้าขั้นตอนในการซื้อขายหุ้นมีความยุ่งยาก และทำให้ประชาชนหมดความสนใจแล้ว ในกรณีนี้ควรมีการประชาสัมพันธ์ให้ประชาชนหันมาซื้อหุ้นของกองทุนรวม โดยซื้อโดยตรงจากกองทุนรวม นั้นหมายถึง ต้องสนับสนุนให้มีการจัดตั้งกองทุนรวมเพิ่มขึ้น และมีกฎหมายควบคุมอย่างดี และถ้าพบว่าราคาหุ้นไม่ขึ้นลงตามธรรมชาติ อาจทำการแก้ไขได้คือ ควบคุมการซื้อขายในตลาดของนายหน้าอย่างใกล้ชิด เพื่อให้ทำการซื้อขายได้ตามความเป็นจริง และขณะเดียวกันก็จัดให้มีหน่วยวิเคราะห์สภาพของหุ้นแต่ละประเภท และให้ข้อมูลในสื่อมวลชนว่าราคาที่เป็นจริงควรเป็นเท่าไร เพื่อไม่ให้ราคาผิดจากธรรมชาติ ในกรณีที่ข้อมูลในตลาดมีน้อย ควรเผยแพร่ข้อมูลในตลาดให้มากขึ้นทั้งเรื่องต่าง ๆ และในรูปแบบต่าง ๆ แก่ประชาชนทั่วไป สำหรับการซื้อขายหุ้นในตลาดที่ต้องใช้เงินทุนมาก ต้องปรับปรุงให้แต่ละ board lot มีจำนวนหุ้นลดลง แต่ควรเพิ่มจำนวนหุ้นในตลาดให้มากขึ้น ในกรณีที่จำนวนหุ้นที่ซื้อขายในตลาดมีน้อย ทั้งนี้โดยแต่ควรเพิ่มจำนวนหุ้นในตลาดให้มากขึ้น ในกรณีที่จำนวนหุ้นที่ซื้อขายในตลาดมีน้อย ทั้งนี้โดยสนับสนุน และส่งเสริมให้กิจการต่าง ๆ นำหุ้นเข้าตลาดมากขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่าผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เจตนาที่จะเก็งกำไรมากกว่าเจตนาที่จะลงทุนอันเป็นผลให้ราคาหุ้นไม่เป็นไปตามธรรมชาติ ดังนั้นควรเผยแพร่ให้ประชาชนทั่วไปเข้าใจเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ทางวิชาการที่ถูกต้องในการซื้อขายหุ้น พร้อมทั้งชี้ชวนให้เห็นผลเสียของการเก็งกำไรอย่างผิดหลักวิชาการ ส่วนการซื้อขายหุ้นในตลาดที่ไม่เป็นไปตามธรรมชาติ ตลาดหลักทรัพย์ควรวิเคราะห์สภาพในตลาดให้ลึกซึ้ง และปรับปรุงกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องเสียใหม่ ส่วนในเรื่องสิทธิทางภาษีพบว่าตลาดให้สิทธิทางภาษีแก่ผู้ถือหุ้นน้อยไป ตลาดควรจะ

พิจารณาความเหมาะสมว่าสมควรที่จะปรับปรุงสิทธิภาษีใหม่หรือไม่ นอกจากนี้พบว่านายหน้ามักหาผลประโยชน์ให้ตนเอง อันเป็นผลเสียต่อการซื้อขายหุ้นอย่างยุติธรรมในตลาดหลักทรัพย์ ตลาดควรควบคุม และตรวจสอบนายหน้าให้เข้มงวดขึ้น และปัจจัยที่สำคัญอีกประการหนึ่งนอกเหนือจากที่กล่าวข้างต้น ที่จะส่งเสริมให้เกิดความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็คือ การเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นเรื่องเศรษฐกิจ การเมือง สังคม ทั้งภายในและภายนอกประเทศให้ไปถึงยังประชาชนอย่างทั่วถึงรวดเร็ว และในเวลาเดียวกัน นอกจากนี้แล้วยังรวมถึงข้อมูลภาวะตลาดหุ้นด้วย เพื่อที่ว่าประชาชนจะได้ใช้ข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดอย่างเต็มที่ในการตัดสินใจซื้อหรือขายหุ้นอย่างมีเหตุผล และ เพื่อป้องกันไม่ให้กลุ่มบุคคลใดบุคคลหนึ่งมีความได้เปรียบทางด้านข้อมูลข่าวสารมากกว่าประชาชนทั่ว ๆ ไป เช่น บุคคลภายในนักวิเคราะห์ นักค้าหุ้น เป็นต้น นอกจากนี้แล้วข้อมูลเกี่ยวกับฐานะของกิจการที่ออกหุ้นก็ควรเผยแพร่ไปยังประชาชนให้ทั่วถึง และเพียงพอเช่นเดียวกัน และรัฐบาลควรควบคุมกิจการที่ออกหุ้นให้มั่นคงด้วย

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย