

บทที่ 6

สรุปและข้อเสนอแนะ

ในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศที่พัฒนาแล้วหรือกำลังพัฒนา จำเป็นต้องอาศัยตลาดทุนเป็นแหล่งระดมทุนและจัดสรรทุนเพื่อการลงทุนระยะยาว ซึ่งสถาบันที่สำคัญในตลาดทุนคือตลาดหลักทรัพย์เป็นศูนย์กลางการดำเนินงาน สำหรับประเทศไทยก็ได้มีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขึ้นให้เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนและรับอนุญาตโดยมีจุดประสงค์เพื่อส่งเสริมการลงทุนและจัดสรรเงินทุน และเพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ รัฐบาลและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงต้องตรากฎหมาย และกฎข้อบังคับต่าง ๆ เพื่อควบคุมให้การซื้อขายเป็นไปอย่างมีระเบียบ

ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนให้ตลาดหลักทรัพย์เจริญเติบโตต่อไป ก็คือผู้ลงทุนจะต้องมีความรู้ความเข้าใจปัจจัยต่าง ๆ ที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์และมีข้อมูลข่าวสารอย่างเพียงพอ เพื่อให้ทำการลงทุนอย่างมีหลักเกณฑ์ โดยการวิเคราะห์จากข้อมูลทางการเงินของบริษัท วิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจการเมือง ที่อาจมีผลกระทบต่อแนวโน้มของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งในวิทยานิพนธ์นี้ได้นำตัวแปรทางเศรษฐกิจเข้ามาศึกษา โดยพิจารณาผลกระทบของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคต่อดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ หลังจากนั้นศึกษาผลกระทบของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคและตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาคต่อราคาหุ้นของกลุ่มหลักทรัพย์ และราคาหุ้นของแต่ละหลักทรัพย์ ตัวแปรทางเศรษฐกิจที่นำมาศึกษา ประกอบด้วย ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริง ผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ ดัชนีการลงทุน และดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์ ส่วนตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาค ได้แก่ เงินปันผลต่อหุ้น กำไรสุทธิต่อหุ้น และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น โดยใช้ข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่ มกราคม 2523 ถึง ธันวาคม 2533

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ปรากฏว่า ตัวแปรที่สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ได้ดี มีเพียงปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศและดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์ โดยที่ตัวแปรทั้งสองผ่านการทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นตรงตามสมมุติฐานที่คาดไว้ส่วนตัวแปรอิสระอื่น ๆ ไม่มีส่วนในการกำหนดดัชนีราคาหุ้นตลาด

หลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ อาจเป็นเพราะตัวแปรอิสระอื่น ๆ มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน

กรณีศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคและตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาคกับราคาหุ้นของกลุ่มหลักทรัพย์ ปรากฏผลดังนี้

กลุ่มธนาคาร เมื่อพิจารณาผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการจะพบว่า การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มธนาคารจะขึ้นอยู่กับปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ดัชนีการลงทุนปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ ดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ที่ผ่านการทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และตัวแปรดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นตรงตามสมมุติฐานที่คาดไว้ส่วนมาก ยกเว้นปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจที่ผลได้เป็นทิศทางตรงกันข้ามแทนที่จะเป็นทิศทางเดียวกัน

กลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ จากผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการ การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์จะขึ้นอยู่กับปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง ดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์ ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ เงินปันผลต่อหุ้น กำไรสุทธิต่อหุ้น และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ที่ผ่านการทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจกับราคาหุ้นตรงตามสมมุติฐานที่คาดไว้ส่วนมากยกเว้นปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจที่ผลได้เป็นทิศทางตรงกันข้ามแทนที่จะเป็นทิศทางเดียวกัน

กลุ่มอุตสาหกรรม จากผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการ การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมจะขึ้นอยู่กับดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์ และปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ ที่ผ่านการทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และตัวแปรทางเศรษฐกิจทั้งสองตัวมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นตรงตามสมมุติฐานที่คาดไว้

กลุ่มอื่น ๆ จากผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการ การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มอื่น ๆ จะขึ้นอยู่กับปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจและมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นที่ผ่านการทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 โดยที่ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจจะมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นในทิศทางตรงกันข้ามต่างจากสมมุติฐานที่คาดไว้

หลังจากนั้นจะพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคและตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาคกับราคาหุ้นของแต่ละหลักทรัพย์จำนวน 20 หลักทรัพย์ ปรากฏว่าตัวแปรทางเศรษฐกิจแต่ละตัวจะมีผลกระทบต่อราคาหุ้น แตกต่างกันไปแม้แต่ภายในหลักทรัพย์กลุ่มเดียวกัน โดยการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นของแต่ละหลักทรัพย์จะขึ้นอยู่กับดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์มากที่สุด

รองลงมาคือปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น เงินปันผลต่อหุ้น ดัชนี การลงทุน ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริง กำไรสุทธิต่อหุ้น และ ผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริงตามลำดับ

นอกจากปัจจัยต่าง ๆ ที่ใช้ในการศึกษานี้ยังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจมีผลกระทบต่อราคาหุ้น ซึ่งพอสรุปได้ดังนี้คือ

1. การกู้เพื่อซื้อหุ้น (margin trading) ในการซื้อหุ้น ผู้ซื้อสามารถซื้อได้โดยจ่าย เป็นเงินสดตามมูลค่าหุ้นทั้งจำนวน หรือจ่ายเงินสดเพียงบางส่วน ส่วนที่ขาดไปก็จะขอยืมเงิน จากบริษัทสมาชิก (broker) ผู้ซื้อจะจ่ายเงินสด ณ วันที่ซื้ออย่างน้อยเพียงใด และจะกู้ยืมจาก บริษัทสมาชิก (broker) เพื่อมาชดเชยค่าหุ้น และการที่บริษัทสมาชิกจะให้กู้ยืมเป็นจำนวนมาก น้อยเพียงใด ตามอัตราที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด ตามระเบียบปฏิบัติเกี่ยวกับการซื้อหรือขาย หลัก ทรัพย์จดทะเบียนหรือหลักทรัพย์รับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยมีบทบาท สำคัญในการควบคุมและกำหนดขนาดของสินเชื่อของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ทั้งระบบโดยตรง แต่ ตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจหน้าที่ในการควบคุมดูแลเฉพาะบริษัทสมาชิกเท่านั้น การซื้อหุ้นด้วยวิธี margin นี้ ผู้ซื้อสามารถซื้อหุ้นได้ในจำนวนที่เพิ่มขึ้น ทั้ง ๆ ที่ใช้เงินจำนวนเดียวกัน และสามารถ จะนำหุ้นนั้นไปเก็งกำไร ดังนั้นการกำหนดอัตรา margin ไว้จะควบคุมมิให้มีการซื้อขายเพื่อเก็ง กำไรมากเกินไปจนทำให้ราคาหุ้นพุ่งสูงขึ้นเร็วผิดปกติ

2. การซื้อขายในลักษณะ short sales เป็นการซื้อขายหุ้นโดยการนำหุ้นหรือยืมหุ้น ของผู้อื่นที่ไม่ได้อยู่ในความครอบครองของตนมาขายเพื่อหากำไรก่อน แล้วค่อยซื้อกลับในราคา ถูกกว่าราคาที่ขายไปคืนให้กับเจ้าของหุ้น การทำดังนี้บริษัทสมาชิกจะไม่มีสิทธิกระทำ แต่อาจจะ ทำได้โดยใช้ใบหุ้นของลูกค้า เพราะตามกฎหมายของตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดให้ส่งมอบหุ้นกัน ภายในระยะเวลา 4 วัน ภายหลังจากที่มีการซื้อและขายหลักทรัพย์ ดังนั้นในช่วงที่ระดับราคาหุ้น เคลื่อนไหวเร็วมาก จนกระทั่งสามารถทำการซื้อขายในลักษณะ short sales ได้ง่าย บริษัทสมาชิกจะเริ่มทำ short sales นำให้แก่ตลาดหลักทรัพย์ก่อนโดยนำหุ้นออกมาจำหน่าย อย่างมาก ผลคือราคาจะลดลงอย่างรวดเร็ว ทำให้ผู้ลงทุนหรือผู้ซื้อขายหุ้นทั้งหลายต่างเกิดความ ไม่นั่นใจที่จะถือหุ้นนั้นต่อไป เนื่องจากได้เห็นว่าราคาตกต่ำลงอย่างชวบชวบจึงจำต้องพากันขายหุ้น นั้นตามไปด้วย ราคาจึงตกต่ำลงอีกเป็นผลให้ผู้ทำ short sales สามารถซื้อหุ้นคืนได้ในราคาถูก และนำไปขายในราคาที่สูงกว่าอีกทีหนึ่ง การทำ short sales มีผลให้ระดับราคาหุ้นโดยทั่วไป สูงขึ้นมาก ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้การซื้อขายหุ้นซึกซัก

3. ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทจดทะเบียนและบริษัทรับอนุญาตที่มีต่อบริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ บางบริษัทเป็นทั้งบริษัทจดทะเบียนและเป็นบริษัทสมาชิก บางบริษัทที่มีความสัมพันธ์ทางการเงินจึงทำให้เกิดความร่วมมือกันระหว่างบริษัทดังกล่าวในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ซึ่งอาจจะทำได้โดยการทำราคาหุ้นให้สูงขึ้น หรือการทำราคาหุ้นให้ต่ำลง ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งที่เป็น การปั่นราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์

4. การประกาศเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทรับอนุญาต ตามหลักความเป็นจริงแล้วการประกาศเพิ่มทุนจะทำให้อุปทานของหลักทรัพย์มีมากขึ้นไป จนอาจจะทำให้กำไรต่อหุ้นของแต่ละบริษัทลดลงได้ ดังนั้นราคาหุ้นควรจะลดลงแต่ปรากฏว่าการประกาศเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทรับอนุญาตกลับทำให้ราคาหุ้นพุ่งสูงขึ้น เนื่องจากหลังประกาศเพิ่มทุนจริง ๆ แล้วราคาไม่ได้สูงขึ้น แต่ก่อนการประกาศราคาจะสูงขึ้นเพราะข่าวลือ เช่น ธนาคารกรุงศรีอยุธยา ก่อน split ราคาจะสูงขึ้น แต่พอประกาศว่า split ราคาจะลดลง ทั้งนี้ก่อนที่บริษัทจะประกาศเพิ่มทุนทำให้มีการเก็งกำไรในหุ้นนั้นอย่างมาก ทำให้ราคาหุ้นของบริษัทนั้นสูงขึ้นอย่างมาก คือก่อนประกาศอาจมีข่าวรั่วไหลออกมาก่อน จึงทำให้มีการเก็งกำไรกันซื้อขายหุ้นราคาหุ้นจึงพุ่งขึ้นมาก่อน จนกระทั่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้คนคาดกันว่าถ้าบริษัทใดจะมีการประกาศเพิ่มทุนราคาหุ้นก็จะสูงขึ้น

5. เหตุการณ์ทางการเมือง เนื่องจากการซื้อขายหลักทรัพย์จะรุ่งเรือง (bullish market) หรือตกต่ำ (bear market) ซึ่งมีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับความมั่นใจของผู้ลงทุนต่อเหตุการณ์เปลี่ยนแปลงต่าง ๆ ทางการเมือง โดยเฉพาะที่มีความรุนแรงหรือที่มีความเกี่ยวข้อง กับนโยบายและปัญหาทางเศรษฐกิจ ย่อมส่งผลกระทบต่อความมั่นใจในการลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองจึงมีผลกระทบต่อราคาหุ้น

ผลจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทาง เศรษฐกิจกับราคาหุ้นของไทยในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ช่วยชี้ให้เห็นถึงปัญหาและข้อเสนอแนะบางประการ อันจะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์โดยทั่วไปอย่างกว้าง ๆ พอที่จะสรุปได้ดังนี้

1. จากการศึกษาพบว่าปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศเป็นปัจจัยสำคัญตัวหนึ่งที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ และมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกัน กล่าวคือ การเพิ่มขึ้นในปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศจะกระตุ้นให้ผู้ลงทุนภายในประเทศลงทุนในหลักทรัพย์มากขึ้น และมีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จากความสำคัญของตัวแปรดังกล่าวจึงควรที่รัฐบาลหรือตลาดหลักทรัพย์น่าจะสร้างบรรยากาศต่าง ๆ ที่จะดึงดูดหรือกระตุ้นให้

ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศขยายตัวเพิ่มขึ้น เช่นการผ่อนคลายการปริวรรตเงินตรา ทำให้มีการโอนเงินตราออกนอกประเทศได้อย่างเสรี ทำให้เป็นเครื่องช่วยกระตุ้นการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ แต่ความไม่มั่นคงทางการเมืองก็อาจเป็นอุปสรรคต่อการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศทำให้ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศลดลงดังเช่น สถานการณ์ทางการเมืองและสภาวะทางเศรษฐกิจของประเทศที่ไม่มั่นคงก็จะทำให้ชาวต่างประเทศไม่เข้ามาลงทุน

2. ดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์เป็นตัวแปรอีกตัวหนึ่งที่มีส่วนสำคัญต่อการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าการเคลื่อนไหวของดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์ สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นภายในประเทศได้ดี เพราะฉะนั้นจึงควรต้องเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์อย่างรวดเร็วและทั่วถึง เพื่อให้ผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้รับข่าวสารเพื่อการตัดสินใจอย่างรวดเร็ว และในขณะเดียวกันตลาดหลักทรัพย์หรือสถาบันที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (broker) ควรจะมีการชี้แจงถึงการเคลื่อนไหวของดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์ ให้ข้อมูลหรือวิเคราะห์การเคลื่อนไหวของดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์ที่มีการเคลื่อนไหวขึ้นลงผิดปกติว่าเกิดจากสาเหตุอะไร เพราะจะทำให้ผลตอบแทนของไทยเปลี่ยนแปลงตามไปอย่างผิดปกติด้วย

นอกจากนี้การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ให้เจริญก้าวหน้า สมควรที่ตลาดหลักทรัพย์จะต้องให้ข้อมูลข่าวสารที่สมบูรณ์แก่ผู้ลงทุน โดยข้อมูลต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นราคาซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ลักษณะและแนวทางของการดำเนินธุรกิจ ฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์ ต้องสามารถหาได้ง่ายหรือเสียค่าใช้จ่ายเพียงเล็กน้อย ซึ่งจะทำให้ผู้ลงทุนและประชาชนทั่วไปสนใจจะลงทุน นอกจากนั้นควรมีการเผยแพร่ข้อมูลตามสื่อต่าง ๆ ซึ่งจะส่งผลดีทำให้ผู้ลงทุนและประชาชนทั่วไป เข้าใจตลาดหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น จะเป็นสิ่งจูงใจให้มีการลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์มากขึ้น และป้องกันการปั่นราคาหลักทรัพย์ไม่ให้ขึ้นลงโดยไม่เป็นไปตามภาวะการณ์ที่แท้จริง

สำหรับแนวทางการศึกษาต่อไปนั้น ในด้านของการทดสอบหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยการหาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์กับตัวแปรอิสระต่าง ๆ ก็อาจจะศึกษาแยกตามกลุ่มของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์ได้คำนวณค่าดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ไว้หลายกลุ่มคือ ดัชนีราคาหุ้นเงินทุนและหลักทรัพย์ ดัชนีราคาหุ้นพาณิชย์ ดัชนีราคาหุ้นธนาคารพาณิชย์ ดัชนีราคาหุ้นวัสดุก่อสร้าง ทั้งนี้เพื่อเปรียบเทียบอิทธิพลของตัวแปรอิสระที่มีต่อการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์แต่ละกลุ่ม ซึ่งอาจจะมีความแตกต่าง

กันในแต่ละกลุ่มธุรกิจ นอกจากนี้อาจเพิ่มตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคอื่น ๆ ที่น่าจะมีอิทธิพลต่อราคาหุ้น เช่น ดัชนีนักเกออิ ดัชนีแข็งเส็ง และการให้สินเชื่อเพื่อการซื้อหุ้น หรืออัตรา margin เข้ามาศึกษาในแบบจำลองด้วย ขณะเดียวกันการศึกษาราคาหุ้นของแต่ละหลักทรัพย์ก็อาจจะนำตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาค เช่น ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (return on assets) ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (return on equity) อัตราส่วนหนี้สินต่อราคาหุ้น (debt equity ratio) มาทดสอบหาความสัมพันธ์กับราคาหุ้นของแต่ละหลักทรัพย์



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย