

บทที่ ๑

บทนำ

๑.๑ ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ตั้งแต่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้เปิดดำเนินการตั้งแต่วันที่ ๓๐ เมษายน พ.ศ. ๒๕๑๔ เป็นต้นมา ปรากฏว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งปริมาณและมูลค่าของการซื้อขายยังมีอยู่เป็นจำนวนน้อยคือ การซื้อขายหุ้นในรอบปีแรกมีจำนวน ๔๕๑๑๐๐๑ หุ้น มูลค่า ๔๐๓.๕ ล้านบาท<sup>๑</sup> การไหวตัวของราคาหุ้นก็ยังมีไม่มากนัก ทั้งนี้เนื่องจากความสนใจของประชาชนที่มีต่อการซื้อขายหุ้นและตลาดหลักทรัพย์ยังมีอยู่เป็นจำนวนน้อย อีกทั้งจำนวนของหุ้นที่มีให้ซื้อขายก็ยังมีเป็นจำนวนน้อยเช่นกัน คือ ในขณะนั้นมีหุ้นที่ให้ทำการซื้อขายกันอยู่เพียง ๑๔ หลักทรัพย์<sup>๒</sup> นับตั้งแต่เปิดตลาดหลักทรัพย์ ครั้นถึงวันที่ ๓๐ เมษายน ๒๕๑๔ ปริมาณหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นเป็น ๓๒ หลักทรัพย์<sup>๓</sup>

ในจำนวนหลักทรัพย์เหล่านี้ หลักทรัพย์ที่มีการเคลื่อนไหวของราคามาก หรือคือหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันมากก็ได้แก่ หลักทรัพย์ของธนาคารกรุงเทพ ซึ่งมีการซื้อขายกว่าร้อยละ ๔๐ ของการซื้อขายทั้งหมด<sup>๔</sup> และรองลงมาก็คือหลักทรัพย์ของบริษัทปูนซีเมนต์ไทย ที่เป็นเช่นนี้อาจสืบเนื่องมาจากสาเหตุหลายประการ อาทิ

<sup>๑</sup> "ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สรุปผลการดำเนินงานในรอบปีแรก", วารสารกรมทะเบียนการค้า ๕ (พฤศจิกายน - ธันวาคม ๒๕๑๔): ๑๕.

<sup>๒</sup> เรื่องเดียวกัน.

<sup>๓</sup> เรื่องเดียวกัน.

<sup>๔</sup> ศุกรีย์ แก้วเจริญ, "ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประสิทธิภาพและอนาคต",

วารสารสมาคมไทยเงินทุนและจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ๒ (ตุลาคม ๒๕๑๔): ๕.

๑) ความมีชื่อเสียงเป็นที่รู้จักของประชาชนโดยทั่วไป ในกิจการของบริษัทแต่เดิม ทำให้ความสนใจของประชาชนที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ที่มีอยู่เป็นจำนวนน้อย เลือกลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าวมากกว่าหลักทรัพย์อื่นที่มีอยู่ อันก่อให้เกิดหลักทรัพย์เหล่านี้มีลักษณะเป็น active performance <sup>๑</sup> มากขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ การเคลื่อนไหวของราคามีเพิ่มขึ้น ทำให้ผู้ลงทุนทั้งหลาย เกิดการเก็งกำไรในหลักทรัพย์ชนิดนี้สูงขึ้น การเคลื่อนไหวของราคาจะยิ่งทวีขึ้น

๒) จากการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น กลไกของราคาได้เกิดขึ้นในตลาดเพื่อเป็นตัวปรับราคาให้เป็นไปได้ตามกฎอุปสงค์และอุปทาน จึงทำให้ราคาหลักทรัพย์เกิดมีการเคลื่อนไหวตัวกันมากขึ้น ซึ่งแต่เดิมเมื่อยังไม่มีตลาดหลักทรัพย์นั้น การซื้อขายเป็นไปตามการตกลงทั้งผู้ซื้อและผู้ขายที่มีความพึงพอใจในการซื้อขายครั้งนั้นๆ ราคาที่ตกลงกันนี้อาจสูงกว่าหรือต่ำกว่าราคาที่เป็นจริง เมื่อเป็นไปได้ตามกลไกของราคาที่แสดงให้เห็นถึงความต้องการและปริมาณของหลักทรัพย์นั้น เป็นต้น

และหลังจากนั้นต่อมาคือ ประมาณราวปลายปี ๒๕๑๘ - ๒๕๒๐ ความสนใจของประชาชนที่มีต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ได้มีเพิ่มขึ้น การซื้อขายเป็นไปอย่างคึกคัก ดังจะเห็นได้ว่า ปริมาณหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกันแต่ละเดือนไม่น้อยกว่า ๓๖๕,๘๒๗ <sup>๒</sup> และมูลค่าของการซื้อขายก็ไม่น้อยกว่า ๖๘,๖๘๘,๕๘๓.๘๔ <sup>๓</sup> ล้านบาทในแต่ละเดือนเช่นกัน การเคลื่อนไหวของราคามีเพิ่มขึ้นและมีแนวโน้มในทางที่จะสูงขึ้น จนทำให้มีผู้ท้อหวัดไปต่างๆ กันว่าตลาดหลักทรัพย์จะเป็นบ่อนการพนัน เป็นเสมือนสนามม้า หรือต้องประสบกับเหตุการณ์อย่างเช่น ตลาดหุ้นฮ่องกงเคยประสบมาแล้วเป็นได้ อันจะเป็นการนำมาซึ่งผลเสียทั้งของเอกชนผู้ลงทุนและเศรษฐกิจของประเทศได้

<sup>๑</sup> เรื่องเดียวกัน.

<sup>๒</sup> รายงานประจำเดือนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ๒ (เมษายน ๒๕๒๐): ๑๐๒.

<sup>๓</sup> เรื่องเดียวกัน.

ดังนั้นหากได้มีการศึกษาถึงโครงสร้างของราคาหลักทรัพย์ว่ามีพฤติกรรมการเคลื่อนไหวเป็นไปเช่นไร ย่อมเป็นผลดีแก่ผู้ลงทุนในการที่จะลดความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ทั้งนี้เนื่องจากผู้ที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะหวังผลกำไรในรูป Capital gain มากกว่าที่จะเป็นการลงทุนโดยถือหลักทรัพย์ไว้ในระยะยาวเพื่อหวังผลตอบแทนในรูปเงินปันผล ซึ่งเมื่อเป็นดังนี้ผู้ที่ลงทุนก็น่าจะมีสิ่งที่จะช่วยให้มีความเข้าใจที่ขึ้น ในการเลือกซื้อหลักทรัพย์ต่างๆ โดยอาศัยจากการศึกษาดังกล่าว อันเสมือนกับว่าเป็นการลดความเสี่ยงให้น้อยลงนั่นเอง สำหรับผู้ที่มิหน้าทีที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงซึ่งอาจได้แก่ เจ้าหน้าที่ผู้วางนโยบาย เป็นต้น ก็ย่อมอาศัยพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์มาช่วยอธิบายว่า การที่ราคาหลักทรัพย์แต่ละประเภทมีการเคลื่อนไหวในลักษณะนี้มาโดยตลอด แต่ทำไมในบางขณะถึงได้มีการไหวตัวของราคามากนัก ซึ่งทั้งนี้อาจสืบเนื่องมาจากสาเหตุบางประการที่ได้เข้ามามีอิทธิพลในทันทีทันใด ย่อมจะมีผลกระทบส่งให้ผู้ลงทุน มีการไหวตัวขึ้นในทันทีเช่นกัน เพื่อที่จะเก็งกำไรหลักทรัพย์นั้นต่อไป หรือควรจะขายเสียก่อน แล้วค่อยซื้อกลับอีกครั้งเมื่อราคาลดต่ำลงมา อันจะทำให้ได้รับกำไรเพิ่มขึ้น หากเป็นเช่นนี้การไหวตัวของราคาจะมีเพิ่มมากขึ้นกว่าแต่เดิม ในระยะนั้น เป็นต้น ซึ่งเมื่อเป็นเช่นนี้ก็ช่วยให้เจ้าหน้าที่สามารถวิเคราะห์และดำเนินการวางแผนหรือกำหนดแนวทางเพื่อหามาตรการต่างๆ มาใช้ให้สอดคล้องกับเหตุการณ์นั้นได้เหมาะสมยิ่งขึ้น เพื่อนำมาซึ่งความมีเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์ในอนาคต

๑.๒) วัตถุประสงค์และขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก็เพื่อมุ่งที่จะศึกษาถึง

๑.๒.๑) ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยทั่วไปในระยะสั้น

๒.๑.๒) เพื่อทดสอบดูการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ว่ามีลักษณะการเคลื่อนไหวในลักษณะเป็น random process หรือไม่ พร้อมทั้งลักษณะของการกระจายตัวของราคาหลักทรัพย์เหล่านั้นว่ามีลักษณะอย่างไร และเหตุใดจึงเป็นเช่นนั้น

๑.๒.๓) หากในกรณีที่การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ไม่เป็นไปตาม random process ก็สามารถอธิบายได้ว่า การเคลื่อนไหวของราคานั้นสืบเนื่องมาจากสาเหตุอะไร ก็จะได้ทำการศึกษาว่าปัจจัยใดที่รับผิดชอบ เช่น การให้สินเชื่อ, อัตราดอกเบี้ย, หรือภาวะทางเศรษฐกิจอื่นๆ เป็นต้น

สำหรับด้านขอบเขตของการวิจัยนั้นจะเป็นการศึกษาเฉพาะหลักทรัพย์ในภาคเอกชน หรือที่เรียกว่าหุ้นสามัญเท่านั้น มิได้ทำการศึกษารวมไปถึงหลักทรัพย์ภาครัฐบาล หรือหุ้นบุริมสิทธิ หรืออื่นๆ และหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาจะเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปัจจุบัน โดยเลือกจากหุ้นที่มีการซื้อขายกันมาก และมีอยู่ในตลาดเป็นระยะเวลา นานพอสมควร ส่วนหุ้นที่เข้าตลาดใหม่ๆ จะไม่นำมาศึกษา โดยข้อมูลที่ใช้ เริ่มตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. ๒๕๒๐ ถึงเดือนมีนาคม พ.ศ. ๒๕๒๑

### ๑.๓ วิธีที่จะดำเนินการวิจัยโดยย่อ แบ่งออกได้ดังนี้

๑.๓.๑) ข้อมูล สำหรับข้อมูลที่จะใช้มีลักษณะเป็น secondary data คือได้มีการ จัดทำและรวบรวมไว้แล้ว ซึ่งแยกกล่าวได้คือ

๑.๓.๑.๑) แหล่งข้อมูล ข้อมูลที่จะได้เพื่อนำมาใช้ในการศึกษาจะได้จาก

- หนังสือพิมพ์
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- ห้องสมุดคณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- สำนักบรรณสารการพัฒนา
- บริษัทอาคเนย์ธนกิจ จำกัด
- บริษัท สินเอเซีย จำกัด
- ห้องสมุดมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

๑.๓.๑.๒) ตัวเลขข้อมูลที่จะใช้

- ราคาหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายกันทุกวัน ราคานี้จะใช้เป็นราคาหลักทรัพย์ปิดของแต่ละวัน ในการศึกษาการเคลื่อนไหวเป็นรายวัน และใช้ราคาปิดของวันศุกร์ มาใช้ศึกษาสำหรับการเคลื่อนไหวเป็นรายอาทิตย์

๑.๓.๒) ในค่านหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายกัน จะได้ทำการจัดแบ่งออกเป็นประเภทตามลักษณะของกิจกรรม เช่น ธนาคาร, อุตสาหกรรม เป็นต้น เพื่อศึกษาการเคลื่อนไหวของราคาในแต่ละกลุ่มร่วมไปด้วยและความสัมพันธ์ระหว่างกัน ว่าเหตุใดในขณะที่ราคาหุ้นของธนาคารสูงขึ้น แต่หุ้นอุตสาหกรรมกลับมีราคาต่ำลงเช่นนี้ เป็นต้น

๑.๓.๓) การทดสอบเพื่อดูการเคลื่อนไหวของราคาในลักษณะของ random process หรือไม่นั้น จะได้นำเอาวิธีการทดสอบทางสถิติมาใช้ โดยอาศัยการศึกษาในลักษณะ random walk-hypothesis

๑.๓.๔) หากในกรณีที่ราคาไม่เป็นไปตาม random process ก็จะใช้วิธีการศึกษาทาง Econometric แทน เพื่อสร้าง Model ขึ้นอธิบายถึงตัวแปรต่างๆ ที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของราคา

#### ๑.๔) ทฤษฎีแนวความคิดที่นำมาใช้

ในการศึกษานี้วิธีการที่ใช้เป็นไปในลักษณะการทดสอบทางสถิติที่เรียกว่า Theory of Random Walks ซึ่งทฤษฎีกล่าวไว้ว่า การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เป็นไปตาม zero-order โดยถ้าค่า  $X_t$  เป็นราคาหุ้น (discrete) model คือ

$$X_t - X_{t-1} = e_t$$

$e_t$  เป็น random variable ซึ่ง

$$E(e_t) = 0$$

$$E(e_t)^2 = \sigma^2$$

$$E(e_t e_k) = 0 \text{ for all } t \neq k$$

$$E(e_t X_t) = 0 \text{ for all } t$$

ถ้า Model นี้เป็นจริง ก็จะรวมข้อสมมุติฐาน ๒ ประการไว้ คือ

๑) การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นเป็น independent events (successive price changes are independent)

๒) การเปลี่ยนแปลงของราคาเป็นไปตามการกระจายของความน่าจะเป็นบางอย่าง (the price changes conform to some probability distribution)

จากข้อสมมุติฐานทั้ง ๒ ประการนี้ ก็จะได้นำเอาวิธีการสถิติมาใช้ทดสอบ ซึ่งถ้าเป็นจริงคือการยอมรับข้อสมมุติฐานนี้ เป็นการแสดงให้เห็นว่าพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เป็นไปตามทฤษฎี Random Walks จริง

๑.๕) ประโยชน์ที่จะได้จากการวิจัย

ทำให้ได้ทราบถึงโครงสร้างของราคา และพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ว่าเป็นเช่นไร พร้อมทั้งยังอาจจะนำมาใช้เป็นเครื่องมือประกอบในการตัดสินใจ และพิจารณาเกี่ยวกับการลงทุนซื้อหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ จากตลาดหลักทรัพย์ หรือพิจารณาถึงผลสะท้อนของภาวะเศรษฐกิจในระยะสั้นๆ จากการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น ยิ่งหากในกรณีราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวเป็นไปอย่างรุนแรง ก็อาจจะนำมาใช้พิจารณาเพื่อหามาตรการในการกำหนดนโยบาย เพื่อป้องกัน หรือแก้ไขจากเจ้าหน้าที่ผู้เกี่ยวข้องได้บ้างไม่มากก็น้อย

ศูนย์วิทยพัชยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย