



ใบรับรองวิทยานิพนธ์
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

ปริญญา

เศรษฐศาสตร์

สาขา

เศรษฐศาสตร์

ภาควิชา

เรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ
ในประเทศไทย

The Relationship between Security Market Development and Economic Growth
in Thailand

นามผู้วิจัย นายปภพสรณ์ ก้องเกียรติศิลป์

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์อรุณี ปัญญาสวัสดิ์สุทธิ, ศ.ด.)

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม

(อาจารย์ยุวดียา สาทรัมย์ทอง, Ph.D.)

หัวหน้าภาควิชา

(รองศาสตราจารย์ชูชีพ พิพัฒน์ศิริ, Ph.D.)

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์รับรองแล้ว

(รองศาสตราจารย์กัญจนา ชีระกุล, D.Agr.)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วันที่ เดือน พ.ศ.

วิทยานิพนธ์

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ
ในประเทศไทย

The Relationship between Security Market Development and Economic Growth in Thailand

โดย

นายปภพสรณ์ ก้องเกียรติศิลป์

เสนอ

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
เพื่อความสมบูรณ์แห่งปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

พ.ศ. 2552

ปภพสรณ์ ก้องเกียรติศิลป์ 2552: ความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของตลาด
หลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศไทย ปรินญาเศรษฐศาสตร์
มหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์) สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก: ผู้ช่วยศาสตราจารย์อรุณี ปัญญาสวัสดิ์สุทธิ์, ศ.ด.
130 หน้า

วัตถุประสงค์ของการวิจัยในครั้งนี้ คือ 1.เพื่อศึกษาลักษณะทั่วไปและการพัฒนาของ
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย 2.เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวระหว่างการพัฒนาของ
ตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศไทย ผลการศึกษาในส่วนของการ
วิเคราะห์เชิงพรรณนาพบว่าการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยแบ่งออกเป็น 3 ช่วง
ได้แก่ ช่วงของตลาดหลักทรัพย์ก่อนการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงเวลาการ
จัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และช่วงของการเริ่มดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย นอกจากนั้นยังพบว่า ตลาดหลักทรัพย์เริ่มเข้ามามีบทบาทในระบบเศรษฐกิจ
มากขึ้นภายหลังปี 2535 ในส่วนของการวิเคราะห์เชิงปริมาณพบว่า ตัวแปรที่ใช้วัดการพัฒนา
ของตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 5 ตัว อันได้แก่ อัตราส่วนมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดต่อ
ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเบื้องต้น ณ ราคาปัจจุบัน อัตราส่วนมูลค่าการซื้อขายต่อ
ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเบื้องต้น ณ ราคาปัจจุบัน อัตราส่วนมูลค่าการซื้อขายต่อ
มูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาด จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และอัตรา
การเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์เชิงดุล
ยภาพระยะยาวในทางบวกกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่
แท้จริงเบื้องต้น ดังนั้นรัฐบาลในฐานะผู้กำหนดนโยบายเพื่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของ
ประเทศควรส่งเสริมและสนับสนุนการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์เพื่อพัฒนาให้เป็น
ทางเลือกสำคัญในการเป็นแหล่งระดมทุนของเศรษฐกิจประเทศ

Paphopsorn Kongkiatsilp 2009: The Relationship between Security Market Development and Economic Growth in Thailand. Master of Economics, Major Field: Economics, Department of Economics. Thesis Advisor: Assistant Professor Arunee Punyasavatsut, Ph.D. 130 pages.

This study concerns two main objectives: (1) to study the development of security market and the movement of SET index and (2) to study the long term equilibrium relationship between security market development and economic growth in Thailand. Based on descriptive analysis, three periods of security market development in Thailand are the period before establishment Stock Exchange of Thailand (SET), the period during establishment SET, and the period after establishment SET. Then the role of security market was more important in economic system since 1992. Based on quantitative analysis, it is found that the five security market development indicators, ie., the ratio of the market capitalization to GDP, the ratio of the value of trade to GDP, the ratio of the value of trade to market capitalization, number of list share company and the rate of growth of SET index, had positive long term equilibrium relationship with the growth rate of real GDP. In summarized, if the government aims to boost the economic growth, they can achieve the policy goal by promoting security market as an important tool for capital mobilization in the economy.

Student's signature

Thesis Advisor's signature

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความช่วยเหลืออย่างดียิ่งจากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.อรุณี ปัญญสวัสดิ์สุทธิ์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก อาจารย์ ดร.วุฒิสาหารายทอง อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม ที่กรุณาให้แนวทาง คำแนะนำตลอดจนคำปรึกษา เพื่อความสมบูรณ์ของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ พร้อมกันนี้ ขอขอบพระคุณ อาจารย์ ดร.ศักดิ์สิทธิ์ บุศยพลากร ประธานการสอบ และอาจารย์ ดร. รัชพันธุ์ เสงี่ยมจิตร ผู้ทรงคุณวุฒิภายนอก ที่กรุณาให้คำแนะนำเพื่อปรับปรุงแก้ไขให้มีความสมบูรณ์ถูกต้องมากยิ่งขึ้น ซึ่งข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณทุกท่านเป็นอย่างยิ่งมา ณ ที่นี้ด้วย

ขอขอบพระคุณผู้บริหารบัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ที่กรุณาให้โอกาส ให้คำแนะนำ ให้คำปรึกษา ตลอดจนให้ความช่วยเหลือด้านวัสดุอุปกรณ์ในการทำวิจัยในครั้งนี้ ขอขอบคุณครอบครัว ก้องเกียรติศิลป์ เพื่อนๆ น้องๆ ที่ศึกษาด้วยกัน รวมทั้งบุคลากรบัณฑิตวิทยาลัยทุกคน อันเป็นกำลังใจสำคัญ และให้ความช่วยเหลือในช่วงของการศึกษาและการทำวิจัย

ขอขอบพระคุณคณาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชา รวมถึงผู้เขียนตำรา เอกสาร บทความต่างๆ ที่ผู้วิจัยได้ศึกษาค้นคว้าและนำมาอ้างอิงในงานวิจัยครั้งนี้

คุณค่าอันพึงมีจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ขอมอบเป็นเครื่องบูชาพระคุณบิดา มารดา ครู อาจารย์และผู้มีพระคุณทุกท่าน

ปภพสรณ์ ก้องเกียรติศิลป์
มิถุนายน 2552

สารบัญ

หน้า

สารบัญตาราง	(4)
สารบัญภาพ	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
ความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์การศึกษา	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	5
ขอบเขตของการศึกษา	5
นิยามศัพท์	5
บทที่ 2 ตรวจสอบเอกสาร แนวคิดและทฤษฎี และวิธีการศึกษา	7
การตรวจเอกสาร	7
แนวคิดและทฤษฎี	13
แนวคิดเรื่องบทบาทและหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ต่อ	14
การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ	
ทฤษฎี Growth Accounting	15
ทฤษฎี Solow Growth Model	17
ทฤษฎี AK Model	22
ทฤษฎี Endogenous Growth Model	24
วิธีการศึกษา	30
การเก็บรวบรวมข้อมูล	30
วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล	31
กรอบแนวคิดที่ใช้ในการศึกษา	32
แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา	32
สมมติฐานในการศึกษา	37

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 3 การพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย	40
โครงสร้างตลาดการเงินโดยทั่วไป	40
การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย	41
ตลาดหลักทรัพย์ก่อนการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	41
ช่วงเวลาการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	42
การเริ่มดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	44
การพัฒนาและเหตุการณ์สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	45
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	57
โครงสร้างการบริหารงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	57
บทบาทของตลาดหลักทรัพย์ต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ	63
ในประเทศไทย	
การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่ผ่านมาในประเทศไทย	63
บทบาทของตลาดหลักทรัพย์ต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ	69
ในประเทศไทย	
ความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์กับ	72
การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศไทย	
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์	79
ผลการทดสอบ Unit Root	79
การทดสอบหาความสัมพันธ์เชิงคลุยกาพระยะยาว	81
บทที่ 5 สรุปและข้อเสนอแนะ	91
สรุป	91
ข้อเสนอแนะ	92
ข้อจำกัดของการศึกษาและข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป	93
เอกสารและสิ่งอ้างอิง	95

สารบัญ (ต่อ)

หน้า

ภาคผนวก

99

ประวัติการศึกษา และการทำงาน

130

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
1	ตัวชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้เป็นตัวแปรในการศึกษา	36
2	อัตราการเจริญเติบโตของ GDP ในแผนพัฒนาฉบับที่ 1 (พ.ศ. 2505-2509)	63
3	อัตราการเจริญเติบโตของ GDP ในแผนพัฒนาฉบับที่ 2 (พ.ศ. 2510-2514)	64
4	อัตราการเจริญเติบโตของ GDP ในแผนพัฒนาฉบับที่ 4 (พ.ศ. 2520-2524)	66
5	อัตราการเจริญเติบโตของ GDP ในแผนพัฒนาฉบับที่ 5 (พ.ศ. 2525-2529)	67
6	อัตราการเจริญเติบโตของ GDP ในแผนพัฒนาฉบับที่ 6 (พ.ศ. 2530-2534)	67
7	อัตราการเจริญเติบโตของ GDP ในแผนพัฒนาฉบับที่ 7 (พ.ศ. 2535-2539)	68
8	อัตราการเจริญเติบโตของ GDP ในแผนพัฒนาฉบับที่ 9 (พ.ศ. 2545-2549)	69
9	ผลการทดสอบ Unit Root ในระดับ at level	80
10	ผลการทดสอบ Unit Root ในระดับ First Difference	80
 ตารางผนวกที่		
1	ช่วง Lag ที่เหมาะสมในแบบจำลองที่ 1	109
2	ช่วง Lag ที่เหมาะสมในแบบจำลองที่ 2	109

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางผนวกที่		หน้า
3	ช่วง Lag ที่เหมาะสมในแบบจำลองที่ 3	109
4	ช่วง Lag ที่เหมาะสมในแบบจำลองที่ 4	109
5	ช่วง Lag ที่เหมาะสมในแบบจำลองที่ 5	110
6	จำนวน Cointegrating Vectors ของแบบจำลองที่ 1	112
7	จำนวน Cointegrating Vectors ของแบบจำลองที่ 2	113
8	จำนวน Cointegrating Vectors ของแบบจำลองที่ 3	114
9	จำนวน Cointegrating Vectors ของแบบจำลองที่ 4	115
10	จำนวน Cointegrating Vectors ของแบบจำลองที่ 5	116
11	ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของแบบจำลองที่ 1	118
12	ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของแบบจำลองที่ 2	118
13	ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของแบบจำลองที่ 3	119
14	ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของแบบจำลองที่ 4	119
15	ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของแบบจำลองที่ 5	120

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางผนวกที่		หน้า
16	ข้อมูลตัวแปร Y $\dot{Y}$ L และ $\dot{L}$ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2517 – 2550	122
17	อัตราเงินเฟ้อ (INF) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีของธนาคารพาณิชย์ (r) และ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเบื้องต้น (ราคาปัจจุบัน) (Nominal GDP) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2518 – 2550	124
18	มูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาด มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2518 - 2550	126
19	ตัวแปร MCAP VTRADE TURN NLC และ STOCK ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2518 – 2550	128

สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
1	ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ.2518-2550	3
2	มูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดและผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงภายในประเทศเบื้องต้น (ณ ราคาปีฐาน 2531)ตั้งแต่ปี พ.ศ.2518-2550	3
3	ฟังก์ชันการผลิตต่อแรงงาน	18
4	Steady-state output and investment	20
5	Exogenous Technological Change	22
6	ฟังก์ชันการผลิตในทฤษฎี Endogenous Growth	26
7	ฟังก์ชันการผลิต การออมและการลงทุนที่ต้องการต่อแรงงาน	27
8	มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมตลอดปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2518-2550	46
9	ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ.2518-2550	48
10	ตัวแปร MCAP และ $\dot{Y}$	73
11	ตัวแปร VTRADE และ $\dot{Y}$	75
12	ตัวแปร TURN และ $\dot{Y}$	76
13	ตัวแปร NLC และ $\dot{Y}$	77

สารบัญภาพ (ต่อ)

ภาพที่		หน้า
14	ตัวแปร STOCK และ $\dot{Y}$	78

บทที่ 1

บทนำ

ความสำคัญของปัญหา

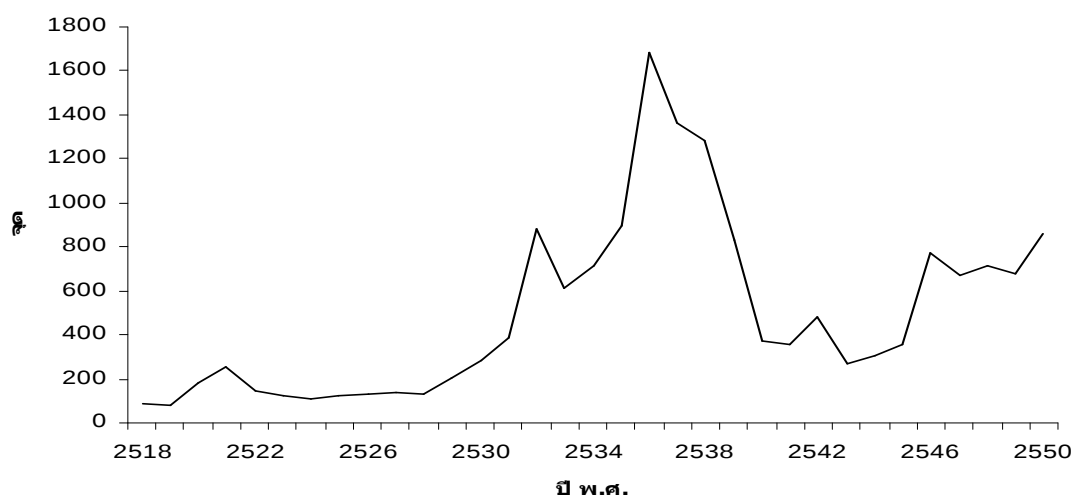
การลงทุนเป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่มีส่วนช่วยในการผลักดันให้เกิดการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ซึ่งสามารถวัดได้จากอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ในระบบเศรษฐกิจที่มีการพัฒนาจนมีขนาดใหญ่และซับซ้อนนั้นจำเป็นจะต้องมีตลาดการเงินที่ทำหน้าที่จัดสรรเงินออมที่เกิดขึ้นในระบบไปยังภาคการผลิตเพื่อก่อให้เกิดการลงทุนที่เพิ่มสูงขึ้น ตลาดทุนถือเป็นตัวกลางหนึ่งในตลาดการเงินที่มีหน้าที่สำคัญ คือ เป็นแหล่งระดมเงินทุนในระยะยาวจากผู้มีเงินออมโดยตรง โดยเปิดโอกาสให้ผู้ที่ต้องการจะนำเงินไปใช้ประโยชน์สามารถออกตราสารต่างๆมาจำหน่ายให้กับผู้ที่มีเงินออมเหลือ การระดมทุนผ่านตลาดทุนจะสามารถทำได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นหากหลักทรัพย์ที่เกิดจากการระดมทุนไปในตลาดแรกมีตลาดรองไว้สำหรับซื้อขายเปลี่ยนมือหลักทรัพย์เพราะถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ดึงดูดนักลงทุนโดยเฉพาะในโครงการระยะยาว ดังนั้น กล่าวได้ว่าการที่ตลาดรองมีสภาพคล่องที่จะช่วยส่งเสริมให้การลงทุนที่มีศักยภาพเกิดขึ้นได้ สถาบันการเงินที่มีบทบาทสำคัญแห่งหนึ่งในการนี้ คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand) ซึ่งทางภาครัฐได้เริ่มให้ความสนใจอย่างจริงจังโดยมีการกำหนดแนวทางการดำเนินงานเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ในช่วงแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติตั้งแต่ฉบับที่สองเป็นต้นมา (พ.ศ.2510-2514) จนสามารถออกเป็นพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ.2517 และได้เปิดทำการซื้อขายครั้งแรกในวันที่ 30 เมษายน พ.ศ.2518 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์แห่งเดียวในประเทศไทย เพื่อส่งเสริมการออมทรัพย์และสนับสนุนให้ประชาชนมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของธุรกิจและอุตสาหกรรมในประเทศ ให้ความคุ้มครองผลประโยชน์ต่อทุกฝ่ายที่มีความเกี่ยวข้องในตลาด จัดการควบคุมซื้อขายหลักทรัพย์ให้มีความเป็นระเบียบ มีสภาพคล่องและมีความยุติธรรม รวมถึงเป็นช่องทางกระจายความเสี่ยงด้วย

หลังจากก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขึ้น การเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ได้มีการเปลี่ยนแปลงตามสถานการณ์ทางเศรษฐกิจเรื่อยมา ดังแสดงในภาพที่ 1 ในช่วงเริ่มต้นการก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์ ดัชนีมีการเคลื่อนไหวไม่มากนัก จนกระทั่งในช่วงปี

2520-2522 ตลาดมีการปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างเด่นชัดอันเนื่องมาจากเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศมีความเจริญเติบโต หลังจากนั้นในปี 2522 ตลาดหลักทรัพย์ได้ประสบกับปัญหาวิกฤตการณ์ราคาเงินทุน ซึ่งบริษัทประสบกับปัญหาสภาพคล่อง จนในที่สุดต้องถูกปิดกิจการ ประกอบกับเงินเพื่อที่เกิดขึ้นจากราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้น ทำให้เกิดการขาดดุลการค้าและดุลการชำระเงิน ส่งผลให้ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงและทรงตัวตลอดในช่วงปี 2522-2529 ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้งในปี 2530-2532 ซึ่งเป็นผลมาจากการดำเนินนโยบายลดค่าเงินบาทในปี 2527 ทำให้การส่งออกกลับมาขยายตัวอีกครั้ง เป็นผลให้บริษัทจดทะเบียนมีกำไรเพิ่มมากขึ้น หลังจากในช่วงปี 2533 เป็นต้นมา ตลาดหลักทรัพย์ได้พบกับภาวะความผันผวนจากเหตุการณ์ที่สำคัญต่างๆทั้งในประเทศและต่างประเทศ เช่น เหตุการณ์สงครามอ่าวเปอร์เซียในปี 2533 และเหตุการณ์พฤษภาทมิฬในปี 2535 ที่ส่งผลให้ภาวะการซื้อขายเกิดความผันผวนอย่างมาก ตลาดหลักทรัพย์กลับมารุ่งเรืองอีกครั้งในปี 2536 ซึ่งเป็นผลจากการเปิดเสรีทางการเงินโดยไม่มีการควบคุมทำให้เงินทุนสามารถเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศและภูมิภาคได้ภายใต้ต้นทุนทางการเงินที่ต่ำและมีความสะดวกซึ่งการปรับตัวที่เพิ่มสูงขึ้นนั้นเกิดจากเก็งกำไรโดยไม่สะท้อนถึงปัจจัยพื้นฐานจนในที่สุดหลังจากปลายปี 2536 เป็นต้นมา ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ก็ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องและได้เข้าสู่ภาวะวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 ในเวลาต่อมา หลังจากช่วงวิกฤตเศรษฐกิจธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถทำหน้าที่เป็นแหล่งเงินทุนให้กับเศรษฐกิจได้เนื่องจากประสบกับปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Non Performing Loan : NPL) ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์จึงเข้ามามีบทบาทสำคัญในการทำหน้าที่เป็นแหล่งระดมทุนเพื่อผลักดันให้เศรษฐกิจฟื้นตัว ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นอย่างเห็นเด่นชัดที่สุดในปี 2546 ซึ่งเป็นผลจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจประเทศ อย่างไรก็ตามในปี 2549 ตลาดหลักทรัพย์ได้ประสบกับวิกฤตอีกครั้ง ซึ่งเป็นผลมาจากปัญหาความขัดแย้งทางการเมืองจนก่อให้เกิดเหตุการณ์การรัฐประหารในวันที่ 19 กันยายน 2549 หลังจากนั้นเพียง 3 เดือน ในวันที่ 18 ธันวาคม 2549 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ออกมาตรการป้องกันการเก็งกำไรค่าเงินบาท ซึ่งสร้างความเสียหายให้กับตลาดหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก ซึ่งส่งผลให้ดัชนีราคาหุ้นปรับตัวลดลงอย่างรุนแรงในวันที่ 19 ธันวาคม 2549 ถึง 108 จุด

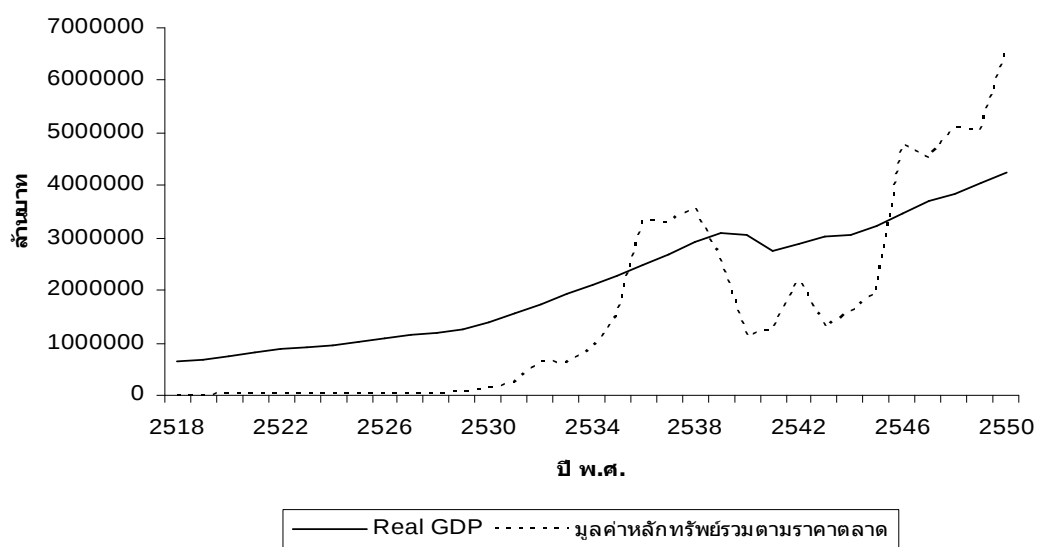
การเคลื่อนไหวของมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดและผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ในช่วงระยะเวลาปี พ.ศ. 2518 – 2538 พบว่ามีแนวโน้มสูงขึ้น และลดลงในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ คือ ในช่วงระยะเวลาปี พ.ศ. 2539 – 2541 หลังจากนั้นมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยที่ตลาดหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวที่ผันผวนมากกว่า เนื่องจากมีความอ่อนไหวต่อ

สถานการณ์ทางเศรษฐกิจมากกว่า ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์กับระบบเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์กัน ดังปรากฏในภาพที่ 2



ภาพที่ 1 ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ.2518-2550

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2552)



ภาพที่ 2 มูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดและผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่

แท้จริงเบื้องต้น (ณ ราคาปีฐาน 2531) ตั้งแต่ปี 2518-2550

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

สำหรับงานศึกษาถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจได้มีผู้ที่ทำการศึกษาไว้เป็นจำนวนมาก ซึ่งในการที่จะแสดงถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์นั้น จากการศึกษาถึงงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมาได้มีการกำหนดตัวชี้วัดการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไว้หลายตัวชี้วัด โดยตัวชี้วัดซึ่งเป็นที่นิยมใช้กัน ได้แก่ 1.อัตราส่วนมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Market Capitalization / GDP) 2.อัตราส่วนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รายปีต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (value of trades / GDP) และ 3. turnover ratio จากงานวิจัยของ Levine and Zervos (1996) พบว่าอัตราส่วนที่ 1 แสดงถึงขนาดของตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่จะมีความสามารถในการระดมทุนได้ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากนักลงทุนมีโอกาสนในการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนได้ดีกว่าตลาดขนาดเล็ก ในขณะที่อัตราส่วนที่ 2 และ 3 แสดงถึงสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงจะทำให้ให้นักลงทุนมีความสามารถในการเปลี่ยนแปลงหลักทรัพย์เป็นเงินสดได้ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ และตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงจะมีต้นทุนในการซื้อขายต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ ซึ่งจะจูงใจให้ผู้ลงทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น ผลการศึกษาจากงานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่ได้ข้อสรุปที่สอดคล้องกัน คือ การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ส่งผลทางบวกต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ จะมีเพียงแต่ในงานศึกษาของ Liu and Hsu (2006) ซึ่งพบว่าการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ไม่มีผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในบางประเทศที่ทำการศึกษา

ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้จะทำการศึกษาถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าส่งผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศอย่างไร โดยในส่วนของตัวแปรที่ใช้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ จะทำการแบ่งตัวชี้วัดออกตามเกณฑ์ต่างๆ เพื่อให้เกิดความชัดเจนและครอบคลุมในการอธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมากที่สุด

วัตถุประสงค์การศึกษา

1. เพื่อศึกษาลักษณะทั่วไปและการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์เชิงคุณภาพระยะยาวระหว่างการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยใช้ตัวชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในด้านต่างๆ อันได้แก่ ตัวแปร MCAP ที่แสดงถึงขนาด ตัวแปร VTRADE และตัวแปร TURN ที่แสดงถึงสภาพคล่อง ตัวแปร STOCK ที่แสดงถึงอัตราผลตอบแทน และตัวแปร NLC ที่แสดงถึงความสามารถในการกระจายความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ในการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ จะทำให้ทราบถึงบทบาทของการพัฒนาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและช่วยเป็นแนวทางในการกำหนดนโยบายเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ที่เหมาะสมเพื่อให้เศรษฐกิจขยายตัวอย่างมีประสิทธิภาพมากที่สุด

ขอบเขตของการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) แบบอนุกรมเวลา โดยเก็บข้อมูลเป็นรายปี ตั้งแต่ปี 2518 – 2550 รวม 33 ปี

นิยามศัพท์

มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) Market Capitalization หรือที่เรียกสั้นๆ ว่า Market Cap หมายถึง มูลค่าตามราคาตลาดโดยรวมของหลักทรัพย์จดทะเบียน ซึ่งเป็นค่าที่คำนวณจากการนำราคาปิดของหลักทรัพย์จดทะเบียนคูณกับจำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียน ปัจจุบัน การคำนวณมูลค่าตามราคาตลาดรวมของหลักทรัพย์จดทะเบียน ครอบคลุมหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญหุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้ และใบสำคัญแสดงสิทธิในการจองซื้อหุ้นสามัญ (สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, 2551)

ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ดัชนีราคาหุ้นประเภทที่คำนวณถ่วงเฉลี่ยราคาหุ้นสามัญแบบถ่วงน้ำหนักด้วยจำนวนหุ้นจดทะเบียน เป็นดัชนีที่ตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคำนวณขึ้น โดยใช้หุ้นสามัญจดทะเบียนทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์ในการคำนวณ สูตรการคำนวณเป็น ดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2551)

SET Index = ค่าเฉลี่ย (ถ่วงน้ำหนัก) ของราคาหุ้นสามัญทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์ ณ วันปัจจุบัน x 100 / ค่าเฉลี่ย (ถ่วงน้ำหนัก) ของราคาหุ้นสามัญทุกตัวข้างต้น ณ 30 เม.ย. 2518

SET Index = มูลค่าตลาดโดยรวมของหุ้นสามัญจดทะเบียนทุกตัว ณ วันปัจจุบัน x 100 / มูลค่าตลาดโดยรวมของหุ้นสามัญข้างต้น ณ 30 เม.ย.2518

ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแสดงมูลค่าเฉลี่ยของหุ้นสามัญทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ ณ วันปัจจุบัน เทียบกับมูลค่าเฉลี่ยของหุ้นดังกล่าว ณ วันฐาน ค่าเปลี่ยนแปลงของดัชนีนี้จึงแสดงถึงระดับการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหุ้นสามัญทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ด้วย

ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (turnover) หมายถึง ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง ทั้งนี้ อาจรายงานปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นจำนวนหุ้นหรือเป็นจำนวนเงินก็ได้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2551)

บทที่ 2

ตรวจสอบเอกสาร แนวคิดและทฤษฎี และวิธีการศึกษา

การตรวจสอบเอกสาร

ในบทนี้เป็นการตรวจสอบเอกสารและงานวิจัยต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ตลอดจนแนวคิดและแบบจำลองทางเศรษฐมิติที่อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยงานวิจัยที่เกี่ยวข้องได้แก่

Atje and Jovanovic (1993) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ตลาดหลักทรัพย์และการพัฒนา โดยการศึกษาครั้งนี้จะแบ่งการศึกษออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ 1.การศึกษาถึงอัตราการเจริญเติบโตโดยใช้แบบจำลอง AK และ 2.การศึกษาถึงระดับ ผลผลิตขั้นมูลรวมภายในประเทศเบื้องต้นโดยใช้แบบจำลองของโซโลเป็นพื้นฐานในการศึกษา

1. การใช้แบบจำลอง AK ในการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ที่มีต่ออัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยตัวแปรที่ใช้วัดการพัฒนาทางการเงิน จะแบ่งออกเป็น การพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ และ การกู้ยืมจากธนาคาร ในส่วนของการศึกษาถึงการกู้ยืมจากธนาคารจะใช้ข้อมูล จาก 94 ประเทศ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1970-1988 ในขณะที่เมื่อใช้การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์เป็นตัวชี้วัดการพัฒนาทางการเงินจะใช้ข้อมูลจาก 40 ประเทศ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1980-1988 ผลการศึกษาสรุพบว่า ปริมาณสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ทั้งของรัฐและเอกชนต่อผลผลิตมวลรวมภายในประเทศไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ในขณะที่อัตราส่วนระหว่างมูลค่าซื้อขายทั้งปีของตลาดหลักทรัพย์ต่อผลผลิตมวลรวมภายในประเทศมีนัยสำคัญต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมากกว่าการพัฒนาทางการเงินทางด้านทำให้สินเชื่อ

2. การประยุกต์แบบจำลองของโซโลมาใช้เป็นพื้นฐานในการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ต่อระดับของผลผลิตขั้นมูลรวมภายในประเทศ โดยมีข้อสมมติคือ 1.ระดับเทคโนโลยีและการเจริญเติบโตของประชากรเป็นตัวแปรภายนอก และมีการสะสมทุน 3 รูปแบบคือ ทุนทางการกายภาพ(physical capital) ทุนมนุษย์(human capital) และทุนทางการเงิน

(financial capital) 2.แบบจำลองมีคุณสมบัติผลตอบแทนต่อขนาดคงที่ (constant returns to scale) ผลการศึกษาในส่วนนี้พบว่ามูลค่าการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ไม่สามารถอธิบายผลของการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ที่มีต่อระดับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศได้อย่างมีนัยสำคัญ

Levine and Zervos (1996) ได้ทำการศึกษาเรื่องการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาว โดยให้อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจขึ้นอยู่กับ กลุ่มของตัวแปรควบคุมและระดับของการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ โดยที่ระดับการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์จะเป็นตัวแปรที่ถูกสร้างขึ้นเพื่อใช้วัดระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ คำนวณได้จากค่าเฉลี่ยของตัวชี้วัดการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ 3 ตัว ได้แก่ ขนาดของตลาดหลักทรัพย์ สภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ และความสามารถในการกระจายความเสี่ยง โดยที่ตัวชี้วัดการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 ตัวมีสมมติฐานดังนี้

1. ตลาดหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ จะมีความสามารถในการระดมทุนดีกว่าตลาดหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากนักลงทุนมีโอกาสในการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนได้ดีกว่าตลาดขนาดเล็ก
2. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงจะทำให้ให้นักลงทุนมีความสามารถในการเปลี่ยนแปลงหลักทรัพย์เป็นเงินสดได้ดีกว่าหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ และตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงจะมีต้นทุนในการซื้อขายต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ ซึ่งจะจูงใจให้มีผู้สนใจลงทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น
3. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีการกระจายความเสี่ยงที่ดีกว่า ทำให้นักลงทุนมีทางเลือกมากขึ้นว่าต้องการความเสี่ยงจากการลงทุนมากน้อยเพียงใด โดยที่ความเสี่ยงที่มากขึ้นแสดงถึงโอกาสที่นักลงทุนจะได้ผลตอบแทนในระดับที่สูงขึ้น

ผลการศึกษาพบว่า การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ดังนั้น ในบทความนี้จึงเสนอแนะให้รัฐลดข้อกีดกันต่างๆ ในการลงทุนในหลักทรัพย์ เช่น อัตราภาษี ข้อกำหนดควบคุมสัดส่วนการถือหุ้นของชาวต่างชาติเพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ดำเนินงานไปตามกลไกของการแข่งขันอย่างเสรี และจะนำมาซึ่งความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในที่สุด

Mohsin and Abdelhak (2000) ได้ทำการศึกษาเรื่อง การพัฒนาทางการเงินและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงผลของการพัฒนาระบบการเงินต่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ โดย Mohsin และ Abdelhak พบว่า การใช้ปริมาณเงิน M1 ปริมาณเงิน M2 และสินเชื่อเพื่อภาคเอกชนเป็นตัวชี้วัดการพัฒนาทางการเงินนั้นไม่สามารถครอบคลุมการพัฒนาระบบการเงินทั้งหมด เพราะประเทศต่างๆนอกจากจะมีการพัฒนาในตลาดเงินแล้ว ในปัจจุบันมีการพัฒนาในส่วนของการตลาดทุนด้วย จึงต้องมีการเพิ่มตัวแปรในส่วนของการตลาดทุนเพื่อให้ครอบคลุมและเป็นไปตามการพัฒนาที่เกิดขึ้นจริง สำหรับแนวคิดที่อธิบายความเชื่อมโยงระหว่างการพัฒนาทางการเงินและการเจริญเติบโตที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บทบาทและหน้าที่ของระบบการเงิน 5 ข้อ ที่ช่วยลดปัญหาในเรื่องความไม่สมบูรณ์ของตลาดซึ่งมีต้นทุนข้อมูลข่าวสาร และต้นทุนการทำธุรกรรมเกิดขึ้น แนวคิดของ McKinnon-Shaw ในเรื่องการควบคุมระบบธนาคาร อันได้แก่ การกำหนดเพดานดอกเบี้ย การเพิ่มอัตราเงินสำรองตามกฎหมาย และนโยบายเกี่ยวกับการปล่อยสินเชื่อ และ การใช้ทฤษฎี Endogenous Growth ในการอธิบายความสัมพันธ์ โดยในการศึกษาครั้งนี้ได้ทำการทดสอบ ข้อมูล 159 ประเทศทั้งกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมและประเทศกำลังพัฒนา ในช่วงเวลาปี ค.ศ. 1960–1999 โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุดจากผลการศึกษาพบว่าการพัฒนาทางการเงินมีผลทางบวกต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

Liu and Hsu (2006) ได้ทำการศึกษาเรื่อง บทบาทของการพัฒนาทางการเงินต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศไต้หวัน เกาหลี และญี่ปุ่น การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาทางการเงินและอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาเป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ปี 1981:1 ถึง 2001:3 โดยใช้แบบจำลองที่มีรากฐานมาจากฟังก์ชันการผลิตของสำนักนีโอคลาสสิก โดยเพิ่มการพัฒนาทางการเงินเข้าไปในฟังก์ชันด้วย ซึ่งการพัฒนาทางการเงินแบ่งออกเป็นสองส่วนของการพัฒนาในระบบธนาคารพาณิชย์ และการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ โดยตัวแปรที่ใช้วัดการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ 1.มูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดต่อ Real GDP 2.จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ 3. turnover ratio และ 4. stock return ผลการศึกษารูปว่าพัฒนาทางการเงินส่งผลทางบวกต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศไต้หวัน ในขณะที่ไม่มีนัยสำคัญในประเทศเกาหลีและญี่ปุ่น

Nieuwerberg, Buelens and Cuyvers (2006) ได้ทำการศึกษาเรื่อง การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศเบลเยียม โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระยะยาวของการพัฒนาระบบการเงินและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ

เบลเยียม ทั้งในส่วนของการตลาดเงินและตลาดทุน โดยเน้นในส่วนของการตลาดทุน คือ ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเบลเยียมในช่วงปี ค.ศ. 1873–1935 โดยมีแนวคิดที่ใช้ในการศึกษา คือ แนวคิดเรื่องบทบาทและหน้าที่ของระบบการเงิน 5 ข้อ ของ Levine ซึ่งส่งผ่านช่องทาง 2 ช่องทาง ได้แก่ การสะสมทุนและการพัฒนาของเทคโนโลยี ส่งผลต่อการเจริญเติบโต โดยใช้วิธี Cointegration, VECM และทดสอบ Granger Causality ผลการศึกษาพบว่า การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ส่งผลทางบวกต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างเด่นชัดในช่วงหลังปี ค.ศ. 1873 ส่วนการพัฒนาของระบบธนาคารส่งผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในช่วงก่อนปี ค.ศ. 1873 และการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์สามารถคาดการณ์การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจได้ดีกว่าการพัฒนาของระบบธนาคาร

Bahadur and Neupane (2006) ได้ทำการศึกษาเรื่องตลาดหลักทรัพย์กับการพัฒนาเศรษฐกิจ โดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาเป็นรายปี ตั้งแต่ปี 1988 ถึง 2005 ในประเทศเนปาล การศึกษาครั้งนี้ได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุผล และทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวระหว่างการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์กับการพัฒนาเศรษฐกิจโดยใช้วิธี Granger Causality Test และ วิธี Cointegration ของ Engel และ Granger โดยมีตัวแปรที่ใช้ศึกษาในครั้งนี้ ได้แก่ ผลผลิตมวลรวมภายในประเทศเบื้องต้นที่แท้จริง ผลผลิตมวลรวมภายในประเทศเบื้องต้น ณ ราคาปัจจุบัน ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาด ผลการทดสอบ Cointegration พบว่า การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์กันในระยะยาว ส่วนผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุผลพบว่า 1.ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้นกับมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์เชิงเหตุผลซึ่งกันและกัน 2.ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น มีความสัมพันธ์ทางเดียวต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และ 3. ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ณ ราคาปัจจุบัน ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรใดเลย

เกษม เลี้ยงพรม (2540) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ โดยแบ่งการศึกษออกเป็น 4 ส่วนคือ

1. ศึกษาถึงวิวัฒนาการและสภาพการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับ GDP โดยกำหนดให้ตัวแปรตาม คือ GDP และตัวแปรอิสระประกอบด้วย จำนวนเงินที่ไหลขึ้นชื่อของธนาคารและสถาบันการเงินภายในประเทศ มูลค่าของการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทย และเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศเบื้องต้น และยังศึกษาต่อไปอีกว่ามูลค่าของการระดมทุนของหลักทรัพย์กลุ่มสำคัญๆ ในตลาด ซึ่งได้แก่ กลุ่มธนาคารพาณิชย์, กลุ่มธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ และ กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ มีผลต่อ GDP อย่างไร โดยสรุปตัวแปรทั้งหมดมีความสัมพันธ์ต่อการอธิบาย GDP โดยการระดมทุนในอสังหาริมทรัพย์มีความสัมพันธ์ต่อ GDP น้อยที่สุด

3. การศึกษาความยืดหยุ่นของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติภายในประเทศเบื้องต้นที่มีต่อการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ ความยืดหยุ่นของ GDP ในกรณีที่พิจารณามูลค่าการระดมทุนโดยรวม ซึ่งได้แก่ ต่อมูลค่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ต่อปริมาณสินเชื่อของธนาคารและสถาบันการเงินในประเทศ และต่อมูลค่าการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ผลการศึกษา คือ มีความยืดหยุ่นเป็นบวกทั้งหมด โดยที่การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศจะทำให้มูลค่าของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติในประเทศเบื้องต้นเปลี่ยนแปลงไปมากที่สุด ส่วนที่ 2 คือ ความยืดหยุ่นของ GDP ในกรณีที่พิจารณามูลค่าของการระดมทุนในหลักทรัพย์ที่สำคัญๆ ได้แก่ การระดมทุนหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ กลุ่มธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ และกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่าค่าความยืดหยุ่นเป็นบวกทั้งหมดเช่นกัน

4. การศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกำหนดให้ตัวแปรตาม คือ มูลค่าการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ ตัวแปรอิสระ คือ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระดับราคาสินค้าภายในประเทศ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ อัตราการเปลี่ยนแปลงมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรอิสระทั้งหมดสามารถอธิบายมูลค่าการระดมทุนของตลาดหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยที่ตัวแปรอิสระทั้งหมดมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ยกเว้นระดับราคาสินค้าในประเทศและส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศที่มีความสัมพันธ์กันในทางลบกับมูลค่าการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์

มนต์ชัย ตั้งสถาพรพงษ์ (2545) ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์กับการพัฒนาเศรษฐกิจของบางประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ประกอบด้วย ไทย มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ โดยเก็บข้อมูลทศวรรษตั้งแต่ปี 1981-2000 โดยสมการและตัวแปรที่ใช้ศึกษานั้นประยุกต์มาจากแบบจำลองของ Atje และ Jovanovic (1993) ใช้วิธีการ

ประมาณค่าแบบจำลองโดยวิธี Ordinary Least Squares และการศึกษา Granger's Causality Test ซึ่งสามารถสรุปได้ ดังนี้

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาเศรษฐกิจและการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยที่ทำการศึกษพบว่า เมื่อใช้ขนาดของตลาดหลักทรัพย์โดยมีมูลค่าตลาดรวมของตลาดหลักทรัพย์ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศเป็นตัววัดการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์พบว่า การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศต่อหัวของประชากรอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่เมื่อใช้สภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์เป็นตัววัดพบว่า การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศต่อหัวของประชากร จากผลของการศึกษาข้างต้นพบว่า ขนาดของตลาดหลักทรัพย์เป็นตัวแทนที่สะท้อนให้เห็นถึงการเป็นแหล่งระดมทุน และกระจายความเสี่ยงที่มีความสัมพันธ์โดยตรงกับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศต่อหัวของประชากรชี้ให้เห็นว่า การมีแหล่งระดมทุนที่หลากหลายจะช่วยกระตุ้นให้เกิดการระดมทุนมากขึ้นเพื่อใช้ในการพัฒนาประเทศ

ผลการทดสอบ Causality Test พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดรวมของตลาดหลักทรัพย์ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศกับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศต่อหัวของประชากรของประเทศมาเลเซียและไทยมีความสัมพันธ์แบบทางเดียว ในขณะที่อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้เป็นสาเหตุให้เกิดการพัฒนาเศรษฐกิจเนื่องจากขนาดของตลาดหลักทรัพย์เล็กเกินไปเมื่อเทียบกับระบบเศรษฐกิจ

ฉัตรแก้ว ชีพสาทิศ (2550) ได้ทำการศึกษารองการพัฒนาระบบการเงินและการเจริญเติบโตของประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์ คือ เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของระบบการเงินกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศไทย ในการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลแบบอนุกรมเวลาเป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2523 ถึงไตรมาสที่ 2 ปี 2549 รวม 106 ไตรมาส โดยใช้แบบจำลอง Vector autoregression (VAR) ในการทดสอบความสัมพันธ์ ผลการศึกษาพบว่า การพัฒนาทางการเงินในตลาดเงินส่งผลทางลบต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ในขณะที่การพัฒนาของตลาดทุนส่งผลทางบวกต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

ผลจากการตรวจสอบเอกสารงานวิจัยในอดีตมีประโยชน์ต่อการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ คือ ทำให้ทราบถึงแนวคิดในการเชื่อมโยงระหว่างการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

รวมถึงตัวแปรต่างๆที่ใช้ในการศึกษา ดังนี้ โดยในงานศึกษางานของ Levine and Zervos (1996) Mohsin and Abdelhak (2000), Nieuwerberg, Buelens and Cuyvers (2006) และ Atje and Jovanovic (1993) มนต์ชัย ตั้งสถาพรพงษ์ (2545) ฉัตรแก้ว ชีพสาทิศ (2550) มีการอธิบายถึงแนวคิดที่ใช้เชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยแนวคิดที่จะนำมาใช้ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ คือ 1.แนวคิดเรื่องบทบาทและหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ 5 ข้อ ซึ่งส่งผลต่อการลงทุนและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ 2.ทฤษฎีการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของ Solow และ 3.ทฤษฎี Endogenous Growth จากการศึกษาของ Liu and Hsu (2006) ทำให้ทราบถึงแนวคิดในการสร้างแบบจำลองที่ใช้ในการวิจัยรวมถึงตัวแปรต่างๆที่ส่งผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และในงานศึกษาของ Bahadur and Neupane (2006) ทำให้ทราบว่าตัวแปรใดเป็นเหตุตัวแปรใดเป็นผลซึ่งจะมีส่วนช่วยเป็นแนวทางในการกำหนดว่าตัวแปรใดควรเป็นตัวแปรต้นหรือตัวแปรตาม นอกจากนี้ในการศึกษางานของ ฉัตรแก้ว ชีพสาทิศ (2550) มนต์ชัย ตั้งสถาพรพงษ์ (2545) และ เกษม เลี้ยงพรม (2540) ทำให้ทราบถึงสถานการณ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบันซึ่งจะมีประโยชน์ในการวิเคราะห์เชิงพรรณนาได้

แนวคิดและทฤษฎี

ในการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจจะใช้แนวคิดและทฤษฎีต่างๆดังนี้

1. แนวคิดที่อธิบายถึงบทบาทและหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ที่มีต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ
2. ทฤษฎี Growth Accounting
3. ทฤษฎี Solow Growth Model
4. ทฤษฎี AK Model
5. ทฤษฎี Endogenous Growth Model

1. แนวคิดเรื่องบทบาทและหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

การพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ส่งผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ โดยผ่านบทบาทและหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ 5 ข้อ คือ (Levine and Zervos, 1996)

1.1 เสริมสร้างสภาพคล่อง (Liquidity)

ในการลงทุนในโครงการต่างๆ ที่มีผลตอบแทนสูงที่ต้องการการลงทุนในระยะยาว จะมีสภาพคล่องต่ำและมีความเสี่ยงสูง เป็นผลให้การลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนสูงเกิดขึ้นไม่มากนัก เนื่องจากผู้ออมจะไม่ยอมสละเงินออมในระยะยาวเพื่อนำมาลงทุน เนื่องจากมีความเสี่ยงมากตลาดหลักทรัพย์จะเข้ามามีบทบาทในการช่วยเสริมสร้างสภาพคล่อง โดยการเปิดโอกาสให้ธุรกิจที่ต้องการเงินทุนออกตราสารทุนหรือหุ้นซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องมาจำหน่ายให้กับผู้ที่มีเงินออมเหลือ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องจะช่วยลดความเสี่ยงและต้นทุนในการลงทุน เนื่องจากผู้ลงทุนสามารถเปลี่ยนสินทรัพย์เป็นเงินสดได้โดยการขายหุ้นภายใต้กระบวนการที่รวดเร็วและต้นทุนต่ำ ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงจะช่วยให้เกิดการลงทุนในโครงการที่มีประสิทธิภาพและมีผลตอบแทนสูงให้มีความเป็นไปได้มากขึ้น

1.2 การกระจายความเสี่ยง (Risk diversification)

ผู้ออมจะมีลักษณะ คือ ไม่ชอบความเสี่ยง แต่มีความต้องการผลตอบแทนที่สูง โครงการที่มีผลตอบแทนสูงมักจะมีความเสี่ยงมากกว่าโครงการที่มีผลตอบแทนที่ต่ำ การลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนสูงจึงไม่เกิดขึ้นมากนัก ตลาดหลักทรัพย์จะเข้ามาช่วยให้สามารถกระจายความเสี่ยงได้ดีขึ้น โดยก่อให้เกิดการจัด Portfolio ทำให้มีการลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนสูงมากขึ้น

1.3 ส่งเสริมการได้มาซึ่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ (Promote the acquisition of information about firms)

ในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนจำเป็นต้องอย่างยิ่งที่ต้องการศึกษาเกี่ยวกับข้อมูลของหน่วยธุรกิจต่างๆ เพื่อนำมาใช้ในการตัดสินใจเลือกลงทุน โดยต้องทราบข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับ

การจัดการ การควบคุมกิจการ และสภาพต่างๆ ผู้ที่มีการศึกษาข้อมูล ข่าวสาร อย่างละเอียดถี่ถ้วน มากกว่าจะสามารถทำกำไรจากตลาดหลักทรัพย์ได้มากกว่า ด้วยเหตุนี้จะเป็นแรงจูงใจให้ผู้ลงทุน คอยเฝ้าติดตามข้อมูลข่าวสารของหน่วยธุรกิจอย่างใกล้ชิด ส่งผลให้เงินทุนถูกจัดสรรไปยังธุรกิจที่มี ศักยภาพมากที่สุด

1.4 ส่งเสริมให้เกิดการควบคุมธุรกิจร่วมกัน (Influence corporate control)

โดยทั่วไปธุรกิจต่างๆ จะเกิดปัญหา principal – agent problem คือ ปัญหาของกลุ่ม บุคคล 2 กลุ่มที่เป้าหมายขัดแย้งกัน principal หมายถึงฝ่ายเจ้าของกิจการซึ่งมีเป้าหมาย คือ กำไร สูงสุด ส่วน agent หมายถึงฝ่ายบริหารซึ่งมีเป้าหมายในการได้รับความพอใจสูงสุดจากการบริหาร เพื่อประโยชน์ของฝ่ายบริหารเอง ตลาดหลักทรัพย์จะช่วยให้กลุ่มบุคคล 2 กลุ่ม มีเป้าหมายร่วมกัน คือ ทำให้หลักทรัพย์ของธุรกิจมีราคาสูงที่สุด ซึ่งจะทำให้เกิดการจัดสรรทรัพยากรได้อย่างมี ประสิทธิภาพและส่งผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในที่สุด

1.5 เคลื่อนย้ายเงินออม (Savings mobilization)

ในการลงทุนในโครงการขนาดใหญ่จำเป็นต้องใช้เงินทุนเป็นจำนวนมาก ตลาด หลักทรัพย์ จะทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการระดมเงินออมที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจไปยังหน่วย ธุรกิจที่ต้องการเงินทุน โดยตลาดหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่และสภาพคล่องสูงจะสามารถทำหน้าที่ ระดมเงินออมได้โดยง่าย เป็นผลให้มีการลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ที่มีประสิทธิภาพและให้ ผลตอบแทนอย่างคุ้มค่ามากยิ่งขึ้น และส่งผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในที่สุด

2. ทฤษฎี Growth Accounting

Growth Accounting เป็นทฤษฎีที่อธิบายถึงแหล่งที่มาของการเจริญเติบโตของผลผลิตโดย ใช้ฟังก์ชันการผลิตเป็นตัวเชื่อมโยงระหว่างปัจจัยการผลิต และผลผลิต ซึ่งสามารถอธิบายได้ดังนี้ (Dornbusch, Fischer and Startz, 2004)

$$Y = f(K, L, A) \quad (1)$$

โดยที่

$$\begin{aligned} Y &= \text{ผลผลิตมวลรวม} \\ K &= \text{ปัจจัยทุน} \\ L &= \text{แรงงาน} \\ A &= \text{ระดับของเทคโนโลยี} \end{aligned}$$

จากสมการอธิบายได้ว่าผลผลิตมวลรวมจะถูกกำหนดจากปัจจัยทุนและแรงงานซึ่งกำหนดให้เป็นปัจจัยการผลิต และระดับของเทคโนโลยี

จากสมการ (1) สามารถหาอัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตมวลรวมได้โดยการ differentiate จะได้

$$dY = \frac{\partial Y}{\partial K} \cdot dK + \frac{\partial Y}{\partial L} \cdot dL + \frac{\partial Y}{\partial A} \cdot dA \quad (2)$$

นำ Y หารทั้งสองข้างของสมการ จะได้

$$\frac{1}{Y} dY = \frac{\partial Y}{\partial K} \cdot \frac{K}{Y} \cdot \frac{1}{K} dK + \frac{\partial Y}{\partial L} \cdot \frac{L}{Y} \cdot \frac{1}{L} dL + \frac{\partial Y}{\partial A} \cdot \frac{A}{Y} \cdot \frac{1}{A} dA \quad (3)$$

จัดให้อยู่ในรูปอย่างง่าย จะได้

$$\dot{Y} = \beta_1 \dot{K} + \beta_2 \dot{L} + \beta_3 \dot{A} \quad (4)$$

โดยที่

$$\frac{1}{Y} dY = \dot{Y} = \text{อัตราการเจริญเติบโตของผลผลิต มวลรวม}$$

$$\frac{1}{K} dK = \dot{K} = \text{อัตราการเจริญเติบโตของปัจจัยทุน}$$

$$\frac{1}{L} dL = \dot{L} = \text{อัตราการเจริญเติบโตของปัจจัยแรงงาน}$$

$$\frac{1}{A} dA = \dot{A} = \text{ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี}$$

$$\frac{\partial Y}{\partial K} \cdot \frac{K}{Y} = \beta_1 = \text{ค่าความยืดหยุ่นของผลผลิตมวลรวมต่อปัจจัยทุน}$$

$$\frac{\partial Y}{\partial L} \cdot \frac{L}{Y} = \beta_2 = \text{ค่าความยืดหยุ่นของผลผลิตมวลรวมต่อปัจจัยแรงงาน}$$

$$\frac{\partial Y}{\partial A} \cdot \frac{A}{Y} = \beta_3 = \text{ค่าความยืดหยุ่นของผลผลิตมวลรวมต่อเทคโนโลยี}$$

จากสมการอธิบายได้ว่าอัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตมวลรวมจะถูกกำหนดจากอัตราการเจริญเติบโตของปัจจัยทุน แรงงาน และความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี

3. ทฤษฎี Solow Growth Model

โซโลได้พัฒนาทฤษฎีการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจขึ้น โดยเน้นถึงความสำคัญของการสะสมทุนต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ แต่ได้มีการเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนกับการออม และการเพิ่มขึ้นของประชากรด้วย การเปลี่ยนแปลงของอัตราการออมและการเพิ่มขึ้นของประชากรจะกระทบการสะสมทุน และในที่สุดจะกระทบต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจซึ่งสามารถอธิบายทฤษฎีของโซโลได้ดังนี้ (Dornbusch, Fischer and Startz, 2004)

3.1 ฟังก์ชันการผลิตต่อแรงงาน

โซโลเริ่มต้นวิเคราะห์โดยอาศัยฟังก์ชันการผลิตที่มีลักษณะดังนี้

$$Y = f(K, L)$$

ทำให้อยู่ในรูปต่อแรงงานโดยนำ L หารทั้งสองข้างของสมการ จะได้ฟังก์ชันการผลิตต่อแรงงาน ดังนี้

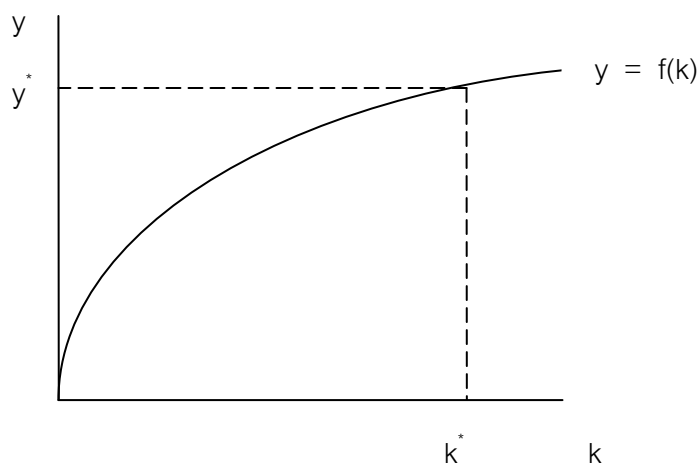
$$y = f(k)$$

โดยที่

$$y = \text{ผลผลิตมวลรวมต่อแรงงาน (Y/L)}$$

$$k = \text{ปัจจัยทุนต่อแรงงาน (K/L)}$$

โดยฟังก์ชันการผลิตจะมีลักษณะ diminishing marginal product of capital กล่าวคือ การเพิ่มขึ้นของ k แต่ละหน่วย จะทำให้ y เพิ่มขึ้น แต่เพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลงดังแสดงในภาพที่ 3



ภาพที่ 3 ฟังก์ชันการผลิตต่อแรงงาน

ที่มา: Dornbusch, Fischer and Startz (2004: 62)

3.2 ความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนและการออม

โซโลได้กำหนดให้การลงทุนต่อแรงงานเป็นฟังก์ชันกับผลผลิตต่อแรงงาน โดยกำหนดให้อัตราการออมคงที่ ดังนั้นในเศรษฐกิจที่มีการจ้างงานเต็มที่จะได้ฟังก์ชันการออม คือ

$$S = sy \quad (0 < s < 1) \quad (5)$$

โดยที่

$$S = \text{การลงทุนต่อแรงงาน}$$

$$s = \text{อัตรารออม}$$

โซโลมีข้อสมมติว่าระบบเศรษฐกิจมีการจ้างงานเต็มที่ในตอนแรก และระบบเศรษฐกิจที่ไม่มีการติดต่อกับต่างประเทศนั้น เงินลงทุนได้มาจากเงินออมของระบบเศรษฐกิจ โดยกำหนดให้เงินออมถูกใช้ไปในการลงทุน ดังนั้น จะได้ว่า

$$i = S \quad (6)$$

โดยที่

$$i = \text{การลงทุนต่อแรงงาน}$$

3.3 การลงทุนที่ปรารถนาต่อแรงงาน (Required Investment)

การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยทุนต่อแรงงานอาจจะเกิดจากสาเหตุต่างๆ ได้แก่ การเพิ่มขึ้นของแรงงาน การเสื่อมราคาของปัจจัยทุน และการลงทุนสุทธิในงวดเวลานั้นมีค่าเป็นบวกหรือเป็นลบ แต่การที่จะทำให้ปัจจัยทุนต่อแรงงาน (k) คงเดิมนั้น การลงทุนที่เกิดขึ้นในงวดเวลานั้นจะต้องสูงเพียงพอที่จะจัดหาสินทรัพย์ทุนให้แก่แรงงานที่เพิ่มขึ้นใหม่ได้ และการลงทุนยังจะต้องสูงเพียงพอที่จะชดเชยกับปริมาณทุนที่เสื่อมสภาพไปด้วย ดังนั้นถ้าประชากรเพิ่มขึ้นในอัตรา n และทุนเสื่อมสภาพในอัตรา d จะได้การลงทุนที่ปรารถนาต่อแรงงาน ดังสมการ

$$i_R = (n+d)k \quad (7)$$

โดยที่

$$i_R = \text{การลงทุนที่ปรารถนาต่อแรงงาน}$$

3.4 ความสัมพันธ์ระหว่างการออมกับการเจริญเติบโตของปัจจัยทุนต่อแรงงาน

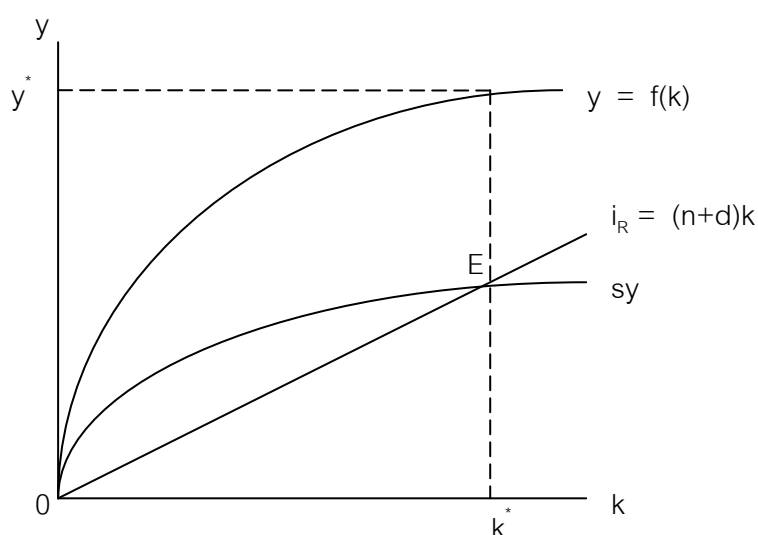
จากความสัมพันธ์ระหว่างการออมกับการลงทุน และการลงทุนที่ต้องการต่อแรงงาน ในกรณีระบบเศรษฐกิจแบบปิด จะได้ว่า การเจริญเติบโตของปัจจัยทุนต่อแรงงานจะถูกกำหนดจากการออมหักด้วยการลงทุนที่ปรารถนาต่อแรงงาน ดังแสดงในสมการ

$$\Delta k = sy - (n + d)k \quad (8)$$

จากสมการอธิบายได้ว่า การเปลี่ยนแปลงของทุนจะเป็นบวกเมื่อการลงทุนที่เกิดขึ้นจริงมากกว่าการลงทุนที่ปรารถนาและการเปลี่ยนแปลงของทุนจะเป็นลบเมื่อการลงทุนที่เกิดขึ้นจริงน้อยกว่าการลงทุนที่ปรารถนาและการเปลี่ยนแปลงของทุนจะเป็นศูนย์เมื่อการลงทุนที่เกิดขึ้นจริงเท่ากับการลงทุนที่ปรารถนาซึ่งเรียกว่าสภาวะการเจริญเติบโตที่ทรงตัว (Steady-state)

3.5 สภาวะการเจริญเติบโตที่ทรงตัว

ในหัวข้อที่ผ่านมาได้อธิบายแล้วว่าไม่ว่า k จะเท่าใดก็ตาม แต่ตราบไคที่การลงทุนที่เกิดขึ้นจริงสูงกว่าการลงทุนที่ปรารถนา ปริมาณทุนจะเพิ่มขึ้น ปัจจัย k จึงเติบโตสูงขึ้นเรื่อยๆ ทำให้แรงงานโดยเฉลี่ย 1 คน มีปริมาณทุนใช้ในการผลิตมากขึ้น แรงงานจึงมีความสามารถในการผลิตสูงขึ้น จึงทำให้ผลผลิตมวลรวมต่อแรงงานเพิ่มขึ้น และกระบวนการเติบโตจะดำเนินต่อไปได้เรื่อยๆ ตราบไคที่อัตราส่วนของทุนต่อแรงงานยังคงสูงขึ้น แต่เมื่ออัตราส่วนของทุนต่อแรงงานสูงขึ้นจนถึงอัตรา k^* แล้วอัตราส่วนของทุนต่อแรงงานและผลผลิตมวลรวมต่อแรงงานจะไม่สูงขึ้นอีกต่อไป แต่จะคงอยู่ที่ระดับนั้น โซโลเรียกสภาวะเช่นนี้ว่า Steady-state ดังภาพที่ 4



ภาพที่ 4 Steady-state output and investment

ที่มา: Dornbusch, Fischer and Startz (2004: 66)

จากภาพที่ 4 แสดงให้เห็นว่าสถานะ Steady-state คือ สถานะที่ปัจจัยทุนต่อแรงงาน คงที่เท่ากับ k^* และผลผลิตมวลรวมต่อแรงงานคงที่เท่ากับ y^* ดังนั้น ที่ Steady-state ผลผลิตมวลรวมจะเติบโตในอัตราเดียวกับการเจริญเติบโตของแรงงาน

3.6 การเพิ่มขึ้นของอัตราการออม

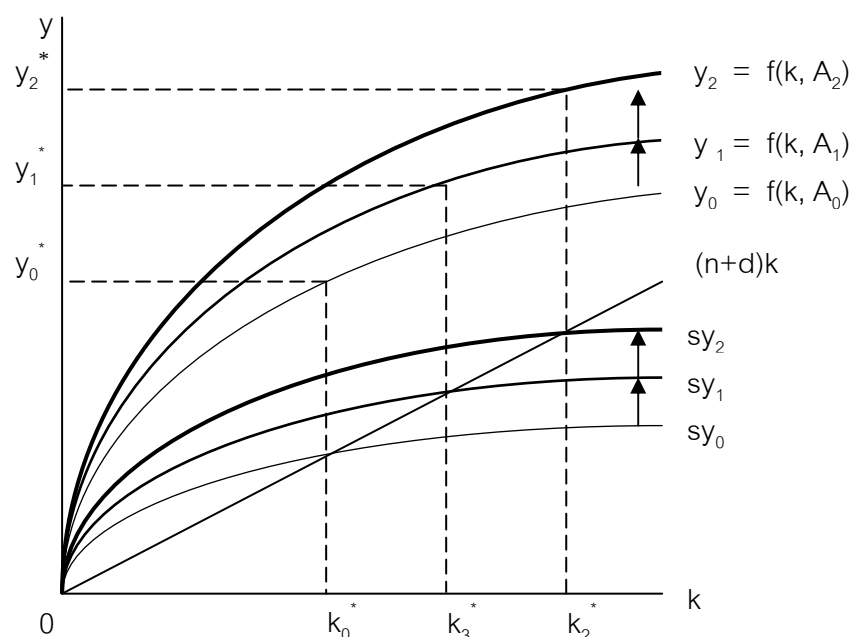
เมื่ออัตราการออมในเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้นจะทำให้เส้นการออมต่อแรงงานใน ภาพที่ 4 เลื่อนระดับสูงขึ้นและส่งผลให้ระดับผลผลิตมวลรวมต่อแรงงานที่ Steady-state เพิ่มขึ้นแต่อัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตมวลรวมที่ Steady-state ยังคงเท่ากับอัตราการเจริญเติบโตของแรงงาน ดังเดิม

3.7 การเพิ่มขึ้นของแรงงาน

การเพิ่มขึ้นของแรงงานจะมีผลกระทบต่อการลงทุนที่ปรารถนาต่อแรงงานซึ่งก็คือ เส้น $(n+d)k$ ในภาพที่ 4 โดยจะทำให้เส้น $(n+d)k$ หมุนทวนเข็มนาฬิกาและส่งผลให้ระดับของผลผลิตมวลรวมต่อแรงงานที่ Steady-state ลดลง แต่จะทำให้อัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตมวลรวมที่ Steady-state เพิ่มขึ้น

3.8 การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยี

ในระยะยาวระดับเทคโนโลยีของระบบเศรษฐกิจจะมีประสิทธิภาพสูงขึ้นกว่าเดิม โดยสมมติให้ระดับเทคโนโลยีก้าวหน้าในอัตรา g ต่อปีดังนั้นจะทำให้ฟังก์ชันการผลิตเพิ่มสูงขึ้นในอัตรา g ต่อปี ดังแสดงในภาพที่ 5



ภาพที่ 5 Exogenous Technological Change

ที่มา: Dornbusch, Fischer and Startz (2004: 70)

จากภาพอธิบายได้ว่าความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีทำให้ฟังก์ชันการผลิตเคลื่อนตัวสูงขึ้น และส่งผลให้ระดับการออมเพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นผลผลิตมวลรวมต่อแรงงานและปัจจัยทุนต่อแรงงานที่ Steady-state จะเพิ่มสูงขึ้นตลอดไปตราบที่มีความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี

4. ทฤษฎี AK Model

จากที่ได้กล่าวไว้ในส่วนของทฤษฎีการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของ Solow เมื่อเศรษฐกิจเจริญเติบโตไปถึงจุดหนึ่งแล้วจะหยุดนิ่งไม่สูงขึ้นอีกต่อไป ซึ่งในความเป็นจริงไม่เป็นเช่นนั้น ซึ่งต่อมาได้มีผู้พัฒนาทฤษฎีการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจขึ้นมาใหม่ โดยอธิบายว่าการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจสามารถดำเนินไปได้อย่างไม่มีที่สิ้นสุด ซึ่งจะอธิบายผ่านฟังก์ชันการผลิตแบบคอปป์-ดักลาส ดังต่อไปนี้ (Van Den Berg, 2005)

$$Y = AK^\alpha L^{1-\alpha} \quad (9)$$

โดยที่

$$\alpha = \text{ค่าความยืดหยุ่นของผลผลิตมวลรวมต่อปัจจัยทุน}$$

$$1 - \alpha = \text{ค่าความยืดหยุ่นของผลผลิตมวลรวมต่อปัจจัยแรงงาน}$$

จากสมการ (9) กำหนดให้ $\alpha = 1$ จะได้

$$Y = AK^1 L^{1-1} = AK \quad (10)$$

หมายความว่าเมื่อมีเพียงปัจจัย K เท่านั้นที่จำเป็นต่อการผลิต และ K เป็นสิ่งที่สามารถสร้างขึ้นมาได้โดยการลงทุนและเมื่อใช้ไปจะเกิดค่าเสื่อม ซึ่งสมการ (10) จะเป็นฟังก์ชันการผลิตที่ไม่มีปัญหาการลดน้อยถอยลง จากนั้นทำให้อยู่ในรูปต่อแรงงานโดยการนำ L หารทั้งสองข้างของสมการ จะได้

$$y = Ak \quad (11)$$

การเปลี่ยนแปลงของทุนจะเกิดจากผลต่างของการลงทุนที่เกิดขึ้นจริงกับการลงทุนที่ปรารถนา เนื่องจากให้ $\alpha = 1$ ทำให้การลงทุนที่ปรารถนาต่อแรงงานจะเปลี่ยนจาก $(n+d)k$ เป็น dk ดังนั้นจะได้การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยทุนดังแสดงในสมการ (12)

$$\Delta k = sy - dk \quad (12)$$

โดยที่

$$s = \text{อัตราการออม}$$

$$d = \text{อัตราค่าเสื่อมราคา}$$

จาก $y = Ak$ ดังนั้น

$$\Delta k = sAk - dk = (sA - d)k$$

ทำให้อยู่ในรูปอัตราการเปลี่ยนแปลงโดยนำ k หารทั้งสองข้างของสมการ จะได้

$$\Delta k/k = sA - d$$

เนื่องจาก $y = Ak$ หมายความว่า y และ k จะมีอัตราการเจริญเติบโตที่เท่ากัน ดังนั้น

$$\Delta y/y = sA - d \quad (13)$$

จากสมการอธิบายได้ว่าอัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตต่อแรงงานจะถูกกำหนดจากอัตราการออม เทคโนโลยี และอัตราค่าเสื่อมราคา ซึ่งผลผลิตจะเจริญเติบโตเมื่ออัตราการออมเป็นบวก และมากกว่าอัตราค่าเสื่อมราคา

5. ทฤษฎี Endogenous Growth Model

การวิเคราะห์การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยใช้ทฤษฎี Endogenous Growth จะแตกต่างจากการวิเคราะห์ของโซโลโดยจะกำหนดให้ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีเป็นตัวแปร Endogenous คือ กำหนดให้ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีขึ้นอยู่กับตัวแปรภายในแบบจำลอง โดยจะเริ่มพิจารณาจากฟังก์ชันการผลิตแบบคอบป์-ดักลาสที่มีลักษณะดังนี้ (Dornbusch, Fischer and Startz, 2004)

$$Y = K^\alpha (AL)^{1-\alpha} \quad (14)$$

โดยที่

Y	=	ผลผลิตมวลรวม
K	=	ปัจจัยทุน
L	=	แรงงาน
A	=	ระดับของเทคโนโลยี
α	=	ค่าความยืดหยุ่นของผลผลิตมวลรวมต่อปัจจัยทุน
$1-\alpha$	=	ค่าความยืดหยุ่นของผลผลิตมวลรวมต่อแรงงานที่มีประสิทธิภาพ(effective labor)

จากสมการ (14) สามารถทำให้อยู่ในรูปต่อแรงงานได้โดยการนำ L หารทั้งสองข้างของสมการ จะได้ฟังก์ชันการผลิตต่อแรงงาน ดังนี้

$$y = k^\alpha A^{1-\alpha} \quad (15)$$

โดยที่

$$\begin{aligned} y &= \text{ผลผลิตมวลรวมต่อแรงงาน} \\ k &= \text{ปัจจัยทุนต่อแรงงาน} \end{aligned}$$

กำหนดให้เทคโนโลยีถูกกำหนดจากปัจจัยทุนดังแสดงในสมการ

$$A = \theta k \quad (16)$$

โดยที่

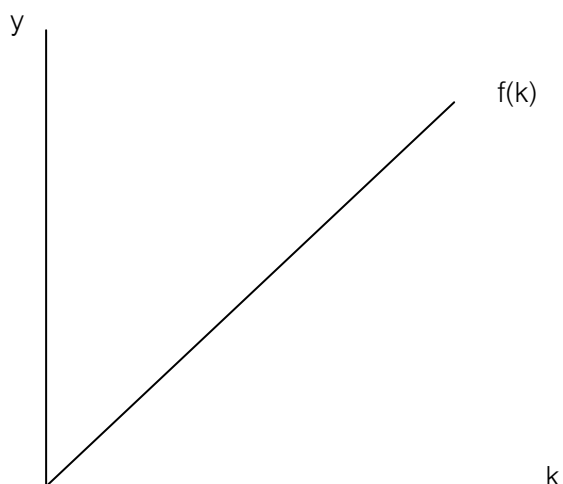
$$\begin{aligned} A &= \text{ระดับของเทคโนโลยี} \\ \theta &= \text{ตัวกำหนดระดับของเทคโนโลยีจากปัจจัยทุน} \end{aligned}$$

จากสมการหมายความว่าระดับของเทคโนโลยีจะถูกกำหนดโดยตรงจากปัจจัยทุน (by product of capital investment) ซึ่งถ้าปัจจัยทุนเพิ่มสูงขึ้นจะทำให้ระดับของเทคโนโลยีเพิ่มสูงขึ้นด้วย

นำสมการ (16) แทนในสมการ (15) จะได้

$$y = k^\alpha (\theta k)^{1-\alpha} = \theta^{1-\alpha} k \quad (17)$$

จากสมการ (17) หมายความว่าฟังก์ชันการผลิตในทฤษฎี Endogenous Growth จะเป็นเส้นตรง ดังแสดงในภาพที่ 6



ภาพที่ 6 ฟังก์ชันการผลิตในทฤษฎี Endogenous Growth

ที่มา: Dornbusch, Fischer and Startz (2004: 80)

จากฟังก์ชันการผลิตที่แสดงในสมการ (15) ทำให้อยู่ในรูปอัตราการเปลี่ยนแปลง จะได้

$$\Delta y/y = \alpha \times \Delta k/k + (1 - \alpha) \times \Delta A/A \quad (18)$$

เนื่องจาก $A = \theta k$ หมายความว่า $\Delta A/A = \Delta k/k$ จากนั้นนำ $\Delta k/k$ แทนในสมการ (18) จะได้

$$\begin{aligned} \Delta y/y &= \alpha \times \Delta k/k + (1 - \alpha) \times \Delta k/k \\ \Delta y/y &= \Delta k/k \end{aligned} \quad (19)$$

เมื่อแทนค่าอัตราการเจริญเติบโตของปัจจัยทุนต่อแรงงานด้วยความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี จะทำให้ผลผลิตและปัจจัยทุนเติบโตในอัตราเดียวกัน

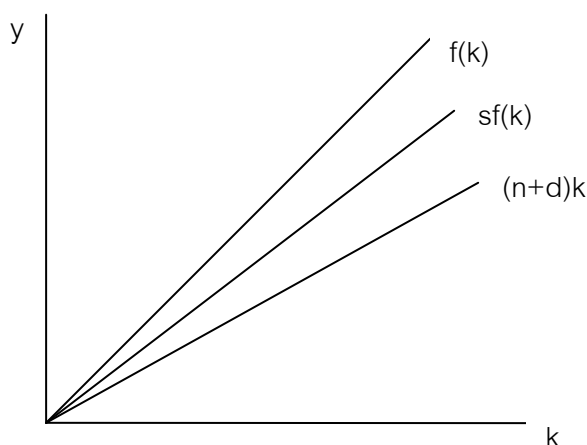
เช่นเดียวกับทฤษฎีของโซโลทฤษฎี Endogenous Growth ได้นำแนวคิดเกี่ยวกับการออมต่อแรงงานและการลงทุนที่ปรารถนาต่อแรงงานเข้ามาวิเคราะห์ด้วยดังนั้นจะได้การเปลี่ยนแปลงของทุนต่อแรงงานดังนี้

$$\Delta k = sy - (n+d)k \quad (20)$$

โดยที่

$$\begin{aligned} s &= \text{อัตราการออม} \\ n &= \text{อัตราการเจริญเติบโตของแรงงาน} \\ d &= \text{อัตราค่าเสื่อมราคา} \end{aligned}$$

เนื่องจากฟังก์ชันการผลิตในทฤษฎี Endogenous Growth เป็นเส้นตรง ดังนั้นเส้นการออมต่อแรงงานจะเป็นเส้นตรงเช่นกัน ซึ่งเป็นจุดที่แตกต่างจากทฤษฎีของโซโลเนื่องจากจะไม่มี Steady-state ดังแสดงในภาพที่ 7



ภาพที่ 7 ฟังก์ชันการผลิต ,การออมและการลงทุนที่ต้องการต่อแรงงาน

ที่มา: Dornbusch, Fischer and Startz (2004: 80)

จากภาพที่ 7 การที่อัตราการออมเพิ่มสูงขึ้นหมายความว่า การลงทุนที่เกิดขึ้นจริงเพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นจะทำให้ช่องว่างระหว่างการลงทุนที่เกิดขึ้นจริงกับการลงทุนที่ปรารถนากว้างมากขึ้นและส่งผลให้ผลผลิตต่อแรงงานเกิดการเจริญเติบโตเพิ่มขึ้นในที่สุด ซึ่งสามารถแสดงเป็นสมการได้โดยนำ k หารทั้ง 2 ข้างของสมการ (20) จะได้อัตราการเจริญเติบโตของปัจจัยทุน ดังนี้

$$\Delta k/k = sy/k - (n+d) \quad (21)$$

จากสมการ (19) เมื่อ y และ k เจริญเติบโตในอัตราเดียวกัน หมายความว่า $y/k = \Delta y / \Delta k$ ซึ่งมีค่าเท่ากับค่าคงที่ค่าหนึ่ง กำหนดให้แทนด้วย a

เนื่องจาก ผลผลิตมวลรวมต่อแรงงาน และปัจจัยทุนต่อแรงงานเจริญเติบโตในอัตราเดียวกัน ดังนั้น จะได้อัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตมวลรวมต่อแรงงาน ดังนี้

$$\Delta y/y = \dot{y} = sa - (n+d) \quad (22)$$

โดยที่

$$\dot{y} = \text{อัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตต่อแรงงาน}$$

$$a = \text{marginal product of capital}$$

จากสมการอธิบายได้ว่าถ้าเศรษฐกิจมีอัตราการออมที่สูงขึ้นจะทำให้เศรษฐกิจมีการเจริญเติบโตมากขึ้นในขณะเดียวกันการเพิ่มสูงขึ้นของอัตราการเพิ่มของแรงงานและค่าเสื่อมราคา จะทำให้การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจลดลง

5.1 ตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจใน Endogenous Growth Model

ในทฤษฎีการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่กล่าวไว้ข้างต้น พบว่าในส่วนของการลงทุนที่เกิดขึ้นจริงได้มีการกำหนดข้อสมมติที่สำคัญ คือ การให้เงินออมที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจถูกใช้ไปในการลงทุนทั้งหมด ($I = S$) ซึ่งในความเป็นจริงไม่เป็นเช่นนั้น การออมคือเงินส่วนที่เหลือจากการบริโภคและเก็บสำรองไว้ใช้เพื่อความมั่นคงในอนาคต ส่วนการลงทุนคือการนำทรัพยากรที่มีอยู่มาสร้างปัจจัยทุนเพิ่มขึ้นมาใหม่ ซึ่งในการลงทุนนั้นจะมีความเสี่ยงและความไม่แน่นอนเกิดขึ้น อีกทั้งในการลงทุนในโครงการใหญ่ๆ จำเป็นต้องใช้เงินเป็นจำนวนมาก ซึ่งถ้าพึ่งเพียงเงินออมของบุคคลแต่ละคนนั้นไม่เพียงพอที่จะลงทุนขนาดใหญ่ได้ จึงเป็นผลให้ผู้ออมตัดสินใจไม่ลงทุนแต่จะตัดสินใจเก็บเงินอมนั้นไว้เพื่อใช้ในอนาคแทน ดังนั้นเงินออมที่เกิดขึ้นจึงไม่ถูกใช้ไปในการลงทุนทั้งหมด ซึ่งระบบการเงินจะเข้ามามีบทบาทในการทำหน้าที่จัดสรรเงินออมที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจไปสู่การลงทุนให้มากขึ้น (Van Den Berg, 2005) อย่างไรก็ตามเงินที่ใช้ในการลงทุนย่อมมาจากเงินที่ได้จากการออม ดังนั้นจะได้สมการการลงทุน ดังนี้

$$i = bS \quad (23)$$

โดยที่

$$\begin{aligned}
 i &= \text{การลงทุนต่อแรงงาน} \\
 S &= \text{การออมต่อแรงงาน} \\
 b &= \text{อัตราการลงทุนต่อการออม}
 \end{aligned}$$

จาก $S = sy$ จะได้

$$i = bsy \quad (24)$$

จากสมการ (20) การเปลี่ยนแปลงของทุนต่อแรงงาน คือ $\Delta k = sy - (n+d)k$ โดยที่ sy คือ การลงทุนที่เกิดขึ้นจริงในระบบเศรษฐกิจ (i) ซึ่งในส่วนนี้การลงทุนที่เกิดขึ้นจริงได้เปลี่ยนแปลงจาก sy เป็น bsy ดังสมการ (24) ดังนั้นจะได้สมการการเปลี่ยนแปลงของทุนต่อแรงงาน คือ

$$\Delta k = bsy - (n+d)k \quad (25)$$

นำ k หารทั้งสองข้างของสมการ (25) จะได้อัตราการเจริญเติบโตของปัจจัยทุนต่อแรงงาน คือ

$$\Delta k/k = bsy/k - (n+d) \quad (26)$$

จากสมการ (19) เมื่อ y และ k เจริญเติบโตในอัตราเดียวกัน หมายความว่า $y/k = \Delta y / \Delta k$ ซึ่งมีค่าเท่ากับค่าคงที่ค่าหนึ่ง กำหนดให้แทนด้วย a

เนื่องจากในทฤษฎี Endogenous Growth อัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตต่อแรงงาน มีค่าเท่ากับอัตราการเจริญเติบโตของปัจจัยทุนต่อแรงงาน ($\Delta k/k$) ดังนั้นจะได้อัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตต่อแรงงาน ดังนี้

$$\dot{y} = bsa - (n+d) \quad (27)$$

จากสมการหมายความว่าในเศรษฐกิจที่มีอัตราการลงทุนและอัตราการออมสูงจะทำให้การเจริญเติบโตของเศรษฐกิจอยู่ในระดับสูงด้วย

จากแนวคิดที่อธิบายถึงบทบาทและหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ที่มีผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจซึ่ง Levine and Zervos (1996) กล่าวว่าตลาดหลักทรัพย์จะช่วยให้เงินออมที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจถูกจัดสรรไปยังการลงทุนมากขึ้นทำให้การลงทุนมีความเป็นไปได้มากขึ้น หมายความว่าพัฒนาของการตลาดหลักทรัพย์ส่งผลต่อการลงทุน นอกจากนี้การลงทุนยังขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยด้วย อัตราดอกเบี้ย คือ ค่าตอบแทนที่ต้องจ่ายให้เจ้าของเงินทุน ดอกเบี้ยจึงเป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนการผลิต โดยทั่วไปหากอัตราดอกเบี้ยสูง การลงทุนจะน้อย และถ้าอัตราดอกเบี้ยต่ำ การลงทุนจะมีมาก ดังนั้น จะได้ฟังก์ชันของอัตราการลงทุนต่อการออม ดังนี้

$$b = b(F, r) \quad (28)$$

โดยที่

$$\begin{aligned} F &= \text{การพัฒนาของการตลาดหลักทรัพย์} \\ r &= \text{อัตราดอกเบี้ย} \end{aligned}$$

นำสมการ (26) แทนลงในสมการ (25) จะได้

$$\dot{y} = b(F, r) sa - (n+d) \quad (29)$$

ดังนั้นอัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตมวลรวมต่อแรงงานจะขึ้นอยู่กับการพัฒนาของการตลาดหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย อัตราการออม marginal product of capital อัตราการเจริญเติบโตของแรงงาน และอัตราค่าเสื่อมราคา

วิธีการศึกษา

1. การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้จะใช้ข้อมูลทุติยภูมิโดยเก็บรวบรวมเป็นรายปีตั้งแต่ปี 2518 - 2550 รวม 33 ปี โดยจะมีรายละเอียด ดังนี้

1.1 ข้อมูลมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ และ ดัชนีราคาหุ้น ตลาดหลักทรัพย์ รวบรวมได้จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2 ผลผลิตทั้งหมดรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น (ณ ราคาปีฐาน 2531) รวบรวมได้จากสภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

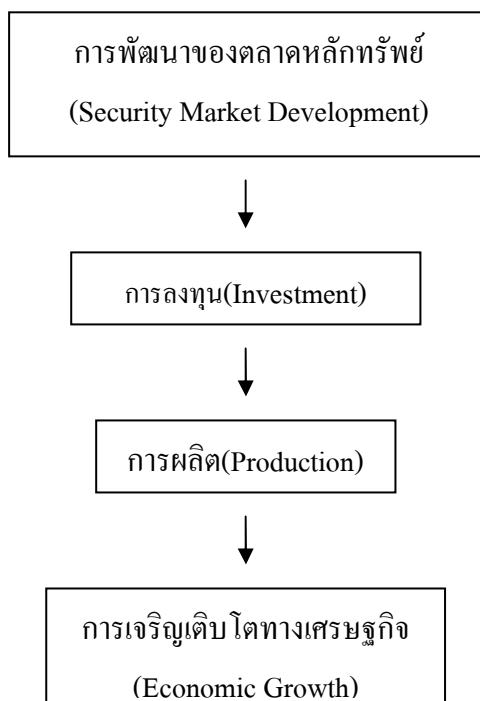
1.3 จำนวนแรงงาน อัตราเงินเฟ้อ และ อัตราดอกเบี้ย รวบรวมได้จากธนาคารแห่งประเทศไทย

2. วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

2.1 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Method) เป็นการศึกษาถึงลักษณะทั่วไปของการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ และวิวัฒนาการ วิธีการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลต่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

2.2 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Method) ในการวิจัยครั้งนี้จะใช้เครื่องมือทางเศรษฐมิติเพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ แต่เนื่องจากข้อมูลที่นำมาใช้ในการวิจัยในครั้งนี้เป็นข้อมูลอนุกรมเวลา (time series) ซึ่งอาจจะมีแนวโน้มในตัวเอง หรือมีคุณสมบัติเป็น Non – Stationary อันจะส่งผลให้การวิเคราะห์เกิดปัญหาความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง (spurious relationship) ในเบื้องต้นจึงได้ทำการทดสอบข้อมูลในแต่ละตัวแปรว่ามีลักษณะ Stationary หรือไม่ โดยทำการทดสอบ Unit Root Test หรืออันดับความสัมพันธ์ของข้อมูลด้วยวิธีการ Augmented Dickey Fuller (ADF) Test (รายละเอียดในภาคผนวก ก) โดยหากตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยมีลักษณะ Non – Stationary ในลำดับต่อไปจะทำการทดสอบ Cointegration หรือความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวระหว่างตัวแปรต่างๆ เพื่อยืนยันถึงการเคลื่อนไหวที่สอดคล้องกันในระยะยาวของตัวแปรต่างๆ โดยใช้วิธีการของ Johansen and Juselius (1990) (รายละเอียดในภาคผนวก ก)

3. กรอบแนวคิดที่ใช้ในการศึกษา



การพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์จะส่งผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยผ่านบทบาทหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ซึ่งจะส่งผลต่อการลงทุน คือ เพิ่มโอกาสในการลงทุนให้มากขึ้นทำให้การลงทุนมีความเป็นไปได้มากขึ้น

4. แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

จากการศึกษาแนวคิด ทฤษฎีและงานศึกษาในอดีต สามารถนำมาสร้างแบบจำลองทางเศรษฐมิติเพื่อใช้ในการวิจัยถึงความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจได้โดยกำหนดให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้นขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ ดังแสดงในฟังก์ชันต่อไปนี้

$$Y_t = f(K_t, L_t, Z_t) \quad (1)$$

โดยที่

Y	=	ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น (ณ ราคาปีฐาน 2531)
K	=	ปัจจัยทุน
L	=	จำนวนแรงงาน
Z	=	ปัจจัยอื่นที่ส่งผลต่อ Y ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภค
t	=	เวลาที่ t

จากสมการสามารถหาการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจได้ด้วยการทำ Growth accounting โดย differentiate สมการ (1) เทียบกับเวลา จะได้

$$\frac{dY_t}{dt} = \frac{\partial Y_t}{\partial K_t} \cdot \frac{dK_t}{dt} + \frac{\partial Y_t}{\partial L_t} \cdot \frac{dL_t}{dt} + \frac{\partial Y_t}{\partial Z_t} \cdot \frac{dZ_t}{dt} \quad (2)$$

ทำให้อยู่ในรูปอัตราการเปลี่ยนแปลง โดยหาร Y ทั้งสองข้างของสมการ จะได้

$$\frac{1}{Y_t} \frac{dY_t}{dt} = \frac{\partial Y_t}{\partial K_t} \cdot \frac{dK_t}{dt} \cdot \frac{1}{Y_t} + \frac{\partial Y_t}{\partial L_t} \cdot \frac{L_t}{Y_t} \cdot \frac{1}{L_t} \frac{dL_t}{dt} + \frac{\partial Y_t}{\partial Z_t} \cdot \frac{Z_t}{Y_t} \cdot \frac{1}{Z_t} \frac{dZ_t}{dt} \quad (3)$$

จัดให้อยู่ในรูปอย่างง่าย จะได้

$$\dot{Y}_t = \alpha_1 I_t/Y_t + \alpha_2 \dot{L}_t + \alpha_3 \dot{Z}_t \quad (4)$$

โดยที่

$$\begin{aligned} \frac{1}{Y_t} \frac{dY_t}{dt} &= \dot{Y}_t = \text{อัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวม} \\ &\quad \text{ภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น} \\ \frac{1}{Y_t} \frac{dK_t}{dt} &= I_t/Y_t = \text{การลงทุนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่} \\ &\quad \text{แท้จริงเบื้องต้น แสดงถึงขนาดของการลงทุนเมื่อเทียบกับ} \\ &\quad \text{กับขนาดของเศรษฐกิจประเทศ} \end{aligned}$$

$$\frac{1}{L_t} \frac{dL_t}{dt} = \dot{L}_t = \text{อัตราการเจริญเติบโตของแรงงาน}$$

$$\frac{1}{Z_t} \frac{dZ_t}{dt} = INF = \text{อัตราเงินเฟ้อ}$$

$$\frac{\partial Y_t}{\partial K_t} = \alpha_1 ; \quad \alpha_1 > 0$$

$$\frac{\partial Y_t}{\partial L_t} \cdot \frac{L_t}{Y_t} = \alpha_2 = \text{ค่าความยืดหยุ่นของ Y ต่อ L} ; \quad \alpha_2 > 0$$

$$\frac{\partial Y_t}{\partial Z_t} \cdot \frac{Z_t}{Y_t} = \alpha_3 = \text{ค่าความยืดหยุ่นของ Y ต่อ Z} ; \quad \alpha_3 < 0$$

เนื่องจากอัตราการลงทุนขึ้นอยู่กับพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์และอัตราดอกเบี้ย ดังนั้นจะได้ฟังก์ชันอัตราการลงทุน ดังนี้

$$I/Y = I/Y(F,r) \quad (5)$$

โดยที่

$$F = \text{การพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์}$$

$$r = \text{อัตราดอกเบี้ย}$$

กำหนดสมการ (5) ให้อยู่ในรูปสมการเส้นตรง จะได้

$$I/Y = \gamma_0 + \gamma_1 F + \gamma_2 r \quad (6)$$

โดยที่

$$\gamma_0 = \text{ค่าคงที่}$$

$$\gamma_1, \gamma_2 = \text{ค่าสัมประสิทธิ์} ; \quad \gamma_1 > 0, \gamma_2 < 0$$

จากสมการหมายความว่า การพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นจะส่งผลให้อัตราการลงทุนเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มสูงขึ้นจะส่งผลให้อัตราการลงทุนลดลง

นำสมการ (6) แทนในสมการ (4) จะได้

$$\dot{Y}_t = \alpha_1 \gamma_0 + \alpha_1 \gamma_1 F_t + \alpha_1 \gamma_2 r_t + \alpha_2 \dot{L}_t + \alpha_3 INF_t \quad (7)$$

จากสมการ (7) ทำให้อยู่ในรูปสมการถดถอยเชิงเส้นตรงจะได้แบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบดังนี้

$$\hat{Y}_t = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 F_t + \hat{\beta}_2 r_t + \hat{\beta}_3 \dot{L}_t + \hat{\beta}_4 INF_t + u_t \quad (8)$$

โดยที่

$$\begin{aligned} \hat{Y}_t &= \text{อัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ} \\ &\quad \text{ที่แท้จริงเบื้องต้นที่ได้จากการประมาณค่า} \\ \hat{\beta}_0 &= \alpha_1 \gamma_0 = \text{ค่าคงที่} \\ \hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2 &= \alpha_1 \gamma_1, \alpha_1 \gamma_2 = \text{ค่าสัมประสิทธิ์ ; } \hat{\beta}_1 > 0, \hat{\beta}_2 < 0 \\ \hat{\beta}_3, \hat{\beta}_4 &= \alpha_2, \alpha_3 = \text{ค่าสัมประสิทธิ์ ; } \hat{\beta}_3 > 0, \hat{\beta}_4 < 0 \\ u_t &= \text{ค่าความคลาดเคลื่อน} \end{aligned}$$

จากความสัมพันธ์ที่แสดงในสมการ (4) จะถูกนำไปประยุกต์ใช้เพื่อวิเคราะห์ถึงความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยในส่วน of ตัวชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ (F) จะใช้ตัวแปรที่ได้จากการตรวจสอบเอกสารในการศึกษาครั้งนี้ ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ตัวชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้เป็นตัวแปรในการศึกษา

ตัวแปร	ความหมาย	จากการศึกษาของ
MCAP	Market Capitalization/GDP	Levine and Zervos (1996), Liu and Hsu (2006), Mohsin and Abdelhak (2000), และ มนต์ชัย ตั้งสถาพรพงษ์ (2545)
VTRADE	value of trades/GDP	Atje and Jovanovic (1993), Levine and Zervos (1996), Liu and Hsu (2006), และ มนต์ชัย ตั้งสถาพรพงษ์ (2545)
TURN	value of trades/ Market Capitalization	Levine and Zervos (1996), และ Liu and Hsu (2006)
NLC	number of list share company	Liu and Hsu (2006)
STOCK	rate of growth of SET Index	Liu and Hsu (2006)

ที่มา: จากการตรวจเอกสาร

รายละเอียดของตัวแปรทั้งหมดมีดังนี้

MCAP คือ อัตราส่วนมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดต่อ Real GDP (ร้อยละ) แสดงถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจากขนาดของตลาดหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับภาคเศรษฐกิจโดยรวมของทั้งประเทศ

TURN คือ อัตราส่วนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งต่อ Market Capitalization (ร้อยละ) แสดงถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจากสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับขนาดของตลาดเอง

VTRADE คือ อัตราส่วนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งต่อ Real GDP (ร้อยละ) แสดงถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับขนาดของเศรษฐกิจ

ตัวแปร TURN และ VTRADE เป็นตัวชี้วัดการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากสภาพคล่องเหมือนกัน แต่เพื่อความชัดเจน ในการศึกษาครั้งนี้จึงศึกษาทั้ง 2 ตัวแปร เนื่องจากบางกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์มีปริมาณการซื้อขายมาก แต่ตลาดมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับขนาดของเศรษฐกิจ ดังนั้นจะทำให้ตัวแปร TURN มีค่าสูง แต่ตัวแปร VTRADE มีค่าต่ำ ซึ่งหมายความว่าถึงแม้ตลาดหลักทรัพย์จะมีสภาพคล่องมากเมื่อวัดจากตัวแปร TURN แต่อาจจะไม่มีนัยสำคัญต่อเศรษฐกิจเนื่องจากตลาดมีขนาดเล็กมาก และอีกกรณีหนึ่ง คือ เมื่อผู้ลงทุนมีการคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจจะมีการขยายตัวเพิ่มขึ้นซึ่งจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น กรณีนี้อาจจะทำให้มูลค่าการซื้อขายเพิ่มสูงขึ้นทั้งๆที่ปริมาณการซื้อขายเท่าเดิมหรือน้อยกว่าเดิม กรณีนี้ทำให้ตัวแปร VTRADE มีค่าสูงขึ้น ในขณะที่ตัวแปร TURN มีค่าเท่าเดิมหรือลดลง ซึ่งหมายความว่าค่าสูงของตัวแปร VTRADE ไม่ได้สูงขึ้นจากการที่ตลาดหลักทรัพย์มีสภาพคล่องเพิ่มมากขึ้น (Levine and Zervos, 1998) จากทั้ง 2 กรณีที่กล่าวมา หากศึกษาเพียงตัวแปรเดียวอาจทำให้ผลการศึกษากเกิดความไม่ชัดเจนได้ ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงใช้ทั้ง 2 ตัวแปรในการศึกษา

NLC คือ จำนวนจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แสดงถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากการความสามารถในการกระจายความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์

STOCK คือ อัตราการเจริญเติบโตของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (ร้อยละ) แสดงถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจากผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์

5. สมมติฐานในการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้มีสมมติฐานในการศึกษา ดังนี้

$$5.1 \quad \frac{\partial \dot{Y}_t}{\partial \text{MCAP}} > 0 \text{ หมายความว่าอัตราส่วนมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดต่อ}$$

ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้นคาดว่าจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น เนื่องจากตลาด

หลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่จะมีความสามารถในการระดมทุนและการกระจายความเสี่ยงที่ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก ซึ่งจะส่งผลให้เกิดการลงทุนและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในที่สุด

$$5.2 \quad \frac{\partial \dot{Y}_t}{\partial \text{VTRADE}} > 0 \quad \text{และ} \quad \frac{\partial \dot{Y}_t}{\partial \text{TURN}} > 0 \quad \text{หมายความว่า อัตราส่วนมูลค่าการซื้อขายต่อ}$$

ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้นและมูลค่าการซื้อขายต่อมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดคาดว่าจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงจะทำให้นักลงทุนมีความสามารถในการเปลี่ยนแปลงหลักทรัพย์เป็นเงินสดได้ดีกว่าหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ และตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงจะมีต้นทุนในการซื้อขายต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ ซึ่งจะจูงใจให้ผู้สนใจลงทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น ซึ่งจะส่งผลไปยังการลงทุนและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในที่สุด

$$5.3 \quad \frac{\partial \dot{Y}_t}{\partial \text{NLC}} > 0 \quad \text{หมายความว่า จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์คาดว่าจะมี}$$

ความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ที่มีบริษัทจดทะเบียนจำนวนมาก จะทำให้นักลงทุนมีทางเลือกในการลงทุนมากขึ้น สามารถเลือกลงทุนกับบริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ดีและมั่นคง อีกทั้งยังสามารถกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนได้ดีมากขึ้น ซึ่งจะเป็นการจูงใจให้ผู้สนใจลงทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ และส่งผลต่อการลงทุนและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในที่สุด

$$5.4 \quad \frac{\partial \dot{Y}_t}{\partial \text{STOCK}} > 0 \quad \text{หมายความว่า อัตราการเจริญเติบโตของดัชนีราคาหุ้นตลาด}$$

หลักทรัพย์คาดว่าจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนสูงจะจูงใจให้ผู้สนใจลงทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น ซึ่งจะส่งผลไปยังการลงทุนและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในที่สุด

$$5.5 \quad \frac{\partial \dot{Y}_t}{\partial r} < 0 \quad \text{หมายความว่า อัตราดอกเบี้ยคาดว่าจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกัน}$$

ข้ามกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยส่งผลต่อการลงทุนในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยเปรียบเสมือนต้นทุน

อย่างหนึ่งของการลงทุน ดังนั้น หากอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นจะทำให้การลงทุนลดลง ซึ่งจะส่งผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในที่สุด

$$5.6 \quad \frac{\partial \dot{Y}_t}{\partial L_t} > 0 \text{ หมายความว่า การเจริญเติบโตของแรงงานคาดว่าจะมีความสัมพันธ์ไปใน}$$

ทิศทางเดียวกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น เนื่องจากแรงงานเป็นปัจจัยการผลิตที่สำคัญในระบบเศรษฐกิจ

$$5.7 \quad \frac{\partial \dot{Y}_t}{\partial INF} < 0 \text{ หมายความว่า อัตราเงินเฟ้อคาดว่าจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกัน}$$

ข้ามกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น เนื่องจาก เงินเฟ้อจะส่งผลต่ออำนาจซื้อของประชาชนกลุ่มต่างๆ และการกระจายรายได้ เงินเพื่อทำให้ระดับราคาสินค้าโดยทั่วไปสูงขึ้น ทำให้อำนาจซื้อของผู้บริโภคลดลง นอกจากนี้ยังส่งผลกระทบต่อการผลิตและการลงทุน เงินเพื่อทำให้ปัจจัยการผลิตต่างๆ มีราคาสูงขึ้น ทำให้ต้นทุนการผลิตและราคาผลผลิตสูงขึ้น ทำให้ผลผลิตที่เป็นสินค้าออกประสบปัญหาการแข่งขันในตลาดต่างประเทศ

บทที่ 3

การพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

การศึกษาในบทนี้เป็นการศึกษาเชิงพรรณนา โดยอธิบายถึงโครงสร้างของตลาดการเงินและตลาดหลักทรัพย์ วิวัฒนาการการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในรอบ 33 ปี ที่ผ่านมา รวมถึงตัวแปรที่ใช้ในการชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์

โครงสร้างตลาดการเงินโดยทั่วไป

ตลาดการเงินโดยทั่วไป หมายถึง ตลาดที่เป็นศูนย์กลางในการออมเงินและระดมเงินทุน สำหรับภาคเอกชนและภาครัฐบาลทั้งในระยะสั้นและระยะยาว โดยที่โครงสร้างตลาดการเงินโดยทั่วไปสามารถแบ่งได้เป็น 2 ส่วน คือ (ศุภชัย ศรีสุชาติ, 2547)

1) **ตลาดเงิน (Money Market)** เป็นตลาดที่มีการซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงินระยะสั้น ซึ่งคำว่า “ระยะสั้น” ในที่นี้ให้หมายถึง ตราสารทางการเงินที่มีอายุของตราสารไม่เกิน 1 ปี ตัวอย่างของตราสารทางการเงินในกลุ่มนี้ ได้แก่ ตั๋วเงินคลัง ตราสารหนี้ระยะสั้น ตั๋วแลกเงิน ตั๋วสัญญาใช้เงินที่มีอายุต่ำกว่า 1 ปี เป็นต้น

2) **ตลาดทุน (Capital Market)** เป็นตลาดที่มีการซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงินระยะยาว ซึ่งคำว่า “ระยะยาว” ในที่นี้ให้หมายถึง ตราสารทางการเงินที่มีอายุของตราสารไม่ต่ำกว่า 1 ปี ตัวอย่างของตราสารทางการเงินในกลุ่มนี้ ได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ พันธบัตร หุ้นกู้ เป็นต้น โดยตราสารทุนนี้อาจแบ่งตามลักษณะการเคลื่อนย้ายเงินทุนว่า เงินทุนที่ได้จากการขายหลักทรัพย์ได้เข้าสู่มือของผู้ใด โดยอาจแบ่งตลาดทุนออกเป็น ตลาดแรก และตลาดรอง

ตลาดแรก (Primary Market) สินทรัพย์ทางการเงินที่ซื้อขายกันในตลาดแรกนี้จะป็นสินทรัพย์ที่กิจการออกขึ้นมาใหม่ เพื่อเป็นการระดมทุนจากผู้มีเงินทุนส่วนเกินมายังผู้ต้องการเงินทุนโดยตรงในตลาดการเงิน การซื้อสินทรัพย์ทางการเงินของผู้ลงทุนจะทำให้เงินทุนไหลจากผู้ลงทุนที่มีเงินทุนส่วนเกินไปยังกิจการผู้ออกสินทรัพย์ทางการเงินดังกล่าว ทำให้กิจการมีเงินทุนเพื่อนำไปใช้ลงทุนในโครงการที่วางแผนเอาไว้ กระบวนการนี้อาจเกิดขึ้นได้สองรูปแบบ คือ การออก

ตราสารเพื่อเสนอขายต่อประชาชนทั่วไป ที่เรียกว่า “Public Offering” หรือการออกตราสารเพื่อเสนอขายแก่ผู้ลงทุนรายหนึ่งรายใด หรือกลุ่มใดเป็นการเฉพาะเจาะจง เช่น สถาบันการเงิน กองทุน หรือผู้ลงทุนต่างประเทศ ซึ่งเรียกว่า “Private Placement”

ตลาดรอง (Secondary Market) เป็นตลาดที่จัดตั้งขึ้นมาเพื่อให้ผู้ครอบครองสินทรัพย์ทางการเงินสามารถนำสินทรัพย์ของตนที่ซื้อมาจากตลาดแรก มาทำการซื้อขายเปลี่ยนมือให้แก่ผู้อื่น โดยการซื้อขายเปลี่ยนมือในตลาดรองอาจกระทำขึ้นเนื่องจากการซื้อขายเพื่อให้สอดคล้องกับความต้องการเงินทุนในช่วงเวลานั้น หรือเป็นการซื้อขายเพื่อทำกำไร ทั้งนี้ การซื้อขายในตลาดรองนั้น กระแสเงินทุนที่เกิดขึ้นไม่ได้มีการเคลื่อนย้ายสู่ธุรกิจผู้ออกตราสารเหมือนเช่นในตลาดแรก โดยสามารถแบ่งตลาดรองตามลักษณะการจัดตั้งหรือประเภทตราสารที่ทำการซื้อขายภายในตลาดรองได้เป็น ตลาดรองที่มีการจัดตั้งอย่างเป็นทางการ เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ ตลาดหลักทรัพย์ใหม่ และตลาดรองที่มีการซื้อขายอย่างไม่เป็นทางการ (ซึ่งคำว่าเป็นทางการหรือไม่ นั้น อาจพิจารณาในด้านของระบบการซื้อขาย และความเป็นมาตรฐาน) และหากแบ่งตามประเภทของตราสารที่ซื้อขายกันอยู่ในตลาด สามารถแบ่งได้เป็น ตลาดตราสารทุน หรือ ตลาดตราสารหนี้ เป็นต้น

การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

ในส่วนนี้จะอธิบายถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยตั้งแต่ก่อนที่จะมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงระยะเวลาของการจัดตั้ง และยุคหลังการเปิดตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งย่อยเป็นช่วงๆ ตามสถานการณ์ที่เกิดขึ้นในขณะนั้นๆ เพื่อให้ทราบถึงประวัติความเป็นมา และนำเหตุการณ์ต่างๆ ที่เกิดขึ้นในช่วงที่ผ่านมา เพื่อวิเคราะห์ถึงสถานการณ์ในปัจจุบัน อันอาจจะเป็นประโยชน์ต่อไป (สุภชัย ศรีสุชาติ, 2547)

1. ตลาดหลักทรัพย์ก่อนการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้มีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกในประเทศไทย เมื่อปี 2496 โดยบริษัท ต่างประเทศ 3 บริษัท คือ บริษัท Houseman & Co. Ltd. บริษัท Siamerican Securities Ltd. และ Z & R Investment and Consultants ได้เริ่มดำเนินการในการเป็นคนกลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ และมีการจัดตั้งศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ขึ้น แต่ในขณะนั้นมีการซื้อขายเป็นจำนวนน้อยมาก ซึ่ง

ส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์ไม่เป็นไปตามหลักของอุปสงค์และอุปทาน จนกระทั่งในปี 2504 ได้มีการจัดตั้ง “ตลาดหุ้นกรุงเทพ” (Bangkok Stock Exchange) ซึ่งอยู่ในรูปห้างหุ้นส่วนจำกัด และมีการจดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัดในปี 2506

ตลาดหุ้นกรุงเทพ ทำหน้าที่เป็นสถานที่อำนวยความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ มีการประกาศราคาหลักทรัพย์คล้ายกับการดำเนินงานในปัจจุบันในช่วงเวลานั้น การซื้อขายมีจำนวนน้อย และหลักทรัพย์ไม่ค่อยมีความคล่องตัว กล่าวคือ มีเพียง 8 หลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายบ่อยครั้ง จากหลักทรัพย์ที่ขึ้นทะเบียนให้ซื้อขายได้ทั้งสิ้น 35 หลักทรัพย์ ในช่วงเวลานั้นประชาชนยังขาดความสนใจ ทั้งนี้ ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการที่ประชาชนติดต่อซื้อขายกันเองโดยไม่ผ่านตลาดหุ้นกรุงเทพ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผ่านตลาดหุ้นกรุงเทพในช่วงปี 2507-2516 เฉลี่ยประมาณปีละ 50 ล้านบาท ในขณะที่ค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ (Commission) จะขึ้นอยู่กับประเภทของหลักทรัพย์ คือ หุ้นสามัญเสียค่าธรรมเนียมในอัตราร้อยละ 1.25 ของมูลค่าการซื้อขาย ในขณะที่อัตราค่าธรรมเนียมของหุ้นบุริมสิทธิและพันธบัตรรัฐบาล อยู่ที่ร้อยละ 1.25 และ 0.75 ตามลำดับ และต่อมาเมื่อมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขึ้นอย่างเป็นทางการแล้ว ตลาดหุ้นกรุงเทพก็ได้มีบทบาทใดๆ และในที่สุดก็ได้เลิกการดำเนินการไปด้วยผลของกฎหมายที่ออกมาประกาศใช้

2. ช่วงเวลาการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เกิดจากแนวนโยบายในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 2 (พ.ศ. 2510 - 2514) ที่กำหนดให้การพัฒนาตลาดทุนเป็นส่วนสำคัญในการพัฒนาประเทศ โดยได้เล็งเห็นถึงความสำคัญของเอกชนในการระดมทุนเพื่อพัฒนาประเทศ โดยเฉพาะด้านการพัฒนาสถาบันการเงินและการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ จากแนวคิดดังกล่าว จึงมีการแต่งตั้งคณะกรรมการพัฒนาเศรษฐกิจส่วนเอกชน สาขาสถาบันการเงิน ซึ่งมีนายสมหมาย สุนทรกุล เป็นประธาน และคณะกรรมการประกอบด้วย ผู้แทนจากส่วนราชการและเอกชนจากการเสนอแนวคิดในการประชุมของคณะกรรมการดังกล่าว จึงมีผลสรุปที่สำคัญ คือ การเสนอให้มีการศึกษาถึงโครงสร้างและปัญหาการพัฒนาตลาดทุนอย่างจริงจัง เพื่อส่งเสริมการระดมเงินออมจากภาคเอกชน และสร้างเสริมปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศ

นอกจากนั้น ในปี 2512 ธนาคารแห่งประเทศไทย ได้เชิญศาสตราจารย์ ชิดนิย์ เอ็ม ร็อบบิ้นส์ จากมหาวิทยาลัยโคลัมเบีย ประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญในด้านการก่อตั้งตลาดทุนในประเทศกำลังพัฒนา เพื่อทำการศึกษาและให้ข้อเสนอแนะแก่รัฐบาลไทยและได้มีการจัดตั้ง “คณะกรรมการโครงการพัฒนาตลาดเงินทุน” ขึ้น ในเดือนพฤษภาคม 2512 หลังจากนั้น ในเดือนเมษายน 2513 ศาสตราจารย์ ร็อบบิ้นส์ ได้นำเสนอรายงาน เรื่อง “A Capital Market in Thailand” ต่อธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นผลจากการศึกษาและร่วมคิดปรึกษากับผู้เกี่ยวข้อง ทั้งจากส่วนราชการและภาคเอกชน โดยรายงานฉบับนี้ได้ระบุถึงปัญหาสำคัญของตลาดหุ้นกรุงเทพ คือ การที่ปริมาณหลักทรัพย์มีอยู่ในจำนวนจำกัด การขาดความสนใจจากผู้ลงทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์ และการขาดสถาบันที่ทำหน้าที่เป็นตลาดทุนที่สมบูรณ์ พร้อมทั้งได้ให้ข้อเสนอแนะที่สำคัญ คือ

- 1) การให้สิทธิประโยชน์ด้านภาษีแก่บริษัทที่นำหุ้นเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์และผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะผู้ถือหุ้นรายย่อย
- 2) การแก้ไขปรับปรุงประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ให้เหมาะสมกับหลักกฎหมายที่จะจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์
- 3) การเพิ่มปริมาณอุปสงค์และอุปทานให้แก่หลักทรัพย์
- 4) มาตรการกำหนดมาตรฐานการบัญชีและการสอบบัญชี เพื่อให้มีการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญครบถ้วน ถูกต้องแก่ผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนทั่วไป
- 5) การปรับปรุงการดำเนินงานของสถาบันตลาดทุนให้ดีขึ้น โดยเฉพาะตลาดหุ้น
- 6) การแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมายว่าด้วยการควบคุมกิจการ การค้าขายอันกระทบกระเทือนถึงความปลอดภัยและความผาสุกแห่งสาธารณชน กำหนดให้สถาบันการเงินมีบทบาทสำคัญในระบบการเงิน ซึ่งในขณะนั้นยังไม่มีกำหนดบทบาทและหน้าที่ของเจ้าหน้าที่ผู้มีหน้าที่กำกับดูแลตลาดทุน

ต่อมาในช่วงกลางปี 2513 ศาสตราจารย์ ร็อบบิ้นส์ ได้กลับมาทบทวนข้อเสนอต่างๆ โดยพิจารณาสถานการณ์ในขณะนั้น จวบจนในปี 2515 จึงได้มีการออกกฎหมายกำหนดให้สถาบัน

การเงินประเภทธุรกิจเงินทุนและธุรกิจหลักทรัพย์เข้ามาอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย

แนวความคิดในการพัฒนาตลาดทุนและสถาบันการเงินยังคงมีอย่างต่อเนื่องจนถึงแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 3 (พ.ศ. 2515 – 2519) โดยมีการจัดประชุมและปรึกษากับหน่วยงานต่างๆ ได้แก่ กระทรวงพาณิชย์ คณะกรรมการส่งเสริมการลงทุนเพื่อกิจการอุตสาหกรรม สมาชิกตลาดหุ้นกรุงเทพ ผู้แทนบริษัทหลักทรัพย์ ผู้รับประกันการขายหลักทรัพย์ นายธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ซึ่งมีผลสรุปว่า การซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมดควรรวมอยู่ที่แห่งเดียว และเปิดโอกาสให้ประชาชนได้เห็นวิธีการประมูลและสามารถทราบราคาหลักทรัพย์ได้เสมอ ข้อเสนออีกประการหนึ่ง คือ การให้ภาครัฐมีบทบาทในเชิงริเริ่มและสนับสนุนการปฏิรูปตลาดหุ้นที่มีอยู่เดิม เป็นเหตุให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังมีการแต่งตั้ง “คณะกรรมการจัดตั้งตลาดหุ้น” ขึ้น โดยประกอบด้วยผู้แทนจาก บริษัทเงินทุน อุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ตลาดหุ้นกรุงเทพ บริษัท Houseman & Co. Ltd. บริษัท Siamerican Securities Ltd. บริษัทหลักทรัพย์และลงทุน บริษัท กรุงเทพธนารักษ์ จำกัด และบริษัท บางกอก โนมูระ จำกัด โดยมีธนาคารแห่งประเทศไทยทำหน้าที่เป็นผู้ประสานงาน เพื่อให้เกิดการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขึ้น โดยกำหนดให้การบริหารงานของตลาดหลักทรัพย์เป็นไปตามรูปแบบธุรกิจเอกชน ส่วนภาครัฐทำหน้าที่เป็นเพียงผู้กำกับดูแลให้เป็นไปตามกฎหมาย

3. การเริ่มต้นดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการพัฒนาตลาดทุนทั้งในภาคทฤษฎี แนวคิด และการปฏิบัติอย่างต่อเนื่องในช่วงเวลาที่ผ่านมา จนถึงวันที่ 20 พฤษภาคม 2517 ได้มีการประกาศใช้ “พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517” โดยมีวัตถุประสงค์สำคัญ คือ

1) ส่งเสริมการออมทรัพย์และการระดมเงินทุนระยะยาว โดยตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นแหล่งกลางในการซื้อขายเปลี่ยนมือ เสริมสภาพคล่องให้แก่หลักทรัพย์

2) เป็นแหล่งกลางในการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีระบบ มีสภาพคล่อง และตั้งอยู่บนพื้นฐานของความยุติธรรม

3) ช่วยในการปรับโครงสร้างทางธุรกิจของบริษัทเอกชน รัฐวิสาหกิจ และอาจช่วยให้ธุรกิจมีโครงสร้างเงินทุนรวมถึงความเสี่ยงอยู่ในระดับที่เหมาะสม

4) สนับสนุนให้ประชาชนมีส่วนร่วมในความเป็นเจ้าของกิจการในธุรกิจหรืออุตสาหกรรมต่างๆ โดยตลาดหลักทรัพย์มีการเปิดเผยข้อมูลต่างๆ เพื่อให้ประกอบการตัดสินใจลงทุน

5) ให้ความคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้เกี่ยวข้อง โดยเฉพาะผู้ลงทุน ในเรื่องของระบบและความยุติธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์

6) การให้ตลาดหลักทรัพย์เป็นหนึ่งในองค์ประกอบในดัชนีชี้การพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ

ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีสภาพเป็นนิติบุคคลและเป็นสถาบันเอกชนที่ดำเนินการโดยไม่นำผลกำไรแบ่งปันกัน และในวันที่ 20 ธันวาคม 2517 ได้มีการประชุมคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เป็นครั้งแรก และมีมติแต่งตั้งให้ นายสุกรี ยี่ แก้วเจริญ เป็นกรรมการและผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นท่านแรก สำหรับหลักทรัพย์ที่จะทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์จะกระทำได้เฉพาะหลักทรัพย์จดทะเบียนหรือหลักทรัพย์รับอนุญาต เท่านั้น

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เริ่มเปิดทำการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นวันแรก ณ ห้องค้าหลักทรัพย์ อาคารศูนย์การค้าสยามในวันที่ 30 เมษายน 2518 โดยมีหลักทรัพย์จดทะเบียนเข้าซื้อขายจำนวน 16 หลักทรัพย์ เป็นหลักทรัพย์ภาคเอกชน 14 หลักทรัพย์ และหลักทรัพย์ภาครัฐบาล 2 หลักทรัพย์ ส่วนวิธีการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นแบบการประมูลราคาด้วยการจดแจ้งราคาเสนอซื้อ/เสนอขายบนกระดานซื้อขายในห้องค้าหลักทรัพย์ หรือที่เรียกว่า การซื้อขายแบบเคาะกระดาน (Post on Board) และมีกำหนดระยะเวลาการซื้อขายหลักทรัพย์ ตั้งแต่เวลา 10.30 น. ถึง 12.30 น.

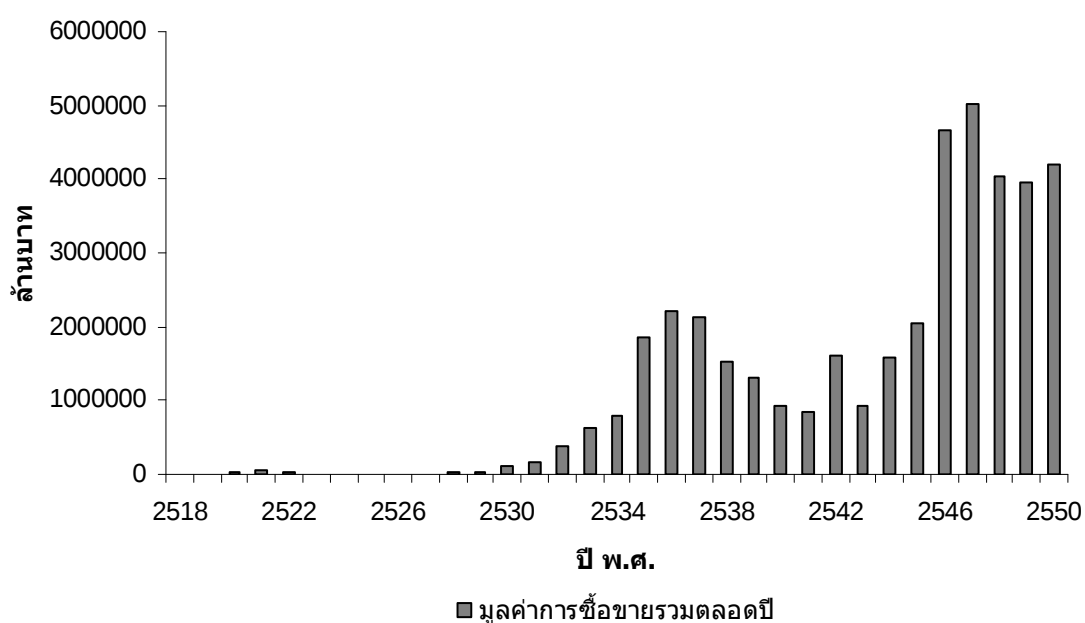
4. การพัฒนาและเหตุการณ์สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นับตั้งแต่เปิดทำการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกในปี 2518 จนถึงปัจจุบัน การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ผ่านเหตุการณ์ต่างๆ เป็นจำนวนมากทั้งในแง่บวกและแง่

ลบ ทุกเหตุการณ์ได้ช่วยให้ตลาดหลักทรัพย์มีการพัฒนาและสร้างความแข็งแกร่งมากขึ้นเรื่อยๆ โดยสามารถสรุปเหตุการณ์สำคัญที่เกิดขึ้นในแต่ละยุคได้ ดังนี้

ยุคเริ่มต้น (พ.ศ. 2518 – 2519)

เป็นยุคที่การซื้อขายหลักทรัพย์ยังเป็นไปในวงแคบ นั่นก็คือ มีมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์อยู่ในระดับต่ำ โดยในปี 2518 และ 2519 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ตลอดทั้งปีเท่ากับ 1,522.92 ล้านบาท และ 1,681.15 ล้านบาท ตามลำดับ (ภาพที่ 8) และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก็มีแนวโน้มลดลง สาเหตุที่การซื้อขายหลักทรัพย์ซบเซาก็เกิดจากภาวะเศรษฐกิจที่ไม่เอื้ออำนวย การเมืองในประเทศขาดเสถียรภาพตลอดจนผู้ลงทุนขาดความมั่นใจต่อภาวะการเมืองในต่างประเทศ



ภาพที่ 8 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมตลอดปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2518 – 2550

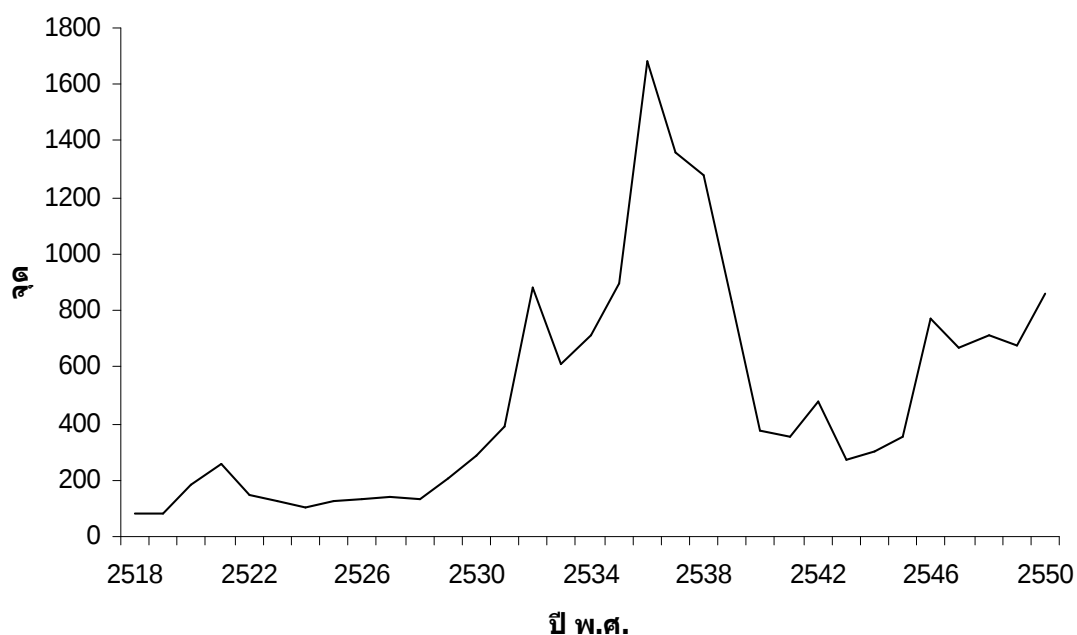
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ยุครุ่งเรืองครั้งแรกของตลาดหลักทรัพย์ (พ.ศ. 2520 – 2521)

การซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงนี้เป็นไปอย่างคึกคัก เนื่องจากการปรับปรุงกฎระเบียบบางประการ ตลอดจนมีการเปิดเผยข้อมูลให้แก่ประชาชน และเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศมีความเจริญเติบโต แต่การเจริญเติบโตในช่วงนี้มีข้อน่าสังเกตอยู่ประการหนึ่ง คือ การลงทุนของผู้ลงทุนเป็นการเก็งกำไรในระยะสั้น และส่งผลให้ความเสี่ยงสูงขึ้นตามมา ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์จึงได้ดำเนินการในเรื่องการเผยแพร่ข้อมูลต่อสาธารณชนเพื่อสร้างความโปร่งใสและความยุติธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์ รวมทั้งมีการออกมาตรการเพิ่มขึ้น เช่น มาตรการด้านภาษี โดยกระทรวงการคลังได้ประกาศให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่บริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการลดหย่อนภาษีเงินได้นิติบุคคล จากร้อยละ 35 เหลือเพียงร้อยละ 30 ของกำไรสุทธิ

ในช่วงปี 2521 มีการลงทุนอย่างต่อเนื่อง โดยเป็นผลจากเศรษฐกิจที่ดีขึ้น และจากการออกพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2521 ส่งผลให้ภาคเอกชนมีความมั่นใจในการลงทุนมากขึ้น จึงมีบริษัทเอกชนเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นตามไปด้วย

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี 2520 ได้ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 26,591.25 ล้านบาท ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวสูงสุดที่ระดับ 205.08 จุด (เมื่อวันที่ 7 พฤศจิกายน 2520) และต่ำสุดที่ 82.48 จุด (เมื่อวันที่ 4 มกราคม 2520) ส่วนในปี 2521 การซื้อขายหลักทรัพย์มีมูลค่า 57,272.40 ล้านบาท โดยดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์สูงสุดอยู่ที่ระดับ 266.20 จุด (เมื่อวันที่ 24 พฤศจิกายน 2521) และปิด ณ สิ้นปีระดับ 257.73 จุด (ภาพที่ 9)



ภาพที่ 9 ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2518 – 2550

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ยุควิกฤตการณ์ราชารัฐ (พ.ศ. 2522 – 2524)

ในช่วงต้นปี 2522 การซื้อขายหลักทรัพย์เริ่มมีการชะลอตัวลง ซึ่งเป็นผลมาจากการเกิดวิกฤตการณ์ราคาน้ำมัน เกิดภาวะเงินเฟ้อ และในภาคเศรษฐกิจระหว่างประเทศก็เกิดปัญหาการขาดดุลการค้าและดุลการชำระเงิน นอกจากนี้ ยังเกิดปัญหากับระบบสถาบันการเงิน คือ ราชารัฐจำกัด ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียน ถูกสั่งปิดกิจการเนื่องจากประสบปัญหาทางการเงินอย่างรุนแรง เหตุการณ์นี้ทำให้ผู้ลงทุนขาดความมั่นใจต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี 2522 ลดลงเหลือเพียง 22,533.12 ล้านบาท โดยดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์สูงสุดที่ระดับ 259.82 จุด (เมื่อวันที่ 2 มกราคม 2522) และต่ำสุดที่ระดับ 146.11 (เมื่อวันที่ 12 พฤศจิกายน) และปิด ณ สิ้นปีที่ระดับ 149.40 จุด

ผลจากการสั่งปิดบริษัท ราชารัฐ จำกัด ทำให้ภาครัฐได้เข้ามาออกกฎหมายเพื่อกำกับดูแลสถาบันการเงิน คือ พระราชบัญญัติประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์และธุรกิจ

เครดิตฟองซิเออร์ พ.ศ. 2522 ส่วนในด้านของตลาดหลักทรัพย์ ได้มีการดำเนินมาตรการแทรกแซงตลาดทุนเพื่อกระตุ้นปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์หลายประการ ตัวอย่างเช่น

- การจัดตั้งกองทุนพัฒนาตลาดทุนมูลค่า 1,000 ล้านบาท เพื่อเข้าซื้อหุ้นซึ่งต่อมาได้หยุดการซื้อขายในเดือนสิงหาคม 2550 และยุบเลิกไปในเดือนมิถุนายน 2552
- การจัดตั้งกองทุนเพื่อเพิ่มสภาพคล่องธุรกิจหลักทรัพย์มูลค่ารวม 2,000 ล้านบาท เพื่อช่วยให้บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ (บริษัทสมาชิก) ซึ่งมีปัญหาสภาพคล่องได้กู้เงินไปใช้
- การจัดตั้งกองทุนมูลค่า 3,000 ล้านบาท เพื่อให้ธนาคารกรุงไทย จำกัด รับฝากหุ้นจากผู้ลงทุนและบริษัทสมาชิก โดยให้สิทธิซื้อคืนในระยะเวลากำหนด 3 ปี
- การขอความร่วมมือให้บริษัทสมาชิกทำการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อเสริมสภาพคล่องเดือนละไม่ต่ำกว่า 30 ล้านบาท ต่อราย
- การปรับลดเพดานการขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์ประจำวัน เหลือร้อยละ 5 ของราคาปิดวันก่อนหน้า จากเดิมร้อยละ 10

แม้จะมีการดำเนินมาตรการต่างๆ เพื่อแทรกแซงตลาดแล้ว แต่ภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ยังคงไม่ดีขึ้น จึงได้มีการขอคำแนะนำจากศาสตราจารย์ ร็อบบินส์ ซึ่งได้ข้อสรุปว่าให้ยุติมาตรการแก้ไขที่เป็นการแทรกแซงตลาด และให้มีการวางรากฐานในด้านต่างๆ เพื่อเตรียมความพร้อมรับมือกับภาวะเศรษฐกิจในภายภาคหน้า

เมื่อผ่านมาถึงปี 2523 บริษัทเงินทุนได้พ้นวิกฤติทางการเงินแล้ว แต่ปริมาณและระดับการซื้อขายหลักทรัพย์ยังคงลดลง ซึ่งเป็นผลมาจากการปรับราคาน้ำมันภายในประเทศต้นทุนการผลิตมีแนวโน้มสูงขึ้น ราคาสินค้าปรับตัวสูงขึ้น ส่งผลให้ภาวะเงินเฟ้อทวีความรุนแรงมากขึ้น โดยดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ในช่วงนี้อยู่ที่ระดับ 113.33 – 148.23 จุด ทั้งนี้ ในปี 2523 ตลาดทุนไทยได้มีเหตุการณ์สำคัญหลายประการเกิดขึ้น ได้แก่

- การจัดตั้งสมาคมสมาชิกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งต่อมาได้เปลี่ยนชื่อเป็นสมาคมสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ (ปี 2524) และสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ (ปี 2535)
- การพัฒนาด้านการเผยแพร่ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ คือ การเผยแพร่ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งใช้หลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญทุกตัวมาคำนวณ และถ่วง

น้ำหนักด้วยจำนวนหุ้นจดทะเบียนของแต่ละหลักทรัพย์ โดยใช้วันเปิดตลาด คือ วันที่ 30 เมษายน 2518 เป็นวันฐาน

ในปี 2524 ภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ยังคงซบเซาอยู่ กล่าวคือ มีมูลค่าการซื้อขายเพียง 2,897.68 ล้านบาท ส่วนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์มีการปรับตัวอยู่ในช่วงแคบๆ คือ ระหว่าง 103.19 – 129.03 จุด

ยุทธศาสตร์ 4 เมษา และการเริ่มฟื้นตัว (พ.ศ. 2525 – 2528)

ในปี 2525 การซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงครึ่งปีแรกยังคงซบเซา อันเป็นผลสืบเนื่องมาจากปีก่อน ตลาดหลักทรัพย์เริ่มมีทิศทางดีขึ้นในไตรมาส 3 เนื่องจากสภาพคล่องของเงินทุนมีมากขึ้น และอัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวลดลง แต่ยังไม่ดีเท่าที่ควร มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งปีอยู่ที่ 5,965.72 ล้านบาท และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์อยู่ที่ระดับ 102.03 – 138.77 จุด โดยนโยบายที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงนี้ คือ การประชาสัมพันธ์และให้ความรู้แก่ประชาชนทั่วไป

ในปี 2526 ตลาดหลักทรัพย์ได้ย้ายที่ทำการจากอาคารศูนย์การค้าสยาม มายังอาคารสินธร ถนนวิฑู โดยมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ตลอดทั้งปีนี้เท่ากับ 9,323.90 ล้านบาท

ในปี 2527 เป็นปีที่เกิดปัญหากับสถาบันการเงินขึ้นอีกครั้ง มีการเพิกถอนใบอนุญาตบริษัทเงินทุนจำนวน 5 แห่ง และเกิดโครงการ 4 เมษายน 2527 โดยภาครัฐได้เข้าไปควบคุมการดำเนินงานของธนาคารเอเซียทรัสต์ จำกัด ซึ่งต่อมาเปลี่ยนชื่อเป็นธนาคารสยาม จำกัด และสุดท้ายมีการโอนกิจการไปรวมกับธนาคารกรุงไทย จำกัด นอกจากนี้ ยังเกิดปัญหากับตลาดเงินนอกระบบ เช่น ปัญหาแชร์ลูกโซ่ ทำให้ภาครัฐต้องมีมาตรการเข้มงวดในการกำกับดูแลปัญหาระบบการเงิน และได้มีการปรับปรุงแก้ไขพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีประเด็นที่เป็นสาระสำคัญ ได้แก่

- การกำกับดูแลบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ไม่ได้เป็นบริษัทสมาชิก โดยตลาดหลักทรัพย์สามารถเข้าไปตรวจสอบบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทสมาชิกได้
- กำหนดให้หุ้นที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เป็น “สังกะสิทธิ์” กล่าวโดยง่าย คือ การที่สามารถใช้หุ้นประเภทเดียวกัน ชนิดเดียวกัน ในจำนวนที่เท่ากันทดแทนกันได้

- การคุ้มครองผู้ลงทุน โดยให้มีการเปิดเผยข้อมูลโดยครบถ้วน และการระวังป้องกันเรื่องการใช้ข้อมูลลงในซื้อขายหุ้น รวมถึงการควบคุมการสร้างระดับราคาอันเป็นเท็จ
- ระบบการฟ้องร้องคดี

ในปี 2528 เป็นปีที่ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์สูงขึ้นถึง 16,472.86 ล้านบาท ซึ่งมาจากการซื้อขายของผู้ลงทุนต่างประเทศ และเริ่มมีแนวความคิดที่จะให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก้าวสู่ความเป็นสากล โดยในปีนี้ได้มีการจัดตั้งศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ขึ้นเพื่ออำนวยความสะดวกด้านการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่บริษัทสมาชิก

ยุครุ่งเรืองครั้งที่สอง (พ.ศ. 2529 – 2532)

ในช่วงนี้เป็นช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์กลับมาคึกคักอีกครั้ง ทั้งนี้ ในปี 2529 การซื้อขายหลักทรัพย์ได้มีการปรับตัวดีขึ้น ซึ่งเป็นผลพวงมาจากการลดค่าเงินบาทในปี 2527 ทำให้กระตุ้นการส่งออก และมีเงินทุนไหลเข้าสู่การลงทุนในหลักทรัพย์ โดยมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในปีนี้อยู่ที่ 29,848.22 ล้านบาท อีกเหตุผลหนึ่งก็คือ การปรับลดอัตราดอกเบี้ยถึง 5 ครั้ง ทำให้มีเงินทุนไหลเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งถือได้ว่าเป็นอีกทางเลือกหนึ่งของผู้ลงทุน

จนกระทั่งปี 2530 เศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทยยังคงมีการเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะภาคการส่งออกของไทย ทำให้มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มสูงถึง 123,420.91 ล้านบาท และดัชนีราคาหุ้นก็ปรับตัวสูงขึ้นไปอยู่ในระดับ 472.86 จุด ในวันที่ 16 ตุลาคม 2530 แต่แล้วในวันจันทร์ที่ 19 ตุลาคม 2530 ก็ได้เกิดเหตุการณ์ที่เรียกว่า “Black Monday” ซึ่งเป็นวิกฤติการณ์ทางการเงินของตลาดหุ้นนิวยอร์กในสหรัฐอเมริกาทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็วและส่งผลกระทบต่อประเทศไทยด้วย โดยดัชนีราคาหุ้นได้ปรับลดลงมาอยู่ที่ระดับ 243 จุด ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ก็สามารถรับมือกับปัญหานี้ได้อย่างรวดเร็ว โดยใช้มาตรการต่างๆ ดังนี้

- การประชาสัมพันธ์ให้ผู้ลงทุนลดความตื่นตระหนก
- การลดอัตราภาษีให้กู้ยืมเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์
- ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศขายเงินลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ จากร้อยละ 60 เป็น ร้อยละ 100

- การจัดตั้ง “กองทุนร่วมพัฒนา” โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อรักษาระดับราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์
- การปรับเพดานขึ้นลงของราคาหุ้น จากไม่เกินร้อยละ 10 ของราคาปิด เป็น ร้อยละ 5 เป็นการชั่วคราว

นอกจากนี้ ยังมีมาตรการเพื่อเพิ่มอุปสงค์และอุปทานให้แก่ตลาด โดยเน้นที่การลงทุนจากต่างประเทศ โดยมาตรการด้านอุปสงค์ คือ การจัดให้มี “กระดานต่างประเทศ” (Alien Board) กำหนดให้การซื้อขายหลักทรัพย์บนกระดานดังกล่าวเป็นการซื้อขายแลกเปลี่ยนระหว่างผู้ลงทุนชายต่างประเทศ ส่วนมาตรการด้านอุปทาน คือ จัดตั้ง “หุ้นกระดานที่สอง” โดยมีการแก้ไขประกาศกระทรวงการคลังเกี่ยวกับคุณสมบัติของบริษัทรับอนุญาต ทำให้กิจการขนาดเล็กที่มีการดำเนินงานที่ดี สามารถเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ และให้รัฐวิสาหกิจต่างๆ สามารถนำหุ้นเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ นอกจากนี้ ได้มีการริเริ่มเพื่อให้มีการออกตราสารการเงินประเภทใหม่ๆ อาทิ ใบสำคัญแสดงสิทธิฯ (warrants) และหุ้นกู้แปลงสภาพ (convertible debentures) ซึ่งสามารถจะเข้ามาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ได้

ภายหลังจากวิกฤตการณ์ “Black Monday” ภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ได้มีการปรับตัวอย่างรวดเร็วและเด่นชัด โดยเริ่มทรงตัวในต้นปี 2531 ราคาหลักทรัพย์เริ่มปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงเดือนกุมภาพันธ์เป็นต้นมา ดัชนีราคาหุ้นปิด ณ สิ้นปี 2531 ที่ระดับ 386.73 จุด โดยมีมูลค่าการซื้อขายทั้งปีสูงถึง 156,649.36 ล้านบาท

ปี 2532 ถือเป็นปีทองของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือ ปัจจัยสนับสนุนต่างๆ ล้วนมีความพร้อม ไม่ว่าจะเป็นเสถียรภาพของอัตราดอกเบี้ย สภาพคล่องที่สูงในตลาดการเงิน และ ความมีเสถียรภาพในระบบอัตราแลกเปลี่ยน รวมถึงการค้าระหว่างประเทศ ปัจจัยต่างๆ เหล่านี้ ส่งผลให้มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ปรับสูงขึ้นถึง 377,067.01 ล้านบาท และดัชนีราคาหุ้นขยับไปปิดที่ระดับสูงสุดเท่าที่เคยมีมา คือ 879.19 จุด ทั้งนี้ นโยบายที่สำคัญในปี 2532 คือ การเสริมสร้างให้ตลาดหลักทรัพย์เป็นแหล่งซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีความยุติธรรม โดยมีการดำเนินงานที่สำคัญ เช่น การเปิดเผยแนวทางปฏิบัติในการเปิดเผยข้อมูลในกรณีเพิ่ม/ลดทุนของบริษัทจดทะเบียน เป็นต้น

ยุคแห่งความผันผวน (พ.ศ. 2533 – 2538)

ยุคนี้เป็นช่วงที่มีทั้งปัจจัยภายนอกประเทศและภายในประเทศ ซึ่งเป็นผลกระทบในเชิงลบต่อภาวะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ถึงแม้ว่าระดับราคาหุ้นจะได้ระดับสูงสุดจนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ไปอยู่ที่ระดับ 1,143.78 จุด (ในวันที่ 25 กรกฎาคม 2533) ซึ่งเป็นระดับสูงสุดตั้งแต่เปิดตลาดมา แต่ต่อมาในวันที่ 2 สิงหาคม 2533 ก็ได้เกิดวิกฤตขึ้นอีกครั้ง คือ การเกิดวิกฤติการณ์อ่าวเปอร์เซีย ที่ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมัน ตลาดผลผลิตและตลาดการเงินทั่วโลก และที่แย่ไปกว่านั้นก็คือ เกิดผลทางจิตวิทยาต่อผู้ลงทุน ทำให้ผู้ลงทุนไม่มั่นใจในการลงทุนและพยายามลดน้ำหนักการลงทุน ส่งผลให้เกิดภาวะเงินตึงตัวจนอัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวสูงสุดถึงร้อยละ 16.5 ส่งผลให้ดัชนีราคาหุ้นปรับลดลงไปปิด ณ สิ้นปี 2533 ที่ระดับ 612.86 จุด

ปี 2533 เป็นปีของการพัฒนาด้านระบบการบริหาร รวมทั้งการดำเนินงานด้านการชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ โดยนำระบบคอมพิวเตอร์และเทคโนโลยีเข้ามาประยุกต์ใช้ ตลอดจนมีแนวคิดเข้าสู่การดำเนินงานในระดับสากล โดยตลาดหลักทรัพย์ได้เข้าเป็นสมาชิกขององค์กรระหว่างประเทศต่างๆ ได้แก่ สมาพันธ์ตลาดหลักทรัพย์นานาชาติ (Federation International des Bourses de Valuers: FIBV ปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็น The World Federation of Exchanges: WFE) และองค์กรคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นานาชาติ (International Organization of Securities Commission: IOSCO)

ในช่วงสองปีต่อมา คือ ปี 2534 และ 2535 แม้ว่าจะมีปัญหาการเมืองภายในประเทศที่ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนไทยและต่างประเทศ การเปลี่ยนแปลงทางการเมืองโดยคณะรักษาความสงบเรียบร้อยแห่งชาติ (รสช.) ได้ยึดอำนาจการปกครองในปี 2534 และต่อมาในวันที่ 17 – 20 พฤษภาคม 2535 ได้เกิดเหตุการณ์พฤษภาทมิฬ ที่ส่งผลให้ภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์เกิดความผันผวนอย่างมาก แต่ตลาดหลักทรัพย์ก็ยังไม่หยุดการพัฒนา โดยในช่วงนี้มีพัฒนาการที่สำคัญสองประการ คือ การที่ตลาดหลักทรัพย์ได้เปลี่ยนวิธีการซื้อขายหลักทรัพย์จากระบบเคาะกระดานหรือการประมูลจดแจ้งราคาบนกระดาน มาเป็นการประมูลราคาโดยอัตโนมัติผ่านระบบคอมพิวเตอร์ ที่เรียกว่า ระบบ ASSET (Automated System for the Stock Exchange of Thailand) ซึ่งช่วยทำให้การซื้อขายไม่ต้องกระทำในห้องค้าหลักทรัพย์อีกต่อไป

อีกเหตุการณ์หนึ่งที่สำคัญ คือ การประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 พร้อมกับการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีระบบการกำกับดูแลและตรวจสอบที่มีความเป็น

เอกภาพ ซึ่งกฎหมายนี้มีผลต่อโครงสร้างตลาดทุนและผู้เกี่ยวข้องอย่างมาก นอกจากประเด็นใหญ่ที่เกิดขึ้นสองประการดังกล่าวแล้ว การนำระบบไร้ใบหุ้น (Scripless System) มาใช้ได้ทำให้ระบบการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพและประสิทธิผลยิ่งขึ้น นั่นคือ มีความรวดเร็ว ถูกต้อง โปร่งใส และปลอดภัยยิ่งขึ้น นอกจากนี้ได้มีการขยายเวลาการซื้อขายหลักทรัพย์ออกเป็น 2 รอบ คือ การซื้อขายรอบเช้า ในระหว่างเวลา 10.00 – 12.30 น. และการซื้อขายรอบบ่าย ในระหว่างเวลา 14.30 – 16.00 น. และต่อมาในปี 2536 ยังได้มีการขยายเวลาการซื้อขายรอบบ่ายถึงเวลา 16.30 น.

ในช่วงปลายปี 2535 คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้มีการลงมติกล่าวโทษบุคคลที่กระทำการเพื่อสร้างราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ต่อมาในปี 2536 ได้เกิดปัญหาเกี่ยวกับสถาบันการเงิน คือ บริษัทเงินทุนเฟิสท์ ซิตี้ อินเวสเมนต์ จำกัด เกิดปัญหาสภาพคล่อง ทำให้ถูกสั่งปิดการดำเนินงานเป็นการชั่วคราว นอกจากนี้ ยังมีปัญหาเกี่ยวกับการปั่นหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งเกิดความไม่เชื่อมั่นต่อสภาพการณ์ทางการเมืองของประเทศ ทำให้ตลาดโดยทั่วไปอยู่ในภาวะซบเซา จนกระทั่งเดือนตุลาคม 2536 จึงเริ่มปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับแรงกระตุ้นจากผู้ลงทุนต่างประเทศ ส่งผลให้ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวสูงสุดที่ระดับ 1,682.85 จุดและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมทั้งปีเท่ากับ 2,201,148.18 ล้านบาท

สำหรับในปี 2537 ภาวะการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มีความผันผวนอยู่ในช่วงแคบๆ โดยมีปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และดัชนีราคาหุ้นลดลงจากปีก่อน อันเนื่องมาจากความไม่แน่นอนและความไม่มั่นคงทางการเมือง และปัญหาการเรียกร้องให้มีการเปลี่ยนแปลงรัฐธรรมนูญ รวมทั้งเรื่องกรณีที่ดิน ส.ป.ก. 4 – 01 ซึ่งส่งผลให้ภาวะการลงทุนมีความชะงักงัน และในช่วงปลายปี 2537 ถึงต้นปี 2538 เกิดปัญหาเกี่ยวกับการลดค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และเงินเปโซ ทำให้มีข่าวลือต่างๆ นานา จนเกิดการชะลอตัวของการลงทุนทั่วโลกอีกครั้งหนึ่ง อีกทั้งยังมีปัจจัยลบภายนอกมาเป็นแรงเสริมอีก คือ การเกิดแผ่นดินไหวอย่างรุนแรงในญี่ปุ่น การล่มสลายของธนาคารแบริง ส่วนปัจจัยภายในประเทศ ก็คือ การยุบสภา และการที่อัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง

พัฒนาการที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์ในช่วยนี้ คือ การจัดตั้งบริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด และการจัดให้มีกองทุนเพื่อการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ เพื่อป้องกันความเสี่ยงของการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังมีการจัดตั้ง “ศูนย์ซื้อ

ขายหลักทรัพย์กรุงเทพ” (Bangkok Stock Dealing Center: BSDC) เพื่อเป็นตลาดรองสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์อีกแห่ง แต่ก็ไม่ได้รับความนิยมเท่าที่ควรและต่อมาได้ปิดกิจการลงเมื่อกลางปี 2542

ยุคของวิกฤตเศรษฐกิจ (พ.ศ. 2539 – 2543)

ตั้งแต่ปี 2539 เป็นต้นมา มีสัญญาณบางประการที่ส่งมาจากภาคธุรกิจ เช่น ปัญหาหนี้เสีย การทุจริตของผู้บริหารสถาบันการเงินบางแห่ง ทำให้ผู้ลงทุนขาดความเชื่อมั่นและกระทบเป็นลูกโซ่ต่อสถาบันการเงินขนาดเล็กและขนาดใหญ่ ซึ่งสาเหตุส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี รวมถึงการเก็งกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนของกองทุนต่างประเทศ ส่งผลให้เกิดหนี้เสียต่อสถาบันการเงินในอัตราที่สูงมาก รัฐบาลจึงได้ประกาศระงับการดำเนินงานของบริษัทเงินทุนจำนวน 58 แห่ง เป็นการชั่วคราว และภายหลังได้มีการสั่งปิดอย่างถาวรจำนวน 56 แห่ง

ยิ่งไปกว่านั้น ผลของการที่ค่าเงินบาทถูกเก็งกำไรโดยกองทุนต่างชาติในปริมาณที่สูง ทำให้ประเทศไทยเกิดปัญหาอัตราแลกเปลี่ยน จนต้องเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตะกร้าเงิน (Basket Currency) ที่ใช้อยู่ในขณะนั้น มาเป็นระบบลอยตัวแบบมีการจัดการ (Managed Float) ในวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 ซึ่งทำให้อัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว เงินบาทอ่อนค่าลงมาก และส่งผลคล้ายกับเป็นโรคติดต่อสู่ประเทศอื่นๆ ในภูมิภาค โดยมีการเรียกวิกฤตการณ์ครั้งนี้ว่า “วิกฤตการณ์ต้มยำกุ้ง”

วิกฤตการณ์ครั้งนี้ได้ส่งผลกระทบต่อทุกภาคอุตสาหกรรมภายในประเทศของไทยซึ่งภาครัฐได้พยายามหาทางแก้ไขโดยการจัดตั้งองค์กรปฏิรูประบบสถาบันการเงิน (ปรส.) และบรรษัทบริหารสินทรัพย์ (บส.) เพื่อทำหน้าที่ในการแก้ไขปัญหาสถาบันการเงินในด้านการการรับซื้อและขายโอนสินทรัพย์จากสถาบันการเงินที่ประสบปัญหา อีกทั้งยังได้ขอคำแนะนำจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund: IMF) และธนาคารโลก (World Bank) โดยประเทศไทยได้เข้าทำสัญญาเพื่อขอรับความช่วยเหลือจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ

ในช่วงปี 2541 และ 2542 เศรษฐกิจของประเทศไทยประสบกับภาวะถดถอยอย่างรุนแรง โดยเฉพาะปัญหาสภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจ ทำให้มีเงินไหลออกจากตลาดหลักทรัพย์เป็นจำนวนมาก ในแง่ของธนาคารพาณิชย์ ยังคงไม่สามารถแก้ไขปัญหาหนี้เสียได้ ทำให้ไม่สามารถ

ปล่อยสินเชื่อ และรายได้ของธนาคารพาณิชย์ลดลง ส่วนการชำระหนี้กันต่างประเทศก็ต้องใช้เงินเป็นจำนวนมากขึ้น เนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ปรับตัวสูงขึ้น ภาพสะท้อนนี้ส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์อย่างรุนแรง ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่ต่ำสุดในปีนั้น คือ 207.31 จุด (วันที่ 4 กันยายน 2541)

สภาพการณ์ทางเศรษฐกิจของประเทศยังคงซบเซาอย่างต่อเนื่องจนถึงปี 2543 ผู้ลงทุนยังขาดความมั่นใจในการที่จะกลับมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และยังมีปัจจัยภายนอกเข้ามากระทบอีก เช่น การปรับลดน้ำหนักการลงทุนของตลาดหลักทรัพย์ไทยในการคำนวณดัชนี MSCI ของสถาบันการเงินระดับโลก ความผันผวนทางเศรษฐกิจและการว่างงานภายในประเทศสหรัฐอเมริกา และราคาน้ำมันในตลาดโลกที่มีความผันผวน เป็นต้น

ยุคฟื้นตัวจากวิกฤตเศรษฐกิจ (พ.ศ. 2544 – 2550)

ในช่วงนี้ภาวะเศรษฐกิจมีการปรับตัวดีขึ้น แต่ยังคงมีความผันผวนจากเหตุการณ์บางประการที่สำคัญ คือ เหตุการณ์โศกนาฏกรรมวันที่ 11 กันยายน 2544 ในสหรัฐอเมริกาที่ส่งผลให้การซื้อขายหลักทรัพย์ของไทยได้รับผลกระทบไปด้วย แต่มีปัจจัยส่งเสริมประการหนึ่ง คือ สภาพการเมืองที่รัฐบาลมีความแข็งแกร่งในเชิงโครงสร้าง ประกอบกับแนวนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลซึ่งกระตุ้นการใช้จ่ายภาคครัวเรือน ทำให้ระบบเศรษฐกิจกลับมามีแรงซื้อ ส่งผลดีต่อภาพรวมของธุรกิจ และจากการที่อัตราดอกเบี้ยลดต่ำลงเป็นเวลานาน ได้สร้างผลดีต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือ ผู้ลงทุนจะเลือกแหล่งลงทุนที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าโดยเปรียบเทียบ ดังนั้น จึงทำให้ภาวะของตลาดหลักทรัพย์ดีขึ้น และปรับตัวขึ้นอย่างช้าๆ จนมาถึงช่วงปี 2546 ตลาดหลักทรัพย์กลับมาคึกคักอีก โดยมีมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมทั้งปีสูงถึง 4,670,281 ล้านบาท ต่อมาในปี 2549 ตลาดหลักทรัพย์ได้ประสบกับวิกฤตอีกครั้ง ซึ่งเป็นผลมาจากปัญหาความขัดแย้งทางการเมืองจนก่อให้เกิดเหตุการณ์การรัฐประหารโดยคณะปฏิรูปการปกครองในระบอบประชาธิปไตยอันมีพระมหากษัตริย์ทรงเป็นประมุข (คปค.) ในวันที่ 19 กันยายน 2549 และอีก 3 เดือนต่อมา ในวันที่ 18 ธันวาคม 2549 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ออกมาตรการป้องกันการเก็งกำไรค่าเงินบาท ซึ่งสร้างความเสียหายให้กับตลาดหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก ส่งผลให้ดัชนีราคาหุ้นปรับตัวลดลงรุนแรงเป็นอย่างมากในวันที่ 19 ธันวาคม 2549 เป็นผลให้ต้องหยุดการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์เป็นเวลา 30 นาที เนื่องจากดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ลดลงต่ำกว่าร้อยละ 10 ณ ระดับดัชนีที่ 656.49 ลดลงจากวันก่อน 74.06 จุดหรือลดลงร้อยละ 10.14 และปิดที่ระดับ 622.14 จุด

ลดลง 108.41 จุด ซึ่งมากที่สุดเป็นประวัติการณ์ อย่างไรก็ตาม ในวันที่ 20 ธันวาคม กระทรวงการคลัง ได้มีการยกเลิกมาตรการควบคุมการเก็งกำไรค่าเงินบาทสำหรับเงินทุนที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเงินทุนที่นำมาลงทุนโดยตรงหรือ Foreign Direct Investment จึงทำให้ ณ สิ้นปี ดัชนีตลาดหลักทรัพย์สามารถปรับตัวขึ้นมาปิดที่ระดับ 679 จุด ได้

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นองค์กรที่มีบทบาทสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศ ในด้านการเป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญของกิจการที่ต้องการเงินทุนมาขยายกิจการ มีบทบาทการเป็นตลาดรองในการซื้อขายหลักทรัพย์และเป็นช่องทางในการลงทุนของผู้ที่มีเงินทุนส่วนเกิน ซึ่งบทบาทเหล่านี้เป็นบทบาทที่เป็นจักรกลหนึ่งในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศและภูมิภาค ดังนั้น จากการเป็นองค์กรที่สำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศเช่นนี้ ตลาดหลักทรัพย์จึงต้องมีโครงสร้างองค์กรและโครงสร้างการบริหารงานที่มีประสิทธิภาพ เพื่อรองรับภารกิจที่สำคัญเหล่านี้ สำหรับเนื้อหาในส่วนนี้จะอธิบายถึงโครงสร้างการบริหารงานของตลาดหลักทรัพย์หน่วยงานภายใน รวมถึงองค์ประกอบของตลาดหลักทรัพย์ (สุภชัย ศรีสุชาติ, 2547)

1. โครงสร้างการบริหารงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 ทำหน้าที่ในการอำนวยความสะดวกและส่งเสริมการระดมทุนระยะยาวที่มีประสิทธิภาพ เพื่อพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศไทย และเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ที่ออกโดยบริษัทจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งให้บริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง ดำเนินงานในรูปแบบขององค์กรที่มีได้มุ่งหวังผลกำไร โดยได้เริ่มเปิดการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรก เมื่อวันที่ 30 เมษายน 2518 ปัจจุบันการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

1.1 คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับตลาดหลักทรัพย์

และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) โดยกำหนดอำนาจหน้าที่ให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นผู้กำกับนโยบายและควบคุมการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์

คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีจำนวนทั้งหมด 11 คน ประกอบด้วย

1) ผู้ทรงคุณวุฒิที่ได้รับการแต่งตั้งจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. จำนวน 5 คน ซึ่งเป็นผู้ที่มีความรู้และประสบการณ์ในกิจการของตลาดหลักทรัพย์ ธุรกิจหลักทรัพย์หรือธุรกิจการเงินเป็นอย่างดี และอย่างน้อย 1 คน ต้องเป็นผู้บริหารระดับสูงของบริษัทจดทะเบียน

2) บุคคลที่ได้รับการเลือกตั้งจากบริษัทสมาชิก จำนวน 5 คน ซึ่งประกอบด้วย กรรมการหรือผู้บริหารบริษัทสมาชิก จำนวน 4 คน และผู้ทรงคุณวุฒิ 1 คน

3) กรรมการและผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์ 1 คน ที่ได้รับการคัดเลือกจากกรรมการทั้ง 10 ท่าน ตามข้อ 1 และ 2

สำหรับวาระการดำรงตำแหน่งของกรรมการทั้ง 10 ท่าน ตามข้อ 1 และ 2 นั้น จะดำรงตำแหน่งวาระละ 2 ปี และเมื่อครบวาระแล้ว อาจได้รับการแต่งตั้งหรือเลือกตั้งได้อีก แต่จะดำรงตำแหน่งติดต่อกันได้ไม่เกิน 2 วาระ และในกรณีของผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์ จะมีวาระในการดำรงตำแหน่งคราวละไม่เกิน 4 ปี และอาจได้รับการแต่งตั้งได้อีกไม่เกินหนึ่งวาระ

หน้าที่หลักของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ คือ เป็นผู้กำหนดนโยบายและควบคุมการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ ภายใต้ขอบเขตของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดระเบียบหรือข้อบังคับต่างๆ ที่ทำให้การดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์เป็นไปอย่างเป็นระเบียบ ทั้งนี้ การแก้ไขระเบียบข้อบังคับบางประเภทต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. ก่อนจึงมีผลบังคับใช้

1.2 การดำเนินงานหลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในกระบวนการบริหารงานของตลาดหลักทรัพย์ ฝ่ายบริหารจะเป็นผู้รับนโยบายจาก คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ และทำงานให้บรรลุตามนโยบายในขอบเขตของอำนาจหน้าที่ที่พึงกระทำได้ การดำเนินงานหลักของตลาดหลักทรัพย์มี ดังนี้

1) การรับหลักทรัพย์จดทะเบียน หลักทรัพย์ที่ซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์นั้นต้องเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน โดยผู้ออกหลักทรัพย์จดทะเบียน คือ บริษัทจดทะเบียนซึ่งเป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการ ก.ล.ด. ให้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน และได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์รับเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือตลาดหลักทรัพย์ใหม่ ตามหลักเกณฑ์การพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทที่จะยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ใหม่ที่กำหนดไว้

หลักทรัพย์จดทะเบียน ประกอบด้วยหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้ หุ้นแปลงสภาพ หน่วยลงทุน ใบสำคัญแสดงสิทธิฯ ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ ใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงไทย (Non-Voting Depository Receipt: NVDR) ใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิง (Depository Receipt: DR) ใบแสดงสิทธิในการจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้ (Transferable Subscription Right: TSR) เป็นต้น

2) การให้บริการระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์และให้บริการอื่นๆที่เกี่ยวข้อง การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์กระทำผ่านคอมพิวเตอร์ หรือระบบ ASSET (Automated System for the Stock Exchange of Thailand) ทำให้ผู้ลงทุนมั่นใจได้ถึงความเป็นระเบียบ ถูกต้อง และเป็นธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์ นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์ยังให้บริการด้านการชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ ซึ่งกระทำโดยบริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์ เพื่อสนับสนุนให้ระบบการซื้อขายหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น จึงอาจกล่าวได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์ได้มีการให้บริการที่เกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างครบวงจร

3) การคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุน ตลาดหลักทรัพย์มีแนวนโยบายสำคัญประการหนึ่ง คือ การสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน ดังนั้น จึงมีกระบวนการดำเนินงานบางประการ เพื่อคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุน กระบวนการดังกล่าวนี้ ได้แก่

ก. การกำกับดูแลการเปิดเผยข้อมูลสำคัญของบริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดหลักเกณฑ์ให้บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยข้อมูลสารสนเทศที่สำคัญซึ่งมีผลกระทบต่อผลประโยชน์ของผู้ลงทุน และสร้างกระบวนการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามแนวทาง “บรรษัทภิบาล” ข้อมูลสำคัญที่บริษัทจดทะเบียนจะต้องเปิดเผย ได้แก่ ข้อมูลที่เป็นเหตุการณ์ที่ต้องรายงานตามกำหนด หรือข้อมูลที่ต้องรายงานตามรอบระยะเวลา เช่น ผลประกอบการ งบการเงิน และรายงานทางการเงินต่างๆ

ข. การกำกับดูแลและตรวจสอบการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยตลาดหลักทรัพย์จะทำหน้าที่ติดตามดูแลและตรวจสอบ เพื่อให้การซื้อขายหลักทรัพย์ดำเนินไปอย่างเป็นระเบียบยุติธรรม และเป็นที่เชื่อถือของผู้ลงทุน เช่น การติดตามสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ และสังเกตพฤติกรรมของหลักทรัพย์ที่มีการเคลื่อนไหวผิดปกติ พัฒนาระบบสัญญาณเตือนความผิดปกติของการซื้อขาย การติดตามและตรวจสอบการสร้างราคาอันเป็นเท็จ การใช้ข้อมูลภายใน หรือการสร้างข่าวลือให้ผู้ลงทุนเข้าใจผิด เป็นต้น ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์มีกระบวนการเปิดเผยข้อมูล และแสดงเครื่องหมายต่างๆ ไว้บนกระดานซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อแจ้งให้ผู้ลงทุนทราบถึงความเคลื่อนไหวที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการให้ความคุ้มครองอีกชั้นหนึ่ง

ค. การดูแลการปฏิบัติงานของบริษัทสมาชิก ตลาดหลักทรัพย์ให้ความสำคัญกับการดูแลการปฏิบัติงานของบริษัทสมาชิก เพื่อให้การดำเนินธุรกิจของบริษัทสมาชิกเป็นไปตามมาตรฐานและจรรยาบรรณทางวิชาชีพ และเป็นธรรมต่อผู้ลงทุน รวมถึงเป็นไปตามระเบียบและข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ที่เกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ เช่น การซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยบัญชีเงินสด บัญชีมาร์จิน การเรียกเก็บค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์หรือค่านายหน้า การดูแลรักษาผลประโยชน์ของลูกค้า เป็นต้น

ง. การเผยแพร่และการให้บริการข้อมูลสารสนเทศ เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับทราบข้อมูลข่าวสารต่างๆ ที่ถูกต้อง ครบถ้วน และทันต่อสถานการณ์ ซึ่งช่วยให้การลงทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ตลาดหลักทรัพย์จึงได้ทำการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารและให้บริการสารสนเทศใน

รูปแบบต่างๆ อย่างแพร่หลาย ให้แก่ผู้ลงทุน ผู้ใช้ข้อมูล และประชาชนทั่วไป การเผยแพร่ข้อมูลสารสนเทศของตลาดหลักทรัพย์ได้กระทำผ่านสื่อประเภทต่างๆ เช่น โทรทัศน์ วิทยุ อินเทอร์เน็ต สื่ออิเล็กทรอนิกส์ และสิ่งพิมพ์ต่างๆ ทั้งในรูปของหนังสือ ตำรา เอกสารเผยแพร่ ซึ่งล้วนแต่เป็นแหล่งความรู้ให้แก่ผู้สนใจ

จ. การส่งเสริมความรู้ให้แก่ผู้ลงทุนและผู้เกี่ยวข้องในธุรกิจหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ได้เล็งเห็นความสำคัญในการส่งเสริมความรู้เพื่อพัฒนาทรัพยากรบุคคลในธุรกิจหลักทรัพย์ ผู้ลงทุน และผู้สนใจทั่วไป โดยได้จัดการกิจกรรมต่างๆ เพื่อส่งเสริมความรู้ให้แก่ผู้เกี่ยวข้องอย่างต่อเนื่อง สนับสนุนในด้านทุนการศึกษา ทุนวิจัย และจัดโครงการอบรมต่างๆ ให้แก่อาจารย์ผู้สอน นักเรียน นิสิต นักศึกษา รวมทั้งจัดการอบรมเพื่อเพิ่มทักษะและการทดสอบเพื่อขอรับใบอนุญาตประกอบวิชาชีพต่างๆ สำหรับบุคลากรในธุรกิจหลักทรัพย์ด้วย

เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์และหน้าที่ต่างๆ ดังกล่าวข้างต้น โครงสร้างการบริหารงานของตลาดหลักทรัพย์ จึงมีการออกแบบเพื่อให้มีหน่วยงานรองรับกับหน้าที่ และเป็นการทำงานในลักษณะการประสานสนับสนุนกันเพื่อผลสำเร็จสูงสุด โดยแบ่งออกเป็นกลุ่มงานใหญ่ๆ ได้แก่ สายงานเทคโนโลยีสารสนเทศ สายงานพัฒนาความรู้ตลาดทุน ศูนย์ระดมทุนและตลาดหลักทรัพย์ใหม่ สายงานกำกับตลาด สายงานวิจัยและข้อมูลสารสนเทศ สายงานกิจกรรมองค์กร เป็นต้น

1.2 องค์ประกอบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นอกจากองค์ประกอบในแง่ของโครงสร้างการบริหารงานแล้ว ตลาดหลักทรัพย์ยังมีองค์ประกอบที่เหมือนกับตลาดอื่นทั่วไป คือ มีสินค้า ผู้ซื้อ ผู้ขาย และผู้ช่วยอำนวยความสะดวก ซึ่งในเชิงกายภาพแล้ว ตลาดอาจหมายถึงห้องค้าหลักทรัพย์ รวมถึงระบบที่ทำให้ผู้ซื้อและผู้ขายเข้ามาตกลงทำการซื้อขายกัน แต่ในปัจจุบัน การส่งคำสั่งเสนอซื้อ/เสนอขาย สามารถกระทำผ่านระบบคอมพิวเตอร์และอินเทอร์เน็ตได้ด้วย ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์ในความหมายเชิงกายภาพจึงลดบทบาทลง ทั้งนี้ องค์ประกอบที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่

1) สินค้า คือ หลักทรัพย์จดทะเบียน เป็นหลักทรัพย์ที่ออกโดยบริษัทมหาชนจำกัดที่เข้าจดทะเบียนและทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ใหม่ หลักทรัพย์จดทะเบียนที่มีการซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์มีอยู่หลายประเภท ยกตัวอย่างเช่น หุ้น

สามัญ หุ่นบริมสิทธิ หุ่นกู้ หน่วยลงทุน ใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์ หรือวอแรนท์ เป็นต้น

2) ผู้ซื้อขาย คือ ผู้ลงทุน เป็นองค์ประกอบที่สำคัญที่สุด โดยผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อาจแบ่งได้ตามขนาดของปริมาณการซื้อขาย เช่น การแบ่งประเภทของผู้ลงทุน เป็นผู้ลงทุนรายย่อย ผู้ลงทุนสถาบัน และผู้ลงทุนต่างประเทศ หรืออาจแบ่งเป็น ผู้ลงทุนระยะสั้น ผู้ลงทุนระยะยาว และนักเก็งกำไร ซึ่งเป็นการแบ่งตามพฤติกรรมในแง่ระยะเวลาการถือครองหลักทรัพย์ เป็นต้น

ผู้ลงทุนแต่ละประเภทจะมีรูปแบบการซื้อขายและปริมาณการซื้อขายที่แตกต่างกันออกไป ยกตัวอย่าง เช่น ผู้ลงทุนรายย่อยก็จะมีพฤติกรรมการลงทุนหรือซื้อขายตามผู้ลงทุนสถาบัน หรือผู้ลงทุนต่างประเทศ โดยจะมีการเชื่อในข่าวที่เกิดขึ้น และซื้อขายไปในทิศทางเดียวกัน เป็นต้น ทั้งนี้ อาจเกิดจากความแตกต่างในด้านของข้อมูลข่าวสาร ความสามารถในการวิเคราะห์ข่าวสาร ที่แตกต่างจากผู้ลงทุนสถาบัน

3) ตัวแทนนายหน้าผู้ซื้อขาย คือ บริษัทสมาชิก เป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตให้ประกอบธุรกิจนายหน้าค้าหลักทรัพย์ ซึ่งมีคุณสมบัติเหมาะสมและได้รับอนุมัติให้เข้าเป็นบริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ หรือที่เรียกกันว่า โบรกเกอร์ (Broker) นอกเหนือจากการให้บริการหลักในการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์แล้ว บริษัทหลักทรัพย์ยังอาจมีบริการอื่นๆ ได้แก่ การให้การศึกษาลงทุน และการจัดการกองทุนส่วนบุคคล การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ การยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ และการเป็นที่ปรึกษาทางการเงิน

ดังนั้น นอกเหนือจากหน้าที่การเป็นแหล่งกลางในการซื้อขายหลักทรัพย์แล้ว ตลาดหลักทรัพย์ยังต้องดำเนินงานและให้บริการในด้านอื่นๆ อีกทั้งต้องประสานองค์ประกอบต่างๆ เข้าด้วยกัน เพื่อให้กลไกสามารถดำเนินไปด้วยความถูกต้อง มีประสิทธิภาพและส่งผลดีต่อตลาดการเงินและระบบเศรษฐกิจของประเทศ

บทบาทของตลาดหลักทรัพย์ต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศไทย

ในหัวข้อนี้เป็นการศึกษาถึงบทบาทของตลาดหลักทรัพย์ต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยเนื้อหาในส่วนแรกจะกล่าวถึงภาพรวมของการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่ผ่านมาในประเทศไทย จากนั้นจะกล่าวถึงบทบาทของตลาดหลักทรัพย์ต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

1. การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่ผ่านมาในประเทศไทย

เนื้อหาในส่วนนี้เป็นการศึกษาถึงภาพรวมของการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่ผ่านมาในประเทศไทยว่ามีการเปลี่ยนแปลง และการเจริญเติบโตไปในทิศทางใด โดยจะนำเสนอตามช่วงเวลาตามแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติในฉบับต่างๆ ดังนี้ (สภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, 2550)

ภาวะเศรษฐกิจในช่วงแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 1 – 2 (พ.ศ. 2504 – 2514)

ในระยะนี้ภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยได้ก้าวรุดหน้าไปด้วยดี โดยมีการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ เพิ่มขึ้นในอัตราเฉลี่ยร้อยละ 8.4 (ตารางที่ 2) ความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศไทยในช่วงปี 2504 – 2509 ได้อำนวยผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของระบบเศรษฐกิจให้มีลักษณะสมดุลและมีการขยายกำลังการผลิตให้กว้างขวางมากขึ้นเป็นลำดับ

ตารางที่ 2 อัตราการเจริญเติบโตของ GDP ในแผนพัฒนาฉบับที่ 1 (พ.ศ. 2505 – 2509)

	2505	2506	2507	2508	2509	เฉลี่ย 5 ปี
อัตราการเจริญเติบโตของ GDP (% ต่อปี)	7.8	8.1	6.8	8.0	11.3	8.4

ที่มา: สภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

ในระยะต้นของแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 2 ระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยขยายตัวอย่างรวดเร็ว เนื่องจากการผลิตที่สำคัญ คือ การเกษตรและอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นในอัตราสูง นอกจากนั้น การลงทุนจากต่างประเทศ และรายจ่ายของสหรัฐฯ ในประเทศไทยได้เพิ่มขึ้นมากในระยะนี้ด้วย แต่ในระยะปลายแผนระบบเศรษฐกิจขยายตัวช้าลงจนถึงขั้นมีภาวะเศรษฐกิจรัดตัวเป็นครั้งแรก

หลังจากที่ได้ขยายตัวเป็นเวลาติดต่อกันมากกว่า 10 ปี (ตารางที่ 3) สาเหตุสำคัญที่ทำให้ระบบเศรษฐกิจมีความเคลื่อนไหวขึ้นอย่างรวดเร็วนี้นั้น ส่วนใหญ่เกิดจากอิทธิพลของการเปลี่ยนแปลงในปัจจัยทางเศรษฐกิจในต่างประเทศที่สำคัญ 3 ประการ คือ 1) โครงสร้างความต้องการของตลาดโลกสำหรับสินค้าหลายประเภทได้เปลี่ยนแปลงไป ทำให้ราคาสินค้าออกที่สำคัญของไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งข้าว และยางลดลงมาก 2) รายจ่ายทางทหารของสหรัฐฯ ในประเทศไทย และ 3) การลงทุนจากต่างประเทศ ซึ่งเคยเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในระยะก่อนกลับลดลงไปมากในระยะด้วย

ตารางที่ 3 อัตราการเจริญเติบโตของ GDP ในแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 2 (พ.ศ. 2510 – 2514)

	2510	2511	2512	2513	2514	เฉลี่ย 5 ปี
อัตราการเจริญเติบโตของ GDP (% ต่อปี)	8.4	8.2	7.8	6.5	4.8	7.2

ที่มา: สภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

ภาวะเศรษฐกิจในช่วงแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 3 – 4 (พ.ศ. 2515 – 2518)

ระบบเศรษฐกิจของประเทศในช่วงนี้ มีโครงสร้างไปในลักษณะที่มีความสัมพันธ์กับระบบเศรษฐกิจระหว่างประเทศมากขึ้น คือ สัดส่วนของมูลค่าสินค้าออกและสินค้าเข้าได้เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 34 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ ในปี 2514 เป็นประมาณร้อยละ 48 ในปี 2518 ซึ่งถือได้ว่าเป็นระบบเศรษฐกิจที่เชื่อมโยงและสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงภาวะทางเศรษฐกิจของโลกมากขึ้น ดังจะเห็นได้จากการที่ภาวะเศรษฐกิจของโลกได้เปลี่ยนแปลงไปอย่างมากนับตั้งแต่ความผันผวนของระบบการเงินของโลกตั้งแต่ปี 2514 เป็นต้นมา โดยเฉพาะการที่ค่าเงินดอลลาร์ของสหรัฐฯ ลดต่ำลง การเพิ่มระดับราคาสินค้าสำคัญในตลาดโลกประเภทอาหารและวัตถุดิบตั้งแต่ปี 2515 ติดตามมาด้วยการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันที่ได้เพิ่มขึ้นถึง 4 เท่าตัว ในช่วงของแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 3 ภาวะการณ์เหล่านี้ได้ส่งผลให้เกิดภาวะเงินเฟ้อและเศรษฐกิจชะงักงันขึ้นทั่วโลก ซึ่งทำให้กระทบกระเทือนต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของไทยพอสมควร และก่อให้เกิดปัญหาการว่างงานรุนแรงขึ้น การผลิตส่วนรวมของประเทศในช่วงแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 3 ก็เริ่มขยายตัวช้าลง และไม่สม่ำเสมอ ในแต่ละปีมีการเคลื่อนไหวขึ้นลงอย่างมากตามภาวะเศรษฐกิจของโลก ซึ่งก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของการลงทุน การบริโภค การส่งออก และปริมาณการใช้จ่ายเงินทางภาครัฐบาลด้วย

ภาวะเศรษฐกิจในช่วงแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 4 พบกับปัญหาด้านเสถียรภาพเศรษฐกิจและฐานะการเงินของประเทศอย่างมากเพราะประเทศได้ใช้จ่ายเกินตัวทั้งในระดับระหว่างประเทศ ระดับรัฐบาล และประชาชน จึงทำให้มีการขาดดุลการค้าและงบประมาณขาดดุลเพิ่มทวีมากขึ้นโดยลำดับ จนเข้าขั้นอันตรายต่อฐานะความมั่นคงทางเศรษฐกิจและฐานะทางการเงินของประเทศ ประชาชนเองก็มีค่าใช้จ่ายสูง ชักหน้าไม่ถึงหลัง โดยเฉพาะรายจ่ายด้านบริโภคอันสืบสาเหตุมาจากระดับราคาและค่าครองชีพที่สูงขึ้น รายได้ไม่เพิ่มขึ้นตามและประชาชนในเมืองยังมิได้มีการประหยัดเท่าที่ควร ดังจะเป็นได้จาก

ระดับระหว่างประเทศ การใช้จ่ายเกินกว่ารายได้ของประเทศเห็นได้ชัดเจนจากการขาดดุลการค้ากับต่างประเทศและดุลบัญชีเดินสะพัดในระยะแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 4 ซึ่งมีปริมาณการขาดดุลเพิ่มขึ้นจาก 25,600 ล้านบาท และ 22,600 ล้านบาทในปี 2520 มาเป็นประมาณ 67,300 ล้านบาท และ 53,000 ล้านบาท ตามลำดับในปี 2524 (ตารางที่ 4) ซึ่งเป็นปีสุดท้ายของแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 4

ระดับรัฐบาล มีการใช้จ่ายงบประมาณแผ่นดินสูงเกินกว่าความสามารถในการหารายได้เป็นจำนวนมาก กล่าวคือ ในช่วงแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 4 ดุลเงินสดในงบประมาณขาดดุลโดยเฉลี่ยถึง 17,500 ล้านบาทต่อปี (ตารางที่ 4) เทียบกับเป้าหมายที่ตั้งไว้ 11,600 – 15,300 ล้านบาทต่อปี ทั้งนี้เนื่องจากรัฐบาลมีนโยบายเร่งฟื้นฟูเศรษฐกิจในช่วง 2 ปีแรกของแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 4 โดยได้เพิ่มการลงทุนภาครัฐบาลในโครงการต่างๆ ทำให้การลงทุนภาครัฐบาลเพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยถึงร้อยละ 23.9 ต่อปี เมื่อเปรียบเทียบกับเป้าหมายร้อยละ 14.6 ต่อปี

ระดับประชาชน ปรากฏว่าระดับราคาทั่วไปในช่วงของแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 4 เพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 11.7 ต่อปี (ตารางที่ 4) เมื่อเปรียบเทียบกับเป้าหมายที่กำหนดไว้ร้อยละ 6 ต่อปี จึงทำให้ประชาชนที่มีรายได้ประจำและคนยากจนตกอยู่ในฐานะชักหน้าไม่ถึงหลังตลอดทั้งรายได้ของประชาชนเหล่านี้เพิ่มขึ้นไม่ทันกับสถานะค่าครองชีพที่สูงขึ้น ขณะเดียวกันประชาชนส่วนใหญ่ในเขตเมืองยังใช้จ่ายค่อนข้างจะฟุ่มเฟือยเกินกำลังรายได้ของตน และยังไม่มีการประหยัดเท่าที่ควรในสถานการณ์ปัจจุบัน

ตารางที่ 4 เครื่องชี้เสถียรภาพทางเศรษฐกิจและฐานะการเงินของประเทศในระยะแผนพัฒนาฯ
ฉบับที่ 4 (พ.ศ.2520 - 2524)

	2520	2521	2522	2523	2524	เฉลี่ย 5 ปี
1. ดุลการค้า (พันล้านบาท)	-25.6	-28.5	-47.1	-58.0	-67.3	-45.3
2. ดุลบัญชีเดินสะพัด (พันล้าน บาท)	-22.6	-23.5	-42.4	-45.1	-53.0	-39.4
3. ดุลเงินสด ณ 30 ก.ย.	-15,105.1	-11,872.5	-13,007.0	-23,311.4	-10,385.2	
4. อัตราการเพิ่มของระดับราคา (ร้อยละ)	6.8	9.6	10.7	17.6	14.0	11.7

ที่มา: สภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

ภาวะเศรษฐกิจในช่วงแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 5 – 6 (พ.ศ. 2525 – 2534)

ในช่วงแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 5 ภาวะเศรษฐกิจโลกซบเซาอย่างมาก ไม่ว่าจะเป็นทางด้านการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก การค้าระหว่างประเทศ การกีดกันทางการค้า อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่สูงมาก หรือราคาสินค้าเกษตรตกต่ำได้ทำให้การขยายตัวของการส่งออกและผลิตภัณฑ์มวลรวมต่ำกว่าเป้าหมาย ดังแสดงในตารางที่ 5 การขยายตัวของเศรษฐกิจโดยเฉลี่ยอยู่ในระดับร้อยละ 4.4 ต่อปี ในช่วงแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 5 (เทียบกับเป้าหมายที่กำหนดไว้ร้อยละ 6.6 ต่อปี) โดยที่การขยายตัวในปี 2525, 2528 และ 2529 อยู่ในระดับประมาณร้อยละ 3.6 ส่วนอีก 2 ปี อัตราการขยายตัวอยู่ในระดับร้อยละ 5.7 ส่วนใหญ่เป็นผลมาจากการขยายตัวของความต้องการรวมภายในประเทศในอัตราที่สูงผิดปกติ การขยายตัวนี้เองได้ทำให้การขาดดุลการค้าเพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก ถึงแม้ว่าการขยายตัวของเศรษฐกิจจะต่ำกว่าเป้าหมายมากและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจะสูงกว่าเป้าหมายเล็กน้อย แต่อัตราเงินเฟ้อก็ได้ลดลงมาอยู่ในระดับที่ต่ำเป็นที่น่าพอใจ ในระยะของแผนฯ 5 อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับร้อยละ 2.9 ต่อปี โดยเฉลี่ยเทียบกับอัตราเพิ่มร้อยละ 10.6 ตามเป้าหมาย

ตารางที่ 5 เครื่องชี้เสถียรภาพทางเศรษฐกิจและฐานะการเงินของประเทศในระยะแผนพัฒนาฯ
ฉบับที่ 5 (พ.ศ. 2525 – 2529)

	2525	2526	2527	2528	2529	แนวโน้ม แผนฯ 5 (เฉลี่ย)	เป้าหมาย แผนฯ 5 (เฉลี่ย)
1. อัตราการเจริญเติบโตของ GDP (% ต่อปี)	4.1	5.8	5.6	3.2	3.5	4.4	6.6
2. อัตราเงินเฟ้อ (% ต่อปี)	5.3	3.7	0.9	2.4	2.1	2.9	10.6
3. ดุลการค้า (พันล้านบาท)	-36.1	-89.2	-68.8	-61.6	-22.5	-55.6	78.4

ที่มา: สภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

ในช่วงแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 6 เศรษฐกิจของประเทศไทยได้ฟื้นตัวและขยายตัวอย่างต่อเนื่องในอัตราเฉลี่ยร้อยละ 10.9 ต่อปี (ตารางที่ 6) ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายที่ตั้งไว้ในแผนฯ ถึงหนึ่งเท่าตัว ปัจจัยสำคัญที่ผลักดันให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวในอัตราสูงเช่นนี้ ได้แก่ การขยายตัวของการส่งออก การลงทุน และการท่องเที่ยว เป็นต้น ซึ่งขยายตัวสูงกว่าที่ได้ประมาณการไว้ค่อนข้างมาก นอกจากนั้น ภาวะเศรษฐกิจโลกได้เอื้ออำนวยต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งราคาน้ำมันและอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศอุตสาหกรรมได้ปรับตัวสูงขึ้นตลอดทั้งความได้เปรียบของไทยในด้านทรัพยากรธรรมชาติ ทรัพยากรมนุษย์ และอัตราค่าจ้างแรงงานที่ไม่สูงนัก ทำให้ฐานะการแข่งขันของไทยในตลาดโลกอยู่ในฐานะที่ได้เปรียบจึงทำให้การลงทุนและการส่งออกเพิ่มขึ้นมาก การดำเนินนโยบายการเงินและการคลังอย่างระมัดระวังประกอบกับเสถียรภาพทางด้านการเมืองที่มั่นคง ก็เป็นปัจจัยที่มีส่วนสำคัญอีกด้านหนึ่งในการเสริมสร้างความมั่นใจทางธุรกิจ ซึ่งทั้งหมดนี้เป็นแรงผลักดันให้เศรษฐกิจของไทยขยายตัวในอัตราสูงเกินกว่าเป้าหมายของแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 6 ที่กำหนดไว้เป็นอันมาก

ตารางที่ 6 อัตราการเจริญเติบโตของ GDP ในแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 6 (พ.ศ. 2530 – 2534)

	2530	2531	2532	2533	2534	เฉลี่ย 5 ปี
อัตราการเจริญเติบโต ของ GDP (% ต่อปี)	9.5	13.3	12.2	11.2	8.6	10.9

ที่มา: สภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

ภาวะเศรษฐกิจในช่วงแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 7 – 8 (พ.ศ. 2535 – 2544)

ภาวะเศรษฐกิจในช่วงแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 7 อยู่ในเกณฑ์ดี โดยอัตราการขยายตัวอยู่ในระดับสูงโดยเฉลี่ยถึงร้อยละ 8.0 ต่อปี (ตารางที่ 7) สัดส่วนคนยากจนของประเทศลดลงเหลือเพียงร้อยละ 13.7 ในปี 2535 เปรียบเทียบกับเป้าหมายร้อยละ 20 ที่กำหนดไว้ในแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 7 ฐานะการเงินการคลังของประเทศมีความมั่นคงและได้รับการยอมรับโดยทั่วไปจากนานาประเทศ ส่วนการลงทุนของภาครัฐในด้านโครงสร้างพื้นฐานและบริการพื้นฐานทางสังคมโดยต่อเนื่องนั้น ได้ทำให้คนไทยมีรายได้ ฐานะความเป็นอยู่ และคุณภาพชีวิตที่ดีขึ้นมาโดยตลอด

ตารางที่ 7 อัตราการเจริญเติบโตของ GDP ในแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 7 (พ.ศ. 2530 – 2534)

	2535	2536	2537	2538	2539	เฉลี่ย 5 ปี
อัตราการเจริญเติบโตของ GDP (% ต่อปี)	8.1	8.4	8.9	8.8	5.5	8.0

ที่มา: สภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

ในช่วงแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 8 ประเทศไทยต้องเผชิญกับวิกฤตเศรษฐกิจอย่างรุนแรงและส่งผลกระทบต่อคนและสังคมเป็นอย่างมาก การดำเนินนโยบายจึงให้ความสำคัญกับการแก้ไขฟื้นฟูเศรษฐกิจให้มีเสถียรภาพและมั่นคงและลดผลกระทบจากวิกฤตที่เกิดขึ้นให้เกิดปัญหาการว่างงานและความยากจนเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว พร้อมทั้งปฏิรูประบบการบริหารจัดการทั้งภาครัฐและภาคธุรกิจเอกชน ซึ่งส่งผลให้การดำเนินงานยุทธศาสตร์สำคัญของแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 8 กระทำได้ไม่เต็มที่ อย่างไรก็ตาม แผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 8 นับเป็นจุดเริ่มต้นของการขับเคลื่อนพลังทางสังคมให้เกิดกระบวนการมีส่วนร่วมของประชาชนอย่างกว้างขวาง และนำไปสู่การสร้างแนวคิดพื้นฐานในการจัดทำรัฐธรรมนูญแห่งราชอาณาจักรไทย พ.ศ. 2540 ซึ่งถือเป็นโครงสร้างพื้นฐานทางสังคมที่สำคัญและเป็นเครื่องมือสำหรับการพัฒนาประเทศ

ภาวะเศรษฐกิจในช่วงแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 9 (พ.ศ. 2545 – 2549)

ในช่วงแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 9 เศรษฐกิจของประเทศไทยมีเสถียรภาพและขยายตัวได้อย่างต่อเนื่อง ในอัตราเฉลี่ยร้อยละ 5.7 ต่อปี และยังมีเสถียรภาพที่มั่นคงตามกรอบเป้าหมายการบริหารนโยบายเศรษฐกิจส่วนรวมแม้เผชิญปัญหาต่างๆ เช่น การระบาดของโรคอุบัติใหม่หรือโรค

ระบาค้า ทรัพย์สินพิบัติภัย และราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง นอกจากนั้น เสถียรภาพทางเศรษฐกิจที่เป็นปัญหาสำคัญในช่วงวิกฤตก็ปรับตัวสู่ความมั่นคง ทั้งนี้เป็นผลจากประสิทธิภาพการผลิตที่เพิ่มขึ้น

ตารางที่ 8 อัตราการเจริญเติบโตของ GDP ในแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 9 (พ.ศ. 2545 – 2549)

	2545	2546	2547	2548	2549	เฉลี่ย 5 ปี
อัตราการเจริญเติบโตของ GDP (% ต่อปี)	5.3	7.1	6.3	4.5	5.1	5.7

ที่มา: สภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

2. บทบาทของตลาดหลักทรัพย์ต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศไทย

วัตถุประสงค์ที่สำคัญในการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขึ้น เพื่อให้เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพทั้งในด้านการดำเนินงาน (Operation Efficiency) และด้านการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสาร (Information Efficiency) มีความยุติธรรมและมีความเป็นมาตรฐานสากล อันจะเป็นการส่งเสริมให้เกิดการออมและระดมทุนภายในประเทศอันจะเป็นรากฐานที่สำคัญในการพัฒนาประเทศและนับว่าเป็นแนวทางหนึ่งในการดำเนินเป้าหมายทางเศรษฐกิจ โดยบทบาทหลักๆ ของตลาดหลักทรัพย์ที่มีต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศไทย ได้แก่ (สุกษัย ศรีสุชาติ, 2546)

2.1 การส่งเสริมการออมและการระดมทุน สำหรับบทบาทในด้านนี้เป็นการพิจารณาว่าตลาดหลักทรัพย์เป็นแหล่งที่ก่อให้เกิดการออกหลักทรัพย์ใหม่มาสู่สาธารณะชน ทำให้ผู้มีความต้องการเงินทุนและผู้ที่ต้องการลงทุนได้มาทำการซื้อขายกัน ทั้งนี้หลักทรัพย์ที่มีอยู่ในตลาดทั้งในเชิงปริมาณและคุณภาพก็เป็นตัววัดพัฒนาการได้อย่างหนึ่ง ซึ่งตราสารที่มีการระดมทุนนั้นมีระยะเวลายาวนานกว่า 1 ปี เงินทุนที่มีการระดมได้ก็จะนำไปสู่การลงทุนในภาคธุรกิจ เกิดการจ้างงานที่มากขึ้น ในแง่ของผู้ลงทุนก็สามารถใช้การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เป็นช่องทางหนึ่งในการลงทุน ซึ่งในการลงทุนนั้นจะให้ผลตอบแทนในรูปแบบเงินมูลค่าหุ้นและเงินปันผลที่จะได้จากหลักทรัพย์เหล่านั้น หน้าที่ในข้อแรกนี้อาจพิจารณาได้จากขนาดของตลาดหลักทรัพย์ว่ามีขนาดใหญ่เพียงใด ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่จะแสดงถึงความสามารถในการระดมทุนมาก

2.2 การสร้างสภาพคล่อง เป็นผลดีอีกประการในการเกิดตลาดหลักทรัพย์ เพราะหากการระดมทุนกระทำเพียงในตลาดแรกเพียงอย่างเดียวโดยไม่มีตลาดรอง ในการรองรับ การซื้อขายหลักทรัพย์เหล่านั้นก็จะมีการซื้อขายแลกเปลี่ยนได้อย่างยากลำบาก ซึ่งตรงจุดนี้จะไม่ส่งผลดีในลักษณะที่บริษัทจะออกหลักทรัพย์แล้ว หาผู้ซื้อได้ยากเพราะไม่มีความมั่นใจว่าหลักทรัพย์เหล่านั้นจะมีมูลค่าที่สูงขึ้นหรือลดลง และอาจไม่สามารถทำการเปลี่ยนมือได้อย่างรวดเร็ว ดังนั้นการมีตลาดรองช่วยทำให้เกิดสภาพคล่องในการซื้อขายเปลี่ยนมือในหลักทรัพย์และทำให้ผู้ต้องการระดมทุนกับผู้ต้องการลงทุนสามารถทำตามวัตถุประสงค์ที่แต่ละฝ่ายต้องการได้ง่ายขึ้น

2.3 การเป็นตัวช่วยในการปรับโครงสร้างทางธุรกิจ ในประเด็นนี้อาจเป็นลักษณะทางการเงินที่มีความสำคัญต่อภาคธุรกิจ นั่นคือ มูลค่าของกิจการจะมีค่ามากที่สุดหากกิจการมีการเลือกใช้โครงสร้างทางการเงินอย่างเหมาะสม ซึ่งโครงสร้างทางการเงินในที่นี้หมายถึงสภาวะความเป็นหนี้สินต่อความเป็นเจ้าของที่อาจวัดโดยอัตราส่วนระหว่าง หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) ซึ่งในการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินนั้นก็เป็นเรื่องเกี่ยวกับระบบสถาบันการเงินในส่วนของธนาคารพาณิชย์ที่ทำการปล่อยสินเชื่อให้กับภาคธุรกิจหรืออาจเป็นตราสารหนี้ที่บริษัทออกสู่สาธารณะ ในขณะที่ส่วนของผู้ถือหุ้นในแง่การระดมเงินทุนจากการออกหุ้นทุนก็เป็นบทบาททางตรงที่ตลาดหลักทรัพย์เข้ามามีส่วนเกี่ยวข้อง นอกจากนี้การที่บริษัทสามารถที่จะระดมทุนได้เป็นระยะๆตามแผนการขยายตัวทางธุรกิจและสภาพหรือช่องทางการลงทุนที่เหมาะสม ตลอดจนผู้ระดมทุนสามารถจะเลือกใช้ตราสารได้อย่างเหมาะสมเพื่อให้ธุรกิจมีการเจริญเติบโตและมีความมั่นคง ก็ย่อมเป็นผลดีต่อการพัฒนาประเทศ ซึ่งเป็นบทบาทหลักประการหนึ่งของตลาดที่มีต่อการพัฒนาระบบเศรษฐกิจ

2.4 เป็นแหล่งกลางในการซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์อย่างมีระเบียบ ในการดำเนินงานของตลาดฯนั้นความเป็นระเบียบของการซื้อขายตลอดจนความยุติธรรมในการซื้อขายหรือการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารให้เกิดความเท่าเทียมกันให้แก่สมาชิกที่อยู่ในตลาด โดยที่การซื้อขายที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์เป็นไปตามอุปสงค์และอุปทานของตลาดในช่วงระยะเวลาหนึ่งๆ ซึ่งการเป็นแหล่งกลางในการซื้อขายตลาดก็จำเป็นต้องมีระบบที่เป็นมาตรฐานในการรับและชำระราคา และต้องมีระบบป้องกันความผิดพลาดที่จะเกิดขึ้นจากการดำเนินงานและมีระบบตรวจสอบการกระทำอันมิชอบได้รวดเร็วและถูกต้อง

2.5 การสนับสนุนให้ประชาชนมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของกิจการ เป็นข้อดีอีกประการในการเกิดตลาดฯ เพราะการลงทุนในหุ้นสามัญนั้นให้ผลที่ตามมาก็คือการร่วมเป็นเจ้าของกิจการร่วมกับผู้ถือหุ้นรายอื่นตามสัดส่วนของหุ้นที่มีอยู่ การมีตลาดทำให้ผู้ลงทุนสามารถที่จะเลือกการลงทุนในอุตสาหกรรมต่างๆที่ได้ตามเป้าหมายที่ต้องการ เป็นการสนับสนุนให้คนร่วมเป็นเจ้าของกิจการในประเทศ อันจะเป็นการส่งผลดีต่อการขยายตัวในทางเศรษฐกิจในระยะยาว

2.6 ให้ความคุ้มครองผลประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องในตลาด การให้ความคุ้มครองนั้นเป็นการให้ความคุ้มครองในด้านการให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ตามความจำเป็นและความเหมาะสม ราคาที่เกิดขึ้นในการซื้อขายจึงเป็นราคาที่เป็นธรรม และตลาดยังคงต้องมีการสอดส่องดูแลการกระทำอันก่อให้เกิดผลเสียต่อตลาดและผู้ลงทุนต่างๆ เช่น ในกรณีการสร้างราคาอันเป็นเท็จหรือการปั่นหุ้น การใช้ประโยชน์ในทางที่ผิดจากข้อมูลวงใน เป็นต้น และการมีระบบสัญญาณเตือนภัยที่เหมาะสม

2.7 การสร้างข้อมูลข่าวสารอันเป็นประโยชน์ต่อระบบภาคเศรษฐกิจ การที่กิจการจะเข้ามาเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำเป็นต้องทำตามกฎระเบียบต่างๆที่ตลาดฯได้กำหนด รวมถึงการส่งข้อมูลเกี่ยวกับบริษัท รายงานทางการเงิน และข้อมูลอื่นๆตามที่ตลาดฯกำหนดให้ส่งตามเวลาที่กำหนด ซึ่งข้อมูลส่วนนี้หากเป็นกิจการที่ไม่ได้อยู่ในตลาดหลักทรัพย์การเข้าถึงก็จะทำได้ยากกว่า และข้อมูลข่าวสารเหล่านี้ก็สามารถใช้เป็นเครื่องมือในการตัดสินใจการลงทุนสำหรับผู้ลงทุน และสามารถทำให้บุคคลทั่วไปสามารถตรวจสอบสถานภาพของกิจการ ความถูกต้องโปร่งใสในการดำเนินงานของผู้บริหารกิจการได้

2.8 ขยายฐานภาษีให้กับภาครัฐบาล ข้อนี้เป็นผลมาจากการที่ข้อมูลที่ไหลเวียนอยู่ในตลาดเป็นข้อมูลที่มีคุณภาพและถูกกลั่นกรองมาในระดับหนึ่งและมีการตรวจสอบจากหลายๆฝ่าย จึงทำให้ข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวกับกิจการมีความถูกต้อง ซึ่งสามารถทำให้รัฐสามารถจัดเก็บภาษีได้อย่างเต็มเม็ดเต็มหน่วย และการทำธุรกรรมบางอย่างทำให้เกิดผลรายได้ที่ทำให้รัฐสามารถใช้เป็นฐานภาษีได้ ซึ่งก็เป็นบทบาทที่มีความสำคัญอีกประการของตลาดหลักทรัพย์

2.9 การเป็นดัชนีชี้การพัฒนาทางเศรษฐกิจของประเทศ เป็นที่ทราบกันอย่างกว้างขวางว่าการกล่าวถึงความเจริญทางเศรษฐกิจของประเทศต่างๆการพัฒนาในด้านเงินทุน โดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์จะเป็นดัชนีชี้วัดความเจริญเติบโตและการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่มีความสำคัญอีกดัชนี

หนึ่ง นอกจากนี้หากพิจารณาว่าการที่ตลาดมีความเจริญเติบโตอาจเป็นสัญญาณบางประการที่ชี้ว่าภาคธุรกิจมีความเติบโตด้วย

ดังจะเห็นจากที่นำเสนอมาข้างต้นว่าตลาดหลักทรัพย์ในฐานะสถาบันการเงินที่มีความเกี่ยวข้องกับตลาดทุนนั้นมีความสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจอย่างมาก ในส่วนต่อไปเป็นการนำเสนอความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยใช้ข้อมูลทางสถิติเป็นพื้นฐานในการอธิบาย

3. ความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศไทย

ในส่วนนี้จะเป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยใช้ข้อมูลทางสถิติเป็นพื้นฐานในการอธิบาย สำหรับการวัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์จะใช้ตัวแปรที่แสดงไว้แล้วในตารางที่ 1 ได้แก่ MCAP VTRADE TURN NLC และ STOCK สำหรับการวัดการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในครั้งนี้จะใช้อัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ($\dot{Y}$) รายละเอียดดังต่อไปนี้

3.1 ตัวแปร MCAP

MCAP คือ อัตราส่วนมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาด (Market Capitalization) ต่อ GDP แสดงถึง การพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจากขนาดของตลาดหลักทรัพย์ว่ามีขนาดใหญ่เท่าไรเมื่อเทียบกับขนาดของเศรษฐกิจ การที่อัตราส่วนนี้มีค่าสูงย่อมแสดงถึงการพัฒนาที่มีขนาดใหญ่เมื่อเทียบกับเศรษฐกิจทั้งระบบของประเทศ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด คือ มูลค่าโดยรวมของหุ้นสามัญของบริษัทใดๆ ที่คำนวณขึ้นโดยใช้ราคาตลาดของหุ้นนั้นคูณกับจำนวนหุ้นสามัญจดทะเบียนทั้งหมดของบริษัทดังกล่าว

$$\text{มูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาด} = \sum_{i=1}^n M_i Q_i$$

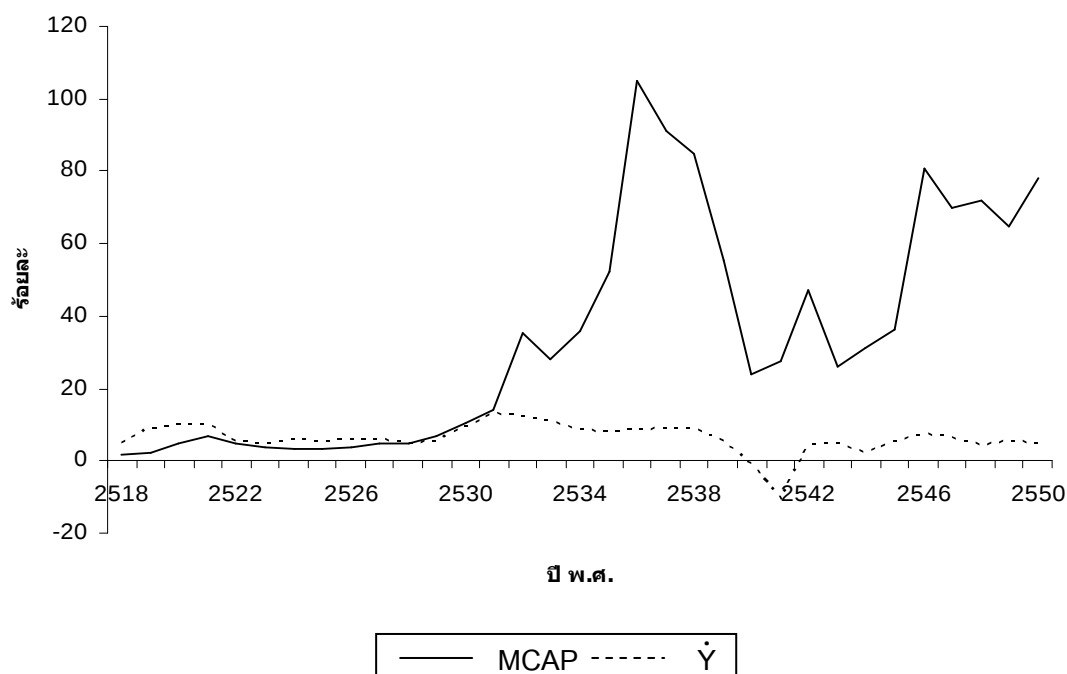
โดยที่

i = หลักทรัพย์ i
n = จำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียน

M_i = ราคาตลาดของหลักทรัพย์

Q_i = จำนวนหุ้นจดทะเบียนของหลักทรัพย์

จากภาพที่ 10 พบว่าตัวแปร MCAP และ ตัวแปร $\dot{Y}$ ในช่วงปี 2518 – 2531 มีแนวโน้มการเคลื่อนไหวที่ค่อนข้างสอดคล้องกัน ต่อมาในปีช่วงปี 2532 – 2538 ตัวแปร MCAP ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างมากในขณะที่ ตัวแปร $\dot{Y}$ เคลื่อนไหวค่อนข้างคงที่ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าในช่วงนี้ตลาดหลักทรัพย์มีการพัฒนาเพิ่มขึ้นอย่างมาก ถึงแม้ว่าตัวแปร $\dot{Y}$ มีการเคลื่อนไหวค่อนข้างคงที่แต่ประเด็นที่น่าสนใจ คือ ในช่วงปี 2532 – 2538 ตัวแปร $\dot{Y}$ ถือว่าอยู่ในระดับสูงโดยมีค่าเฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 9.4 ซึ่งแสดงว่าเศรษฐกิจในช่วงนี้มีการเจริญเติบโตดีมาก ต่อมาในช่วงระยะเวลาปี 2539 – 2541 ในช่วงของวิกฤตเศรษฐกิจตัวแปร MCAP และ $\dot{Y}$ มีแนวโน้มลดลงอย่างมากโดยตัวแปร MCAP มีค่าเพียงร้อยละ 23.95 ในปี 2540 ในขณะที่ตัวแปร $\dot{Y}$ มีค่า -10.51 ในปี 2541 หลังจากช่วงของวิกฤตเศรษฐกิจตัวแปร MCAP เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และมีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 80.94 ในปี 2546 เช่นเดียวกับตัวแปร $\dot{Y}$ ที่กลับมาเป็นบวกได้และมีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 7.14 ในปี 2546 เช่นกัน



ภาพที่ 10 ตัวแปร MCAP และ $\dot{Y}$

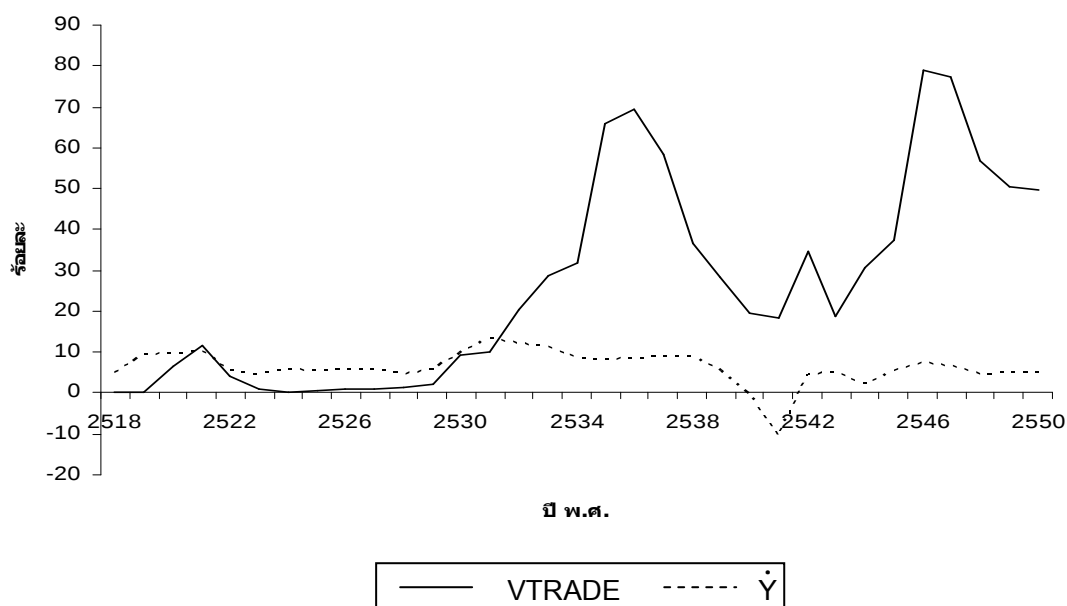
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

3.2 ตัวแปร VTRADE

VTRADE คือ อัตราส่วนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วง 1 ปี ต่อ GDP แสดงถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจากสภาพคล่องของตลาดเมื่อเทียบกับขนาดของเศรษฐกิจ

สภาพคล่อง (Liquidity) ในที่นี้หมายความว่าถึงการศึกษาความสามารถในการซื้อขายหรือเปลี่ยนมือหลักทรัพย์ว่ามีปริมาณมากน้อยเพียงใด ซึ่งหากตัวชี้วัดแสดงว่าตลาดหลักทรัพย์มีสภาพคล่องที่สูง ย่อมหมายถึงการที่ตลาดมีคุณสมบัติที่น่าพึงพอใจอันเป็นผลดีต่อการพัฒนาการของตลาดหลักทรัพย์

จากภาพที่ 11 พบว่าตัวแปร VTRADE และ ตัวแปร $\dot{Y}$ ในช่วงปี พ.ศ. 2518 – 2531 มีแนวโน้มการเคลื่อนไหวที่ค่อนข้างสอดคล้องกัน ต่อมาในปีช่วงปี 2532 – 2538 ตัวแปร VTRADE ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างมากในขณะที่ ตัวแปร $\dot{Y}$ เคลื่อนไหวค่อนข้างคงที่ ต่อมาในช่วงระยะเวลาปี 2539 – 2541 ในช่วงของวิกฤตเศรษฐกิจตัวแปร VTRADE และ $\dot{Y}$ มีแนวโน้มลดลงอย่างมากโดยตัวแปร VTRADE มีค่าเพียงร้อยละ 18.48 ในปี 2541 ในขณะที่ตัวแปร $\dot{Y}$ มีค่า -10.51 ในปี 2541 หลังจากช่วงของวิกฤตเศรษฐกิจตัวแปร VTRADE เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และมีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 78.92 ในปี 2546 เช่นเดียวกับตัวแปร $\dot{Y}$ ที่กลับมามีค่าเป็นบวกได้และมีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 7.14 ในปี 2546 เช่นกัน



ภาพที่ 11 ตัวแปร VTRADE และ $\dot{Y}$

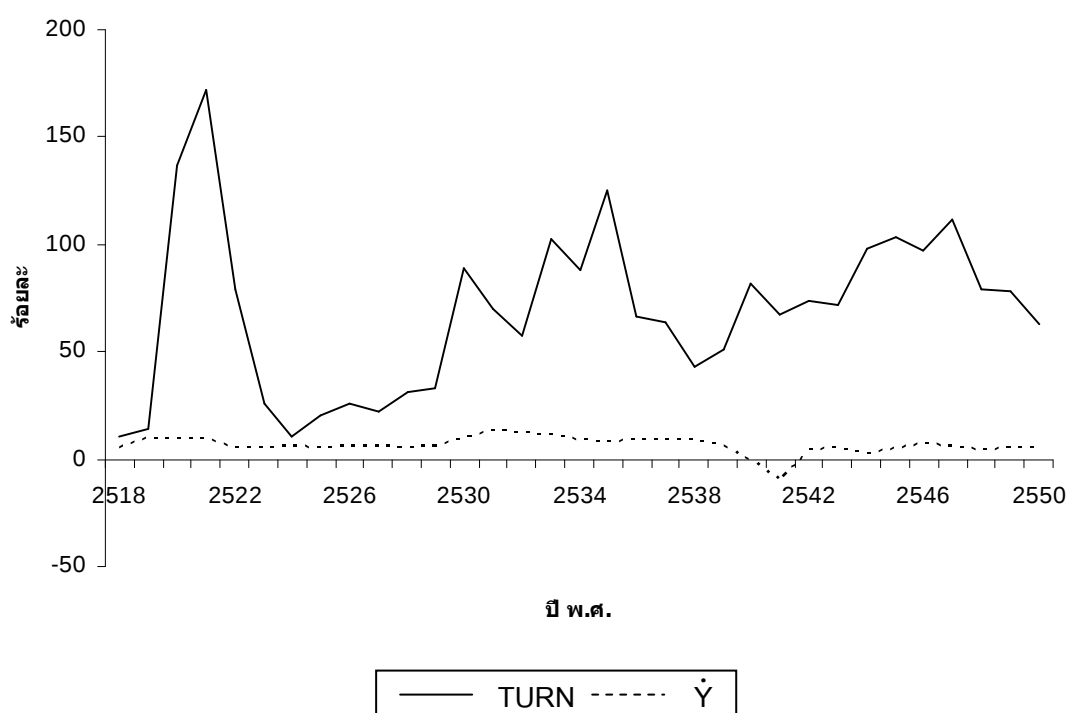
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

3.3 ตัวแปร TURN

TURN คือ อัตราส่วนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลา 1 ปี ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาด แสดงถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจากสภาพคล่องของตลาดเมื่อเทียบกับขนาดของตลาดเอง

ตัวแปร TURN (ภาพที่ 12) ในช่วงปี 2518 ถึง 2550 มีการปรับตัวขึ้นและลงตลอดช่วงเวลา โดยมีการปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างมากในปี 2521 มีค่าสูงถึงร้อยละ 172.46 ที่เป็นเช่นนี้เนื่องจากในช่วงแรกของการก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์ยังมีขนาดเล็กมาก ดังนั้นเมื่อตลาดมีสภาพคล่องสูงมากขึ้นอย่างเห็นได้ชัดจึงทำให้ตัวแปร TURN ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก หลังจากนั้นตัวแปร TURN ปรับตัวลดลงเหลือเพียงร้อยละ 10.74 ในปี 2524 หลังจากนั้นแนวโน้มสูงขึ้น โดยมีค่าสูงถึงร้อยละ 125.25 ในปี 2535 ต่อมาในปี 2538 ปรับตัวลดลงเหลือเพียงร้อยละ 43.06 และกลับปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้งโดยมีค่าสูงถึงร้อยละ 111.11 ในปี 2547 เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร TURN กับ $\dot{Y}$ พบว่าการเคลื่อนไหวของตัวแปร TURN มีการเคลื่อนไหวที่สอดคล้องกับตัวแปร $\dot{Y}$ ซึ่งตัวแปร TURN มีความผันผวนมากกว่า อีกทั้ง

การเคลื่อนไหวของตัวแปร TURN ยังสามารถใช้เป็นดัชนีชี้แนวโน้มทางเศรษฐกิจได้ด้วยเนื่องจากตัวแปร $\dot{Y}$ มีการเคลื่อนไหวตามตัวแปร TURN ตลอดมา ทั้งนี้เพราะการวางแผนหรือการประเมินราคาหลักทรัพย์ย่อมเกิดจากการคาดการณ์กระแสเงินที่กิจการจะผลิตได้ในอนาคต นั่นก็คือการสะท้อนถึงศักยภาพของกิจการในด้านการดำเนินงานในอนาคตนั่นเองรวมถึงปัจจัยความเชื่อมั่นพื้นฐานทั้งในระดับจุลภาคและมหภาค



ภาพที่ 12 ตัวแปร TURN และ $\dot{Y}$

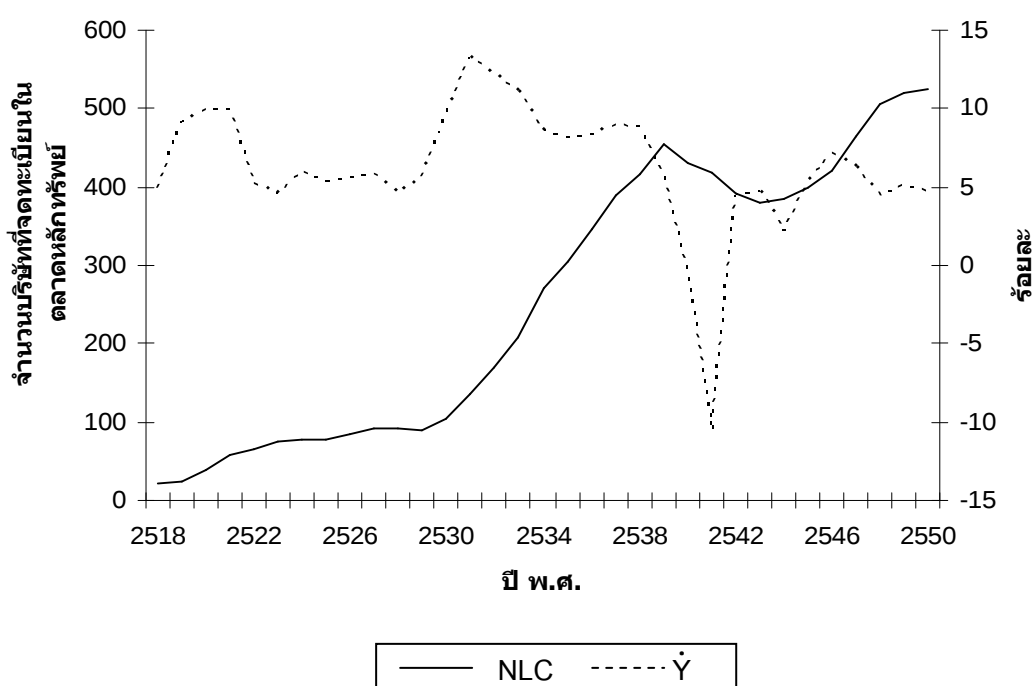
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

3.4 ตัวแปร NLC

NLC คือ จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แสดงถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากความสามารถในการกระจายความเสี่ยง

ตัวแปร NLC (ภาพที่ 13) มีแนวโน้มสูงขึ้นตลอดระยะเวลา 33 ปี โดยในช่วงแรกมีการปรับตัวสูงขึ้นไม่มากนัก ต่อมาในปี 2531 ได้มีการปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างเห็นเด่นชัดจนกระทั่งมีค่าอยู่ที่ 454 ในปี 2539 หลังจากนั้นปรับตัวลดลง และปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้งในปี 2545 และมีค่าสูงสุด

ที่ 524 ในปี 2550 เมื่อพิจารณาจากความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร NLC และ $\dot{Y}$ พบว่ามีแนวโน้มสูงขึ้นระหว่างปี 2518 – 2538 และมีค่าลดลงในช่วงของวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี 2539-2541 หลังจากนั้นปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น



ภาพที่ 13 ตัวแปร NLC และ $\dot{Y}$

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

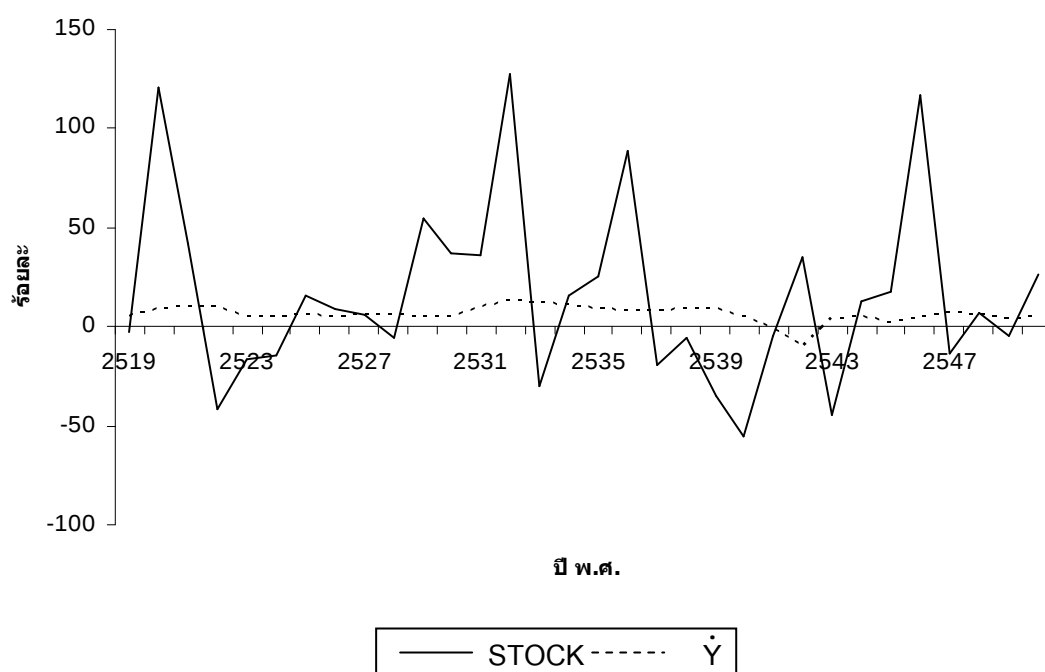
3.5 ตัวแปร STOCK

STOCK คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ แสดงถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจากผลตอบแทนของตลาด ตัวแปร STOCK ยังแสดงถึงความผันผวนของตลาดได้อีกด้วย การที่ตลาดมีความผันผวนมากไม่ได้เป็นเครื่องบ่งชี้เสมอไปว่าตลาดนั้นยังเป็นตลาดที่ไม่พัฒนา แต่การที่ตลาดมีความผันผวนที่ต่ำอาจพอที่จะสะท้อนถึงการที่ตลาดมีการพัฒนาในระดับหนึ่ง

ในบางมุมมอง ความผันผวนของตลาดอาจส่งผลดีในแง่การสร้างผลกำไรให้แก่ผู้ลงทุนและผู้เก็งกำไร อาจส่งผลต่อสภาพคล่องของตลาดและนำไปสู่การขยายตัวของตลาด

หลักทรัพย์ แต่ความผันผวนที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วและในขนาดที่สูงจะส่งผลเสียในแง่ความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนและนำไปสู่ปัญหาเรื่องเสถียรภาพของตลาด ที่ถือว่าเป็นเป้าประสงค์หนึ่งที่ต้องการในการพัฒนา

จากภาพที่ 13 ตัวแปร STOCK มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นและลดลงตลอดช่วงปี 2519 ถึง 2550 โดยมีการปรับตัวสูงขึ้นอย่างเห็นเด่นชัดในปี 2520 ที่ร้อยละ 120.73 ปี 2532 ที่ร้อยละ 127.72 ปี 2536 ที่ร้อยละ 88.35 และปี 2546 ที่ร้อยละ 116.85 จะเห็นได้ว่าตัวแปร STOCK มีความผันผวนค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับตัวแปร $\dot{Y}$



ภาพที่ 14 ตัวแปร STOCK และ $\dot{Y}$

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์

ในบทนี้กล่าวถึงผลการวิเคราะห์ในเชิงปริมาณ (Quantitative analysis) ซึ่งจากวัตถุประสงค์การศึกษาครั้งนี้มีประเด็นที่ต้องการศึกษา คือ ความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศไทย ซึ่งในขั้นแรกจะทำการทดสอบความมีเสถียรภาพ (Stationary) ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา หากตัวแปรมีลักษณะ Nonstationary ในระดับ at level แต่มีคุณสมบัติ Stationary ในระดับที่สูงกว่า ในขั้นตอนต่อไปจะหาความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจด้วยวิธี Cointegration ตามวิธีของ Johansen and Juselius (1990) โดยจะใช้ข้อมูลทศวรรษรายปี ตั้งแต่ ปี 2518 ถึง ปี 2550 รวม 33 ปี

ผลการทดสอบ Unit Root

ในการศึกษาครั้งนี้จะทดสอบ Unit Root ของแต่ละตัวแปรด้วยวิธี Augmented Dickey – Fuller (ADF) โดยจะหาค่า Lag ที่เหมาะสมเพื่อใช้ในการคำนวณหาค่า ADF Statistic ซึ่งสามารถทำได้โดยอาศัยค่าสถิติ Schwartz Info Criterion (SIC) เป็นเกณฑ์ ซึ่งจำนวน Lag ที่เหมาะสม จะให้ค่า SIC ที่มีค่าต่ำสุด ภายหลังจากทราบจำนวน Lag ที่เหมาะสมแล้ว จำนวน Lag ที่ได้จะถูกนำไปใช้ในการคำนวณค่า ADF Statistic ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวแสดงในตารางที่ 2 และ 3

ผลการทดสอบ Unit Root ในระดับ at level (ตารางที่ 9) พบว่าตัวแปรที่มีคุณสมบัติ Stationary ได้แก่ ตัวแปรอัตราการเจริญเติบโตของแรงงาน (L) มูลค่าการซื้อขายต่อมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาด (TURN) และ อัตราการเจริญเติบโตของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (STOCK) ส่วนตัวแปรอื่นๆ ที่เหลือมีลักษณะ Nonstationary ซึ่งตัวแปรดังกล่าวอาจมีคุณสมบัติ Stationary ในระดับที่สูงกว่าได้ ในขั้นต่อไปจึงทำการทดสอบ Unit Root อีกครั้งในระดับ First Difference ผลการทดสอบพบว่าตัวแปรทุกตัวมีคุณสมบัติ Stationary ในระดับ First Difference ดังแสดงในตารางที่ 10

ตารางที่ 9 ผลการทดสอบ Unit Root ในระดับ at level

ตัวแปร	Lag	ADF Statistic	ผลการทดสอบ
$\dot{Y}$	0	-2.88212	Nonstationary
$\dot{L}$	0	-5.74694***	Stationary
INF	0	-2.47823	Nonstationary
r	0	-3.32378	Nonstationary
MCAP	0	-1.37593	Nonstationary
VTRADE	0	-2.94755	Nonstationary
TURN	0	-3.27828**	Stationary
NLC	0	0.44936	Nonstationary
STOCK	0	-5.30276***	Stationary

หมายเหตุ: *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

ที่มา: จากการคำนวณ

ตารางที่ 10 ผลการทดสอบ Unit Root ในระดับ First Difference

ตัวแปร	Lag	ADF Statistic	ผลการทดสอบ
$\dot{Y}$	0	-5.99477***	Stationary
$\dot{L}$	0	-9.24705***	Stationary
INF	0	-5.54669***	Stationary
r	0	-4.08237***	Stationary
MCAP	0	-5.20626***	Stationary
VTRADE	0	-4.63429***	Stationary
TURN	0	-5.14795***	Stationary
NLC	0	-1.81959*	Stationary
STOCK	0	-9.32156***	Stationary

หมายเหตุ: *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

ที่มา: จากการคำนวณ

ดังนั้น สามารถสรุปผลการทดสอบ Unit Root ได้ว่า ตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบทุกตัวมีคุณสมบัติ Stationary ในระดับ First Difference จึงสามารถนำตัวแปรทั้งหมดมาทำการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว (Cointegration) ได้ ในหัวข้อถัดไป

การทดสอบหาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว

การทดสอบ Cointegration ในครั้งนี้จะใช้วิธีการของ Johansen and Juselius (1990) เนื่องจากประยุกต์ใช้กับแบบจำลองที่มีตัวแปรได้มากกว่า 2 ตัวแปร ขึ้นไปและสามารถทดสอบหาค่า Cointegrating Vectors ได้พร้อมๆ กัน โดยไม่ต้องระบุก่อนว่าตัวแปรใดเป็นตัวแปรภายในและตัวแปรภายนอก โดยแบ่งการทดสอบออกเป็น 2 ขั้นตอน ดังนี้

ขั้นตอนแรก เป็นการหาช่วง Lag ที่เหมาะสม ที่จะใช้ในแบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) โดยพิจารณาจากค่า Schwartz Info Criterion (SIC) ที่มีค่าต่ำสุด ซึ่งจะแบ่งออกเป็น 5 แบบจำลอง โดยแบ่งตามกรณีการใช้ตัวชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในด้านต่างๆ ซึ่งแบบจำลองทั้ง 4 ประกอบด้วยตัวแปรต่างๆ ดังนี้

แบบจำลองที่ 1 ประกอบด้วยตัวแปร $\dot{Y}$ MCAP r L และ INF

แบบจำลองที่ 2 ประกอบด้วยตัวแปร $\dot{Y}$ VTRADE r L และ INF

แบบจำลองที่ 3 ประกอบด้วยตัวแปร $\dot{Y}$ TURN r L และ INF

แบบจำลองที่ 4 ประกอบด้วยตัวแปร $\dot{Y}$ NLC r L และ INF

แบบจำลองที่ 5 ประกอบด้วยตัวแปร $\dot{Y}$ STOCK r L และ INF

ผลการคำนวณหาช่วง Lag ที่เหมาะสม ที่จะใช้ในแบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) ในกรณีต่างๆ ได้แก่ กรณีใช้ตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดต่อ GDP (MCAP) (ตารางผนวกที่ ข1) กรณีใช้ตัวแปรมูลค่าการซื้อขายต่อ GDP (VTRADE) (ตารางผนวกที่ ข2) กรณีใช้ตัวแปรมูลค่าการซื้อขายต่อมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาด (TURN) (ตารางผนวกที่ ข3) กรณีใช้ตัวแปรจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (NLC) (ตารางผนวกที่ ข4) และกรณีใช้ตัวแปรอัตราการเจริญเติบโตของ SET Index (STOCK) (ตารางผนวกที่ ข5) เป็นตัวชี้วัดการ

พัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ พบว่าช่วง Lag ที่เหมาะสมของทุกแบบจำลอง ได้แก่ Lag 1 ซึ่งจะนำมาทดสอบ Cointegrating Vectors ต่อไป

ขั้นตอนที่ 2 ทำการทดสอบหาจำนวน Cointegrating Vectors โดยทดสอบ Cointegration Test ที่มีการพิจารณาจากค่าสถิติ Maximum Eigenvalue Test และ Trace Test ของสมการ โดยทดสอบทั้งหมด 4 แบบจำลอง แยกตามการใช้ตัวชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในด้านต่างๆ ผลการทดสอบแสดงในภาคผนวก ก

ผลการทดสอบหาจำนวน Cointegrating Vector ของแบบจำลองที่ 1 (ประกอบด้วยตัวแปร $\dot{Y}$ MCAP r $\dot{L}$ และ INF) ผลการทดสอบด้วย Trace Test พบว่ามีจำนวน Cointegrating Vectors เท่ากับ 1 ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ส่วนผลการทดสอบด้วย Maximum Eigenvalue Test พบว่ามีจำนวน Cointegrating Vectors เท่ากับ 1 ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

ผลการทดสอบหาจำนวน Cointegrating Vector ในแบบจำลองที่ 2 (ประกอบด้วยตัวแปร $\dot{Y}$ VTRADE r $\dot{L}$ และ INF) ผลการทดสอบด้วย Trace Test พบว่ามีจำนวน Cointegrating Vectors เท่ากับ 1 ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ส่วนผลการทดสอบด้วย Maximum Eigenvalue Test พบว่ามีจำนวน Cointegrating Vectors เท่ากับ 1 ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

ผลการทดสอบหาจำนวน Cointegrating Vector ในแบบจำลองที่ 3 (ประกอบด้วยตัวแปร $\dot{Y}$ TURN r $\dot{L}$ และ INF) ผลการทดสอบด้วย Trace Test พบว่ามีจำนวน Cointegrating Vectors เท่ากับ 1 ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ส่วนผลการทดสอบด้วย Maximum Eigenvalue Test พบว่ามีจำนวน Cointegrating Vectors เท่ากับ 1 ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ผลการทดสอบหาจำนวน Cointegrating Vector ในแบบจำลองที่ 4 (ประกอบด้วยตัวแปร $\dot{Y}$ NLC r $\dot{L}$ และ INF) ผลการทดสอบด้วย Trace Test พบว่ามีจำนวน Cointegrating Vectors เท่ากับ 2 ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ส่วนผลการทดสอบด้วย Maximum Eigenvalue Test พบว่ามีจำนวน Cointegrating Vectors เท่ากับ 2 ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ผลการทดสอบหาจำนวน Cointegrating Vector ในแบบจำลองที่ 5 (ประกอบด้วยตัวแปร $\dot{Y}$ STOCK r $\dot{L}$ และ INF) ผลการทดสอบด้วย Trace Test พบว่ามีจำนวน Cointegrating Vectors

เท่ากับ 1 ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ส่วนผลการทดสอบด้วย Maximum Eigenvalue Test พบว่ามีจำนวน Cointegrating Vectors เท่ากับ 1 ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

จากผลการทดสอบหาจำนวน Cointegrating Vectors ของแบบจำลองที่ 1 2 3 4 และ 5 ในภาคผนวก ง ที่ ง1 – 5 ทำให้ได้แบบจำลองที่แสดงความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวจากแบบจำลองข้างต้น ดังนี้

ผลการประมาณค่าความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของแบบจำลองที่ 1

$$\dot{Y} = -0.1466 + 0.1610MCAP + 1.1135r + 2.7873\dot{L} - 0.9479INF$$

(-5.9765)*** (8.4788)*** (7.0442)*** (11.1799)*** (-6.8992)***

ตัวแปรอัตราส่วนมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ณ ราคาปัจจุบัน (MCAP) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ 0.1610 โดยมีเครื่องหมายตรงตามสมมติฐานที่คาดไว้ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อตัวแปร MCAP เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ $\dot{Y}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.1610

ตัวแปรอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (r) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ 1.1135 โดยมีเครื่องหมายไม่ตรงตามสมมติฐานที่คาดไว้ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อตัวแปร r เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ $\dot{Y}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 1.1135 เหตุผลที่เป็นเช่นนี้เนื่องจากในประเทศไทยอัตราดอกเบี้ย คือ เครื่องมือทางการเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ในการควบคุมระบบเศรษฐกิจ ซึ่งผลของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยของธนาคารแห่งประเทศไทยจะกระทบต่อความต้องการลงทุนของภาคเอกชน เนื่องจากการลงทุนเป็นตัวผลักดันสำคัญที่ทำให้เศรษฐกิจเกิดการเจริญเติบโต กล่าวคือ เมื่อเศรษฐกิจอยู่ในภาวะชะลอตัวธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำการลดอัตราดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นการลงทุน ในทางกลับกันเมื่อเศรษฐกิจอยู่ในภาวะร้อนแรงธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำการขึ้นดอกเบี้ยเพื่อทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวไม่ให้ร้อนแรงเกินไป แต่ในความเป็นจริงแม้อัตราดอกเบี้ยจะสูงแต่ถ้าโอกาสของการทำกำไรมีมากก็ยังคงมีการลงทุนต่อไปและจะทำให้เศรษฐกิจเกิด

การเจริญเติบโตต่อไป เนื่องจากการลงทุนเป็นตัวผลักดันสำคัญที่ทำให้เศรษฐกิจเกิดการเจริญเติบโต ทั้งนี้เป็นตัวแปรนอกเหนือจากเรื่องดอกเบี้ยแต่มาจากบรรยากาศและโอกาสของการทำไร ในทางกลับกัน แม้อัตราดอกเบี้ยจะต่ำแต่หากโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจไม่ดี ไฟฟ้า ประปา โทรศัพท์ ถนนหนทางไม่ดี ก็จะทำให้ต้นทุนการผลิตสูง ผลจากอัตราดอกเบี้ยต่ำจะไม่ช่วยกระตุ้นการลงทุนแต่อย่างใด หรือในแง่จิตวิทยาถ้าเกิดความไม่เชื่อมั่นในสภาพเศรษฐกิจและธุรกิจ แม้อัตราดอกเบี้ยจะลดต่ำเพียงใด ก็ไม่ทำให้เกิดการลงทุนที่เพิ่มสูงขึ้นและไม่สามารถทำให้เศรษฐกิจเกิดการเจริญเติบโต (ลิขิต ชีรเวทิน, 2545) ด้วยสาเหตุดังกล่าวทำให้อัตราดอกเบี้ยและอัตราการลงทุนเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน

ตัวแปรอัตราการเจริญเติบโตของแรงงาน ($\dot{L}$) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ 2.7873 โดยมีเครื่องหมายตรงตามสมมติฐานที่คาดไว้ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อตัวแปร $\dot{L}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ $\dot{Y}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 2.7873

ตัวแปรอัตราเงินเฟ้อ (INF) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ -0.9479 โดยมีเครื่องหมายตรงตามสมมติฐานที่คาดไว้ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อ ตัวแปร INF เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ $\dot{Y}$ ลดลงร้อยละ 0.9479

ผลการประมาณค่าความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของแบบจำลองที่ 2

$$\dot{Y} = -0.1665 + 0.2103VTRADE + 1.4206r + 2.1660\dot{L} - 0.8918INF$$

(-7.0403)*** (9.9039)*** (8.8937)*** (10.7169)*** (-7.4101)***

ตัวแปรอัตราส่วนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ณ ราคาปัจจุบัน (VTRADE) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ 0.2103 โดยมีเครื่องหมายตรงตามสมมติฐานที่คาดไว้ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน

กับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อตัวแปร VTRADE เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ $\dot{Y}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.2103

ตัวแปรอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (r) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ 1.4206 โดยมีเครื่องหมายไม่ตรงตามสมมติฐานที่คาดไว้ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อตัวแปร r เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ $\dot{Y}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 1.4206 ดังเหตุผลที่อธิบายในแบบจำลองที่ 1

ตัวแปรอัตราการเจริญเติบโตของแรงงาน ($\dot{L}$) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ 2.1660 โดยมีเครื่องหมายตรงตามสมมติฐานที่คาดไว้ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อตัวแปร $\dot{L}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ $\dot{Y}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 2.1660

ตัวแปรอัตราเงินเฟ้อ (INF) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ -0.8918 โดยมีเครื่องหมายตรงตามสมมติฐานที่คาดไว้ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อ ตัวแปร INF เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ $\dot{Y}$ ลดลงร้อยละ 0.8918

ผลการประมาณค่าความสัมพันธ์เชิงคุณภาพระยะยาวของแบบจำลองที่ 3

$$\dot{Y} = -0.3162 + 0.2988\text{TURN} + 2.1477r + 2.2522\dot{L} - 2.6583\text{INF}$$

(-6.5949)*** (10.5867)*** (6.5467)*** (4.4904)*** (-7.3700)***

ตัวแปรอัตราส่วนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ต่อมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาด (TURN) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ 0.2988 โดยมี

เครื่องหมายตรงตามสมมติฐานที่คาดไว้ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อตัวแปร TURN เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ $\dot{Y}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.2988

ตัวแปรอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (r) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ 2.1477 โดยมีเครื่องหมายไม่ตรงตามสมมติฐานที่คาดไว้ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อตัวแปร r เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ $\dot{Y}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 2.1477 ดังเหตุผลที่อธิบายในแบบจำลองที่ 1

ตัวแปรอัตราการเจริญเติบโตของแรงงาน ($\dot{L}$) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ 2.2522 โดยมีเครื่องหมายตรงตามสมมติฐานที่คาดไว้ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อตัวแปร $\dot{L}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ $\dot{Y}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 2.2522

ตัวแปรอัตราเงินเฟ้อ (INF) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ -2.6583 โดยมีเครื่องหมายตรงตามสมมติฐานที่คาดไว้ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อ ตัวแปร INF เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ $\dot{Y}$ ลดลงร้อยละ 2.6583

ผลการประมาณค่าความสัมพันธ์เชิงคุณภาพระยะยาวของแบบจำลองที่ 4

$$\dot{Y} = -1.019090 + 0.001248NLC + 4.669050r + 12.07707\dot{L} - 2.00721INF$$

(-8.9393)*** (8.3200)*** (7.0033)*** (11.5468)*** (3.83004)***

ตัวแปรจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (NLC) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ 0.001248 โดยมีเครื่องหมายตรงตามสมมติฐานที่คาด

ไว้ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อตัวแปร NLC เพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้ $\dot{Y}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.001248

ตัวแปรอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (r) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ 4.669050 โดยมีเครื่องหมายไม่ตรงตามสมมติฐานที่คาดไว้ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อตัวแปร r เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ $\dot{Y}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 4.669050 ดังเหตุผลที่อธิบายในแบบจำลองที่ 1

ตัวแปรอัตราการเจริญเติบโตของแรงงาน ($\dot{L}$) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ 12.07707 โดยมีเครื่องหมายตรงตามสมมติฐานที่คาดไว้ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อตัวแปร $\dot{L}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ $\dot{Y}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 12.07707

ตัวแปรอัตราเงินเฟ้อ (INF) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ -2.00721 โดยมีเครื่องหมายตรงตามสมมติฐานที่คาดไว้ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อ ตัวแปร INF เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ $\dot{Y}$ ลดลงร้อยละ 2.00721

ผลการประมาณค่าความสัมพันธ์เชิงคุณภาพระยะยาวของแบบจำลองที่ 5

$$\dot{Y} = 0.0183 + 0.2455\text{STOCK} - 0.1463r + 1.2092\dot{L} + 0.0251\text{INF}$$

(0.4746) (5.9753)*** (-0.4570) (1.8972) (0.0620)

ตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (STOCK) พบค่าสัมประสิทธิ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเท่ากับ 0.2455 โดยมี

เครื่องหมายตรงตามสมมติฐานที่คาดไว้ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น ($\dot{Y}$) กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อตัวแปร STOCK เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ $\dot{Y}$ เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.2455

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค้ำรายใหญ่ขึ้นดี (r) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง ($\dot{Y}$) (ค่า t-test ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ)

อัตราการเจริญเติบโตของแรงงาน (L) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง ($\dot{Y}$) (ค่า t-test ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ)

อัตราเงินเฟ้อ INF ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง ($\dot{Y}$) (ค่า t-test ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ)

ผลการศึกษาในเชิงปริมาณในครั้งนี้สรุปได้ว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น มีความสัมพันธ์เชิงคลยภาพระยะยาวกับ การพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย อัตราการเจริญเติบโตของแรงงาน และ อัตราเงินเฟ้อ ยกเว้นในกรณีที่ใช้ตัวแปร STOCK เป็นตัวชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ (แบบจำลองที่ 5) ซึ่งพบว่ามีเพียงตัวแปร STOCK เพียงตัวแปรเดียวที่มีความสัมพันธ์เชิงคลยภาพระยะยาวกับตัวแปร $\dot{Y}$ ในขณะที่ตัวแปร อัตราดอกเบี้ย อัตราการเจริญเติบโตของแรงงาน และ อัตราเงินเฟ้อ ไม่มีความสัมพันธ์เชิงคลยภาพระยะยาวกับตัวแปร $\dot{Y}$

สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างตัวชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์กับอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเบื้องต้น พบว่าตัวแปร TURN มีความสัมพันธ์ทางบวกกับตัวแปร $\dot{Y}$ มากที่สุด ตามด้วยตัวแปร STOCK VTRADE MCAP และ NLC ตามลำดับ ซึ่งชี้ให้เห็นว่า สภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์สามารถแสดงถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงย่อมหมายถึงมีผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นจำนวนมาก ซึ่งเป็นการสะท้อนถึงพฤติกรรมของผู้ลงทุนได้ดีที่สุด

ในการศึกษาครั้งนี้ ตัวแปรที่ใช้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์โดยใช้สภาพคล่องเป็นเกณฑ์ ได้แก่ ตัวแปร VTRADE ซึ่งแสดงถึงการวัดสภาพคล่องเมื่อเทียบกับขนาดของเศรษฐกิจ และตัวแปร TURN ซึ่งแสดงถึงการวัดสภาพคล่องเมื่อเทียบกับขนาดของตลาดหลักทรัพย์เอง จากการศึกษาพบว่า ตัวแปร TURN มีความสัมพันธ์กับตัวแปร $\dot{Y}$ มากกว่าตัวแปร VTRADE ทั้งนี้เนื่องจาก ขนาดของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยมีขนาดใหญ่ขึ้นอย่างต่อเนื่อง และมีขนาดใกล้เคียงกับขนาดของเศรษฐกิจ ดังนั้นจึงทำให้ตัวแปร TURN มีความสัมพันธ์กับตัวแปร $\dot{Y}$ อยู่ในระดับสูง อย่างไรก็ตาม หากขนาดของตลาดหลักทรัพย์มีขนาดเล็กกว่าขนาดของเศรษฐกิจเป็นอย่างมาก อาจทำให้ตัวแปร TURN ไม่มีนัยสำคัญต่อตัวแปร $\dot{Y}$ อย่างไรก็ตามในการศึกษาครั้งนี้พบว่าสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์สามารถแสดงถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์และมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ เช่นเดียวกับการศึกษาของ Levine and Zervos (1996), Atje and Jovanovic (1993) และ Liu and Hsu (2006) ที่กล่าวว่า ตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงจะทำให้นักลงทุนมีความสามารถในการเปลี่ยนแปลงหลักทรัพย์เป็นเงินสดได้ดีกว่าหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ และตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงจะมีต้นทุนในการซื้อขายต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ ซึ่งจะส่งผลให้มีผู้สนใจลงทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น

ในส่วนของตัวแปร MCAP ซึ่งเป็นตัวแปรที่แสดงถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์โดยใช้ขนาดของตลาดหลักทรัพย์เป็นเกณฑ์ จากการศึกษาพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร MCAP มีค่าเป็นบวก ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการที่ตลาดหลักทรัพย์มีขนาดใหญ่ขึ้นย่อมหมายถึงการระดมทุนของระบบเศรษฐกิจผ่านตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้เกิดการลงทุนและทำให้เศรษฐกิจเกิดการเจริญเติบโตในที่สุด เช่นเดียวกับในการศึกษาของ Levine and Zervos (1996), Liu and Hsu (2006), Mohsin and Abdelhak (2000) และ มนต์ชัย ตั้งสถาพรพงษ์ (2545)

ในส่วนของตัวแปร STOCK ซึ่งเป็นตัวแปรที่แสดงถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ จากการศึกษาพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร STOCK มีค่าเป็นบวก ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตลาดที่มีอัตราผลตอบแทนสูงจะดึงดูดให้มีผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้เกิดการลงทุนและทำให้เศรษฐกิจเกิดการเจริญเติบโตในที่สุด เช่นเดียวกับในการศึกษาของ Liu and Hsu (2006)

ในส่วนของตัวแปร NLC ซึ่งเป็นตัวแปรที่แสดงถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากความสามารถในการกระจายความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์ จากการศึกษาพบว่า ค่า

สัมประสิทธิ์ของตัวแปร NLC มีค่าเป็นบวก ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตลาดที่มีจำนวนบริษัทจดทะเบียนมากจะมีความสามารถในการกระจายความเสี่ยงได้ดีกว่าตลาดที่มีจำนวนบริษัทจดทะเบียนน้อย ทำให้นักลงทุนสามารถกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนได้ดี เป็นการดึงดูดให้มีผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้เกิดการลงทุนและทำให้เศรษฐกิจเกิดการเจริญเติบโตในที่สุด เช่นเดียวกับในการศึกษาของ Liu and Hsu (2006)

บทที่ 5

สรุปและข้อเสนอแนะ

สรุป

ตลาดหลักทรัพย์จัดเป็นองค์ประกอบที่สำคัญอย่างหนึ่งในระบบการเงิน ซึ่งมีส่วนสำคัญอย่างยิ่งในการทำหน้าที่เคลื่อนย้ายและจัดสรรเงินออมที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจไปสู่การลงทุน เป็นผลให้การลงทุนในขนาดใหญ่และให้ผลตอบแทนสูงมีความเป็นไปได้มากขึ้น ในท้ายสุดจะทำให้เศรษฐกิจเกิดการเจริญเติบโต

ในการศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ คือ 1. เพื่อศึกษาลักษณะทั่วไปและการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งการเคลื่อนไหวของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2. เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ซึ่งการศึกษานี้ได้แบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน คือ การศึกษาเชิงพรรณนา และการศึกษาเชิงปริมาณ โดยใช้เทคนิค Cointegration ตามวิธีของ Johansen and Juselius (1990)

การศึกษาเชิงพรรณนาเป็นการศึกษาถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน พบว่าตลาดหลักทรัพย์มีการพัฒนาเรื่อยมาซึ่งแบ่งออกเป็น 3 ช่วง ได้แก่ ช่วงของตลาดหลักทรัพย์ก่อนการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงเวลาการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และช่วงของการเริ่มดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ก่อตั้งขึ้นในปี พ.ศ. 2518 ซึ่งเกิดจากแนวนโยบายในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 2 และ 3 ที่กำหนดให้การพัฒนาตลาดทุนเป็นส่วนสำคัญในการพัฒนาประเทศ ในช่วงแรกหลังจากก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นบทบาทที่มีต่อระบบเศรษฐกิจยังน้อยมากเนื่องจากการซื้อขายหลักทรัพย์ยังเป็นไปในวงแคบ โดยตลาดหลักทรัพย์เริ่มเข้ามามีบทบาทในการพัฒนามากขึ้นภายหลังการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 พร้อมกับการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีระบบการกำกับดูแลและตรวจสอบที่มีความเป็นเอกภาพ ซึ่งกฎหมายนี้มีผลต่อโครงสร้างตลาดทุนและผู้เกี่ยวข้องอย่างมาก

ตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทต่อระบบเศรษฐกิจมากขึ้นอีกในช่วงหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ซึ่งสถาบันการเงินไม่สามารถที่จะระดมทุนได้อย่างเต็มที่ ตลาดหลักทรัพย์จึงเป็นกลไกสำคัญในการผลักดันให้เศรษฐกิจฟื้นตัว สำหรับการดำเนินงานหลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีดังนี้ คือ การรับหลักทรัพย์จดทะเบียน การให้บริการระบบการซื้อขายตลาดหลักทรัพย์ และการคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุน ในส่วนขององค์ประกอบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นประกอบด้วย สินค้าหรือหลักทรัพย์จดทะเบียน ผู้ซื้อขายหรือผู้ลงทุน ตัวแทนนายหน้าผู้ซื้อขายหรือบริษัทสมาชิก

การศึกษาเชิงปริมาณ เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ซึ่งในการวัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์จะอาศัยตัวชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ อันได้แก่ อัตราส่วนมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดต่อ Real GDP แสดงถึงขนาดของตลาดหลักทรัพย์ อัตราส่วนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ต่อ Real GDP แสดงถึงสภาพคล่องเมื่อเทียบกับขนาดของเศรษฐกิจ อัตราส่วนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ต่อมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาด แสดงถึงสภาพคล่องเมื่อเทียบกับขนาดของตลาดเอง จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แสดงถึงการกระจายความเสี่ยง และอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ แสดงถึงผลตอบแทนของตลาด ผลการศึกษาพบว่า ตัวชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ทุกตัวมีความสัมพันธ์เชิงคุณภาพระยะยาวและส่งผลทางบวกต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจซึ่งเป็นไปตามแนวคิบบทบาทหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ 5 ข้อ ของ Levine and Zervos (1996) และ ทฤษฎี Endogenous Growth จากผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในด้านต่างๆ ที่ทำการศึกษา จะก่อให้เกิด การเสริมสร้างสภาพคล่อง การกระจายความเสี่ยง ส่งเสริมการได้มาซึ่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ ส่งเสริมให้เกิดการควบคุมธุรกิจร่วมกัน และเคลื่อนย้ายเงินออม ซึ่งจะทำให้เกิดการลงทุนที่มีประสิทธิภาพเพิ่มมากขึ้น และส่งผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในที่สุด

ข้อเสนอแนะ

จากผลสรุปของงานศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศไทย ซึ่งพบว่าการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ส่งผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น รัฐบาลในฐานะผู้กำหนดนโยบายเพื่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศควรส่งเสริมและสนับสนุนการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์

เพื่อพัฒนาให้เป็นทางเลือกสำคัญในการเป็นแหล่งระดมทุนของธุรกิจ มาตรการที่เป็นแนวทางในการส่งเสริมการระดมทุนและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ มีดังนี้

- ตลาดควรให้ความรู้ความเข้าใจแก่ผู้ลงทุนในแนวนโยบายของตลาด การซื้อขายความรู้ที่เป็นประโยชน์ต่อการดำเนินการลงทุน ตลอดจนสิทธิคุ้มครองต่างๆที่ผู้ลงทุนพึงได้รับ เพื่อเป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้เกิดขึ้นกับตลาด
- เน้นการพัฒนาทางด้านปัจจัยพื้นฐานของตลาด เช่น การพัฒนาคุณภาพและมาตรฐานของบริษัทจดทะเบียน ได้แก่หลักเกณฑ์ในการคัดเลือกบริษัทเข้าจดทะเบียน หรือการยกระดับบรรษัทภิบาลของบริษัทต่างๆ อันเป็นการช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดและก่อให้เกิดความต้องการลงทุนในระยะยาวอย่างแท้จริง
- สนับสนุนการแปรรูปรัฐวิสาหกิจเพื่อให้ธุรกิจขนาดใหญ่เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้มากขึ้น
- สนับสนุนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของชาวต่างชาติ เนื่องจากประเทศไทยจำเป็นต้องพึ่งเงินลงทุนจากต่างชาติเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจในระยะยาว
- ส่งเสริมให้มีการแข่งขันกันระหว่างบริษัทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ได้อย่างเสรี เพื่อให้ต้นทุนในการซื้อขายลดลงซึ่งเป็นการดึงดูดให้นักลงทุนมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น

ข้อจำกัดของการศึกษาและข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1. เนื่องจากข้อจำกัดและความไม่สม่ำเสมอของข้อมูลในช่วงปีที่ทำการศึกษาก็ไม่สามารถเก็บข้อมูลที่ครบถ้วนสมบูรณ์ด้วยความถี่ที่เป็นรายเดือน หรือรายไตรมาสได้ ซึ่งแสดงให้เห็นลักษณะการเคลื่อนไหวของข้อมูลได้ละเอียดและชัดเจนกว่าข้อมูลรายปี ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปควรมีการศึกษาข้อมูลเป็นรายเดือนหรือรายไตรมาส

2. ในการวัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในการศึกษาครั้งนี้ใช้ตัวชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์โดยแบ่งออกเป็น 5 ตัวแปร ซึ่งทำให้ต้องมีการประมาณค่า 5 ครั้ง ทำให้ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระตัวอื่นๆ ในแบบจำลองมีผลการประมาณค่าไม่เท่ากัน ซึ่งทำให้ผลการศึกษาไม่ชัดเจนเท่าที่ควร อีกทั้งถ้ามีการเปลี่ยนตัวแปร หรือเพิ่มตัวแปรตัวชี้วัดการพัฒนาของ

ตลาดหลักทรัพย์เข้าไปอาจมีผลให้ผลการศึกษาเปลี่ยนแปลงได้ ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปจึงเสนอให้มีการจัดทำดัชนีชี้วัดที่แสดงถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในด้านต่างๆรวมไว้ในตัวแปรเดียวเพื่อให้ผลการศึกษามีความชัดเจน

3.ตัวชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 5 ที่ใช้ในการศึกษานี้เน้นไปในเชิงปริมาณ ซึ่งไม่สามารถแสดงให้เห็นในอีกมุมหนึ่งของการพัฒนาได้ ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปควรมีการพิจารณาการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในด้านอื่นๆเพิ่มเติม เช่น การพัฒนาในด้านจริยธรรม ธรรมาภิบาล การตรวจสอบ และการกำกับดูแลของภาครัฐ เป็นต้น เนื่องจากหากการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์อยู่ภายใต้ระบบธรรมาภิบาลที่ดีนั้นย่อมส่งผลต่อการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจเช่นกัน

4.ในการศึกษาครั้งต่อไปควรมีการศึกษาถึงการพัฒนาทางการเงินในตลาดอื่นๆเพิ่มเติม เช่น การพัฒนาในระบบธนาคาร และ การพัฒนาในตลาดตราสารหนี้ เป็นต้น

เอกสารและสิ่งอ้างอิง

เกษม เลี้ยงพรม. 2540. การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับการจำเริญเติบโตทางเศรษฐกิจ. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

นัทรแก้ว ชีพสาทิศ. 2550. การพัฒนาของระบบการเงินและการเจริญเติบโตของประเทศไทย. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2548. การเดินทางแห่งชีวิต 30 ปี ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2551. สรุปสถิติสำคัญของตลาดหลักทรัพย์ (Online). www.set.or.th, 14 พฤษภาคม 2551

ธนาคารแห่งประเทศไทย. 2551. เครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจที่สำคัญ (Online). www.bot.or.th, 14 พฤษภาคม 2551

ธนาคารแห่งประเทศไทย. 2551. สถิติตลาดการเงิน (Online). www.bot.or.th, 14 พฤษภาคม 2551.

บัณฑิต ชัยวิษณุชาติ. 2550. **Regression and Cointegration**. เอกสารประกอบการบรรยาย. คณะเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

ภาวิณี เกียรติชัยพัฒน์. 2543. ปัจจัยที่มีผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจกรณีการเปิดเสรีการเงิน. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

มนต์ชัย ตั้งสถาพรพงษ์. 2545. ความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์กับการพัฒนาเศรษฐกิจ. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

รัตนา สายคณิต. 2544. **มหเศรษฐศาสตร์วิเคราะห์จากทฤษฎีสู่นโยบาย**. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ลิจิต ชีรเวทิน. 2545. “ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์และความเป็นจริง.” **ผู้จัดการรายวัน** (Online).
www.the-thainews.com/misc/journal/jn300345_1.htm, 2 มกราคม 2552.

วันรักษ์ มิ่งมณีนาคิน. 2548. **หลักเศรษฐศาสตร์มหภาค**. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ศุภชัย ศรีสุชาติ. 2546. **ตลาดหลักทรัพย์กับการพัฒนาเศรษฐกิจไทย** (Online).
www.econ.tu.ac.th/archan/supachai/article/SET&Delopment.doc, 2 มกราคม 2552.

_____. 2547. **ตลาดหุ้นในประเทศไทย**. กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. 2551. (Online).
www.sec.or.th, 14 พฤษภาคม 2551

สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง. 2551. **ข้อมูลการออม** (Online). www.fpo.go.th, 14 พฤษภาคม 2551

Atje, R. and B. Jovanovic. 1993. “Stock Market and Development.” **European Economic Review** 37

Bahadur, S. and S. Neupane. 2006. “Stock Market and Economic Development : a Causality test.” **Journal of Nepalese Bussiness studies**

Dickey, D. A. and W. A. Fuller. 1979. “Distribution of the Estimates for Autoregressive Time Series with a Unit Root.” **Journal of the American Statistical Association** 74: 427-31.

- _____. 1981. "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root." **Econometrica** 49: 1057-72.
- Dornbusch, R., S. Fischer. and R. Statrz. 2004. **Macroeconomics**. Singapore: McGraw-Hill.
- Enders, W. 2004. **Applied Econometric Time Series**. New York: John Wiley & Sons.Inc.
- Levine, R. 2004. "Finance and Growth." **NBER working paper series** (Online).
www.nber.org/paperw10766.
- Levine, R. and S. Zervos. 1998. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth." **The American Economic Review** 88 (3): 537-558.
- _____. 1996. "Stock Market Development and Long Run Growth." **WorldBank Economic Review** 10: 323-339.
- Liu, W. C. and C. M. Hsu. 2006. "The Role of Financial Development in Economic Growth : The experiences of Taiwan, Korea and Japan" **Journal of Asian Economics** 17: 667-690.
- Mohsin, S. K. and S. S. Abdelhak. 2000. "Financial Development and Economic Growth: An overview". **IMF working paper** (Online). www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00209pdf.
- Nieuwerburg, S. V., F.Buelens. and L.Cuyvers. 2006. "Stock Market Development and Economic Growth in Belgium." **Explorations in Economic History** (43): 13-38.
- Pindyck, R. S. and D. L.Rubinfeld. 1998. **Econometric Models and Economic Forecast**. Singapore: McGraw-Hill.

Said, S. and D. A. Dickey. 1984. "Testing for Unit Roots in Autoregressive-Moving Average Models with Unknow Order." **Biometrika** 71: 599-607.

Van Den Berg, H. 2005. **Economic Growth and Development**. Singapore: McGraw-Hill.

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

การวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติโดยวิธี Cointegration

Cointegration Approach

การนำข้อมูลอนุกรมเวลา (Time series Data) ของตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์มาใช้วิเคราะห์หาความสัมพันธ์กันในเชิงเศรษฐมิติโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares) นั้น มีข้อสมมติฐานหนึ่งว่าข้อมูลอนุกรมเวลาของตัวแปรทั้งหมดในแบบจำลองต้องมีลักษณะ Stationary ซึ่งถ้าข้อสมมติฐานดังกล่าวไม่เป็นจริง หรืออีกนัยหนึ่ง คือ ข้อมูลอนุกรมเวลานั้นมีลักษณะ Nonstationary อาจทำให้ผลการประมาณแบบจำลองถดถอยดังกล่าวเกิดมีความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง (Spurious Regression) เนื่องจากข้อมูลของตัวแปรที่มีลักษณะ Nonstationary จะมีค่าแนวโน้มผันแปรเพิ่มขึ้นหรือลดลงเมื่อเวลาผ่านไป ซึ่งเมื่อนำตัวแปรดังกล่าวมาหาความสัมพันธ์ บางครั้งความสัมพันธ์ที่ได้ อาจเกิดจากปัจจัยของเวลามากกว่าปัจจัยของตัวแปรที่ต้องการศึกษา

วิธีการแก้ปัญหาความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง คือ การนำข้อมูลที่ต้องการศึกษามาปรับให้อยู่ในรูปผลต่างลำดับที่หนึ่งหรือสูงกว่า ซึ่งการปรับข้อมูลในรูปผลต่างก่อนนำไปประมาณค่าจะก่อให้เกิดผลในเชิงลบ คือ แบบจำลองถดถอยที่ประมาณได้จะสูญเสียข้อมูลการปรับตัวของตัวแปรต่างๆ ในแบบจำลอง ดังนั้น จึงก่อให้เกิดการวิเคราะห์เศรษฐมิติแนวใหม่ที่เรียกว่า Cointegration ซึ่งสามารถประยุกต์ใช้กับข้อมูลอนุกรมเวลาที่อยู่ในระดับ (Level) และมีลักษณะเป็น Nonstationary นอกจากนี้ ผลการประมาณแบบจำลองจากเทคนิคแนวใหม่นี้ยังจะไม่ก่อให้เกิดปัญหาความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง

อย่างไรก็ตาม ก่อนจะกล่าวถึงกระบวนการทดสอบ Cointegration มีความจำเป็นต้องทดสอบข้อมูลของตัวแปรในแบบจำลองว่ามีลักษณะ Stationary หรือไม่ เนื่องจากถ้าผลการทดสอบพบว่า ตัวแปรทั้งหมดในแบบจำลองมีคุณสมบัติเป็น Stationary การประมาณแบบจำลองโดยวิธี Cointegration จะไม่มีความจำเป็น แต่วิธีกำลังสองน้อยที่สุดจะยังคงสามารถนำมาใช้ประมาณค่าได้เหมือนเดิม

การทดสอบ Stationary

การทดสอบความมีเสถียรภาพของตัวแปร เป็นการทดสอบว่าข้อมูลอนุกรมเวลาของตัวแปรมีค่าเฉลี่ยและความแปรปรวนที่คงที่ ตลอดจนความแปรปรวนร่วมระหว่างค่าสังเกตในอนุกรม

เวลาเป็นฟังก์ชันขึ้นอยู่กับช่วงเวลาที่แตกต่างกันแต่ไม่ใช่ ณ เวลาที่เกิดขึ้นหรือไม่ ถ้าผลการทดสอบไม่มีคุณสมบัติที่ครบถ้วนดังกล่าว ตัวแปรนั้นจะมีลักษณะเป็น Nonstationary

สำหรับวิธีการทดสอบคุณสมบัติ Stationary ในตัวแปรอนุกรมเวลามีหลายวิธีด้วยกันแต่นิยมใช้กันอย่างแพร่หลายก็คือ Dickey – Fuller Test และ Augmented Dickey – Fuller Test โดยมีรายละเอียด ดังนี้

Dickey and Fuller (1979, 1981) ได้เสนอวิธีทดสอบ Unit Root ที่เรียกว่า Dickey – Fuller Test (DF Test) โดยพิจารณาสมการถดถอย 3 รูปแบบที่แตกต่างกัน ดังต่อไปนี้

$$\Delta^{d+1}X_t = \gamma \Delta^d X_{t-1} + U_t \quad (1)$$

$$\Delta^{d+1}X_t = \alpha_0 + \gamma \Delta^d X_{t-1} + U_t \quad (2)$$

$$\Delta^{d+1}X_t = \alpha_0 + \alpha_1 T + \gamma \Delta^d X_{t-1} + U_t \quad (3)$$

โดยที่

Δ^d	=	ระดับของผลต่างลำดับที่ d
X_t	=	ตัวแปรทางเศรษฐกิจที่ศึกษา
T	=	Time Trend ที่ใช้ทดสอบว่าตัวแปรทางเศรษฐกิจมีคุณสมบัติเป็น Trend Stationary หรือไม่
U_t	=	ตัวแปรสุ่มที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับศูนย์และความแปรปรวนคงที่

ในแต่ละสมการมีสมมติฐานหลัก คือ $\gamma = 0$ ซึ่งแสดงว่าตัวแปรอนุกรมเวลามี Unit Root หรือ Nonstationary ขณะที่สมมติฐานรอง คือ $\gamma < 0$ ซึ่งแสดงว่าตัวแปรอนุกรมเวลาไม่มี Unit Root หรือ Stationary สำหรับการทดสอบครั้งแรกจะเริ่มกับตัวแปรอนุกรมเวลาที่ค่าระดับ หรือ มี Integrated อันดับศูนย์ โดยพิจารณาเปรียบเทียบค่าสถิติ t (t - statistic) ที่คำนวณได้กับค่าวิกฤติที่ได้จากตารางของ Dickey Fuller (τ - distribution) กล่าวคือ ถ้าค่าสถิติ t ที่คำนวณได้ของแต่ละสมการมีค่ามากกว่าค่าวิกฤติที่ได้จากตารางอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ในรูปค่าสัมบูรณ์) แสดงว่า ยอมรับสมมติฐานรองหรือตัวแปรอนุกรมเวลานั้นมีคุณสมบัติ Stationary แต่ถ้าไม่สามารถปฏิเสธ

สมมติฐานหลักได้ แสดงว่า ตัวแปรดังกล่าวมีลักษณะเป็น Nonstationary หรือมี Unit Root ดังนั้น จะต้องทำการ Differencing ข้อมูลนั้นๆ จนกว่าจะมีคุณสมบัติ Stationary

สำหรับการทดสอบ Unit Root โดยวิธี DF Test บางครั้งจะพบว่าตัวแปรสุ่ม U_t มีความสัมพันธ์กันเองในลำดับที่สูงขึ้น ซึ่งจะทำให้ตัวแปรสุ่มดังกล่าวขาดคุณสมบัติ White Noise จากปัญหานี้ทำให้ Said and Dickey (1984) ได้ปรับสมการที่ 1 2 และ 3 ใหม่ โดยการเพิ่มจำนวนตัวแปรล่าช้าของตัวแปรตาม ΔX_t ในลำดับที่สูงขึ้น เพื่อขจัดปัญหาการมีความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรสุ่ม U_t สมการที่ปรับใหม่มีดังนี้

$$\Delta^{d+1}X_t = \gamma \Delta^d X_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta^{d+1} X_{t-1} + U_t \quad (4)$$

$$\Delta^{d+1}X_t = \alpha_0 + \gamma \Delta^d X_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta^{d+1} X_{t-1} + U_t \quad (5)$$

$$\Delta^{d+1}X_t = \alpha_0 + \alpha_1 T + \gamma \Delta^d X_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta^{d+1} X_{t-1} + U_t \quad (6)$$

โดยที่ p คือ ความล่าช้า (Lag) ของเวลาที่เหมาะสมซึ่งจะทำให้ตัวแปรสุ่ม U_t ไม่มีความสัมพันธ์กันเอง สำหรับการเลือกความล่าช้าของเวลาที่เหมาะสมจะใช้วิธี Schwartz Info Criterion (SIC) (Enders, 2004) โดยเลือก Lag ที่ให้ค่า SIC ต่ำที่สุด ภายใต้สมการที่ 4 5 และ 6 สมมติฐานที่ต้องการทดสอบยังคงเหมือนเดิม รวมทั้งค่าวิกฤตยังคงใช้จากตารางอันเดียวกับที่ใช้ DF Test แต่การทดสอบในรูปแบบนี้จะมีชื่อใหม่ว่า Augmented Dickey – Fuller Test (ADF Test)

จากที่กล่าวมาสรุปว่า ถ้าผลการทดสอบ Stationary พบว่า ตัวแปรอนุกรมเวลาต่างๆ ในรูปของระดับที่นำมาใช้ในแบบจำลองมีคุณสมบัติ Stationary ทั้งหมด การประมาณแบบจำลองโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดยังคงสามารถทำได้ แต่ถ้าตัวแปรดังกล่าวมี Unit Root หรือ Nonstationary การนำตัวแปรเหล่านี้มาใช้ร่วมกับการประมาณแบบจำลองโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดจะให้ผลประมาณค่าที่ไม่ดี ดังนั้น ทางเลือกหนึ่งในการประมาณค่าที่เหมาะสมกับข้อมูลลักษณะนี้ คือ การใช้วิธี Cointegration

การทดสอบ Cointegration

แนวความคิดเรื่อง Cointegration ได้รับการพัฒนาจากนักเศรษฐมิติ 2 ท่าน คือ Engle และ Granger ที่ให้ข้อสรุปทางทฤษฎีว่า ข้อมูลอนุกรมเวลาตั้งแต่ 2 ชุด อาจมีความสัมพันธ์ในเชิงเคลื่อนไหวไปพร้อมๆ กัน ในสภาพที่แน่นอน ความสัมพันธ์ดังกล่าว เรียกว่า Cointegration ซึ่งความสัมพันธ์นี้เกิดขึ้นได้แม้ว่าข้อมูลอนุกรมเวลาแต่ละชุดจะเป็น Nonstationary ก็ตาม สำหรับการตรวจสอบว่าตัวแปรอนุกรมเวลาที่อยู่ในแบบจำลองจะมีคุณสมบัติ Cointegration หรือไม่ มีการตรวจสอบอยู่หลายวิธี แต่ที่นิยมมีอยู่ 2 วิธี คือ วิธีของ Engle and Granger และวิธีของ Johansen and Juselius ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

การทดสอบ Cointegration โดยวิธีของ Johansen and Juselius

การทดสอบวิธีนี้เป็นการขยายและปรับปรุงข้อบกพร่องของการทดสอบโดยวิธี Engle and Granger กล่าวคือ การใช้วิธีของ Johansen and Juselius เป็นการคำนวณในรูปแบบของ Multivariate Cointegration ที่จะตรวจสอบทุกสมการโดยการสลับตัวแปรแต่ละตัวเป็นตัวแปรตามภายใต้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR Model) แทนรูปแบบ Univariate Cointegration ของ Engle and Granger ที่ตรวจสอบเพียงสมการเดียว นอกจากนี้ วิธีการของ Johansen and Juselius ยังใช้การประมาณค่าแบบจำลองโดยวิธี Full Information Likelihood ซึ่งสามารถแก้ไขข้อบกพร่องของ Engle and Granger ที่ใช้การประมาณค่าแบบจำลองโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดสองครั้ง สำหรับการทดสอบ Cointegration โดยวิธีของ Johansen and Juselius มีขั้นตอนดังนี้ (Enders, 2004)

ขั้นตอนที่ 1 กำหนดแบบจำลองที่ต้องการทดสอบ ซึ่งตั้งอยู่บนพื้นฐานแบบจำลอง Vector Autoregressive ที่สมมติให้ตัวแปรมีเท่ากับ n และมีความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆ ในแบบจำลอง ดังนี้

$$x_t = A_1 x_{t-1} + A_2 x_{t-2} + \dots + A_p x_{t-p} + U_t \quad (7)$$

โดยที่

$$\begin{aligned}
x_t &= (Nx1) \text{ Vector } (x_{1t}, x_{2t}, \dots, x_{nt}) \\
A &= (NxN) \text{ Matrix ของสัมประสิทธิ์ของตัวแปร} \\
U_t &= (Nx1) \text{ ของค่าคลาดเคลื่อน (Error Term) ที่มีลักษณะเป็น White Noise}
\end{aligned}$$

จากสมการที่ (7) ทำให้อยู่ในรูป First Differenced Form จะได้ว่า

$$\begin{aligned}
\Delta x_t &= \Gamma_1 \Delta x_{t-1} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta x_{t-p+1} + \Pi x_{t-p} + U_t \\
&= \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta x_{t-i} + \Pi x_{t-p} + U_t
\end{aligned} \tag{8}$$

โดยที่

$$\begin{aligned}
\Gamma_i &= -I + A_1 + \dots + A_i \\
\Pi &= -I + A_1 + \dots + A_p \\
I &= \text{Identity Matrix}
\end{aligned}$$

ขั้นตอนที่ 2 ทดสอบหาความล่าช้าของเวลาที่เหมาะสมในแบบจำลองที่กำหนด ซึ่งการศึกษาครั้งนี้จะใช้วิธี Schwartz Info Criterion (SIC) โดยเลือก Lag ที่ให้ค่า SIC ต่ำที่สุด

ขั้นตอนที่ 3 หาจำนวน Cointegrating Vector ระหว่างตัวแปรต่างๆ ในแบบจำลอง ซึ่งเงื่อนไขที่ต้องการในการประมาณค่าด้วยวิธี Johansen and Juselius คือ Π Matrix จะต้องมีความสมบูรณ์ I(0) จึงจะทำให้เกิดความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวระหว่างตัวแปรต่างๆ ใน x_t Matrix ซึ่งสามารถทดสอบได้โดยอาศัยการหาค่า Rank ของ Π Matrix ที่จะแสดงถึงจำนวน Cointegrating Vector และคุณสมบัติ Stationary ของ Π Matrix ซึ่งค่า Rank ของ Π Matrix จะเป็นได้ 3 กรณี ดังนี้

1) ถ้า Rank ของ Π Matrix เป็น Full Rank ณ อันดับ n แสดงว่าตัวแปรทุกตัวใน x_t Matrix มีความสมบูรณ์ I(0) คือ ตัวแปรมีความสมบูรณ์ Cointegrated ระหว่างกัน

2) ถ้า Rank ของ Π Matrix เป็น Zero Rank แสดงว่าตัวแปรทุกตัวใน x_t Matrix มีคุณสมบัติ I(1) ซึ่งไม่มี Cointegrated ระหว่างกัน

3) ถ้า Rank ของ Π Matrix มีค่าเท่ากับ r และ $0 < r < n$ แสดงว่าตัวแปรใน x_t Matrix มีจำนวน Cointegrating Vector เท่ากับ r

ขั้นตอนที่ 4 ในทางปฏิบัติการหาจำนวน Cointegrating Vector นั้น Johansen and Juselius ได้ใช้ตัวทดสอบสถิติ คือ Trace Test และ Maximum Eigenvalue Test โดยการทดสอบทั้งสองมักจะทำไปพร้อมกันเพื่อเป็นการตรวจสอบความถูกต้องซึ่งกันและกัน รายละเอียดการทดสอบมีดังนี้

$$\text{Trace Test} \quad : \quad \lambda_{\text{Trace}}(r) = -T \sum_{i=r+1}^n \ln(1 - \lambda_i) \quad (9)$$

โดยมีสมมติฐานการทดสอบ คือ

$$\begin{aligned} H_0 & : \quad \text{จำนวน Cointegrating Vector อย่างมากที่สุดเท่ากับ } r \\ H_1 & : \quad \text{จำนวน Cointegrating Vector มากกว่า } r \end{aligned}$$

$$\text{Maximum Eigenvalue Test} \quad : \quad \lambda_{\max}(r, r+1) = -T \ln(1 - \lambda_{r+1}) \quad (10)$$

โดยมีสมมติฐานในการทดสอบ คือ

$$\begin{aligned} H_0 & : \quad \text{จำนวน Cointegrating Vector เท่ากับ } r \\ H_1 & : \quad \text{จำนวน Cointegrating Vector เท่ากับ } r + 1 \end{aligned}$$

โดยที่

$$\begin{aligned} \lambda & = \quad \text{Eigenvalue ที่คำนวณจากการประมาณการ } \Pi \text{ Matrix} \\ T & = \quad \text{จำนวนข้อมูลที่ใช้} \end{aligned}$$

การทดสอบเริ่มจากพิจารณาสมมติฐานหลัก ถ้าไม่สามารถปฏิเสธได้จะสามารถสรุปได้ว่า
ไม่มี Cointegrating Vector ใน VAR Model แต่ถ้าสามารถปฏิเสธได้จะทดสอบในลำดับ r ต่อมา
หากไม่สามารถปฏิเสธที่ $r < r_0$ ได้ แต่ปฏิเสธ $r < r_0 - 1$ เมื่อ $r_0 = 1, 2, 3, \dots$ จะสามารถสรุปได้ว่ามี
จำนวน Cointegrating Vectors = r_0

ภาคผนวก ข

ผลการเลือกความล่าช้าที่เหมาะสมสำหรับการทดสอบ Cointegration

ตารางผนวกที่ 1 ช่วง Lag ที่เหมาะสมในแบบจำลองที่ 1

ช่วง Lag	Schwartz Info Criterion (SIC)
0	-15.72133
1	-17.93929
2	-16.70163

ตารางผนวกที่ 2 ช่วง Lag ที่เหมาะสมในแบบจำลองที่ 2

ช่วง Lag	Schwartz Info Criterion (SIC)
0	-16.31486
1	-18.54228
2	-17.39757

ตารางผนวกที่ 3 ช่วง Lag ที่เหมาะสมในแบบจำลองที่ 3

ช่วง Lag	Schwartz Info Criterion (SIC)
0	-15.06453
1	-17.03773
2	-16.10903

ตารางผนวกที่ 4 ช่วง Lag ที่เหมาะสมในแบบจำลองที่ 4

ช่วง Lag	Schwartz Info Criterion (SIC)
0	-3.652247
1	-9.557184
2	-9.342074

ที่มา: จากการคำนวณ

ตารางผนวกที่ 5 ช่วง Lag ที่เหมาะสมในแบบจำลองที่ 5

ช่วง Lag	Schwartz Info Criterion (SIC)
0	-14.83839
1	-16.11759
2	-14.58254

ที่มา: จากการคำนวณ

ภาคผนวก ค

ผลการทดสอบหาจำนวน Cointegrating Vector

ตารางผนวกที่ 6 จำนวน Cointegrating Vectors ของแบบจำลองที่ 1

Trace Test				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	1 Percent Critical Value	5 Percent Critical Value
None***	0.744074	90.25719	85.33651	76.97277
At most 1	0.523313	48.00831	61.26692	54.07904
At most 2	0.408583	25.04059	41.19504	35.19275
At most 3	0.201801	8.758318	25.07811	20.26184
At most 4	0.055528	1.771010	12.76076	9.164546

Maximum Eigenvalue Test				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max – Eigen Statistic	1 Percent Critical Value	5 Percent Critical Value
None**	0.744074	42.24888	40.29526	34.80587
At most 1	0.523313	22.96772	33.73292	28.58808
At most 2	0.408583	16.28227	27.06783	22.29962
At most 3	0.201801	6.987308	20.16121	15.89210
At most 4	0.055528	1.771010	12.76076	9.164546

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

ตารางผนวกที่ 7 จำนวน Cointegrating Vectors ของแบบจำลองที่ 2

Trace Test				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	1 Percent Critical Value	5 Percent Critical Value
None***	0.753105	92.97142	85.33651	76.97277
At most 1	0.567380	49.60886	61.26692	54.07904
At most 2	0.385562	23.63407	41.19504	35.19275
At most 3	0.192550	8.535614	25.07811	20.26184
At most 4	0.059617	1.905503	12.76076	9.164546

Maximum Eigenvalue Test				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max – Eigen Statistic	1 Percent Critical Value	5 Percent Critical Value
None**	0.753105	43.36256	40.29526	34.80587
At most 1	0.567380	25.97479	33.73292	28.58808
At most 2	0.385562	15.09846	27.06783	22.29962
At most 3	0.192550	6.630111	20.16121	15.89210
At most 4	0.059617	1.905503	12.76076	9.164546

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

ตารางผนวกที่ 8 จำนวน Cointegrating Vectors ของแบบจำลองที่ 3

Trace Test				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	1 Percent Critical Value	5 Percent Critical Value
None***	0.839820	101.7393	85.33651	76.97277
At most 1	0.526265	44.96415	61.26692	54.07904
At most 2	0.308432	21.80382	41.19504	35.19275
At most 3	0.252679	10.37122	25.07811	20.26184
At most 4	0.042371	1.342141	12.76076	9.164546

Maximum Eigenvalue Test				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max – Eigen Statistic	1 Percent Critical Value	5 Percent Critical Value
None***	0.839820	56.77515	40.29526	34.80587
At most 1	0.526265	23.16033	33.73292	28.58808
At most 2	0.308432	11.43260	27.06783	22.29962
At most 3	0.252679	9.029081	20.16121	15.89210
At most 4	0.042371	1.342141	12.76076	9.164546

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ตารางผนวกที่ 9 จำนวน Cointegrating Vectors ของแบบจำลองที่ 4

Trace Test				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	1 Percent Critical Value	5 Percent Critical Value
None***	0.866696	132.8240	85.33651	76.97277
At most 1***	0.750323	72.37030	61.26692	54.07904
At most 2	0.424128	30.74268	41.19504	35.19275
At most 3	0.316282	14.18656	25.07811	20.26184
At most 4	0.088511	2.780279	12.76076	9.164546

Maximum Eigenvalue Test				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max – Eigen Statistic	1 Percent Critical Value	5 Percent Critical Value
None***	0.866696	60.45369	40.29526	34.80587
At most 1***	0.750323	41.62762	33.73292	28.58808
At most 2	0.424128	16.55611	27.06783	22.29962
At most 3	0.316282	11.40629	20.16121	15.89210
At most 4	0.088511	2.780279	12.76076	9.164546

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ตารางผนวกที่ 10 จำนวน Cointegrating Vectors ของแบบจำลองที่ 5

Trace Test				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	1 Percent Critical Value	5 Percent Critical Value
None***	0.725350	86.69195	85.33651	76.97277
At most 1	0.547123	47.92418	61.26692	54.07904
At most 2	0.361263	24.16015	41.19504	35.19275
At most 3	0.255308	10.71226	25.07811	20.26184
At most 4	0.060390	1.868707	12.76076	9.164546

Maximum Eigenvalue Test				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max – Eigen Statistic	1 Percent Critical Value	5 Percent Critical Value
None**	0.725350	38.76777	40.29526	34.80587
At most 1	0.547123	23.76403	33.73292	28.58808
At most 2	0.361263	13.44789	27.06783	22.29962
At most 3	0.255308	8.843556	20.16121	15.89210
At most 4	0.060390	1.868707	12.76076	9.164546

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ

** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

ภาคผนวก ง

ผลการประมาณค่าความสัมพันธ์เชิงคุณยาพระยะยาว

ตารางผนวกที่ 11 ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของแบบจำลองที่ 1

Normalized cointegrating coefficients: 1 Cointegrating Equation

$\dot{Y}$	MCAP	r	$\dot{L}$	INF	C
1.000000	-0.161014	-1.135738	-2.787383	0.947959	0.146604
S.E.	0.01899	0.16123	0.24932	0.13740	0.02453

หรือ the estimated long-run equilibrium relationship คือ

$$\dot{Y} = -0.1466 + 0.1610\text{MCAP} + 1.1135r + 2.7873\dot{L} - 0.9479\text{INF}$$

(-5.9765)*** (8.4788)*** (7.0442)*** (11.1799)*** (-6.8992)***

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: 1. ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า t-stat

2. *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ตารางผนวกที่ 12 ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของแบบจำลองที่ 2

Normalized cointegrating coefficients: 1 Cointegrating Equation

$\dot{Y}$	VTRADE	r	$\dot{L}$	INF	C
1.000000	-0.210360	-1.420681	-2.166004	0.891890	0.166574
S.E.	0.02124	0.15974	0.20211	0.12036	0.02366

หรือ the estimated long-run equilibrium relationship คือ

$$\dot{Y} = -0.1665 + 0.2103\text{VTRADE} + 1.4206r + 2.1660\dot{L} - 0.8918\text{INF}$$

(-7.0403)*** (9.9039)*** (8.8937)*** (10.7169)*** (-7.4101)***

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: 1. ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า t-stat

2. *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ตารางผนวกที่ 13 ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของแบบจำลองที่ 3

Normalized cointegrating coefficients: 1 Cointegrating Equation

$\dot{Y}$	TURN	r	$\dot{L}$	INF	C
1.000000	-0.298864	-2.147720	-2.252296	2.658367	0.316229
S.E.	0.02823	0.32806	0.50157	0.36070	0.04795

หรือ the estimated long-run equilibrium relationship คือ

$$\dot{Y} = -0.3162 + 0.2988\text{TURN} + 2.1477r + 2.2522\dot{L} - 2.6583\text{INF}$$

(-6.5949)*** (10.5867)*** (6.5467)*** (4.4904)*** (-7.3700)***

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: 1. ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า t-stat

2. *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ตารางผนวกที่ 14 ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของแบบจำลองที่ 4

Normalized cointegrating coefficients: 1 Cointegrating Equation

$\dot{Y}$	NLC	r	$\dot{L}$	INF	C
1.000000	-0.001248	-4.669050	-12.07707	2.00721	1.019090
S.E.	0.00015	0.66669	1.04592	0.52407	0.11400

หรือ the estimated long-run equilibrium relationship คือ

$$\dot{Y} = -1.019090 + 0.001248\text{NLC} + 4.669050r + 12.07707\dot{L} - 2.00721\text{INF}$$

(-8.9393)*** (8.3200)*** (7.0033)*** (11.5468)*** (3.83004)***

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: 1. ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า t-stat

2. *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ตารางผนวกที่ 15 ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของแบบจำลองที่ 5

Normalized cointegrating coefficients: 1 Cointegrating Equation

$\dot{Y}$	STOCK	r	$\dot{L}$	INF	C
1.000000	-0.245587	0.146397	-1.209241	-0.025159	-0.018339
S.E.	0.04110	0.34284	0.63736	0.40541	0.03864

หรือ the estimated long-run equilibrium relationship คือ

$$\dot{Y} = 0.0183 + 0.2455\text{STOCK} - 0.1463r + 1.2092\dot{L} + 0.0251\text{INF}$$

(0.4746) (5.9753)*** (-0.4570) (1.8972) (0.0620)

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: 1. ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า t-stat

2. *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ภาคผนวก จ
ข้อมูลของตัวแปรที่ใช้ศึกษา

ตารางผนวกที่ 16 ข้อมูลตัวแปร $\dot{Y}$ $\dot{Y}$ L และ $\dot{L}$ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2517 – 2550

ปี	Y(ล้านบาท) ^{/1}	$\dot{Y}$ (%)	L(พันคน) ^{/2}	$\dot{L}$ (%)
2517	600,194	-	17,231	-
2518	629,858	4.94	18,255	5.94
2519	687,607	9.17	18,565	1.70
2520	755,414	9.86	20,476	10.29
2521	830,025	9.88	21,894	6.93
2522	873,507	5.24	21,419	-2.17
2523	913,733	4.61	22,728	6.11
2524	967,706	5.91	24,579	8.14
2525	1,019,501	5.35	25,748	4.76
2526	1,076,432	5.58	25,797	0.19
2527	1,138,353	5.75	26,105	1.19
2528	1,191,255	4.65	26,637	2.04
2529	1,257,177	5.53	27,403	2.88
2530	1,376,847	9.52	28,740	4.88
2531	1,559,804	13.29	29,614	3.04
2532	1,749,952	12.19	30,339	2.45
2533	1,945,372	11.17	31,749	4.65
2534	2,111,862	8.56	31,223	-1.66
2535	2,282,572	8.08	32,182	3.07
2536	2,473,937	8.38	32,240	0.18
2537	2,695,054	8.94	31,816	-1.32
2538	2,933,168	8.84	32,174	1.13
2539	3,095,041	5.52	32,324	0.47
2540	3,072,615	-0.72	32,780	1.41
2541	2,749,684	-10.51	32,595	-0.56

ตารางผนวกที่ 16 (ต่อ)

ปี	Y(ล้านบาท) ^{/1}	$\dot{Y}$ (%)	L(พันคน) ^{/2}	$\dot{L}$ (%)
2542	2,871,980	4.45	32,910	0.97
2543	3,008,401	4.75	33,223	0.95
2544	3,073,601	2.17	33,813	1.78
2545	3,237,042	5.32	34,261	1.32
2546	3,468,166	7.14	34,901	1.87
2547	3,688,189	6.34	35,717	2.34
2548	3,855,111	4.53	36,131	1.16
2549	4,052,006	5.11	36,429	0.82
2550	4,244,607	4.75	36,941	1.41

ที่มา: ^{/1} สภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

^{/2} ธนาคารแห่งประเทศไทย

ตารางผนวกที่ 17 อัตราเงินเฟ้อ (INF) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีของธนาคาร
พาณิชย์ (r) และ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเบื้องต้น (ราคาปัจจุบัน)
(Nominal GDP) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2518 – 2550

ปี	INF(%) ^{/1}	r(%) ^{/1}	Nominal GDP (ล้านบาท) ^{/2}
2518	5.3	10.75	307,366
2519	4.2	10.75	349,927
2520	7.6	10.75	406,659
2521	7.9	12	490,983
2522	9.9	14.5	562,580
2523	19.7	16.5	662,482
2524	12.7	17	760,356
2525	5.1	16	841,569
2526	3.7	16	920,989
2527	0.8	16.5	988,070
2528	2.4	15.5	1,056,496
2529	1.9	12.125	1,133,397
2530	2.4	11.5	1,299,913
2531	3.9	12	1,559,804
2532	5.3	13	1,856,992
2533	5.9	16.25	2,183,545
2534	5.7	14	2,506,635
2535	4.1	11.5	2,830,914
2536	3.4	10.5	3,170,258
2537	5	11.75	3,630,805
2538	5.7	13.75	4,188,929
2539	5.9	13.125	4,611,041
2540	5.6	15.25	4,732,610

ตารางผนวกที่ 17 (ต่อ)

ปี	INF(%) ^{/1}	r(%) ^{/1}	Nominal GDP (ล้านบาท) ^{/2}
2541	8	11.75	4,626,447
2542	0.3	8.375	4,637,079
2543	1.6	7.875	4,922,731
2544	1.6	7.25	5,133,502
2545	0.7	6.75	5,450,643
2546	1.8	5.625	5,917,369
2547	2.7	5.625	6,489,476
2548	4.5	6.625	7,095,619
2549	4.7	7.75	7,830,329
2550	2.3	6.99	8,469,060

ที่มา: ^{/1} ธนาคารแห่งประเทศไทย^{/2} สภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

ตารางผนวกที่ 18 มูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาด มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ และดัชนี
ราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2518 - 2550

ปี	มูลค่าหลักทรัพย์รวมตาม ราคาตลาด (ล้านบาท)	มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ (ล้านบาท)	SET Index (จุด)
2518	5,394	559	84
2519	7,260	993	82
2520	19,231	26,282	181
2521	33,088	57,065	257
2522	28,384	22,450	149
2523	25,521	6,549	124
2524	23,471	2,521	106
2525	29,438	5,877	123
2526	34,793	9,120	134
2527	47,431	10,595	142
2528	49,456	15,333	134
2529	75,200	24,993	207
2530	138,155	122,355	284
2531	223,645	156,445	386
2532	659,493	377,041	879
2533	613,515	627,311	612
2534	897,181	793,068	711
2535	1,485,018	1,860,070	893
2536	3,325,393	2,201,111	1,682
2537	3,300,756	2,113,860	1,360
2538	3,564,568	1,535,016	1,280
2539	2,559,578	1,303,143	831
2540	1,133,343	929,601	372

ตารางผนวกที่ 18 (ต่อ)

ปี	มูลค่าหลักทรัพย์รวมตาม	มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์	SET Index (จุด)
	ราคาตลาด (ล้านบาท)	(ล้านบาท)	
2541	1,268,198	855,168	355
2542	2,193,067	1,609,787	481
2543	1,279,223	923,696	269
2544	1,607,309	1,577,757	303
2545	1,986,236	2,047,442	356
2546	4,789,857	4,670,281	772
2547	4,521,894	5,024,399	668
2548	5,105,113	4,031,240	713
2549	5,078,704	3,956,262	679
2550	6,636,068	4,188,776	858

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางผนวกที่ 19 ตัวแปร MCAP VTRADE TURN NLC และ STOCK ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2518 – 2550

ปี	MCAP(%)	VTRADE(%)	TURN(%)	NLC	STOCK(%)
2518	1.75	0.18	10.36	21	-
2519	2.07	0.28	13.68	25	-2.38
2520	4.73	6.46	136.66	38	120.73
2521	6.74	11.62	172.46	59	41.99
2522	5.05	3.99	79.09	66	-42.02
2523	3.85	0.99	25.66	74	-16.78
2524	3.09	0.33	10.74	77	-14.52
2525	3.50	0.70	19.96	78	16.04
2526	3.78	0.99	26.21	85	8.94
2527	4.80	1.07	22.34	92	5.97
2528	4.68	1.45	31.00	93	-5.63
2529	6.63	2.21	33.24	89	54.48
2530	10.63	9.41	88.56	104	37.20
2531	14.34	10.03	69.95	136	35.92
2532	35.51	20.30	57.17	170	127.72
2533	28.10	28.73	102.25	209	-30.38
2534	35.79	31.64	88.40	270	16.18
2535	52.46	65.71	125.26	305	25.60
2536	104.89	69.43	66.19	347	88.35
2537	90.91	58.22	64.04	389	-19.14
2538	85.09	36.64	43.06	416	-5.88
2539	55.51	28.26	50.91	454	-35.08
2540	23.95	19.64	82.02	431	-55.23
2541	27.41	18.48	67.43	418	-4.57

ตารางผนวกที่ 19 (ต่อ)

ปี	MCAP(%)	VTRADE(%)	TURN(%)	NLC	STOCK(%)
2542	47.29	34.72	73.40	392	35.49
2543	25.99	18.76	72.21	381	-44.07
2544	31.31	30.73	98.16	385	12.64
2545	36.44	37.56	103.08	398	17.49
2546	80.95	78.92	97.50	422	116.85
2547	69.68	77.42	111.11	465	-13.47
2548	71.95	56.81	78.96	505	6.74
2549	64.86	50.52	77.90	519	-4.77
2550	78.36	49.46	63.12	524	26.36

ที่มา: จากการคำนวณ

ประวัติการศึกษา และการทำงาน

ชื่อ –นามสกุล	นายปภพสรณ์ ก้องเกียรติศิลป์
วัน เดือน ปี ที่เกิด	วันที่ 6 เดือนธันวาคม พ.ศ. 2525
สถานที่เกิด	จังหวัดกรุงเทพฯ
ประวัติการศึกษา	บริหารธุรกิจบัณฑิต(การตลาด) มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
ตำแหน่งปัจจุบัน	ผู้ช่วยผู้ดูแลความสัมพันธ์ลูกค้าผู้ประกอบการ
สถานที่ทำงานปัจจุบัน	บมจ.ธนาคารกสิกรไทย