



รายงานวิจัยฉบับสมบูรณ์

โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมิน
ศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มประชาคม
เศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

**The Analysis of Stock Market Development Indicators and
Assessments of Stock Markets among ASEAN Economic
Community (AEC) Members**

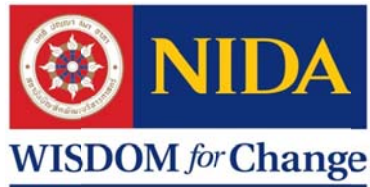
เสนอ

สำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ

โดย

รองศาสตราจารย์ ดร. สรศาสตร์ สุขเจริญสิน
หัวหน้าโครงการวิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ปรีดา สุขเจริญสิน
ผู้ร่วมวิจัย



รายงานวิจัยฉบับสมบูรณ์ (Final Report)

โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและ
ประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ของประเทศ
ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้
(AEC)

เสนอ

สำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ

โดย

รองศาสตราจารย์ ดร. สรศาสตร์ สุขเจริญสิน
หัวหน้าโครงการวิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ปริญดา สุขเจริญสิน
ผู้ร่วมวิจัย

สำนักวิจัย สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

กิตติกรรมประกาศ

คณะผู้วิจัยขอขอบคุณสำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ ที่ได้ให้โอกาสสนับสนุนทุนวิจัยในการศึกษา “โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้” การศึกษาวิจัยในครั้งนี้ ยังได้รับความร่วมมือเป็นอย่างดีจากหน่วยงานทั้งภาครัฐ และเอกชนที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับตลาดทุน ได้แก่ **ดร.กฤษฎา เสกตระกูล** ผู้ช่วยกรรมการผู้อำนวยการ ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย **คุณจุฬาดิ วรศักดิ์โยธิน** ผู้ช่วยผู้อำนวยการฝ่ายยุทธศาสตร์และวางแผน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ **คุณภรณ์ ทองเย็น** ผู้ช่วยกรรมการผู้อำนวยการ สายงานวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด (มหาชน) **คุณภัทธีรา ดิลกรุ่งธีระภพ** ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร บริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิคเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด และ นายกสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย **คุณพงศ์ปิติ เอกเอียรชัย** ผู้อำนวยการฝ่ายต่างประเทศ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย **ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์** อาจารย์ประจำ คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ **คุณวารภรณ์ วิบูลคณารักษ์** ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ บริษัทหลักทรัพย์ เคที ซีมิโก้ จำกัด **คุณวิภาวิ เหมพรวิสาร** ผู้ช่วยผู้อำนวยการฝ่ายวิจัย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ **ดร.วิน อุดมรัชตวนิชย์** ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม วรณ จำกัด **คุณสุกิจ อุดมศิริกุล** กรรมการผู้จัดการสายงานวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ที่ได้ให้ความอนุเคราะห์ข้อมูลที่เป็นประโยชน์สำหรับการวิจัยครั้งนี้

คณะผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า ผลการศึกษานี้จะเป็นประโยชน์และมีส่วนเสริมสร้างความเข้าใจและเสนอตัวชี้วัดการพัฒนาตลาดทุนในมิติต่างๆ และทราบถึงปัจจัยมหภาคที่มีอิทธิพลต่อการพัฒนาตลาดทุนของแต่ละประเทศ เป็นแนวทางในการกำหนดรูปแบบและกลไกที่เหมาะสมในการพัฒนาเศรษฐกิจระหว่างประเทศและการพัฒนาศักยภาพของประเทศไทยเพื่อรองรับประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

คณะผู้วิจัย

คำนำ



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

คำนำ

ตลาดตราสารทุนนับได้ว่าเป็นมีความสำคัญกับระบบเศรษฐกิจของประเทศ เช่นเดียวกับภาคธนาคารและตลาดตราสารหนี้ และจากการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนในปี พ.ศ. 2558 ตลาดทุนในภูมิภาคอาเซียนได้มีความพยายามเสริมสร้างความแข็งแกร่งโดยมีการวางแผนเชื่อมโยงระหว่างตลาดหลักทรัพย์ในอาเซียน (ASEAN Linkage) ได้แก่ ไทย มาเลเซีย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ ฮ่องกง และฮานอย ทำให้การระดมและลงทุนแบบข้ามชาติในภูมิภาคง่ายขึ้น พร้อมทั้งยังเพิ่มความน่าสนใจให้กับตลาดหลักทรัพย์ในอาเซียนจากมุมมองของนักลงทุนทั่วโลก จากแผนการดำเนินงานการรวมกลุ่ม ASEAN Exchange ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศจำเป็นต้องจัดข้อผูกขาดและการกีดกันต่างๆ อาทิ การเปิดเสรีใบอนุญาตและค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ การปฏิรูปกฎหมายเกี่ยวกับการลงทุนในตลาดทุน การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงมีกำหนดแผนดำเนินการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศเพื่อให้สามารถแข่งขันทั้งในกลุ่ม ASEAN Exchange และเป็นการพัฒนา ASEAN Exchange ให้สามารถแข่งขันกับตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกได้

รายงานผลการวิจัย เรื่อง โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ได้รับเงินสนับสนุนจาก สำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ (วช.) โดยมีวัตถุประสงค์ของการศึกษา คือ (1) เพื่อวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในมิติต่าง ๆ ของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (2) เพื่อวิเคราะห์ถึงปัจจัยมหภาคที่กำหนดระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (3) เพื่อนำตัวชี้วัดด้านการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ มาเปรียบเทียบจุดแข็งและจุดอ่อนและประเมินศักยภาพในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศสมาชิกและ (4) เพื่อเผยแพร่ความรู้ความเข้าใจเรื่องการพัฒนาและความพร้อมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการเข้าสู่ประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ให้แก่หน่วยงานภาครัฐและภาคเอกชนทั่วไปที่เกี่ยวข้องทั้งทางตรงและทางอ้อม

คณะผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า รายงานผลการวิจัยฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน นำมากำหนดนโยบายและยุทธศาสตร์ในการยกระดับและพัฒนาขีดความสามารถในการแข่งขันด้านต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์ไทยในระยะยาว และเป็นหลักฐานอ้างอิงให้แก่ผู้สนใจเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ในอาเซียนเพื่อทำการศึกษาต่อไปในอนาคต

รองศาสตราจารย์ ดร.สรศาสตร์ สุขเจริญสิน
หัวหน้าโครงการวิจัย

สารบัญ



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

สารบัญ

	หน้า
บทสรุปผู้บริหาร	i
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความสำคัญของการศึกษา	3
1.2 วัตถุประสงค์ของโครงการ	5
1.3 ขอบเขตการศึกษา	5
บรรณานุกรม	6
บทที่ 2 สภาพทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน	9
2.1 ความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5	11
2.1.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	11
2.1.2 ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์	13
2.1.3 ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย	15
2.1.4 ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์	17
2.1.5 ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย	18
2.2 ความร่วมมือของตลาดทุนอาเซียน	20
2.2.1 ที่มาของความร่วมมือของตลาดทุนอาเซียน	20
2.2.2 ความร่วมมือของหน่วยงานการกำกับดูแลในอาเซียน ACMF	21
2.2.3 ความร่วมมือของตลาดหลักทรัพย์อาเซียน	22
2.2.4 การพัฒนาระบบ ASEAN Link	26
บรรณานุกรม	29
บทที่ 3 ภาพรวมตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน	31
3.1 การวิเคราะห์ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5	34
3.1.1 ขนาด	36
3.1.2 การเข้าถึง	40
3.1.3 ประสิทธิภาพ	54
3.1.4 เสถียรภาพ	63
3.2 สรุปผลการศึกษา	71

สารบัญ (ต่อ)

หน้า

บทที่ 4	ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์	77
	ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน	
4.1	บทนำ	79
4.2	แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	81
4.3	วิธีดำเนินการวิจัย	84
4.3.1	วิธีที่ใช้ในการศึกษา	84
4.3.2	การคาดการณ์สมมติฐาน	87
4.4	ผลการศึกษา	88
4.5	สรุปผลการศึกษา	98
	บรรณานุกรม	99
บทที่ 5	การวัดการกระจุกตัวในอุตสาหกรรมของตลาดหลักทรัพย์ใน	101
	กลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน	
5.1	บทนำ	103
5.2	แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	105
5.2.1	การวัดการกระจุกตัวของอุตสาหกรรม	105
5.2.2	ดัชนีที่ใช้วัดการกระจุกตัวของอุตสาหกรรม	107
5.3	วิธีดำเนินการวิจัย	111
5.3.1	การกำหนดประชากร	111
5.3.2	การเก็บรวบรวมข้อมูล	111
5.3.3	การจัดกระทำข้อมูลและการวิเคราะห์ข้อมูล	112
5.4	ผลการศึกษา	113
5.5	สรุปผลการศึกษา	117
	บรรณานุกรม	118

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 6 การวัดประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน	121
6.1 บทนำ	123
6.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	124
6.3 วิธีดำเนินการวิจัย	130
6.4 ผลการศึกษา	132
6.4.1 ข้อมูล	132
6.4.2 ผลการวิจัยเชิงประจักษ์	123
6.5 สรุปผลการศึกษา	141
บรรณานุกรม	142
บทที่ 7 ประสิทธิภาพของตลาด กรณีวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน	143
7.1 บทนำ	145
7.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	145
7.3 วิธีดำเนินการวิจัย	147
7.4 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและผลการศึกษา	148
7.4.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	148
7.4.2 ผลการศึกษา	149
7.5 สรุปผลการศึกษา	151
บรรณานุกรม	152
บทที่ 8 ความสอดคล้องของผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน	153
8.1 บทนำ	155
8.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	156
8.3 วิธีดำเนินการวิจัย	159
8.4 ผลการศึกษา	160

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
8.5 สรุปผลการศึกษา	164
บรรณานุกรม	165
บทที่ 9 เสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน	167
9.1 บทนำ	169
9.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	170
9.3 ระเบียบวิธีวิจัย	172
9.3.1 ข้อมูล	172
9.3.2 วิธีการวัดค่าความไม่สมมาตรของผลตอบแทน	172
9.4 ผลการศึกษา	176
9.5 สรุปผลการศึกษา	179
บรรณานุกรม	179
บทที่ 10 การวัดเสถียรภาพจากโอกาสในการตกแต่งกำไรของบริษัท	181
ในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน	
10.1 บทนำ	183
10.2 แนวคิดทางทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	184
10.2.1 แนวคิดทางทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	184
10.2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	186
10.3 ระเบียบวิธีวิจัย	188
10.4 ผลการศึกษา	190
10.5 สรุปผลการศึกษา	192
บรรณานุกรม	193
บทที่ 11 การประเมินศักยภาพของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่ม	195
ประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน	
11.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	197
11.2 ระเบียบวิธีวิจัย	200
11.3 ผลการศึกษา	203
11.3.1 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ไทย สิงคโปร์และมาเลเซีย	208
11.3.2 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียและฟิลิปปินส์	209

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
11.4 สรุปผลการศึกษา	210
บรรณานุกรม	211
บทที่ 12 การวิเคราะห์จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาส และอุปสรรคของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	213
12.1 การวิเคราะห์จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาส และอุปสรรคของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	215
12.1.1 จุดแข็ง	215
12.1.2 จุดอ่อน	218
12.1.3 โอกาส	219
12.1.4 อุปสรรค	221
12.2 ข้อเสนอแนะและการจัดทำกลยุทธ์เพื่อพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไทย	228
12.2.1 สรุปข้อเสนอแนะ	228
12.2.2 การจัดทำกลยุทธ์เพื่อพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไทย	229
บรรณานุกรม	234
บทที่ 13 การสนทนากลุ่มผู้ทรงคุณวุฒิในตลาดหลักทรัพย์	237
13.1 ตัวชี้วัดในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์	239
13.2 จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาสและอุปสรรคของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	242
13.3 แนวทางในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์	247
13.4 รายชื่อผู้ทรงคุณวุฒิในการเข้าร่วมประชุมระดมสมองและสนทนากลุ่ม	248
บทที่ 14 บทสรุป	251
ภาคผนวก	261
ก. แบบสัมภาษณ์เพื่อการวิจัย	
ข. ภาพบรรยากาศ การสนทนากลุ่ม	
ค. ภาพบรรยากาศ การสัมภาษณ์งานวิจัย	

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 มูลค่าหลักทรัพย์ ASEAN Star แบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม	23
2.2 ข้อมูลหลักทรัพย์ ASEAN Star	24
3.1 ปัจจัยในการศึกษาระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในงานวิจัยครั้งนี้ จำแนกตามมิติของการพัฒนาตามแนวทางของ World Bank	35
3.2 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประเทศอาเซียน 5 แยกประเภทตามมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ปี พ.ศ. 2554	42
3.3 จำนวน IPO และมูลค่ากิจกรรมการลงทุน (investment flows)	43
3.4 ค่าสถิติการกระจุกตัวด้วยตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด	50
3.5 ค่าสถิติการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขาย	51
3.6 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและยอดขายในกลุ่มประเทศอาเซียน 5	52
3.7 โครงสร้างนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประเทศอาเซียน 5	55
3.8 ต้นทุนทางตรงและต้นทุนทางอ้อมในการซื้อขาย	56
3.9 ผลการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน	57
3.10 ผลการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน	57
3.11 ค่าเฉลี่ยของจำนวนวันที่มีอัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียน 5 ประเทศ	58
3.12 ค่า R^2 ของแต่ละประเทศ ที่มาจาก R^2 รายบริษัทในช่วงเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2549-2555 โดยค่า R^2 จากสมการ $r_{it} = \alpha_i + \beta_{1,i}r_{m,jt} + \beta_{2,i}[MSCI/Asean Index + e_{jt}] + \varepsilon_{it}$	61
3.13 ความหลากหลายของผลิตภัณฑ์การเงินในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน 5	63
3.14 อัตราส่วนทางการเงินเฉลี่ยระหว่างปี พ.ศ. 2550-2555	65
3.15 ค่าทางสถิติของดัชนีราคาหลักทรัพย์แต่ละประเทศ	66
3.16 ค่าความไม่สมมาตรของตลาดหลักทรัพย์ ระหว่างปี พ.ศ.2550-2555	67
3.17 การคำนวณตัวแปรในแบบจำลองการพยากรณ์การตกแต่ง	68
3.18 ค่าสถิติพรรณนาของค่า M-Score	69

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มประชากรที่ศึกษา	88
4.2 ผลการทดสอบ Unit root test	91
4.3 ตัวแปรแต่ละคู่ที่ต้องทำการทดสอบด้วยวิธี OLS	92
4.4 ผลการประมาณการแบบจำลองด้วยวิธี Ordinary Least Squares (OLS) แบบ Simple liner regression มีตัวแปรตามคือ % ของ Market capitalization ต่อ GDP	92
4.5 ผลการทดสอบ unit root test ของ residual	96
4.6 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุผลของ 5 ประเทศ	97
5.1 แสดงการแบ่งอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์ด้วยระบบการจัดหมวดหมู่ (GICS)	111
6.1 สรุปผลงานวิจัยตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำที่ผ่านมา	129
6.2 จำนวนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ระดับต่ำ	133
6.3 จำนวนข้อมูลที่ใช้ในคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนา	133
6.4 ผลการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของประเทศไทยในปี พ.ศ.2551-2555	134
6.5 ผลการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของประเทศฟิลิปปินส์ในปี พ.ศ.2551-2555	135
6.6 ผลการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของประเทศมาเลเซียในปี พ.ศ.2551-2555	136
6.7 ผลการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของประเทศสิงคโปร์ในปี พ.ศ.2551-2555	136
6.8 ผลการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของประเทศอินโดนีเซียในปี พ.ศ.2551-2555	137
6.9 ผลการทดสอบ BG-test (จำนวนบริษัทที่จดทะเบียน)	138
6.10 ผลการทดสอบ BG-test (ร้อยละจากบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด)	138
6.11 ผลการทดสอบด้วยวิธี Q-Statistics (จำนวนบริษัทที่จดทะเบียน)	139
6.12 ผลการทดสอบ Q-Statistics (ร้อยละจากบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด)	139
6.13 ลำดับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์สูงสุดไปต่ำสุด	140
7.1 แสดงจำนวนบริษัทในแต่ละปีในแต่ละตลาดที่นำมาทำวิจัย	148
7.2 ร้อยละของจำนวนวันที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เท่ากับศูนย์	149
7.3 ลำดับที่ของจำนวนวันที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เท่ากับศูนย์จากน้อย - มาก	149
7.4 ค่าเฉลี่ย 6 ปีและอันดับประเทศที่มีจำนวนวันที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เท่ากับศูนย์	149

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
8.1 ค่า R^2 ของแต่ละประเทศ ที่มาจาก R^2 รายบริษัทในช่วงเวลาระหว่างปี 2549 ถึง 2555 โดยค่า R^2 ที่ได้มาจากสมการ $r_{it} = \alpha_i + \beta_{1,i}r_{m,jt} + \beta_{2,i}[MSCI/Asean Index + e_{jt}] + \varepsilon_{it}$	162
9.1 ค่าทางสถิติและค่าความไม่สมมาตรโดยเฉลี่ยของดัชนีหลักทรัพย์แต่ละประเทศในอาเซียน	176
9.2 ค่าความไม่สมมาตรโดยเฉลี่ยในแต่ละปีของดัชนีหลักทรัพย์	177
9.3 ค่าทางสถิติและค่าความไม่สมมาตรโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์แต่ละประเทศในอาเซียน	178
9.4 ค่าความไม่สมมาตรโดยเฉลี่ยในแต่ละปีของหลักทรัพย์	178
10.1 การคำนวณตัวแปรในแบบจำลองการพยากรณ์การตกแต่งกำไร	189
10.2 ค่าสถิติพรรณนาของค่า M-Score	190
11.1 ภาพรวมของข้อมูลที่นำมาใช้ในการประเมินศักยภาพตลาดการเงินของธนาคารโลก (ไม่รวมตลาดตราสารหนี้และภาคธนาคาร)	199
11.2 ปัจจัยในการศึกษาระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในงานวิจัยครั้งนี้ จำแนกตามมิติของการพัฒนาตามแนวทางของ World Bank	201
11.3 การประเมินศักยภาพของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5	207
12.1 คะแนนลำดับขั้นเชิงวิเคราะห์ตามรูปแบบสวอต	227
12.2 ยุทธศาสตร์การพัฒนาความสามารถในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	233
13.1 สรุปปัจจัยชีวิตในงานศึกษาในประเด็นที่ 1	241
14.1 ระดับดัชนีที่ดีและแย่ที่สุดของตลาดหลักทรัพย์	258

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของ ASEAN Exchange	21
2.2 กิจกรรมการร่วมมือประชาสัมพันธ ASEAN Exchange	25
2.3 รูปแบบการเชื่อมโยงของ ASEAN Link	27
2.4 การพัฒนา ASEAN Trading Link	27
3.1 กรอบแนวคิดการพัฒนาปัจจัยในการประเมินศักยภาพตลาดการเงิน	34
3.2 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวมระหว่างปี พ.ศ.2550-2555	37
3.3 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ	38
3.4 การซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างปี พ.ศ. 2550-2555	39
3.5 จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน 5	41
3.6 IPO activity	43
3.7 การกระจุกตัวของมูลค่าตามราคาตลาด 10 บริษัท ปี พ.ศ. 2540-2555	44
3.8 ระดับการกระจุกตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของสิงคโปร์ ปี พ.ศ. 2555	45
3.9 ระดับการกระจุกตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของอินโดนีเซีย ปี พ.ศ. 2555	46
3.10 ระดับการกระจุกตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของไทย ปี พ.ศ. 2555	46
3.11 ระดับการกระจุกตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของฟิลิปปินส์ ปี พ.ศ. 2555	47
3.12 ระดับการกระจุกตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของมาเลเซีย ปี พ.ศ. 2555	48
3.13 ค่าเฉลี่ยการกระจุกตัวด้วยตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของทุกอุตสาหกรรม	49
3.14 ค่าเฉลี่ยการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขายของทุกอุตสาหกรรม	50
3.15 ระดับการระดมทุนผ่านธุรกิจร่วมทุนและการควบรวมกิจการ	53
3.16 Free float ระหว่างปี 2010 - 2012	53

สารบัญภาพ(ต่อ)

ภาพที่	หน้า
3.17 อัตราการหมุนของหุ้น	54
3.18 ค่าเฉลี่ยของจำนวนวันที่มีอัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5	59
3.19 ค่า R^2 จากสมการ $r_{it} = \alpha_i + \beta_{1,i}r_{m,jt} + \beta_{2,i}[MSCI/Asean Index + e_{jt}] + \varepsilon_{it}$	60
3.20 ค่า R^2 ของแต่ละประเทศ ในช่วงเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2549 - 2555 โดยค่า R^2 ที่ได้มาจากสมการ $r_{it} = \alpha_i + \beta_{1,i}r_{m,jt} + \beta_{2,i}[MSCI/Asean Index + e_{jt}] + \varepsilon_{it}$	62
3.21 กฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์และระบบเทคโนโลยี	62
3.22 ความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์	64
3.23 ค่าความไม่สมมาตรของดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประเทศอาเซียน	66
3.24 ร้อยละของจำนวนบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรในแต่ละประเทศ	69
3.25 ร้อยละเฉลี่ยของจำนวนบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรช่วงระยะเวลา 10 ปี	70
3.26 ASEAN CG scorecard	71
4.1 สัดส่วนมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ	80
5.1 การวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขายตามราคาตลาดของประเทศไทย	113
5.2 การวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขายของประเทศฟิลิปปินส์	114
5.3 การวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขายของประเทศมาเลเซีย	115
5.4 การวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขายของประเทศสิงคโปร์	116
5.5 การวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขายของประเทศอินโดนีเซีย	117
5.6 ค่าเฉลี่ยการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขายของอุตสาหกรรม	118
6.1 ประเภทของข่าวสารข้อมูลและการนำไปใช้วัดประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์	125
7.1 แสดงร้อยละของจำนวนวันที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เท่ากับศูนย์ในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศ AEC	150
8.1 ค่า R^2 จากสมการ $r_{it} = \alpha_i + \beta_{1,i}r_{m,jt} + \beta_{2,i}[MSCI/Asean Index + e_{jt}] + \varepsilon_{it}$	161
8.2 แสดงค่า R^2 ของแต่ละประเทศ ในช่วงเวลาระหว่างปี 2549 ถึง 2555 โดยค่า R^2 ที่ได้มาจากสมการ $r_{it} = \alpha_i + \beta_{1,i}r_{m,jt} + \beta_{2,i}[MSCI/Asean Index + e_{jt}] + \varepsilon_{it}$ โดยแบ่งข้อมูลเป็นรายปี	163
9.1 สมมติฐานผลตอบแทนหุ้นที่มีการกระจายตัวแบบปกติ	172

สารบัญภาพ(ต่อ)

ภาพที่	หน้า
9.2 รูปแบบความไม่สมมาตรของอัตราผลตอบแทน	173
10.1 แผนภาพกระบวนการสร้างแบบจำลองการตกแต่งกำไรของ Beneish	187
10.2 แผนภาพวิธีการที่ใช้ในการพิจารณาการตกแต่งกำไร	188
10.3 สัดส่วนร้อยละของจำนวนบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรในแต่ละประเทศ	191
10.4 ร้อยละเฉลี่ยของบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรช่วงระยะเวลา 10 ปี	191
11.1 กรอบแนวคิดการพัฒนาศักยภาพในการประเมินศักยภาพตลาดการเงิน	198
11.2 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์	204
11.3 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย	204
11.4 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ไทย	205
11.5 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย	206
11.6 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์	206
11.7 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย	209
11.8 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์	210
12.1 รูปแบบลำดับขั้นเชิงวิเคราะห์เพื่อทำการกำหนดกลยุทธ์ในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	223
12.2 อันดับความสำคัญของการวิเคราะห์ปัจจัยสวอต	224
12.3 อันดับความสำคัญของปัจจัยในจุดอ่อน	224
12.4 อันดับความสำคัญของปัจจัยในจุดแข็ง	225
12.5 อันดับความสำคัญของปัจจัยในอุปสรรค	226
12.6 อันดับความสำคัญของปัจจัยในโอกาส	226
12.7 Tows Matrix ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	230
13.1 โอกาสของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	242
13.2 อุปสรรคของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	243
13.3 จุดแข็งของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	244
13.4 จุดอ่อนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	245
13.5 Hierarchical structure to prioritize the SWOT factors of Thailand stock exchange competitiveness	246

บทสรุปผู้บริหาร



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

บทสรุปผู้บริหาร

ชื่อเรื่อง: โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (ASEAN Economic Community: AEC)

ผู้วิจัย: รองศาสตราจารย์ ดร. สรศาสตร์ สุขเจริญสิน

ปีที่พิมพ์: 2558

แหล่งทุน: สำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ

การวิจัยเรื่องนี้เป็นการศึกษาวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (ASEAN Economic Community: AEC) โดยมีวัตถุประสงค์ที่สำคัญ 4 ประการ คือ (1) เพื่อวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในมิติต่าง ๆ ของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (2) เพื่อวิเคราะห์ถึงปัจจัยมหภาคที่กำหนดระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (3) เพื่อนำตัวชี้วัดด้านการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ มาเปรียบเทียบจุดแข็งและจุดอ่อนและประเมินศักยภาพในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศสมาชิกและ (4) เพื่อเผยแพร่ความรู้ความเข้าใจเรื่องการพัฒนาและความพร้อมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการเข้าสู่ประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ให้แก่หน่วยงานภาครัฐและภาคเอกชนทั่วไปที่เกี่ยวข้องทั้งทางตรงและทางอ้อม โดยศึกษาจากข้อมูลปฐมภูมิจากการสัมภาษณ์เชิงลึก (in-depth interview) ผู้บริหารและบุคลากรที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ และการรวบรวมข้อมูลจากการสนทนากลุ่ม (focus group) นอกจากนี้ การศึกษานี้จะใช้ข้อมูลทุติยภูมิในส่วนของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์และข้อมูลเศรษฐกิจมหภาค ของประเทศสมาชิกประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน ในช่วงเวลาย้อนหลังอย่างน้อย 5 ปี

สรุปผลการวิจัย

ในส่วนนี้ได้รับผลการศึกษาโดยสรุปตามลำดับวัตถุประสงค์มีรายละเอียดดังนี้

1. การวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในมิติต่าง ๆ ของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

จากการวิเคราะห์ตัวชี้วัดที่บ่งชี้ระดับการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน พบว่าตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีระดับการพัฒนาที่สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยในหลายด้าน โดยมีคะแนนเฉลี่ยรวมในทุกปัจจัยเท่ากับ 6.9, 6.3 และ 5.6 คะแนน ตามลำดับ (ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียเท่ากับ 3.4 คะแนนและตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์เท่ากับ 2.2 คะแนน) ประเด็นที่น่าสนใจในการศึกษาตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่ง สามารถสรุปได้ดังนี้

1.1 ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มีจุดแข็งทางด้านขนาดตลาด โดยมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดที่สูงเป็นอันดับหนึ่งของกลุ่ม เช่นเดียวกับมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันอันเกิดจากระบบการซื้อขายที่ทันสมัย มีรูปแบบที่ค่อนข้างยืดหยุ่น (dual-currency trading) และมีการเชื่อมโยงกับตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นจากกระดาน Global Quoted และตั้งศูนย์ซื้อขายในภูมิภาคอื่นอย่างในลอนดอนและซิดนีย์ซึ่งในการรวมกลุ่มเป็นตลาดหลักทรัพย์อาเซียน (ASEAN Exchange) มีความเป็นไปได้สูงที่ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์จะเป็นผู้นำ อันเป็นผลมาจากตลาดหลักทรัพย์ค่อนข้างมีความเปิดกว้างอยู่แล้ว

1.2 ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย มีระดับการพัฒนาที่สูงใกล้เคียงกับตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ มีจุดเด่นทางด้านการเข้าถึงของบริษัทในการระดมทุน โดยตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียนั้นมีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สูงสุดในกลุ่มอาเซียน และมีการจำแนกลักษณะบริษัทจดทะเบียนในกระดานซื้อขายในกระดานที่ค่อนข้างละเอียดและมีความหลากหลาย ซึ่งค่านี้จะสะท้อนออกมาในรูปของระดับการกระจุกตัวทั้งในรูป CR-10 และระดับการกระจุกในอุตสาหกรรมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและยอดขาย ที่ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีการกระจายตัวมากที่สุด

1.3 ตลาดหลักทรัพย์ไทย ถือเป็นตลาดหลักทรัพย์อีกแห่งที่สามารถก้าวเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ศักยภาพ จากระดับการพัฒนาที่ดีขึ้นมาโดยตลอดและจากการศึกษาครั้งนี้พบว่าตลาดหลักทรัพย์มีผลคะแนนทางด้านเสถียรภาพที่สูงสุดจากทั้ง 4 มิติ อันเป็นผลมาจากสัดส่วนของบริษัทจดทะเบียนที่โอกาสในการตกแต่งกำไรที่สะท้อนออกมาค่อนข้างต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับอันดับการดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนไทยที่สูงสุดในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประเทศอาเซียน 5 เมื่อพิจารณาถึงอัตราส่วนทางการเงินพื้นฐาน อาทิ อัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE ratio) อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (PBV ratio) และอัตราการเติบโตของเงินปันผลจ่าย (DY) ก็อยู่ในระดับที่ดีกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอาเซียน 5

1.4 ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย เป็นอีกตลาดที่น่าจับตามอง เนื่องจากประเทศอินโดนีเซียมีจำนวนประชากรที่สูงสุดในภูมิภาคอาเซียน โดยคิดเป็นร้อยละ 40 ของประชากรทั้งหมดในอาเซียน รวมทั้งยังเป็นฐานการผลิตที่มีขนาดใหญ่และอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่ค่อนข้างสูงสอดคล้องกับการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด โดยจุดเด่นของตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียในงานศึกษานี้คือ ขนาดตลาดและการเติบโตของจำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่สูง

1.5 ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ จัดเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่จำเป็นต้องมีการพัฒนาในทุกมิติ ไม่ว่าจะเป็นขนาดตลาดที่ยังเล็ก การเข้าจดทะเบียนของบริษัทจดทะเบียนในแต่ละปีก็ค่อนข้างต่ำและมีการกระจุกตัวในอุตสาหกรรมค่อนข้างสูงไม่ว่าจะพิจารณาในแง่ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดหรือยอดขาย ปัจจัยหลายอย่างนี้ถือเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้ต้นทุนในการทำธุรกรรมของฟิลิปปินส์สูงสุดในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 นอกจากนั้นตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ยังมีเสถียรภาพที่ค่อนข้างต่ำเมื่อพิจารณาจากอัตราส่วนทางการเงินพื้นฐาน ดังนั้น แนวโน้มในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ที่จะดึงดูดให้มีการลงทุนเพิ่มมากขึ้น จึงเป็นการเน้นเป็นแหล่งระดมทุนธุรกิจภายในประเทศเพื่อส่งเสริมระบบเศรษฐกิจที่อยู่ในช่วงพัฒนาเสียมากกว่า

2. การวิเคราะห์ถึงปัจจัยมหภาคที่กำหนดระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

2.1 จากการศึกษาปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์โดยการวัดการพัฒนาจากการนำมูลค่าโดยรวมของตลาดหลักทรัพย์เข้ามาใช้เป็นตัวชี้วัด ผลการศึกษาพบว่าในกลุ่มประชาคมอาเซียนขนาดของตลาดหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับภาคเศรษฐกิจประเทศที่มีสัดส่วนนี้มากที่สุด ได้แก่ ประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย ไทย ฟิลิปปินส์และอินโดนีเซียตามลำดับ สัดส่วนดังกล่าวบอถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ว่าสิงคโปร์เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีการพัฒนามากที่สุด

2.2 เมื่อพิจารณาด้านตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค จะพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงดูคล้ายกันในระยะยาวกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ในรูปแบบที่แตกต่างกันออกไปเพราะโครงสร้างเศรษฐกิจของแต่ละประเทศแตกต่างกัน โดยพบว่าด้านรายได้ การลงทุนภายในประเทศ และอัตราดอกเบี้ยต่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ในทุกประเทศ ทั้งนี้อาจเป็นเพราะว่าทั้งสามตัวแปรถูกจัดว่าเป็นตัวแปรภายในตามทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ซึ่งแตกต่างจากตัวแปรอื่นที่ไม่มีความเกี่ยวข้องในเชิงเศรษฐศาสตร์มากนัก จากผลการศึกษาดังกล่าวนำไปสู่การพัฒนานโยบายเศรษฐกิจของภาครัฐที่จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องทราบถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจ

2.3 งานวิจัยส่วนนี้ยังมีข้อจำกัดหลายข้อ อาทิ ตัวชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ที่ชี้วัดจากขนาดถือว่าไม่ใช่ตัวชี้วัดที่ดีเท่าไรนักหรือในด้านของข้อจำกัดของข้อมูลที่รวบรวมมาจากหลายแหล่งทำให้ผลการทดสอบไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร

3. การนำตัวชี้วัดด้านการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ มาเปรียบเทียบกับจุดแข็งและจุดอ่อนและประเมินศักยภาพในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศสมาชิก

จากความคิดเห็น พบว่าผู้เชี่ยวชาญให้ความสำคัญกับจุดอ่อน (W_w : 0.294) มากที่สุดในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รองมาคือ จุดแข็ง (W_s : 0.267) อุปสรรค (W_T : 0.261) ที่มีระดับที่ใกล้เคียงกันและโอกาส (W_o : 0.178) มีน้ำหนักต่ำสุด

3.1 จุดอ่อนถือเป็นตัวแปรที่มีความสำคัญมากที่สุด โดยปัจจัยย่อยด้านโครงสร้างและพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยได้รับน้ำหนักสูงสุด (W_2 : 0.103) รองมาคือ ขนาดและบทบาทของตลาดหลักทรัพย์ที่ยังมีขนาดเล็ก (W_1 : 0.098) และการเข้าถึงแหล่งระดมทุนและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (W_3 : 0.093) ตามลำดับ

3.2 จุดแข็งซึ่งเป็นลำดับถัดมา พบว่า สภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ (S_2 : 0.056) ถือเป็นตัวแปรสำคัญที่สร้างความได้เปรียบในการแข่งขันให้แก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รองมาคือพื้นฐานอัตราส่วนทางการเงินที่ดี (S_5 : 0.050) ซึ่งประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุน อัตราส่วนทางบัญชีพื้นฐาน (PE ratio, PBV และ DY) และอันดับถัดมาคือ ศักยภาพการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (S_1 : 0.046) เสถียรภาพและความยั่งยืนของการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ (S_4 : 0.043) และ ความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ (S_3 : 0.042) และการดำเนินนโยบายการเงินการคลังที่มีประสิทธิภาพ (S_6 : 0.030) ตามลำดับ

3.3 ด้านอุปสรรคของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า คุณภาพของแรงงาน การศึกษา ความรู้ทางการเงิน มีน้ำหนักมากที่สุด (T_4 : 0.1) รองมา คือกฎระเบียบและมาตรการที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนที่ขาดความยืดหยุ่น (T_3 : 0.074) ขณะที่ปัจจัยอื่น อาทิ การเชื่อมโยงของเศรษฐกิจโลกและการเปิดเสรีทางเศรษฐกิจ (T_1 : 0.046) และความน่าเชื่อถือของภาครัฐและโครงสร้างการเมืองไทย (T_2 : 0.041) นั้นมีความสำคัญอันดับท้ายสุดและมีน้ำหนักที่ใกล้เคียงกัน

3.4 ด้านโอกาสของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าภูมิศาสตร์ของประเทศถือเป็นโอกาสที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการเป็นศูนย์กลางทางการเงินในกลุ่มอนุภาคแม่น้ำโขง (GMS connector) รวมถึงการลงทุนเกี่ยวกับโครงสร้างพื้นฐานเพื่อรองรับการขยายตัวของเศรษฐกิจในภูมิภาค (O_2 : 0.044) รองมาคืออัตราการขยายตัวของประชากรภายในประเทศเป็นกลุ่มรายได้ปานกลาง (O_4 : 0.036) การขยายตัวของเศรษฐกิจในภูมิภาค (O_1 : 0.032) การขยายตัวของธุรกิจกองทุนรวม (O_3 : 0.025) โครงสร้างตลาดการเงินเน้นการระดมทุนผ่านภาคธนาคารเป็นหลัก (O_6 : 0.022) และการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์อาเซียน (O_5 : 0.019)

ข้อเสนอแนะที่ได้จากงานวิจัย

จากสถานการณ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จุดอ่อนและอุปสรรคมีบทบาทสำคัญในการพัฒนาศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ ส่งผลให้กลยุทธ์ที่นำมาประยุกต์ใช้คือ กลยุทธ์เชิงป้องกันตัว เป็นกลยุทธ์ที่พยายามขจัดจุดอ่อนและข้อจำกัดที่เป็นอุปสรรคเพื่อรักษาความสามารถในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ไทย ได้แก่ การควบคุมและตรวจสอบพฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนบัญชีบริษัทหลักทรัพย์ การขยายฐานนักลงทุนสถาบัน การพัฒนาคุณภาพแรงงานและการศึกษาด้านแรงงาน และการปรับปรุงกฎระเบียบเกี่ยวกับการลงทุน

นอกจากกลยุทธ์เชิงป้องกันตัวที่ตลาดหลักทรัพย์ไทยจำเป็นต้องปรับตัวในแผนลำดับถัดไปในการพัฒนาศักยภาพคือการพลิกฟื้น แดกตัวและรุกราน อาทิ การขยายอุปทานของตลาดโดยส่งเสริมให้ธุรกิจเกิดการควบรวมกิจการและระดมทุนผ่านธุรกิจร่วมทุน การจัดตั้งคลินิกในการพัฒนาธุรกิจขนาดเล็ก (SMEs) เพื่อให้สามารถเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ และการส่งเสริมให้เกิดการระดมทุนแบบ Dual listing โดยจัด road show ในต่างประเทศเพื่อค้นหาบริษัทที่มีคุณภาพมาเพิ่มขอบข่ายการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย อีกส่วนหนึ่งจะกล่าวถึงการควบรวมกิจการตลาดหลักทรัพย์โดยตรงหรือการหาส่วนแบ่งทางธุรกิจเชิงกลยุทธ์ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำเป็นต้องศึกษาผ่านแม่แบบอย่าง NESDAQ Euronext โดยพบว่าเมื่อตลาดหลักทรัพย์ได้เริ่มมีการดำเนินควบรวมกิจการก็ส่งผลให้มูลค่าตลาดรวมและมูลค่าการซื้อขายปรับตัวสูงขึ้น และเป็นการดึงดูดให้บริษัทเข้ามาจดทะเบียนส่งผลให้เกิดการประหยัดต่อขนาด โดยมีสัดส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ลดลง อัตรากำไรสุทธิที่เพิ่มขึ้น ขณะที่นักลงทุนก็ได้รับผลประโยชน์แฝงจากต้นทุนที่ต่ำลง แต่อย่างไรก็ดีประเด็นในการควบรวมกิจการถือว่าค่อนข้างอ่อนไหวเนื่องจากจะส่งผลกระทบถึงโครงสร้างเศรษฐกิจประเทศ

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

ควรมีการศึกษาในลักษณะเชิงลึกถึงแนวทางการพัฒนาขีดความสามารถของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศที่ประสบความสำเร็จหรือตลาดหลักทรัพย์ชั้นนำของภูมิภาค ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ Singapore Exchange (SGX) ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง Hong Kong Stock Exchange (SEHK) ตลาดหลักทรัพย์เกาหลี (Korea Exchange: KRX) อาทิ แนวทางการปฏิรูปกฎหมายเพื่อพัฒนาตลาดการเงิน แนวทางการขยายตลาด การพัฒนาผลิตภัณฑ์ เป็นต้น

บทที่ 1

บทนำ



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

บทที่ 1

บทนำ

ในบทนี้ จะกล่าวถึงภาพรวมของโครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (ASEAN Economic Community: AEC) โดยในส่วนของ 1.1-1.3 เป็นการเสนอความสำคัญของการศึกษา วัตถุประสงค์และขอบเขตการศึกษา ส่วนที่ 1.4 กล่าวถึงประโยชน์ที่ได้รับ ส่วนที่ 1.5 เป็นการอภิปรายถึงทฤษฎี สมมติฐาน และกรอบแนวความคิดของโครงการวิจัย การทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับความสำคัญของตลาดหลักทรัพย์ การพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์และปัจจัยมหภาคของแต่ละประเทศสมาชิกที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ ส่วนที่ 1.6 กล่าวถึงวิธีการศึกษา ซึ่งมีทั้งการทบทวนเอกสารการวิเคราะห์เชิงปริมาณการประชุมสนทนากลุ่มเฉพาะการสัมภาษณ์เจาะลึก และการสนทนาระดมความคิดเห็นระหว่างผู้เกี่ยวข้อง ส่วนที่ 1.7 กำหนดกรอบระยะเวลาทำการวิจัย และแผนการดำเนินงานตลอดโครงการวิจัย

1.1 ความสำคัญของการศึกษา

สถานการณ์เศรษฐกิจการค้าโลกในยุคปัจจุบันมีการเปลี่ยนแปลงก้าวไปข้างหน้าตลอดเวลา โดยเชื่อมโยงกันระหว่างประเทศเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ จะเห็นได้ว่า ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาประเทศในภูมิภาคต่าง ๆ ได้มีความพยายามรวมกลุ่มกันทางเศรษฐกิจ เพื่อประโยชน์ทางการค้าระหว่างประเทศทั้งในระดับพหุภาคีและทวิภาคีมากมาย เช่น กลุ่มสหภาพยุโรป (EU) ความร่วมมือทางเศรษฐกิจเอเชีย-แปซิฟิก (APEC) การค้าเสรีอเมริกาเหนือ (NAFTA) หรือกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC) เป็นต้น

ในเศรษฐกิจยุคโลกาภิวัตน์ ตลาดทุนเป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนระบบเศรษฐกิจในการจัดหาและจัดสรรเงินทุนระหว่างผู้ที่ต้องการเงินทุนและผู้ลงทุน ด้วยเหตุนี้ จึงอาจกล่าวได้ว่าระบบเศรษฐกิจไม่สามารถเติบโตอย่างยั่งยืนได้หากปราศจากตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ กระบวนการคลังและสภาธุรกิจตลาดทุนไทยจึงได้จัดทำแผนพัฒนาตลาดทุนเพื่อเป็นกลไกหลักในการผลักดันการพัฒนาและปฏิรูปตลาดทุนไทย แผนดังกล่าวนี้มีวัตถุประสงค์ที่สำคัญคือ มุ่งเน้นการสร้างความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทย เพื่อให้สามารถแข่งขันได้ในเวทีโลก และเป็นกลไกการจัดสรรเงินทุนที่มีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ แผนดังกล่าวยังเป็นส่วนหนึ่งในแผนปฏิบัติการสู่การเชื่อมโยงตลาดทุนอาเซียน (The pan-ASEAN Capital Market

Implementation Plan) ในแผนปฏิบัติการสู่การเชื่อมโยงตลาดทุนอาเซียน กฎเกณฑ์การกำกับดูแลของแต่ละประเทศจะได้รับการปรับปรุงให้สอดคล้องกันและยกระดับเข้าสู่มาตรฐานสากลทีละขั้น แผนดังกล่าวได้กำหนดกรอบระยะเวลาและขั้นตอนที่แต่ละประเทศต้องปฏิบัติอย่างชัดเจนจนถึงปี พ.ศ. 2558 ซึ่งเป้าหมายเมื่อถึงเวลานั้นคือการได้เห็น “ประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน” หรือ “ASEAN Economic Community” การเชื่อมโยงตลาดทุนจะช่วยให้ภาคธุรกิจในกลุ่มประเทศอาเซียนสามารถแข่งขันกับประเทศในภูมิภาคอื่นได้ ทำให้ตลาดของกลุ่มอาเซียนเป็นที่ยอมรับในสายตาของนักลงทุนทั่วโลก โดยจะยกระดับหุ้นในอาเซียนให้เป็นอีก Asset Class หนึ่งที่น่าสนใจ ในขณะที่ตลาดทุนของแต่ละประเทศจะไม่ถูกลดบทบาท นอกจากนี้ ยังทำให้ผู้ประกอบการและผู้ลงทุนมีทางเลือกในการระดมทุนและการลงทุนมากขึ้น รวมทั้งจะทำให้ประหยัดค่าใช้จ่าย สามารถขยายธุรกิจและพอร์ตการลงทุนระหว่างประเทศได้สะดวกยิ่งขึ้น ที่สำคัญผู้ลงทุนไม่ว่าจะอยู่ในกลุ่มและนอกกลุ่มอาเซียนจะได้รับการคุ้มครองภายใต้มาตรฐานเดียวกันที่เป็นระดับสากล

ตามแผนการจัดตั้งประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community: AEC) สมาชิกในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์อาเซียนจะร่วมกันยกระดับหุ้นในอาเซียนให้เป็นหลักทรัพย์ที่ได้รับการยอมรับ (asset class) จากผู้ลงทุนทั่วโลกโดยตลาดหลักทรัพย์สมาชิกมีเป้าหมายร่วมกันที่จะเพิ่มสภาพคล่องของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์สมาชิกด้วยการส่งเสริมธุรกรรมข้ามตลาด การเพิ่มประสิทธิภาพช่องทางเข้าถึงตลาดหลักทรัพย์อาเซียนให้สะดวกและง่ายขึ้นและการออกผลิตภัณฑ์ที่อ้างอิงหลักทรัพย์ในอาเซียนทั้งนี้การจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์อาเซียนในครั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์สมาชิกได้ทำงานร่วมกับ ASEAN Capital Markets Forum: ACMF ซึ่งประกอบด้วยหน่วยงานกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอาเซียนมาอย่างต่อเนื่องและในวันที่ 8 เมษายน พ.ศ. 2554 กลุ่มตลาดหลักทรัพย์อาเซียนได้เปิดตัวเว็บไซต์เพื่อส่งเสริมข้อมูลให้นักลงทุนทั้งในกลุ่มอาเซียนและทั่วโลกได้ทราบเกี่ยวกับความร่วมมือครั้งนี้

อย่างไรก็ตามการจะบรรลุตามวิสัยทัศน์นี้ได้นั้น คงต้องย้อนกลับมาพิจารณาความพร้อมของตลาดหลักทรัพย์ฯ ของแต่ละประเทศในมิติต่างๆ ได้แก่ ขนาดของตลาด (size) การเข้าถึง (access) ประสิทธิภาพ (efficiency) และความมีเสถียรภาพ (stability) ซึ่งนับได้ว่ายังขาดงานวิจัยที่ศึกษาการพัฒนาตลาดทุนในมิติต่าง ๆ ดังกล่าว ยิ่งไปกว่านั้น ยังไม่เคยมีการศึกษาตัวชี้วัดในการพัฒนาตลาดทุนของแต่ละประเทศสมาชิกอาเซียนในงานวิจัยฉบับเดียว งานวิจัยนี้มีความสำคัญต่อผู้บริหารตลาดทุน ผู้กำหนดนโยบายพัฒนาตลาดทุนและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในการเสริมสร้างความเข้าใจและเสนอตัวชี้วัดการพัฒนาตลาดทุนในมิติต่าง ๆ โดยใช้เกณฑ์และมุมมองเดียวกันสำหรับทุกประเทศ อันจะเป็นประโยชน์ในการศึกษาเปรียบเทียบจุดแข็งและจุดอ่อนของตลาดทุนในแต่ละประเทศ ตลอดจนสามารถนำไปประเมินศักยภาพในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศและพิจารณาแนวทางในการกำหนดยุทธศาสตร์การพัฒนาตลาดทุนเพื่อก้าวสู่การเชื่อมโยงตลาดทุนอาเซียนต่อไป

1.2 วัตถุประสงค์ของโครงการ

การศึกษาของโครงการนี้มีวัตถุประสงค์สำคัญ 4 ประการ คือ

- 1) เพื่อวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในมิติต่าง ๆ ของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้
- 2) เพื่อวิเคราะห์ถึงปัจจัยมหภาคที่กำหนดระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้
- 3) เพื่อนำตัวชี้วัดด้านการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ มาเปรียบเทียบจุดแข็งและจุดอ่อนและประเมินศักยภาพในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศสมาชิก
- 4) เพื่อเผยแพร่ความรู้ความเข้าใจเรื่องการพัฒนาและความพร้อมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการเข้าสู่ประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ให้แก่หน่วยงานภาครัฐและภาคเอกชนทั่วไปที่เกี่ยวข้องทั้งทางตรงและทางอ้อม

1.3 ขอบเขตการศึกษา

การวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ในครั้งนี้ เป็นการศึกษาวิจัยเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพ การศึกษานี้จะศึกษาตัวชี้วัดด้านการพัฒนาตลาดตราสารทุนในมิติต่างๆ เฉพาะประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้เท่านั้น โดยจะยึดตามแผนการจัดตั้งประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community: AEC) โดยตลาดหลักทรัพย์อาเซียน (ASEAN Exchanges) เป็นตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียน 7 แห่ง ประกอบด้วยตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย, อินโดนีเซีย, ฟิลิปปินส์, สิงคโปร์, ไทย, โฮจิมินห์, และฮานอย โดยจะร่วมกันยกระดับตลาดทุนของประเทศในอาเซียนให้เป็นที่ได้รับการยอมรับจากนักลงทุนทั้งในและนอกภูมิภาคอาเซียน โดยมีเป้าหมายร่วมกันที่จะเพิ่มสภาพคล่องของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์อาเซียน ด้วยการส่งเสริมธุรกรรมข้ามตลาด การเพิ่มประสิทธิภาพช่องทางการเข้าถึงตลาดหลักทรัพย์อาเซียนให้สะดวกและง่ายขึ้น และการออกผลิตภัณฑ์ที่อ้างอิงหลักทรัพย์ในอาเซียน ซึ่งความร่วมมือของตลาดหลักทรัพย์อาเซียนจะเพิ่มความน่าสนใจและดึงดูดการลงทุนมายังภูมิภาค อย่างไรก็ตาม เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์โฮจิมินห์ (HOSE) และตลาดหลักทรัพย์ฮานอย (HNX) เป็นตลาดเกิดใหม่ ข้อมูลหายากและมีขนาดเล็กมาก ไม่สามารถเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์อื่นได้ คณะผู้วิจัยจึงมิได้ทำการศึกษาดังนั้น การศึกษา

ในครั้งนี้จะประกอบด้วยตลาดหลักทรัพย์อาเซียน จำนวน 5 แห่ง ประกอบด้วยประเทศต่างๆ ดังนี้

ประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์กัวลาลัมเปอร์ (BM)
 ประเทศอินโดนีเซีย ตลาดหลักทรัพย์จาการ์ตา (IDX)
 ประเทศฟิลิปปินส์ ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ (PSE)
 ประเทศสิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (SGX)
 ประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

งานวิจัยนี้จะใช้ข้อมูลปฐมภูมิจากการสัมภาษณ์เชิงลึก (in-depth interview) ผู้บริหารและบุคลากรที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ และการรวบรวมข้อมูลจากการสนทนากลุ่ม (focus group) นอกจากนี้ การศึกษานี้จะใช้ข้อมูลทุติยภูมิในส่วนของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์และข้อมูลเศรษฐกิจมหภาค ของประเทศสมาชิกประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน ในช่วงเวลาย้อนหลังอย่างน้อย 5 ปี

บรรณานุกรม

- Cherif, M., and K. Gazdar, 2010, "Macroeconomic and institutional determinants of stock market development in MENA region: new results from a panel data analysis," **International Journal of Banking and Finance** 7(1).
- Demirguc-Kunt, Asli, and R. Levine 1996, "Stock market development and Financial Intermediaries: Stylized Facts," **The World Bank Economic Review** 10(2), 291-321.
- Garcia, V. F., and L. Liu, 1999, "Macroeconomic determinants of stock market development," **Journal of Applied Economics** 2(1): May, 29-59.
- Gurley, J., and E. Shaw, 1955, "Financial Aspects of Economic Development," **American Economic Review**, pp. 515-38.
- Gurley, John, and Edward Shaw. 1960. **Money in a Theory of Finance**, Washington, DC: Brookings Institutions.
- Gurley, John, and Edward Shaw. 1967 "Financial Structure and Economic Development," **Economic Development and Cultural Change** 34 (2), pp. 333-46.

- Levine, R., 1991, "Stock markets, growth, and tax policy," **Journal of Finance** 46(4): September, 1445-1465.
- Levine R., and S. Zervos, 1996, "Stock market development and long-run growth," **The World Bank Economic Review** 10(2), 323-339.
- Levine, R. and S. Zervos, 1996, "Stock markets, banks, and economic growth," **The World Bank Policy Research Working Paper** 1690.
- McKinnon, Ronald I. 1973. **Money and Capital in Economic Development**, Washington, DC: The Brookings Institution.
- Naceur, S. B., S. Ghazouani, and M. Omran, 2007, "The determinants of stock market development in the Middle-Eastern and North African region," **Managerial Finance** 33(7), 477-489.
- Shaw, Edward S. 1973. **Financial Deepening in Economic Development**, New York : Oxford University Press
- Singh, A. 1997. "Stock Markets, Financial Liberalization and Economic Development," **Economic Journal** 107, pp. 771-82.
- Yartey, Charles Amo. 2008. "The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?", International Monetary Fund, Working paper.
- The World Bank: Financial Sector Operations and Policy, 2011, **Financial Sector Development Indicators: Comprehensive assessment through enhanced information capacity**, Unpublished manuscript, The World Bank Financial Sector Operations and Policy.
- The World Bank: Financial Sector Operations and Policy, 2011, **Equity market indicators: A primer**, Unpublished manuscript, The World Bank Financial Sector Operations and Policy.

บทที่ 2

สภาพทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์ ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

บทที่ 2

สภาพทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์ ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

บทนี้จะกล่าวถึงสภาพทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ ที่เป็นสมาชิกของประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community: AEC) จำนวน 5 ตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งประกอบด้วย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Thailand Stock Exchange: SET) ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Singapore Exchange Limited: SGX) ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (Bursa Malaysia: BM) ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ (Philippine Stock Exchange: PSE) และ ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (Indonesia Stock Exchange: IDX) ซึ่งประกอบด้วยประวัติโดยสังเขปของตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่ง ผลิตภัณฑ์ในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรม กลยุทธ์องค์กรและแผนงานโดยสังเขปของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ ที่เป็นสมาชิกของประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน และส่วนสุดท้ายจะกล่าวถึงความร่วมมือของตลาดทุนอาเซียน (ASEAN Capital Market Integration)

2.1 ความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5

2.1.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเริ่มการซื้อขายเมื่อวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 โดยมีสถานะภาพเป็นนิติบุคคล ถูกจัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ.2517 วัตถุประสงค์ของการจัดตั้งเพื่อทำหน้าที่เป็นตลาดหรือศูนย์กลางซื้อขายหลักทรัพย์ และให้บริการที่เกี่ยวข้องโดยไม่นำผลกำไรมาแบ่งปัน การดำเนินของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กระทรวงการคลัง ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ดำเนินการภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน และพัฒนาระบบต่างๆ ที่จำเป็นเพื่ออำนวยความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ดำเนินธุรกิจใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ เช่น การทำหน้าที่เป็นสำนักหักบัญชี (clearing house) ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์นายทะเบียนหลักทรัพย์ หรือกิจกรรม

ผลิตภัณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบ่งเป็น 3 กลุ่มหลัก คือ ตราสารทุน ตราสารหนี้ และตราสารอนุพันธ์ ในส่วนของตราสารทุนนักลงทุนสามารถซื้อขายหลักทรัพย์

ได้ผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) โดย SET เป็นแหล่งจดทะเบียนของบริษัทขนาดใหญ่ ที่มีทุนชำระ (Initial Public Offering :IPO) มากกว่า 300 ล้านบาทขึ้นไป ในขณะที่ MAI เป็นแหล่งจดทะเบียนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (Small Medium Enterprise: SME) ที่มีทุนชำระหรือ IPO ตั้งแต่ 20 ล้านบาทขึ้นไป ทั้งนี้ ธุรสารทุนที่มีการซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ หุ้นสามัญ, หุ้นบุริมสิทธิ, ใบสำคัญแสดงสิทธิที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิง, ใบสำคัญแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงไทย, กองทุนรวม, อีทีเอฟ, ใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์หรือวอแรนท์, ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์, ใบสำคัญแสดงสิทธิในการจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้และหน่วยลงทุน

โครงสร้างของกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแบ่งออกเป็น 8 กลุ่มหลัก ประกอบด้วย

- 1) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (agro & food industry)
- 2) กลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค (consumer products)
- 3) กลุ่มธุรกิจการเงินและธนาคาร (financials)
- 4) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมยานยนต์ (industrial)
- 5) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และวัสดุก่อสร้าง (property & construction)
- 6) กลุ่มทรัพยากร พลังงานและสาธารณูปโภค (resources)
- 7) กลุ่มธุรกิจบริการและพาณิชย์ (service)
- 8) กลุ่มเทคโนโลยีและชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (technology)

เวลาทำการซื้อขายตราสารทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปิดให้บริการในวันจันทร์-ศุกร์ เวลา 9.30-17.00 น. มีพักระหว่างวันในเวลา 12.30-14.00 น. โดยนักลงทุนสามารถซื้อขายผ่านบริษัทผู้เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์มีจำนวน 38 แห่ง และเป็นบริษัทที่เปิดทำการซื้อขายผ่านอินเทอร์เน็ต 26 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556)

แนวทางการพัฒนาที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้จัดทำขึ้นโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กระทรวงการคลัง ได้กำหนดแผนพัฒนาตลาดทุนฉบับปี พ.ศ. 2552 -2556 เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์มีความสามารถในการแข่งขันทัดเทียมกับนานาประเทศ มีการวางกลยุทธ์เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันและวางรากฐานในการปฏิรูปองค์การเป็นรูปแบบมหาชน รองรับการพัฒนาเศรษฐกิจอาเซียนในปี พ.ศ.2558 ในการนี้ได้สร้างจุดยืนให้ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางทางการเงินในระดับอนุภูมิภาคอินโดจีน เป็นแหล่งระดมทุนในการสร้างโครงสร้างพื้นฐานระหว่างประเทศ อาทิ อุตสาหกรรมการขนส่ง: ระบบราง ท่าอากาศยานหรือสนามบิน ถนนหรือทางพิเศษ เป็นต้น อุตสาหกรรมพลังงานทดแทน: โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โรงไฟฟ้าพลังลม เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีการส่งเสริมให้ก่อตั้งธุรกิจร่วมทุนและธุรกิจ Holding company เพื่อสร้างความแข็งแกร่ง

ให้กับธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง โดยแนวทางการพัฒนาได้ดำเนินการผ่าน 8 มาตรการที่สำคัญ ประกอบด้วย

- 1) ยกเลิกการผูกขาดและยกระดับความสามารถในการแข่งขันตลาดทุน
- 2) การเปิดเสรีและเพิ่มประสิทธิภาพของสถาบันตัวกลาง
- 3) การปฏิรูปกฎหมายสำหรับพัฒนาตลาดทุน
- 4) การปรับปรุงระบบภาษี
- 5) การพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงิน
- 6) การจัดตั้งกองทุนการออมแห่งชาติ (กอช.)
- 7) การสร้างวัฒนธรรมการลงทุนผ่านการออมระยะยาวให้เกิดขึ้น
- 8) การพัฒนาตราสารหนี้

2.1.2 ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Singapore Exchange Limited: SGX)

ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์เป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งแรกในเอเชีย-แปซิฟิกที่ทำการแปรรูป (demutualised) และเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายทั้งตราสารทุนและตราสารอนุพันธ์อย่างครบวงจร โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 1 ธันวาคม ปี พ.ศ.2542 (ค.ศ.1999) หลังจากควบรวมระหว่าง Stock Exchange of Singapore (SES) และ Singapore International Monetary Exchange (SIMEX) โดยในวันที่ 23 พฤศจิกายน ปี พ.ศ. 2543 ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ได้มีการจดทะเบียนเข้าในตลาดหลักทรัพย์เองและเพื่อเป็นการพัฒนาผลิตภัณฑ์และเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันให้ตลาดหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์ได้ควบรวมกับตลาดสินค้าล่วงหน้า (Singapore Commodity exchange: SICOM) อีกครั้งในปี พ.ศ. 2551 สำหรับการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย (Monetary Authority of Singapore: MAS)

ผลิตภัณฑ์และบริการของตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์แบ่งออกเป็น 5 กลุ่ม คือ ตราสารทุน (securities) ตราสารหนี้ (fixed Income) ตราสารอนุพันธ์ (derivatives) กลุ่มโภคภัณฑ์ (commodities) และ Asian Clear Future โดยผลิตภัณฑ์ในกลุ่มตราสารทุนมีการซื้อขายใน Main board, Catalist board และ Global Quote โดย Main board ถือเป็นกระดานหลักในการซื้อขายหลักทรัพย์ของ SGX บริษัทที่เข้าจดทะเบียนต้องผ่านหลักเกณฑ์ที่ค่อนข้างเข้มงวด รวมทั้งมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดหลักทรัพย์มากกว่า 300 ล้านดอลลาร์สิงคโปร์ กำไรก่อนภาษีมากกว่า 30 ล้านดอลลาร์สิงคโปร์ต่อปี และมีการบันทึกข้อมูลทางบัญชีอย่างน้อย 3 ปี ย้อนหลัง ในขณะที่ Catalist board ถือเป็นกระดานรองในการซื้อขายหลักทรัพย์มีหลักเกณฑ์ที่ยืดหยุ่นกว่าและอยู่ภายใต้การดูแลของ Sponsor-supervised market และ SGX ส่วน Global Quote เป็นการเชื่อมโยงการซื้อขายหลักทรัพย์ต่างประเทศจะขึ้นอยู่กับข้อตกลงระหว่างตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่ง

ผลิตภัณฑ์ตราสารทุนที่ทำการซื้อขายใน SGX ได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ ใบสำคัญแสดงสิทธิที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงสากล ใบสำคัญแสดงสิทธิที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงประเทศสหรัฐอเมริกา ใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์หรือวอแรนท์, ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์, กองทุนเพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์, กองทุนรวม, อีทีเอฟ, Exchange Traded Notes (ETN), กองทุนธุรกิจ, Stapled Securities และ Certificates

โครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์แบ่งออกเป็น 13 กลุ่มหลักประกอบด้วย

- 1) กลุ่มอุตสาหกรรมรวม (multi industry)
- 2) กลุ่มธุรกิจการผลิต (manufacturing)
- 3) กลุ่มธุรกิจโรงแรมและรีสอร์ท (hotel and resort)
- 4) กลุ่มธุรกิจก่อสร้าง (construction)
- 5) กลุ่มธุรกิจขนส่งคลังและการสื่อสาร (transport storage and communications)
- 6) กลุ่มธุรกิจพาณิชย์ (commerce)
- 7) กลุ่มธุรกิจการเงิน (finance)
- 8) กลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (properties)
- 9) ธุรกิจบริการ (services)
- 10) กลุ่มธุรกิจเกษตร (agriculture)
- 11) กลุ่มธุรกิจถ่านหิน (mining)
- 12) กลุ่มธุรกิจสาธารณูปโภค (electricity gas and water)
- 13) กลุ่มหลักทรัพย์ในสกุลเงินต่างชาติ (shares in foreign currencies)

การซื้อขายตราสารทุนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ได้เปิดให้บริการในวันจันทร์-ศุกร์ เวลา 9.30-17.00 น. ไม่มีพักระหว่างวันโดยนักลงทุนสามารถซื้อขายผ่านบริษัทผู้เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ จำนวน 30 แห่ง (ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์, 2556)

แนวทางการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ เพื่อรักษาความเป็นศูนย์กลางทางการเงินในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกและเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันระดับโลก จึงมีการกำหนดกลยุทธ์เพื่อดึงดูดผู้ประกอบการต่างชาติให้เข้ามาตั้งสำนักงานและประกอบธุรกิจภายในประเทศ อาทิ การกำหนดกฎระเบียบที่เอื้อต่อการจดทะเบียน การเปิดศูนย์กลางในการส่งคำสั่งซื้อในลอนดอนและชิคาโกเพื่อขยายฐานนักลงทุนต่างชาติ และ การเพิ่มบริการซื้อขายในรูปแบบ 2 สกุลเงิน (dual currency trading) สำหรับผลิตภัณฑ์ ETF และหลักทรัพย์ เพื่ออำนวยความสะดวกให้แก่นักลงทุนได้ซื้อขายหลักทรัพย์ในสกุลตามความต้องการ เป็นต้น นอกจากนี้ทางธนาคารกลางแห่งประเทศสิงคโปร์ (Monetary Authority of Singapore - MAS)

ได้กำหนดแนวทางการพัฒนาตลาดทุนภายใต้ พรบ.ว่าด้วยหลักทรัพย์และสัญญาล่วงหน้า (The Securities and Future Act: SFA) และ พรบ.ปรึกษาทางการเงิน (The Financial Adviser Act: FAA) เพื่อควบคุมและเสริมสร้างการพัฒนาระบบตลาดทุนที่ดีแบ่งออกเป็น 4 ด้าน คือ ผู้ออกหลักทรัพย์ นักลงทุน ตัวกลางและโครงสร้างพื้นฐาน

2.1.3 ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (Bursa Malaysia: BM)

ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย หรือที่รู้จักในชื่อ Kuala Lumpur Stock Exchange ถูกก่อตั้งขึ้นในปี พ.ศ. 2473 โดยความร่วมมือระหว่าง Singapore Stockbrokers Association และ Malaysia Stockbrokers Association หลังจากนั้นในปี พ.ศ.2480 ได้มีการแยกตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียออกจากกัน เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงระบบสกุลเงินตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียได้แปรรูป (demutualization) และเปลี่ยนชื่ออีกครั้งเป็น Bursa Malaysia เมื่อปี พ.ศ. 2547 และในวันที่ 18 มีนาคม พ.ศ. 2548 ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียได้เข้าจดทะเบียนใน Main Board ของตลาดหลักทรัพย์เอง ภายใต้สัญลักษณ์ Bursa (1818)

การจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ในระดับภูมิภาคและระดับโลก โดยตลาดหลักทรัพย์อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ “Securities Commission” ซึ่งทำหน้าที่ในการกำกับดูแลสถาบันทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน เช่น บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เป็นต้น นอกจากนี้ Securities Commission ยังมีหน้าที่ในการกำกับดูแลอัตราแลกเปลี่ยน การอนุมัติในการออกตราสารหนี้ของบริษัทวางกฎระเบียบทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน รวมถึงกฎระเบียบต่างๆ ในการควบคุมรวมกิจการ

ผลิตภัณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียแบ่งเป็น 4 กลุ่มหลัก คือ

- 1) ตราสารทุน (securities products)
- 2) ตราสารอนุพันธ์ (derivatives products)
- 3) หุ้่นอิสลาม (Islamic offerings)
- 4) กลุ่มผลิตภัณฑ์ย่อยอื่นๆ ได้แก่
 - 4.1) ตราสารหนี้ (bond market) ที่มีรูปแบบการซื้อขายอิเล็กทรอนิกส์ ทั้งหุ้นกู้และพันธบัตรรัฐบาล
 - 4.2) Off Shore Market ที่มีการซื้อขาย Non-Ringgit Securities และ Sukuk Listing
 - 4.3) กองทุนปิด (close-end funds) ปัจจุบันมีกองทุนปิดเพียงกองทุนเดียวใน BM ชื่อว่า icapital.biz Berhad (เปิดซื้อขายใน 19 ตุลาคม พ.ศ. 2548 บริหารโดย Capital Dynamics Asset Management Sdn Bhd)

ตราสารทุนสามารถซื้อขายใน Main Market และ ACE Market โดยใน Main Market ถือเป็นกระดานซื้อขายหลักจะมีหลักเกณฑ์ทางด้านผลกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดที่ค่อนข้างเข้มงวดขณะที่ ACE Market ถือเป็นกระดานซื้อขายรอง บริษัทที่เข้าจดทะเบียนจำเป็นต้องมี Sponsor ในการควบคุมดูแลเช่นเดียวกับ Catalist Board ของตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ผลิตภัณฑ์หลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายใน BM ได้แก่ หุ้นสามัญ, หุ้นบุริมสิทธิ, กองทุนรวม, อีทีเอฟ, ใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์หรือวอแรนท์, ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์, ใบสำคัญแสดงสิทธิในการจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้, กองทุนเพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์, Property Trust และ Certificates Bull and Bear Certificates (CBBCs)

โครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียในการซื้อขายตราสารทุนจะแบ่งตามตลาด Main Market และ ACE Market ประกอบด้วย

Main Market แบ่งเป็น 11 กลุ่ม คือ

- 1) กลุ่มธุรกิจก่อสร้าง (construction)
- 2) กลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค (consumer product)
- 3) กลุ่มธุรกิจการเงิน (finance)
- 4) กลุ่มธุรกิจโรงแรม (hotels)
- 5) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (industrial products)
- 6) กลุ่มธุรกิจอิเล็กทรอนิกส์ (IPC)
- 7) กลุ่มธุรกิจเหมืองแร่ (mining)
- 8) กลุ่มเกษตรกรรม (plantation)
- 9) กลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (properties)
- 10) กลุ่มธุรกิจเทคโนโลยี (technology)
- 11) กลุ่มธุรกิจการค้าและบริการ (trading/service)

ACE Market แบ่งเป็น 5 กลุ่ม คือ

- 1) กลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค (consumer product)
- 2) กลุ่มธุรกิจการเงิน (finance)
- 3) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (industrial products)
- 4) กลุ่มธุรกิจเทคโนโลยี (technology)
- 5) กลุ่มธุรกิจการค้าและบริการ (trading/service)

การซื้อขายตราสารทุนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียเปิดให้บริการในวันจันทร์-ศุกร์ เวลา 8.30-17.00 น. พักระหว่างวันเวลา 12.30-14.00 น. โดยนักลงทุนสามารถซื้อขายผ่านบริษัทผู้เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ จำนวน 35 แห่ง (ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย, 2556)

แนวทางการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียจัดทำโดยธนาคารกลางของประเทศมาเลเซีย (Bank Negara Malaysia) เพื่อพัฒนาให้ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียเป็น

ศูนย์กลางทางการเงินของศาสนาอิสลามโลก (ปี พ.ศ. 2555) ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีหุ้นจดทะเบียนในกระดานหลักที่เป็นหลักทรัพย์ชาลิอะห์ถึง 825 หลักทรัพย์หรือคิดเป็นร้อยละ 89 ของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในกระดานหลักทั้งหมด ครอบคลุมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม และโดยตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียถือว่าเป็นแหล่งซื้อขายตราสารหนี้อิสลามหรือ Sukuk มากที่สุดในโลก ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์จึงได้มีแผนในการจัดตั้งกระดานการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผ่านการคัดเลือกตามหลักศาสนาอิสลาม โดยทางธนาคารกลางมาเลเซียได้จัดตั้งหน่วยงาน The Malaysia International Islamic Financial Centre (MIFC) เพื่อออกกฎระเบียบและกำกับดูแลการลงทุนให้เป็นไปตามหลักศาสนาอิสลาม ในส่วนของแนวทางการพัฒนาได้ดำเนินการผ่าน 5 กลยุทธ์ที่สำคัญ คือ การยกระดับและพัฒนารูปแบบของทุนในตลาดทุนมาตรการที่สำคัญในการดำเนินการเพิ่มประสิทธิภาพและขอบเขตของตัวกลางเพิ่มสภาพคล่องให้ตลาดทุน มาตรการที่สำคัญจะทำให้ตลาดทุนเป็นสากลเพิ่มความสามารถของตัวกลางและเพิ่มความแข็งแกร่งของโครงสร้างพื้นฐานทางด้านข่าวสาร

2.1.4 ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ (Philippine Stock Exchange: PSE)

ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ก่อตั้งขึ้นในปี พ.ศ. 2535 โดยเป็นการรวมตัวกันระหว่างตลาดหลักทรัพย์มานิลา (The Manila Stock Exchange: MSE) และตลาดหลักทรัพย์มาคาติ (The Makati Stock Exchange: MkSE) ตลาดหลักทรัพย์อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (The Securities and Exchange Commission: SEC) โดยตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการให้บริการต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์และกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ให้เป็นไปโดยสะดวก รวดเร็ว ถูกต้อง โปร่งใส และเป็นธรรมต่อผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย

ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์เป็นนิติบุคคลที่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตัวเอง (Self Regulatory Organization: SRO) โดยในปี ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ได้ทำการแปรรูปเป็นรูปแบบบริษัทมหาชน (demutualization) ในปี พ.ศ.2544 และเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เองในวันที่ 15 ธันวาคม พ.ศ. 2546 ภายใต้สัญลักษณ์ PSE

ผลิตภัณฑ์ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์แบ่งเป็น 2 กลุ่มหลัก คือ ตราสารทุน (securities products) และตราสารหนี้ (fixed income) ในการซื้อขายตราสารทุนทำได้ใน 3 กระดานคือ (1) กระดานหลัก (main board) เป็นแหล่งระดมทุนของบริษัทที่มีการแสดงผลประกอบการ 3 ปีมีทุนชำระและ IPO มากกว่า 500 ล้านบาท (2) กระดานรอง (second board) เป็นแหล่งระดมทุนของบริษัทที่มีศักยภาพและอัตราการเติบโตที่สูง โดยมีผลประกอบการ 1 ปี และทุนชำระหรือ IPO มากกว่า 250 ล้านบาท และ (3) กระดานสำหรับธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SME board) เป็นธุรกิจ SME ที่เข้าจดทะเบียนโดยได้รับการพิจารณาจากทางตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ว่าผู้ประกอบการมีศักยภาพและประสิทธิภาพในการบริหารงานธุรกิจ

มีโอกาสที่จะเติบโตสร้างผลกำไร และไม่ได้มีผลประโยชน์ทับซ้อนกับส่วนอื่น โดยผลิตภัณฑ์หลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายใน PSE ได้แก่ หุ้นสามัญหุ้นบริมสิทธิใบสำคัญแสดงสิทธิที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์หรือวอแรนท์ และใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์

โครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์มีทั้งหมด 6 กลุ่มประกอบด้วย

- 1) กลุ่มธุรกิจการเงิน (financial)
- 2) กลุ่มธุรกิจโฮลดิ้ง (holding firm)
- 3) กลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (property)
- 4) กลุ่มธุรกิจบริการ (service)
- 5) กลุ่มธุรกิจเหมืองแร่และน้ำมัน (mining and oil)
- 6) กลุ่มอุตสาหกรรม (industrial)

การซื้อขายตราสารทุนในตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์เปิดให้บริการในวันจันทร์-ศุกร์ เวลา 9.30-15.30 พักระหว่างวันเวลา 12.00-13.30 น. โดยนักลงทุนสามารถซื้อขายผ่านบริษัทผู้เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์จำนวน 184 แห่ง (ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์, 2556)

แนวทางการพัฒนา ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ยังถือว่าเป็นตลาดที่มีขนาดเล็กที่สุดเมื่อเทียบมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) กับกลุ่มอาเซียน 5 และยังอยู่ในช่วงปรับตัวหลังมีการปฏิรูปองค์กรในปี พ.ศ.2544 และจากแผนพัฒนาอุตสาหกรรมการเงินที่ต้องการให้ระบบเงินเป็นตัวขับเคลื่อนการเติบโตของเศรษฐกิจ เพิ่มรายได้ต่อหัวแก่ประชากร และลดจำนวนประชากรที่อยู่ในภาวะยากจน กลยุทธ์ในการเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน จึงดำเนินการผ่าน 4 กลยุทธ์ที่สำคัญ คือ สนับสนุนให้จัดตั้งสถาบันการเงินและมีการออมท้องถิ่นในแต่ละภูมิภาคของประเทศ การพัฒนาปัจจัยแวดล้อมเพื่อให้เกิดการระดมทุนในระยะยาว อาทิ การสร้างผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ เข้าสู่ตลาด การดึงดูดให้บริษัทที่มีศักยภาพเข้ามาระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น การพัฒนาหลักธรรมาภิบาล และการสร้างกรอบกฎหมายที่เข้มแข็งเพื่อสนับสนุนให้เกิดการพัฒนาในอุตสาหกรรมการเงิน

2.1.5 ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (Indonesia Stock Exchange: IDX)

ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซียแห่งแรกก่อตั้งในปี พ.ศ. 2455 ในชื่อตลาดหลักทรัพย์จาการ์ตา (Jakarta Stock Exchange: JSX) ซึ่งเป็นช่วงก่อนที่ประเทศอินโดนีเซียจะได้รับเอกราชจากประเทศเนเธอร์แลนด์ ตลาดหลักทรัพย์จาการ์ตามีการเจริญเติบโตที่ค่อนข้างช้า อันมีผลมาจากสงครามโลกครั้งที่ 1 และสงครามโลกครั้งที่ 2 ที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์จาการ์ตาปิดตัวลงและจากการขาดความรู้ความเข้าใจของประชาชนทำให้มีการระดมทุนและ

ลงทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์จำนวนมากใหญ่นิยมนำเงินไปฝากธนาคารแทนที่จะมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นในปี พ.ศ.2531 รัฐบาลได้มีการจัดตั้งกฎระเบียบการควบคุมสถาบันการเงินและตลาดทุน เพื่อส่งเสริมการลงทุนโดยกำหนดกฎระเบียบที่เอื้อให้นักลงทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนเพิ่มมากขึ้นและในปี พ.ศ.2532 ได้มีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์สุรabayัน (Surabaya Stock Exchange: SSE) ขึ้นเพื่อขยายช่องทางการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แต่ก็ได้มีการควบรวมตลาดหลักทรัพย์ทั้งสองแห่งเข้าด้วยกันในปี พ.ศ. 2550 และก่อตั้งเป็นตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียในปัจจุบันอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ BAPEPAM-LK ซึ่งเป็นองค์กรภายใต้กระทรวงการคลัง

การจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียมีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ และจำนวนบริษัทที่จดทะเบียน รวมทั้งมีการจัดทำแผนงานปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานที่เอื้อต่อการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ รองรับการเปลี่ยนแปลงจากสภาวะการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกและเป็นโอกาสให้ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียเป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับนักลงทุน

ผลิตภัณฑ์ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียแบ่งเป็น 4 กลุ่มหลัก คือ (1) ตราสารทุน (securities products) (2) ตราสารหนี้/หุ้นอิสลาม (bond and sukuk) (3) กองทุนรวม (mutual fund) และ (4) ตราสารอนุพันธ์ (derivatives products) ผลิตภัณฑ์ตราสารทุนสามารถซื้อขายได้ในกระดานหลัก (main board) และกระดานรอง (development board) โดยกระดานหลัก บริษัทที่เข้าจดทะเบียนต้องมีผลการดำเนินงาน รายงานงบการเงินมากกว่า 3 ปี และบริษัทมีสินทรัพย์มากกว่า 1 ล้านล้านรูเปีย ขณะที่กระดานรอง (development board) บริษัทที่เข้าจดทะเบียนมีผลการดำเนินงานและรายงานงบการเงินมากกว่า 1 ปี และบริษัทมีสินทรัพย์มากกว่า 5 พันล้านรูเปีย ผลิตภัณฑ์หลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายได้แก่ หุ้นสามัญหุ้นบุริมสิทธิ, ใบสำคัญแสดงสิทธิที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์หรือวอแรนท์, กองทุนรวม, อีทีเอฟ และ Rights Certificate

โครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียมีทั้งหมด 9 กลุ่มประกอบด้วย

- 1) กลุ่มเกษตรกรรม (agricultures)
- 2) กลุ่มธุรกิจเหมืองแร่ (mining)
- 3) กลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค (consumer product)
- 4) กลุ่มอุตสาหกรรมเบ็ดเตล็ด (miscellaneous industries)
- 5) กลุ่มธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน (infrastructure)
- 6) กลุ่มธุรกิจการค้า (trade)
- 7) กลุ่มธุรกิจการเงิน (finance)
- 8) กลุ่มอุตสาหกรรมพื้นฐาน (basic industries)

9) กลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (property)

การซื้อขายตราสารทุนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียเปิดให้บริการในวันจันทร์-ศุกร์ เวลา 9.10-16.00 น. พักระหว่างวันจันทร์-พฤหัสบดี ระหว่างเวลา 12.00-13.30 น. ขณะที่วันศุกร์พักระหว่างเวลา 11.30-14.00 น. โดยนักลงทุนสามารถซื้อขายผ่านบริษัทผู้เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ จำนวน 112 แห่ง (ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย, 2556)

แนวทางการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียมีความต้องการที่จะเป็นศูนย์กลางทางการเงินตามหลักอิสลาม จากประเทศอินโดนีเซียที่มีชาวมุสลิมมากที่สุดในโลก แต่จากการปฏิรูปองค์กรในปี พ.ศ. 2550 ที่เพิ่งมีการควมรวมระหว่างตลาดหลักทรัพย์จาการ์ต้าและตลาดหลักทรัพย์สุราบายัน ทำให้แผนแม่บทในการพัฒนาตลาดทุนของตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียระหว่างปี พ.ศ. 2553-2557 เน้นให้ความสำคัญกับการปรับปรุงปัจจัยพื้นฐานเพื่อเอื้อให้เกิดการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น ซึ่งดำเนินการผ่าน 5 กลยุทธ์ที่สำคัญ คือ การเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายและมีประสิทธิภาพ การสร้างบรรยากาศดึงดูดการลงทุนและบริหารความเสี่ยงที่ไว้วางใจได้ ให้กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีเสถียรภาพและสภาพคล่องเข้ามาระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ สร้างกรอบการกำกับดูแลที่โปร่งใสและเป็นธรรม และพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานที่มีมาตรฐานสากลน่าเชื่อถือไว้วางใจได้

2.2 ความร่วมมือของตลาดทุนอาเซียน (ASEAN Capital Market Integration)

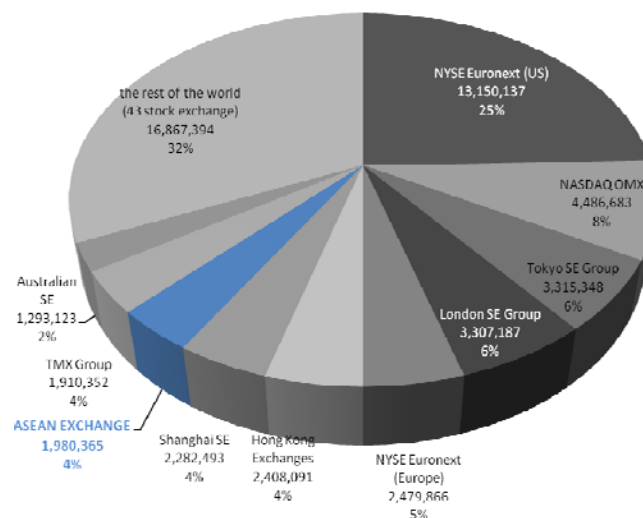
2.2.1 ที่มาของความร่วมมือของตลาดทุนอาเซียน

จากการประชุม ASEAN Summit ครั้งที่ 12 ในเดือนมกราคม พ.ศ. 2550 ได้นำไปสู่การกำหนดทิศทางที่แน่ชัดถึงความร่วมมือในการเป็นประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community: AEC) ให้ได้ภายใน ปี พ.ศ. 2558 ทั้งนี้การเป็นประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนถือเป็นหนึ่งในสามเสาหลักของประชาคมอาเซียน (ASEAN Community)¹ และจากแผนบูรณาการในด้านเศรษฐกิจต่างๆ ได้กำหนดองค์ประกอบที่สำคัญ 4 ประการของรวมตัวครั้งนี้คือ

- การเป็นตลาดและฐานการผลิตเดียว
- การสร้างอาเซียนให้เป็นภูมิภาคที่มีขีดความสามารถในการแข่งขันสูง
- การพัฒนาเศรษฐกิจอย่างเท่าเทียมกันในอาเซียน
- การเชื่อมโยงอาเซียนเข้ากับเศรษฐกิจโลก

¹ โดยอีกสองเสาหลักคือ ประชาคมความมั่นคงอาเซียน (ASEAN Security Community) และประชาคมสังคมและวัฒนธรรมอาเซียน (ASEAN Socio-Cultural Community)

ส่วนของการรวมตัวกันระหว่างตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มอาเซียนถือเป็นโอกาสการขยายฐานนักลงทุนและการเพิ่มมูลค่าของบริษัทจดทะเบียน เพราะหมายถึงฐานตลาดที่ใหญ่ขึ้นจาก 6 ประเทศ 7 ตลาดหลักทรัพย์ (ประเทศเวียดนามมี 2 ตลาด) ที่มีศักยภาพ 3,613 บริษัทจดทะเบียน มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคารวมกันเท่ากับ 1.98 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือสูงเป็นอันดับ 8 ของโลก (ภาพที่ 2.1) และจากการคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund: IMF) พบว่าอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศในอาเซียนจะเพิ่มขึ้นเฉลี่ยร้อยละ 6 ต่อปีระหว่างปี พ.ศ. 2554-2558 (การเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเบื้องต้นเฉลี่ยโลกเฉลี่ยอยู่ที่ 2.56)



ภาพที่ 2.1 มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของ ASEAN Exchange (หน่วย: ล้านดอลลาร์สหรัฐ)
แหล่งที่มา: World Federation of Exchange, 2012.

2.2.2 ความร่วมมือของหน่วยงานการกำกับดูแลในอาเซียน (ASEAN Capital Markets Forum: ACMF)

จากการเชื่อมโยงกันระหว่างตลาดหลักทรัพย์สามารถสร้างศักยภาพของภาคอุตสาหกรรมจริงได้ไม่ว่าด้านการจัดสรรทรัพยากรทางการเงิน ที่ผู้ระดมทุนสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่ใหญ่ได้อย่างสะดวกมากขึ้น การกระจายความเสี่ยงจากตลาดที่กว้างขึ้น ทำให้ผู้ลงทุนสามารถกระจายความเสี่ยงมากขึ้นและเป็นผลดีแก่ผู้ระดมทุน และการพัฒนาระบบการเงินให้ครบวงจร ทำให้ทั้งนักลงทุนและผู้ระดมทุนมีทางเลือกทางการเงินที่หลากหลายขึ้น และสถาบันการเงินมีโอกาสทางธุรกิจมากยิ่งขึ้น ในที่นี้ตามแผน

Implementation Plan ซึ่งได้รับการรับรองจากรัฐมนตรีอาเซียนได้แบ่งการพัฒนาออกเป็น 4 ด้าน คือ

1) การจัดทำหนังสือชี้ชวนให้เป็นมาตรฐานเดียวกัน (ตาม ASEAN Disclosure Standards) ซึ่งปัจจุบันได้จัดทำเสร็จแล้วอยู่ระหว่างการหารือรายละเอียด MR framework ในที่นี้เป้าหมายเพื่อให้การระดมทุนข้ามประเทศของบริษัทจดทะเบียน² มีความสะดวก เข้าถึงแหล่งทุนกว้างขึ้นและลดกระบวนการขออนุญาตซ้ำซ้อน

2) การลดระยะเวลาการพิจารณาคำขอ Secondary Listing ในอาเซียนให้รวดเร็วขึ้น (เหลือ 35 วันทำการ) ซึ่งปัจจุบัน ก.ล.ต.และตลาดหลักทรัพย์ของไทย มาเลเซียและสิงคโปร์ บรรลุข้อตกลงนี้แล้ว

3) สนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนในอาเซียนมีการพัฒนามาตรฐาน CG ให้มีความเป็นสากล โดยจัดให้มี ASEAN CG Scorecard ที่อ้างอิงมาตรฐานสากลขององค์การความร่วมมือและการพัฒนาเศรษฐกิจ (Organization for Economic Co-operation and Development: OECD) และ สมาคมบรรษัทภิบาลอาเซียน (Asian Corporate Governance Association) โดยปัจจุบันได้มีการประชุมครั้งที่ 3 เพื่อทำการประเมินแนวปฏิบัติด้าน CG ของบริษัทจดทะเบียนในอาเซียนและนำไปสู่การเผยแพร่ Pan-ASEAN CG Ranking และ Individual Country CG ranking

4) อำนาจความสะดวกการเสนอขายกองทุนรวมระหว่างประเทศในอาเซียน โดยมีการกำหนดมาตรฐานกองทุนที่ทำการซื้อขายระหว่างตลาดหลักทรัพย์อาเซียน อาทิ เป็นกองทุนที่ไม่มีความซับซ้อน มีการกระจายความเสี่ยงที่ดี และทรัพย์สินระหว่างกองทุนสามารถลงทุนได้ตาม ACMF ตกลงร่วมกันมีข้อกำหนดเกี่ยวกับคุณสมบัติของบริษัทจัดการ และผู้เกี่ยวข้อง

2.2.3 ความร่วมมือของตลาดหลักทรัพย์อาเซียน

ความร่วมมือของตลาดหลักทรัพย์อาเซียน สมาชิกประกอบด้วย ตลาดหลักทรัพย์เบอร์ชามาลาเซีย ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ไทย ตลาดหลักทรัพย์โฮจิมินต์ และตลาดหลักทรัพย์ฮานอย โดยมีวัตถุประสงค์ คือเพื่อส่งเสริมให้หลักทรัพย์ในอาเซียนเป็นที่ยอมรับ (asset class) ในสายตาของนักลงทุนทั่วโลก ให้บริษัทจดทะเบียนในอาเซียน สามารถระดมทุนด้วยต้นทุนที่ต่ำลงและแข่งขันได้ และลดต้นทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน ให้แก่นักลงทุนในภูมิภาคอาเซียนและนอกภูมิภาคอาเซียน โดยความร่วมมือของตลาดหลักทรัพย์อาเซียนสามารถแบ่งออกเป็น 2 เรื่องหลักที่พิจารณาคือ การจัดทำกิจกรรมการตลาดเพื่อยกระดับหลักทรัพย์ในอาเซียนให้เป็นหลักทรัพย์ที่ได้รับการยอมรับและ การเชื่อมต่อนระบบการซื้อขาย

² รวมถึงการออกหุ้นและตราสารหนี้แบบ Plain vanilla

หลักทรัพย์ในอาเซียนเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและความสะดวกในการส่งคำสั่งซื้อขายให้แก่ นักลงทุน มีรายละเอียดดังนี้

1) การจัดทำกิจกรรมการตลาด

1.1) การจัดทำหลักทรัพย์ ASEAN Stars ซึ่งคัดเลือกจากหุ้นที่มีขนาดใหญ่ มีมูลค่าของหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและสภาพคล่องสูงจำนวน 30 หลักทรัพย์ต่อประเทศ รวมทั้งสิ้น 180 หุ้นชั้นนำ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อรวมกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีความน่าสนใจของตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศหรือเรียกว่าหลักทรัพย์ “Blue chips” ที่จะช่วยให้นักลงทุนที่ไม่มีความคุ้นเคยสามารถเลือกหุ้นที่ต้องการได้ง่ายยิ่งขึ้น โดยข้อมูลเกี่ยวกับ ASEAN Stars จะถูกเผยแพร่ผ่านเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์อาเซียน (www.aseanexchange.org) นักลงทุนหรือผู้สนใจสามารถเลือกหลักทรัพย์ตามตลาดหลักทรัพย์หรือรายอุตสาหกรรมได้ โดยหลักทรัพย์ใน ASEAN star จะมีการปรับรายชื่อทุก 6 เดือน ซึ่งเมื่อจำแนกเป็นโครงสร้างอุตสาหกรรมของ ASEAN star ข้อมูลเดือนพฤษภาคม ปี พ.ศ. 2556 พบว่าแต่ละประเทศค่อนข้างมีหลักทรัพย์ที่กระจายตัวในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม โดยตลาดหลักทรัพย์ไทยมีการกระจายสูงสุดเมื่อเทียบกับหลักทรัพย์ ASEAN Star ที่มาจากประเทศอื่นแสดงดังตารางที่ 2.1

ตารางที่ 2.1 มูลค่าหลักทรัพย์ ASEAN Star แบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม

(หน่วย: ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

Sector	BM	HNX	HOSE	IDX	PSE	SGX	SET	Total
Oil & Gas	23,759. 2(0.18)	34.7 (0.00)	5,594.2 (0.04)	-		29,883.6 (0.23)	70,125.0 (0.54)	129,396.8 (1.00)
Basic Materials	17,368. 9 (0.32)	-	805.3 (0.02)	15,149.1 (0.28)	11,359.0 (0.22)	2,178.7 (0.04)	5,848.0 (0.11)	52,709.2 (1.00)
Industrials	22,470. 0 (0.09)	30.9 (0.00)	32,054.9 (0.13)	31,382.9 (0.12)	27,166.6 (0.11)	111,028.8 (0.43)	31,115.8 (0.12)	255,250.17 (1.00)
Consumer Goods	11,573. 1 (0.12)	-	703.3 (0.01)	67,324.3 (0.68)	-	-	19,397.4 (0.19)	98,998.3 (1.00)
Health care	10,673. 3 (0.28)	-	-	7,680.4 (0.21)	-	10,447.3 (0.28)	8,589.8 (0.23)	37,390.9 (1.00)
Consumer Services	47,505. 4 (0.19)	45.6 (0.00)	-	31,820.5 (0.13)	75,968.5 (0.31)	73,737.4 (0.30)	14,739.0 (0.06)	243,816.7 (1.00)
Telecom.	55,055. 4 (0.30)	-	-	29,702.2 (0.16)	4,710.2 (0.02)	55,569.2 (0.30)	38,849.9 (0.21)	183,887.0 (1.00)
Utilities	25,365. 8 (0.33)	-	-	14,617.5 (0.19)	27,050.8 (0.36)	-	8,988.6 (0.12)	76,022.8 (1.00)
Financials	96,803. 4 (0.20)	209. (0.00)	11,249.4 (0.02)	110,307.3 (0.23)	48,808.6 (0.10)	128,132.4 (0.27)	80,995.6 (0.17)	476,506.4 (1.00)
Technology	-	-	-	-	-	-	10,132.0 (1.00)	10,132.0 (1.00)
Total	310,574. 89 (2.01)	320.9 (0.00)	50,407.4 (0.22)	307,984.5 (2.00)	195,063.9 (1.12)	410,977.6 (1.85)	288,781.5 (2.75)	1,564,110.8 (1.00)

แหล่งที่มา: DataStream, 2013.

เมื่อพิจารณาหลักทรัพย์แยกย่อยจะพบว่าส่วนใหญ่ มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดค่อนข้างสูง เป็นบริษัทที่มีชื่อเสียง และผลประกอบการมั่นคง โดยดูจากอัตราการเติบโตของการจ่ายปันผล และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ ค่าเฉลี่ยของเบต้าของหลักทรัพย์โดยรวมจะ มีความผันผวนน้อยกว่าตลาดที่จดทะเบียน มีเพียงตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียและฟิลิปปินส์ที่มีค่าเฉลี่ยสูง อันเป็นผลมาจากตลาดหลักทรัพย์อยู่ในช่วงพัฒนา มีเงินทุนไหลเข้าจากต่างชาติค่อนข้างมาก ขณะที่ระดับราคาต่อผลกำไร (P/E ratio) และมูลค่าตามบัญชี (book value ratio) นั้นค่อนข้างสูง ก็เป็นผลมาจากหลักทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นที่รู้จัก มีปริมาณการซื้อขายที่สูงและได้รับความนิยมจากนักลงทุนเช่นกัน (ตารางที่ 2.2)

ตารางที่ 2.2 ข้อมูลหลักทรัพย์ ASEAN Star

หน่วย: สกุลเงินท้องถิ่น

Stock Market	Beta	Volatility	PE	free float	EPS fin yr	Div Yield	Mkt to bk Val	ROE (%)
BM	0.97	3.69	19.32	0.37	0.61	2.92	9.20	25.62
HNX	n/a	6.73	21.06	0.58	488.03	9.97	0.63	9.36
HOSE	n/a	7.50	19.89	0.52	591.14	5.78	1.77	9.45
IDX	1.01	5.97	18.95	0.39	344.36	2.67	5.11	21.59
PSE	1.22	6.56	37.82	0.46	10.48	1.53	2.60	15.28
SGX	0.96	3.93	17.58	0.51	1.02	2.56	8.00	56.53
SET	0.91	5.73	17.81	0.55	9.12	2.97	4.27	23.00
Grand Total	1.01	5.44	21.86	0.47	90.24	3.01	5.25	25.74

แหล่งที่มา: DataStream, 2013.

2) การร่วมมือการประชาสัมพันธ์ สำหรับโครงการ Invest ASEAN ในปี พ.ศ. 2556-2557 ที่ ACMF ร่วมมือกันเพื่อส่งเสริมอาเซียนให้เป็น Asset Class ได้มีแนวทางพัฒนาแบ่งออกเป็น 3 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 การพัฒนาผลิตภัณฑ์ ASEAN ให้เป็นที่รู้จัก โดยเริ่มแรกได้มีการจัดทำดัชนี ASEAN กองทุนอิตาลีเอฟอาเซียน และจัดตั้งศูนย์วิจัยอาเซียน (ASEAN Research) เพื่อเป็นแหล่งพัฒนาผลิตภัณฑ์ในตลาดหลักทรัพย์ ส่วนที่ 2 การจัดกิจกรรม International Roadshow (Invest ASEAN Day) ในที่นี้จะมีการเชิญชวนให้นักลงทุนทั้งในและนอกภูมิภาคเข้ามาลงทุนผ่านกิจกรรม และส่งเสริมความเข้าใจแก่นักลงทุนโดยช่วงเริ่มต้นจะให้ความสำคัญเป็นพิเศษกับกิจกรรมสำหรับนักลงทุนรายย่อย และส่วนที่ 3 ได้จัดทำ ASEAN Exchanges website มีการรวมฐานข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน บริษัทหลักทรัพย์ ผลิตภัณฑ์

อาเซียน ขว่ความเคลื่อนไหวของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่ม ทำให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงได้ในแหล่งเดียว กิจกรรมประชาสัมพันธ์แสดงดังในภาพที่ 2.2



(ก) การจัดทำเอกสารประชาสัมพันธ์ และเว็บไซต์ ASEAN Exchange



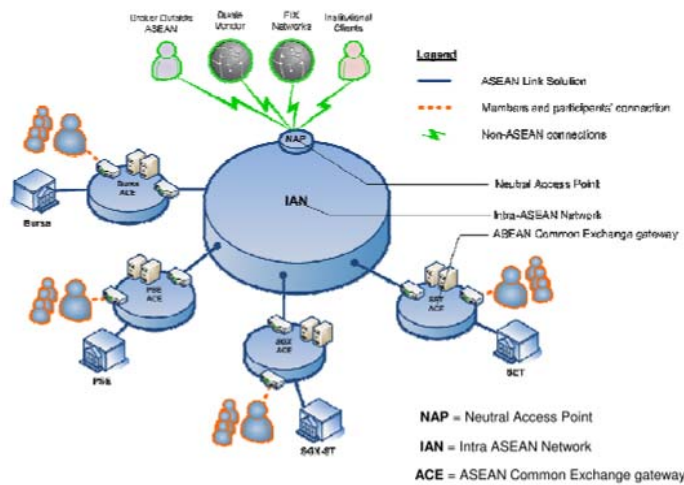
(ข) กิจกรรม Road show (Invest ASEAN Day) และการส่งเสริมความรู้การลงทุน ASEAN

ภาพที่ 2.2 กิจกรรมการร่วมมือประชาสัมพันธ์ ASEAN Exchange
แหล่งที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2012.

2.2.4 การพัฒนาระบบ ASEAN Link

ระบบ ASEAN Link เป็นการเชื่อมโยงระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างตลาดในอาเซียนให้นักลงทุนสามารถซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างประเทศได้สะดวกยิ่งขึ้นและเพิ่มประสิทธิภาพของกระบวนการซื้อขายหลักทรัพย์ ระบบชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ รวมถึงการกระจายข้อมูลหลักทรัพย์ ซึ่งรูปแบบการเชื่อมโยงตลาดหลักทรัพย์นั้นได้มีการพัฒนาในหลายภูมิภาคทั่วโลก³ แต่ในกรณี ASEAN Link นักลงทุนสามารถซื้อขายหลักทรัพย์ตราสารทุนได้ทุกหลักทรัพย์ เช่น โบรกเกอร์ท้องถิ่นในกัวลาลัมเปอร์ได้รับคำสั่งซื้อจากนักลงทุนให้ซื้อ 100,000 หุ้น ใน CapitaLand ซึ่งจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ทั้งนี้คำสั่งซื้อรูปแบบโทรศัพท์หรือผ่านระบบอินเทอร์เน็ตนี้จะถูกส่งผ่านไปยัง ASEAN Common Exchange หรือ ACE เพื่อส่งไปยังตัวกลางเครือข่าย Intra ASEAN Network หรือ IAN ให้ติดต่อผ่าน ACE ของตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ในการจับคู่คำสั่งซื้อขายกัน ขณะที่นักลงทุนต่างชาตินอกกลุ่มการเชื่อมโยงก็สามารถติดต่อผ่าน Neutral Access Point หรือ NAP เพื่อทำการซื้อขายได้เช่นกัน (ภาพที่ 2.3) ซึ่งปัจจุบันได้มีการเชื่อมโยงตลาดหลักทรัพย์แล้ว 3 แห่ง คือตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (SGX) ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (BM) และตลาดหลักทรัพย์ไทย (SET) รวมมีบริษัทจดทะเบียนทั้งสิ้น 2,200 บริษัท คิดเป็นมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด 1.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ⁴ หรือคิดเป็นร้อยละ 70 ของมูลค่าหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียน (ตุลาคม, 2555) โดยขั้นตอนต่อไปได้มีการจัดทำแผนการพัฒนาเชื่อมโยงการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นแบบครบวงจรมากยิ่งขึ้น ซึ่งรวมถึงระบบการให้บริการหลังการขาย อาทิ การรับฝากหลักทรัพย์ การรับชำระและส่งมอบ เป็นต้น (ภาพที่ 2.4)

³ อาทิ NOREX Alliance เป็นการร่วมมือระหว่างตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคนอร์ดิกและบอร์ติก (ปี พ.ศ. 2540), MILA (Integrated Latin American Market) เป็นการร่วมมือระหว่างตลาดหลักทรัพย์ Santiago (Chile), Lima (Peru), Bogota (Columbia) (ปี พ.ศ. 2553)³ และตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศ BRICS โดยมีความร่วมมือจดทะเบียนซื้อขายอนุพันธ์ข้ามตลาด (cross-listing) ที่อ้างอิงตราสารทุน



ภาพที่ 2.3 รูปแบบการเชื่อมโยงของ ASEAN Link
แหล่งที่มา : SunGard, 2012.

Timeline	Development phase (Q3-Q4 2012)	Development next phase	
Linkages	ASEAN trading link	ASEAN depository link	ASEAN clearing link
Key benefits	- Enhance visibility of ASEAN as an asset class - Easy and cost-effective access to ASEAN region for both information and trading activities	- Provide depository services to brokers and investors to hold ASEAN securities as it is domestic securities - Make it even easier and more cost-effective to trade in ASEAN region	- Allows members to hold and settle ASEAN securities as it is domestic securities - Make the most cost-effective for both brokers, exchanges, Clearing Houses & Central Securities Depositories, especially lower the cost of F/X transaction and remittance.

ภาพที่ 2.4 การพัฒนา ASEAN Trading link
แหล่งที่มา : ASEAN Exchange, 2012.

บริษัทหลักทรัพย์ที่เข้าร่วมโครงการ ในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ และตลาดหลักทรัพย์ไทย ซึ่งเป็นตลาดหลักทรัพย์ในอาเซียนสามแห่งแรกที่เริ่มเชื่อมโยงการซื้อขายร่วมกัน โดยมีรายชื่อตัวกลางหรือนายหน้าซื้อหลักทรัพย์ที่เข้าร่วมโครงการดังนี้

1) ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

- AA Anthony Securities Sdn Bhd
- Affin Investment Bank Berhad
- CIMB Investment Bank Berhad
- HwangDBS Investment Bank Berhad
- Kenanga Investment Bank Berhad
- Maybank Investment Bank Berhad
- Mercury Securities Sdn Bhd
- OSK Investment Bank Berhad
- RHB Investment Bank Berhad

2) ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์

- CIMB Securities (Singapore) Pte Ltd
- DMG & Partners Securities Pte Ltd
- Lim & Tan Securities Pte Ltd
- Maybank Kim Eng Securities Pte Ltd
- Phillip Securities Pte Ltd
- UOB Kay Hian Pte Ltd

3) ตลาดหลักทรัพย์ไทย

- Maybank Kim Eng Securities (Thailand) Plc
- Finansia Syrus Securities
- UOB Kay Hian
- Thanachart Fund Management Co., Ltd
- Country Group *Securities PCL*
- KGI Securities (Thailand) PLC.
- SCB Securities Co., Ltd.
- KT ZMICO Securities
- Kasikorn Securities Public Company Limited.
- Asia Plus Securities Public Company Limited
- DBS Vickers Securities
- RHB OSK Securities (Thailand) Public Company
- Capital Nomura Securities Public Company Limited
- TISCO Asset Management Co., Ltd
- Krungsri Asset Management

ประโยชน์ของโครงการ ASEAN Link ได้พิจารณาในแง่มุมมองของนักลงทุน และบริษัทจดทะเบียน มีรายละเอียดดังนี้

นักลงทุน เป็นโอกาสในการเพิ่มทางเลือกและความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ทางการเงินให้แก่ผู้ลงทุนผ่านช่องทางการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน ขณะที่นักลงทุนต่างชาติ ก็สามารถลงทุนในตลาดอาเซียนได้โดยข้อมูลการซื้อขายไม่รั่วไหล และสามารถซื้อขายได้ผ่านบริษัทหลักทรัพย์ของตนเอง พร้อมลดต้นทุนในการซื้อขายจากขั้นต้นที่ลดลงแต่สามารถกระจายความเสี่ยงจากหลักทรัพย์ที่หลากหลายเพิ่มขึ้นได้

บริษัทจดทะเบียน เป็นการเพิ่มมูลค่าของหลักทรัพย์เนื่องจากบริษัทจะเป็นที่รู้จักของนักลงทุนต่างชาติมากขึ้น ซึ่งส่งผลต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นตามปริมาณการซื้อขายที่สูงขึ้น ช่วยลดต้นทุนในการระดมทุนของบริษัทจดทะเบียนและเพิ่มโอกาสในการเนรุกรกิจอย่างต่อเนื่อง

สิทธิประโยชน์ทางด้านภาษีสำหรับนักลงทุนไทย ในกรณีที่ซื้อขายผ่าน ASEAN Trading Linkage โดยกำไรจากการขายหลักทรัพย์ บุคคลธรรมดาจะได้รับการยกเว้นภาษี ขณะที่นิติบุคคลยังต้องนำมาคำนวณภาษีเงินได้นิติบุคคลธรรมดา แต่ในส่วนเงินปันผลทั้งบุคคลธรรมดาและนิติบุคคลไทยต้องนำไปรวมเพื่อเสียภาษีตามอัตรากฎหมาย และการลดหย่อนนี้ก็เฉพาะการซื้อขายหลักทรัพย์ไม่รวมการซื้อขายอนุพันธ์หรือตราสารหนี้

บรรณานุกรม

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. 2552. แผนพัฒนาตลาดทุน. ค้นวันที่ 10

มีนาคม 2555 จาก http://www.sec.or.th/sec/ppt_CMP_Master.pdf

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2555. รายงานประจำปี. ค้นวันที่ 10 มีนาคม 2555 จาก

<http://www.set.or.th/th/index.html>.

ASEAN exchange.2013. The exchanges. Retrieved September 9, 2013 from

<http://www.aseanexchanges.org/>

Bursa Malaysia.2013. Securities. Retrieved September 9, 2013 from

<http://www.bursamalaysia.com/market/>

Indonesia Stock Exchange. Securities. Retrieved September 9, 2013 from

<http://www.idx.co.id/>

National Economic and Development Authority. Philippine Development Plan. 2011-

2016. Retrieved March 7, 2013 from <http://www.neda.gov.ph/PDP/2011->

2016/CHAPTER%206.pdf

Philippine Stock Exchange. Securities. Retrieved September 9, 2013 from

<http://www.pse.com.ph/stockMarket/home.html>

Singapore Exchange Limited. Securities. Retrieved September 9, 2013 from

<http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home>.

SunGard.2012. The ASEAN Trading Link Explained. Retrieved September 9, 2013

from <http://www.sungard.com/~media/Campaigns/FinancialSystems/CapitalMarkets/The%20ASEAN%20Link%20Explained.ashx>

World Federation Exchange. 2007-2012. Annual Query Tool. Retrieved September 9,

2012 from <http://www.world-exchanges.org/>

บทที่ 3

ภาพรวมตลาดหลักทรัพย์ ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน



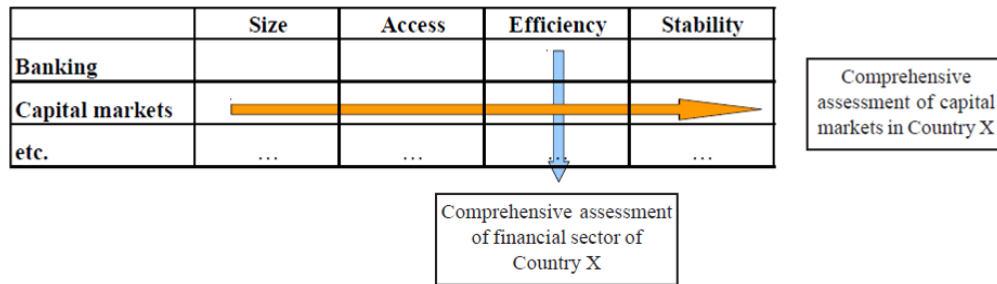
โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

บทที่ 3

ภาพรวมตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

ตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นแหล่งระดมทุนและลงทุนที่สำคัญของประเทศ และส่งผลต่อการเติบโตของเศรษฐกิจประเทศนั้นๆ สำหรับการรวมกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ที่จะเกิดขึ้นในปี พ.ศ.2558 ด้านตลาดทุนได้มีแนวคิดในการเชื่อมโยงตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 7 แห่งในอาเซียนเข้าด้วยกัน ประกอบด้วย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ตลาดหลักทรัพย์โฮจิมินห์ และตลาดหลักทรัพย์ฮานอย ซึ่งถือเป็นโอกาสในการเพิ่มทางเลือกและความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ทางการเงินให้แก่ผู้ลงทุนผ่านช่องทางการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน ลดต้นทุนในการซื้อขายขึ้นต้น และสามารถกระจายความเสี่ยงจากหลักทรัพย์ที่หลากหลายเพิ่มขึ้นได้ รวมถึงเป็นการขยายฐานการระดมทุนแก่บริษัทจดทะเบียน ดังนั้นจึงเป็นเรื่องที่น่าสนใจในการศึกษาระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งในกลุ่มประเทศอาเซียน โดยจะทำการศึกษาตลาดหลักทรัพย์ใน 5 ประเทศ (อาเซียน 5) ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) ตลาดหลักทรัพย์เบอร์ซา มาเลเซีย (Bursa Malaysia: BM) ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Singapore Exchange: SGX) ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (Indonesia Stock Exchange: IDX) และตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ (Philippine Stock Exchange: PSE) ซึ่งเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่เข้าร่วมโครงการ ASEAN Exchange Linkage และเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีศักยภาพในระดับภูมิภาค

โดยจากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าการศึกษาระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะเน้นมิติทางด้านขนาด คือวัดจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market capitalization) สัดส่วนมูลค่าหลักทรัพย์ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Market capitalization to GDP) (Pagano, 1993 ; Demirgüç-Kunt and Levine, 1996 ; Rousseau and Wachtel, 2000 ; Beck and Levine, 2003 ; Seetanah and Ramessur, 2009) มีเพียงงานศึกษาของธนาคารโลก (World bank, 2006) ที่มีการศึกษาการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในลักษณะหลายปัจจัย (multi-dimensions) โดยจัดหมวดหมู่เป็น 4 มิติที่สำคัญ คือ ขนาด (size) การเข้าถึงแหล่งเงินทุน (access) ประสิทธิภาพ (efficiency) และเสถียรภาพ (stability) ซึ่งในการวิเคราะห์ผลก็จะทำให้ตีความได้ใน 2 ทิศทางคือ กลุ่มของภาคการเงิน (นอกเหนือจากตลาดทุน (capital market) จะแบ่งเป็นภาคธนาคาร (banking sector) โครงสร้างสถาบัน (institutional) และภาคธุรกิจ (corporate sector) หรือแยกตามมิติที่สำคัญ ได้เช่นกัน แสดงดังภาพที่ 3.1



ภาพที่ 3.1 กรอบแนวคิดสำหรับพัฒนาปัจจัยในการประเมินศักยภาพตลาดการเงิน
แหล่งที่มา: World Bank, 2006.

การแปลผลจากงานศึกษาจะออกเป็นรูปแบบระดับประเทศ ภูมิภาค หรือข้ามชาติ อธิบายในรูปอัตราส่วน การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงสถิติในแต่ละมิติ และมีการให้น้ำหนักแต่ละปัจจัยด้วยผู้เชี่ยวชาญ ซึ่งการจัดทำคะแนนชี้วัดจะคล้ายคลึงกับรายงานการจัดอันดับความสามารถในการแข่งขันของโลก (World Competitiveness Report) และการจัดอันดับเครดิตเรตติ้งของเอเจนซีต่างๆ (credit rating agencies) อาทิ Fitch rating, JP Morgan, Standard & Poor's เป็นต้น

ผลที่ได้รับจากงานศึกษาสามารถนำมากำหนดกลยุทธ์ระดับชาติและระดับภูมิภาคได้ โดยเป็นการสร้างความตระหนักถึงภาพรวมในแต่ละปัจจัยช่วยให้มีการจัดทำกลยุทธ์อย่างมีประสิทธิภาพและจัดการกับความเสี่ยงสร้างเสถียรภาพให้แก่เศรษฐกิจในประเทศ และเป็นการระบุความเสี่ยงได้อย่างตรงจุดต่อไป

3.1 การวิเคราะห์ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5

จากการทบทวนเอกสาร บทความ และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 และการรวบรวมข้อมูลเชิงสถิติจากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ ฐานข้อมูลสหพันธ์ตลาดหลักทรัพย์นานาชาติ (World Federation exchange) ฐานข้อมูล DataStream และฐานข้อมูล CompuStat ได้นำข้อมูลที่ได้มาวิเคราะห์ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งแบ่งเป็น 4 มิติสำคัญ คือ ขนาด (size) การเข้าถึง (access) ประสิทธิภาพ (efficiency) และความมีเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์ (stability) โดยคณะผู้วิจัย ได้จัดการสนทนากลุ่ม (focus group) ขึ้นเพื่อให้ผู้เชี่ยวชาญได้ระบุปัจจัยหรือตัวชี้วัดย่อย (sub-indicator) มีรายละเอียดดังนี้ (ตารางที่ 3.1)

ตารางที่ 3.1 ปัจจัยในการศึกษาระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในงานวิจัยครั้งนี้ จำแนกตามมิติของการพัฒนาตามแนวทางของ World Bank

มิติ	ปัจจัยในงานศึกษา
ขนาด (size)	- มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (market capitalization to GDP) - ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (volume of share trading) - มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (daily value of share trading)
การเข้าถึง (access)	- จำนวนบริษัทที่ระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ (number of companies list) - จำนวน Initial public offering (IPO) - มูลค่ากิจกรรมการลงทุน (investment flow) - ระดับการกระจุกตัวมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท (concentration ratio: 10) - ระดับการกระจุกตัวในอุตสาหกรรม (Herfindahl-Hirschman Index: HHI) - การเข้าถึงของอุปสงค์ พิจารณาจาก free float (ร้อยละหุ้นของบริษัทที่ไม่ได้ถือครองโดย strategic shareholder) - การเพิ่มอุปทานของตลาด ประกอบด้วย (1) การระดมทุนผ่านธุรกิจร่วมทุน (venture capital) (2) การควบรวมกิจการ (mergers and acquisitions)
ประสิทธิภาพ (efficiency)	- ต้นทุนการทำธุรกรรม (transaction cost) - การทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ด้วยวิธี Autocorrelation - อัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์ (zero trading days) - ค่าความสอดคล้องของผลตอบแทน (synchronicity) - กฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ (securities market legal) - เทคโนโลยีภายในองค์กร (trading system) - ผลิตภัณฑ์ในตลาดหลักทรัพย์ (product in market) - อัตราการหมุนของหุ้น (turnover ratio)

ตารางที่ 3.1 (ต่อ)

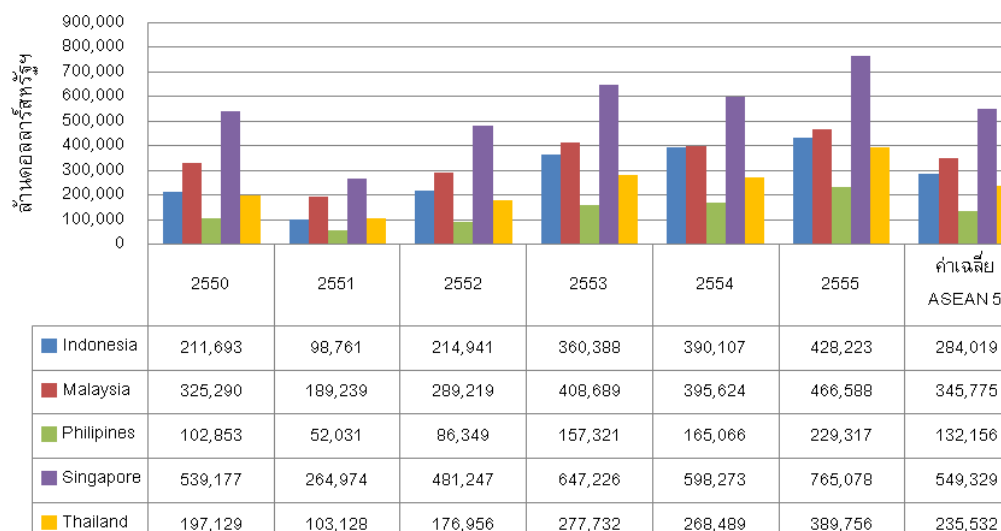
มิติ	ปัจจัยในงานศึกษา
เสถียรภาพ (stability)	- ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (volatilities of stock price index) - ความไม่สมมาตรของผลตอบแทนหลักทรัพย์ (skewness of return) - โอกาสในการตกแต่งกำไร (probability of earnings manipulation) - พื้นฐานทางการเงินของหลักทรัพย์ในตลาดโดยเฉลี่ย ประกอบด้วย (1) PE ratio (2) PBV ratio (3) Dividend yield - ระดับบรรษัทภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน

3.1.1 ขนาด

ขนาดของตลาดหลักทรัพย์เป็นตัวชี้วัดที่แสดงถึงระบบเศรษฐกิจในประเทศนั้นมีความเจริญ และตลาดหลักทรัพย์มีการพัฒนาที่ดี (ศุภชัย ศรีสุชาติ, 2542) ดังนั้น ในส่วนแรกเป็นการพิจารณาถึงมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวม มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และการซื้อขายหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5

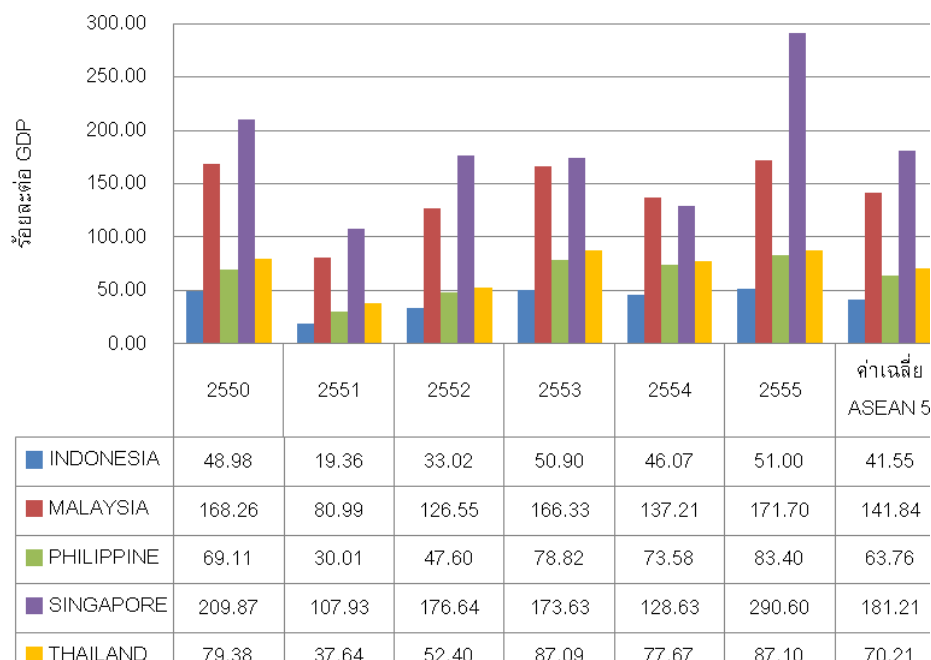
1) มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวม (market capitalization)

จากการศึกษามูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวมพบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังมีขนาดเล็กเมื่อเปรียบเทียบกับในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 โดยมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในปี พ.ศ.2555 เท่ากับ 389.75 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ อยู่ในอันดับ 4 รองมาจากตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (765.09 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) มาเลเซีย (466.59 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) และอินโดนีเซีย (428.22 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่ำที่สุดในกลุ่ม (229.32 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ดังแสดงในภาพที่ 3.2



ภาพที่ 3.2 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวมระหว่างปี พ.ศ. 2550-2555
แหล่งที่มา: World Federal of Exchange, 2012.

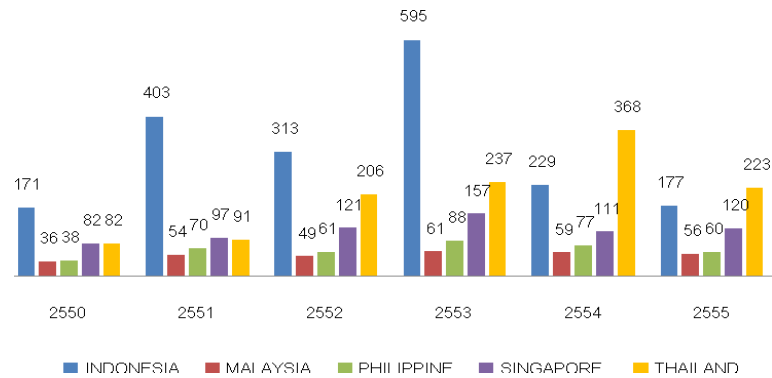
เมื่อเทียบมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกับขนาดของระบบเศรษฐกิจวัดจากผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (market capitalization to GDP) พบว่า ตลาดหลักทรัพย์ไทยอยู่ในอันดับที่ 3 ของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียน 5 หรือเท่ากับร้อยละ 87.10 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศในปี พ.ศ. 2555 โดยขนาดตลาดเมื่อเทียบกับสัดส่วนของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศนั้นจะเป็นตัวสะท้อนถึงความสำคัญและการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์กับระบบเศรษฐกิจได้ดี ซึ่งไทยยังมีขนาดเล็กและมีการพัฒนาเมื่อเทียบกับขนาดของระบบเศรษฐกิจที่ต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และมาเลเซียซึ่งมีสัดส่วนถึงร้อยละ 290.6 และ 171.73 ตามลำดับ โดยถือว่าตลาดหลักทรัพย์ทั้งสองมีระดับการพัฒนาที่ดีมาโดยตลอดตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์และอินโดนีเซียมีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 83.4 และ 51 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศตามลำดับ แต่เมื่อเทียบอัตราการขยายตัวระหว่างปี พ.ศ. 2550-2555 ก็พบว่าตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์มีอัตราการขยายตัวสูงสุดเท่ากับร้อยละ 19.69 รองมาคือตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ร้อยละ 16.68 ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ มาเลเซียและไทยคิดเป็นร้อยละ 11.21, 6.33 และ 5.54 ตามลำดับ ดังแสดงในภาพที่ 3.3



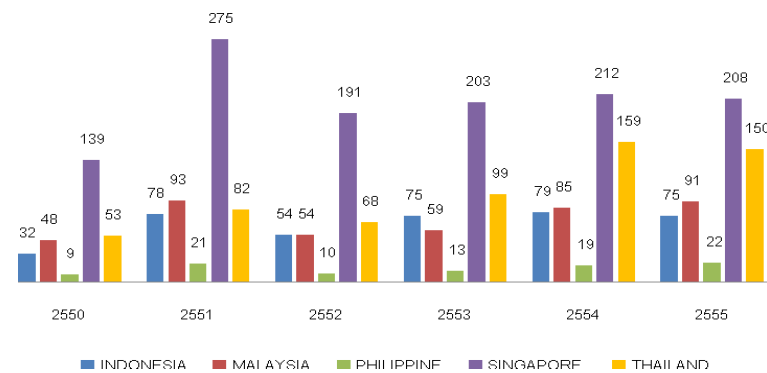
ภาพที่ 3.3 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ
แหล่งที่มา: World Bank, 2012.

2) การซื้อขายหลักทรัพย์

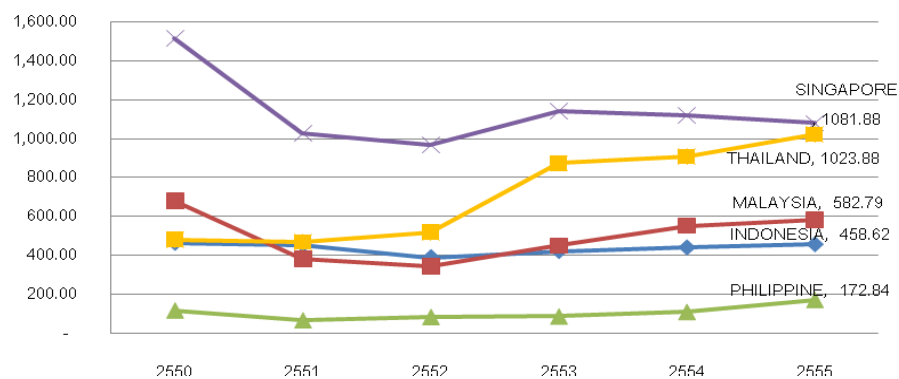
ในช่วงปี พ.ศ. 2550-2553 ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีปริมาณการซื้อขายสูงเป็นอันดับ 2 รองมาจากตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย และเริ่มขยับสูงขึ้นในปี พ.ศ. 2554 ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์สูงสุดในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 เท่ากับ 222.75 พันล้านบาท ในปี พ.ศ. 2555 (ภาพที่ 3.4 (ก)) โดยปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์มักเป็นตัวเลขที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจเข้าซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งแสดงให้เห็นให้นักลงทุนได้ทราบว่า ตลาดหลักทรัพย์มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในสภาวะอย่างไร เช่น หากตลาดมีปริมาณการซื้อขายจำนวนมาก นักลงทุนก็จะเข้ามาซื้อขายกันมากตามไปด้วย ในทางตรงกันข้าม หากภาวะตลาดซบเซา นักลงทุนก็จะเข้ามาซื้อขายกันน้อยลง ดังนั้น ปริมาณการซื้อขายจึงเป็นดัชนีอีกตัวหนึ่งที่มีความสำคัญต่อการพิจารณาลงทุนและบอกได้ถึงสภาพตลาด ณ ขณะนั้นว่าระดับการพัฒนาเป็นเช่นใด



(ก) ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (หน่วย: พันล้านหุ้น)



(ข) มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สะสม (หน่วย: พันล้านดอลลาร์สหรัฐ)



(ค) มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน (หน่วย: ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

ภาพที่ 3.4 การซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างปี พ.ศ. 2550-2555

แหล่งที่มา: DataStream, 2012. ; World Federation of Exchange, 2012.

ด้านมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สะสมตลาดหลักทรัพย์ไทยอยู่ในอันดับ 2 เท่ากับ 150.37 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ รองมาจากตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (207.56 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ดังแสดงในภาพที่ 3.4 (ข) เช่นเดียวกับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ในอันดับ 2 รองมาจากตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ โดยทั้งสองแห่งมีมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันที่ค่อนข้างใกล้เคียงกัน เท่ากับ 1,081.88 และ 1,023.88 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ รองลงมาคือตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์มีมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันเท่ากับ 582.79 , 458.62 และ 172.84 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ (ภาพที่ 3.4 (ค))

3.1.2 การเข้าถึง

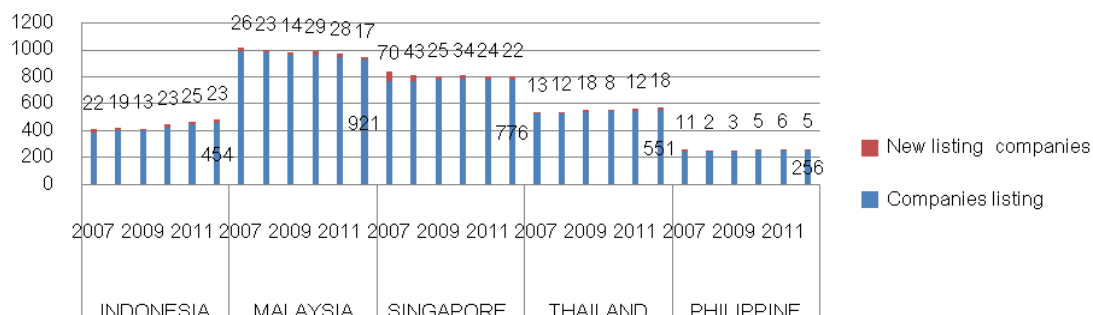
ตลาดหลักทรัพย์ที่พัฒนาแล้วควรเปิดโอกาสให้ผู้ต้องการแหล่งเงินทุนสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุน โดยการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ได้ง่าย ปราศจากอุปสรรคในการเข้าถึงและสามารถแข่งขันได้ ในที่นี้จะกล่าวถึง จำนวนและขนาดบริษัทที่ระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์, จำนวนและมูลค่า Initial public offering (IPO), ระดับการกระจุกตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัท และระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรม ทางด้านการเพิ่มอุปทานของตลาด ประกอบด้วย (1) การระดมทุนผ่านธุรกิจร่วมทุน (venture capital) (2) การควบรวมกิจการ (mergers and acquisitions) และการเข้าถึงของอุปสงค์ ซึ่งพิจารณาจาก Free float (ร้อยละหุ้นของบริษัทที่ไม่ได้ถือครองโดย strategic shareholder) เพื่อแสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนและนักลงทุนมีความสามารถในการเข้าถึงตลาดหลักทรัพย์ได้มากน้อยขนาดใดในแต่ละประเทศในกลุ่มอาเซียน 5

1) จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

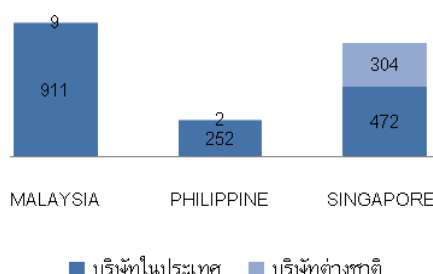
ตลาดหลักทรัพย์ที่ดีควรเปิดโอกาสให้บริษัทต่างๆ เข้าระดมทุนในตลาดฯ ได้ โดยตลาดที่พัฒนาแล้วควรมีจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่มากเพื่อสะท้อนการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของบริษัทในประเทศ โดยในปี พ.ศ.2555 พบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีบริษัทจดทะเบียนเท่ากับ 551 บริษัท อยู่ในอันดับ 3 รองมาจากตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย สิงคโปร์ ที่มีบริษัทจดทะเบียน 921 และ 776 บริษัท ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์มีบริษัทจดทะเบียนที่ต่ำกว่าเท่ากับ 454 และ 256 บริษัท ซึ่ง 5 ปีที่ผ่านมาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังมีบริษัทเข้าจดทะเบียนใหม่ในแต่ละปีค่อนข้างน้อยเฉลี่ยประมาณ 13 บริษัทต่อปี ขณะที่ประเทศอื่นในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 (ยกเว้นประเทศฟิลิปปินส์) มีบริษัทเข้าจดทะเบียนเฉลี่ยที่ประมาณ 20-30 บริษัทต่อปี ดังแสดงในภาพที่ 3.5 (ก)

ในส่วนการเข้าจดทะเบียนของบริษัทต่างชาติ ตลาดหลักทรัพย์ไทยและอินโดนีเซียก็ไม่อนุญาตให้บริษัทต่างชาติเข้าจดทะเบียนได้โดยตรงแต่สามารถจดทะเบียนใน

ลักษณะบริษัทโฮลดิ้งหรือควบรวมกิจการภายหลังได้ มีเพียงตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ มาเลเซียและฟิลิปปินส์ที่อนุญาตให้เข้าจะเบียนได้โดยตรง โดยตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มี สัดส่วนการจดทะเบียนบริษัทต่างชาติสูงสุดคิดเป็นร้อยละ 40 ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด (ภาพที่ 3.5 (ข))



(ก) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประเทศอาเซียน



(ข) สัดส่วนบริษัทที่จดทะเบียน ปี พ.ศ.2555

ภาพที่ 3.5 จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน 5

แหล่งที่มา: World Federal of Exchange, 2012.

เมื่อพิจารณาขนาดบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศอาเซียน 5 เมื่อแยกตามมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด พบว่าตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียและสิงคโปร์มีบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ (Large cap.) มากที่สุด มีจำนวนบริษัทเท่ากับ 23 และ 17 บริษัท ตามลำดับ หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 2.64 และ 2.74 ตามลำดับ โดยประเทศไทยมีจำนวน Large cap. เป็นอันดับ 4 ของกลุ่ม เท่ากับ 12 บริษัท และคิดเป็นสัดส่วนที่ต่ำที่สุดในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 (ตารางที่ 3.2) ทั้งนี้บริษัทขนาดใหญ่ของกลุ่มประเทศอาเซียน 5 ส่วนใหญ่จะ

อยู่ในธุรกิจการเงิน รองมาคือกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค มีเพียงตลาดหลักทรัพย์ไทยเป็นกลุ่มน้ำมันและก๊าซ และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ที่มีกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมสนับสนุนเพิ่มเติม นอกจากนั้นกลุ่มธุรกิจสื่อสารและธุรกิจบริการ ก็ถือว่ามีความสำคัญในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน 5

ตารางที่ 3.2 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประเทศอาเซียน 5 แยกประเภทตามมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ปี พ.ศ. 2554

ขนาดมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด	อินโดนีเซีย (IDX)		มาเลเซีย (BM)		ฟิลิปปินส์ (PSE)		สิงคโปร์ (SGX)		ไทย (SET)	
	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ
Large Cap (\$5 bn and higher)	15	4.0	23	2.60	8	3.91	17	2.74	12	2.33
Mid Cap (\$1bn to \$5 bn)	53	14.2	37	4.19	29	14.15	34	5.5	31	6.04
Small Cap (\$5m to \$1 bn)	38	10.2	38	4.30	18	8.78	26	4.2	23	4.48
Micro Cap (under \$ 5m)	267	71.6	786	88.91	150	73.17	537	87.5	447	87.13
Total	373	100	884	100	205	100.	614	100	513	100
Exchange rate Dec 2011	9,067	IDR	3.17	MYR	43.86	PHP	1.30	SGD	31.55	Baht

แหล่งที่มา: CompuStat, 2012.

2) จำนวนและมูลค่า Initial public offering (IPO)

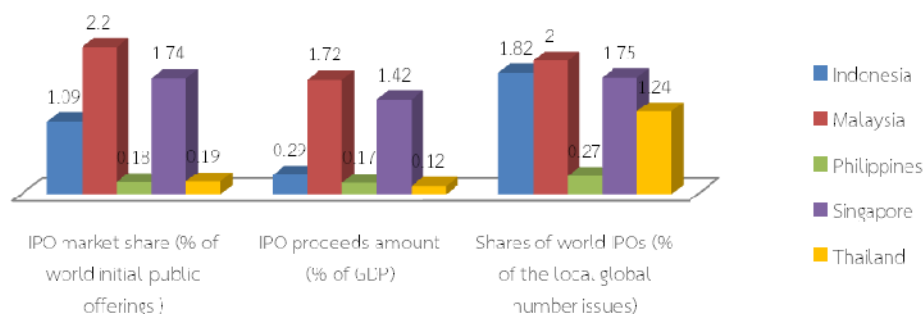
หากพิจารณาจำนวน IPO ระหว่างปี พ.ศ. 2550 – 2554 พบว่าจำนวน IPO ของประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยต่ำสุดเป็นอันดับที่ 2 รองจากประเทศฟิลิปปินส์ในช่วงเวลาดังกล่าว ขณะที่ประเทศที่มีการออก IPO สูงสุดในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 คือสิงคโปร์ มาเลเซียและอินโดนีเซีย ตามลำดับ (ตารางที่ 3.3) โดยจากรายงาน The financial development report (2012) พบว่าประเทศไทยมีสัดส่วนของ IPO เมื่อเทียบกับทั่วโลกเพียงร้อยละ 0.19 และเมื่อเทียบกับ GDP ก็ถือว่าต่ำที่สุดในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 อยู่ที่ร้อยละ 0.12 ซึ่งเห็นได้ชัดว่าจำนวนบริษัทใหม่ que เข้ามาจดทะเบียน รวมถึงจำนวน IPO ในแต่ละปีค่อนข้างน้อย แสดงให้เห็นว่าภาคธุรกิจในประเทศส่วนใหญ่ยังไม่ได้ให้ความสำคัญกับการระดมทุนผ่านตลาดทุนเท่าใดนัก แสดงดังภาพที่ 3.6

ตารางที่ 3.3 จำนวน IPO และมูลค่ากิจกรรมการลงทุน (investment flows)

ปี พ.ศ.	Number of IPO					Investment flows (USD millions)				
	อินโดนีเซีย	มาเลเซีย	ฟิลิปปินส์	สิงคโปร์	ไทย	อินโดนีเซีย	มาเลเซีย	ฟิลิปปินส์	สิงคโปร์	ไทย
2550	22	26	9	76	12	5061.1	NA	1964.7	6667.2	5411.8
2551	23	29	3	31	11	5061.1	NA	1964.7	6667.2	5411.8
2552	13	14	1	21	27	1,129.70	NA	810.7	14143.2	788
2553	23	29	3	31	11	8454	9914.6	3339.5	NA	2516.6
2554	25	28	5	22	10	6946.2	4885.3	2485.8	8528.8	2189.1
ค่าเฉลี่ย	21	25	4	36	14	5330.4	7400.0	2113.1	9001.6	3263.5

แหล่งที่มา: World federation of Exchange, 2012.

หมายเหตุ: Investment flow หมายถึงการออกหุ้นใหม่ในลักษณะ Initial public offering และ Secondary public offering



ภาพที่ 3.6 IPO activity

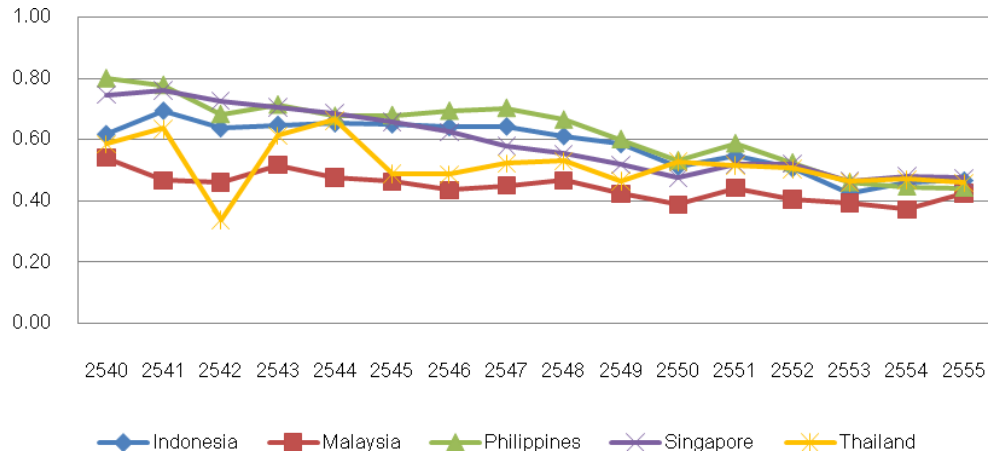
แหล่งที่มา: World Economic Forum, 2012.

3) การกระจุกตัวของมูลค่าบริษัทจดทะเบียน

หากพิจารณาระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในด้านการเข้าถึง โดยใช้การกระจุกตัวของมูลหลักทรัพย์ตามราคาตลาด จะพบว่า ระดับการกระจุกตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวมของ 10 บริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงสุด (Concentration ratio: CR10)⁴

⁴ อัตราส่วนการกระจุกตัว (Concentration ratio) เป็นดัชนีที่บ่งชี้ให้ทราบว่ารูกระกหรืออุตสาหกรรมหนึ่งๆ มีการกระจุกตัวในหน่วยธุรกิจใหญ่ๆ เพียงไม่กี่รายในอุตสาหกรรมมากน้อยเพียงใด โดยสูตรการคำนวณอัตราส่วนการกระจุกตัวมีดังนี้

ระหว่างปี พ.ศ.2540 - 2555 ตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียน 5 มีระดับการกระจุกที่ลดลงและมาอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกัน ประมาณร้อยละ 40-50 ซึ่งถือว่ายังอยู่ในระดับที่สูงเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ที่พัฒนาแล้ว อาทิ NASDAQ OMX หรือ NYSE Euronext ที่มีระดับการกระจุกตัวอยู่ที่ร้อยละ 19 – 17 (World Federation of Exchange, 2013) แสดงดังภาพที่ 3.7



ภาพที่ 3.7 การกระจุกตัวของมูลค่าตามราคาตลาด 10 บริษัทระหว่างปี พ.ศ. 2540 – 2555

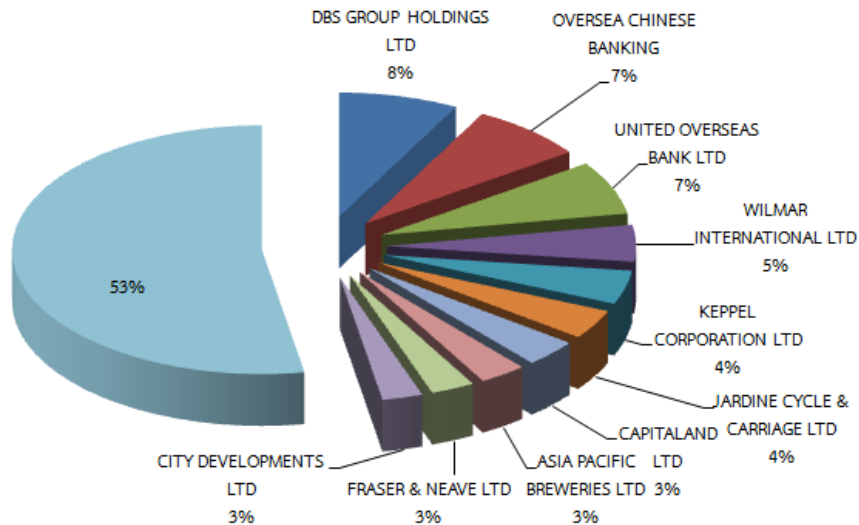
การที่ระดับการกระจุกตัวอยู่ในระดับสูงนั้น แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ยังไม่มี การกระจายตัวในการระดมทุนเท่าที่ควร โดยบริษัทที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงสุด 10 อันดับของตลาดหลักทรัพย์อาเซียน 5 มีรายละเอียดดังนี้

ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ถือเป็นตลาดที่มีระดับการกระจุกตัวสูงสุด โดยมีมูลค่าการ กระจุกตัวใน 10 บริษัทแรกในปี พ.ศ. 2555 เท่ากับร้อยละ 47.2 ซึ่ง 3 อันดับแรกเป็นภาคการเงิน ประกอบด้วย DBS group Holding LTD (ร้อยละ 8), Oversea Chinese banking (ร้อยละ 7) และ United overseas banking LTD (ร้อยละ 7) รองมาคือบริษัทธุรกิจการเกษตร Wilmar

$$CR_n = \frac{\sum_{i=1}^n S_i}{T}$$

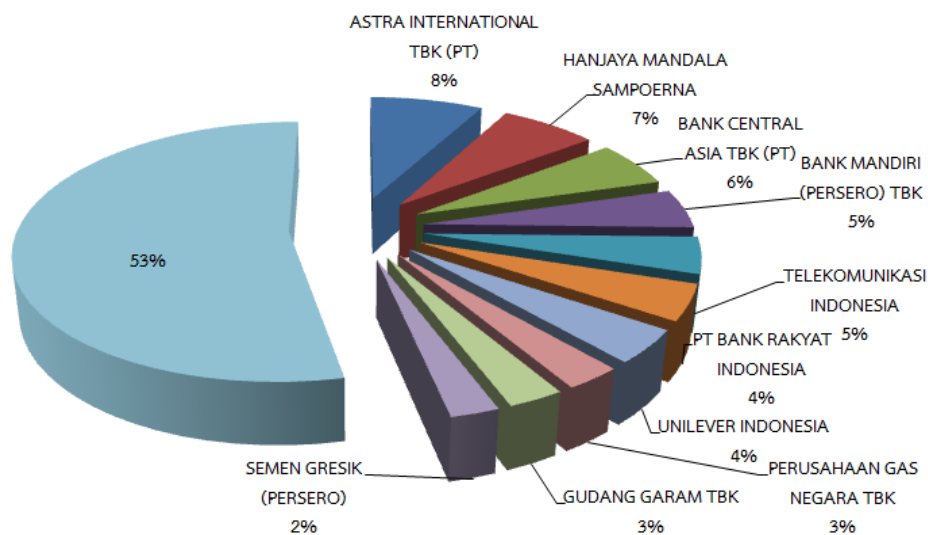
โดย CR_n คืออัตราส่วนการกระจุกตัวของหน่วยธุรกิจจำนวน n หน่วย, S_i คือ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคา ตลาดของบริษัทหนึ่ง (Market capitalization), T คือ ยอดขายทั้งหมดของอุตสาหกรรม และ n คือ จำนวน หน่วยธุรกิจทั้งหมดในอุตสาหกรรม ถ้าอัตราส่วนการกระจุกตัวมีค่าต่ำแสดงว่ามีหน่วยธุรกิจจำนวนมากที่อยู่ใน อุตสาหกรรม ในทางตรงกันข้ามถ้าอัตราส่วนการกระจุกตัวมีค่าสูงแสดงว่ามีหน่วยธุรกิจรายใหญ่ ๆ มีการ ครอบงำตลาดทั้งทางด้านขนาดของหน่วยธุรกิจส่งผลต่อกลไกการซื้อขายในระบบตลาด

International LTD (ร้อยละ 5) ซึ่งทำธุรกิจเกี่ยวกับเพาะปลูกปาล์มน้ำมันบนดกล้นน้ำมัน และ บริษัทในกลุ่มพลังงานอย่าง Keppel corporation LTD มีสัดส่วนเท่ากับร้อยละ 4 (ภาพที่ 3.8)



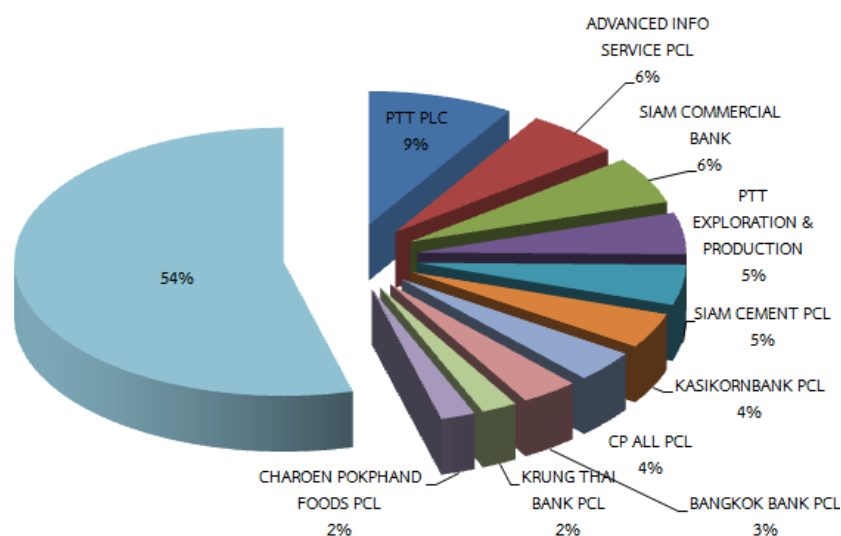
ภาพที่ 3.8 ระดับการกระจุกตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของสิงคโปร์ ปี พ.ศ. 2555

ด้านตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียมีระดับการกระจุกตัวสูงเป็นอันดับที่ 2 เท่ากับร้อยละ 46.6 โดยอันดับ 1 เป็นบริษัทโฮลดิ้งอย่าง Astra international TBK (PT) ที่ธุรกิจหลักดำเนินงานเกี่ยวกับยานยนต์ การเงิน เครื่องจักร (heavy equipment) ธุรกิจการเกษตร ระบบเทคโนโลยีและโครงสร้างพื้นฐาน (ร้อยละ 8) รองมาคือธุรกิจยาสูบ Hanjaya mandala sampoeana (ร้อยละ 7) และธุรกิจการเงิน Bank central asia TBK (PT) (ร้อยละ 6) และ Bank mandarin (Persero) TBK (ร้อยละ 5) และอันดับที่ 5 เป็นธุรกิจโทรคมนาคม Telekomunikasi Indonesia (ภาพที่ 3.9)



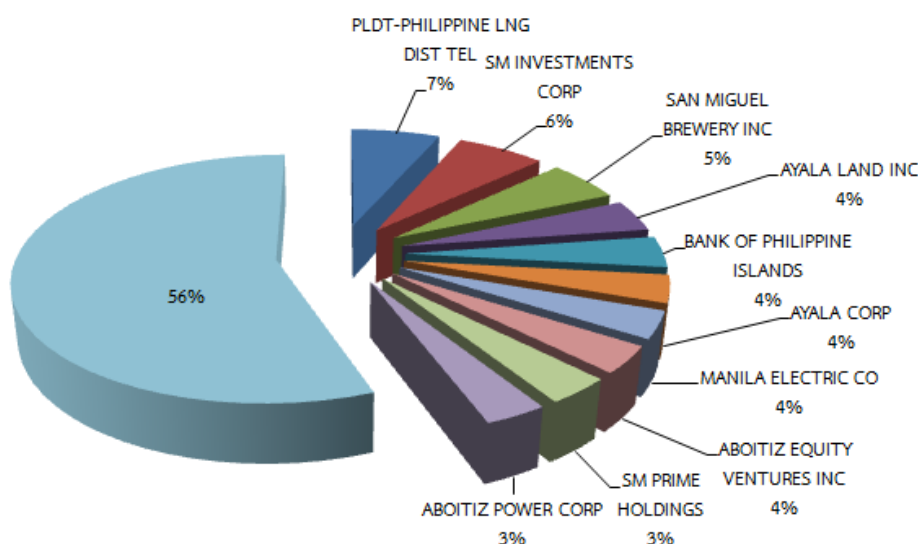
ภาพที่ 3.9 ระดับการกระจุกตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของอินโดนีเซีย ปี พ.ศ. 2555

ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีระดับการกระจุกตัวเป็นอันดับที่ 3 เท่ากับร้อยละ 45.8 โดยอันดับ 1 เป็นกลุ่มพลังงาน PTT Plc. (ร้อยละ 9) รองมาคือธุรกิจโทรคมนาคม Advance Info service Plc. และธุรกิจการเงิน Siam commercial bank (ร้อยละ 6) อันดับถัดมาเป็น PTT exploration & production (ร้อยละ 5) ซึ่งเป็นบริษัทลูกของ PTT Plc. ที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับสำรวจและผลิตน้ำมันในประเทศและต่างประเทศ และอันดับที่ 5 ธุรกิจก่อสร้าง Siam cement Plc. (ภาพที่ 3.10)



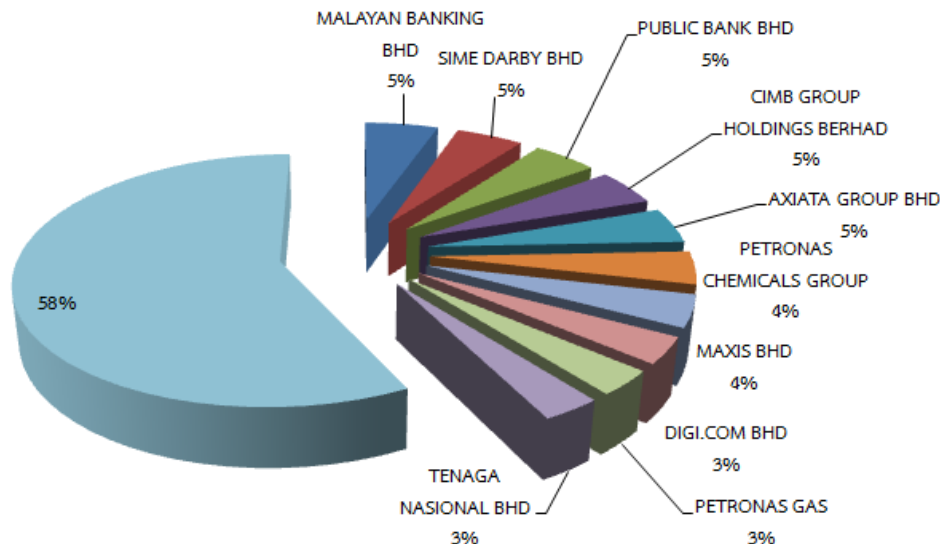
ภาพที่ 3.10 ระดับการกระจุกตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของไทย ปี พ.ศ. 2555

ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์มีระดับการกระจุกตัวเป็นอันดับที่ 4 เท่ากับร้อยละ 44.2 โดยธุรกิจที่มีระดับการกระจุกตัวสูงสุดคือธุรกิจโทรคมนาคม PLDT Philippine (ร้อยละ 7) รองมาคือธุรกิจโฮลดิ้ง SM Investment corp. ที่มีกิจกรรมหลักเกี่ยวกับศูนย์การค้า ธุรกิจค้าปลีก อสังหาริมทรัพย์ ธนาคาร และการท่องเที่ยว (ร้อยละ 6) และอันดับ 3 คือ San miguel brewery INC. ธุรกิจเบียร์และสุราชั้นนำของฟิลิปปินส์ (ร้อยละ 5) และ Ayala land (ร้อยละ 4) เป็นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของธุรกิจ Ayala corporation (บริษัทโฮลดิ้ง) ที่ถือเป็นบริษัทที่เก่าแก่และ listing ใน PSE ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1991 และอันดับที่ 5 เป็นธุรกิจการเงินอย่าง Bank of Philippine islands (ภาพที่ 3.11)



ภาพที่ 3.11 ระดับการกระจุกตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของฟิลิปปินส์ ปี พ.ศ. 2555

ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีระดับการกระจุกตัวต่ำที่สุดในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 เท่ากับร้อยละ 42.4 โดยอันดับ 1 คือธุรกิจการเงิน Malayan Banking ถือส่วนแบ่งร้อยละ 5 และรองมาคือ Sime darby BHD ซึ่งเป็นบริษัทโฮลดิ้งขนาดใหญ่ ที่มีกิจกรรมหลักเกี่ยวกับ กสิกรรม อุตสาหกรรม พลังงาน ยานยนต์ และอสังหาริมทรัพย์ ขณะที่อันดับ 3 และ 4 เป็นธุรกิจการเงิน คือ Public bank BHD และ CIMB group holding berhad และอันดับ 5 คือ Axiata group BHD. ซึ่งเป็นธุรกิจโทรคมนาคม (ภาพที่ 3.12)



ภาพที่ 3.12 ระดับการกระจุกตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของมาเลเซีย
ปี พ.ศ. 2555

4) การกระจุกตัวของอุตสาหกรรมหลักทรัพย์

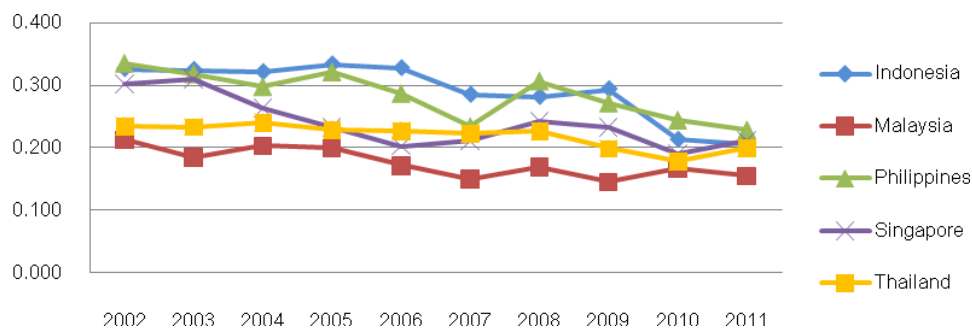
เพื่อศึกษาระดับการกระจุกในเชิงลึกโดยศึกษาการแข่งขันในอุตสาหกรรมหลักทรัพย์ ผู้วิจัยได้จัดทำดัชนีเฮอร์ฟินดาห์ล (Herfindahl-Hirschman Index: HHI)⁵ เพื่ออธิบายลักษณะการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประเทศอาเซียน 5 ด้วยตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและตัวแปรยอดขาย ซึ่งจากภาพที่ 3.13 แสดงการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยการกระจุกของทุกอุตสาหกรรมในแต่ละปีของแต่ละตลาดหลักทรัพย์ โดยจากการใช้ตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด จะเห็นได้ว่าการกระจุกตัวของแต่ละตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มค่อยๆ ลดลง โดยในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประเทศอาเซียน 5 ส่วนใหญ่มี

⁵ ดัชนี Herfindahl – Hirschman (Herfindahl – Hirschman Index: HHI) เป็นดัชนีที่ใช้วัดการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมวิธีหนึ่งที่ได้จากการรวมค่ากำลังสองของสัดส่วนยอดขายของแต่ละหน่วยธุรกิจเมื่อเทียบกับยอดขายทั้งหมดในอุตสาหกรรม (เป็นการวัดระดับการกระจุกตัวจากธุรกิจทุกรายในอุตสาหกรรม แทนที่จะพิจารณาบางส่วน)ซึ่งมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$HHI = \sum_{i=1}^n \left(\frac{S_i}{T} \right)^2$$

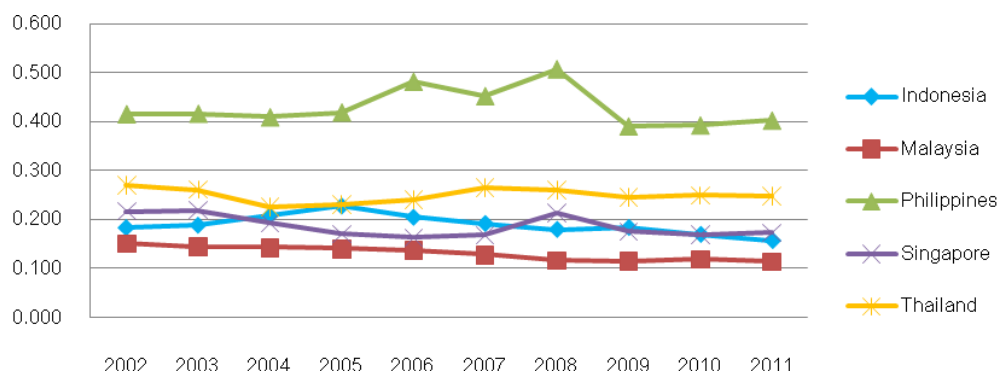
โดย S_i คือ ยอดขายหรือมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด, T คือ ยอดขายทั้งหมดของอุตสาหกรรม และ n คือ จำนวนหน่วยทั้งหมดในอุตสาหกรรม ดัชนี HHI จะมีค่าอยู่ระหว่าง 0 ถึง 1 โดยถ้ามีค่าใกล้เคียง 1 หรือเท่ากับ 1 การกระจุกตัวของหน่วยธุรกิจจะสูง เช่นการกระจุกตัวมีค่าเท่ากับ 1 ส่วนแบ่งการ 100/1000 ค่า HHI จะมีค่าเท่ากับ 1² แสดงว่าตลาดมีลักษณะผูกขาด แต่ในกรณีที่คำนวณได้ HHI ใกล้เคียง 0 แปลว่าอุตสาหกรรมนั้นใกล้เคียงเข้าสู่ตลาดแข่งขันสมบูรณ์

การกระจุกตัวอยู่ในระดับสูง ยกเว้นตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียที่มีการกระจุกตัวอยู่ในระดับปานกลาง ซึ่งเมื่อเรียงลำดับจากค่าการกระจุกตัวในปัจจุบันจะพบว่า ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีระดับการกระจุกตัวต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับ 5 ประเทศ คือเท่ากับ 0.16 รองลงมาคือ ตลาดหลักทรัพย์ไทย อินโดนีเซีย สิงคโปร์และฟิลิปปินส์ โดยมีค่าการกระจุกตัวเท่ากับ 0.20, 0.21, 0.21, 0.23 ตามลำดับ นั่นคือ การแข่งขันโดยเฉลี่ยของบริษัทในประเทศมาเลเซียจะมีการแข่งขันกันอย่างเสรีมากที่สุดโดยมีบริษัทจำนวนมากแข่งขันในแต่ละอุตสาหกรรมมากที่สุด และย่อมหมายถึงการเข้าถึงตลาดได้ดีกว่าประเทศอื่นๆ ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5



ภาพที่ 3.13 ค่าเฉลี่ยการกระจุกตัวด้วยตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของทุกอุตสาหกรรม

หากพิจารณาทางด้านค่าเฉลี่ยการกระจุกของทุกอุตสาหกรรม โดยใช้ตัวแปรยอดขาย (ภาพที่ 3.14) ระดับการกระจุกตัวจะไม่ค่อยมีการเปลี่ยนแปลงมากนักคือมีการกระจุกตัวอยู่ในระดับที่สูง ยกเว้นตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียที่มีการกระจุกตัวอยู่ในระดับปานกลาง ส่วนตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์จะเห็นได้ว่าเส้นค่าเฉลี่ยการกระจุกของทุกอุตสาหกรรมจะมีค่าโดดเด่นกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นในกรณีศึกษาเป็นอย่างมาก เนื่องจากยอดขายของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์มีการกระจายตัวที่ต่ำ (ส่วนแบ่งการตลาดต่ำ) กับการกระจายตัวของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อื่นในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 ซึ่งเมื่อเรียงลำดับจากค่าการกระจุกตัวในปัจจุบันจะพบว่า ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีระดับการกระจุกตัวต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับกลุ่มประเทศอาเซียน 5 คือเท่ากับ 0.11 รองลงมาคือ ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ไทยและตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ โดยมีค่าการกระจุกตัวเท่ากับ 0.16, 0.17, 0.25, 0.40 ตามลำดับ



ภาพที่ 3.14 ค่าเฉลี่ยการกระจุกด้วยตัวแปรยอดขายของทุกอุตสาหกรรม

โดยสรุป จากทั้ง 2 ตัวแปรในการวัดค่าเฉลี่ยการกระจุกของทุกอุตสาหกรรมด้วยดัชนี HHI จะเห็นได้ว่า ตัวแปรยอดขายในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทยมีการกระจายส่วนแบ่งการตลาดที่น้อยกว่าการวัดการกระจุกด้วยตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดจึงเป็นผลทำให้เกิดการกระจุกตัวที่สูงและทำให้ลำดับการกระจุกตัวมีการเปลี่ยนแปลงจากที่ 2 เป็นที่ 4 จากตารางที่ 3.4 แสดงให้เห็นว่าค่าการกระจุกตัวเฉลี่ยของประเทศฟิลิปปินส์ที่วัดจากตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีค่าการกระจุกตัวสูงที่สุด ที่ 0.3822 รองลงมาคือประเทศอินโดนีเซีย สิงคโปร์ ไทยและมาเลเซีย มีค่าเฉลี่ยการกระจุกตัวที่ 0.3428, 0.2951, 0.2099, 0.1870 ตามลำดับ และเมื่อพิจารณาจากค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 20% จะพบว่าประเทศฟิลิปปินส์มีค่าการกระจุกตัวสูงที่สุดที่ 0.1813 ซึ่งหมายถึงว่ามีบริษัทในประเทศฟิลิปปินส์ที่มีค่าการกระจุกตัวน้อยกว่า 0.1813 อยู่ 20% รองลงมาคือประเทศอินโดนีเซีย สิงคโปร์ มาเลเซียและไทย โดยมีค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 20% ที่ 0.1398, 0.1029, 0.0964, 0.0880 ตามลำดับ ซึ่งค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่เหลือมีการแปลผลในลักษณะเดียวกัน

ตารางที่ 3.4 ค่าสถิติการกระจุกตัววัดด้วยตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด

H (MV)	mean	median	SD	max	min	20%	40%	60%	80%
Indonesia	0.3428 (2)	0.2419	0.2626	1	0.07892	0.1398	0.2039	0.2884	0.4965
Malaysia	0.1870 (5)	0.1290	0.1501	0.7273	0.0325	0.0964	0.1169	0.1480	0.2818
Philippines	0.3822 (1)	0.2923	0.2413	0.9278	0.0604	0.1813	0.2408	0.3746	0.6184
Singapore	0.2951 (3)	0.1967	0.2414	0.9192	0.0580	0.1029	0.1541	0.2480	0.4629
Thailand	0.2099 (4)	0.1856	0.1302	0.4746	0.0352	0.0880	0.1128	0.2499	0.3306

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บแสดงอันดับการกระจุกตัวสูงถึงต่ำ

⁶ เปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ r หรือ P_r คำนวณมาจากเรียงค่าการกระจุกตัวจากค่าน้อยไปหาค่ามากและเอาข้อมูลตำแหน่งที่ r โดยที่ r เท่ากับ 20, 40, 60, 80

ตารางที่ 3.5 แสดงให้เห็นว่าค่าการกระจุกตัวเฉลี่ยของประเทศฟิลิปปินส์ที่วัดจากตัวอยุ่ดขายมีค่าการกระจุกตัวสูงที่สุด ที่ 0.4348 รองลงมาคือประเทศอินโดนีเซีย ประเทศสิงคโปร์ ประเทศไทยและประเทศมาเลเซีย มีค่าเฉลี่ยการกระจุกตัวที่ 0.3173, 0.2560, 0.2035, 0.1762 ตามลำดับ และเมื่อพิจารณาจากค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 20% จะพบว่าประเทศฟิลิปปินส์มีค่าการกระจุกตัวสูงที่สุดที่ 0.1778 ซึ่งหมายถึงว่ามีบริษัทในประเทศฟิลิปปินส์ที่มีค่าการกระจุกตัวน้อยกว่า 0.1778 อยู่ 20% รองลงมาคือประเทศสิงคโปร์ประเทศไทย ประเทศอินโดนีเซียและประเทศมาเลเซีย โดยมีค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 20% ที่ 0.1006, 0.0939, 0.0911, 0.0579 ตามลำดับ ซึ่งค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่เหลือก็แปลผลในลักษณะเดียวกัน

ตารางที่ 3.5 ค่าสถิติการกระจุกตัววัดด้วยตัวแปรยอดขาย

H(Sales)	mean	median	SD	max	min	20%	40%	60%	80%
Indonesia	0.3173 (2)	0.2198	0.2846	1	0.0647	0.0911	0.1395	0.2451	0.5436
Malaysia	0.1762 (5)	0.0760	0.1729	0.6971	0.0277	0.0579	0.0676	0.1055	0.3019
Philippines	0.4348 (1)	0.4506	0.2805	0.9905	0.0715	0.1778	0.2228	0.5568	0.6426
Singapore	0.2560 (3)	0.2088	0.2008	0.8654	0.0436	0.1006	0.1360	0.2333	0.3762
Thailand	0.2035 (4)	0.1649	0.1289	0.5236	0.0287	0.0939	0.1474	0.2089	0.3141

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บแสดงอันดับการกระจุกตัวสูงถึงต่ำ

หากพิจารณาทางด้านความสัมพันธ์ของตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและตัวแปรยอดขาย (ตารางที่ 3.6) ซึ่งทั้ง 2 เป็นตัวแปรที่นำมาวัดค่าการกระจุกตัว โดยจะเห็นได้ว่าเกือบทุกประเทศตัวแปรทั้ง 2 มีความสัมพันธ์กันที่สูง ยกเว้นประเทศฟิลิปปินส์ ที่ตัวแปรทั้ง 2 มีความสัมพันธ์กันต่ำที่ 0.5108 โดยตัวแปรทั้ง 2 ในประเทศมาเลเซียจะมีความสัมพันธ์กันสูงที่สุด คือ 0.9041 รองลงมาคือประเทศอินโดนีเซีย ประเทศไทยและประเทศสิงคโปร์มีความสัมพันธ์ที่ 0.8731, 0.8291, 0.8070 ตามลำดับ

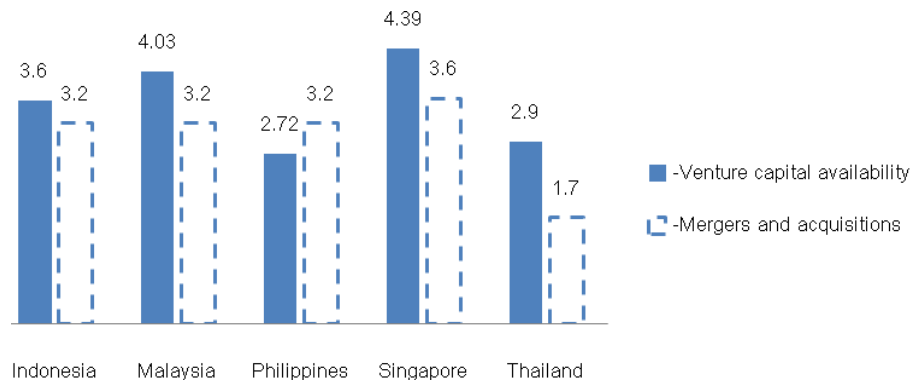
ตารางที่ 3.6 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและยอดขายในกลุ่มประเทศอาเซียน 5

Country	Factor	H (MV)	H (Sales)
Indonesia	H (MV)	1	0.8731
	H (Sales)	0.8731	1
Malaysia	H (MV)	1	0.9041
	H (Sales)	0.9041	1
Philippines	H (MV)	1	0.5108
	H (Sales)	0.5108	1
Singapore	H (MV)	1	0.8070
	H (Sales)	0.8070	1
Thailand	H (MV)	1	0.8291
	H (Sales)	0.8291	1

5) ทางด้านการเพิ่มอุปทานของตลาด

การเพิ่มอุปทานตลาด จะพิจารณาการเข้าถึงจาก (1) การระดมทุนผ่านธุรกิจร่วมทุน (venture capital) (2) การควบรวมกิจการ (mergers and acquisitions: M&As) จากคะแนนการจัดอันดับในรายงาน The financial development report ปี ค.ศ. 2012 ที่จัดทำโดยสภาเศรษฐกิจโลก (World Economic Forum) ได้จัดการระดมทุนผ่านธุรกิจร่วมทุนในหมวดการเข้าถึงบริการทางการเงิน (financial access) และ M&As ถูกจัดในหมวดบริการทางการเงินที่มีใช้ภาคธนาคาร (non-banking financial services) โดย M&As แยกออกเป็นปัจจัยย่อยคือ (2.1) สัดส่วนของ M&As เมื่อเทียบกับกิจกรรมทั่วโลก (2.2) M&As ต่อ GDP และ (2.3) จำนวนครั้งที่เกิดการ M&As

ผลการจัดอันดับพบว่าระดับของการระดมทุนของธุรกิจร่วมทุนในประเทศไทยค่อนข้างต่ำ และสามารถเข้าถึงได้ยาก โดยจากภาพที่ 3.15 จะแสดงระดับคะแนนจาก 1-7 ซึ่งก็พบว่าไทยอยู่อันดับที่ 4 ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 (และเป็นอันดับที่ 33 จาก 62 ประเทศ) โดยได้ 2.9 คะแนน เช่นเดียวกับการควบรวมกิจการก็พบว่าประเทศไทยได้รับคะแนนต่ำสุดของกลุ่มการศึกษานี้ แสดงให้เห็นถึงอุปสรรคที่สำคัญที่อาจส่งผลต่อการขยายอุปทานของตลาดหลักทรัพย์ไทยจากการเข้าถึงที่อยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่มอาเซียน 5 โดยการระดมทุนผ่านธุรกิจร่วมทุนและการควบรวมกิจการจะมีบทบาทสำคัญในการช่วยให้บริษัทขนาดเล็กสามารถเข้าถึงแหล่งเงินและระดมทุนผ่านกลไกตลาดอีกด้วย ซึ่งการที่ธุรกิจร่วมทุนและการควบรวมกิจการต่ำก็จะเป็นอุปสรรคสำคัญในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของบริษัทขนาดเล็กที่มีนวัตกรรมแต่ขาดแคลนเงินทุนนั่นเอง

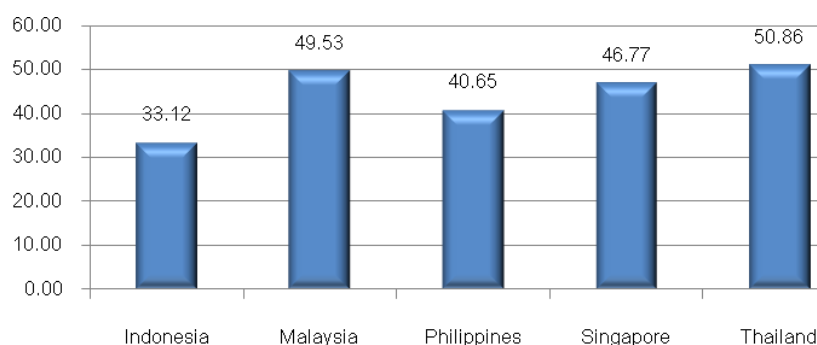


ภาพที่ 3.15 ระดับการระดมทุนผ่านธุรกิจร่วมทุนและการควบรวมกิจการ

แหล่งที่มา: World Economic Forum, 2012.

6) การเข้าถึงของอุปสงค์

เมื่อพิจารณาจาก Free float (หุ้นของบริษัทที่ไม่ได้ถือครองด้วย strategic shareholder) พบว่าประเทศไทยมีสัดส่วนที่ให้นักลงทุนรายย่อยสามารถถือครองได้สูงสุดเท่าร้อยละ 50.86 ผลของ Free float สามารถสะท้อนออกมาในรูปของสภาพคล่องได้ที่ประเทศไทยมีค่าสูงในกลุ่ม ดังนั้น การเข้าถึงของนักลงทุนรายย่อยจึงเป็นไปได้ง่ายเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 (ภาพที่ 3.16)



ภาพที่ 3.16 Free float ระหว่างปี 2010 - 2012

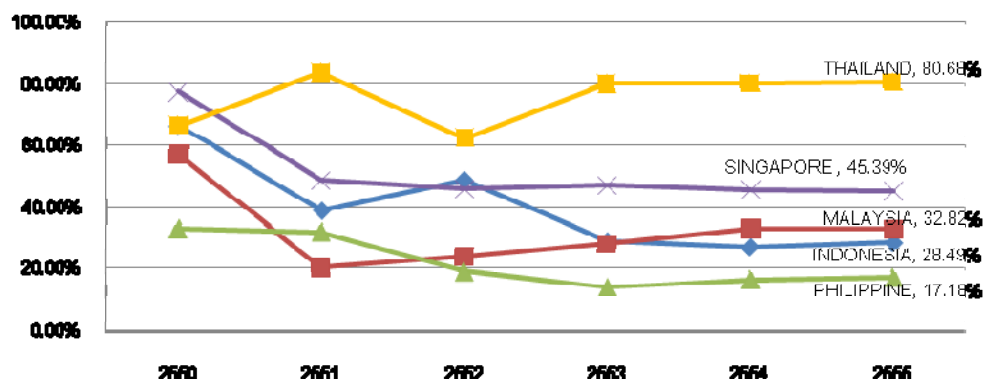
แหล่งที่มา: DataStream, 2013.

3.1.3 ประสิทธิภาพ

เมื่อพิจารณาด้านประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ในการจัดสรรทรัพยากรและเป็นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยนตราสารทางการเงินและการระดมทุนแล้ว ผู้วิจัยจะครอบคลุมการศึกษาถึงอัตราการหมุนของหุ้น ต้นทุนในการทำธุรกรรม (trading cost) การศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ในระดับต่ำด้วยวิธีการทดสอบอัตสหสัมพันธ์ (autocorrelation test) การศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์ (zero trading days) และความสอดคล้องของผลตอบแทน (co-movement/synchronicity) กฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ เทคโนโลยีภายในองค์กรและผลิตภัณฑ์ในตลาดหลักทรัพย์

1) อัตราการหมุนของหุ้น

อัตราการหมุนของหุ้น (turnover ratio) สามารถสะท้อนออกมาในรูปสภาพคล่องซึ่งก็พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมีสภาพคล่องสูงสุด อยู่ที่ระดับร้อยละ 80 ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 มีสภาพคล่องเฉลี่ยอยู่ในระดับร้อยละ 20 - 40 (ภาพที่ 3.17) อันเป็นผลมาจากโครงสร้างนักลงทุนไทยที่แตกต่างกับประเทศอื่นในภูมิภาคซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสัดส่วนของนักลงทุนรายย่อยถึงร้อยละ 59 ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นในภูมิภาคอาเซียนมีสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันภายในประเทศและนักลงทุนต่างชาติเป็นส่วนใหญ่ ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีความคึกคักและลดปัญหาการไหลออกของเงินลงทุนจากต่างชาติ แต่เมื่อพิจารณาในกลุ่มนักลงทุนสถาบันก็พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมีสัดส่วนน้อยหรือคิดเป็นร้อยละ 8 ของโครงสร้างนักลงทุนทั้งหมด ซึ่งก็อาจส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์ขาดสมดุลและเสถียรภาพทางราคาได้เช่นกัน (ตารางที่ 3.7)



ภาพที่ 3.17 อัตราการหมุนของหุ้น

แหล่งที่มา: World federation of exchange, 2012.

ตารางที่ 3.7 โครงสร้างนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประเทศอาเซียน 5

ประเภทนักลงทุน	Indonesia	Malaysia	Philippine	Thailand
นักลงทุนรายย่อย (Retail)		14		59
นักลงทุนสถาบันภายในประเทศ (Local Institute)	57	36	63	8
บัญชีบริษัทหลักทรัพย์ (Prop Trade)		3		11
นักลงทุนต่างชาติ (Foreign)	43	47	38	22
รวม	100	100	100	100

แหล่งที่มา: รายงานประจำปีของตลาดหลักทรัพย์ ปี พ.ศ.2555

หมายเหตุ: ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (SGX)

ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียและฟิลิปปินส์แบ่งประเภทนักลงทุนเป็นต่างชาติและภายในประเทศ

2) ต้นทุนในการทำธุรกรรม

สำหรับต้นทุนในการทำธุรกรรม จากการศึกษาพบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยยังมีต้นทุนในเกณฑ์สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และมาเลเซีย ซึ่งเกิดจากอุปสรรคและข้อจำกัดของปัจจัยต่างๆ เช่น กฎเกณฑ์ ความซับซ้อนของขั้นตอนการทำธุรกรรมที่ล่าช้า ซึ่งต้นทุนการทำธุรกรรมที่สูงนั้นมีนัยสำคัญมากต่อการตัดสินใจการลงทุน ทำให้ดึงดูดเงินเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้ยาก นอกจากนี้ ต้นทุนในการทำธุรกรรมที่สูงยังเป็นอุปสรรคของธุรกิจที่ต้องการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งต้นทุนในการทำธุรกรรมประกอบด้วย ต้นทุนทางตรง (direct cost) ในการซื้อขายหลักทรัพย์เช่น ค่าธรรมเนียม ค่าคอมมิชชั่นและภาษีทางตรง เป็นต้น และต้นทุนทางอ้อม (indirect cost) ที่เป็นผลมาจากราคาหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายในตลาด (market impact) เช่น ช่วงราคาการซื้อขาย (bid – ask spread) ที่อาจเป็นอุปสรรคต่อธุรกรรม การซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น จากตารางที่ 3.8 แสดงต้นทุนในการทำธุรกรรมของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 เปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (New York Stock Exchange: NYSE) ซึ่งเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีระดับต้นทุนในการทำธุรกรรมต่ำที่สุดในขณะนี้ โดยสิงคโปร์มีต้นทุนการทำธุรกรรมที่ต่ำสุดเท่ากับ 22.28 Bps. รองมาคือ มาเลเซีย ไทย อินโดนีเซีย เท่ากับ 32.96, 33.43 และ 43.41 Bps. ขณะที่ฟิลิปปินส์มีต้นทุนการทำธุรกรรมสูงสุดเท่ากับ 59.73

ตารางที่ 3.8 ต้นทุนทางตรงและต้นทุนทางอ้อมในการซื้อขาย

The cost of executing trades		Direct Cost (bps.)	Market impact (bps.)	Average total cost (bps.)
US (Mature Mkt.)		13.72	3.92	17.84
ASEAN 5 Market	Indonesia(IDX)	33.08	10.33	43.41 (4)
	Malaysia(BM)	24.85	8.11	32.96 (2)
	Singapore(SGX)	19.07	3.21	22.28 (1)
	Thailand (SET)	24.5	8.93	33.43 (3)
	Philippines (PSE)	49.95	9.78	59.73 (5)

แหล่งที่มา: The Elkins/McSherry Global Trading Cost Analysis report, 2012.

3) การศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ด้วยวิธีการทดสอบอัตโนมัติ

การศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ในระดับต่ำ (weak-form efficiency market)⁷ จากสมมติฐานที่ว่า ตลาดหลักทรัพย์ที่ราคามีการเคลื่อนไหวในเชิงสุ่มและมีความยืดหยุ่นต่อนักลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลตลาด เช่น ข้อมูลด้านราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้วได้อย่างเท่าเทียมกัน และข้อมูลด้านราคาที่มีอยู่น้อยจึงทำให้ไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินจากข้อมูลตลาดได้ ทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตเป็นไปโดยไม่สามารถคาดคะเน ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจึงมีการเคลื่อนไหวแบบเชิงสุ่ม (random walk theory) กล่าวคือตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำนี้ถือว่าข้อมูลด้านราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีตไม่สามารถนำมาใช้เป็นแนวทางในการคาดคะเนแนวโน้มราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัย ใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์ย้อนหลังรายสัปดาห์ 5 ปี

⁷ การทดสอบสมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์สามารถทดสอบค่าทางสถิติของความเป็นอิสระต่อกันของอัตราผลตอบแทน คือการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน (serial correlation test or autocorrelation test) ซึ่งเป็นการทดสอบหาความสัมพันธ์ระหว่างกันของตัวแปรว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ โดยจะทดสอบว่าอัตราผลตอบแทน $\ln(P_t/P_{t-1})$ ในปัจจุบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันหรือต่างกัน กับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในอดีต อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ (significance of positive or negative correlation) โดยทดสอบว่า อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในวันที่ t มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในวันที่ $t-1, t-2, \dots, t-n$ หรือไม่ ถ้าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพระดับต่ำ ผลที่ได้จากการทดสอบจะพบว่าเป็นความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นอย่างไม่มีนัยสำคัญ (insignificant correlation) หมายความว่า อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบันไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอดีต หรือเป็นอิสระต่อกันนั่นเอง

ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551-2555 ของแต่ละบริษัทในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประเทศอาเซียน 5 โดยใช้
สกุลเงินของประเทศนั้น

ผลการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนใน
รูปของเปอร์เซ็นต์ (ตารางที่ 3.9-3.10) เห็นได้ว่า ทั้ง 5 ตลาดหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษา ให้
ผลลัพธ์ไปในทิศทางเดียวกัน คือ ไม่สามารถผ่านเกณฑ์การวัดประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาด
หลักทรัพย์ได้ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนในปัจจุบัน มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่
เกิดขึ้นในอดีตอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะกับอัตราผลตอบแทนในอดีตย้อนหลัง 1 วัน (Lag 1)
และจะมีความสัมพันธ์ลดลงเรื่อยๆเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนในอดีตย้อนหลัง 2 วัน
, ..., n วัน แต่เมื่อทำการเปรียบเทียบระหว่างประเทศแล้ว จะพบว่าตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย
มีประสิทธิภาพสูงที่สุด รองมาคือ ตลาดหลักทรัพย์ไทย ฟิลิปปินส์ มาเลเซียและ สิงคโปร์
ตามลำดับ โดยพิจารณาค่าเปอร์เซ็นต์ของอัตราผลตอบแทนในปัจจุบันที่ไม่มีความสัมพันธ์กับ
อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในอดีต (insignificant) เป็นตัวชี้วัดความมีประสิทธิภาพของตลาด
หลักทรัพย์

ตารางที่ 3.9 ผลการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน

Summary BG-test								
Country	Insignificant	Significant	Lag1	Lag2	Lag3	Lag4	Lag5	Total
Indonesia	107	228	133	45	32	14	4	335
Malaysia	225	590	488	56	23	16	7	815
Philippine	59	146	112	15	11	6	2	205
Singapore	137	449	339	44	38	23	5	586
Thailand	143	328	209	31	63	13	12	471

ตารางที่ 3.10 ผลการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน

หน่วย: ร้อยละ

Summary BG-test								
Country	Insignificant	Significant	Lag1	Lag2	Lag3	Lag4	Lag5	Total
Indonesia	31.94 (1)	68.06	39.70	13.43	9.55	4.18	1.19	100.00
Malaysia	27.61 (4)	72.39	59.88	6.87	2.82	1.96	0.86	100.00
Philippine	28.78 (3)	71.22	54.63	7.32	5.37	2.93	0.98	100.00
Singapore	23.38 (5)	76.62	57.85	7.51	6.48	3.92	0.85	100.00
Thailand	30.36 (2)	69.64	44.37	6.58	13.38	2.76	2.55	100.00

4) อัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์ (zero return)

Zero return นอกจากเป็นปัจจัยที่แสดงว่าการลงทุนในสินทรัพย์นั้นไม่ได้รับผลตอบแทนเพิ่มเติม ยังสามารถบอกถึงประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ได้อีกด้วย กล่าวคือ ถ้าสินทรัพย์นั้นมีอัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์มาก แสดงถึงสภาพคล่องของสินทรัพย์นั้นน้อย ในทางกลับกันหากสินทรัพย์มีอัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์ต่ำ ก็สามารถบอกได้ว่าสภาพคล่องของสินทรัพย์นั้นมากเช่นกัน นอกจากนี้ปัจจัยด้านสภาพคล่อง การเก็บค่าธรรมเนียมในการซื้อขายในอัตราที่สูง ก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับระดับอัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์ ในงานศึกษาครั้งนี้ จะกล่าวถึงความสัมพันธ์ของจำนวนวันที่มีอัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์ กับประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประเทศอาเซียน 5 โดยเก็บข้อมูลย้อนหลังระยะเวลา 6 ปี ตั้งแต่ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2549-28 ธันวาคม พ.ศ. 2555 โดยใช้ข้อมูลรายวัน

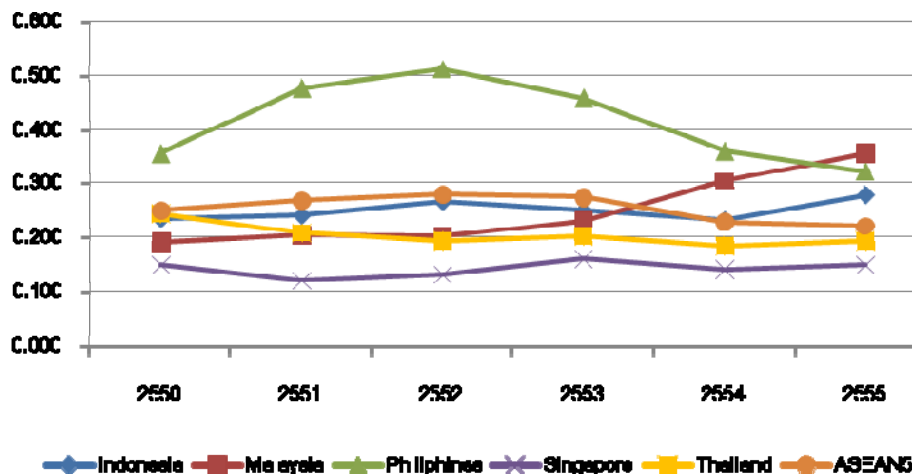
ผลสรุปการศึกษา (ตารางที่ 3.11 และภาพที่ 3.18) แสดงให้เห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และตลาดหลักทรัพย์ไทยมีค่าเฉลี่ยจำนวนวันที่มีอัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์น้อยที่สุด ลำดับถัดมาคือตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย มาเลเซียและฟิลิปปินส์ ซึ่งอาจจะสรุปได้ว่าเฉลี่ยแล้วประเทศสิงคโปร์มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์มากที่สุด และประเทศฟิลิปปินส์เป็นตลาดที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ต่ำที่สุดใน 5 ตลาดของกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพมากที่สุด และตลาดหลักทรัพย์ประเทศฟิลิปปินส์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพที่ต่ำที่สุด จากการวัดประสิทธิภาพของตลาดจากร้อยละวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์เท่ากับศูนย์

ตารางที่ 3.11 ค่าเฉลี่ยของจำนวนวันที่มีอัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียน 5 ประเทศ⁹

หน่วย: ร้อยละ						
ปี	สิงคโปร์	ไทย	อินโดนีเซีย	มาเลเซีย	ฟิลิปปินส์	อาเซียน 5
2550	0.148	0.244	0.190	0.234	0.354	0.234
2551	0.120	0.208	0.204	0.240	0.475	0.249
2552	0.131	0.193	0.200	0.265	0.510	0.260
2553	0.160	0.202	0.230	0.249	0.457	0.260
2554	0.141	0.184	0.302	0.232	0.359	0.243
2555	0.148	0.192	0.355	0.278	0.321	0.259
ค่าเฉลี่ย	0.141(1)	0.204(2)	0.247(3)	0.250(4)	0.413(5)	0.249

⁸ การคำนวณอัตราผลตอบแทนจาก $r_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$ โดยที่ P_t คือ ราคาของหลักทรัพย์ ณ วันที่ t , P_{t-1} คือ ราคาของหลักทรัพย์ ณ วันที่ $t - 1$ และ r_t คือ อัตราผลตอบแทน ณ วันที่ t

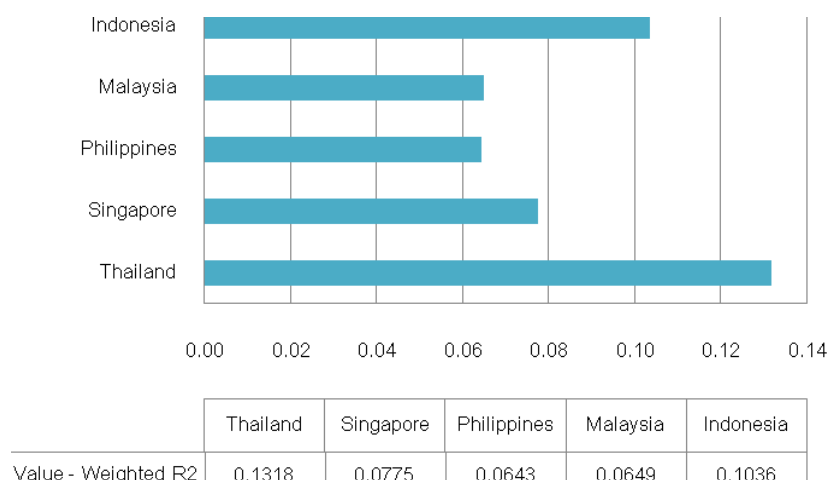
⁹ ค่าในวงเล็บแสดงอันดับของตลาดหลักทรัพย์ที่มีจำนวนวันที่ให้อัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์จากมากไปถึน้อย (ผกผันกับประสิทธิภาพตลาด)



ภาพที่ 3.18 ค่าเฉลี่ยของจำนวนวันที่มีอัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5

5) ค่าความสอดคล้องของผลตอบแทน (R - Squared of Synchronicity: R^2)

จากผลการศึกษาของข้อมูลย้อนหลังระหว่างปี พ.ศ. 2549 – 2555 ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 พบว่า ค่า R^2 ของตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์และมาเลเซียมีค่าต่ำที่สุดคือ 0.0643 และ 0.0649 ตามลำดับ รองลงมาคือตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ อินโดนีเซีย และไทย โดยจะมีค่าเท่ากับ 0.0775, 0.1036 และ 0.1318 ตามลำดับ และจากค่า R^2 ที่ได้นี้พบว่า ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์และมาเลเซียมีค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนที่ต่ำ หรือมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ที่ดีที่สุดในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 ซึ่งแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของข้อมูลข่าวสารในระดับบริษัท (firm specific information) ที่ดีที่สุดในกลุ่ม และในทางกลับกันจะพบว่า ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนที่สูง หรือตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพที่ต่ำเมื่อเทียบกับประเทศอื่นในกลุ่ม (ภาพที่ 3.19)



ภาพที่ 3.19 ค่า R^2 จากสมการ $r_{it} = \alpha_i + \beta_{1,i}r_{m,jt} + \beta_{2,i}[MSCI/Asean Index + e_{jt}] + \varepsilon_{it}$

ขณะที่การศึกษาระดับบริษัทจดทะเบียน (ตารางที่ 3.12) พบว่าตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียจะมีค่าความสอดคล้องของผลตอบแทน ที่ไม่แตกต่างกันมาก ทำให้ค่าความแปรปรวนของค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีค่าที่ต่ำที่สุดเทียบกับตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประเทศอาเซียน 5 คือ 0.1081 โดยที่รองลงมาคือตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ฟิลิปปินส์ ไทย และอินโดนีเซีย รวมถึงบริษัทจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนที่ต่ำคืออยู่ในช่วงระหว่าง 0 – 0.5554 และถึงแม้ว่าค่าความแปรปรวนของค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์จะมีค่าที่สูง แต่จากตารางที่ 3.12 จะพบได้ว่าค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์จะกระจุกตัวอยู่ในช่วงไม่เกินเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 60 เพราะเมื่อเปรียบเทียบเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 20, 40 และ 60 พบว่าค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์เหล่านี้ของตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์จะมีค่าต่ำที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 และเมื่อเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ไทยแล้วจะพบว่ามีค่าความแปรปรวนของค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนที่สูง รวมถึงมีช่วงของค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนที่กว้างที่สุดในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน ซึ่งเป็นสาเหตุสำคัญทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนที่สูง เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่มอาเซียน 5

ตารางที่ 3.12 ค่า R^2 ของแต่ละประเทศ ที่มาจาก R^2 รายบริษัทในช่วงเวลาระหว่างปี พ.ศ.

2549 - 2555 โดยค่า R^2 ที่ได้มาจากสมการ $r_{it} = \alpha_i + \beta_{1,i}r_{m,jt} + \beta_{2,i}[MSCI/Asean Index + e_{jt}] + \varepsilon_{it}$

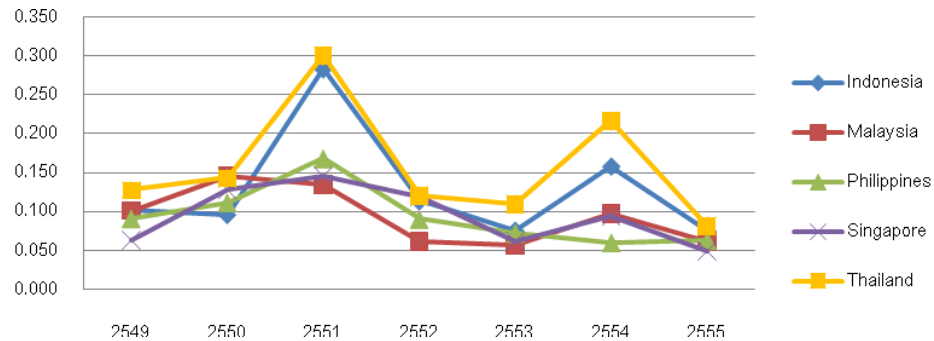
	Indonesia	Malaysia	Philippines	Singapore	Thailand
Number of Companies	295	755	188	493	437
R^2 by Value - Weighted	0.1036(2)	0.0649(4)	0.0643(5)	0.0775(3)	0.1318(1)
Mean (R^2 by Equal - Weighted)	0.1150(3)	0.1097(5)	0.1101(4)	0.1345(2)	0.1602(1)
Standard Deviation	0.1559	0.1081	0.1410	0.1378	0.1541
Maximum	0.6926	0.5554	0.6279	0.7580	0.8029
Minimum	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000	0.0001
P_2	0.0073	0.0165	0.0048	0.0247	0.0214
P_4	0.0266	0.0471	0.0252	0.0628	0.0785
P_6	0.0661	0.1071	0.0801	0.1192	0.1705
P_8	0.2119	0.1891	0.2143	0.2339	0.2657

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บแสดงอันดับความสอดคล้องของผลตอบแทนจากสูงถึงต่ำ

(ผูกผันกับประสิทธิภาพตลาด)

P คือค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ (Percentile)

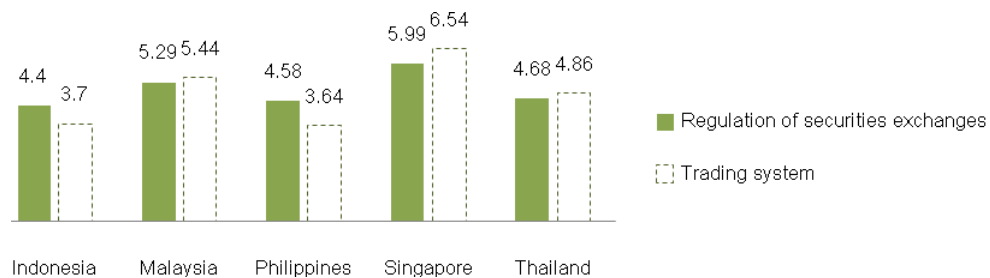
การศึกษาความสอดคล้องของผลตอบแทนแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของข้อมูลข่าวสารในระดับบริษัท (firm specific information) ต่อการเชื่อถือของนักลงทุน ดังแสดงในภาพที่ 3.20 โดยยิ่งถ้าค่า R^2 ต่ำจะแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของข้อมูลข่าวสารในระดับบริษัทที่มีผลต่อความเชื่อที่สูงต่อนักลงทุน ซึ่งในปี พ.ศ. 2551 ค่า R^2 ของทุกประเทศอยู่ในระดับสูง คืออยู่ในช่วง 0.1347-0.3005 เนื่องจากในช่วงนั้นได้เกิดวิกฤตซับไพรม์เป็นผลทำให้เกิดผลกระทบทั่วโลกแม้กระทั่งในภูมิภาคอาเซียน โดยจะเห็นได้จากผลลัพธ์ของค่า R^2 ที่สูงผิดปกติเพราะนักลงทุนทั้งหลายเริ่มไม่เชื่อในประสิทธิภาพของข้อมูลข่าวสารในระดับบริษัทว่าสามารถเชื่อถือได้หรือไม่ และอีกช่วงหนึ่งที่ค่า R^2 มีค่าสูงผิดปกติคือ ปี พ.ศ. 2554 ซึ่งอยู่ในช่วง 0.0597-0.2161 เนื่องจากหลายประเทศในภูมิภาคอาเซียนเกิดอุทกภัย จึงเป็นผลกระทบต่อการเชื่อถือของนักลงทุน



ภาพที่ 3.20 ค่า R^2 ของแต่ละประเทศ ในช่วงเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2549 - 2555 โดยค่า R^2 ที่ได้มาจากสมการ $r_{it} = \alpha_i + \beta_{1,i}r_{m,it} + \beta_{2,i}[MSCI/Asean Index + e_{jt}] + \varepsilon_{it}$

6) กฎระเบียบและเทคโนโลยีภายในองค์กรของตลาดหลักทรัพย์

นอกจากนั้น ได้เพิ่มปัจจัยอื่นๆ ที่ส่งผลต่อการพัฒนาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ อาทิ กฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์จากการประเมินของสภาเศรษฐกิจโลกในปี พ.ศ. 2555 ด้วยการสำรวจทัศนคติการควบคุมและกำกับดูแล (The regulation and supervision of securities) ว่ามีประสิทธิภาพมากเพียงใด ระดับคะแนน 1-7 (ไม่มีประสิทธิภาพ – มีประสิทธิภาพในการบังคับใช้) พบว่าไทยอยู่ในอันดับที่ 3 ของกลุ่มประเทศอาเซียน 5 (อันดับที่ 30 จากรายงาน 62 ประเทศ) ได้รับคะแนน 4.68 ซึ่งถือว่าอยู่ในเกณฑ์ที่ดี ขณะที่คุณภาพโครงสร้างพื้นฐานโดยรวมซึ่งทางผู้วิจัยนำมาเป็นตัวแทนระดับการพัฒนาของเทคโนโลยีของตลาดหลักทรัพย์ ก็จัดว่าอยู่ในเกณฑ์เดียวกัน (ประเทศไทยอยู่ในอันดับที่ 3 และอันดับที่ 32 จากรายงาน 62 ประเทศ) ที่สามารถสนับสนุนให้ตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น แสดงดังภาพที่ 3.21



ภาพที่ 3.21 กฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์และระบบเทคโนโลยี
แหล่งที่มา: World Economic Forum, 2012.

7) ผลิตภัณฑ์ในตลาดหลักทรัพย์

ผลิตภัณฑ์ในตลาดหลักทรัพย์สามารถแบ่งออกเป็น 3 ส่วนที่สำคัญได้แก่ ผลิตภัณฑ์ตราสารทุน ผลิตภัณฑ์ตราสารอนุพันธ์ และผลิตภัณฑ์ตราสารหนี้ จากการศึกษาพบว่า มีสิงคโปร์ ไทย และมาเลเซีย มีผลิตภัณฑ์ค่อนข้างหลากหลายเมื่อเทียบกับอินโดนีเซียที่ ผลิตภัณฑ์ตราสารอนุพันธ์มีเพียงไม่กี่ประเภทและฟิลิปปินส์ ซึ่งยังไม่มีการผลิตภัณฑ์ในกลุ่มตราสารอนุพันธ์ ซึ่งความหลากหลายของผลิตภัณฑ์เป็นตัวสนับสนุนการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์และแสดงถึงความสามารถในการตอบสนองความต้องการของนักลงทุนสำหรับเป็นทางเลือกในการลงทุนและกระจายความเสี่ยง (ตารางที่ 3.13)

ตารางที่ 3.13 ความหลากหลายของผลิตภัณฑ์การเงินในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน 5

	SGX	SET	BM	IDX	PSE
Equity Products					
Equity	✓	✓	✓	✓	✓
REITs	✓	✓	✓	✓	✓
Warrants	✓	✓	✓	✓	✓
Foreign Equity	✓		✓		✓
Rights	✓	✓	✓	✓	
ETF	✓	✓	✓	✓	
Depository Receipts	✓	✓		✓	✓
Derivatives Products					
Index Futures	✓	✓	✓	✓	
Index Options	✓	✓	✓	✓	
Single Stock Futures	✓	✓	✓	✓	
Commodity Futures	✓	✓	✓		
Currency Futures	✓	✓			
Currency Options	✓				
Interest Rate Futures	✓	✓	✓		
Interest rate Options	✓				
Bond Products	✓	✓	✓	✓	✓
Total No. of Products	16	13	12	10	6

แหล่งที่มา: กฤษฎา อุทยานิ และคณะ, 2552.

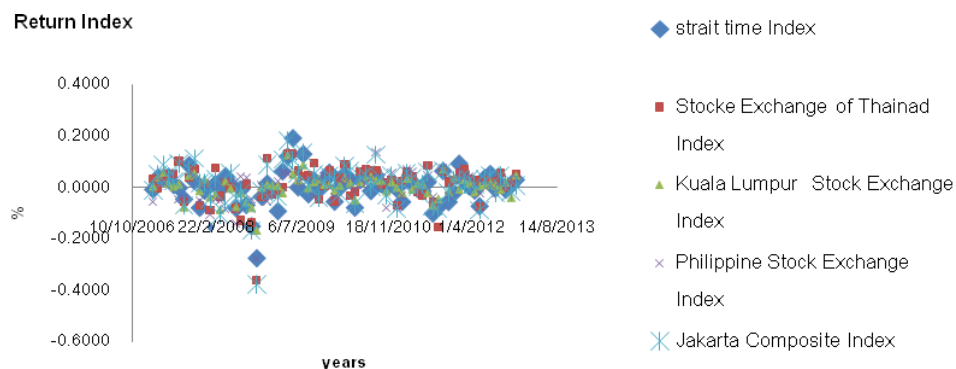
3.1.4 เสถียรภาพ

ด้านเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์ พิจารณาจากความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ความไม่สมมาตรของอัตราผลตอบแทน โอกาสในการตกแต่งกำไร

ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อัตราส่วนทางการเงินของหลักทรัพย์ในตลาดโดยเฉลี่ย ประกอบด้วย (1) PE ratio (2) PBV ratio และ (3) Dividend yield และ ระดับธรรมชาติหรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน

1) ความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

จากการศึกษาในช่วง ปี พ.ศ. 2550-2556 พบว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยมีความผันผวนเป็นอันดับที่ 2 (ภาพที่ 3.22) โดยระดับความเสี่ยงจากการลงทุนต่อปี (σ) เท่ากับ 0.90 รองมาจากอินโดนีเซีย (Jakarta Composite Index) ที่สูงเป็นอันดับ 1 เท่ากับ 0.93 ซึ่งถือว่าใกล้เคียงกันมาก โดยตลาดฯ ที่มีความเสี่ยงลำดับถัดมาคือ ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ฟิลิปปินส์ และมาเลเซีย เท่ากับร้อยละ 0.80, 0.76 และ 0.52 ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 ก่อนข้างมีการเปลี่ยนแปลงไปทิศทางเดียวกัน



ภาพที่ 3.22 ความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

อัตราส่วนทางการเงินของหลักทรัพย์ในตลาดโดยเฉลี่ย ประกอบด้วย (1) PE ratio (2) PBV ratio และ (3) Dividend yield ผู้วิจัยได้ศึกษาข้อมูลระหว่าง ปี พ.ศ. 2550-2555 พบว่า ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีผลตอบแทนเฉลี่ย และมีอัตราเงินปันผลตอบแทนเฉลี่ยที่ค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในกลุ่มอาเซียน 5 ขณะที่เมื่อเปรียบเทียบอัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE ratio) และราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (PBV ratio) พบว่าราคาหลักทรัพย์ของไทยโดยรวมยังต่ำอยู่ (มูลค่าไม่แพงเกินไป) ดังข้อมูลสถิติที่แสดงในตารางที่ 3.14

ตารางที่ 3.14 อัตราส่วนทางการเงินเฉลี่ยระหว่างปี พ.ศ. 2550 - 2555

Factor	Indonesia	Malaysia	Philippines	Singapore	Thailand
Geometric average return	0.095(2)	0.032(4)	0.094(3)	0.019(5)	0.102(1)
PBV ratio	3.13(5)	1.88(3)	1.92(4)	1.41(1)	1.78(2)
PE Ratio	16.70(4)	15.58(3)	17.47(5)	12.32(2)	12.08(1)
Dividend yield	2.64(4)	3.39(2)	2.57(5)	3.09(3)	3.97(1)

แหล่งที่มา: Fundamental Statistic, 2013.

2) ความไม่สมมาตรของผลตอบแทนหลักทรัพย์

ความไม่สมมาตรของผลตอบแทนหลักทรัพย์ เป็นอีกตัวแปรที่วัดประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ ผู้วิจัยได้ศึกษาข้อมูลของบริษัทจำนวนทั้งหมด 3,444 บริษัท จากตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 เป็นระยะเวลา 6 ปี¹⁰ ซึ่งใช้วิธีในการคำนวณหาความไม่สมมาตรของ Karl Pearson (1895) ที่เรียกว่า Conditional Coefficient of Skewness (SKEW)¹¹ ผลการศึกษาความไม่สมมาตรของดัชนีราคาหลักทรัพย์เฉลี่ยแต่ละแห่ง เมื่อดูจากค่า SKEW พบว่าทั้งหมดมีค่าความไม่สมมาตรทางลบ (negative skewness) โดยตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีค่าความไม่สมมาตรลบมากที่สุด รองลงมาเป็นตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ ไทย และสิงคโปร์มีค่าความไม่สมมาตรทางลบน้อยที่สุด แสดงดังภาพที่ 3.23

¹⁰ ข้อมูลจากฐานข้อมูล Data Stream โดยใช้ดัชนีราคาหลักทรัพย์และราคาหลักทรัพย์รายวันของทุกบริษัทในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2007 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2012 รวมเป็นระยะเวลา 6 ปี

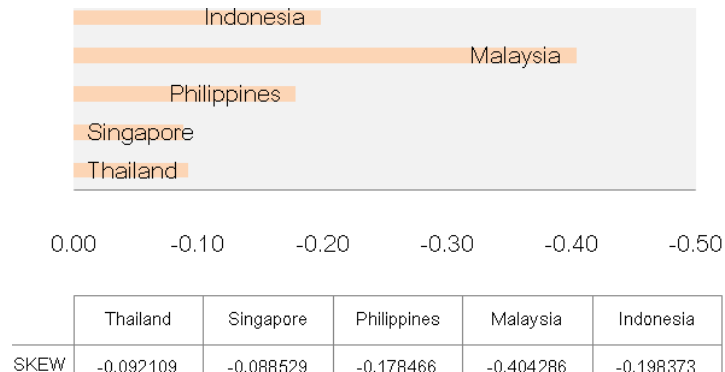
¹¹ ซึ่งเป็นคำนวณหาความไม่สมมาตรโดยใช้ผลตอบแทนหุ้นรายวันหารด้วยค่าความแปรปรวนของ

ผลตอบแทนรายวันยกกำลัง 3/2 โดยใช้สูตรการคำนวณดังนี้

$$SKEW_i = \frac{(n(n-1)^2 \sum_{t=1}^n R_{it}^3)}{(n-1)(n-2)(\sum_{t=1}^n R_{it}^2)^{3/2}}$$

โดยที่ R คือผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวันของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ t จำนวน n บริษัท และใช้วิธีการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนแบบ log return จากสูตร $\ln(P_t/P_{t-1})$ โดย P คือราคาปิดของหุ้นวันที่ t ที่ปรับค่าเงินปันผลแล้วหารด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์วันก่อนหน้า แล้วนำอัตราผลตอบแทนที่ได้ไปแทนค่าในสูตรเพื่อหา Skewness

ค่าของ SKEW ที่เท่ากับ 0 หมายความว่า การกระจายตัวของผลตอบแทนมีลักษณะสมมาตร ไม่มีความเบ้ แต่ถ้าหากค่าของ SKEW มีค่ามากกว่า 0 หมายความว่า การกระจายตัวของผลตอบแทนมีลักษณะเบ้ไปทางขวา (positive skewness) และถ้าหากค่าของ SKEW มีค่าน้อยกว่า 0 ถึงขั้นที่มีลักษณะการกระจายตัวแบบเบ้ไปซ้าย (negative skewness) โดยถ้าค่า SKEW มีค่าอย่างมากก็จะแสดงว่ามีลักษณะเบ้มากด้วยเช่นกัน



ภาพที่ 3.23 ค่าความไม่สมมาตรของดัชนีราคาหลักทรัพย์เฉลี่ยในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประเทศอาเซียน 5

และเมื่อพิจารณาค่าทางสถิติพบว่าตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียมีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนดัชนีราคาหลักทรัพย์สูงที่สุด และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มีค่าน้อยที่สุด หากพิจารณาถึงค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน พบว่า ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียมีค่าสูงสุด เช่นเดียวกัน แต่ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีค่าน้อยที่สุด ตารางที่ 3.15

ตารางที่ 3.15 ค่าทางสถิติของดัชนีราคาหลักทรัพย์แต่ละประเทศ

Country	Mean Return	SD	1st Quartile	3rd Quartile	SKEW
Indonesia	0.000567	0.000896	-0.005491	0.007784	-0.198373(2)
Malaysia	0.000270	0.000472	-0.003085	0.004129	-0.404286(1)
Philippines	0.000416	0.000821	-0.005837	0.007782	-0.178466(3)
Singapore	0.000110	0.000700	-0.005339	0.006355	-0.088529(5)
Thailand	0.000487	0.000812	-0.005685	0.007818	-0.092109(4)
Mean	0.000370	0.000740	-0.005087	0.006773	-0.192353
Median	0.000416	0.000812	-0.005491	0.007782	-0.356936

แหล่งที่มา: ค่าในวงเล็บแสดงอันดับของ SKEW จากสูงถึงต่ำ (ผกผันกับระดับเสถียรภาพ)

ทางด้านค่าความไม่สมมาตรของดัชนีราคาหลักทรัพย์ในแต่ละปีที่ระดับนัยยะสำคัญที่ 0.05 พบว่าในปี พ.ศ. 2551 ตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียน 5 มีค่าความไม่สมมาตรทางลบอันเนื่องมาจากวิกฤตซับไพรม์ส่งผลให้ดัชนีหลักทรัพย์ทุกประเทศปรับตัวลดลง รวมทั้งภูมิภาคเอเชีย ผลทำให้ผลตอบแทนดัชนีหลักทรัพย์ค่าความไม่สมมาตรเป็นลบ และในปี พ.ศ.

2554 หลายประเทศในอาเซียนประสบปัญหาอุทกภัยครั้งใหญ่ ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียน 5 มีค่าความไม่สมมาตรทางลบด้วยเช่นกัน เดียวกัน ตามตารางที่ 3.16

ตารางที่ 3.16 ค่าความไม่สมมาตรของตลาดหลักทรัพย์ ระหว่างปี พ.ศ.2550-2555

ปี	Country				
	อินโดนีเซีย	มาเลเซีย	ฟิลิปปินส์	สิงคโปร์	ไทย
2550	-0.221	-0.532**	-0.091	-0.137	0.21
2551	-0.834**	-1.864**	-1.439**	-0.603**	-1.172**
2552	0.787**	0.894**	0.612**	0.883**	0.14
2553	0.685**	0.07	0.234	-0.208	0.297
2554	-1.429**	-0.628**	-0.536**	-0.604**	-0.213
2555	-0.177	-0.365**	0.149	0.138	0.186

3) โอกาสในการตกแต่งกำไรของบริษัทจดทะเบียน

โอกาสในการตกแต่งกำไร (probability of earnings manipulation) เป็นการพิจารณาโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะทำการตกแต่งกำไร ซึ่งสามารถคำนวณได้จากแบบจำลองของ Beneish (1999) ที่ใช้ค่า M-Score ในการวัดโอกาสในการตกแต่งกำไร (World Bank, 2006)

ในการศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วยบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศอาเซียน 5 ทุกหมวดอุตสาหกรรม ยกเว้นหมวดอุตสาหกรรมการเงิน ที่มีรอบระยะเวลาบัญชีระหว่างปี พ.ศ. 2545 - 2554 รวมระยะเวลา 10 ปี โดยข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งเก็บรวบรวมจากฐานข้อมูล CompuStat ประกอบด้วย รายการในงบแสดงฐานะทางการเงิน (financial position) และงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ (comprehensive income) เพื่อนำมาใช้ในการคำนวณ 8 อัตราส่วนที่เป็นตัวแปรในการคำนวณค่า M-Score ได้แก่ DSRI, GMI, AQI, SGI, DEPI, SGAI, LVGI และ TATA ซึ่งสามารถคำนวณได้จากอัตราส่วนดังตารางที่ 3.17

ตารางที่ 3.17 การคำนวณตัวแปรในแบบจำลองการพยากรณ์การตกแต่งกำไร

ตัวแปร	การคำนวณ
DSRI	ลูกหนี้การค้าต่อยอดขายของปีที่ t ต่อ ลูกหนี้การค้าต่อยอดขายของปีที่ t-1
GMI	กำไรขั้นต้นต่อยอดขายของปีที่ t-1 ต่อ กำไรขั้นต้นต่อยอดขายของปีที่ t
AQI	อัตราส่วนของคุณภาพของสินทรัพย์ คือ 1 ลบ สินทรัพย์หมุนเวียนรวม บวก ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์-สุทธิ ของปีที่ t ต่อ คุณภาพของสินทรัพย์ของปีที่ t-1
SGI	ยอดขายของปีที่ t ต่อยอดขายของปีที่ t-1
DEPI	อัตรากำไรขั้นต้นต่อมูลค่าของปีที่ t-1 ต่อ อัตรากำไรขั้นต้นต่อมูลค่าของปีที่ t
SGAI	ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายของปีที่ t ต่อ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายของปีที่ t-1
LVGI	หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมของปีที่ t ต่อ หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมของปีที่ t-1
TATA	การเปลี่ยนแปลงในบัญชีเงินทุนหมุนเวียนหักด้วยค่าเสื่อมราคาของปีที่ t ต่อสินทรัพย์รวมปีที่ t

แหล่งที่มา: Beneish, 1999.

ค่า M-Score¹² ที่คำนวณได้ แสดงถึงโอกาสในการตกแต่งกำไรของแต่ละบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 ซึ่งมีค่าสถิติพรรณนาดังแสดงในตารางที่ 3.18 จากค่าสถิติพรรณนาพบว่าค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของกลุ่มประเทศอาเซียน 5 มีค่าใกล้เคียงกันอยู่ระหว่าง -2.3350 ถึง -2.5051 และ -2.4408 ถึง -2.5339 ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานและความแปรปรวนสูงที่สุด โดยมีค่า M-Score ต่ำสุด คือ -14.18 และค่า M-Score สูงสุด คือ 34.44 และตลาดหลักทรัพย์ไทยมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานและความแปรปรวนต่ำที่สุด โดยมีค่า M-Score ต่ำสุด คือ -9.65 และค่า M-Score สูงสุด คือ 9.76

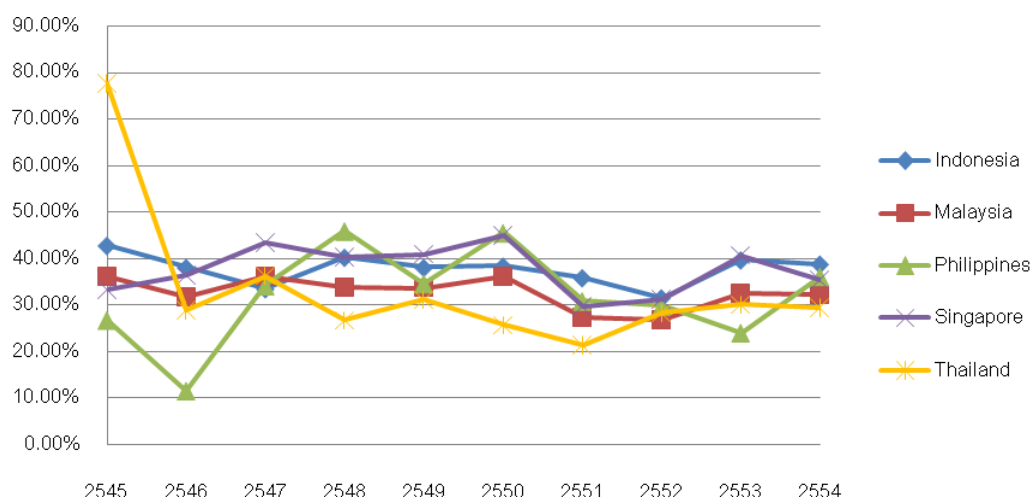
¹²
$$\text{M-Score} = -4.840 + 0.920(\text{DSRI}) + 0.528(\text{GMI}) + 0.404(\text{AQI}) + 0.892(\text{SGI}) + 0.115(\text{DEPI}) - 0.172(\text{SGAI}) - 0.327(\text{LVGI}) + 4.679(\text{TATA})$$

การศึกษาผู้วิจัยได้ทำการขจัดค่าสุดโต่ง (Outlier) ของแต่ละตัวแปรออก เพื่อป้องกันตัวแปรบางตัวมีข้อมูลที่ผิดปกติไปจากกลุ่ม จากนั้นจึงคำนวณหาโอกาสในการตกแต่งกำไรจากค่า M-Score ซึ่งสามารถคำนวณจากสมการข้างต้น

ตารางที่ 3.18 ค่าสถิติพรรณนาของค่า M-Score

Statistics	Indonesia	Malaysia	Philippines	Singapore	Thailand
N	1837	5682	653	3743	3157
Mean	-2.3350	-2.5051	-2.4899	-2.3681	-2.4553
Median	-2.4408	-2.5238	-2.5176	-2.4507	-2.5339
Std. Deviation	1.73888	1.66323	1.47575	1.70880	1.15484
Variance	3.024	2.766	2.178	2.920	1.334
Minimum	-14.18	-18.83	-23.50	-16.18	-9.65
Maximum	34.44	35.95	5.70	33.48	9.76

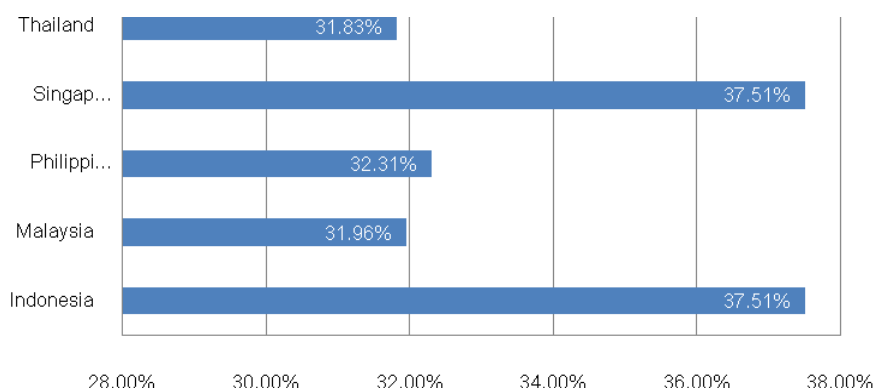
เกณฑ์ที่ใช้ในการจำแนกโอกาสในการตกแต่งกำไร คือ ค่า M-Score น้อยกว่า -2.22 จัดว่าเป็นบริษัทที่ไม่มีการตกแต่งกำไร หากค่า M-Score มากกว่า -2.22 เป็นสัญญาณที่บ่งชี้ว่าเป็นบริษัทที่มีการตกแต่งกำไร แสดงดังภาพที่ 3.24



ภาพที่ 3.24 ร้อยละของจำนวนบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรในแต่ละประเทศ

ผลการศึกษาโอกาสในการตกแต่งกำไรของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 เมื่อพิจารณาสัดส่วนร้อยละของบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรในแต่ละประเทศระหว่างปี พ.ศ. 2545-2554 พบว่า ตลาดหลักทรัพย์ไทยและฟิลิปปินส์มีบริษัทที่มีการตกแต่งบัญชีลดลงอย่างเห็นได้ชัดจากปี พ.ศ. 2546 อย่างไรก็ดีระหว่างปี พ.ศ. 2547-2554 ทั้ง 5 ประเทศ มีสัดส่วนร้อยละของจำนวนบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรที่ใกล้เคียงกันโดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 34

และภายหลังปี พ.ศ.2554 คาดว่าสัดส่วนร้อยละของจำนวนบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรนี้จะมีใกล้เคียงกันมากยิ่งขึ้น (ภาพที่ 3.25) โดยร้อยละเฉลี่ยของจำนวนบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรช่วงระยะเวลา 10 ปีของตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่ง อย่างตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียและสิงคโปร์มีจำนวนบริษัทที่มีตกแต่งกำไรเฉลี่ยสูงสุด คือ ร้อยละ 37.51 และตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์และมาเลเซียมีจำนวนบริษัทที่มีตกแต่งกำไรเฉลี่ย ร้อยละ 32.31 และ 31.96 ตามลำดับ ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีจำนวนบริษัทที่มีตกแต่งกำไรเฉลี่ยต่ำที่สุด คือ ร้อยละ 31.86



ภาพที่ 3.25 ร้อยละเฉลี่ยของจำนวนบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรช่วงระยะเวลา 10 ปี

4) ระดับธรรมาภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน

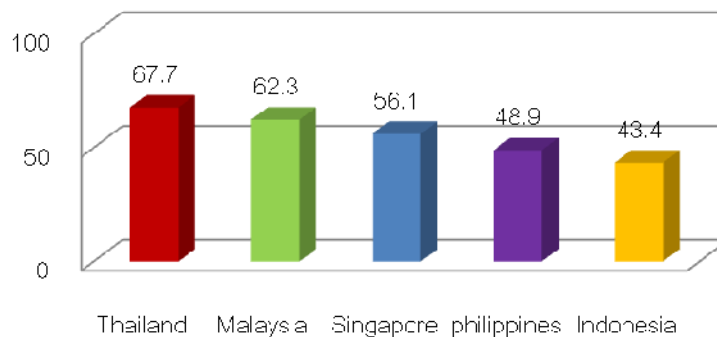
ระดับธรรมาภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน จากปี พ.ศ. 2555 คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ในกลุ่มประเทศอาเซียนได้มีความร่วมมือเพื่อที่จะประเมินผลระดับธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนหรือที่เรียกว่า “ASEAN CG scorecard” ให้สามารถพร้อมรับก่อนการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนและเชื่อมโยงระหว่างกลุ่มตลาดหลักทรัพย์อย่างเต็มรูปแบบ (ASEAN Exchange) โดยรูปแบบการประเมินจะมีความแตกต่างซึ่งบางส่วนจะมีความแตกต่างกับ ASIA CG scorecard เพราะจะให้ความสำคัญกับสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นพิเศษ สามารถแบ่งเป็น 5 ประเด็นสำคัญ คือ

- 1) สิทธิประโยชน์ผู้ถือหุ้น (rights of shareholder)
- 2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (equitable treatment of shareholder)
- 3) บทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (role of stakeholder)
- 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (disclosure and transparency)

5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (responsibilities of the board)

และจากการจัดอันดับก็พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยได้รับคะแนนสูงสุด เป็นอันดับ 1 ของกลุ่ม ด้วยคะแนนถึง 67.66 รองมาคือ มาเลเซียและสิงคโปร์ 62 และ 56 คะแนน

โดยตลาดหลักทรัพย์ไทยมีจุดแข็งในหมวดสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดยพยายามไม่ให้ผู้ถือหุ้นเสียผลประโยชน์จากการลงทุน และอีกหมวดคือการเปิดเผยข้อมูลดีขึ้น มีความเป็นระบบมากยิ่งขึ้นขณะที่ปัจจัยที่จำเป็นต้องมีการปรับปรุงคือ หมวดของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียพบว่าแต่ละบริษัทมีคะแนนที่แตกต่างกันค่อนข้างมาก โดยผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในที่นี้กล่าวถึง ลูกค้า ผู้บริหาร เจ้าหนี้ พนักงานของบริษัท และสังคม ซึ่งการลงทุนส่วนใหญ่ยังไม่คำนึงถึงสังคมเท่าที่ควร เช่นการลงทุนแล้วเกิดน้ำเสีย เป็นอีกตัวอย่างที่กระทบในแง่การทำงาน อีกจุดอ่อนที่สำคัญคือ การทำหน้าที่ของกรรมการผู้บริหาร ที่บริษัทจดทะเบียนควรให้ความสำคัญมากยิ่งขึ้น



ภาพที่ 3.26 ASEAN CG scorecard

แหล่งที่มา: Asian Development Bank, 2012.

3.2 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนโดยจำแนกตามมิติของธนาคารโลก คือ ด้านขนาด (size) ด้านระดับการเข้า (access) ประสิทธิภาพ (efficiency) และเสถียรภาพ (stability) ของตลาดหลักทรัพย์ สามารถอธิบายดัชนีชี้วัดในด้านต่างๆ ได้ดังนี้

ขนาด (size) ในการศึกษาครั้งนี้ได้พิจารณาโดยแบ่งเป็น 3 ปัจจัยย่อย คือ มูลค่าหลักทรัพย์ตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเบื้องต้น ซึ่งถือเป็นตัวแปรหลักทางด้านขนาดที่แสดงความสอดคล้องของตลาดหลักทรัพย์กับภาคเศรษฐกิจที่จริง จากการศึกษามูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวมพบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังมีขนาดเล็กเมื่อ

เปรียบเทียบกับในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 โดยตลาดหลักทรัพย์ไทยอยู่ในอันดับที่ 3 ของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียน 5 หรือเท่ากับร้อยละ 87.10 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ในปี พ.ศ. 2555 นอกจากนี้ ด้านมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สะสมตลาดหลักทรัพย์ไทยอยู่ในอันดับ 2 เท่ากับ 150.37 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ รองมาจากตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (207.56 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) เช่นเดียวกับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ในอันดับ 2 รองมาจากตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ โดยทั้งสองแห่งมีมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันที่ค่อนข้างใกล้เคียงกัน เท่ากับ 1,081.88 และ 1,023.88 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

ระดับการเข้าถึงของตลาดหลักทรัพย์ (access) ได้แบ่งออกเป็น 2 ส่วนคือการเข้าถึงของผู้ระดมทุน (supply) และการเข้าถึงของผู้ลงทุน (demand) โดยด้าน supply ในเบื้องต้นได้ศึกษาจาก จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน IPO และ Investment flow ในช่วงปี พ.ศ. 2550-2555 ซึ่งพบว่าในช่วงหลายปีที่ผ่านมาตลาดหลักทรัพย์ไทยมีบริษัทจดทะเบียนเข้าใหม่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 (ยกเว้นฟิลิปปินส์) โดยประเทศที่มีจำนวน IPO สูงสุดคือสิงคโปร์ รองมาคือมาเลเซีย และอินโดนีเซีย ตามลำดับ นอกจากนี้ได้ศึกษาถึงระดับกระจุกตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของ 10 บริษัทแรก (concentration ratio 10: CR10) พบว่าไทยก็ค่อนข้างมีระดับการกระจุกตัวที่สูง โดยกินส่วนแบ่งในบริษัทแรก PTT Plc. ถึงร้อยละ 9 สูงสุดในกลุ่มอาเซียน 5 ซึ่งอาจขัดแย้งกับหลักของตลาดหลักทรัพย์ที่ดีที่พบว่าโดยทั่วไปนั้นควรเอื้อประโยชน์ให้บริษัทขนาดเล็กสามารถเข้ามาระดมทุนได้เช่นเดียวกับบริษัทขนาดใหญ่ อีกดัชนีชี้วัดที่นำมาพิจารณาเพื่อศึกษาระดับการเข้าถึงคือการกระจุกตัวในตลาดฯ คือ Herfindahl index ผู้วิจัยได้ศึกษาโดยแยกเป็นโครงสร้างอุตสาหกรรมของตลาดหลักทรัพย์ว่ามีระดับการแข่งขันเพียงใดในอุตสาหกรรม ซึ่งการตีความจะคล้ายคลึงกับ CR 10 ในช่วงต้นแต่ให้ผลที่ละเอียด มีความแม่นยำ และบอกได้ถึงระดับการผูกขาดในบางอุตสาหกรรมที่อาจเกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ โดยผลลัพธ์ของการศึกษาสอดคล้องกับ CR 10 ที่ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีระดับการกระจุกตัวที่ค่อนข้างสูงเมื่อเปรียบเทียบกับ HHI ที่มียอดขายมาเป็นตัวแปร และตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีระดับการกระจุกตัวที่ต่ำสุด ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์นั้นถ้าวัดจาก CR 10 จะสูงเป็นอันดับ 3 ของกลุ่มประเทศอาเซียน 5 แต่เมื่อวัดจาก HHI ทั้ง 2 ตัวแปร (ยอดขายและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด) พบว่าสูงสุดในกลุ่มอาเซียน 5 นอกจากนี้ผู้วิจัยได้นำความสามารถในการระดมทุนผ่านธุรกิจร่วมทุนและกิจกรรมการควบรวมกิจการในประเทศเข้ามาพิจารณา ซึ่งพบว่าประเทศไทยอยู่ในเกณฑ์ที่ดี และเป็นปัจจัยที่เอื้อให้เกิดการระดมทุนในตลาดฯ ได้มากยิ่งขึ้น ด้าน demand ได้ศึกษาผ่านระดับ freefloat (หุ้นของบริษัทที่ไม่ได้ถือครองด้วย strategic holding) เพื่ออธิบายถึงความสามารถเข้าถึงแหล่งลงทุนของนักลงทุนรายย่อย ซึ่งพบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมีระดับ freefloat สูงสุดในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 เท่ากับร้อยละ 50.86 รองมาคือมาเลเซีย สิงคโปร์ ฟิลิปปินส์และอินโดนีเซีย ตามลำดับ ซึ่ง

freefloat นี้ ถือเป็นส่วนสำคัญที่บ่งบอกจำนวนนักลงทุนรายย่อยที่เข้ามาเพิ่มสภาพคล่องและเสถียรภาพให้แก่ตลาดหลักทรัพย์

ประสิทธิภาพ (efficiency) ได้มีการจัดทำดัชนีชี้วัดเพื่อให้สามารถเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่น ๆ ได้ โดยปัจจัยเบื้องต้นที่นำมาพิจารณาคือ อัตราการหมุนของหุ้น ต้นทุนการซื้อขายหลักทรัพย์ (average total cost) ระบบเทคโนโลยีและกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ และความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ในตลาดฯ ซึ่งแสดงถึงความสามารถในการตอบสนองการซื้อขายของนักลงทุน อีกส่วนที่นำมาพิจารณาคือ การศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ด้วยวิธีการทดสอบอัตโนมัติสัมพันธ์ (autocorrelation test) การวัดค่าความสอดคล้องของผลตอบแทน (R-Squared of Synchronicity: R^2) และ ค่าเฉลี่ยของวันที่ให้อัตราผลตอบแทนเท่ากับศูนย์ (zero return) ซึ่งจะพบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยนั้นค่อนข้างมีประสิทธิภาพคล่องในการซื้อขายที่สูงโดยสะท้อนออกมาเป็นรูปค่าเฉลี่ยของวันที่ให้อัตราผลตอบแทนเท่ากับศูนย์ที่ต่ำ (เฉลี่ยระหว่างปี พ.ศ. 2550 – 2555 ไทยเป็นรองแค่สิงคโปร์) เช่นเดียวกับการศึกษาถึงระบบเทคโนโลยี กฎระเบียบ และความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ที่ตอบสนองความต้องการผู้ลงทุน ก็พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยอยู่ในเกณฑ์ดี แต่เมื่อมาพิจารณาประสิทธิภาพในแง่การรับรู้ข้อมูลข่าวสาร และความสอดคล้องกับเศรษฐกิจโลกจาก R^2 พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมีความสอดคล้องสูงสุด หรืออีกนัยหนึ่งคือมีประสิทธิภาพในแง่การรับรู้ข้อมูลข่าวสารในระดับบริษัทที่ต่ำสุด

เสถียรภาพ (stability) เป็นปัจจัยสุดท้ายที่นำมาพิจารณาถึงระดับการพัฒนาของตลาดฯ นอกเหนือจากรูปแบบดั้งเดิมที่เราวัดเสถียรภาพจากความผันผวนของดัชนีตลาดฯ (volatilities of stock price index) และอัตราส่วนทางการเงินขั้นพื้นฐานของหลักทรัพย์ในตลาดฯ โดยได้มีการพิจารณาถึงระดับความสมมาตรของอัตราผลตอบแทน โอกาสในการตกแต่งกำไรของบริษัทจดทะเบียน และระดับบรรษัทภิบาลของบริษัทจดทะเบียน เพิ่มเข้ามา ก็พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมีระดับคะแนนที่ดีเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นในกลุ่มอาเซียน 5 มีเพียงด้านความผันผวนที่ตลาดหลักทรัพย์ไทยสูงเป็นอันดับที่ 2 รองจากตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ซึ่งปัจจัยที่เพิ่มขึ้นมานั้นเป็นการพิจารณาโดยเน้นถึงความเป็นไปได้ที่ตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียน 5 จะพัฒนาและเติบโตได้ยั่งยืน

การจัดทำดัชนีชี้วัดระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในหลายมิติ ทำให้เราสามารถประเมินการพัฒนาดตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคอาเซียนได้ และนำมาเทียบเคียงกับตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นทั่วโลก ทำให้เราเห็นถึงจุดอ่อนและจุดแข็งของตลาดหลักทรัพย์ได้ชัดเจนขึ้น และเป็นประโยชน์อย่างมากในการกำหนดนโยบายเพื่อพัฒนาดตลาดหลักทรัพย์ เกิดการปฏิรูปสร้างความน่าเชื่อและความโปร่งใสให้กับระบบการเงิน

บรรณานุกรม

- จันทร์จิรา ยาวีราข .2553. การแจกแจงอัตราผลตอบแทนดัชนีราคาหลักทรัพย์
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เข้าถึงได้จาก <http://www.set.or.th/th/index.html>
- ทิพย์สุตา ถาวรามร .2555. แนวทางการเชื่อมโยงตลาดทุนอาเซียนและการเตรียมความพร้อม
หลักสูตรการป้องกันราชอาณาจักรภาครัฐร่วมเอกชน รุ่นที่ 24
- ศุภชัย ศรีสุชาติ .2542 ตลาดหลักทรัพย์กับการพัฒนาเศรษฐกิจไทย เข้าถึงได้จาก
<http://econ.tu.ac.th/archan/SUPACHAI/article/SET%26Delopment.doc>
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.2548.การประเมินมูลค่า
สินทรัพย์ การลงทุนในตราสารทุน.ครั้งที่1.กรุงเทพฯ : บริษัทอัมรินทร์พรินต์ติ้งแอนด์
พับลิชชิ่ง จำกัด(มหาชน).
- สฤณี อาชวานันทกุล ค่าเช่าทางเศรษฐกิจในตลาดหลักทรัพย์ไทย มูลนิธิสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนา
ประเทศไทย
- อภิชาติ วิไลรัตน์ .2541. การทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์ไทย วิทยานิพนธ์ปริญญา
มหาบัณฑิต สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
- Beneish, M.D. 1999. The Detection of Earnings Manipulation. **Financial Analyst
Journal**: 24-36
- Bursa Malaysia Berhard Securities. Retrieved September 9, 2013 from
<http://www.bursamalaysia.com/market/>
- Chang, Y., Yu, S. & Chen, R. 2010.Industry concentration, profitability and stock
returns. **International Conference on Information Management**, Innovation
Management and Industrial Engineering.
- Chen, J., H. Hong, and J. Stein .2001. Forecasting crashes: Trading volume, past
returns, and_conditional skewness in stock prices, **Journal of Financial
Economics** 61, 345-381
- Damodar N.Gujarati and Dawn C.Porter.2010. **Essentials of Econometrics**. 4th edition.
Singapore.McGraw-Hill.
- Elkins MacSherry .2012. The Elkins/McSherry Global Trading Cost Analysis report from
<http://www.sjretirement.com/uploads/Item91ICPF04102013.pdf>
- Gallagherz, D., &Ignatievay, K. (2010). Industry concentration and stock
returns:Australian evidence.International Conference on Economics,
Business and Management.

G.S.Maddala.**Introduction to Econometrics**.United States of America.Macmillan Publishing Company.

Hashem, N.2010. **Industry concentration and the cross-section of stock returns: Evidence from the UK**. PhD thesis, University of Greenwich.

Higher Institutions' Centre of Excellence (HICoE) MALAYSIA. 2012. **Beneish Model' to Detect Earnings Manipulation**. Accounting Research Institute

Hou, K. and Robinson, D. T. .2006. Industry concentration and average stock returns. **Journal of Finance**. 61,NO.4 (August), 1927-1956.

Jacob, A. Bikker., &Haaf, K.2002. Measures of competition and concentration in the banking industry: **a review of the literature. Economic & Financial Modeling**.

Kee-Hong, C. Lim and KC. John Wei. 2004. Corporate governance and conditional skewness in the world's stock market

Indonesia Stock Exchange from <http://www.idx.co.id/>

Mazali, R. 2012. How are industry concentration and risk factors related? Evidence from Brazilian stock markets. Master's thesis, Tulane University.

MIN, D., HA, L., & LI, D. 2007. Industry concentration and stock returns in China A-share market. International Conference on Management Science & Engineering China.

Philippine Stock Exchange from <http://www.pse.com.ph/stockMarket/home.html> (2013)

Sungard .2012. The ASEAN Trading Link Explained from [http:// www.sungard.com](http://www.sungard.com)

World Federation Exchange from <http://www.world-exchanges.org/> (2013)

World Bank from <http://data.worldbank.org/>

World Bank .2006. **Indicator reference guide**, Financial Sector Development Indicator

บทที่ 4

ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อ การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ใน กลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

บทที่ 4

ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

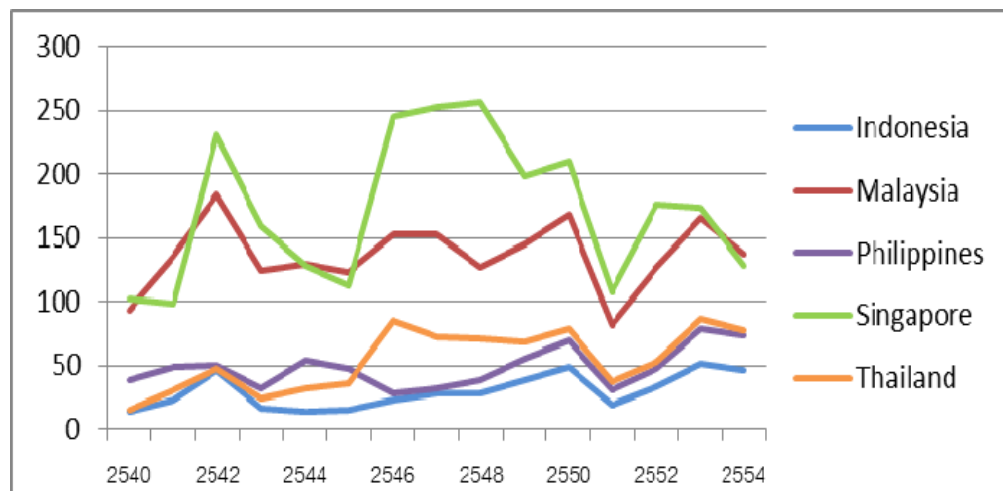
4.1 บทนำ

ทุนเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจเพราะการสะสมทุนจะก่อให้เกิดการลงทุน การผลิต และการจ้างงานซึ่งตัวแปรเหล่านี้ล้วนเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญที่ทำให้เศรษฐกิจของประเทศเติบโต ท้ายที่สุดแล้วนอกจากเศรษฐกิจจะเจริญเติบโตยังส่งผลให้ประชาชนมีรายได้เพิ่มขึ้น ส่วนสำคัญที่ทำให้เกิดการระดมทุนนั้นก็คือ ระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพ Levine (1996) ได้กล่าวถึงความสำคัญของระบบการเงินต่อเศรษฐกิจว่า เครื่องมือทางการเงิน ตลาดการเงินและสถาบันทางการเงินจะช่วยบรรเทาปัญหาต้นทุนของข้อมูลและต้นทุนการแลกเปลี่ยน (information and transaction cost) จากผลของการประหยัดจากขนาด (economies of scale) ทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายทรัพยากรเงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพซึ่งเป็นสิ่งสำคัญต่อการสะสมทุนและการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจในที่สุด

โดยปกติเมื่อบริษัทมีความต้องการเงินทุนจะมีรูปแบบการระดมทุนได้ 2 ทางด้วยกันคือ 1) การจัดหาเงินทุนทางตรง (direct financing) เป็นการจัดหาเงินทุนที่กิจการทำการแลกเปลี่ยนเงินทุนกันเองโดยตรงทั้งภายในและภายนอกตลาดการเงิน ตัวอย่างเช่น ผู้ต้องการเงินทุนทำการระดมทุนผ่านตลาดแรก (primary market) จะถือว่าเป็นการระดมเงินทุนทางตรงระหว่างผู้ต้องการเงินทุนกับผู้ที่มีเงินทุนส่วนเกิน โดยไม่ผ่านสถาบันการเงิน ข้อดีของการระดมทุนด้วยวิธีนี้คือ ผู้ขาดแคลนเงินทุนสามารถระดมทุนได้ในปริมาณสูง และยังเป็นการทำธุรกรรมในระบบที่มีความโปร่งใสและสามารถตรวจสอบได้ ภายใต้การกำกับดูแลของหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง โดยเฉพาะในตลาดการเงินที่มีหน้าที่สำคัญในการอำนวยความสะดวก 2) การจัดหาเงินทุนทางอ้อม (indirect financing) เป็นการจัดหาเงินทุนของกิจการโดยผ่านตัวกลาง หรือสื่อกลางทางการเงิน เช่น ผ่านทางสถาบันการเงินซึ่งถ้าหากการระดมทุนและการมีระบบการเงินที่เข้มแข็ง ย่อมส่งผลดีต่อระบบเศรษฐกิจในภาพรวม ทั้งนี้ การระดมทุนนั้น ย่อมก่อให้เกิดผลทางตรง คือ การนำเงินทุนนั้นไปพัฒนาระบบเศรษฐกิจและประเทศ สร้างความเจริญเติบโตและความมั่นคงทางเศรษฐกิจให้แก่ประเทศ นอกจากนี้ เมื่อตลาดทุนมีการพัฒนา จะทำให้ภาพรวมของการพัฒนาทางเศรษฐกิจมีความชัดเจนมากขึ้น เช่นเดียวกับแนวคิดของ Gurley (1955) และ Shaw (1960) ที่ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาทางการเงินและการเจริญ

เติบโตทางเศรษฐกิจ และพบว่าทั้งสองมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น ระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพจึงมีความจำเป็นต่อเศรษฐกิจในระยะหลังนี้ มีการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์มากขึ้นเนื่องจาก 1) เป็นแหล่งระดมเงินทุนที่ช่วยลดต้นทุนทางธุรกิจได้สูง ต่างกับในตลาดเงินหรือการระดมทุนจากสถาบันการเงินที่ต้องเสียอัตราดอกเบี้ยในอัตราที่สูง 2) ตลาดหลักทรัพย์ยังเป็นแหล่งกระจายความเสี่ยงแก่ผู้ลงทุนได้เป็นอย่างดีเพราะเป็นตลาดรองคอยรองรับการซื้อขายหลักทรัพย์ภายหลังจากการที่มีการซื้อขายในตลาดแรกแล้ว 3) ตลาดหลักทรัพย์เริ่มเข้ามามีบทบาทในการเป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญ หรืออาจกล่าวได้ว่าหากไม่มีตลาดทุนก็จะขาดความสะดวกในการเพิ่มทุน การขยายตัวของธุรกิจก็จะกระทำด้วยความยากลำบากมากขึ้น นั่นคือ การขยายตัวของธุรกิจต้องเกิดจากการกู้เงินจากธนาคาร ทำให้ส่วนของทุนในบริษัทลดลงและสัดส่วนของหนี้เพิ่มขึ้น ซึ่งไม่เป็นผลดีต่อบริษัทในระยะยาว ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์จะเข้ามามีบทบาทมากสำคัญยิ่งขึ้นจากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ชัดว่าตลาดหลักทรัพย์เป็นแหล่งระดมทุนที่ได้รับความสนใจและมีผลต่อการเจริญเติบโตในระยะยาวของเศรษฐกิจ

ในปี พ.ศ. 2558 จะมีการรวมตัวกันของประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEN economic community: AEC) ซึ่งเป็นความร่วมมือกันที่ใหญ่ที่สุดของกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนา เมื่อการรวมตัวกันสำเร็จก็ทำให้เกิดตลาดเดียว ในลักษณะที่คล้ายคลึงกับสหภาพยุโรป ความเป็นตลาดเดียวกันของประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน คือ จะมีการเคลื่อนย้ายของสินค้าและบริการ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ตลอดจนการเคลื่อนย้ายของเงินทุนที่จะเป็นไปอย่างเสรีมากขึ้น



ภาพที่ 4.1 สัดส่วนมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ
แหล่งที่มา: World Bank, 2013.

ภาพที่ 4.1 แสดงให้เห็นถึงสัดส่วนมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ของแต่ละประเทศ เมื่อพิจารณาโดยภาพรวมแล้วพบว่า ประเทศที่มีสัดส่วนมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมากที่สุดคือประเทศสิงคโปร์ รองลงมาคือมาเลเซีย ไทย ฟิลิปปินส์และอินโดนีเซีย ตามลำดับ แต่เมื่อพิจารณาในปี พ.ศ. 2554 พบว่าอินโดนีเซียกลับมีสัดส่วนน้อยอยู่ในอันดับที่ 1 เท่ากับร้อยละ 137.21 รองลงมาสิงคโปร์ เท่ากับร้อยละ 128.627 ไทยเท่ากับร้อยละ 77.67 ฟิลิปปินส์เท่ากับร้อยละ 73.57 และอินโดนีเซียเท่ากับร้อยละ 73.57 ถ้าสัดส่วนมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศมากกว่าร้อยละ 100 มักจะพบในประเทศที่มีการพัฒนาแล้วที่ตลาดหลักทรัพย์มีมูลค่าตามราคาตลาดที่ขนาดใหญ่มากเมื่อเทียบกับระบบเศรษฐกิจของประเทศนั้น ดังนั้น จึงสรุปได้ว่ามีเพียง 2 ประเทศในประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียเท่านั้นที่จัดอยู่ในกลุ่มที่ตลาดหลักทรัพย์มีการพัฒนาที่ดีเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่น ๆ ในกลุ่มประชาคมอาเซียน ซึ่งส่วนใหญ่ล้วนเป็นกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนา โดยในประเทศเหล่านั้นตลาดหลักทรัพย์อาจไม่ได้เป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญที่สุดในกลุ่มประเทศเหล่านี้ ตลาดหลักทรัพย์ยังถือว่ายังไม่พัฒนาเท่าประเทศที่พัฒนาแล้ว ดังนั้น เพื่อรองรับความพร้อมของการรวมตัวกันในครั้งนี้จึงเป็นที่น่าสนใจว่า ปัจจัยมหภาคปัจจัยใดบ้างที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์

4.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

การพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญอย่างยิ่งต่อการพัฒนาเศรษฐกิจ เพราะแหล่งส่งเสริมการออมและเป็นแหล่งสนับสนุนเงินลงทุน ในอดีตที่ยังไม่มีระบบการเงินหรือการพัฒนากระบวนการเงินยังมาสมบูรณ์และมีประสิทธิภาพนั้น เงินออมมักไม่ได้ถูกนำมาใช้ให้เกิดผลประโยชน์ที่เพิ่มขึ้นเท่าที่ควร ต่อมาเมื่อมีการพัฒนาสินทรัพย์ทางการเงิน เช่น หุ้นสามัญซึ่งเป็นการเพิ่มลักษณะของการเสนอการให้บริการการออมเงินในลักษณะของการลงทุนเกิดขึ้น ทำให้ผู้ออมมีโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนที่มากกว่าการออมเงินในรูปแบบอื่น จึงเป็นเหตุให้เกิดการออมเพิ่ม การลงทุนเพิ่มและท้ายสุดจึงเป็นสาเหตุให้ระบบเศรษฐกิจเจริญเติบโต เป็นต้น ดังนั้น ในระบบการเงินที่มีการพัฒนาจึงมีช่องทางในการสนับสนุนระบบเศรษฐกิจต่อไปได้ การวัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์โดยใช้วิธีตามเกณฑ์ของธนาคารกลาง (World bank) ได้แบ่งการวัดการพัฒนาออกเป็นหลายแบบด้วยกัน ซึ่งการพิจารณาด้านขนาด (size) เป็นหนึ่งในวิธีการวัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ ธนาคารกลางได้แบ่งดัชนีที่ใช้ชี้วัดการพัฒนาในด้านขนาดออกเป็น 3 ดัชนีด้วยกัน คือ 1) มูลค่าโดยรวมของตลาด (market capitalization) 2) อัตราการหมุนเวียน (turnover ratio) 3) ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (volume) การที่ตลาดหลักทรัพย์มีขนาดใหญ่แสดงให้เห็นว่าระบบเศรษฐกิจในประเทศนั้นมีความเจริญหรือมีการพัฒนาที่สูง

ดัชนีแรกที่เรานำมาพิจารณาคือ มูลค่าโดยรวมของตลาด (market capitalization) ซึ่งมูลค่าโดยรวมในที่นี้คือ ผลรวมของมูลค่าตามราคาตลาดทั้งหมดของตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลาหนึ่งเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (gross domestic product) เพื่อใช้พิจารณาในรูปของสัดส่วนของขนาดตลาดหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับภาคเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ การที่อัตราส่วนนี้มีค่าสูงแสดงถึงว่าตลาดมีขนาดใหญ่เมื่อเทียบกับเศรษฐกิจในประเทศ ทำให้เราสามารถนำไปใช้เทียบกับการพัฒนาในประเทศอื่นได้

มีงานวิจัยในอดีตหลายการศึกษาในเรื่องของขนาดตลาดหลักทรัพย์ (size) เพื่อที่จะดูภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์ว่ามีมูลค่าตลาดเป็นอย่างไร โดยมากมักจะใช้ดัชนีชี้วัดการพัฒนา คือ มูลค่าของตลาดหลักทรัพย์โดยรวม (market capitalization) ในด้านของตัวแปรที่มีผลต่อการพัฒนานั้นมักจะแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ด้าน คือ ปัจจัยเชิงสถาบันเช่น ด้านลิขสิทธิ์ ปัญหาเรื่องการชำระราคา ความโปร่งใส การเปิดเผยข้อมูลอยู่ในวงจำกัดมาตรการภาษีและทางบัญชีมีงานวิจัยในอดีตหลายงานที่ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยเหล่านี้ La Porta (1998) และ Lombardo (2000) ได้ทำการศึกษาปัจจัยเชิงสถาบันโดยได้แสดงให้เห็นว่าประเพณีทางกฎหมาย คุณภาพของกรอบกฎหมายและประสิทธิภาพของสถาบันทางกฎหมายมีความสำคัญมากต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งต่อมาได้มีงานวิจัยของ Billmeier and Massa (2007) ได้ใช้ดัชนี Heritage Foundations' Index of Economic Freedom เป็นตัวแทนการวัดคุณภาพในเชิงสถาบันซึ่งพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญโดยเก็บข้อมูลจากเอเชียตะวันออกและเอเชียกลาง แต่อย่างไรก็ตามงานวิจัยบางชิ้นให้เหตุผลของการศึกษาในเชิงสถาบันว่ามีข้อจำกัดในการเก็บข้อมูล รวมทั้งในแต่ละประเทศก็จะมีกฎระเบียบที่แตกต่างกันออกไป ทำให้เป็นการยากที่จะเทียบเคียงกันได้ ดังนั้น จึงมีการศึกษาถึงปัจจัยอีกด้านคือ ปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค (macroeconomic) เป็นปัจจัยสำคัญของนักลงทุนในการพยากรณ์ภาวะเศรษฐกิจมหภาคของประเทศและมีความเชื่อมโยงกันระหว่างภาคเศรษฐกิจซึ่งเหตุผลสำคัญที่ทำให้ให้นักลงทุนต่างประเทศนำเงินลงทุนมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศดังกล่าวอยู่ในระดับที่สูงกว่าของประเทศที่พัฒนาแล้ว ดังนั้น การพิจารณาพื้นฐานของเศรษฐกิจ จึงเป็นสิ่งจำเป็นในการนำมาประกอบการพิจารณา

ปัจจัยมหภาคที่นิยมใช้ได้แก่ รายได้ การเพิ่มขึ้นของรายได้จะทำให้เกิดความต้องการสินทรัพย์ทางการเงินใหม่ๆมากขึ้น Garcia and Liu (1999) ได้ทำการศึกษาในกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมและกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา พบว่ารายได้ที่แท้จริงมีนัยสำคัญต่อมูลค่าตลาด ซึ่งคล้ายกับ Yartey (2008) ศึกษา 42 ประเทศที่เป็นตลาดเกิดใหม่ในช่วงปี ค.ศ. 1990 - 2004 พบว่ารายได้มีความสำคัญต่อการพัฒนาตลาดเช่นกัน แต่อย่างไรก็ตาม มีนักวิชาการหลายท่านกล่าวว่า รายได้นั้นไม่ได้มีผลต่อปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์โดยตรงแต่สาเหตุที่สำคัญคือ การเจริญเติบโตของรายได้ กล่าวคือเมื่อรายได้เพิ่มจะมีผลต่อขนาดของตลาดและดัชนีราคาตลาด เพราะว่า รายได้ที่เพิ่มมักมาพร้อมกับการศึกษาที่ดีขึ้น สภาพแวดล้อมที่ดีขึ้น ซึ่งจะเอื้อต่อการ

ดำเนินงานทางธุรกิจ แต่ในงานศึกษาของ Nacuer (2007) ได้ให้ผลในทางกลับกัน เขาได้ใช้กลุ่มตัวอย่างในเอเชียกลางและอเมริกาเหนือพบว่ารายได้ไม่มีผลในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว

ต่อมาคือในด้านเสถียรภาพของเศรษฐกิจเป็นปัจจัยที่เอื้อต่อการดำเนินงานทางธุรกิจอย่างมาก โดยปกติตัวแทนที่มักใช้วัดจะแบ่งเป็น 2 อย่างคืออัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง อัตราเงินเฟ้อจะเป็นตัวสะท้อนกำลังซื้อของผู้ซื้อและการขยายตัวของเศรษฐกิจซึ่งจะส่งผลต่อภาวะการณ์ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ Wongbanpo and Shama (2002) ได้กล่าวว่าผลกระทบจากอัตราเงินเฟ้อสามารถมองได้เป็น 2 มุม คือ ถ้าเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับตลาดคือ เมื่ออัตราเงินเฟ้อสูงจะทำให้กำลังซื้อของผู้บริโภคลดลง ส่งผลให้กิจการขายสินค้าและบริการได้น้อยลงและจะส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบในที่สุด ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Fama and Schwert (1977), Chen Roll and Ross (1996) ส่วนในแง่บวกจะมองในมุมของการป้องกันความเสี่ยง โดยมองว่าหลักทรัพย์ก็เหมือนกับสินทรัพย์ทั่วไปที่เมื่อราคาสินค้าสูงขึ้น ระดับราคาหลักทรัพย์ก็จะเพิ่มขึ้นด้วย ซึ่งมีนักวิจัยพบความสัมพันธ์ในลักษณะดังกล่าวคือ Wongbanpo and Shama (2002), Nejadmalayeri and Singh (2008) เมื่อกลับมาพิจารณาด้านอัตราดอกเบี้ยมักถูกใช้เป็นอัตราคิดลดเพื่อหามูลค่าปัจจุบันของสินทรัพย์และเมื่อมองในแง่ของต้นทุนค่าเสียโอกาส การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยจะทำให้ต้นทุนเปลี่ยนการลงทุนในหลักทรัพย์ไปยังสินทรัพย์อื่น นอกจากนี้ยังสะท้อนถึงต้นทุนทางการเงินของบริษัทอีกด้วยโดยสรุปคือ อัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าตลาด

ในด้านสภาพคล่องนับเป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างยิ่งเพราะลักษณะของสภาพคล่องที่ดีนั้นจะแสดงให้เห็นถึงในการซื้อขายหรือเปลี่ยนมือหลักทรัพย์ได้อย่างรวดเร็ว ซึ่งจะส่งเสริมให้นักลงทุนสามารถเข้ามาลงทุนในตลาดได้เพิ่มมากขึ้น เพราะฉะนั้น เมื่อสภาพคล่องของตลาดเพิ่มขึ้น นั่นคือความเสี่ยงเรื่องของสภาพคล่องต่ำ จึงทำให้มีเงินออมที่ส่งผ่านไปยังตลาดที่สูงขึ้น ดังนั้นจึงมักจะมีการคาดการณ์ว่าสภาพคล่องจะมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับมูลค่าตลาด เรามักจะใช้ตัวแปรที่วัดสภาพคล่องของตลาด 2 ตัวแปรคือ ตัวแรก Total value traded / GDP ซึ่งเป็นตัวแปรที่แสดงถึงมูลค่าของการทำธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับขนาดของเศรษฐกิจ ตัวที่สองคือ Turnover ratio ซึ่งเป็นตัววัดอัตราการหมุนเวียนของการซื้อขายหลักทรัพย์ ตัวอย่างเช่น ถ้าประเทศไทยมี Total value traded / GDP เท่ากับร้อยละ 1.3 และ Turnover ratio เท่ากับร้อยละ 200 หมายความว่า ประเทศไทยมีขนาดเล็ก แต่ตลาดมีจำนวนการทำธุรกรรมค่อนข้างสูงแต่เนื่องจากว่าตลาดหุ้นและภาคธนาคารต่างเป็นตัวกลางในการส่งผ่านเงินออมไปสู่การลงทุนเหมือนกัน ทำให้มีการศึกษาการพัฒนาของภาคธนาคารว่า ทั้งสองตัวกลางมีความสัมพันธ์ในลักษณะอย่างไร ลักษณะการทดแทนกันหรือสนับสนุนกัน การพัฒนาของภาคธนาคารมีความสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและการพัฒนาตลาดหุ้นเพราะทำให้ให้นักลงทุนสามารถที่จะกู้ยืม, อำนาจความสะดวกในด้านการออมได้ Nacuer (2007), Garcia and Liu (1999) พบความสัมพันธ์ในเชิงบวกของการพัฒนาการของภาคธนาคารและการพัฒนา

ตลาดหุ้นนั้นคือ ทั้งสองตัวกลางจะมีลักษณะของการเติบโตไปพร้อมกันซึ่งก็คือเป็นไปในลักษณะที่สนับสนุนกันมากกว่าการทดแทนกัน ตรงกันข้ามกับ Garcia (1986) ที่พบว่าในประเทศที่กำลังพัฒนานั้น มักจะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินบ่อยครั้ง ทำให้มีผลต่อการให้กู้ยืมของธนาคาร จึงทำให้เกิดความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามของภาคธนาคารและแหล่งเงินทุนอื่น ในการทดสอบความสัมพันธ์ของการพัฒนาการธนาคารกับการพัฒนาตลาดหุ้น จะใช้ตัวแปร 2 ตัวแปร ตัวแปรแรก คือ $M3/GDP$ เป็นตัวแปรที่วัดขนาดของภาคธนาคารและตัวแปรที่สองคือ สัดส่วนการให้สินเชื่อของภาคธุรกิจ ซึ่งเป็นตัววัดบทบาทของธนาคารในการจัดหาเงินทุนระยะยาวให้กับบริษัท

นอกจากนี้ ยังมีภาคการลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศก็มักถูกนำมาพิจารณาด้วย เนื่องจากว่าตลาดหุ้นเป็นตัวกลางของการส่งผ่านเงินทุนไปยังการลงทุน ดังนั้นหากความต้องการลงทุนในประเทศสูง จะทำให้ มีเงินทุนไหลเข้าตลาดหลักทรัพย์มากด้วยเช่นกัน โดยส่วนใหญ่การลงทุนในประเทศที่นิยมใช้คือ GFCF (gross fixed capital formation) ในด้านการลงทุนของต่างประเทศที่เข้ามาระดมทุนนั้น Errunza and Miller (2000) ได้กล่าวว่า การลงทุนจากต่างชาติจะมีผลที่ดีต่อระบบเศรษฐกิจในระยะยาวมากกว่าการมีเงินทุนจากในประเทศเพียงอย่างเดียว ซึ่งการลงทุนจากต่างชาติจะมีความสัมพันธ์กับการปฏิรูปในเชิงสถาบันและกฎระเบียบ การเปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอ การซื้อขายที่เป็นธรรม การเพิ่มประสิทธิภาพและการดำเนินงานเหล่านี้จะเป็นแรงกระตุ้นให้เกิดความเชื่อมั่นกับตลาดภายในประเทศ และในท้ายที่สุดก็จะทำให้มีเงินทุนไหลเข้าประเทศเพิ่มขึ้น จึงมีการเพิ่มตัวแปรนี้เข้าไปในการทดสอบมากขึ้นซึ่งตัวแปรที่ถูกนำมาใช้คือ การลงทุนทางตรงจากต่างชาติ (Foreign domestic investment: FDI)

4.3 วิธีดำเนินการวิจัย

4.3.1 วิธีที่ใช้ในการศึกษา

การวิจัยเรื่อง ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ ได้ใช้ข้อมูลรายไตรมาสที่เป็นอนุกรมเวลาในช่วงตั้งแต่เดือนมกราคม 2540 จนถึงเดือนธันวาคม 2554 เนื่องจากปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์มหภาคเป็นข้อมูลอนุกรมเวลา (time series) ทำให้ข้อมูลมีลักษณะไม่นิ่ง (non-stationary)¹³ ซึ่งการใช้ข้อมูลที่มีลักษณะดังกล่าวด้วยวิธี Ordinary least squares (OLS) การพยากรณ์ด้วยวิธีดังกล่าวที่ใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาจะไม่ถูกต้องเนื่องจากอนุกรมเวลามีแนวโน้ม ไม่ใช่เนื่องจากความสัมพันธ์ที่แท้จริงระหว่างตัวแปรอนุกรม

¹³ข้อมูลที่มีลักษณะไม่นิ่ง (non-stationary) คือ ข้อมูลที่มีค่าเฉลี่ย ความแปรปรวน และความแปรปรวนร่วม แตกต่างกันไปเมื่อเวลาเปลี่ยนไป

เวลาทั้งสองตัวแปร เพื่อแก้ปัญหาดังกล่าวจึงเกิดวิธี Cointegration ซึ่งเป็นวิธีที่สามารถใช้กับข้อมูลที่มีลักษณะไม่นิ่งได้ โดยการศึกษาปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ด้วยการวิเคราะห์ Cointegration จะอาศัยวิธีการ Two-step method ของ Engle and Granger (1987) ซึ่งเป็นการประมาณค่าในลักษณะสมการเดี่ยว (single-equation) ซึ่งมีขั้นตอนการหาความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างตัวแปร มีขั้นตอนดังนี้

(1) การทดสอบ Unit root test ด้วยวิธี Augment Dickey-Fuller Test เพื่อดูความนิ่งของตัวแปรที่นำมาศึกษา เริ่มต้นด้วยการทดสอบข้อมูลที่ order of Integration เท่ากับ 0 หรือ $I(0)$ โดยจะมีการทดสอบใน 3 รูปแบบคือ แบบจำลองที่ปราศจากจุดตัดและแนวโน้มของเวลา (Level without trend and intercept) แบบจำลองที่มีจุดตัดแต่ปราศจากแนวโน้มของเวลา (level with intercept) แบบจำลองที่มีจุดตัดและมีแนวโน้มของเวลา (level with trend and intercept) ตามลำดับ มีรูปแบบของสมการดังจะแสดงต่อไปนี้คือ

$$\Delta X_t = \theta X_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4.1)$$

$$\Delta X_t = \alpha + \theta X_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4.2)$$

$$\Delta X_t = \alpha + \beta_t + \theta X_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4.3)$$

โดยมีสมมติฐานในการทดสอบดังต่อไปนี้

$$H_0: \theta = 0 \quad (\text{ข้อมูลมีลักษณะไม่นิ่ง})$$

$$H_1: \theta < 0 \quad (\text{ข้อมูลมีลักษณะนิ่ง})$$

ในการทดสอบสมมติฐานนั้นจะต้องนำค่า t-statistic ที่ได้มาจากการทดสอบในแต่ละรูปแบบมาเปรียบเทียบกับค่าวิกฤตของ Mackinnon ณ ระดับนัยสำคัญต่างๆ ถ้าสามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้แสดงว่า ตัวแปรที่นำมาทดสอบนั้นเป็น Integrated of order 0 หรือ $I(0)$ แต่ในกรณีที่ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้จะต้องทำการ Differencing ข้อมูลไปเรื่อยๆ จะกว่าจะสามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้

(2) เมื่อทดสอบคุณสมบัติของข้อมูลแล้วขั้นตอนต่อมาคือ การกำหนดแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว ซึ่งเรียกว่า Cointegration regression $(Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_t + \varepsilon_t)$ จากนั้นจึงประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองด้วยวิธี OLS และคำนวณหาค่าความคลาดเคลื่อน โดยจะทำการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรเพียง 1 คู่ เท่านั้น จากนั้นคำนวณหาค่าตัวคลาดเคลื่อน (residual)

$$\varepsilon_t = Y_t - \alpha - \beta X_t \quad (4.4)$$

(3) การทดสอบค่าความคลาดเคลื่อนว่ามีคุณสมบัติที่ $I(0)$ หรือไม่ ด้วยการทดสอบ Unit root ตามวิธีของ ADF-test ซึ่งมีสมมติฐานหลักที่ในการทดสอบคือ หาก ε_t มีคุณสมบัติเป็น Nonstationary จะหมายความว่า X_t และ Y_t ไม่มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว และ

สมมติฐานทางเลือกคือ X_t และ Y_t ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว (มีลักษณะความสัมพันธ์เป็น Cointegration)

นอกจากการทดสอบ Cointegration ที่เราสามารถสรุปความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรได้ แต่อย่างไรก็ตามวิธีดังกล่าวมักมีสมมติฐานอยู่แล้วว่า X มีความสัมพันธ์กับ Y ดังนั้นเพื่อหาความสัมพันธ์ว่าเป็นการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลเหมาะสำหรับการตรวจสอบความเป็นเหตุเป็นผลของตัวแปร 2 ตัวที่เป็นข้อมูลอนุกรมเวลาที่คงที่เมื่อสมมติให้มีตัวแปรที่เป็นข้อมูลอนุกรมเวลาที่คงที่ 2 ตัวแปรคือ X และ Y จากแนวคิดของ Granger ต้องการทดสอบว่าการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร X เป็นสาเหตุของการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร Y หรือการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร Y เป็นสาเหตุของการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร X โดยสมมติฐานหลักของการทดสอบทั้งสองกรณีคือ

$H_0: X$ ไม่เป็นสาเหตุของ Y

$H_1: Y$ ไม่เป็นสาเหตุของ X

สมการที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน X ไม่เป็นสาเหตุของ Y คือ

$$Y_t = \alpha + \sum_{j=1}^m \gamma_j Y_{t-j} + \sum_{i=1}^n \beta_i X_{t-i} + \varepsilon_{yt} \quad \text{Unrestricted regression (4.5)}$$

$$Y_t = \alpha + \sum_{j=1}^m \gamma_j Y_{t-j} + \varepsilon_{yt} \quad \text{Restricted regression (4.6)}$$

และสมมติฐาน Y ไม่เป็นสาเหตุของ X คือ

$$X_t = \alpha + \sum_{j=1}^m \gamma_j X_{t-j} + \sum_{i=1}^n \beta_i Y_{t-i} + \varepsilon_{xt} \quad \text{Unrestricted regression (4.7)}$$

$$X_t = \alpha + \sum_{j=1}^m \gamma_j X_{t-j} + \varepsilon_{xt} \quad \text{Restricted regression (4.8)}$$

สมมติฐานหลักของการทดสอบสมการแต่ละคู่ระหว่าง Unrestricted regression กับ Restricted regression (การทดสอบมี 2 ชุดคือ X ไม่เป็นสาเหตุของ Y และ Y ไม่เป็นสาเหตุของ X) คือ

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots \beta_n = 0$$

$$H_1: \beta_1 = \beta_2 = \dots \beta_n \neq 0$$

สำหรับสถิติทดสอบ (Test statistic) ได้แก่สถิติ F (F-statistic) โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$F_{m,(n-k)} = \frac{(s'_{kr}s_{kr} - s'_{nr}s_{nr})m}{s'_{nr}s_{nr}/(n-k)} = \frac{(RSS_B - RSS_W)m}{RSS_W/(n-k)}, k = m+n+1$$

โดยถ้าค่า F ที่ได้มีค่าสูงกว่าค่าวิกฤต แสดงว่าปฏิเสธสมมติฐานหลัก หมายความว่า X เป็นสาเหตุของการเปลี่ยนแปลงของ Y และถ้าค่าสถิติ F ที่คำนวณได้สูงกว่าค่าวิกฤติแสดงว่า ปฏิเสธสมมติฐานหลักหมายความว่า Y เป็นสาเหตุของการเปลี่ยนแปลงของ X

4.3.2 การคาดการณ์สมมติฐาน

ตัวแปรตาม (dependent variable)

เนื่องจากการเป็นกรวัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ทางด้านขนาด จึงมีการใช้มูลค่าโดยรวมของตลาดหลักทรัพย์ (market capitalization) เป็นตัวแทนการชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ โดยถ้าอัตราส่วนนี้มีค่าสูงย่อมแสดงว่าตลาดมีขนาดใหญ่และมีการพัฒนาค่อนข้างสูง

ตัวแปรต้น (independent variable)

1) ด้านรายได้

มีการใช้ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริง (real GDP) ใช้เป็นตัววัดการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจอย่างกว้างๆ โดยมักจะมีการเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกับตลาดหลักทรัพย์และจะมีผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนด้วย

2) ด้านการลงทุน

เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์เป็นตัวส่งผ่านการออมไปยังการลงทุน ด้านการลงทุน ใช้การใช้จ่ายเพื่อการลงทุน (gross fixed capital formation) ดังนั้นถ้ามีความต้องการใช้จ่ายในการลงทุนจะทำให้ มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ก็จะสูงเช่นกัน

3) ด้านการพัฒนาของภาคธนาคาร

ตลาดหลักทรัพย์และธนาคารต่างเป็นแหล่งระดมทุนเช่นกัน ดังนั้นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ว่าทั้งสองมีความสัมพันธ์กันในลักษณะใดจึงมีความสำคัญต่อการศึกษา มีการใช้ตัวแทน 2 ตัวแทนด้วยกันคือสัดส่วนของปริมาณเงินในระบบ (money supply 3) กับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศเป็นปริมาณเงินในระบบในความหมายกว้าง และการให้สินเชื่อแก่ภาคธุรกิจของธนาคาร (domestic credit to private sector) จะแสดงถึงบทบาทของธนาคารในการเป็นแหล่งระดมเงินทุนในระยะยาวให้กับบริษัท มีการคาดว่าทั้งสองจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน

4) ด้านสภาพคล่อง

เป็นสิ่งที่อำนวยความสะดวกต่อนักลงทุน ตัวแทนที่ใช้แทนสภาพคล่องคือ สัดส่วนของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์กับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (value traded/GDP)

แสดงมูลค่าการทำธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ จะแสดงถึงขนาดของตลาดหลักทรัพย์ อีกตัวแทนที่นิยมใช้คือ อัตราการหมุนของการซื้อขายหุ้น (turnover ratio) ซึ่งเป็นตัววัดอัตราการหมุนเวียนของการซื้อขายหลักทรัพย์ คาดว่าทั้งสองตัวแปรจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก

5) ด้านเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ

นับว่าเป็นปัจจัยแวดล้อมที่มีผลต่อการดำเนินงานของบริษัท ตัวแทนที่ใช้มี 2 ตัวแทนด้วยกันคือ ดัชนีราคาผู้บริโภค (consumer price index) เป็นตัวชี้วัดเงินเฟ้อของเศรษฐกิจ และอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (policy interest rate) มีการคาดการณ์ว่าทั้งสองจะมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม

6) ด้านการลงทุนจากต่างประเทศ

เนื่องจากว่าปัจจุบันการลงทุนก่อนข้างเปิดเสรีมากขึ้น ดังนั้นการลงทุนจากต่างประเทศจึงเข้ามามีบทบาทสำคัญ ตัวแทนที่ใช้คือ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (foreign direct investment) โดยคาดการณ์ว่าจะมีทิศทางเดียวกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์

4.4 ผลการศึกษา

ในส่วนนี้จะนำเสนอถึงผลการวิเคราะห์ในเชิงพรรณนา (descriptive analysis) และในเชิงปริมาณ (quantitative analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์มหภาคและการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศอาเซียน ซึ่งจะมีรูปแบบการนำเสนอที่เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการศึกษา ภายใต้กรอบวิธีการวิจัย การศึกษาดังกล่าวนี้นี้ ใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายไตรมาสตั้งแต่ปี พ.ศ.2540 - 2554

ตารางที่ 4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มประชากรที่ศึกษา

ประเทศ	MC/GDP		GFCF/GDP		VT/GDP		CPR/GDP		M3/GDP	
	Mean	Std.Dev.	Mean	Std.Dev.	Mean	Std.Dev.	Mean	Std.Dev.	Mean	Std.Dev.
อินโดนีเซีย	0.926	0.331	0.247	0.046	0.082	0.043	1.372	0.680	1.751	0.306
มาเลเซีย	4.079	0.841	0.242	0.056	0.267	0.106	3.734	0.358	5.134	0.330
ฟิลิปปินส์	1.496	0.512	0.207	0.018	0.067	0.037	1.819	0.465	1.568	0.185
สิงคโปร์	5.904	1.510	0.239	0.062	0.753	0.321	3.876	0.325	4.695	0.753
ไทย	1.585	0.586	0.254	0.036	0.242	0.154	2.961	0.572	4.517	0.340

แหล่งที่มา: CEIC (VT/GDP = Value traded to GDP; MC/GDP = Market capitalization to GDP; GFCF/GDP = Gross fixed capital formation to GDP; CR/GDP = Domestic credit to private sector to GDP; M3/GDP = Liquid liabilities (M3 money supply to GDP)

จากตารางที่ 4.1 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (market capitalization) โดยเฉลี่ยของแต่ละประเทศสูงกว่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (gross domestic product) ยกเว้นประเทศเดียว คือ อินโดนีเซียที่มีสัดส่วนของ MC/GDP ที่ต่ำที่สุด โดยประเทศที่มี MC/GDP สูงที่สุดได้แก่ ประเทศสิงคโปร์ รองลงมาคือ มาเลเซีย ไทย และฟิลิปปินส์ ตามลำดับ

นอกจากนั้น ยังแสดงให้เห็นอีกว่าอัตราการลงทุนในแต่ละประเทศมีความใกล้เคียงกัน ในด้านการพัฒนาของภาคสถาบันการเงินซึ่งสังเกตได้จากอัตราส่วนของ M3/GDP และ CR/GDP นั้นพบว่ามาเลเซียเป็นประเทศที่มีการพัฒนาดังกล่าวดีที่สุด เพราะทั้งสองตัวแทนมีสัดส่วนที่สูงด้วยกันทั้งคู่ รองลงมาคือ สิงคโปร์ และไทยตามลำดับ ตรงกันข้ามกับประเทศอินโดนีเซียและฟิลิปปินส์ที่มีสัดส่วนดังกล่าวอยู่ในเกณฑ์ที่ค่อนข้างต่ำ แสดงให้ทราบในเบื้องต้นว่าทั้งสองประเทศ ยังมีการพัฒนาการทางด้านสถาบันการเงินไม่มากนัก สุดท้ายคือ VT/GDP ซึ่งแสดงถึงมูลค่าของการทำธุรกรรมการซื้อขายหุ้นเมื่อเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศพบว่าประเทศที่มีสัดส่วนดังกล่าวสูงสุดคือ สิงคโปร์ รองลงมาคือ มาเลเซีย ไทย อินโดนีเซียและท้ายสุดคือ ฟิลิปปินส์

ในการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (quantitative analysis) จะมีการแสดงผลการศึกษาในแต่ละขั้นตอน ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ส่วนตามลำดับดังนี้คือ

ส่วนที่หนึ่ง การทดสอบ Cointegration test เพื่อหาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวซึ่งมีขั้นตอนสามขั้นตอนด้วยกันคือ

ขั้นตอนแรก ตรวจสอบลำดับ integrated ของตัวแปร Y และ X โดยการทดสอบ unit root test ด้วยวิธี Augmented Dickey-Fuller test ถ้าพบว่าลำดับ integrated ของตัวแปรแต่ละตัวไม่เท่ากันในทางทฤษฎีแล้วจะไม่ทดสอบความสัมพันธ์ต่อ เพราะจะไม่มีโอกาสเป็น Cointegration แต่ถ้าตัวแปรทั้งสอง Integrated ในลำดับเดียวกัน $I(1)$ จะดำเนินการตรวจสอบต่อไป

ขั้นตอนที่สอง กำหนดแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวแล้วประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองโดยใช้การคำนวณ Ordinary Least Squares จากนั้นคำนวณค่าตัวคลาดเคลื่อน (residual)

ขั้นตอนที่สาม ทำการตรวจสอบค่าความคลาดเคลื่อนที่คำนวณได้ว่ามีคุณสมบัติเป็น Stationary หรือไม่ โดยใช้วิธี Augmented Dickey-Fuller Test โดยไม่รวมค่าคงที่และแนวโน้มเวลาในสมการที่ใช้ทดสอบ เนื่องจากค่าความคลาดเคลื่อนไม่มี Random walk with drift และ linear time trend หากพบว่าค่าความคลาดเคลื่อน มีคุณสมบัติเป็น Stationary แสดงว่า X และ Y มีความสัมพันธ์เป็น Cointegration

ส่วนที่สอง การทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุผลจาก Granger Causality ซึ่งมีนิยามกว้างๆของคำว่าเหตุเป็นผลดังนี้ ถ้าตัวแปร Y ถูกกำหนดโดยตัวแปร X อย่างเป็นทางการเป็นผล ก็ต่อเมื่อค่าปัจจุบันและค่าในอดีตของ X สามารถช่วยปรับปรุงค่าพยากรณ์ของ Y ดังนั้นในการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุผลจะต้องสร้างสมการถดถอย โดยกำหนดให้ Y ขึ้นอยู่กับตัว

แปรอื่นที่คาดว่าเป็นตัวกำหนดทั้งในรูปค่าปัจจุบันและค่าในอดีต รวมทั้งค่าตัวแปรเลื่อนเวลา (lagged variables) ของตัวมันเอง

จากตารางที่ 4.2 ผลการศึกษาสามารถกล่าวโดยสรุปได้ว่า ในประเทศอินโดนีเซีย จะพบว่ามีตัวแปร $M3/GDP$, CPR/GDP ที่มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 0.1 และ 0.05 ตามลำดับ กล่าวคือสามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้แสดงว่าข้อมูลมีลักษณะ Stationary ที่ระดับ level ส่วนข้อมูล MC/GDP , GDP , $GFCF/GDP$, VT/GDP , TR , CPI , INT และ FDI/GDP พบว่าข้อมูลมีลักษณะเป็น Non-stationary ดังนั้นจึงทำการทดสอบที่ First Difference เป็นลำดับต่อไปซึ่งพบว่าข้อมูลมีลักษณะ Stationary ที่ First Difference หรือ $I(1)$ ดังนั้นจึงสามารถทดสอบ Cointegration ต่อไปได้ แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากการทดสอบ Cointegration ข้อมูลต้องมี Integrated ในลำดับเดียวกัน ดังนั้นเมื่อตัวแปร $M3/GDP$, CPR/GDP ที่ Integrated แตกต่างจากตัวแปร MC/GDP ดังนั้นจึงทำให้ไม่สามารถทดสอบ Cointegration ของตัวแปร ดังกล่าวต่อไปได้

ด้านประเทศมาเลเซียพบว่าตัวแปร $M3/GDP$, CPR/GDP และ CPI มีลักษณะ Stationary ที่ระดับ level ซึ่งมีอันดับความคงที่ที่แตกต่างกับ MC/GDP โดยตามทฤษฎีแล้วจะไม่ทดสอบความสัมพันธ์ต่อ ดังนั้นจึงเหลือตัวแปรที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ต่อคือ GDP , $GFCF/GDP$, VT/GDP , TR , INT และ FDI/GDP พิจารณาในรูปแบบเดียวกันในประเทศฟิลิปปินส์ตัวแปรที่สามารถนำไปทดสอบต่อได้คือ GDP , $GFCF/GDP$, VT/GDP , TR , $M3/GDP$, CPR/GDP และ INT ตามลำดับ ด้านประเทศสิงคโปร์ ตัวแปรที่สามารถใช้ทดสอบได้เหมือนกับในประเทศฟิลิปปินส์ในลำดับต่อไปคือ GDP , $GFCF/GDP$, VT/GDP , TR , $M3/GDP$, CPR/GDP และ INT ท้ายที่สุดคือประเทศไทย ตัวแปรที่สามารถใช้ทดสอบได้ในลำดับต่อไปคือ GDP , $GFCF/GDP$, VT/GDP , TR , INT และ FDI/GDP ตามลำดับ จากการทดสอบคุณสมบัติของข้อมูลข้างต้นจึงนำไปสู่การทดสอบในขั้นตอนต่อไป

ส่วนที่หนึ่ง ผลการทดสอบคุณสมบัติ Stationary

ตารางที่ 4.2 ผลการทดสอบ Unit root test

ตัวแปร	อินโดนีเซีย		มาเลเซีย		ฟิลิปปินส์		สิงคโปร์		ไทย	
	ADF test	ADF test	ADF test	ADF test	ADF test	ADF test	ADF test	ADF test	ADF test	ADF test
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
MC/GDP	-2.880	-4.786***	-2.483	-4.051***	-1.698	-4.329***	-2.557	-4.566***	-2.970	-4.622***
GDP	-2.329	-6.618***	-2.132	-5.805***	-1.389	-5.137***	-1.962	-5.008***	-1.417	-4.011**
GFCF/GDP	-1.317	-8.098***	-2.868	-4.667***	-2.055	-6.117***	-3.032	-15.326***	-2.523	-4.455***
M3/GDP	-3.453*	-5.535***	-3.226*	-6.077***	-2.223	-4.449***	-2.712	-5.987***	-3.297*	-6.198***
CPR/GDP	-3.566**	-6.923***	-3.365*	-7.816***	-2.184	-6.622***	-2.833	-6.757***	-3.588**	-6.536***
VT/GDP	-2.961	-6.823***	-1.576	-9.435***	-1.944	-7.065***	-2.783	-7.102***	-1.538	-5.284***
TR	-1.254	-6.216***	-1.893	-4.294***	-1.776	-4.895***	-0.337	-4.721***	-1.632	-5.752***
CPI	-2.471	-4.299***	-3.233*	-5.939***	-3.422*	-4.411***	-3.251*	-3.799**	-3.492*	-6.423***
INT	-2.938	-4.613***	-2.816	-4.809***	-2.309	-9.984***	-2.704	-4.154***	-3.117	-6.154***
FDI/GDP	-2.507	-6.924***	-2.455	-7.201***	-3.201*	-8.089***	-3.257*	-9.713***	-2.786	-6.523***

หมายเหตุ: *, **, *** เป็นการปฏิเสธสมมติฐานหลักของตัวแปร อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

ขั้นตอนที่สองเมื่อทดสอบคุณสมบัติของข้อมูลดังกล่าวแล้ว ขั้นตอนต่อมาคือ การกำหนดแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว ซึ่งเรียกว่า Cointegration regression ($X_t = \beta_1 + \beta_2 X_t + \epsilon_t$) จากนั้นจึงประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองด้วยวิธี OLS และคำนวณหาค่าความคลาดเคลื่อน โดยจะทำการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรเพียง 1 คู่เท่านั้น (มีตัวแปรเพียง 2 ตัวแปร) ดังนั้นจึงมีการจับคู่การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังแสดงตาราง 4.3

ตารางที่ 4.3 ตัวแปรแต่ละคู่ที่ต้องทำการทดสอบด้วยวิธี OLS

ตัวแปรตาม	ตัวแปรต้น
MC/GDP	GDP GFCF/GDP M3/GDP CR/GDP VT/GDP TR CPI INT FDI/GDP

ตารางที่ 4.4 ผลการประมาณการแบบจำลองด้วยวิธี Ordinary Least Squares (OLS) แบบ Simple liner regression มีตัวแปรตามคือ % ของ Market capitalization ต่อ GDP

ตัวแปรอิสระ	อินโดนีเซีย	มาเลเซีย	ฟิลิปปินส์	สิงคโปร์	ไทย
GDP	0.4056 (0.0000)	0.1165 (0.0636)	0.4913 (0.0000)	0.5568 (0.0000)	0.8096 (0.0000)
GFCF/GDP	0.4871 (0.0000)	0.5179 (0.0003)	0.1594 (0.7605)	0.5186 (0.0000)	0.2772 (0.0003)
M3/GDP	-	-	0.4371 (0.0001)	0.8711 (0.0324)	-
CPR/GDP	-	-	0.3788 (0.0229)	0.3408 (0.0003)	-
VT/GDP	0.6191 (0.0000)	0.3454 (0.0000)	0.4706 (0.0000)	0.3863 (0.0000)	0.4897 (0.0000)
TR	0.1459 (0.3969)	0.1229 (0.1574)	0.4535 (0.0000)	0.2633 (0.0051)	0.5489 (0.0000)
CPI	-0.032 (0.9803)	-	-	-	-
INT	-0.2011 (0.0019)	0.0229 (0.3243)	-0.1255 (0.2679)	-0.098 (0.0225)	-0.1048 (0.1033)
FDI/GDP	0.0033 (0.9677)	0.0207 (0.6801)	-	-	-0.0415 (0.7376)

หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บคือค่า p-value

ผลจากตารางที่ 4.4 แสดงให้ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรในแต่ละประเทศ แต่อย่างไรก็ตามในขั้นตอนนี้ สิ่งที่เราต้องการจากการทำ Regression คือค่า Residual ซึ่งจะนำไปใช้ในขั้นตอนต่อไป

ขั้นตอนที่สาม เป็นการทำการตรวจสอบค่าความคลาดเคลื่อนที่คำนวณได้ว่ามีคุณสมบัติเป็น Stationary หรือไม่เพื่อนำไปสู่การสรุปว่ามูลค่าตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์

เชิงดุลยภาพในระยะยาวกับตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคหรือไม่ โดยใช้วิธี ADF-test เมื่อพิจารณาค่าสถิติ t ที่คำนวณได้ของ $\hat{\epsilon}_t$ ไปเปรียบเทียบกับค่าวิกฤตของ Mackinnon โดยสมมติฐานหลักและสมมติฐานทางเลือกของการทดสอบคือ $H_0: \hat{\epsilon}_t \sim I(1)$ และ $H_1: \hat{\epsilon}_t \sim I(0)$ หากปฏิเสธสมมติฐานหลักแสดงว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว

จากตารางที่ 4.5 จะพบว่าในประเทศอินโดนีเซียพบว่าสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวทั้งหมดยกเว้น M3/GDP และ CR/GDP ซึ่งเป็นตัวแทนของภาคธนาคารซึ่งไม่นับสำคัญ ซึ่งคล้ายกับในประเทศมาเลเซียและไทยซึ่งพบว่าตัวแปร M3/GDP และ CR/GDP ก็ไม่พบความสัมพันธ์ในระยะยาวกับมูลค่าตลาดเช่นกัน ด้านประเทศอินโดนีเซียมีความแตกต่างจากประเทศอื่นในด้านเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ ในที่นี้เราใช้ตัวแปร CPI เป็นตัววัดพบว่ามีสัมพันธ์ในระยะยาวกับมูลค่าตลาด แต่ในประเทศอื่นๆกลับไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวในประเทศมาเลเซียจะพบว่านอกจากภาคธนาคารที่ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดและยังพบว่าเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจก็ไม่มีความสัมพันธ์เช่นกัน ประเทศฟิลิปปินส์และสิงคโปร์ให้ผลการศึกษาที่เหมือนกันคือ CPI และ FDI/GDP ไม่มีความสัมพันธ์ในดุลยภาพระยะยาวกับมูลค่าตลาด ทั้งสองประเทศนี้มีข้อแตกต่างจากประเทศอื่นที่การพัฒนาการของภาคธนาคารกลับมีความสัมพันธ์กัน ส่วนในประเทศไทยจากผลการศึกษาพบตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวกับมูลค่าตลาดน้อยกว่าประเทศอื่นๆ ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ได้แก่ GDP, GFCF/GDP, VT/GDP และ TR ซึ่งแต่ละตัวแปรแสดงถึงปัจจัยทางเศรษฐกิจในด้านรายได้, การลงทุนภายในประเทศและสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์

ในตารางที่ 5 นั้นเราสามารถบอกได้ว่าตัวแปรใดบ้างที่มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว แต่เรายังไม่ได้ทราบถึงขนาดและทิศทางความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปร ซึ่งผลดังกล่าวจะแสดงได้ในตารางที่ 4 จากตารางที่ 4 จะแสดงถึงค่าสัมประสิทธิ์ของแต่ละตัวแปรโดยวิธีการวิเคราะห์สมการถดถอยอย่างง่าย (simple linear regression) สามารถสรุปข้อมูลได้ดังนี้คือเมื่อพิจารณาในด้านรายได้ ซึ่งใช้ตัวแทนของข้อมูลคือ GDP จากสมมติฐานกล่าวว่า GDP ควรมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวกับ มูลค่าโดยรวมของตลาดหลักทรัพย์ (market capitalization) เพราะ เมื่อรายได้เพิ่มสูงขึ้นจะทำให้ความต้องการสินทรัพย์ของประชาชนเพิ่มสูงขึ้น หรือการที่รายได้เพิ่มขึ้นจะเป็นปัจจัยแวดล้อมที่เอื้อต่อสภาพของการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงทำให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น จากผลการศึกษาพบว่าทุกประเทศมีทิศทางความสัมพันธ์สอดคล้องกับสมมติฐานทั้งหมด เพราะรายได้เปรียบเสมือนปัจจัยเบื้องต้นที่ผู้ลงทุนต้องมีเพิ่มขึ้นเพื่อที่จะเอื้อต่อการลงทุน ดังนั้นหากรายได้เพิ่มขึ้นจึงทำให้มูลค่าตลาดเพิ่มขึ้นด้วย

ในด้านของการลงทุนภายในประเทศ ตัวชี้วัดคือ GFCF สมมติฐานว่ามีทิศทางเดียวกันเช่นเดียวกับรายได้ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการระดมเงินออม มาจัดสรรสู่ภาคการผลิตที่ต้องการเงินทุน หากความต้องการลงทุนในประเทศเพิ่มขึ้น จะมี

ผลต่อมูลค่าโดยรวมของตลาดหลักทรัพย์ด้วย จากผลการศึกษาพบว่าในทุกประเทศพบความสัมพันธ์ในทิศทางบวกทั้งหมดซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ เพราะการลงทุนที่เพิ่มขึ้นนำไปสู่ความต้องการเงินทุนที่เพิ่มขึ้น

การพัฒนาการของสถาบันการเงินจะแบ่งการพิจารณาใน 2 รูปแบบคือด้านขนาด, ความสามารถในการให้เครดิตแก่ภาคธุรกิจเพื่อให้ครอบคลุมด้านการพัฒนา สมมติฐานในการวิจัยบอกถึงความสัมพันธ์ในระยะยาวและทิศทางว่าควรเป็นไปในทิศทางเดียวกัน สามารถขยายความได้ว่าในลักษณะของประเทศที่ตลาดหลักทรัพย์ที่พัฒนาแล้วอย่างเช่น อเมริกา การพัฒนาการของสถาบันการเงินควรมีทิศทางเดียวกันกับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ เพื่อที่จะให้ทั้งสองแหล่งระดมทุนมีการเติบโตแบบไปด้วยกันเพื่อส่งเสริมกันและกันในระยะยาว จากผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ในลักษณะดังกล่าวในประเทศฟิลิปปินส์กับสิงคโปร์ ประเทศสิงคโปร์เป็นประเทศที่ตลาดหลักทรัพย์มีการพัฒนาในลำดับที่สูงสุดใน 5 ประเทศอยู่แล้ว แต่ที่น่าสนใจคือประเทศฟิลิปปินส์ จากผลการศึกษาอาจบอกได้ว่า ฟิลิปปินส์เป็นประเทศที่ตลาดหลักทรัพย์กำลังเกิดใหม่ ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ยังคงมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ อีกทั้งจำนวนของบริษัทน้อย ทำให้นักลงทุนเป็นนักลงทุนเฉพาะกลุ่ม ดังนั้นการวัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์โดยใช้มูลค่าตลาดที่ใช้เป็นตัวแทนของการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์จึงอาจไม่เหมาะสมสำหรับประเทศฟิลิปปินส์ ด้านสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ ตัวแปรที่ใช้แทนคือ VT/GDP และ TR พบความสัมพันธ์ในคุณภาพระยะยาวทุกประเทศ และมีทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ เพราะสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์เป็นสิ่งที่แสดงถึงความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุน เมื่อสภาพคล่องของตลาดสูงขึ้น จึงดึงดูดใจให้นักลงทุนเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่ม จึงส่งผลต่อมูลค่าของตลาดในทิศทางเดียวกันด้วย

ในด้านเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจที่ใช้ CPI แทนอัตราเงินเฟ้อ และ INT แทนอัตราดอกเบี้ยนโยบาย สมมติฐานของการวิจัยบอกว่าทั้งสองตัวแปรควรมีทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าตลาด ยกตัวอย่างเช่น เมื่อเกิดภาวะเงินเฟ้อ จะทำให้กำลังซื้อของผู้บริโภคลดลง ส่งผลให้กิจการขายสินค้าและบริการได้น้อยลงและจะส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบ ทำให้มูลค่าตลาดโดยรวมลดลงในที่สุด ส่วนอัตราดอกเบี้ย เมื่อมองในแง่ของต้นทุนค่าเสียโอกาส การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยจะทำให้นักลงทุนเปลี่ยนการลงทุนในหลักทรัพย์ไปยังสินทรัพย์อื่น นอกจากนี้ยังสะท้อนถึงต้นทุนทางการเงินของบริษัทอีกด้วย จากผลการศึกษา อัตราเงินเฟ้อมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดเพียงประเทศเดียวเพราะอินโดนีเซียเป็นหนึ่งในประเทศที่กำลังเผชิญกับปัญหาอัตราดอกเบี้ยที่ชะลอตัว อัตราเงินเฟ้อสูง เนื่องมาจากราคาน้ำมันสูงขึ้น ส่วนอัตราดอกเบี้ยประเทศไทยเป็นประเทศเดียวที่ตัวแปรอัตราดอกเบี้ยไม่มีความสัมพันธ์ในระยะยาวกับมูลค่าตลาดซึ่งให้ผลแตกต่างจากทุกประเทศนอกเหนือจากนั้นคือมีความสัมพันธ์ในระยะยาวทั้งหมด โดยในประเทศอินโดนีเซีย, ฟิลิปปินส์และสิงคโปร์เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่

ในประเทศมาเลเซียจะมีทิศทางเป็นบวก สุดท้ายคือภาคการลงทุนจากต่างประเทศพบความสัมพันธ์ใน 2 ประเทศคือ ประเทศอินโดนีเซียและมาเลเซียนอกเหนือจากนั้นไม่มีนัยสำคัญ

ส่วนที่สอง ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุผล (Granger causality)

ในการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุผลของตัวแปรที่เก็บข้อมูลแบบอนุกรมเวลานั้น ก่อนการทดสอบเราต้องทดสอบลักษณะข้อมูลของแต่ละตัวแปร ว่ามีคุณสมบัติ stationary หรือไม่ ถ้าไม่เป็น stationary ก็ให้ปรับข้อมูลก่อนที่จะทำการตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุผล ซึ่งเราได้ทำการทดสอบแล้วในส่วนที่หนึ่ง (ตารางที่ 4.2) ดังนั้นจากการทดสอบดังกล่าวจึงทำการ difference ข้อมูลก่อนทดสอบ เพื่อให้ข้อมูลมีลักษณะ stationary และเนื่องจากผลสรุปที่ได้จากการทดสอบสมมติฐานมักจะเปลี่ยนไปตามจำนวนช่วงเวลาในอดีต (lag length) ที่นำมาใช้ ทั้งนี้เพราะค่า F-test ที่คำนวณได้จะเปลี่ยนไปเมื่อกำหนดระยะเวลาในอดีตหรือค่าเลื่อนเวลาของตัวแปรในระดับต่างๆ ดังนั้นเพื่อแก้ปัญหานี้ ต้องมีการคำนวณหาจำนวนค่าเลื่อนเวลาที่เหมาะสม (optimal lag length)¹⁴ ดังแสดงในตารางที่ 4.6

จากตารางที่ 4.6 อธิบายได้ว่า GDP เป็นตัวแปรที่แสดงถึงรายได้จากการศึกษาในแต่ละประเทศให้ผลสอดคล้องกันคือพบว่า GDP และ MC ต่างมีความสัมพันธ์ในเชิงเหตุผลกันซึ่งทั้งสองตัวแปรมีผลกระทบแบบสองทิศทาง บอกได้ว่าเมื่อรายได้เพิ่มขึ้นจะทำให้คนมีความต้องการสินทรัพย์เพิ่มขึ้น จึงทำให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เพิ่ม จึงส่งผลต่อขนาดของตลาดหลักทรัพย์ในที่สุด การเพิ่มขึ้นของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์อาจเป็นการเพิ่มความมั่งคั่งของผู้ลงทุนในทางอ้อม จึงส่งผลกระทบกลับมายังรายได้อีกครั้ง

ในด้านการลงทุนซึ่งแสดงในตัวแปร GFCF พบว่า MC เป็นสาเหตุของ GFCF ซึ่งก็คือมีผลในทิศทางเดียว (unidirectional causality) ที่เป็นเช่นนี้อาจเป็นเพราะว่าตลาดหลักทรัพย์เป็นแหล่งระดมเงินทุนในประเทศของภาคธุรกิจ ดังนั้นเมื่อขนาดหลักทรัพย์ใหญ่ขึ้นจึงมีผลต่อการลงทุนภายในประเทศ ยกเว้นประเทศเดียวคือ ฟิลิปปินส์ที่ทั้งสองตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์ในเชิงเหตุผลกัน

¹⁴วิธีการกำหนดความล่าช้าที่เหมาะสม (optimal lag length) ด้วยวิธี AIC (Akaike Information Criteria) โดยจะพิจารณาจำนวน lag ที่เหมาะสมจากจำนวน lag ที่ให้ค่า AIC ต่ำสุด

ตารางที่ 4.5 ผลการทดสอบ unit root test ของ residual

แบบจำลอง	อินโดนีเซีย		มาเลเซีย		ฟิลิปปินส์		สิงคโปร์		ไทย	
	ADF test	ผลการศึกษา	ADF test	ผลการศึกษา	ADF test	ผลการศึกษา	ADF test	ผลการศึกษา	ADF test	ผลการศึกษา
GDP	-2.6909***	Stationary	-4.5994***	Stationary	-2.9791***	Stationary	-3.0600***	Stationary	-2.9371***	Stationary
GFCF/GDP	-3.2147***	Stationary	-3.6771***	Stationary	-1.8877*	Stationary	-2.5696**	Stationary	-2.2244**	Stationary
M3/GDP	-	-	-	-	-2.5998**	Stationary	-2.3506**	Stationary	-	-
CR/GDP	-	-	-	-	-2.5546**	Stationary	-1.6674*	Stationary	-	-
VT/GDP	-3.3376***	Stationary	-3.7587***	Stationary	-2.8702***	Stationary	-2.5345**	Stationary	-3.2112***	Stationary
TR	-2.003**	Stationary	-4.2302***	Stationary	-2.4638**	Stationary	-1.9575**	Stationary	-2.2168**	Stationary
CPI	-1.6704*	Stationary	-	-	-	-	-	-	-	-
INT	-2.0570**	Stationary	-4.3515***	Stationary	-2.1079**	Stationary	-2.1488**	Stationary	-1.2638	Non-Stationary
FDI/GDP	-2.0312**	Stationary	-3.5452***	Stationary	-	-	-	-	-1.3753	Non-Stationary

หมายเหตุ: *, **, *** แสดงนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 1%, 5% และ 10%ตามลำดับ

ตารางที่ 4.6 ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุผลของ 5 ประเทศ

สมมติฐานของการทดสอบ	อินโดนีเซีย			มาเลเซีย			ฟิลิปปินส์			สิงคโปร์			ไทย		
	Lag	F-statistic	p-value	Lag	F-statistic	p-value	Lag	F-statistic	p-value	Lag	F-statistic	p-value	Lag	F-statistic	p-value
GDP ไม่เป็นสาเหตุของ MC	4	7.1557***	0.0001	1	1.0036	0.3208	4	0.2897	0.8832	4	0.2066	0.9334	4	2.1725**	0.0870
MC ไม่เป็นสาเหตุของ GDP	4	5.4164***	0.0012	1	26.3179***	0.0000	4	5.8192***	0.0007	4	2.8703**	0.0333	4	5.1194***	0.0017
GFCF ไม่เป็นสาเหตุของ MC	4	7.7291***	0.0001	1	0.0023	0.9619	2	0.0697	0.9327	3	1.8984	0.1422	2	1.3789	0.2609
MC ไม่เป็นสาเหตุของ GFCF	4	4.7721***	0.0026	1	0.0023***	0.0000	2	1.4832	0.2364	3	3.1952**	0.0315	2	4.9327**	0.0109
M3 ไม่เป็นสาเหตุของ MC	3	1.0725	0.3694	2	2.4303**	0.0979	2	0.9223	0.4040	4	3.5549**	0.0131	2	1.5514	0.2216
MC ไม่เป็นสาเหตุของ M3	3	0.1767	0.9116	2	11.0842***	0.0001	2	1.0992	0.3408	3	8.3083***	0.0000	2	0.2187	0.8043
CPR ไม่เป็นสาเหตุของ MC	3	0.2907	0.8319	2	6.8654***	0.0023	4	1.5738	0.1972	3	1.9689	0.1309	4	1.3868	0.2579
MC ไม่เป็นสาเหตุของ CPR	3	1.4107	0.2509	2	2.3301	0.1074	4	1.9004	0.1264	3	1.1089	0.3545	4	0.7890	0.5058
VT ไม่เป็นสาเหตุของ MC	1	1.0892	0.3012	2	0.7285	0.4875	1	3.6236**	0.0622	2	0.0401	0.9606	1	0.8875	0.4542
MC ไม่เป็นสาเหตุของ VT	1	17.2678***	0.0001	2	9.9626***	0.0002	1	5.2141**	0.0263	2	3.1311*	0.0520	1	3.8172**	0.0155
TR ไม่เป็นสาเหตุของ MC	1	0.7971	0.3758	2	0.6088	0.5478	4	3.4133***	0.0159	3	0.4875	0.6925	4	0.2684	0.8478
MC ไม่เป็นสาเหตุของ TR	1	8.0144***	0.0065	2	6.0741***	0.0043	4	2.0827**	0.0984	3	1.2909	0.2880	4	1.2995	0.2852
CPI ไม่เป็นสาเหตุของ MC	2	1.9332	0.1549	2	5.9271***	0.0048	2	0.3828	0.6838	1	4.8360**	0.0321	2	1.1790	0.2823
MC ไม่เป็นสาเหตุของ CPI	2	0.5291	0.5922	2	3.1922**	0.0492	2	0.4975	0.6109	1	10.8865***	0.0017	2	1.2721	0.2643
INT ไม่เป็นสาเหตุของ MC	1	1.3002	0.2591	1	1.0603	0.3076	2	0.8048	0.4526	2	0.2331	0.7929	2	0.7950	0.4570
MC ไม่เป็นสาเหตุของ INT	1	0.6343	0.4292	1	0.0546	0.8161	2	1.3106	0.2784	2	0.2497	0.7799	2	1.1493	0.3248
FDI ไม่เป็นสาเหตุของ MC	1	1.3503	0.2502	2	1.1483	0.3251	3	1.0032	0.3993	2	0.2105	0.8108	3	0.6608	0.5801
MC ไม่เป็นสาเหตุของ FDI	1	0.1567	0.6937	2	1.7852	0.1779	3	1.5543	0.2124	2	0.0288	0.9716	3	0.9448	0.4263

หมายเหตุ: *, **, *** แสดงนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

ส่วนในด้านการพัฒนาของสถาบันการเงินที่แสดงด้วยตัวแปร M3 และ CR พบว่ามีเพียง 2 ประเทศคือ มาเลเซียและสิงคโปร์ที่เกิดความสัมพันธ์เชิงเหตุผลในสองทิศทางซึ่งก็คือไม่สามารถระบุได้ว่าตัวแปรใดเป็นตัวแปรต้นหรือตัวแปรตาม ผลจากการทบทวนวรรณกรรมกล่าวถึงความสัมพันธ์ในลักษณะดังกล่าวว่าการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ซึ่งวัดจากขนาดกับการพัฒนาในภาคของสถาบันการเงินต่างควรที่จะพัฒนาไปพร้อมๆกัน ลักษณะดังกล่าวนี้มักจะเกิดกับประเทศที่พัฒนาแล้วด้านสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ซึ่งวัดจากตัวแปร VT และ TR พบว่าในทุกประเทศเกิดความสัมพันธ์หมด แต่ขึ้นอยู่กับว่าความสัมพันธ์ในแต่ละประเทศจะเป็นไปในลักษณะใด เช่น ในประเทศอินโดนีเซีย สิงคโปร์และไทย MC เป็นสาเหตุของ VT, ประเทศมาเลเซีย MC เป็นสาเหตุของทั้ง VT และ TR, ประเทศฟิลิปปินส์ ทุกตัวแปรต่างมีความสัมพันธ์เชิงเหตุผลกันทั้งหมดส่วนตัวแปร CPI และ INT ที่เป็นตัวแทนวัดเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจพบว่ามีสองประเทศคือประเทศมาเลเซียและสิงคโปร์เท่านั้นที่พบว่าความสัมพันธ์ของทั้งสองมีความสัมพันธ์เชิงเหตุผลกันแต่ไม่สามารถระบุได้ว่าตัวแปรใดเป็นตัวแปรต้นหรือตัวแปรตามได้เพราะเป็นความสัมพันธ์ในสองทิศทาง จากผลดังกล่าวบอกได้ว่าเสถียรภาพของเศรษฐกิจจะมีผลต่อขนาดของตลาดหลักทรัพย์ เพราะจะแสดงถึงความเชื่อมั่นในการลงทุนในประเทศได้

ท้ายที่สุดคือ ด้านการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศพบว่าไม่มีประเทศใดที่พบความสัมพันธ์เลย อาจเป็นเพราะว่าตัวแปร FDI ที่นำมาทดสอบจะแสดงถึงการลงทุนในภาคการผลิตที่เกิดขึ้นจริง ซึ่งไม่ใช่ด้านการลงทุนโดยตรงในตลาดหลักทรัพย์ จึงทำให้ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว

4.5 สรุปผลการศึกษา

จากผลงานวิจัยปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ โดยการวัดการพัฒนาดังกล่าวมีการนำมูลค่าโดยรวมของตลาดหลักทรัพย์เข้ามาใช้เป็นตัวชี้วัดการพัฒนา ผลการศึกษาพบว่าในกลุ่มประชาคมอาเซียนขนาดของตลาดหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับภาคเศรษฐกิจ ประเทศที่มีสัดส่วนนี้มากที่สุด ได้แก่ ประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย ไทย ฟิลิปปินส์และอินโดนีเซียตามลำดับ สัดส่วนดังกล่าวบอกถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ว่าสิงคโปร์เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีการพัฒนามากที่สุดเมื่อพิจารณาตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค จะพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ในรูปแบบที่แตกต่างกันออกไปเพราะโครงสร้างเศรษฐกิจของของแต่ละประเทศแตกต่างกัน จากการศึกษาพบว่าด้านรายได้ การลงทุนภายในประเทศ และอัตราดอกเบี้ยต่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ในทุกประเทศ ทั้งนี้อาจเป็นเพราะว่าทั้งสามตัวแปรถูกจัดว่าเป็นตัวแปรภายในตามทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ซึ่งแตกต่างจากตัวแปรอื่นที่ไม่มีความเกี่ยวข้องในเชิงเศรษฐศาสตร์มากนัก จาก

ผลการศึกษาดังกล่าวนำไปสู่การพัฒนานโยบายเศรษฐกิจของภาครัฐที่จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องทราบถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจ แต่อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ยังมีข้อจำกัดหลายข้อด้วยกัน อาทิเช่น ตัวชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ที่ชี้วัดขาดขนาดถือว่าไม่ใช่ตัวชี้วัดที่ดีเท่าไหร่นักหรือในด้านของข้อจำกัดของข้อมูลที่รวบรวมมาจากหลายแหล่งทำให้ผลการทดสอบไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร

บรรณานุกรม

- อัศวพงศ์ อ้นทอง. 2555. เศรษฐมิตีว่าด้วยการท่องเที่ยว. เชียงใหม่: สถาบันศึกษานโยบายสาธารณะ.
- Charles Amo Yartey.2008.The determinants of stock market development in Emerging Economies: Is South Africa Different. International monetary fund.
- Kemboi Josphat and Tarus Daniel. 2012. Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Markets: Evidence from Kenya. **Journal of Finance and Accounting**. Volume 3, No 5.
- Lekshmi R. Nair. 2008. Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in India. **NSB Management Review**.
- Valeriano F. Garcia and Lin Liu. 1999. Macroeconomic Determinants of Stock Market Development. **Journal of Applied Economics**. Volume 2, No 1:29-59

บทที่ 5

การวัดการกระจุกตัวในอุตสาหกรรม ของตลาดหลักทรัพย์ ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

บทที่ 5

การวัดการกระจุกตัวในอุตสาหกรรมของตลาดหลักทรัพย์ ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

5.1 บทนำ

ในปัจจุบันนี้เศรษฐกิจโลกได้ก้าวเข้าสู่ยุคโลกาภิวัตน์อย่างเต็มที่ โดยมีหลายประเทศที่จำเป็นต้องเร่งพัฒนาสถานะการเงินให้แข็งแกร่งเพื่อสามารถแข่งขันกับประเทศต่างๆ ได้อย่างทัดเทียม โดยพัฒนาสถานะทางการเงินและเศรษฐกิจของประเทศ ย่อมต้องอาศัยเงินทุนเป็นปัจจัยสำคัญ ดังนั้นตลาดทุนจึงมีส่วนช่วยให้ธุรกิจต่างๆ ทั้งที่เพิ่งเริ่มก่อตั้งและที่ต้องการขยายธุรกิจสามารถระดมทุนมาได้โดยการออกหุ้นและนำมาจำหน่ายในตลาดทุนวิธีระดมทุนเช่นนี้มีข้อดีต่อธุรกิจคือเป็นเงินทุนระยะยาวและในกรณีของการระดมทุนที่เป็นตราสารหนี้ก็จะมีภาระดอกเบี้ยน้อยกว่ากู้จากสถาบันการเงิน ส่วนด้านของผู้ที่ต้องการลงทุนการนำเงินมาซื้อหลักทรัพย์ก็อาจจะได้รับประโยชน์สูงกว่านำเงินไปฝากธนาคารเมื่อเวลาผ่านไปราคาหุ้นมีแนวโน้มที่จะสูงขึ้นจากผลการดำเนินงานที่ดีของธุรกิจ ผู้ลงทุนก็จะได้รับกำไรมากขึ้น อย่างไรก็ตามการลงทุนซื้อหลักทรัพย์ในตลาดทุนก็มีอัตราความเสี่ยงเช่นกัน ทั้งนี้ เพราะผลกระทบจากปัจจัยภายนอกที่เราไม่สามารถควบคุมได้อาจทำให้ราคาหุ้นตกต่ำลงแต่ถ้าเลือกถือหุ้นที่มีผลประโยชน์การดี ก็อาจจะได้รับผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลที่จ่ายในอัตราคําคับกับการลงทุน จึงเป็นสาเหตุทำให้นักลงทุนทั่วไปเกิดความสนใจว่าปัจจุบันนักลงทุนส่วนใหญ่สนใจการลงทุนในอุตสาหกรรมใดบ้างเพื่อเป็นแนวทางให้ผู้ลงทุนที่เพิ่งเข้ามาใหม่หรืออยู่ในตลาดเดิมอยู่แล้วสามารถทราบพฤติกรรมการลงทุนดังกล่าวได้

โดยปัจจัยที่ส่งผลต่อการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์สามารถแบ่งออกเป็น 4 ด้าน คือ ขนาด (size) การเข้าถึงแหล่งเงินทุน (access) ประสิทธิภาพ (efficiency) และเสถียรภาพ (stability) ซึ่งการวัดการกระจุกตัวเป็นส่วนหนึ่งของการพัฒนาตลาดด้านการเข้าถึงแหล่งเงินทุน และสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการตอบโจทย์คำถามได้ว่าปัจจุบันนักลงทุนส่วนใหญ่สนใจการลงทุนในอุตสาหกรรมใดได้อีกด้วย จึงจำเป็นต้องศึกษาการกระจุกของอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์เทียบกับหลักทรัพย์ทั้งตลาด (concentration) โดยการกระจุกตัวเป็นปัจจัยสำคัญที่ถูกนำมาพิจารณาเพราะในตลาดบางประเทศถูกชี้นำด้วยหลักทรัพย์เพียงจำนวนไม่มากนักเนื่องจากขนาดที่ใหญ่ของกิจการเมื่อเทียบกับตลาดโดยรวม ดังนั้นการพิจารณาถึงความกระจุกตัวอาจเป็นเครื่องบ่งชี้การพัฒนาของประเทศได้ในระดับหนึ่งอย่างที่กล่าวมาข้างต้น

โดยในการศึกษานี้ จะมีการพิจารณาเป็นรายอุตสาหกรรมว่า อุตสาหกรรมใดในตลาดหลักทรัพย์เป็นอุตสาหกรรมที่มีความโดดเด่นในการขึ้นราคาตลาด ซึ่งพิจารณาได้จากมูลค่ารวมของบริษัทในอุตสาหกรรมทั้งหมดเทียบกับมูลค่าตลาดรวมว่าเป็นสัดส่วนเท่าไร นอกจากนี้ ยังอาจพิจารณาว่าการซื้อขายรวมของแต่ละอุตสาหกรรมเทียบกับการซื้อขายรวมของทั้งตลาดมีลักษณะอย่างไร โดยจะสังเกตได้ว่าเมื่อมีข้อมูลข่าวสารอันเป็นสาระสำคัญในอุตสาหกรรมนั้น เข้ามาสู่ตลาดก็เกิดการปรับตัวทั้งอุตสาหกรรมและส่งผลกระทบต่อภาพรวมทั้งตลาด ซึ่งการกระจุกตัวนี้เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาในแง่เสถียรภาพและความมั่นคงของตลาด ซึ่งหากหลักทรัพย์มีการกระจุกตัวมากเกินไป จะทำให้ราคาหลักทรัพย์หรือทำให้อุตสาหกรรมที่เป็นอุตสาหกรรมบ่งชี้ตลาดมีการปรับตัวในทางลบย่อมส่งผลกระทบต่อตลาดอย่างร้ายแรง ซึ่งสามารถเห็นได้จากบทเรียนในอดีต คือกรณีของอุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ครั้งหนึ่งเป็นอุตสาหกรรมที่เฟื่องฟูอย่างมาก ในครั้งนั้นภาพรวมของทั้งตลาดก็อยู่ในเกณฑ์ที่ดีด้วย แต่เมื่อเกิดวิกฤตทางเศรษฐกิจ ภาคอสังหาริมทรัพย์มีการถดถอยลงตลาดก็ได้รับผลกระทบนี้ไปด้วยโดยปริยาย

โดยการศึกษาจะมีการเปรียบเทียบการกระจุกตัวของประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน หรือ ASEAN Economic Community (AEC) เนื่องจากในปี พ.ศ.2563 จะมีการเปิดเสรีทางการเงินโดยการเคลื่อนย้ายเงินทุนเป็นไปอย่างเสรีมากขึ้น จึงเป็นสาเหตุที่ทำให้ควรศึกษาการกระจุกตัวของประเทศสมาชิกด้วย โดยขอบเขตการศึกษามี 5 ประเทศ ได้แก่ ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซียและฟิลิปปินส์ จุดเริ่มต้นของการวัดการกระจุกตัวเกิดมาจากแนวคิดในเรื่องทฤษฎีราคา ซึ่งมีการคิดค้นดัชนีเพื่อนำมาใช้ในวัดการผูกขาดของตลาด Lerner index (1934) กล่าวว่าการวัดการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมมีประโยชน์สำหรับทำนายพฤติกรรมและผลการดำเนินงานของอุตสาหกรรม โดยการศึกษาการวัดการกระจุกตัวที่ผ่านมาในอดีต มีดังนี้ Hou and Robinson (2006) ศึกษาการกระจุกของอุตสาหกรรมในประเทศสหรัฐอเมริกา, Min , Han and Li (2007) ศึกษาการกระจุกของอุตสาหกรรมในประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน Hashem (2010) ศึกษาการกระจุกของอุตสาหกรรมในประเทศ สหราชอาณาจักร และ Gallagher and Ignatievay (2010) เป็นศึกษาการกระจุกของอุตสาหกรรมในประเทศออสเตรเลียโดยผลลัพธ์ที่ได้ออกมามีลักษณะที่ชัดเจนคือ ประเทศที่มีโครงสร้างเศรษฐกิจแบบเปิดขนาดใหญ่ (large open economy) มีการแข่งขันที่สูง (การกระจุกตัวต่ำ) ส่วนประเทศที่มีโครงสร้างเศรษฐกิจแบบเปิดขนาดเล็ก (small open economy) จะมีการกระจุกตัวที่สูง (การแข่งขันต่ำ) ซึ่งการศึกษานี้จะใช้อย่างไรในการคำนวณการกระจุกตัว โดยวัตถุประสงค์ในการศึกษา เพื่อศึกษานักลงทุนในปัจจุบันมีความนิยมที่จะลงทุนในภาคอุตสาหกรรมใดเป็นหลักและเพื่อให้ทราบพฤติกรรมของนักลงทุน และเพื่อใช้เป็นแนวทางในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์

5.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

5.2.1 การวัดการกระจุกตัวของอุตสาหกรรม

ดัชนีการกระจุกตัวเป็นเครื่องมือดั้งเดิมทางเศรษฐศาสตร์อุตสาหกรรมเพื่อใช้ในการวัดโครงสร้างของตลาดและประเมินระดับการแข่งขันของอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันในปัจจุบัน โดยทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ ชี้ให้เห็นว่าการกระจุกตัวเป็นปัจจัยสำคัญต่อพฤติกรรมของตลาดและผลลัพธ์ของตลาด ซึ่งมีจุดกำเนิดโดยตรงจากทฤษฎีราคา โดยมีการคิดค้นดัชนีเพื่อนำมาใช้ในวัดการผูกขาดของตลาด Lerner index (1934) การวัดการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมมีประโยชน์สำหรับทำนายพฤติกรรมและผลการดำเนินงานของอุตสาหกรรม

โครงสร้างตลาด (market structure) ประกอบด้วย ลักษณะต่างๆ ที่ประกอบกันขึ้นเป็นตลาด เช่น เงื่อนไขการเข้าสู่อุตสาหกรรม จำนวนผู้ประกอบการในอุตสาหกรรม ขนาดของหน่วยธุรกิจ ระดับความแตกต่างกันของสินค้า ซึ่งจะทำให้ประเมินรูปแบบการแข่งขันในตลาดได้ โครงสร้างตลาด หมายถึง ลักษณะการกระจายของหน่วยผลิตในตลาด เช่น ส่วนแบ่งตลาดของแต่ละหน่วยผลิต ลักษณะการกระจุกตัวของหน่วยผลิตรายใหญ่ หรือลักษณะการกีดกันการเข้าสู่ตลาดของผู้แข่งขันรายใหม่ โครงสร้างตลาดเป็นยุทธศาสตร์ของสภาวะแวดล้อมของหน่วยผลิต ซึ่งมีอิทธิพลต่อพฤติกรรม และผลการดำเนินงานของหน่วยผลิต ในทางกลับกันพฤติกรรม และผลการดำเนินงานของหน่วยผลิต ก็มีอิทธิพลในการกำหนดโครงสร้างตลาดอีกทีหนึ่ง (Shepherd, 1979: 5-7)

แนวทางหลักในการวิเคราะห์โครงสร้างตลาด คือการมุ่งอธิบายแนวทางและเงื่อนไขว่าลักษณะตลาดมีการแข่งขันสมบูรณ์หรือไม่อย่างไร โดยพิจารณาจากส่วนแบ่งตลาด (market share) ของธุรกิจขนาดใหญ่เทียบกับธุรกิจโดยรวมในตลาด โครงสร้างตลาดสำหรับการวิเคราะห์ทางเศรษฐศาสตร์ สามารถแบ่งโครงสร้างตลาดออกเป็น 4 ประเภท ได้แก่ ตลาดแข่งขันสมบูรณ์ (perfectly competitive market) ตลาดผูกขาด (monopoly) ตลาดผู้ขายน้อยราย (oligopoly) และตลาดกึ่งแข่งขันกึ่งผูกขาด (monopolistic competition)

การวัดระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมมีตัวแปรที่สามารถนำมาใช้วัดได้หลายตัว โดยแต่ละตัวมีข้อเด่นและข้อด้อยแตกต่างกันในการวิเคราะห์ผู้วิจัยควรเลือกตัวแปรให้เหมาะสมกับลักษณะการศึกษาสำหรับตัวแปรที่นิยมใช้ในการวิเคราะห์มีดังนี้

1) ยอดขาย (sales) เป็นยอดขายรับทั้งหมดจากการขายผลผลิตของหน่วยธุรกิจ โดยตัวแปรนี้เป็นตัวแปรที่ค่อนข้างหาได้ไม่ยากนักโดยหน่วยธุรกิจทุกแห่งจะต้องมีการเก็บสถิติทางด้านนี้ เพื่อใช้ในการกิจการของตนเองและเพื่อยื่นรายการที่หน่วยราชการบังคับในการเสียภาษีต่างๆ

2) มูลค่าเพิ่ม (value-added) เป็นตัวแปรที่แสดงถึงความแตกต่างระหว่างยอดขายและต้นทุนการผลิตทั้งหมด มูลค่าเพิ่มถูกนำมาใช้มากกว่ายอดขาย เพราะเกี่ยวข้องกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบระหว่างหน่วยธุรกิจที่ซื้อชิ้นส่วนมาแล้วประกอบเข้าด้วยกันกับอีกหน่วยธุรกิจที่ดำเนินการขบวนการผลิตทั้งหมด ฉะนั้นในการดูถึงการใช้ทรัพยากรและการดำเนินการให้เกิดประสิทธิภาพหน่วยธุรกิจที่ผลิตเองทั้งหมดจะมีมากกว่า

3) การจ้างงาน (employment) เป็นตัวแปรที่ใช้วัดขีดความสามารถในการผลิตตัวหนึ่งเป็นตัวแปรที่ค่อนข้างง่าย ทุกหน่วยธุรกิจต้องบันทึกข้อมูล นี้ตามที่กฎหมายกำหนดไว้ อย่างไรก็ตามปัญหาการใช้การจ้างงานแทนขนาดการผลิตของหน่วยธุรกิจนี้ มีข้อจำกัดมากเมื่อคำนึงถึงเทคโนโลยีการผลิตที่หน่วยธุรกิจใช้อยู่ หน่วยธุรกิจบางแห่งอาจใช้แรงงานของคนจำนวนมากในการผลิตมากกว่าอีกหน่วยธุรกิจหนึ่ง แต่ผลผลิตอาจไม่เท่าหน่วยธุรกิจที่ใช้ทุนมากกว่าก็ได้ ซึ่งตัวแปรนี้แสดงถึงขีดความสามารถในการผลิตของหน่วยธุรกิจ

4) มูลค่าของทรัพย์สิน (asset) เป็นตัวแปรที่แสดงขนาดของหน่วยธุรกิจโดยการพิจารณาจากจำนวนของมูลค่าสินทรัพย์หรือทุนประเภทคงที่ แต่มักจะพบปัญหาในการตีราคาสินทรัพย์เป็นตัวแทนและยากแก่การเปรียบเทียบ โดยเฉพาะหากเกิดปัญหาเวลาการพิจารณาที่ต่างกันทั้งนี้ เพราะราคาของสินทรัพย์อาจแตกต่างกันตามระยะเวลาการใช้

นอกจากตัวแปรที่กล่าวมาข้างต้นแล้ว ยังอาจมีตัวแปรอื่นๆ ที่อาจนำมาใช้วัดค่าการกระจุกตัวได้อีกแต่ไม่เป็นที่ใช้กันแพร่หลายนักในการศึกษาดัชนีการกระจุกตัวของตลาดเงื่อนไขที่จะเป็นดัชนีที่ดี ควรมีคุณสมบัติดังต่อไปนี้

- 1) ดัชนีที่ใช้วัดต้องสามารถชี้ลำดับของอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวอย่างชัดเจน ไม่มีข้อสงสัย
- 2) การวัดการกระจุกตัวควรเป็นผลรวมของส่วนแบ่งตลาดมากกว่าพิจารณาเพียงบางส่วนของตลาดหรืออุตสาหกรรมเท่านั้น
- 3) ถ้าจำนวนของหน่วยธุรกิจเพิ่มขึ้นการกระจุกตัวจะลดน้อยลงแต่ถ้าหน่วยธุรกิจที่เข้ามาใหม่มีขนาดใหญ่เพียงพอการกระจุกตัวอาจสูงขึ้นได้
- 4) ถ้ามีการโอนยอดขายจากหน่วยธุรกิจรายเล็กไปหน่วยธุรกิจรายใหญ่ในตลาดนั้น การกระจุกตัวจะสูงขึ้น
- 5) ถ้าหน่วยธุรกิจมีสัดส่วนของส่วนแบ่งตลาดลดลงระดับการกระจุกตัวก็จะลดลงในสัดส่วนเดียวกัน
- 6) การรวมกิจการ (merger) จะเพิ่มระดับการกระจุกตัวขึ้น

5.2.2 ดัชนีที่ใช้วัดการกระจุกตัวของอุตสาหกรรม

การศึกษาของ Jacob and Haaf (2002); กมลวรรณ ปันทวนันท์ (2553) แสดงถึงวิธีการหาการกระจุกตัวโดยใช้ดัชนีประเภทต่าง ๆ โดยดัชนีที่สำคัญๆ และถูกนำมาใช้บ่อยครั้งสามารถออกเป็น 2 กลุ่มใหญ่ๆ คือ

1) การกระจุกตัวบางส่วน (partial index)

เป็นการวัดการกระจุกตัวที่พิจารณาเพียงบางส่วนในอุตสาหกรรมโดยจะใช้จำนวนหน่วยธุรกิจใหญ่ๆ เพียงบางส่วนมาพิจารณาเท่านั้น ดัชนีการกระจุกตัวเพียงบางส่วนนี้จะบอกให้ทราบถึงร้อยละของมูลค่าตัวแปรบางอย่าง เช่น จำนวนการจ้างงานทรัพย์สินหรือส่วนแบ่งตลาดที่หน่วยธุรกิจครอบครองอยู่ ซึ่งเมื่อรวมกันแล้วมากกว่าหน่วยผลิตอื่นๆ ในตลาด

1.1) อัตราส่วนการกระจุกตัว (concentration ratio: CR)

เป็นเครื่องมือการวัดการกระจุกตัวของตลาดที่มีการใช้มากที่สุดและเป็นเครื่องมือที่คำนวณได้ง่ายที่สุด ด้วยเครื่องมือนี้วัดส่วนแบ่งของตลาดในอุตสาหกรรมนั้นที่อยู่ในมือของผู้ผลิตรายใหญ่ที่สุดจำนวนหนึ่งโดยส่วนแบ่งของตลาดอาจใช้ตัวแปรตัวใดตัวหนึ่งก็ได้แล้วแต่ความเหมาะสม ข้อดีของอัตราส่วนการกระจุกตัว คือ 1) ค่า CR สะดวกในการคำนวณและข้อมูลที่ต้องใช้หาได้ไม่ยาก 2) ค่า CR ที่คำนวณได้ไปด้วยกันได้กับทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กล่าวคือสามารถบอกคร่าวๆ ว่าอุตสาหกรรมที่ศึกษามีลักษณะตลาดเป็นแบบผู้ผลิตน้อยรายแบบผูกขาดหรือแบบการแข่งขันค่อนข้างสมบูรณ์ ส่วนข้อจำกัดของอัตราส่วนการกระจุกตัว คือ 1) การคำนวณค่า CR ไม่ได้นำทุกหน่วยธุรกิจเข้ามาพิจารณาและไม่ได้พิจารณาการกระจายของขนาดของหน่วยธุรกิจทุกแห่ง เป็นการพิจารณาเฉพาะจุดใดจุดหนึ่งบนเส้นการกระจุกตัวลำดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมหนึ่งๆ ขึ้นอยู่กับจำนวนรายของผู้ผลิตที่เลือกใช้ 2) การแบ่งประเภทอุตสาหกรรมก็มีผลต่อการวัดการกระจุกตัว ถ้าแบ่งประเภทอุตสาหกรรมให้กว้างขวางครอบคลุมมากเมื่อคำนวณค่า CR จะมีค่าสูงกว่าเมื่อแบ่งประเภทอุตสาหกรรมให้ละเอียดขึ้นทำให้การเปรียบเทียบระหว่างอุตสาหกรรมและระหว่างประเทศอาจทำได้ไม่ถูกต้อง 3) อัตราส่วนการกระจุกตัวไม่ได้แสดงให้เห็นถึงการเข้ามาของหน่วยธุรกิจใหม่ค่า CR ไม่ให้ภาพถึงอำนาจตลาดในภูมิภาคเพียงบอกในระดับประเทศเท่านั้นค่า CR ไม่สามารถบอกถึงอำนาจผูกขาดของแต่ละผู้ผลิตในตลาดและละเลยส่วนของผลผลิตที่นำเข้ามาจากต่างประเทศ 4) อัตราส่วนการกระจุกตัวอาจให้ภาพที่ขัดแย้งกันเมื่อใช้ตัวแปรในการคำนวณต่างกัน

2) วัดการกระจุกตัวโดยรวม (composite or global indices)

พิจารณาถึงหน่วยผลิตทั้งหมดในตลาดซึ่งจะศึกษาถึงความเท่าเทียมกันของการกระจายของขนาดของหน่วยผลิตในตลาดวิธีการวัดการกระจุกตัวที่นิยมใช้ คือ Herfindahl-Hirschman Index (HHI), Entropy Index (EI) และ Comprehensive Concentration Index (CCI)

2.1) ดัชนีเฮอร์ฟินดาห์ล (Herfindahl-Hirschman Index: HHI, 1950)

เพื่อปรับปรุงดัชนีการกระจุกตัวให้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น O.C. Herfindahl ได้เสนอดัชนีการวัดการกระจุกตัวชนิดนี้ในการทำวิทยานิพนธ์ปริญญาเอกที่มหาวิทยาลัยโคลัมเบีย สหรัฐอเมริกาเมื่อปี ค.ศ. 1950 ดัชนีเฮอร์ฟินดาห์ล เป็นผลรวมของส่วนแบ่งตลาดของหน่วยธุรกิจขนาดใหญ่ยกกำลังสองโดยข้อดีของดัชนีเฮอร์ฟินดาห์ล คือ เป็นดัชนีที่สะดวกในการคำนวณมีการนำเอาจำนวนหน่วยธุรกิจและส่วนแบ่งตลาดของทุกหน่วยธุรกิจในอุตสาหกรรมนั้นเข้ามาพิจารณาจากนี้ ลักษณะการกระจายของยอดขายมีส่วนในการกำหนดค่าดัชนีเพราะมีการยกกำลังสองของยอดขายก่อนนำมาหาผลรวมเท่ากับว่าเป็นการให้น้ำหนักแก่หน่วยธุรกิจที่มียอดขายสูงกว่าหน่วยธุรกิจที่มียอดขายต่ำกว่าจะนั้นจึงมีการใช้ HHI ในการคำนวณการกระจุกตัวมากและผลที่คำนวณได้สอดคล้องกับทฤษฎีผู้ผลิตน้อยราย เพราะการวัดเหมือนกับวัดอำนาจการผูกขาด ถ้าเราไม่คำนึงถึงปัญหาในทางปฏิบัติของการวัดการกระจุกตัวคำถามที่ว่าดัชนีการวัดการกระจุกตัวไหนดีที่สุด คำตอบก็คือขึ้นอยู่กับการใช้ดัชนีนั้นเช่นถ้าเรากำลังสนใจการเติบโตของหน่วยธุรกิจการใช้ดัชนีการวัดการกระจุกตัวแบบความไม่เท่าเทียมกัน (inequality) จะตอบสนองความต้องการนี้ดีกว่าดัชนีอื่นๆ หรือถ้าเราต้องการวัดการเปลี่ยนแปลงของส่วนแบ่งตลาดแต่ละหน่วยธุรกิจดัชนีการกระจุกตัวของ Herfindahl-Hirschman Index จะเหมาะสมที่สุด

2.2) Comprehensive Concentration Index (Horvath, 1970)

ผู้คิดค้นคือ J. Horvath เรียกดัชนีตัวนี้ว่า Comprehensive Concentration Index (CCI) โดยดัชนีนี้ได้ให้น้ำหนักแก่หน่วยธุรกิจขนาดเล็กที่อยู่ในอุตสาหกรรมนั้นได้รับน้ำหนักที่ถ่วงมากกว่าหน่วยธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ดัชนีนี้ได้นำเอาทุกหน่วยธุรกิจที่อยู่ในอุตสาหกรรมเข้ามาคำนวณดัชนีการกระจุกตัวแต่ CCI ไม่เป็นที่นิยมใช้ในการคำนวณการกระจุกตัวนัก ทั้งนี้ เพราะไม่มีความได้เปรียบเทียบกับดัชนีตัวอื่นๆ ทั้งทางด้านทฤษฎีและวิธีการคำนวณ

2.3) ดัชนีเอนโทรปี (The Entropy Index)

ดัชนีตัวนี้ได้ถูกคิดค้นขึ้นเมื่อไม่นานมาโดยจะ ใช้ค่า E ในวัดระดับความไม่แน่นอนของตลาดที่หน่วยธุรกิจเผชิญอยู่จากความสัมพันธ์กับลูกค้าในสภาพที่จำนวนหน่วยธุรกิจมีขนาดใหญ่พอหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคืออุตสาหกรรมนั้นไม่มีการกระจุกตัวในกรณีการผูกขาด ($n=1$) สมประสิทธิเอนโทรปีมีค่าเท่ากับศูนย์ ซึ่งหมายความว่าไม่มีความไม่แน่นอนและมีการกระจุกตัวสูงสุดหรือ E มีความสัมพันธ์แบบผกผันกับระดับการกระจุกตัวของตลาด ถ้าเพิ่มส่วนแบ่งตลาดและเพิ่มจำนวนรายของหน่วยธุรกิจขึ้นเท่าๆ กันจะเพิ่มค่าสมประสิทธิเอนโทรปีแต่การเพิ่มจำนวนรายของหน่วยธุรกิจจะมีบทบาทลดน้อยลงเมื่อเพิ่มจำนวนรายของหน่วยธุรกิจมากยิ่งขึ้นทั้งนี้ เพราะการใช้ Logarithms ซึ่งมีหมายความว่า เมื่อเพิ่มจำนวนหน่วยธุรกิจขึ้น 1 รายในขณะที่มีจำนวนรายของหน่วยธุรกิจมากอยู่แล้วมีผลต่อการกระจุกตัวของตลาดน้อยลง

ข้อดีของสัมประสิทธิ์เอ็นโทรปี คือ เป็นมาตรการในการวัดการกระจุกตัวของตลาดที่มีประโยชน์ ซึ่งใช้ในการหาสัมประสิทธิ์สามารถคำนวณได้โดยการแยกแยะออกได้เป็นกลุ่มๆ เช่นแยกตามขนาดตามภูมิภาคผลิตภัณฑ์และการจำแนกประเภทของอุตสาหกรรม เพื่อคำนวณสัมประสิทธิ์เอ็นโทรปีของแต่ละกลุ่มได้และผลรวมของสัมประสิทธิ์ถ่วงน้ำหนักของแต่ละกลุ่ม จะให้ค่าสัมประสิทธิ์เอ็นโทรปีรวมการแยกออกเป็นส่วนๆ ของกลุ่มต่างๆไม่อาจทำได้ในการหาการกระจุกตัวของตลาดโดยวิธีคำนวณอื่นๆ

Herfindahl-Hirschman Index (HHI) นิยมถูกนำมาใช้ในการคำนวณการกระจุกตัวมากที่สุดเนื่องจากเป็นวิธีวัดที่เหมาะสมหากต้องการวัดการเปลี่ยนแปลงของส่วนแบ่งตลาดของแต่ละหน่วยธุรกิจโดยตัวแปรที่เลือกใช้คือยอดขาย (รายได้รวม) เนื่องจากเป็นตัวแปรที่ทุกหน่วยธุรกิจมีการเก็บข้อมูลและรายงานให้หน่วยงานราชการที่เกี่ยวข้องกับการรายงานตัวเลขทางบัญชี เช่น กรมสรรพากร กระทรวงพาณิชย์ ตลาดหลักทรัพย์ ฯลฯ จึงเป็นข้อมูลที่ต้องการและมีความน่าเชื่อถือ ซึ่งเห็นได้จากการศึกษาของ Hou and Robinson (2006), Min Han and Li (2007), Hashem (2010), Gallagher and Ignatievay (2010), Mazali (2012) ได้นำ HHI เข้ามาใช้ในการหาการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมในตลาด โดยตัวแปรที่นำมาใช้วัด คือ สินทรัพย์รวม ยอดขาย และส่วนกองทุน

โดยผลลัพธ์ที่ได้จากการศึกษาทั้งหมดนั้นจะไปในทิศทางเดียวกันคือการคำนวณการกระจุกตัวที่ได้จากการนำตัวแปรยอดขายมาคำนวณจะได้ค่าเฉลี่ยมากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับตัวแปรสินทรัพย์และส่วนกองทุน จากนั้นก็มีการศึกษาต่อมาว่าลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรมมีความสอดคล้องกับการกระจุกตัวหรือไม่ โดย Hashem (2010), Mazali (2012) ใช้ตัวแปร ได้แก่ ขนาด สินทรัพย์รวม ยอดขายสุทธิ อัตราส่วนค่าใช้จ่ายสำหรับวิจัยและพัฒนาต่อยอดขาย อัตราส่วนค่าใช้จ่ายสำหรับวิจัยและพัฒนาต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีของส่วนผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น, Fama and French (1992) post ranking Beta และการศึกษาของ Hou and Robinson (2006), Min, Han and Li (2007), Gallagher and Ignatievay (2010) ได้มีการเพิ่มตัวแปรลักษณะเฉพาะตัวของอุตสาหกรรมเข้าไปในการศึกษา ได้แก่ อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์รวม, อัตราส่วนกำไรต่อยอดขาย, อัตราส่วนปันผลต่อมูลค่าตามบัญชีของส่วนผู้ถือหุ้น โดยผลลัพธ์ของการศึกษายกเว้น Hou and Robinson (2006) ออกมาในทิศทางเดียวกันคือ เมื่ออุตสาหกรรมมีการกระจุกตัวจะส่งผลทำให้ผลตอบแทนเฉลี่ยมีค่าลดลง แต่ขนาดของบริษัท สินทรัพย์รวม ยอดขาย ค่าใช้จ่ายสำหรับวิจัยและพัฒนาต่อยอดขาย ค่าใช้จ่ายสำหรับวิจัยและพัฒนาต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มสูงขึ้น โดยอัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรต่อยอดขายก็จะมีค่าลดลงในทางกลับกันมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีจะเพิ่มสูงขึ้นเล็กน้อยเมื่อการกระจุกตัวเพิ่มสูงขึ้น ส่วนปันผลจ่ายต่อหุ้นก็จะมีค่าเพิ่มสูงขึ้นเล็กน้อยเมื่อมีการแข่งขันสูงที่สุดและมีการกระจุกตัวสูงที่สุดเช่นกัน จากการสังเกตจะเห็นได้ว่าบริษัทที่มีการกระจุกตัวที่สูงจะเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่

มีมูลค่าของสินทรัพย์รวมและรายได้ที่สูง ส่วนผลลัพธ์ของ Hou and Robinson (2006) ที่แตกต่างออกไปคือ เมื่ออุตสาหกรรมมีการกระจุกตัว ขนาดของบริษัทไม่ได้มีขนาดเพิ่มสูงขึ้น และค่าใช้จ่ายสำหรับวิจัยและพัฒนาต่อยอดขายกับค่าใช้จ่ายสำหรับวิจัยและพัฒนาต่อสินทรัพย์รวมก็ไม่ได้เพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน

ผลจากการศึกษาโดยแบ่งเป็น 4 ทวีป ได้แก่ การศึกษาของ Hou and Robinson (2006) การศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาในทวีปอเมริกา, Min, Hanand Li (2007) การศึกษาในประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีนในทวีปเอเชีย Hashem (2010) การศึกษาในประเทศสหราชอาณาจักรในทวีปยุโรป และ Gallagherz and Ignatievay (2010) เป็นผลการศึกษาของประเทศออสเตรเลียในทวีปโอเชียเนีย ได้ให้ผลลัพธ์ที่ชัดเจนว่า ประเทศที่มีโครงสร้างเศรษฐกิจแบบเปิดขนาดใหญ่ (large open economy) คือประเทศสหรัฐอเมริกา จะมีการแข่งขันที่สูง ส่วนประเทศที่มีโครงสร้างเศรษฐกิจแบบเปิดขนาดเล็ก (small open economy) ได้แก่ ประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน ประเทศสหราชอาณาจักรและประเทศออสเตรเลียจะมีลักษณะคล้ายบริษัทหลายๆ บริษัทรวมตัวกันหรือเป็นรูปแบบลักษณะคล้ายเป็นอุตสาหกรรม การที่มีโครงสร้างที่แตกต่างกันเป็นผลทำให้ผลลัพธ์ที่ออกมามีความแตกต่างกัน โดยประเทศที่มีโครงสร้างเศรษฐกิจแบบเปิดขนาดเล็ก (small open economy) การกระจุกตัวจะถูกกำหนดโดยบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีอำนาจทางการตลาดที่สูงแต่ในทางกลับกันประเทศที่มีโครงสร้างเศรษฐกิจแบบเปิดขนาดใหญ่ (large open economy) บริษัทใดมีการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมจะทำให้เกิดผลตอบแทนรับรู้ความเสี่ยง (risk adjusted return) สูงมากกว่าการดำเนินงานของบริษัทในอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวต่ำ ดังนั้น การกระจุกตัวเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ผลตอบแทนของหุ้นต่ำลงในบริษัทที่มีขนาดใหญ่ แต่จะทำให้ผลตอบแทนของหุ้นเพิ่มสูงขึ้นในบริษัทที่เล็ก

ในการศึกษาของผู้วิจัยได้มีความแตกต่างจากการศึกษาส่วนใหญ่ที่จะศึกษาการกระจุกของตลาดหลักทรัพย์เพียงประเทศใดประเทศหนึ่งโดยเฉพาะ เช่นการศึกษาของ Hashem (2010) เป็นการศึกษาเกี่ยวกับการกระจุกตัวของตลาดหลักทรัพย์ในสหราชอาณาจักร โดยเฉพาะและการศึกษา Gallagherz and Ignatievay (2010) ก็เป็นการศึกษาเกี่ยวกับการกระจุกตัวของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศออสเตรเลียเป็นหลัก แต่ในงานวิจัยนี้จะศึกษา 5 ประเทศ ได้แก่ ประเทศไทย ประเทศฟิลิปปินส์ ประเทศสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย ประเทศอินโดนีเซียโดยในงานของผู้วิจัยจะมีการเก็บข้อมูลจาก COMPUSTAT เป็นหลัก เหมือนกับการศึกษาของ Mazali (2012) ที่เก็บข้อมูลจาก COMPUSTAT เช่นกัน

5.3 วิธีดำเนินการวิจัย

5.3.1 การกำหนดประชากร

ประชากรที่นำมาใช้ในการศึกษาค้างนี้ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ของ 5 ประเทศ ได้แก่

- 1) บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย
- 2) บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศฟิลิปปินส์
- 3) บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย
- 4) บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสิงคโปร์
- 5) บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซีย

5.3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ใช้ข้อมูลในอดีตของยอดขาย ทุกสิ้นเดือนธันวาคม ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545-2554 โดยเก็บข้อมูลทั้งหมดมาจาก COMPUSTAT

ตารางที่ 5.1 แสดงการแบ่งอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์ด้วยระบบการจัดหมวดหมู่ (GICS)

GICS Sector	Industry
Energy	Energy
Materials	Materials, Metals and Mining
Industrials	Capital Goods, Commerical Services and Supplies, Transportation
Consumer	Automobile and Components, Consumer Durables & Apparel, Consumer
Discretionary	Services, Media, Retailing
Consumer Staple	Food and Staples Retailing, Food Beverage and Tobacco
Health Care	Healthcare Equipment and Services, Pharmaceuticals and Biotechnology and Life Sciences
Financials	Banks, Diversified Financials, Insurance, Real Estate (excl. REITs), Real Estate Investment Trusts
Information Technology	Software and Services, Technology Hardware and Equipment
Telecommunications	Telecommunication Services
Utilities	Utilities
Other	Miscellaneous Industrials

จากเดิมการแบ่งอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์ด้วยระบบการจัดหมวดหมู่ (GICS) มีอยู่ 11 อุตสาหกรรม แต่ในการศึกษาจะศึกษาเพียง 10 อุตสาหกรรม โดยตัดอุตสาหกรรมที่อยู่ในหมวด other เนื่องจากข้อมูลในแต่ละประเทศที่ทำการศึกษามีข้อมูลไม่เท่ากันโดยบางประเทศไม่มีข้อมูลอยู่ในหมวดนี้เช่น ประเทศไทย มาเลเซียและอินโดนีเซีย ส่วนประเทศที่มีข้อมูลในหมวด other เช่น ประเทศสิงคโปร์และฟิลิปปินส์ก็มีข้อมูลไม่ตรงอุตสาหกรรมเดียวกันเป็นผลทำให้ไม่สามารถวัดการกระจุกตัวได้

5.3.4 การจัดทำข้อมูลและการวิเคราะห์ข้อมูล

การวัดการกระจุกตัวของอุตสาหกรรม

HHI ถูกนำไปใช้ในการวัดการกระจุกตัวของบริษัทในอุตสาหกรรม โดยดัชนี HHI มีความเกี่ยวข้องกับขนาดของบริษัทจนถึงขนาดของอุตสาหกรรมและด้วยเหตุนี้อาจจะคิดว่าเป็นการวัดการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมหรือตัวบ่งชี้การแข่งขันระหว่างบริษัทสำหรับแต่ละอุตสาหกรรม HHI เป็นผลรวมของส่วนแบ่งตลาดของหน่วยธุรกิจขนาดใหญ่ยกกำลังสองซึ่งสามารถเขียนเป็นสูตรได้ดังนี้

$$HHI = \sum_{i=1}^n s_i^2 \quad (5.1)$$

โดยที่ $s_i = Q_i / Q$

Q_i = ผลผลิตของหน่วยธุรกิจรายที่ 1 และ

Q = ผลผลิตของทุกหน่วยธุรกิจให้อุตสาหกรรมนั้น

n = จำนวนรวมทั้งหมดของหน่วยธุรกิจให้อุตสาหกรรมนั้น

$(S_i)^2 = S_i \times S_i$ ส่วนแบ่งตลาดของหน่วยธุรกิจรายที่ i ถูกลำดับด้วยส่วนแบ่งตลาดโดยตัวของมันเอง

โดย S แสดงถึงส่วนแบ่งการตลาดของบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรม คำนวณโดยใช้ยอดขายและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด

หลักเกณฑ์ในการพิจารณาค่าดัชนีเฮอร์ฟินดาห์ล (Herfindahl-Hirschman Index) เพื่ออธิบายลักษณะการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมสามารถสรุปได้ ดังนี้

- 1) ถ้าดัชนีเฮอร์ฟินดาห์ลมีค่าเท่ากับ 0.01 แสดงว่ามีหน่วยธุรกิจขนาดเล็กจำนวนมากให้อุตสาหกรรม เป็นตลาดแข่งขันสมบูรณ์
- 2) ถ้าดัชนีเฮอร์ฟินดาห์ลมีค่าน้อยกว่า 0.1 แสดงว่าอุตสาหกรรมมีการกระจุกตัวต่ำ
- 3) ถ้าดัชนีเฮอร์ฟินดาห์ลมีค่าตั้งแต่ 0.1 ถึง 0.18 แสดงว่าอุตสาหกรรมมีการกระจุกตัวปานกลาง

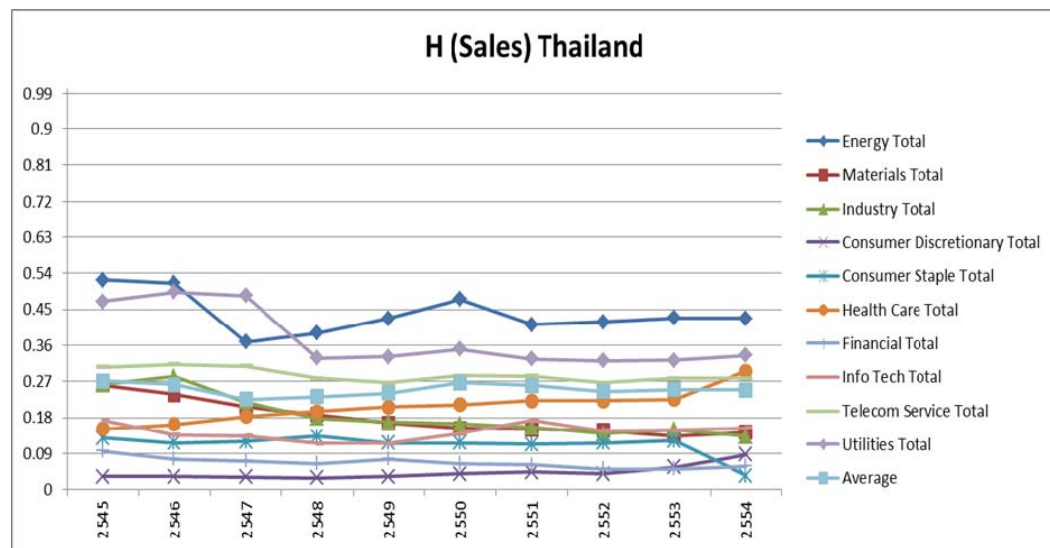
- 4) ถ้าดัชนีเฮอร์ฟินดาห์ลมีค่ามากกว่า 0.18 แสดงว่าอุตสาหกรรมมีการกระจุกตัวสูง
 5) ถ้าดัชนีเฮอร์ฟินดาห์ลมีค่าเท่ากับ 1 แสดงว่ามีหน่วยธุรกิจรายเดียวในอุตสาหกรรม
 เป็นตลาดผูกขาด

HHI ค่าเท่ากับหนึ่งเมื่ออุตสาหกรรมนั้นมีผู้ผลิตเพียงรายเดียวและ HHI จะมีค่าต่ำสุดเท่ากับ $1/n$ เมื่ออุตสาหกรรมมีผู้ผลิต n ราย และแต่ละรายมีส่วนแบ่งตลาดเท่าๆกัน HHI จะมีค่าลดลงเมื่อจำนวนผู้ผลิต n เพิ่มขึ้น

โดยในการศึกษานี้เลือก HHI เข้ามาใช้ในการคำนวณค่าการกระจุกตัวเพราะต้องการวัดการเปลี่ยนแปลงของส่วนแบ่งตลาดแต่ละหน่วยธุรกิจ ดังนั้นดัชนีการกระจุกตัวของ Herfindahl-Hirschman Index จึงเหมาะสมที่สุดที่นำมาใช้เป็นเครื่องมือในการคำนวณ

5.4 ผลการศึกษา

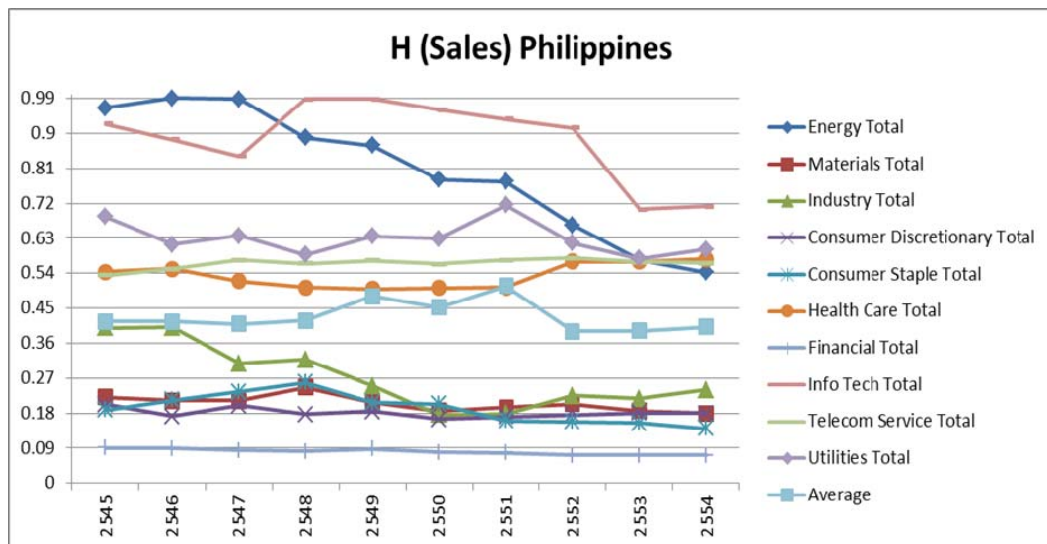
วิเคราะห์การการกระจุกตัวในอุตสาหกรรมของ 5 ตลาดหลักทรัพย์สินในประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนโดยใช้ดัชนีเฮอร์ฟินดาห์ล (Herfindahl-Hirschman Index) เป็นเครื่องมืออธิบายลักษณะการกระจุกตัวของอุตสาหกรรม ซึ่งจะได้ผลลัพธ์จากการคำนวณ HHI ด้วยยอดขายดังนี้



ภาพที่ 5.1 การวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขายตามราคาตลาดของประเทศไทย

จากภาพที่ 5.1 จะเห็นได้ว่าค่าเฉลี่ยของการกระจุกตัวทั้ง 10 อุตสาหกรรม มีค่าอยู่ในช่วง 0.23-0.27 ซึ่งหมายถึงประเทศไทยมีการกระจุกตัวอยู่ในระดับที่สูง โดยมีอุตสาหกรรม Energy

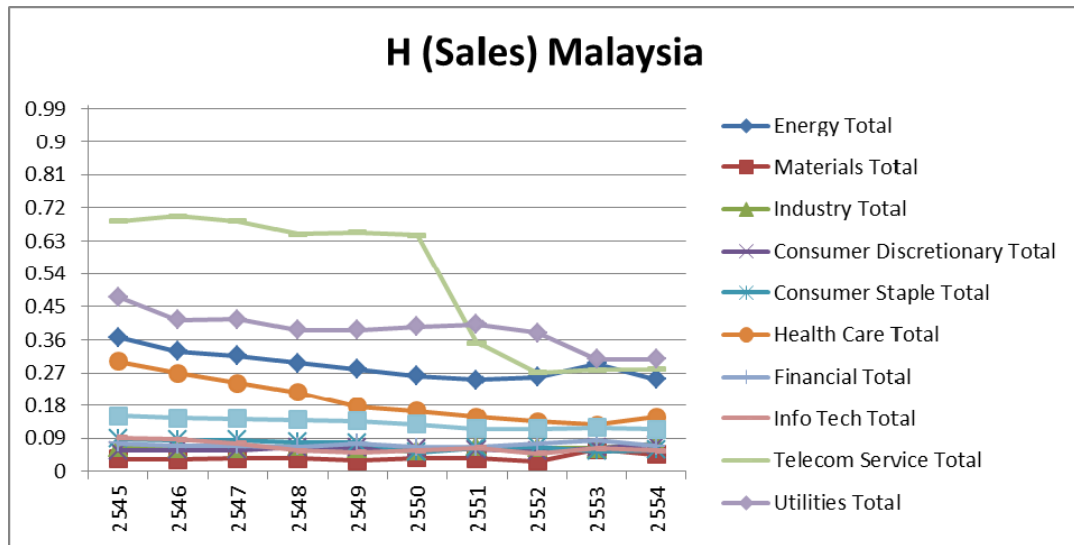
มีระดับการกระจุกตัวสูงที่สุดเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมอื่นๆ ในประเทศโดยมีช่วงการกระจุกตัวอยู่ที่ 0.37-0.52 โดยในปี พ.ศ. 2547 การกระจุกตัวตกลงมาที่ 0.37 เนื่องจากมีบริษัทใหม่ที่มีขนาดใหญ่เข้ามาแบ่งส่วนแบ่งการตลาดภายในอุตสาหกรรม ส่วนอุตสาหกรรม Utilities มีระดับการกระจุกตัวตกลงมาจากช่วง 3 ปีแรกอย่างมากซึ่งมีค่าการกระจุกตัวเหลือ 0.33 จากค่าการกระจุกตัวที่ 0.48 เนื่องจากมีการกระจายส่วนแบ่งการตลาดให้แก่บริษัทใหม่ที่เพิ่งเข้ามาในอุตสาหกรรม โดยมีทั้งหมด 4 อุตสาหกรรมที่มีระดับการกระจุกตัวมากกว่าค่าเฉลี่ยของประเทศ ได้แก่ อุตสาหกรรม Telecom Service, Health Care, Utilities, Energy มีระดับการกระจุกตัวที่ 0.28, 0.30, 0.33, 0.43 ตามลำดับ ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมเดียวกันกับการวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด



ภาพที่ 5.2 การวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขายของประเทศฟิลิปปินส์

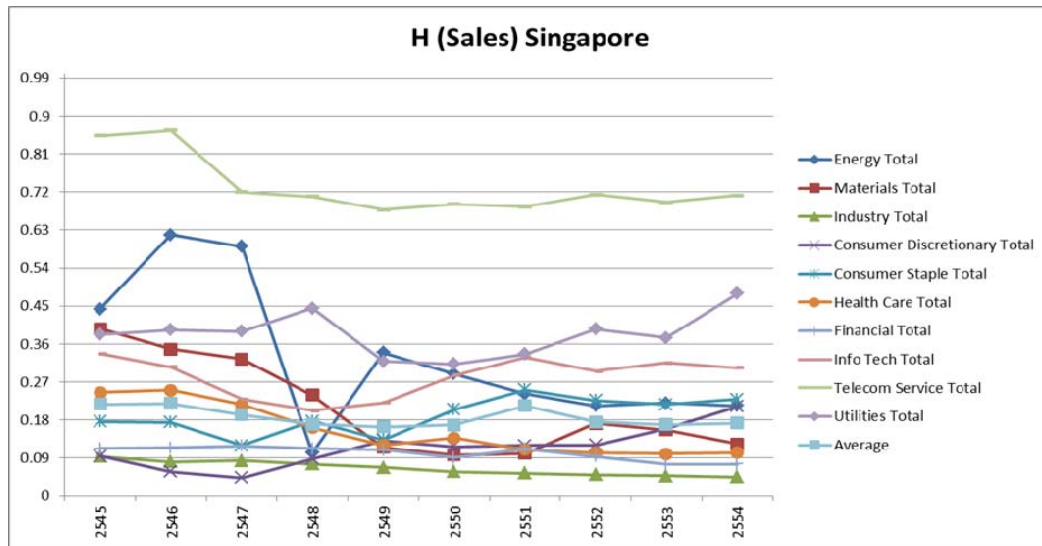
จากภาพที่ 5.2 จะเห็นได้ว่าคุณค่าเฉลี่ยของการกระจุกตัวทั้ง 10 อุตสาหกรรมในประเทศฟิลิปปินส์จากการวัดการกระจุกตัวโดยใช้ตัวแปรยอดขายมีการกระจุกตัวอยู่ในระดับสูง โดยมีค่าอยู่ในช่วง 0.39-0.51 ส่วนใหญ่มีการเปลี่ยนแปลงระดับการกระจุกตัวของแต่ละอุตสาหกรรมเพียงเล็กน้อย ส่วนอุตสาหกรรม Info Tech มีระดับการกระจุกตัวจากการวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรทั้ง 2 แตกต่างอย่างเห็นได้ชัด เนื่องการวัดการกระจุกตัวโดยตัวแปรยอดขายในอุตสาหกรรม Info Tech มีการกระจายส่วนแบ่งการตลาดที่น้อยกว่าการวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดจึงเป็นผลทำให้เกิดการกระจุกตัวที่สูง โดยจะเห็นได้ว่าในปัจจุบันมี 5 อุตสาหกรรมเท่านั้น ที่มีระดับการกระจุกตัวมากกว่าค่าเฉลี่ยของการกระจุกตัวของ

ประเทศ ได้แก่อุตสาหกรรม Energy, Telecom Service, Health Care, Utilities, Info Tech มีระดับการกระจุกตัวที่ 0.54, 0.57, 0.58, 0.60, 0.71 ตามลำดับ



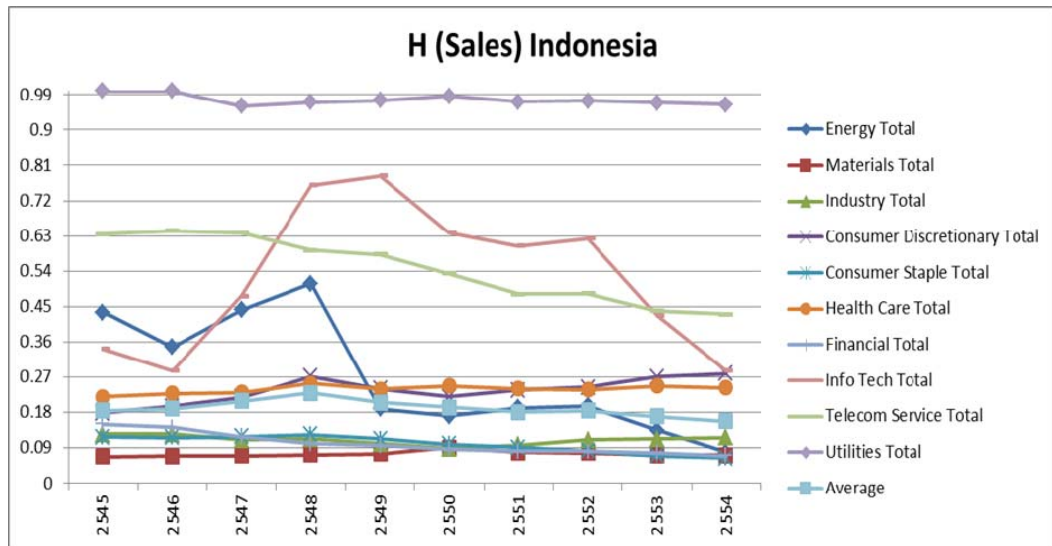
ภาพที่ 5.3 การวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขายของประเทศมาเลเซีย

จากภาพที่ 5.3 จะเห็นได้ว่าค่าเฉลี่ยของการกระจุกตัวทั้ง 10 อุตสาหกรรมในประเทศมาเลเซีย ที่วัดระดับการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขายมีระดับการกระจุกตัวในระดับปานกลางอยู่ในช่วง 0.11-0.15 โดยส่วนใหญ่ระดับการกระจุกตัวของแต่ละอุตสาหกรรมไม่ค่อยมีการเปลี่ยนแปลง ยกเว้นอุตสาหกรรม Telecom Service ที่มีระดับการกระจุกตัวลดลงอย่างเห็นได้ชัดเนื่องจากเหตุผลเดียวกับการวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด โดยจะเห็นได้ว่าในปัจจุบันมี 4 อุตสาหกรรมเท่านั้นที่มีระดับการกระจุกตัวมากกว่าค่าเฉลี่ยของการกระจุกตัวของประเทศ ได้แก่ อุตสาหกรรม Health Care, Energy, Telecom Service, Utilities มีระดับการกระจุกตัวที่ 0.15, 0.25, 0.28, 0.31 ตามลำดับ



ภาพที่ 5.4 การวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขายของประเทศสิงคโปร์

จากภาพที่ 5.4 วัดระดับการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขายโดยค่าเฉลี่ยของการกระจุกตัวทั้ง 10 อุตสาหกรรมในประเทศสิงคโปร์ก็ยังอยู่ในระดับปานกลางถึงระดับสูง คืออยู่ในช่วง 0.16-0.22 ซึ่งลักษณะการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมของอุตสาหกรรม Telecom Service มีลักษณะเดียวกับการวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ซึ่งช่วงแรกมีระดับการกระจุกตัวถึง 0.87 จากนั้นจึงลดลงมาเนื่องจากมีการแบ่งส่วนแบ่งภายในอุตสาหกรรม ส่วนอุตสาหกรรม Energy ปี พ.ศ. 2548 ระดับการกระจุกตัวลดลงจาก ปี พ.ศ. 2547 อย่างรวดเร็ว เนื่องจากบริษัทใหม่ที่สามารถแย่งส่วนแบ่งการตลาดได้มาก โดยระดับการกระจุกตัวลดลงจาก 0.59 เป็น 0.1 โดยการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขายของประเทศสิงคโปร์มี 6 อุตสาหกรรมที่มีค่ามากกว่าค่าเฉลี่ยของการกระจุกตัวทั้ง 10 อุตสาหกรรม ได้แก่ อุตสาหกรรม Energy, Consumer Discretionary, Consumer Staple, Info Tech, Utilities, Industry มีระดับการกระจุกตัวที่ 0.21, 0.23, 0.30, 0.48, 0.71 ตามลำดับ



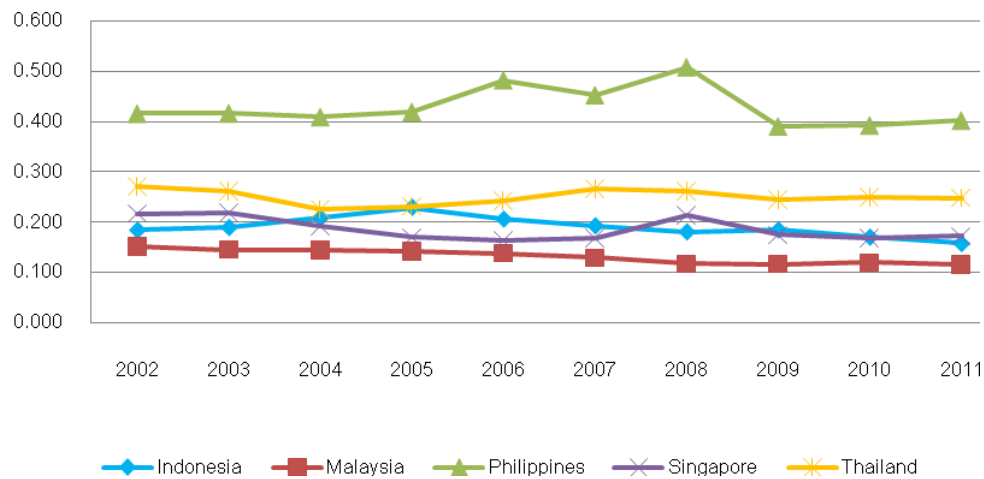
ภาพที่ 5.5 การวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขายของประเทศอินโดนีเซีย

จากภาพที่ 5.5 จะเห็นว่าค่าเฉลี่ยของการกระจุกตัวทั้ง 10 อุตสาหกรรมในประเทศอินโดนีเซียมีการกระจุกตัวอยู่ในระดับปานกลาง-สูง คืออยู่ในช่วง 0.16-0.23 โดยการวัดการกระจุกตัวโดยใช้ตัวแปรยอดขายส่วนใหญ่มีการเปลี่ยนแปลงระดับการกระจุกตัวของแต่ละอุตสาหกรรมเพียงเล็กน้อย ยกเว้นอุตสาหกรรม Info Tech มีระดับการกระจุกตัวจากการวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรทั้ง 2 แตกต่างอย่างเห็นได้ชัด เนื่องการวัดการกระจุกตัวโดยตัวแปรยอดขายในอุตสาหกรรม Info Tech มีการกระจายส่วนแบ่งการตลาดที่น้อยกว่าการวัดการกระจุกตัวด้วยตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดจึงเป็นผลทำให้เกิดการกระจุกตัวที่สูง โดยจะเห็นได้ว่าในปัจจุบันมี 4 อุตสาหกรรมเท่านั้นที่มีระดับการกระจุกตัวมากกว่าค่าเฉลี่ยของการกระจุกตัวของประเทศ ได้แก่อุตสาหกรรม Health Care, Consumer Discretionary, Info Tech, Telecom Service มีระดับการกระจุกตัวที่ 0.24, 0.28, 0.29, 0.96 ตามลำดับ

5.5 สรุปผลการศึกษา

ในบทนี้ศึกษาเกี่ยวกับการวัดการกระจุกตัวในอุตสาหกรรมของ 5 ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย โดยใช้วิธีดัชนีเฮอร์ฟินดาห์ล (Herfindahl-Hirschman Index) เข้ามาคำนวณเพื่อใช้ในการช่วยวัดการกระจุกตัวของอุตสาหกรรม ซึ่งใช้ตัวแปรยอดขายเป็น proxy ในการวัดโดยผลลัพธ์ที่ได้นั้นจะเห็นได้ว่าค่าเฉลี่ยการกระจุกของทุกอุตสาหกรรมที่วัดด้วยตัวแปรยอดขายมีแนวโน้มการกระจุกตัวในระดับคงที่ โดยตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 ค่อนข้างมีระดับการกระจุกตัวที่สูงยกเว้นตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียที่การกระจุกตัวอยู่ในระดับ

ปานกลาง ส่วนตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์จะเห็นได้ว่าเส้นค่าเฉลี่ยการกระจุกของทุกอุตสาหกรรมจะมีค่าโดดเด่นกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นในกรณีศึกษานี้เป็นอย่างมาก เนื่องจากยอดขายของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์มีการกระจายตัวที่ต่ำ (ส่วนแบ่งการตลาดต่ำ) กว่า การกระจายตัวของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อื่นในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 ซึ่งเมื่อเรียงลำดับจากค่าการกระจุกตัวในปัจจุบันจะพบว่า ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีระดับการกระจุกตัวต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับกลุ่มประเทศอาเซียน 5 คือ เท่ากับ 0.11 รองลงมาคือ ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ไทยและตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ โดยมีค่าการกระจุกตัวเท่ากับ 0.16, 0.17, 0.25, 0.40 ตามลำดับ แสดงดังภาพที่ 5.6



ภาพที่ 5.6 ค่าเฉลี่ยการกระจุกตัวด้วยตัวแปรยอดขายของทุกอุตสาหกรรม

บรรณานุกรม

- กมลวรรณ ปันทวนันท์. 2553. การกระจุกตัวและการจัดสรรเวลาของรายการทีวีของธุรกิจฟรีทีวีในประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ.
- Bain, S. Joe. 1956. **Barriers to New Competition: their character and consequences in manufacturing industries.** Cambridge: Harvard University Press.

- Chang, Y., Yu, S. & Chen, R. 2010. Industry concentration, profitability and stock returns. International Conference on Information Management, Innovation Management and Industrial Engineering.
- Gallagherz, D., & Ignatievay, K. 2010. Industry concentration and stock returns: Australian evidence. International Conference on Economics, Business and Management.
- Hashem, N. 2010. Industry concentration and the cross-section of stock returns: Evidence from the UK. PhD thesis, University of Greenwich.
- Hou, K. & Robinson, D. T. 2006. Industry concentration and average stock returns. **Journal of Finance**. 61, No. 4 (August), 1927-1956.
- Jacob, A. Bikker, & Haaf, K. 2002. Measures of competition and concentration in the banking industry: **a review of the literature. Economic & Financial Modeling**.
- Mazali, R. 2012. How are industry concentration and risk factors related? Evidence from Brazilian stock markets. Master's thesis, Tulane University.
- Min, D., Ha, L., & Li, D . 2007. Industry concentration and stock returns in China A-share market. International Conference on Management Science & Engineering. China.
- Shepherd, G. William. 1979. The economics of industrial organization. New Jersey: Prentice-Hall
- Tirole, J. 1988. **The Theory of Industrial Organization**. Cambridge: MIT Press.

บทที่ 6

การวัดประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์ ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

บทที่ 6

การวัดประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์ ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

6.1 บทนำ

ในปัจจุบันการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ได้มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากประชาชนทั่วไปให้ความสนใจเกี่ยวกับการลงทุนเพิ่มขึ้นและมีทางเลือกในการลงทุนที่หลากหลาย โดยแต่ละบุคคลสามารถเลือกลงทุนแตกต่างกันออกไปตามลักษณะการลงทุนที่ตนเองพึงพอใจโดยอาจพิจารณาจากเงินลงทุน ความเสี่ยงที่สามารถยอมรับได้และผลตอบแทนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นจากการลงทุน เป็นต้น

โครงสร้างของตลาดการเงิน (financial market) สามารถแบ่งออกเป็น 2 ส่วนได้แก่ ตลาดเงิน (money market) คือตลาดที่มีการระดมเงินทุนและการให้สินเชื่อระยะสั้นอายุไม่เกิน 1 ปี เช่นการซื้อขายตั๋วแลกเงิน ตั๋วสัญญาใช้เงินรวมถึงตั๋วเงินคลัง ตลาดเงินยังสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท คือตลาดเงินในระบบซึ่งประกอบด้วยสถาบันการเงินที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมาย ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ ธนาคารกลาง บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ ตลาดเงินในระบบจะเน้นที่การกู้ยืมระหว่างธนาคารด้วยกันเอง (inter-bank loan) ระยะเวลาตั้งแต่ 1 วันขึ้นไป การกู้โดยตรงหรือเบิกเงินเกินบัญชี (loan and overdraw) โดยมีหลักทรัพย์ค้ำประกันการกู้โดยขายตราสารทางการเงิน ตั๋วเงินคลัง ตั๋วสัญญาใช้เงิน ตราสารการค้า ตลอดจนตราสารที่ธนาคารรับรอง ประเภทที่ 2 คือตลาดเงินนอกระบบ ซึ่งไม่มีกฎหมายรองรับสถานภาพ โดยจะเน้นไปที่การให้กู้ การเล่นแชร์ การขายฝาก เป็นต้น จะเห็นได้ว่าตลาดเงินนอกระบบยังมีบทบาทมากในประเทศที่กำลังพัฒนา

ตลาดทุน (capital market) เป็นแหล่งในการระดมเงินออมระยะยาวเกิน 1 ปีเพื่อจัดสรรให้ผู้ที่ต้องการเงินทุนระยะยาวนำไปใช้ในวัตถุประสงค์อื่นๆ เช่น การนำเงินไปขยายธุรกิจ นำเงินไปลงทุน เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น ผู้ที่ต้องการระดมเงินทุนจะเป็นผู้ออกตราสารทางการเงินหรือการออกหลักทรัพย์ในตลาดทุน เช่น การออกหุ้นสามัญหุ้นบุริมสิทธิหุ้นกู้พันธบัตรรัฐบาล หน่วยลงทุนของกองทุนรวมหรือใบสำคัญแสดงสิทธิเพื่อขายให้กับประชาชนโดยทั่วไปในตลาดแรก (primary market) และมี ตลาดรองหรือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ (secondary or trading market) เป็นศูนย์กลางสำหรับการซื้อขายแลกเปลี่ยนความเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ ในส่วนของตลาดหลักทรัพย์ (securities market) นั้นเป็นตลาดรองที่จัดตั้งทางการขึ้นมาเพื่อทำหน้าที่ในการ

ส่งเสริมการระดมเงินออมและจัดสรรเงินทุนในตลาดทุนซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการเสริมสร้างการพัฒนากระบวนเศรษฐกิจของประเทศในระยะยาว

นอกจากโครงสร้างของตลาดการเงินที่เราควรทราบแล้ว ในงานวิจัยนี้เราให้ความสำคัญเกี่ยวกับการรวมตัวของประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community: AEC) ดังนั้นข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับอาเซียนที่มีผลกระทบต่อการลงทุนก็เป็นส่วนประกอบที่สำคัญอีกส่วนหนึ่งที่เราควรทราบ อาเซียนก่อตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างสันติภาพในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ให้เกิดเสถียรภาพทางการเมืองและความเจริญก้าวหน้าทางเศรษฐกิจ สังคมและวัฒนธรรม เมื่อการค้าระหว่างประเทศในโลกมีแนวโน้มกีดกันการค้ารุนแรงขึ้น อาเซียนจึงมุ่งเน้นขยายความร่วมมือด้านเศรษฐกิจการค้าระหว่างกันมากขึ้น โดยคำนึงถึงการส่งเสริมการพัฒนาเศรษฐกิจ สังคมและวัฒนธรรมรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและความมั่นคงและช่วยกันแก้ไขปัญหาความขัดแย้งภายในภูมิภาค

เนื่องจากจะมีการรวมตัวเป็นประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนภายในปีพ.ศ. 2558 โดยมีตลาดและฐานการผลิตเดียวกัน (single market and production base) และมีการเคลื่อนย้ายสินค้า บริการ การลงทุน แรงงานและการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรี จะเห็นได้ว่าในปัจจุบันมีนักลงทุนให้ความสนใจการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้นจึงเน้นให้ความสำคัญเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ที่จะเข้าไปลงทุน ซึ่งควรจะทราบถึงลักษณะของตลาดหลักทรัพย์นั้นๆ ว่าเป็นอย่างไร มีประสิทธิภาพเหมาะที่เราควรจะลงทุนหรือไม่ ในที่นี้จึงได้ทำการศึกษาประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์ โดยมุ่งเน้นการวิจัยเชิงประจักษ์ในส่วนของการทดสอบประสิทธิภาพระดับต่ำ (weak form efficiency market) ของกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน 5 ประเทศ ได้แก่ ประเทศไทย ฟิลิปปินส์ มาเลเซีย สิงคโปร์และอินโดนีเซีย โดยพิจารณาความมีประสิทธิภาพเชิงข้อมูลข่าวสารที่สะท้อนถึงสภาวะของตลาดหลักทรัพย์ที่สามารถรวมข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องและมีผลกระทบต่อหลักทรัพย์เข้าไปอยู่ในราคาของหลักทรัพย์ได้อย่างรวดเร็วเหมาะสมหรือไม่ ในที่นี้จะพิจารณาจากเกณฑ์การวัดประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์โดยจะใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์ย้อนหลังรายสัปดาห์ของตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 5 ประเทศตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2555 เพื่อให้ทราบถึงประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนทั้ง 5 แห่งและสามารถใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เมื่อมีการรวมตัวเป็นประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนในปี พ.ศ. 2558 ตามวัตถุประสงค์ของนักลงทุนแต่ละบุคคลได้

6.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพถือว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จะเป็นอิสระต่อกัน ไม่มีความสัมพันธ์กันและเชื่อว่าราคา การ

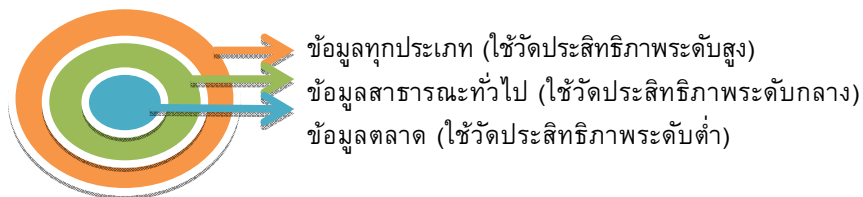
วิเคราะห์ส่งเสริม ข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณชนรวมถึงข้อมูลที่เป็นความลับหรือรู้กันเพียงคนในวงจำกัดส่งผลให้ราคาที่เกิดขึ้นเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ (equilibrium price) ซึ่งในตลาดที่มีประสิทธิภาพ ราคาดุลยภาพคือมูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value) ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดอย่างทันที เมื่อข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนได้รับเปลี่ยนแปลงไปราคาหลักทรัพย์ก็จะเปลี่ยนแปลงไปด้วย ยิ่งตลาดมีประสิทธิภาพมากขึ้น ข้อมูลบางชนิดก็จะไปถึงผู้ลงทุนอย่างทั่วถึงและรวดเร็วขึ้น ผู้ลงทุนจะไม่สามารถใช้ข่าวสารข้อมูลเพื่อสร้างผลตอบแทนส่วนเกิน (abnormal return) ได้เพราะข้อมูลเหล่านี้รวมอยู่ในราคาเรียบร้อยแล้วถ้าหากข่าวสารข้อมูลบางประเภทไม่ได้สะท้อนออกมาอย่างเต็มที่ในราคาหลักทรัพย์หรือมีความล่าช้าในการสะท้อนข่าวสารข้อมูลแสดงว่าตลาดหลักทรัพย์นั้นไม่มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ โดยปกติตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งจะมีระดับของความมีประสิทธิภาพต่าง ๆ กันไปขึ้นอยู่กับชุดของข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ด้วย

ข่าวสารข้อมูลที่เผยแพร่ไปยังผู้ลงทุนแบ่งออกเป็น 3 ระดับ คือ

ระดับที่ 1 ข้อมูลตลาด (market information) คือ ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้ว

ระดับที่ 2 ข้อมูลสาธารณะทั่วไป (public information) คือ ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่น ข้อมูลกำไร เงินปันผล การแตกหุ้น การรวมกิจการ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ คุณภาพผู้บริหาร วิธีการปฏิบัติทางบัญชีและการพยากรณ์กำไร เป็นต้น

ระดับที่ 3 ข้อมูลทุกประเภท (all information) คือ ข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้น ทั้งข้อมูลสาธารณะและข้อมูลภายใน



ภาพที่ 6.1 ประเภทของข่าวสารข้อมูลและการนำไปใช้วัดประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์

ประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์สามารถแบ่งออกเป็น 3 ระดับ โดยพิจารณาจากการรับรู้ข่าวสารข้อมูล ดังนี้

(1) ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ (weak form efficient market) เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ราคามีการเคลื่อนไหวในเชิงสุ่มและมีความยืดหยุ่นต่ำ เนื่องจากนักลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลตลาด เช่น ข้อมูลด้านราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้วได้อย่างเท่าเทียมกันและข้อมูลด้านราคามีน้อยจึงไม่มีใครสามารถเอาเปรียบใครได้ ทำให้การ

เปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตเป็นไปโดยไม่อาจคาดคะเนได้ ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจึงมีการเคลื่อนไหวแบบสุ่ม (random walk theory) คือตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำนี้ถือว่าข้อมูลด้านราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีตไม่สามารถนำมาใช้เป็นแนวทางในการคาดคะเนแนวโน้มราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ ซึ่งตลาดประเภทนี้เน้นให้นักลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีราคาเท่ากับหรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของตลาดที่มีการคาดคะเนไว้ และถือหลักทรัพย์นั้นไว้เพื่อรอให้ราคาสูงขึ้น (buy and hold investment) วิธีนี้ถือเป็นการลงทุนระยะยาว ซึ่งนอกจากจะได้กำไรที่เรียกว่ากำไรจากการขายแล้วยังได้รับเงินปันผลอีกด้วย

(2) ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (semi-strong form efficient market) เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ราคาเป็นตัวแทนข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ต่อสาธารณชนทั่วไป ราคาคุณภาพจะเปลี่ยนแปลงไปเมื่ออุปสงค์และอุปทานของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปเมื่อได้รับข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ จนกระทั่งเกิดดุลยภาพใหม่ เช่น ถ้าบริษัทใดประกาศแตกหุ้น (stock splits) ข่าวสารนี้จะมีการเผยแพร่ต่อสาธารณชนทั่วไปอย่างรวดเร็ว ซึ่งนักลงทุนจะประเมินมูลค่าของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังไม่ได้และราคาหลักทรัพย์ก็จะปรับตัวทันที ในระหว่างที่มีข้อมูลข่าวสารใหม่นี้ นักวิเคราะห์การลงทุนจะมีการประเมินมูลค่าหุ้นใหม่อยู่ตลอดเวลา ซึ่งการประเมินนี้ถือว่าการประเมินมูลค่าขึ้นพื้นฐานของหลักทรัพย์

(3) ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับสูง (strong form efficiency market) จะมีความยืดหยุ่นมากซึ่งตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพในระดับนี้ ราคาเป็นตัวแทนข้อมูลข่าวสารใหม่ทุกชนิด ไม่เพียงแต่เป็นข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณชนเท่านั้น แต่ยังรวมถึงข้อมูลที่ไม่เปิดเผยอีกด้วย (inside information) หมายความว่าไม่มีใครมีอำนาจผูกขาดในการใช้ข้อมูลภายในเพื่อสร้างกำไรได้ ถึงแม้ว่าจะมีข้อมูลภายในก็ไม่สามารถนำมาใช้สร้างราคาได้ เพราะทุกคนรู้ข้อมูลภายในอย่างรวดเร็วเท่าๆกัน

สมมติฐานตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ

สมมติฐานตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ (efficient market hypothesis) ซึ่งเกิดจากการประยุกต์ทฤษฎีการคาดคะเนอย่างมีเหตุผลเข้ากับเรื่องของตลาดการเงิน สรุปได้ว่าราคาของหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่มีอยู่ในปัจจุบันและสามารถปรับตัวได้ทันทีเมื่อข้อมูลข่าวสารและการคาดคะเนเปลี่ยนแปลงไปทำให้ราคาของหลักทรัพย์อยู่ในระดับที่เหมาะสม การคาดคะเนเป็นเพียงการคาดการณ์สิ่งที่จะเกิดขึ้นในอนาคตเท่านั้น ซึ่งไม่จำเป็นว่าการคาดการณ์จะถูกต้องเสมอไปแต่อย่างไรก็ตามความผิดพลาดที่เกิดจากการคาดคะเนเป็นสิ่งที่ไม่สามารถคาดเดาได้ บางครั้งอาจจะคาดคะเนสูงเกินไปหรือต่ำเกินไป ทำให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดอาจมีค่าสูงหรือต่ำกว่าค่าที่เหมาะสมได้ในลักษณะสุ่ม (random) ดังนั้นจึงไม่มีใครเอาเปรียบใครได้จากการทำกำไรส่วนเกินจากข้อมูลข่าวสารนี้

ตลาดหลักทรัพย์จะมีประสิทธิภาพเมื่อตลาดหลักทรัพย์มีขนาดใหญ่ คือมีผู้ลงทุนและมีสภาพคล่องเพียงพอ ข้อมูลข่าวสารต้องมีความทั่วถึงและต้นทุนในการทำธุรกรรมต่ำกว่ากำไรที่คาดว่าจะเกิดจากการซื้อขายหลักทรัพย์ ในขณะที่เมื่อตลาดหลักทรัพย์เกิดความไม่มีประสิทธิภาพขึ้น ผู้ลงทุนจะรับรู้ได้ว่าตนสามารถทำกำไรเหนือผู้อื่นได้ เช่นหากรับรู้ได้ว่าราคาตลาดต่ำเกินกว่าผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคตหรือต่ำกว่าที่ควรจะเป็นแล้ว ผู้ลงทุนก็จะเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้นมากจนกระทั่งราคาปรับตัวสูงขึ้นเข้าสู่ระดับที่เหมาะสม ซึ่งสิ่งนี้เป็นกลไกสำคัญที่ผลักดันให้ตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพอยู่ตลอดเวลาตนเอง

ในการศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ โดยทั่วไปจะไม่สามารถตัดสินได้ว่าตลาดหลักทรัพย์นั้นๆ เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพสูง (strong form efficient market) จึงได้มีการศึกษาโดยเริ่มต้นด้วยการทดสอบว่าตลาดหลักทรัพย์สามารถผ่านเกณฑ์ประสิทธิภาพระดับต่ำ (weak form efficiency) ประสิทธิภาพระดับปานกลาง (semi-strong form efficiency) และประสิทธิภาพระดับสูง (strong form efficient) ตามลำดับ Fama (1970) ทุกๆ ตลาดหลักทรัพย์จะให้ความสำคัญในการที่จะทำให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถผ่านเกณฑ์ขั้นต่ำได้เป็นอย่างดีน้อยที่สุดเพื่อทำให้เกิดความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนที่จะนำเงินมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ จากผลงานวิจัยที่ผ่านมา มีผู้ศึกษาเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่องดังตัวอย่างต่อไปนี้

การศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ของ Fama (1965) ได้ทำการศึกษาดตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้ข้อมูลราคาปิดหลักทรัพย์รายวันของหลักทรัพย์จำนวน 30 หลักทรัพย์เพื่อทดสอบว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาใดเวลาหนึ่งสัมพันธ์กับการเปลี่ยนของราคาหลักทรัพย์ในอดีตสำหรับช่วงเวลา 1,2,3,...,30 วัน ถัดไปหรือไม่ โดยใช้ข้อมูลในการทดสอบตั้งแต่ปี ค.ศ.1957 ถึง ค.ศ.1962 งานวิจัยของ Hong Hai (1978) ศึกษาตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ โดยใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์รายสัปดาห์จำนวน 10 หลักทรัพย์ตั้งแต่เดือนตุลาคม ค.ศ.1973 ถึง ค.ศ.1976 ทั้งหมด 132 สัปดาห์ เครื่องมือที่ใช้ในการทดสอบ คือการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน (serial correlation coefficients) และการทดสอบเครื่องหมายของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน (run test) จากการศึกษาของ Fama (1965) ได้ผลการทดสอบว่าระดับราคาที่เปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันน้อยมาก ทั้งการทดสอบด้วยวิธีการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนและการทดสอบเครื่องหมายของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาแบบสุ่ม (random walk theory) นั้นหมายความว่าตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กสามารถผ่านเกณฑ์การวัดประสิทธิภาพระดับต่ำ ด้านงานวิจัยของ Hong Hai (1978) ก็ได้ผลการทดสอบเช่นเดียวกัน

นอกจากนี้ยังมีผู้ศึกษาเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ เช่น Butler and Malaikah (1992) ได้มีการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนและการทดสอบเครื่องหมายของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเพื่อทดสอบขอบเขตและบทบาทของชุดข้อมูล (serial dependence) ของตลาดหลักทรัพย์คูเวตและซาอุดีอาระเบีย ในงานวิจัยนี้ได้ทำการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนและยังมีการศึกษาเกี่ยวกับประสิทธิภาพในการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ Roll (1984) มีการพัฒนาการประมาณการส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและเสนอขาย (bid-ask-spread) โดยตั้งสมมติฐานราคาที่จะแท้จริงเปลี่ยนแปลงไปแบบสุ่ม (random walk) ในขณะที่ Haller and Stoll (1989) ใช้แนวคิดของ Roll (Roll's estimator) ในการหาค่าเฉลี่ยส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและเสนอขาย อย่างไรก็ตาม Harris (1990) ได้ระบุปัญหาที่เกิดขึ้นจากแนวคิดของ Roll ในกลุ่มตัวอย่างขนาดเล็กกว่าการประมาณการของส่วนต่างราคาจะไม่แน่นอน ถ้าค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (standard deviation) ของผลตอบแทนมีความสัมพันธ์กับขนาดของส่วนต่างราคามากๆ สัดส่วนขนาดใหญ่ของความสัมพันธ์ในทิศทางต่างกัน (negative autocorrelation) ที่เกิดขึ้นจากส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและเสนอขาย อาจจะมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกัน (positive autocorrelation) ได้ด้วยเนื่องจากมีค่าคลาดเคลื่อนเกิดขึ้น (random error) และความแปรปรวนของการประมาณการส่วนต่างราคาที่สูง ในงานวิจัยนี้ยังพบว่าตลาดหลักทรัพย์ของซาอุดีอาระเบียขาดประสิทธิภาพเนื่องมาจากต้นทุนธุรกรรมสูง (transaction cost) และการบริหารงานยังไม่มีประสิทธิภาพ มาจากสาเหตุการซื้อขายที่ล่าช้า (trading delays) และการขาดสภาพคล่อง

ต่อมาได้มีผู้ศึกษาและทดสอบประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศกำลังพัฒนา เช่น การศึกษาตลาดหลักทรัพย์ในเอเชียและลาตินอเมริกาโดยยึดหลักทฤษฎีการเคลื่อนไหวราคาแบบสุ่ม (random walk) โดยใช้ข้อมูลรายเดือนย้อนหลังรายเดือนพบว่าตลาดหลักทรัพย์ขาดประสิทธิภาพร่วมกัน คือ ผลตอบแทนที่ได้รับจากตลาดหนึ่งสามารถประมาณการผลตอบแทนของอีกตลาดหลักทรัพย์หนึ่งได้ ซึ่งแสดงให้เห็นว่ามีความสัมพันธ์กัน Urrutia (1995) ได้ศึกษาตลาดหลักทรัพย์ในลาตินอเมริกาเช่นกันโดยใช้ข้อมูลรายเดือนย้อนหลังตั้งแต่ปี ค.ศ.1975 ถึง ค.ศ.1991 พบว่าไม่ผ่านเกณฑ์การทดสอบประสิทธิภาพระดับต่ำได้เพราะไม่ได้ยึดหลักทฤษฎีการเคลื่อนไหวราคาแบบสุ่ม (random walk) ตามที่กำหนดไว้ แต่กลับใช้วิธีการหาค่าเฉลี่ยจากการทดสอบเครื่องหมายของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน (mean of run test) ในการทดสอบแทน ซึ่งเป็นการบ่งบอกถึงว่านักลงทุนไม่สามารถที่จะพัฒนากลยุทธ์การซื้อขายเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นและจากงานศึกษาของ Erian and Kumar (1995) พบว่าการทดสอบประสิทธิภาพระดับต่ำในตลาดหลักทรัพย์ของตะวันออกกลางเน้นศึกษาหาความสัมพันธ์ของชุดข้อมูลเช่นกันและสามารถประมาณการราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ ซึ่งเป็นความคิดเห็นที่ตรงกับ Butler and Malaikah (1992) ที่ค้นพบว่าการเกิดความสัมพันธ์ของชุดข้อมูล

(autocorrelation) อย่างมีนัยสำคัญในเชิงสถิติ ในการทดสอบตลาดหลักทรัพย์ของคูเวตและซาอุดีอาระเบีย นอกจากนี้ Groenewold and Ariff (1998) ได้ทำการทดสอบตลาดหลักทรัพย์ 10 แห่งในภูมิภาคเอเชียพบว่าหลักฐานที่ทำให้เกิดการไม่มีประสิทธิภาพในตลาดเกิดขึ้น (Violations fairly mild) ในการเก็บข้อมูลเพื่อใช้ในการศึกษาตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพต่ำ Dickinson and Muragu (1994) เก็บข้อมูลราคาขายสัปดาห์ย้อนหลัง 10 ปีพบว่าไม่มีหลักฐานที่แน่นอนที่ชี้ว่าตลาดมีประสิทธิภาพจากการทดสอบด้วยวิธี mean of run test และ mean of Q-test statistic จึงแนะนำว่าควรจะใช้วิธีที่หลากหลายในการตรวจสอบประสิทธิภาพระดับต่ำของแต่ละตลาด ในขณะที่ Olowe (1999) ใช้ข้อมูลราคาขายเดือนย้อนหลัง 10 ปีโดยสุ่มตัวอย่าง 59 หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ Nairobi และทำการทดสอบประสิทธิภาพระดับต่ำโดยใช้วิธี Q-test partial autocorrelation coefficient และพิสูจน์ได้ว่า การไหลเวียนของข้อมูลที่ไม่เพียงพอและระบบการสื่อสารที่ไม่มีประสิทธิภาพส่งผลทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพ

ตารางที่ 6.1 สรุปผลงานวิจัยตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำที่ผ่านมา

ผลงานวิจัย	ศึกษาตลาด	ราคาปิดหลักทรัพย์	จำนวนหลักทรัพย์	วิธีการทดสอบ	ผลการทดสอบ
Fama (1965)	นิวยอร์ก	รายวัน (1957-1962)	30	Autocorrelation & Run Test	ผ่าน
Hai (1978)	สิงคโปร์	รายสัปดาห์ (Oct.1973-1976)	10	Autocorrelation & Run Test	ผ่าน
Butler & Malaikah (1992)	คูเวต	รายวัน (Oct.1985-1988)	36	Autocorrelation & Run Test	ไม่ผ่าน
Butler & Malaikah (1992)	ซาอุดีอาระเบีย	รายวัน (Jun1986-Sep1989)	35	Auto correlation & Run Test	ไม่ผ่าน
Umutia (1995)	ลาตินอเมริกา	รายเดือน (1975-1991)	4	Run Test	ไม่ผ่าน
Olowe (1999)	Nairobi	รายเดือน (1981-1992)	59	Q-test	ไม่ผ่าน

ตารางที่ 6.1 พบว่ามีการศึกษาเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่องแสดงให้เห็นว่ามีทั้งตลาดหลักทรัพย์ที่สามารถผ่านเกณฑ์และไม่ผ่านเกณฑ์การวัดประสิทธิภาพระดับต่ำได้ ทั้งยังมีการเลือกใช้ข้อมูลที่จะนำมาทดสอบและวิธีการทดสอบที่แตกต่างกันออกไป สิ่งเหล่านี้อาจจะมีผลต่อผลการศึกษา เพราะฉะนั้นจึงควรเลือกข้อมูลและวิธีการที่เหมาะสมในการวัดประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์

จากผลงานวิจัยที่ผ่านมาทำให้เราเห็นความสำคัญในการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ระดับต่ำ (weak form efficient market) โดยจะต้องอ้างอิงถึงทฤษฎีการเคลื่อนไหว

ราคาแบบสุ่ม (random walk theory) เป็นหลักเพราะข้อมูลด้านราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีตไม่สามารถนำมาใช้เป็นแนวทางในการคาดคะเนแนวโน้มราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้และใช้ข้อมูลย้อนหลังไม่น้อยกว่า 5 ปีเพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาใดเวลาหนึ่งกับการเปลี่ยนแปลงระดับราคาของหลักทรัพย์ในอดีตสำหรับช่วงเวลาต่างๆ (lag) และวิเคราะห์ว่าตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพหรือไม่ โดยใช้หลักเกณฑ์ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ (weak form efficient market) ในการวิเคราะห์เพื่อเป็นข้อมูลให้กับนักลงทุนในการตัดสินใจเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่อไป

6.3 วิธีดำเนินการวิจัย

จากที่กล่าวมาแล้วข้างต้นเกี่ยวกับลักษณะความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละระดับ ต่อมาจะกล่าวถึงแนวทางที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานที่ว่าราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนต่อข่าวสารข้อมูลใหม่ที่เกี่ยวข้องโดยทันที ข้อมูลที่เกิดขึ้นใหม่เกิดขึ้นในเชิงสุ่มและมีรูปแบบที่เป็นอิสระต่อกัน การทดสอบสมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์สามารถทดสอบค่าทางสถิติของความเป็นอิสระต่อกันของอัตราผลตอบแทน คือการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (serial correlation test or Autocorrelation test) เป็นการทดสอบหาค่าความสัมพันธ์ระหว่างกันของตัวแปรว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ โดยจะทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ $\ln(P_t/P_{t-1})$ ในปัจจุบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันหรือต่างกันกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในอดีตอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ (significance of positive or negative correlation) โดยทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในวันที่ t มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในวันที่ $t-1, t-2, \dots, t-n$ หรือไม่ ถ้าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพระดับต่ำผลที่ได้จากการทดสอบจะพบว่าเป็นความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นอย่างไม่มีนัยสำคัญ (insignificant correlation) หมายความว่าอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบันไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอดีตหรือเป็นอิสระต่อกันนั่นเอง ในงานวิจัยนี้ สามารถทำการทดสอบค่าทางสถิติของความเป็นอิสระต่อกันของอัตราผลตอบแทนหรือการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน (serial correlation test or Autocorrelation test) ได้ 2 วิธี ดังนี้

วิธีที่ 1 การทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน (serial correlation LM-test หรือ BG test)

การทดสอบด้วยวิธี Serial Correlation LM-Test เป็นการทดสอบทางสถิติเพื่อดูว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันหรือไม่

โดยขั้นตอนการทดสอบ Serial Correlation LM-Test มีดังนี้

(1) คำนวณค่า α, β จาก $Y_t = \alpha + \beta x_t + u_t$ (6.1)

ด้วยวิธีสมการถดถอยกำลังสองน้อยสุด (ordinary least-squares regression) จะได้ค่าความคลาดเคลื่อน (error term) ออกมา ซึ่งสามารถคำนวณได้จาก $u_t = y_t - \hat{y}_t$ (6.2)

(2) สร้างสมการถดถอยระหว่างตัวแปร u_t กับ ตัวแปร x_t และ $u_{t-1}, \dots, u_{t-p}$ เพื่อคำนวณหาค่า R^2

(3) การทดสอบสมมติฐาน โดยกำหนดให้
สมมติฐานหลัก (H_0) คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กัน
สมมติฐานแย้ง (H_1) คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กัน
โดยคำนวณหาค่าสถิติจาก

$$\chi^2 = (n - p) R^2 \sim \chi^2_{n-p} \quad (6.3)$$

(4) สรุปผลการทดสอบ

ถ้า $\chi^2 > \chi^2_{\alpha, p}$ ปฏิเสธสมมติฐานหลัก คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มี

ความสัมพันธ์กัน

ถ้า $\chi^2 < \chi^2_{\alpha, p}$ ไม่ปฏิเสธสมมติฐานหลัก คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ไม่มีความสัมพันธ์กัน

วิธีที่ 2 การทดสอบ Q-Statistics

วิธีการทดสอบ Q-Statistics ใช้ทดสอบค่าตัวคลาดเคลื่อน (residual) ว่าเกิดความสัมพันธ์กันหรือไม่ โดยค่า Q-statistic นี้ใช้ได้กับสมการที่มีช่วงเวลาต่างๆ (lag) ของตัวแปรตาม ถ้าชุดข้อมูลไม่ได้ขึ้นอยู่กับผลของการประมาณค่าแบบ ARIMA หรืออยู่ภายใต้สมมติฐาน Q-Statistics จะมีการกระจายตัวแบบเชิงเส้น (asymptotically) สามารถคำนวณค่าได้จากสมการ

$$Q = T(T+2) \sum_{j=1}^p \frac{r_j^2}{T-j} \quad (6.4)$$

การทดสอบสมมติฐานโดยกำหนดให้

สมมติฐานหลัก (H_0) คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กัน

สมมติฐานแย้ง (H_1) คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กัน

สรุปผลการทดสอบ

ถ้าค่า Prob. น้อยกว่าค่า α ที่กำหนด (เช่น Prob < 0.05) จะต้องปฏิเสธสมมติฐานหลักแสดงว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กัน (autocorrelation) หรือเกิด serial correlation ของตัวคลาดเคลื่อน

ถ้าค่า Prob. มากกว่าค่า α ที่กำหนด (เช่น Prob > 0.05) จะต้องไม่ปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กัน (no autocorrelation) หรือไม่เกิด serial correlation ของตัวคลาดเคลื่อน

เนื่องจากงานวิจัยนี้ศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ระดับต่ำ 5 ประเทศและมีจำนวนข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศเป็นจำนวนมาก โดยจะหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบันและอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอดีตย้อนหลังไป 5 วันเพื่อดูว่าอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในอดีตอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ จึงเลือกใช้การทดสอบค่าทางสถิติที่เหมาะสม 2 วิธี ได้แก่ การทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน (serial correlation LM-test หรือ BG test) และการทดสอบ Q-Statistics ซึ่งทั้ง 2 วิธีนี้ สามารถระบุได้ว่าเกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบันและอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอดีต (autocorrelation) หรือไม่ และยังสามารถลงรายละเอียดได้ว่าอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบัน มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอดีตย้อนหลังไปกี่วัน เนื่องจากการทดสอบด้วยวิธีเดียวอาจมีความคลาดเคลื่อนเกิดขึ้นได้เราจึงเลือกใช้ทั้ง 2 วิธีในการทดสอบเพื่อความแม่นยำและถูกต้องของผลการศึกษา

6.4 ผลการศึกษา

6.4.1 ข้อมูล

การศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ระดับต่ำ ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ย้อนหลังรายสัปดาห์ 5 ปีตั้งแต่ปี พ.ศ.2551 ถึง พ.ศ. 2555 ของแต่ละบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย ฟิลิปินส์ มาเลเซีย สิงคโปร์ และอินโดนีเซีย

ตารางที่ 6.2 จำนวนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ระดับต่ำ

ประเทศ (สกุลเงิน)	จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ศึกษา
1.ไทย(THB)	471 บริษัท
2.ฟิลิปปินส์ (PHP)	205 บริษัท
3.มาเลเซีย(MYR)	815 บริษัท
4.สิงคโปร์(SGD)	586 บริษัท
5.อินโดนีเซีย(IDR)	335 บริษัท

ตารางที่ 6.2 แสดงจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่จะนำมาศึกษาทั้งหมดซึ่งในที่นี้เราจัดเก็บข้อมูลในรูปของราคาปิดของหลักทรัพย์แต่ละตัวรายสัปดาห์โดยเก็บข้อมูลของประเทศไทย 471 หลักทรัพย์ในสกุลเงิน “THB” ประเทศฟิลิปปินส์ 205 หลักทรัพย์ในสกุลเงิน “PHP” ประเทศมาเลเซีย 815 หลักทรัพย์ในสกุลเงิน “MYR” ประเทศสิงคโปร์ 586 หลักทรัพย์ในสกุลเงิน “SGD” และประเทศอินโดนีเซีย 335 หลักทรัพย์ในสกุลเงิน “IDR”

6.4.2 ผลการวิจัยเชิงประจักษ์

เบื้องต้นได้คำนวณหาค่าสถิติเชิงพรรณนารายปีของแต่ละประเทศโดยการนำข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์ทุก ๆ ตัวมาคำนวณอัตราผลตอบแทนก่อนเป็นลำดับแรกจาก $\ln(P_t/P_{t-1})$ แล้วจึงนำไปคำนวณหาค่าสถิติเชิงพรรณนาต่อไป ซึ่งในปี พ.ศ.2551 มีข้อมูลรายสัปดาห์ทั้งหมด 53 สัปดาห์ ส่วนในปี พ.ศ.2552 ถึง พ.ศ.2555 มีข้อมูลรายสัปดาห์ปีละ 52 สัปดาห์เพื่อให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงของค่าสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลว่าเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใดในการคำนวณหาค่าสถิติเชิงพรรณนาจะพบว่า บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนเป็นศูนย์จะไม่สามารถนำมาคำนวณได้ดังนั้นในแต่ละปีจึงมีจำนวนบริษัทที่ใช้ในการคำนวณไม่เท่ากันและอาจแตกต่างไปจากข้อมูลเบื้องต้นที่ระบุจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 6.3 จำนวนข้อมูลที่ใช้ในคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนา

ข้อมูลที่ใช้คำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนา	2551	2552	2553	2554	2555
1.ไทย	468	467	465	468	470
2.ฟิลิปปินส์	193	195	192	177	174
3.มาเลเซีย	813	813	811	812	814
4.สิงคโปร์	585	586	586	585	580
5.อินโดนีเซีย	322	322	314	320	325

ตารางที่ 6.3 แสดงจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้ในคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของแต่ละประเทศ ตั้งแต่ปี พ.ศ.2551 ถึง พ.ศ.2555 โดยมีการตัดข้อมูลบางส่วนออกเรียบร้อยแล้วจึงทำให้แตกต่างไปจากตารางที่ 6.2 ที่แสดงจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ระดับต่ำ เช่นประเทศไทยมีข้อมูลเริ่มต้น 471 บริษัทแต่สามารถนำมาใช้ในการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาได้จริงเท่ากับ 468 บริษัท 467 บริษัท 465 บริษัท 468 บริษัทและ 470 บริษัท จากปี พ.ศ.2551 ถึง พ.ศ.2555 ตามลำดับ ส่วนของประเทศอื่นๆก็สามารถอธิบายได้ในลักษณะเดียวกัน โดยเปรียบเทียบจำนวนข้อมูลจากตารางที่ 6.2 ซึ่งเป็นข้อมูลเริ่มต้นและตารางที่ 6.3 เป็นข้อมูลที่สามารถนำมาใช้ได้จริงในการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาผลการรายงานค่าสถิติเชิงพรรณนาของแต่ละประเทศ มีดังนี้

ตารางที่ 6.4 ผลการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของประเทศไทยในปี พ.ศ.2551 - 2555

ค่าสถิติเชิงพรรณนา	ประเทศไทย				
	2551	2552	2553	2554	2555
Mean	-0.0095	0.0075	0.0053	-0.0009	0.0073
Standard Error	0.0101	0.0085	0.0071	0.0072	0.0069
Median	-0.0053	0.0034	0.0017	-0.0007	0.0032
Mode	-0.0001	0.0000	0.0004	-0.0002	0.0008
Standard Deviation	0.0736	0.0615	0.0512	0.0521	0.0500
Sample Variance	0.0068	0.0049	0.0034	0.0036	0.0037
Kurtosis	5.7675	4.2530	4.3712	4.2771	4.6986
Skewness	-0.5674	0.4337	0.6190	-0.0531	0.5916
Range	0.4721	0.3650	0.3011	0.3132	0.2996
Minimum	-0.2683	-0.1588	-0.1239	-0.1531	-0.1187
Maximum	0.2037	0.2061	0.1772	0.1601	0.1810
Sum	-0.5058	0.3880	0.2768	-0.0477	0.3813
Count	53	52	52	52	52

ผลการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของประเทศไทยในปี พ.ศ.2551 ถึง พ.ศ.2555 ได้ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเท่ากับ -0.95% ในปี พ.ศ.2551 และเพิ่มขึ้นเป็น 0.73% ใน ปี พ.ศ.2555 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าลดลงจาก 7.36% ในปี พ.ศ.2551 เป็น 5% ในปี พ.ศ. 2555

ตารางที่ 6.5 ผลการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของประเทศฟิลิปปินส์ในปี พ.ศ. 2551 – 2555

ค่าสถิติเชิงพรรณนา	ประเทศฟิลิปปินส์				
	2551	2552	2553	2554	2555
Mean	-0.0132	0.0098	0.0048	0.0027	0.0040
Standard Error	0.0115	0.0114	0.0098	0.0113	0.0096
Median	-0.0083	0.0014	0.0003	-0.0017	-0.0005
Mode	0.0000	-0.0007	0.0006	0.0001	-0.0003
Standard Deviation	0.0840	0.0825	0.0709	0.0814	0.0693
Sample Variance	0.0097	0.0090	0.0083	0.0096	0.0066
Kurtosis	6.9597	7.2097	5.9139	6.8212	5.2906
Skewness	-0.2007	0.7627	0.7558	0.5726	0.7544
Range	0.5288	0.5113	0.4333	0.5255	0.4276
Minimum	-0.2712	-0.2070	-0.1703	-0.2217	-0.1734
Maximum	0.2577	0.3043	0.2630	0.3037	0.2542
Sum	-0.6980	0.5092	0.2496	0.1429	0.2103
Count	53	52	52	52	52

ผลการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของประเทศฟิลิปปินส์ใน พ.ศ.2551 ถึง พ.ศ. 2555 ได้ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเท่ากับ -1.32% ในปี พ.ศ.2551 และเพิ่มขึ้นเป็น 0.40% ในปี พ.ศ.2555 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าลดลงจาก 8.40% ในปี พ.ศ.2551 เป็น 6.93% ในปี พ.ศ. 2555

ผลการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของประเทศมาเลเซียในปี พ.ศ.2551 ถึง พ.ศ. 2555 ดังในตารางที่ 6.6 ได้ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทน -1.05% ในปี พ.ศ.2551 และค่อยๆ เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจนกระทั่งเท่ากับ 0% ในปี พ.ศ.2555 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าลดลงจาก 8.40% ในปี พ.ศ.2551 เป็น 5.39% ในปี พ.ศ.2555

ตารางที่ 6.7 แสดงผลการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของประเทศสิงคโปร์ใน พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2555 ได้ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเท่ากับ -1.93% ในปี พ.ศ. 2551 และเพิ่มขึ้นเป็น 0.36% ในปี พ.ศ. 2555 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าลดลงจาก 10.82% ในปี พ.ศ. 2551 เป็น 7.01% ในปี พ.ศ. 2555

ตารางที่ 6.6 ผลการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของประเทศมาเลเซียในปี พ.ศ.2551 – 2555

ค่าสถิติเชิงพรรณนา	ประเทศมาเลเซีย				
	2551	2552	2553	2554	2555
Mean	-0.0105	0.0055	0.0022	-0.0008	0.0000
Standard Error	0.0115	0.0119	0.0086	0.0090	0.0075
Median	-0.0061	0.0009	0.0002	-0.0019	-0.0010
Mode	-0.0004	0.0000	0.0001	0.0000	-0.0003
Standard Deviation	0.0840	0.0859	0.0622	0.0646	0.0539
Sample Variance	0.0098	0.0115	0.0054	0.0059	0.0044
Kurtosis	3.8802	3.8236	3.1883	3.1351	4.0347
Skewness	-0.0153	0.4701	0.4046	0.2106	0.3890
Range	0.5109	0.5193	0.3584	0.3758	0.3226
Minimum	-0.2631	-0.2312	-0.1609	-0.1753	-0.1474
Maximum	0.2477	0.2881	0.1975	0.2004	0.1752
Sum	-0.5544	0.2870	0.1121	-0.0403	-0.0024
Count	53	52	52	52	52

ตารางที่ 6.7 ผลการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของประเทศสิงคโปร์ในปี พ.ศ.2551 – 2555

ค่าสถิติเชิงพรรณนา	ประเทศสิงคโปร์				
	2551	2552	2553	2554	2555
Mean	-0.0193	0.0090	-0.0013	-0.0077	0.0036
Standard Error	0.0149	0.0144	0.0101	0.0104	0.0097
Median	-0.0082	0.0011	-0.0002	-0.0025	0.0005
Mode	-0.0001	-0.0004	0.0000	-0.0003	0.0000
Standard Deviation	0.1082	0.1038	0.0726	0.0747	0.0701
Sample Variance	0.0144	0.0132	0.0084	0.0085	0.0074
Kurtosis	4.1614	3.2965	3.0358	3.9508	4.1363
Skewness	-0.4237	0.5021	0.0359	-0.3246	0.3233
Range	0.6471	0.5862	0.4056	0.4394	0.4187
Minimum	-0.3597	-0.2560	-0.1988	-0.2355	-0.1878
Maximum	0.2874	0.3301	0.2069	0.2039	0.2309
Sum	-1.0245	0.4661	-0.0683	-0.4029	0.1851
Count	53	52	52	52	52

ตารางที่ 6.8 ผลการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของประเทศอินโดนีเซียในปี พ.ศ.2551-2555

ค่าสถิติเชิงพรรณนา	ประเทศอินโดนีเซีย				
	2551	2552	2553	2554	2555
Mean	-0.0112	0.0064	0.0067	0.0023	0.0034
Standard Error	0.0123	0.0105	0.0096	0.0091	0.0085
Median	-0.0050	0.0013	0.0012	-0.0012	-0.0010
Mode	0.0001	0.0001	0.0001	-0.0004	-0.0007
Standard Deviation	0.0897	0.0754	0.0692	0.0656	0.0611
Sample Variance	0.0098	0.0071	0.0058	0.0052	0.0049
Kurtosis	8.5536	9.6561	7.0709	6.8712	5.9110
Skewness	-0.4555	0.6205	0.5420	0.5562	0.7395
Range	0.5686	0.4802	0.4286	0.4086	0.3693
Minimum	-0.3086	-0.2048	-0.1799	-0.1754	-0.1554
Maximum	0.2600	0.2753	0.2487	0.2333	0.2139
Sum	-0.5912	0.3326	0.3500	0.1186	0.1756
Count	53	52	52	52	52

ผลการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของประเทศอินโดนีเซียใน ปี พ.ศ.2551 ถึง พ.ศ.2555 ได้ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเท่ากับ -1.12% ใน ปีพ.ศ.2551 และเพิ่มขึ้นเป็น 0.34% ใน ปีพ.ศ. 2555 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าลดลงจาก 8.97% ใน ปี พ.ศ.2551 เป็น 6.11% ใน ปี พ.ศ. 2555

จากผลการคำนวณค่าทางสถิติของแต่ละประเทศจะเห็นได้ว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละประเทศใน ปี พ.ศ. 2551 จะมีค่าต่ำอาจเนื่องมาจากวิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในช่วงนั้น เมื่อเวลาผ่านไป ทุกประเทศก็เริ่มฟื้นตัวดีขึ้นส่งผลให้สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ได้สูงขึ้นเรื่อยๆ แต่อาจมีปัจจัยอื่นๆ เพิ่มเติม ที่ส่งผลให้การลงทุนในแต่ละประเทศดีขึ้นก็สามารถนำมาวิเคราะห์ร่วมด้วยได้

ผลการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน

งานวิจัยนี้ได้ทำการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน (serial correlation test or autocorrelation test) 2 วิธี ได้แก่การทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน (serial correlation LM-test หรือ BG test) และการทดสอบQ-Statistics ผลการทดสอบทั้ง 2 วิธี มีดังนี้

ตารางที่ 6.9 ผลการทดสอบ BG-test

สรุปผลการทดสอบ BG-test (จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศ)								
ประเทศ	ไม่มีนัยสำคัญ	มีนัยสำคัญ	Lag1	Lag2	Lag3	Lag4	Lag5	รวม
1.ไทย	143	328	209	31	63	13	12	471
2.ฟิลิปปินส์	59	146	112	15	11	6	2	205
3.มาเลเซีย	225	590	488	56	23	16	7	815
4.สิงคโปร์	137	449	339	44	38	23	5	586
5.อินโดนีเซีย	107	228	133	45	32	14	4	335

ตารางที่ 6.10 ผลการทดสอบ BG-test

สรุปผลการทดสอบ BG-test								
ประเทศ	ไม่มีนัยสำคัญ	มีนัยสำคัญ	Lag1	Lag2	Lag3	Lag4	Lag5	รวม
1.ไทย	30.36%	69.64%	44.37%	6.58%	13.38%	2.76%	2.55%	100.00%
2.ฟิลิปปินส์	28.78%	71.22%	54.63%	7.32%	5.37%	2.93%	0.98%	100.00%
3.มาเลเซีย	27.61%	72.39%	59.88%	6.87%	2.82%	1.96%	0.86%	100.00%
4.สิงคโปร์	23.38%	76.62%	57.85%	7.51%	6.48%	3.92%	0.85%	100.00%
5.อินโดนีเซีย	31.94%	68.06%	39.70%	13.43%	9.55%	4.18%	1.19%	100.00%

จากตารางที่ 6.9 และตารางที่ 6.10 เป็นผลการทดสอบด้วยวิธี BG-test เช่นเดียวกัน แตกต่างกันเพียง ตารางที่ 6.9 แสดงผลการทดสอบในรูปของจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศ ส่วน ตารางที่ 6.10 แสดงผลการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในรูปของเปอร์เซ็นต์ เพื่อง่ายต่อการเปรียบเทียบหรืออ่านผลการทดสอบด้วยวิธี BG-test นั้นเองจากตารางสรุปผลการทดสอบพบว่าทุกๆ ประเทศที่ทำการศึกษา ไม่ว่าจะเป็นประเทศไทย ฟิลิปปินส์ มาเลเซีย สิงคโปร์และอินโดนีเซียให้ผลลัพธ์จากการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนไปในทิศทางเดียวกัน คือไม่สามารถผ่านเกณฑ์การวัดประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์ได้ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในอดีตอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอดีตย้อนหลัง 1 วัน (lag 1) และจะมีความสัมพันธ์ลดน้อยลงเรื่อยๆ เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอดีตย้อนหลัง 2 วัน ,...,5 วัน โดยสามารถสังเกตจากเปอร์เซ็นต์ที่อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในอดีตอย่างมีนัยสำคัญของแต่ละประเทศมีค่าเกินกว่า 50 เปอร์เซนต์ทั้งสิ้นส่วนค่าเปอร์เซ็นต์ที่

อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในอดีตอย่างไม่มีนัยสำคัญของแต่ละประเทศมีค่าน้อยประมาณ 20 ถึง 30 เปอร์เซนต์เท่านั้น

ตารางที่ 6.11 ผลการทดสอบด้วยวิธี Q-Statistics

สรุปผลการทดสอบ Q-Statistics								
ประเทศ	ไม่มีนัยสำคัญ	มีนัยสำคัญ	Lag1	Lag2	Lag3	Lag4	Lag5	รวม
1.ไทย	138	333	209	32	67	10	15	471
2.ฟิลิปปินส์	60	145	112	15	8	7	3	205
3.มาเลเซีย	220	595	490	55	21	21	8	815
4.สิงคโปร์	133	453	341	43	40	24	5	586
5.อินโดนีเซีย	103	232	133	45	32	16	6	335

ตารางที่ 6.12 ผลการทดสอบ Q-Statistics

สรุปผลการทดสอบ Q-Statistics								
ประเทศ	ไม่มีนัยสำคัญ	มีนัยสำคัญ	Lag1	Lag2	Lag3	Lag4	Lag5	รวม
1.ไทย	29.30%	70.70%	44.37%	6.79%	14.23%	2.12%	3.18%	100.00%
2.ฟิลิปปินส์	29.27%	70.73%	54.63%	7.32%	3.90%	3.41%	1.46%	100.00%
3.มาเลเซีย	26.99%	73.01%	60.12%	6.75%	2.58%	2.58%	0.98%	100.00%
4.สิงคโปร์	22.70%	77.30%	58.19%	7.34%	6.83%	4.10%	0.85%	100.00%
5.อินโดนีเซีย	30.75%	69.25%	39.70%	13.43%	9.55%	4.78%	1.79%	100.00%

จากตารางที่ 6.11 แสดงผลการทดสอบ Q-Statistics โดยนับผลการทดสอบในรูปของจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศ ในขณะที่ตารางที่ 6.12 แสดงผลการทดสอบเช่นเดียวกันในรูปของเปอร์เซนต์ จากผลการทดสอบพบว่าอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบันของทุกๆ ประเทศมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในอดีตอย่างมีนัยสำคัญและยังมีค่าสูงมากเกินกว่า 60 เปอร์เซนต์ของจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศ นอกจากนี้ยังสังเกตได้ว่าอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอดีตย้อนหลัง 1 วัน มากที่สุด และค่อยๆ ลดน้อยลงเมื่อพิจารณาถึงความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอดีตย้อนหลังไป 2 วัน,...,5 วัน มีเพียงแต่ประเทศไทยเท่านั้นที่อัตรา

ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอดีตย้อนหลัง 3 วันสูงถึง 14.23 เปอร์เซนต์ ซึ่งมากกว่าความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอดีตย้อนหลัง 2 วันที่มีค่าเท่ากับ 6.79 เปอร์เซนต์ สรุปผลการทดสอบ Q-statistics จึงสามารถกล่าวได้ว่าประเทศไทย ฟิลิปปีนส์ มาเลเซีย สิงคโปร์และอินโดนีเซียไม่สามารถผ่านเกณฑ์การวัดประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์ได้

ผลการทดสอบทั้ง 2 วิธี ได้มีการพิจารณานัยสำคัญ 3 ระดับ ได้แก่ที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 90% ($\alpha=0.1$) แทนด้วยสัญลักษณ์ * ที่ 95% ($\alpha=0.05$) แทนด้วยสัญลักษณ์ ** และที่ 99% ($\alpha=0.01$) แทนด้วยสัญลักษณ์ *** เมื่อนำผลการทดสอบด้วยวิธี BG-test มาเปรียบเทียบกับผลการทดสอบด้วยวิธี Q-Statistics จะพบว่าให้ผลลัพธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ในที่นี้จะยกตัวอย่างเช่นจำนวนบริษัทที่อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในอดีตย้อนหลัง 1 วัน ซึ่งในประเทศไทย ฟิลิปปีนส์และอินโดนีเซีย ให้ผลการทดสอบเหมือนกันคือ 209 บริษัท 112 บริษัท และ 133 บริษัทตามลำดับ ส่วนในประเทศมาเลเซียการทดสอบด้วยวิธี Q-Statistics จะพบจำนวนบริษัทที่อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในอดีตย้อนหลัง 1 วันเท่ากับ 490 บริษัท ในขณะที่เมื่อทดสอบด้วยวิธี BG-test จะได้ผลลัพธ์ 488 บริษัท ในขณะที่ประเทศสิงคโปร์ การทดสอบด้วยวิธี Q-Statistics จะพบจำนวนบริษัทที่อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในอดีตย้อนหลัง 1 วันเท่ากับ 341 บริษัทหลักทรัพย์ เมื่อทดสอบด้วยวิธี BG-test จะได้ผลลัพธ์เท่ากับ 339 บริษัท ซึ่งถือว่าใกล้เคียงกันมากจึงสามารถกล่าวได้ว่าการทดสอบทั้ง 2 วิธี ให้ผลลัพธ์ในทิศทางเดียวกัน

ตารางที่ 6.13 ลำดับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์สูงสุดไปต่ำสุด

ประเทศ	ความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์	
	BG-test	Q-Statistics
1.อินโดนีเซีย	31.94%	30.75%
2.ไทย	30.36%	29.30%
3.ฟิลิปปินส์	28.78%	29.27%
4.มาเลเซีย	27.61%	26.99%
5.สิงคโปร์	23.38%	22.70%

จากผลการทดสอบทำให้ทราบว่าทุกประเทศที่ทำการศึกษาไม่สามารถผ่านเกณฑ์การวัดประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์ได้ แต่เมื่อมองในมุมมองกลับจะพบว่าตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอินโดนีเซียมีประสิทธิภาพสูงสุด ประเทศไทย ฟิลิปปินส์ มาเลเซียและสิงคโปร์ รองลงมาตามลำดับ โดยพิจารณาจากค่าเปอร์เซ็นต์ของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบันที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในอดีต (insignificant) อย่างไม่มีนัยสำคัญเป็นตัวชี้วัดความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์

6.5 สรุปผลการศึกษา

ในการศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ระดับต่ำ ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาคือราคาปิดของหลักทรัพย์ย้อนหลังรายสัปดาห์ 5 ปี ตั้งแต่ ปี พ.ศ.2551 ถึง พ.ศ. 2555 ของแต่ละบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย ฟิลิปปินส์ มาเลเซีย สิงคโปร์ และอินโดนีเซีย โดยใช้สกุลเงินของประเทศนั้นๆ และเลือกใช้วิธีการทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างกันของตัวแปรว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ โดยจะทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ $\ln(P_t/P_{t-1})$ ในปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในอดีตอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่เนื่องจากงานวิจัยนี้ตั้งอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานว่าความมีประสิทธิภาพเชิงข้อมูลข่าวสารที่สะท้อนถึงสถานะของตลาดหลักทรัพย์ที่สามารถรวมข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องและมีผลกระทบต่อหลักทรัพย์เข้าไปอยู่ในราคาของหลักทรัพย์ได้อย่างรวดเร็ว เหมาะสมหรือไม่นั้นและราคาของหลักทรัพย์ยังต้องมีการเคลื่อนไหวในเชิงสุ่ม (random walk) เนื่องจากเราพิจารณาเฉพาะราคาปิดที่เกิดขึ้นรายสัปดาห์ของหลักทรัพย์ทุกๆตัว เพราะฉะนั้นจึงคำนวณหาอัตราผลตอบแทนจากราคาปิดของหลักทรัพย์ที่ทำการการศึกษาเพื่อดูความสัมพันธ์ว่าอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอดีตหรือไม่ ซึ่งตามทฤษฎีแล้วจะต้องเป็นอิสระต่อกัน ผลการทดสอบออกมาได้ขัดแย้งกับข้อสมมติฐานกล่าวคือประเทศไทย ฟิลิปปินส์ มาเลเซีย สิงคโปร์และอินโดนีเซียไม่สามารถผ่านเกณฑ์การวัดประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์ได้หมายความว่าอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปัจจุบันของทุกประเทศมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอดีตอย่างมีนัยสำคัญอย่างไรก็ตามเราไม่สามารถตัดสินได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์เหล่านี้ ไม่มีประสิทธิภาพ 100 เปอร์เซ็นต์ เนื่องจากงานวิจัยนี้ พิจารณาเฉพาะราคาปิดของหลักทรัพย์ย้อนหลังรายสัปดาห์ 5 ปี ตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2555 เท่านั้นไม่ได้นำตัวแปรอื่นๆ ที่เป็นตัววัดประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์เข้ามาวิเคราะห์ด้วยและจากการทดสอบกล่าวได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซียมีประสิทธิภาพสูงสุด รองลงมาคือประเทศไทย ฟิลิปปินส์ มาเลเซียและสิงคโปร์ ในเชิงเปรียบเทียบจากข้อมูลและผลการทดสอบอัตราผลตอบแทนเท่านั้น

อย่างไรก็ตามการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ ยังคงเป็นประเด็นที่สำคัญ และมีผู้ให้ความสนใจอีกจำนวนมากจึงควรทำการศึกษา โดยอาจเปลี่ยนไปใช้ข้อมูลรายวัน รายสัปดาห์ หรือรายปี ในการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ และเลือกใช้วิธีการทดสอบที่เหมาะสมกับข้อมูลที่ทำการศึกษา นอกจากนี้ ยังสามารถทดสอบโดยการพิจารณาข้อมูลเป็นรายอุตสาหกรรมหรือขนาดของอุตสาหกรรมได้อีกด้วยเพื่อเป็นประโยชน์แก่ผู้สนใจในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่อไป

บรรณานุกรม

- ภูมิฐาน รังคกุลวัฒน์. 2554. **เศรษฐมิติเบื้องต้น**. ครั้งที่2. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2548. **การประเมินมูลค่าสินทรัพย์การลงทุนในตราสารทุน**. ครั้งที่1.กรุงเทพฯ:บริษัทอัมรินทร์พริ้นติ้ง แอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน).
- DamodarN.Gujarati and Dawn C.Porter.2010.**Essentials of Econometrics**.4th edition. Singapore.McGraw-Hill.
- G.S.Maddala.**Introduction to Econometrics**.United States of America.Macmillan Publishing Company.
- Kirt C. Butler and S.J. Malaikah. 1992. Efficiency and inefficiency in thinly traded stock markets: Kuwait and Saudi Arabia. **Journal of Banking and Finance** 16 (1992).
- Magnus Arni Magnusson and Bruce Wydick.2002.How Efficient are Africa's Emerging Stock Markets? **The Journal of Development Studies**.

บทที่ 7

ประสิทธิภาพของตลาด กรณีวันทำการ ซื้อขายที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์ใน กลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

บทที่ 7

ประสิทธิภาพของตลาด กรณีวันทำการซื้อขาย ที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์ในกลุ่มประเทศประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

7.1 บทนำ

ปัจจุบันการลงทุนในตลาดการเงิน มีทางเลือกมากขึ้นมากกว่าในอดีต จากที่มีเฉพาะการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์เท่านั้น แต่ปัจจุบันมีทางเลือกมากมายในการลงทุน เพื่อเป้าหมายการเป็นอิสระทางการเงิน เช่น การลงทุนในตราสารหนี้ ทั้งตราสารหนี้ภาครัฐ ตราสารหนี้เอกชน และสามารถเลือกลงทุนได้ทั้งระยะสั้นและระยะยาว การลงทุนในกองทุนรวม ที่มีให้เลือกมากมาย การลงทุนในตราสารอนุพันธ์ เพื่อทำกำไรและชดเชยความเสี่ยง และการลงทุนในตราสารทุน ที่ยังได้รับความนิยมและมีการเติบโตขึ้นเรื่อยๆ

การลงทุนไม่ว่าลงทุนในสินทรัพย์ประเภทใด ก็จะต้องพิจารณาความเสี่ยงในด้านต่างๆ เช่นเดียวกัน ประสิทธิภาพของตลาดก็เป็นอีกปัจจัยที่สำคัญต่อความเสี่ยงในการลงทุน เพราะถ้าตลาดมีประสิทธิภาพต่ำแล้ว จะทำให้ความเสี่ยงที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนจะมากขึ้นตามไปด้วย ดังนั้นการตรวจสอบประสิทธิภาพของตลาดจึงมีความสำคัญมาก

เนื่องจากในปี พ.ศ. 2558 จะมีการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน โดยรวมตลาดในประเทศกลุ่มเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ 10 ประเทศ รวมกันให้เหลือเพียง 1 ตลาด ซึ่งจะทำให้ตลาดดังกล่าวมีขนาดใหญ่ และมีความน่าลงทุนมากขึ้น และจะมีการรวมตัวกันอย่างสมบูรณ์กัน ในปี พ.ศ. 2563 สำหรับตลาดการเงิน ได้เริ่มมีการรวมตัวกันแล้วในตลาดทุน โดยที่เริ่มจากนำหลักทรัพย์จำนวน 30 หลักทรัพย์ จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ มาทำการซื้อขาย ในนาม ASEAN Trading Link โดยเริ่มทำการซื้อขายในเดือน ตุลาคม พ.ศ. 2555 นอกจากนี้ปริมาณการซื้อขายในตลาดเหล่านี้เพิ่มขึ้นมาก ดังนั้นการศึกษาประสิทธิภาพของตลาดในกลุ่มนี้จึงมีความน่าสนใจ

7.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาในงานวิจัยนี้ จะศึกษาประสิทธิภาพของตลาดในแง่อัตราผลตอบแทนกับค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย กล่าวคือ ถ้าค่าธรรมเนียมในการซื้อขายสูง จะทำให้สภาพคล่องในการซื้อขายน้อย ส่งผลให้ผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับต่ำ และทำให้ประสิทธิภาพของตลาดต่ำ สำหรับวิธีวัดประสิทธิภาพตลาดในมุมมองนี้ จะมีอยู่ 2 วิธีคือ

1) การวัดจากจำนวนวันที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์

สำหรับวิธีนี้ มีแนวคิดมาจาก Glosten and Milgrom (1985) และ Kyle (1985) โดยมีสมมติฐานคือ ผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์เป็นผลมาจากค่าธรรมเนียมจากนักลงทุนส่วนเพิ่ม (marginal investor) ซึ่งพิจารณาจาก ผลต่างมูลค่าของข้อมูลสาธารณะกับข้อมูลส่วนตัวที่มีอยู่ กับค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งจะส่งผลต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ กล่าวคือถ้ามูลค่าของข้อมูลสาธารณะกับข้อมูลส่วนตัวที่มีอยู่ สูงกว่าค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ นักลงทุนจะทำการลงทุน เพราะได้รับผลประโยชน์จากข้อมูลที่ตนมีอยู่ ในทางกลับกัน ถ้ามูลค่าของข้อมูลสาธารณะกับข้อมูลส่วนตัวที่มีอยู่ต่ำกว่าค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ นักลงทุนจะไม่ทำการลงทุน เพราะเสียผลประโยชน์จากข้อมูลที่ตนมีอยู่ ส่งผลต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาด เพิ่มขึ้นหรือลดลง ถ้าสภาพคล่องลดลงก็จะส่งผลให้มีจำนวนวันที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์ที่สูงขึ้น

แต่อย่างไรก็ตาม ในตลาดก็มีสภาพคล่องบางชนิด ที่ผลของค่าธรรมเนียมที่ได้กล่าวมาไม่ส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์เท่ากับศูนย์ หรือส่งผลลดสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ดังนั้นเราจะสมมติให้การซื้อขายดังกล่าวเป็นการซื้อขายแบบลักษณะเฉพาะ (idiosyncratic) และเมื่อเวลาผ่านไปการซื้อขายในตลาดจะกลับมาสู่ภาวะปกติ ซึ่งผลของค่าธรรมเนียมก็จะส่งผลต่อผลตอบแทนและสภาพคล่องเช่นเดิม ในขณะที่เราไม่สามารถพบนักลงทุนส่วนเพิ่มได้ในตลาด ซึ่งมีผลต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ แต่ก็เป็นความเป็นไปได้ว่าผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์ของตลาดและหลักทรัพย์จะเกิดขึ้น ดังนั้น เราจึงสรุปได้ว่าผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์จะเกิดจากค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ (D.A. Lesmond, J.P. Ogden & C.A. Trzcinka, 1999)

สำหรับวิธีการนี้ ผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์จะเป็นผลมาจาก ค่าธรรมเนียมที่เกิดจากส่วนต่างในการซื้อขาย (Spread plus commission หรือ S+C Cost) ต้นทุนในการคาดการณ์ (The Expected Price Impact Cost) และ ต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost)

2) การใช้ตัวแบบ LDV

ตัวแบบ LDV (Limited Dependent Variable) เป็นแนวคิดมาจาก Tobin (1958) และ Rossett (1959) โดยตัวแบบนี้จะสมมติว่า ตัวแบบตลาดพร้อมด้วยจุดตัดแกน (market model with intercept term) เป็นตัวแบบที่ถูกต้องในการทำนายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แต่จะมีการเพิ่มเติมข้อจำกัดเข้าไปคือ ผลจากค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ต่อผลตอบแทนในหลักทรัพย์ นั่นคือนักลงทุนส่วนเพิ่มมีผลต่อการซื้อขายเมื่อมูลค่าของข้อมูลที่นักลงทุนมีอยู่ มีค่าสูงกว่าค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์

สำหรับจุดตัดแกนในตัวแบบตลาด จะถูกแทนที่ด้วยจุดตัดแกนที่แทนค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ สำหรับจุดตัดแกนในตัวแบบตลาดนั้นหมายถึงการคาดการณ์ของราคาหลักทรัพย์โดยใช้ดัชนีของตลาดในการประมาณที่ผิดพลาดเท่านั้น ดังนั้น จึงเป็นข้อแตกต่าง

ระหว่างจุดตัดแกนของตัวแบบตลาด กับจุดตัดแกนของตัวแบบ LDV แต่อย่างไรก็ตามก็มีโอกาสที่ตัวแบบไม่มีจุดตัดแกนเลย จะส่งผลให้ผลจากค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ลดลงไป ดังนั้นตัวแบบควรที่จะมีการใส่พจน์ของจุดตัดแกนลงไปด้วย ดังนั้น ตัวแบบนี้จะพิจารณาที่ผลต่างของจุดตัดแกนจากตัวแบบตลาดและตัวแบบตลาดที่มีพจน์ของจุดตัดแกนที่แทนด้วยค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย ซึ่งตัวแบบ LDV จะนำไปประมาณค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ของหลักทรัพย์ต่อไป (Bhardwaj & Brooks, 1992; D.A. Lesmond, J.P. Ogden & C.A. Trzcinka, 1999)

สำหรับงานวิจัยในส่วนนี้จะใช้วิธีการที่ 1 ในการพิจารณาประสิทธิภาพตลาด เนื่องจากงานวิจัยนี้ สนใจในเรื่องประสิทธิภาพของตลาดที่มีผลมาจากค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย โดยเป็นการมองภาพโดยรวม และสามารถตีความได้ง่ายกว่า

7.3 วิธีดำเนินการวิจัย

สำหรับงานวิจัยในส่วนนี้มีขั้นตอนในการวิจัยอยู่ 4 ขั้นตอน ดังนี้

(1) คำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์จาก

$$r_{it} = \ln \left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}} \right) \quad (7.1)$$

โดยที่ P_{it} แทน ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ i ณ วันที่ t

r_{it} แทน ผลตอบแทนของบริษัทที่ i ณ วันที่ t

แล้วทำการนับจำนวนวันที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์ แทนค่าด้วย d_{it}

(2) คำนวณหาร้อยละที่มีวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์ โดยคำนวณจาก

$$X_{it} = \frac{d_{it}}{T_{it}} \times 100 \quad (7.2)$$

โดยที่ T_{it} แทน จำนวนวันทำการซื้อขายของบริษัทที่ i ณ ปีที่ t

X_{it} แทน ร้อยละวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์ของบริษัท ที่ i ณ ปีที่ t

(3) คำนวณหาค่าน้ำหนักของแต่ละบริษัท โดยคำนวณจาก

$$w_i = \frac{MV_i}{MV} \quad (7.3)$$

โดยที่ w_i แทน ค่าน้ำหนักของบริษัท i

MV_i แทนมูลค่าตลาดของบริษัท i

MV แทน มูลค่าตลาดทั้งหมดของตลาดในประเทศ

(4) คำนวณหาค่าเฉลี่ยของร้อยละที่มีวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์ของแต่ละประเทศ โดยคำนวณจาก

$$y_t = \frac{\sum_{i=1}^N w_i X_{it}}{N} \quad (7.4)$$

โดยที่ y_t แทนค่าเฉลี่ยของร้อยละที่มีวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์ของประเทศ ณ ปีที่ t

N แทนจำนวนบริษัทในตลาดหลักทรัพย์

แล้วนำค่าที่คำนวณได้จากสมการที่ (7.4) มาเปรียบเทียบกับกันในแต่ละปี

7.4 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและผลการศึกษา

7.4.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์รายวันตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2555 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ 5 ประเทศคือ ไทย มาเลเซีย สิงคโปร์ อินโดนีเซียและฟิลิปปินส์ โดยเก็บข้อมูลมาจากฐานข้อมูล DataStream และใช้ข้อมูลมูลค่าตลาดรายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 ถึง พ.ศ. 2555 โดยเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล CompuStat ตารางที่ 7.1 จะแสดงจำนวนบริษัทในแต่ละปีในแต่ละตลาดที่นำมาทำวิจัย

ตารางที่ 7.1 แสดงจำนวนบริษัทในแต่ละปีในแต่ละตลาดที่นำมาทำวิจัย

ประเทศ/ปี	2550	2551	2552	2553	2554	2555
ไทย	438	447	461	472	480	481
ฟิลิปปินส์	177	165	168	179	175	180
มาเลเซีย	773	795	806	837	848	848
อินโดนีเซีย	251	266	276	290	305	308
สิงคโปร์	491	509	530	559	570	571
รวม	2130	2182	2241	2337	2378	2388

7.4.2 ผลการศึกษา

สำหรับงานวิจัยนี้ จะศึกษาประสิทธิภาพของตลาดผ่านจำนวนวันที่มีอัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์ ผ่านวิธีการคำนวณออกมาในหัวข้อ 7.3 โดยการศึกษาที่มีดังต่อไปนี้

ตารางที่ 7.2 ร้อยละของจำนวนวันที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เท่ากับศูนย์

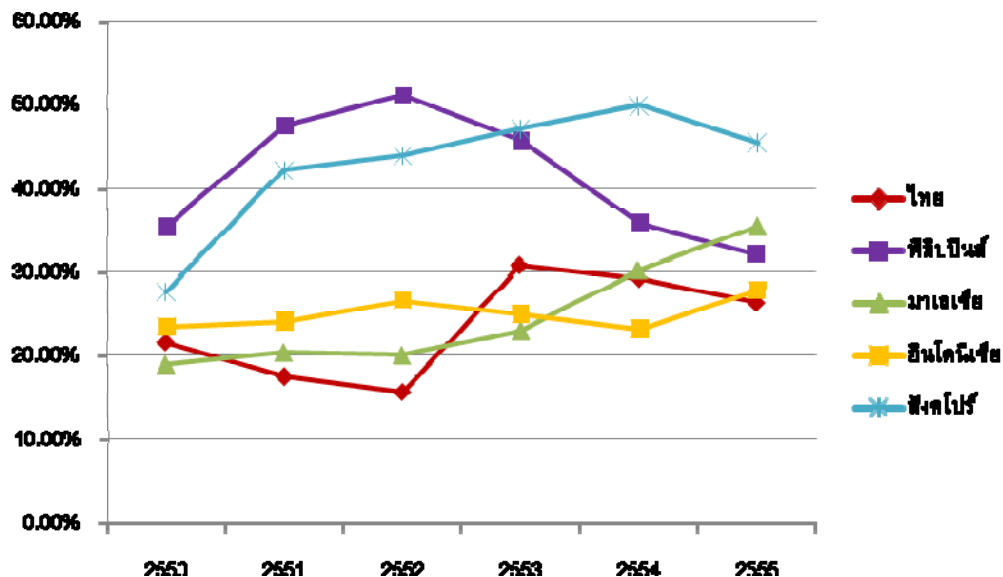
ประเทศ/ปี	2550	2551	2552	2553	2554	2555
ไทย	21.59%	17.51%	15.65%	30.73%	29.21%	26.21%
ฟิลิปปินส์	35.42%	47.48%	51.04%	45.72%	35.85%	32.10%
มาเลเซีย	18.95%	20.37%	20.04%	23.03%	30.24%	35.49%
อินโดนีเซีย	23.39%	24.02%	26.53%	24.90%	23.17%	27.78%
สิงคโปร์	27.62%	42.19%	43.99%	47.11%	49.85%	45.47%

ตารางที่ 7.3 ลำดับที่ของจำนวนวันที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เท่ากับศูนย์จากน้อย - มาก

ประเทศ/ปี	2550	2551	2552	2553	2554	2555
ไทย	2	1	1	3	2	1
ฟิลิปปินส์	5	5	5	4	5	3
มาเลเซีย	1	2	2	1	3	4
อินโดนีเซีย	3	3	3	2	1	2
สิงคโปร์	4	4	4	5	4	5

ตารางที่ 7.4 ค่าเฉลี่ย 6 ปีและอันดับประเทศที่มีจำนวนวันที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เท่ากับศูนย์

ประเทศ/ปี	ค่าเฉลี่ย 6 ปี	ลำดับที่
ไทย	23.49%	1
ฟิลิปปินส์	41.27%	4
มาเลเซีย	24.69%	2
อินโดนีเซีย	24.97%	3
สิงคโปร์	42.71%	5



ภาพที่ 7.1 ร้อยละของจำนวนวันที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เท่ากับศูนย์ในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศ AEC

จากตารางที่ 7.2, 7.3 และภาพที่ 7.1 แสดงให้เห็นได้ว่าร้อยละของจำนวนวันที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เท่ากับศูนย์ของประเทศไทยมีค่าต่ำสุดในทุกประเทศในกลุ่ม AEC ทุกช่วงระยะเวลา โดยมีค่ากระโดดในช่วงปี พ.ศ. 2553 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยมีสภาพคล่องของตลาดสูงมาก ข้อมูลจากตารางที่ 7.4 จะแสดงให้เห็นได้ว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยมีร้อยละวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์เท่ากับศูนย์เท่ากับ 23.49% ต่อปี หรือถ้าคิดหน่วยเป็นวัน ถ้าสมมติให้ 1 ปี มีการซื้อขายประมาณ 250 วัน ตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยจะมีวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์เท่ากับ 59 วันต่อปี

ประเทศที่มีร้อยละของจำนวนวันที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์มาเป็นลำดับที่ 2 คือ ประเทศมาเลเซีย พิจารณาจากภาพที่ 7.1 จะทำให้เห็นภาพได้ กล่าวคือในปี พ.ศ. 2550 จะเป็นปีที่มีค่าผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์ต่ำที่สุดในรอบ 6 ปีหลังจากนั้นในปี พ.ศ. 2551 มีค่าสูงขึ้นเรื่อยๆ และคงที่ตลอดมา ข้อมูลจากตารางที่ 7.4 จะแสดงให้เห็นได้ว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซียมีร้อยละวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์เท่ากับศูนย์เท่ากับ 24.69% ต่อปี หรือถ้าคิดหน่วยเป็นวัน ถ้าสมมติให้ 1 ปี มีการซื้อขายประมาณ 250 วัน ตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซียจะมีวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์เท่ากับ 62 วันต่อปี

ประเทศที่มีประเทศที่มีร้อยละวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เท่ากับศูนย์มาเป็นลำดับที่ 3 คือ ประเทศอินโดนีเซีย จากภาพที่ 7.1 ประกอบกับตารางที่ 7.2, 7.3 จะพบได้ว่า ร้อยละของวันที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์จะค่อนข้างคงที่ โดยเฉลี่ย 6 ปีพบได้ว่ามีค่าใกล้เคียงกับประเทศไทยและมาเลเซีย ข้อมูลจากตารางที่ 7.4 จะแสดงให้เห็นได้ว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีร้อยละวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์เท่ากับศูนย์เท่ากับ 24.97% ต่อปี หรือถ้าคิดหน่วยเป็นวัน ถ้าสมมติให้ 1 ปี มีการซื้อขายประมาณ 250 วัน ตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซียจะมีวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์เท่ากับ 62 วันต่อปี

ประเทศที่มีประเทศที่มีร้อยละวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เท่ากับศูนย์มาเป็นลำดับที่ 4 คือ ประเทศฟิลิปปินส์ จากภาพที่ 7.1 ประกอบกับตารางที่ 7.2, 7.3 จะพบได้ว่า ร้อยละของวันที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์จะเพิ่มขึ้นในปี พ.ศ. 2552 และลดลงตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ข้อมูลจากตารางที่ 7.4 จะแสดงให้เห็นได้ว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์มีร้อยละวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์เท่ากับศูนย์เท่ากับ 41.27% ต่อปี หรือถ้าคิดหน่วยเป็นวัน ถ้าสมมติให้ 1 ปี มีการซื้อขายประมาณ 250 วัน ตลาดหลักทรัพย์ประเทศฟิลิปปินส์จะมีวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์เท่ากับ 103 วันต่อปี

ลำดับสุดท้ายคือประเทศสิงคโปร์ จากภาพที่ 7.1 และประกอบกับตารางที่ 7.2, 7.3 และ 7.4 แต่ถ้าพิจารณาจากแนวโน้มที่ได้จากภาพที่ 7.4 จะพบได้ว่าในช่วงปี พ.ศ. 2550 – 2554 ร้อยละวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์เท่ากับศูนย์มีค่าสูงขึ้น แต่ในปี พ.ศ. 2555 ค่าดังกล่าวเริ่มจะมีแนวโน้มที่ลดลง โดยข้อมูลจากตารางที่ 7.4 จะแสดงให้เห็นได้ว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ มีร้อยละวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์เท่ากับศูนย์เท่ากับร้อยละ 42.71 ต่อปี หรือถ้าคิดหน่วยเป็นวัน ถ้าสมมติให้ 1 ปี มีการซื้อขายประมาณ 250 วัน ตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ จะมีวันทำการซื้อขายที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์เท่ากับ 107 วันต่อปี

7.5 สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยในส่วนนี้ได้ทำการวิจัยในการวัดประสิทธิภาพของตลาดโดยผ่านจำนวนวันการซื้อขายที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เท่ากับศูนย์ ซึ่งเป็นค่าที่บ่งบอกถึงสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นๆ ในแง่ของค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งค่าดังกล่าวถ้ามีค่าน้อยจะบ่งบอกถึงตลาดมีสภาพคล่องมาก จึงทำให้ประสิทธิภาพของตลาดสูง ในทางกลับกัน ถ้าค่าดังกล่าวมีค่าสูง จะบ่งบอกถึงว่าในตลาดหลักทรัพย์นั้นจะมีสภาพคล่องในการซื้อขายที่ต่ำ ส่งผลให้ประสิทธิภาพของตลาดต่ำ ซึ่งรายละเอียดได้กล่าวไปแล้วในหัวข้อ 7.2

จากผลการศึกษา จะพบว่า หลักทรัพย์ในประเทศไทย มีร้อยละของจำนวนวันที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์ต่ำที่สุด และประเทศสิงคโปร์เป็นประเทศที่ค่าดังกล่าวสูงที่สุด นั้นแสดงถึงหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสภาพคล่องที่สูงที่สุด จึงเป็นจุดเด่นที่ดี นอกจากนี้จะพบได้ว่าจากค่าเฉลี่ย 6 ปีพบว่า ประเทศไทย มาเลเซีย และอินโดนีเซียมีค่าของร้อยละของจำนวนวันที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์ และถ้าดูจากแนวโน้ม 6 ปี ประเทศที่มีค่าดังกล่าวคงที่มากที่สุดคือประเทศอินโดนีเซียส่วนประเทศไทยมีแนวโน้มที่คงที่หลังจากปี พ.ศ. 2553

จากภาพที่ 7.1 ชี้ให้เห็นว่าทุกประเทศในกลุ่ม AEC 4 ประเทศอันได้แก่ ไทย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์และสิงคโปร์ มีแนวโน้มที่จะมีค่าร้อยละของจำนวนวันที่มีผลตอบแทนเท่ากับศูนย์ลดลงในปี พ.ศ. 2555 ส่วนประเทศมาเลเซียมีแนวโน้มที่สวนทางกัน นั้นหมายความว่าหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซียมีสภาพคล่องลดลง แต่ประเทศอื่นๆมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ดังนั้นจึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจในการศึกษาต่อ และนำข้อมูลนี้ไปใช้ประกอบการพิจารณาต่อไป

บรรณานุกรม

- Bhardwaj, R.K. and L.D. Brooks. 1992. The January Anomaly: Effects of Low Share Price, Transaction Costs and Bid-Ask Bias. **Journal of Finance**, 47, 553-574.
- Lesmond, D.A., J.P. Ogden and C.A. Trzcinka. 1999. A New Estimate of Transaction Costs. **The Review of Financial Studies**, 12, 1113 – 1141.
- Glosten, L. and P. Milgrom .1985. Bid, Ask and Transaction Price in Specialist Market with Heterogeneously Informed Trader. 14, 71 - 100.
- Rosett, R . 1959. A Statistical Model of Friction in Economics. **Economica**, 27, 263 – 267.
- Tobin, J. 1958. Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables. **Economica**, 26, 24 – 36.

บทที่ 8

ความสอดคล้องของผลตอบแทนของ ตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประชาคม เศรษฐกิจอาเซียน



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

บทที่ 8

ความสอดคล้องของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

8.1 บทนำ

ตลาดทุน เป็นตลาดการเงินที่เป็นแหล่งในการระดมเงินทุนระยะยาวเพื่อการก่อตั้งกิจการหรือขยายธุรกิจ หรือเพื่อการสะสมเงินทุน ที่มีจุดเด่นสำคัญอย่างหนึ่งต่อการระดมเงินทุนคือ เป็นการระดมเงินทุนที่มีต้นทุนค่าใช้จ่ายต่ำกว่าการกู้ยืมเงินจากแหล่งอื่น และสามารถทำได้อย่างรวดเร็ว เพื่อให้เพียงพอต่อความต้องการโดยผู้ที่ต้องการระดมเงินทุนจะออกตราสารทางการเงิน ในหลายรูปแบบทั้ง หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้ หน่วยลงทุนของกองทุนรวม หรือใบสำคัญแสดงสิทธิ เพื่อขายให้กับประชาชนทั่วไปใน ตลาดแรก โดยมี ตลาดรองหรือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นตลาดกลาง สำหรับการซื้อขายเปลี่ยนมือความเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ที่ได้ผ่านการจองซื้อในตลาดแรกมาแล้ว โดยพบว่าตลาดทุนมีบทบาทความสำคัญต่อการขับเคลื่อนเศรษฐกิจในหลายๆ บทบาท (กฤษฎา เสกตระกูล, 2556) ได้แก่ บทบาทแรก บทบาทในการส่งเสริมการออมของภาคประชาชนและหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ บทบาทถัดมาคือบทบาทในการสนับสนุนการลงทุน เพราะตลาดทุนถือเป็นช่องทางในการระดมเงินทุนที่สำคัญ ถัดจากบทบาทในการส่งเสริมการลงทุน คือบทบาทในการสร้างและรักษาความมั่นคง ซึ่งมาจากการลงทุนที่หลากหลายในตลาดทุน และอีกบทบาทสำหรับตลาดหลักทรัพย์ คือเป็นช่องทางในการบริหารความเสี่ยง อย่างเช่นตราสารอนุพันธ์ที่เกิดขึ้นโดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อบริหารความเสี่ยง และลดความผันผวนของอัตราผลตอบแทน และบทบาทสุดท้ายของตลาดทุน คือการสนับสนุนการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจของภาครัฐ ซึ่งจากบทบาทที่ได้กล่าวมาข้างต้นทำให้ภาครัฐจึงสามารถใช้นโยบายเศรษฐกิจต่างๆ ผ่านตลาดทุนเพื่อให้กระทบไปยังส่วนอื่นๆ ของระบบเศรษฐกิจ ให้เกิดการเปลี่ยนแปลงไปยังทิศทางที่ต้องการได้

โดยในตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพจะมีลักษณะสำคัญ อาทิ ตลาดที่ให้ข้อมูลถูกต้องทันเวลา มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ มีค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมที่ต่ำ และราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลข่าวสารได้อย่างรวดเร็ว โดยข้อมูลข่าวสารนี้ เป็นได้ทั้งงบการเงิน ผลประกอบการ ผลกำไร ขาดทุนของธุรกิจ หรือสัญญาข้อตกลงของกิจการ เป็นต้น ซึ่งหากมองในอีกแง่มุมหนึ่งในตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพเลย จะพบว่า ราคาหลักทรัพย์จะไม่สะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารเหล่านี้ อีกทั้งต่อไป ทำให้นักลงทุนที่อยู่ในตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพเหล่านี้จะได้รับผลตอบแทน

แทนจากการลงทุนที่ไม่ปกติ ที่ไม่ได้สะท้อนถึงตัวกิจการ หรือธุรกิจเหล่านั้นเลย และย่อมส่งผลกระทบต่อการจัดสรรทรัพยากร การระดมเงินทุน และการบริหารงานที่ไม่มีความจำเป็นที่ต้องสนใจต่อผลประโยชน์หรือความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นอีกต่อไป และย่อมจะส่งผลถึงภาพรวมของเศรษฐกิจจากความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดทุน จึงกล่าวได้ว่า ในตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ ย่อมเป็นการส่งเสริมต่อการลงทุนและบทบาททางเศรษฐกิจของประเทศนั้นได้อีกด้วย

จึงเป็นสิ่งที่น่าสนใจว่า การรวมตัวของประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน ที่จะเกิดขึ้นนี้ ตลาดทุนของประเทศในประชาคมจะมีประสิทธิภาพ และความพร้อมแตกต่างกันมากเกินไปหรือไม่ และประสิทธิภาพของตลาดทุนไทย โดยศึกษาข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ว่ามีประสิทธิภาพเพียงพอต่อการแข่งขันในประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนหรือไม่ โดยในงานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาถึงประสิทธิภาพของตลาดทุนในกลุ่มประเทศประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน โดยเป็นตลาดทุนที่เปิดมาในช่วงระยะเวลาหนึ่งประกอบด้วย ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย(The Stock Exchange of Thailand: SET) มาเลเซีย (The Kuala Lumpur Stock Exchange: KLSE) สิงคโปร์ (The Singapore Exchange: SGX) อินโดนีเซีย (The Indonesia Stock Exchange: IDX) และฟิลิปปินส์ (The Philippine Stock Exchange: PSE) โดยจะทำการเก็บข้อมูลในช่วงเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549 ถึง พ.ศ. 2555 เพื่อหวังว่าจะทราบถึงประสิทธิภาพของตลาดทุนในแต่ละประเทศ

8.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ในอดีต เครื่องมือในการชี้วัดถึงการพัฒนาตลาดทุนจะคำนึงถึง มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดทั้งหมด (market capitalization) สัดส่วนการซื้อขายหลักทรัพย์ (turn over ratio) และ จำนวนหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายในตลาด ซึ่งที่กล่าวมานี้ ได้รวมอยู่ในดัชนีชี้วัดหมวดเดียวคือ ขนาด (size) แต่ต่อมา พบว่าตลาดทุนที่มีขนาดใหญ่ไม่ได้แสดงว่าตลาดนั้นมีการพัฒนาที่ดีกว่าตลาดทุนขนาดเล็ก เพราะยังมีอีกหลายปัจจัยในการชี้วัดทั้งการเข้าถึงของนักลงทุนสู่ตลาดทุน ความมีเสถียรภาพของตลาดทุนต่อการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลข่าวสาร หรือความน่าเชื่อถือของข้อมูลสารอีกด้วย จึงทำให้เกิดการพัฒนาหลักเกณฑ์ และทฤษฎี เพิ่มขึ้นอีก 3 หมวดเพื่อให้เห็นถึงตัวชี้วัดการพัฒนาของตลาดทุนที่เหมาะสมยิ่งขึ้น คือ การเข้าถึง (access) , ความมีเสถียรภาพ (stability) และ ความมีประสิทธิภาพ (efficiency) ของตลาดทุน

ตลาดทุนมีประสิทธิภาพ (efficient capital market) หมายถึงตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สามารถปรับเปลี่ยนได้ทันที เมื่อได้รับข่าวสารหรือข้อมูลใหม่ และราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมด ที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ ดังนั้นความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนในที่นี้จึงหมายถึง ความมีประสิทธิภาพของข้อมูลข่าวสาร (informational efficient market)

สมมติฐานของตลาดมีประสิทธิภาพ (efficient market hypothesis) คือตลาดจะต้องประกอบด้วยผู้ที่ซื้อขายในตลาดที่มีลักษณะสำคัญคือมีความต้องการแสวงหากำไรอยู่เป็นจำนวนมากในตลาด จึงทำให้ผู้ที่เข้ามาในตลาดนี้ จะต้องมีความรู้ความเข้าใจ และมีอิสระทั้งต่อความเข้าใจ การตัดสินใจ การวิเคราะห์ และการประเมินราคาหลักทรัพย์ในตลาดตลาด และข่าวสารที่เกิดขึ้นในตลาดจะมีลักษณะแบบสุ่ม (random) ทั้งแบบลักษณะของมูลที่ต้องอิสระต่อกัน (independent) และช่วงเวลาของการเกิด ซึ่งจากผลของความเป็นอิสระของผู้ที่อยู่ในตลาด และข้อมูลข่าวสารแบบสุ่ม ทำให้ผู้ที่ทำการซื้อขายในตลาด จะทำการปรับราคาหลักทรัพย์ทันทีเพื่อให้ราคาหลักทรัพย์นั้นเป็นราคาที่สะท้อนข้อมูลข่าวสารใหม่ที่เกิดขึ้น และการปรับเปลี่ยนของราคาหลักทรัพย์นี้ทำให้อยู่บนแนวความคิดที่ไม่มีความลำเอียง หรือไม่มีอคติ (unbiased) ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้การปรับราคาของหลักทรัพย์ที่สะท้อนข้อมูลข่าวสารในแต่ละครั้งอาจจะมีมาก หรือน้อยเกินไป แต่อย่างไรก็ตามการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ จะเป็นการเปลี่ยนแปลงที่รวดเร็วเพื่อให้สะท้อนถึงการแข่งขันเพื่อแสวงหากำไรต่อเปลี่ยนแปลงข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นทันที เพราะฉะนั้นแล้ว จึงกล่าวได้อีกอย่างว่า ราคาหลักทรัพย์ จะมีการปรับตัวอย่างเป็นอิสระต่อกัน (independent) และเป็นแบบสุ่ม (random)

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพแล้ว จากการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลข่าวสารและการปรับของราคาหลักทรัพย์ ที่เกิดขึ้นในทันทีที่ นี้เองโดยปราศจากความลำเอียง ผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในหลักทรัพย์จะเป็นผลตอบแทนตามที่คาดหวังจากนักลงทุน หรือผู้ที่ซื้อขายอยู่ในตลาด โดยผลตอบแทนที่คาดหวังนี้ จะรวมถึงความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนรับรู้ในตลาด หรือของตัวหลักทรัพย์นั้น หรือกล่าวได้อีกอย่างว่า เป็นผลตอบแทนรับรู้ความเสี่ยง (risk adjusted of return) นั้นเอง

ในระยะเริ่มแรก มีการศึกษากันอย่างกว้างขวางสำหรับการวัดความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนขนาดใหญ่ของประเทศสหรัฐอเมริกา และต่อมาได้ขยายการศึกษาเพื่อวัดและเปรียบเทียบถึงประสิทธิภาพของตลาดทุนทั่วโลก (Jin and Myers, 2006) หรือการเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มประเทศเช่นระหว่าง กลุ่มตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว และตลาดทุนเกิดใหม่ (Lim and Hooy, 2012) หรือเป็นการศึกษาเพื่อหาประสิทธิภาพของตลาดทุนในแต่ละประเทศ (Du, Hao and Xu, 2007) และการศึกษาในระดับภูมิภาค (Ghosh and Revilla, 2007)

ความมีประสิทธิภาพของตลาดทุน (efficient market) ประกอบด้วยตัวชี้วัดที่สำคัญด้วยกัน 3 ประเภทคือ การลงทุนโดยใช้ข้อมูลส่วนตัว (private information trading) และตัวชี้วัดในประสิทธิภาพตลาดทุนอีกประเภทคือ สภาพคล่อง (transaction costs/liquidity) โดยที่ตัวชี้วัดสุดท้ายคือ ความสอดคล้องกันของผลตอบแทน (synchronicity/co-movement of stocks)

จากที่ได้กล่าวมาข้างต้น พบว่า ค่าความสอดคล้องของผลตอบแทน (synchronicity) เป็นตัวแปรชี้วัดถึงประสิทธิภาพของตลาดทุน ซึ่งเป็นหนึ่งในตัวชี้วัดของการพัฒนาตลาดทุนตามการศึกษาของ Durnev, Morck, Yeung and Zarowin (2003) ที่กล่าวว่าความสอดคล้อง

ของผลตอบแทน เป็นตัวแปรแทน (proxy) ที่แสดงถึงประสิทธิภาพของข้อมูลข่าวสาร (information efficiency) เพราะถ้าหากขาดความมีประสิทธิภาพของข้อมูลข่าวสาร หรือขาดความน่าเชื่อถือของผลประกอบการของบริษัท ย่อมจะทำให้ราคาซื้อขายของหลักทรัพย์ในตลาดส่วนใหญ่ เปลี่ยนแปลงไปตามอิทธิพลของตลาดโดยรวม มากกว่าข้อมูลข่าวสารเฉพาะตัวของบริษัทเอง หรือจะกล่าวได้ ยิ่งค่าความสอดคล้องของผลตอบแทน (synchronicity) ยิ่งมีค่ามาก ย่อมจะแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของตลาดทุนที่ต่ำลงนั่นเอง

ค่าความสอดคล้องของผลตอบแทน คือการหาสัดส่วนของจำนวนหลักทรัพย์ที่มากที่สุด ที่มีทิศทางของการเปลี่ยนแปลงราคาไปในทิศทางเดียวกัน หรือค่าแสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์และผลตอบแทนของตลาด ซึ่งมีการนำเสนอการทดสอบหาค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนด้วยกัน 2 วิธี (Morck et. al., 2000) คือ หาเปอร์เซ็นต์ของหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงของราคาไปพร้อมกัน (f: Percent of stocks moving together) ซึ่งวิธีนี้ถือได้ว่าเป็นวิธีพื้นฐาน เพราะเป็นการนับจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด ณ สิ้นสุดระยะเวลาหนึ่ง (end of period) ว่ามีจำนวนหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงของราคาที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นกี่ตัว ลดลงกี่ตัว โดยจะถือเอาฝั่งที่มีสัดส่วนมากที่สุดในแต่ละช่วงเวลานั้น มาหาค่าเฉลี่ยทางคณิต (geometric Mean) ซึ่ง Khandaker and Heaney (2009) ; Khanna and Thomas (2009) ใช้วิธีดังกล่าวในการวิจัย และอีกวิธีที่ได้รับความนิยม เพื่อไปพัฒนาต่อโดยถูกนำเสนอครั้งแรกจาก Roll (1988) คือ R^2 (percent of returns variation explained by market) ที่มาจากการสมการถดถอย (run Regression) โดยทางตัวแปรฝั่งซ้ายจะเป็นราคาหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลา (Morck et.al., 2000) ใช้ระยะเวลา 1 สัปดาห์ และตัวแปรฝั่งขวา จะประกอบด้วย ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ของประเทศนั้น รวมถึงดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์โลก ซึ่งในที่นี้ได้แทนเป็นดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา จึงทำให้ต้องเพิ่มอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศสหรัฐ เข้ามาเป็นตัวแปรฝั่งขวาด้วย เพื่อที่จะหาว่า ความแปรปรวนของตัวแปรฝั่งขวาจะสามารถอธิบายถึงความแปรปรวนของตัวแปรฝั่งซ้ายได้มากน้อยเท่าไร โดยวิธีดังกล่าวถูกใช้ในงานวิจัย ของ Jin and Myers (2006) , Xing and Anderson (2011)

โดยทั้งสองวิธีที่ได้กล่าวมาข้างต้น จากงานวิจัยของ Morck et.al.(2000) พบว่าผลลัพธ์ที่ได้จากทั้งสองวิธี เมื่อนำมาเปรียบเทียบกับ ค่า GDP ของประเทศพบว่าให้ผลลัพธ์ในการเปรียบเทียบที่ไม่แตกต่างกัน แต่วิธี R^2 (percent of returns variation explained by market) พบว่าจะมีความเหมาะสมมากกว่าสำหรับงานวิจัยที่มีขอบเขตที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์โลก หรือตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา แต่อย่างไรก็ดีจากงานวิจัยของ Morck et. al.(2000) พบว่าวิธี R^2 (percent of returns variation explained by market) เมื่อตัดหรือไม่ตัด ตัวแปรทางขวาที่เป็นดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา และอัตราแลกเปลี่ยนทั้งหรือไม่นั้น ผลลัพธ์ที่ได้ก็จะให้ค่าที่ไม่แตกต่างกัน จึงทำให้งานวิจัยของ Xing and

Anderson (2011) ได้ตัดตัวแปรทางขวาเหล่านี้ทิ้งไป และแทนด้วยดัชนีราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรม

8.3 วิธีดำเนินการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยนี้ ครอบคลุมบริษัทที่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนใน 5 ประเทศคือ ตลาดทุนของประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) มาเลเซีย (The Kuala Lumpur Stock Exchange: KLSE) สิงคโปร์ (The Singapore Exchange: SGX) อินโดนีเซีย (The Indonesia Stock Exchange: IDX) และฟิลิปปินส์ (The Philippine Stock Exchange: PSE) ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2549 ถึง พ.ศ. 2555 ซึ่งเป็นข้อมูลรายสัปดาห์ โดยใช้ฐานข้อมูลของ DataStream (Thomson Reuters)

ค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนในหลักทรัพย์เป็นการหาค่า R^2 จากสมการ market model เพื่อที่จะพยายามหาว่า เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนในภาพรวมของตลาดในประเทศนั้นๆ ที่สะท้อนในผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในประเทศนั้นแล้ว จะมีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ตัวหนึ่ง ๆ มากน้อยขนาดไหน หรือเป็นการศึกษาเพื่อหาค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศนั้น ๆ ว่าส่งผลต่อความแปรปรวนของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ตัวหนึ่ง ๆ ในตลาดนั้นหรือไม่ และจาก Morck et. al. (2000) ได้เพิ่มผลตอบแทนการลงทุนในภาพรวมของตลาดโลก ที่สะท้อนในผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Dow Jones) เข้าไปในสมการ market model เพื่อจะศึกษาผลกระทบที่เพิ่มเติมว่า การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนในตลาดโลก จะมีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ตัวหนึ่ง ๆ หรือไม่ ทำให้ในงานวิจัยนี้ จะทำการศึกษาค่า R^2 จากสมการถดถอยจากสมการที่ (8.1)

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_{1,i} r_{m,t} + \beta_{2,i} [\text{return of world index} + e_{it}] + e_{it} \quad (8.1)$$

โดยข้อมูลที่ใช้ เป็นผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (r_i) เทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศนั้น (r_m) และผลตอบแทนของดัชนีหลักทรัพย์ที่ใช้วัดการลงทุนในตลาดโลกซึ่งในงานวิจัยนี้ จะใช้ผลตอบแทนทั้งจาก ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Dow Jones), Morgan Stanley Capital International Index: MSCI/Asean, FTSE/Asean ซึ่งจะรวมเข้ากับอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศนั้นเทียบกับสกุลดอลลาร์สหรัฐ (e_i) และในอีกรูปแบบหนึ่ง คือ ไม่นำผลตอบแทนของตลาดโลกเข้ามาในการคำนวณ (ตัดพจน์ β_2 ออกจากสมการ) ซึ่งผลที่ได้จากทั้ง 4 รูปแบบ จะนำมาใช้ในการศึกษาและเปรียบเทียบผลที่ได้รับต่อไป และความถี่ของข้อมูลใช้เป็นรายสัปดาห์โดยเก็บข้อมูลในทุกวันพุธ เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหา

Calendar Effect โดยค่า R^2 ที่ได้จากสมการที่ (8.1) คือ ค่าที่แสดงความแปรปรวนทั้งหมดของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (r_i) ที่อธิบายโดยความแปรปรวนของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศนั้น (r_m) และผลตอบแทนของดัชนีหลักทรัพย์ที่ใช้วัดการลงทุนในตลาดโลก ซึ่งในงานวิจัยนี้จะไม่คำนึงถึงค่าที่ได้จาก Adjusted- R^2 เนื่องจาก Adjusted- R^2 คือค่า R^2 ที่ถูกปรับจากจำนวนตัวอย่างของประชากรกับจำนวนตัวแปรอิสระให้มีความเหมาะสม โดยค่า Adjusted- R^2 จะถูกนำมาพิจารณาเมื่อขนาดของกลุ่มตัวอย่างมีจำนวนน้อย แต่จำนวนของตัวแปรอิสระมีจำนวนมาก เพื่อลดปัญหาการหดตัว (shrinkage) ของค่า R^2 ที่อาจจะให้ผลค่า R^2 มากเกินความเป็นจริง และจากกลุ่มตัวอย่างที่มีจำนวนน้อย จำนวนของตัวแปรอิสระที่มีจำนวนมาก ก็จะมีผลถึงการทดสอบในสมการ ที่ทำให้อำนาจในการทดสอบลดลงและไปเพิ่มความคลาดเคลื่อนแบบที่ 1 (type I error) จึงต้องมีการปรับแก้ R^2 โดยใช้ประโยชน์จาก Adjusted- R^2 หรือจากสูตร $\text{Adjusted-}R^2 = 1 - (1 - R^2) \frac{(n-1)}{(n-m-1)}$ เมื่อ n แทนจำนวนกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งในงานวิจัยนี้คือช่วงเวลาการศึกษาเป็นรายสัปดาห์ระหว่างปีพ.ศ. 2549 ถึง พ.ศ. 2555 เป็นจำนวนเท่ากับ 366 กลุ่มตัวอย่างต่อหนึ่งบริษัท และ m คือจำนวนตัวแปรอิสระจากสมการที่ (8.1) ที่มีจำนวนเท่ากับ 2 จากจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่มีค่ามาก และจำนวนตัวแปรอิสระที่มีจำนวนน้อยนี้เองที่ทำให้ค่า Adjusted- R^2 ให้ค่าที่ใกล้เคียงกับค่า R^2 ซึ่งเป็นสาเหตุให้ในงานวิจัยนี้จึงไม่ได้คำนึงถึงค่า Adjusted- R^2 ดังกล่าว

เพื่อให้ได้ค่า R^2 ในระดับประเทศจึงต้องรวมและจัดลำดับความสำคัญของน้ำหนัก (value-Weighed) R^2 ของแต่ละบริษัท ด้วยค่าผลรวมกำลังสอง (total of sum square) จากสมการที่ (8.2)

$$R^2 = \frac{\sum_i R_i^2 \times SST_{i,j}}{\sum_i SST_{i,j}} \quad (8.2)$$

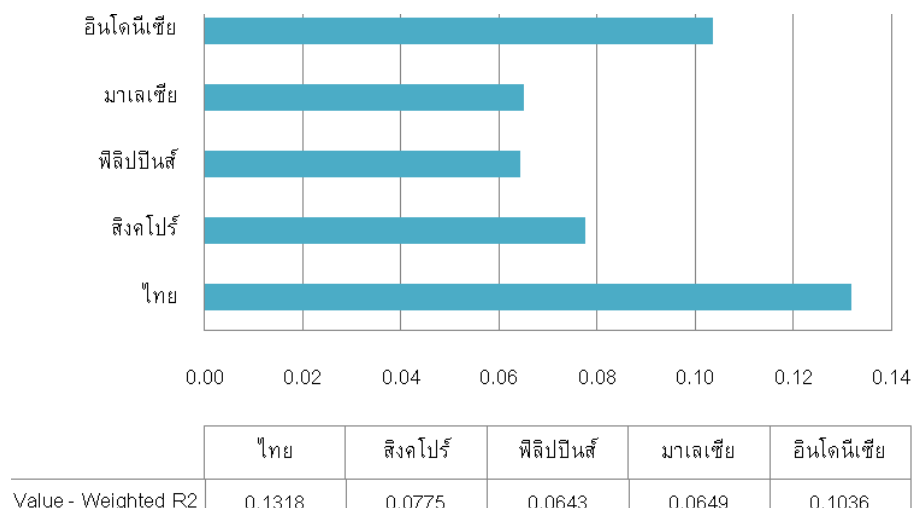
ค่าผลรวมกำลังสอง (total of sum square) หรือค่าความแปรปรวนทั้งหมดที่เป็นผลรวมระหว่างค่าความผันแปรที่สามารถอธิบายได้ (Residual Sum of Squares: SSR) กับความผันแปรที่ไม่สามารถอธิบายได้ (Explained Sum of Squares: SSE) ซึ่งจากสมการที่ (8.2) สามารถหาผลรวมกำลังสองได้จากผลหารระหว่างค่าความผันแปรที่สามารถอธิบายได้ กับผลต่างระหว่าง 1 กับค่า R^2

8.4 ผลการศึกษา

ผลการศึกษาในสมการที่ 8.1 ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน 5 ประเทศ ระหว่างปี 2549 ถึง 2555 พบว่าในสมการถดถอยดังกล่าวมีความคงทนต่อการเปลี่ยนแปลง (robustness) สำหรับการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหลักทรัพย์โลก (world index) เพราะไม่ว่าจะ

เปลี่ยนดัชนีหลักทรัพย์โลกด้วยค่าของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Dow Jones), Morgan Stanley Capital International Index: MSCI, FTSE/Asean หรือไม่ใช่ตัวแปรดังกล่าว ในสมการถดถอย ค่า R^2 ที่ได้มีความแตกต่างกันน้อยมากในระดับทศนิยมตำแหน่งที่สี่ ถึงห้า หรือกล่าวได้ว่าค่า β_2 จากสมการที่ 8.1 ไม่มีระดับนัยสำคัญนั่นเอง ดังนั้น แล้วในงานวิจัยนี้จึงใช้ดัชนีหลักทรัพย์ Morgan Stanley Capital International Index: MSCI ของภูมิภาคอาเซียน แทนดัชนีหลักทรัพย์โลก เพราะถือว่าในงานวิจัยนี้จะมีขอบเขตความสนใจอยู่ในเฉพาะภูมิภาคอาเซียนเท่านั้น

จากผลการศึกษาเชิงประจักษ์ของข้อมูลย้อนหลังจากภาพที่ 8.1 พบว่าค่า R^2 ของประเทศฟิลิปปินส์และมาเลเซียมีค่าต่ำที่สุดคือ 0.0643 และ 0.0649 ตามลำดับ รองลงมาคือประเทศสิงคโปร์ อินโดนีเซีย และประเทศไทย โดยจะมีค่าเท่ากับ 0.0775, 0.1036 และ 0.1318 ตามลำดับ และจากค่า R^2 ที่ได้นี้พบว่า ประเทศฟิลิปปินส์และมาเลเซียมีค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนที่ต่ำ หรือมีประสิทธิภาพของตลาดทุนที่ต่ำที่สุดในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน 5 ประเทศซึ่งแสดงให้เห็นว่า ประเทศฟิลิปปินส์และมาเลเซียมีประสิทธิภาพของข้อมูลข่าวสารในระดับบริษัท (firm specific information) ที่ต่ำที่สุดในกลุ่ม และในทางกลับกันจะพบว่า ประเทศไทยมีค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนที่สูง หรือตลาดทุนมีประสิทธิภาพที่ต่ำเมื่อเทียบกับกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน 5 ประเทศ แสดงให้เห็นว่า ประเทศไทยยังต้องพัฒนาประสิทธิภาพของตลาดทุนให้มากขึ้น เพื่อการแข่งขันในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน



ภาพที่ 8.1 ค่า R^2 จากสมการ $r_{it} = \alpha_i + \beta_{1,i} r_{m,t} + \beta_{2,i} [MSCI/Asean Index + e_{it}] + e_{it}$

จากตารางที่ 8.1 พบว่าบริษัทในประเทศมาเลเซียจะมีค่าความสอดคล้องของผลตอบแทน ที่ไม่แตกต่างกันมาก ทำให้ค่าความแปรปรวนของค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนของประเทศมาเลเซียมีค่าที่ต่ำที่สุดเทียบกับกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน 5 ประเทศ คือ 0.1081 โดยที่รองลงมาคือประเทศสิงคโปร์ ฟิลิปปินส์ ไทย และอินโดนีเซีย รวมถึงบริษัทของประเทศมาเลเซียมีค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนที่ต่ำคืออยู่ในช่วงระหว่าง 0 – 0.5554 และถึงแม้ว่าค่าความแปรปรวนของค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนของประเทศฟิลิปปินส์จะมีค่าที่สูง แต่จะพบได้ว่าค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนของประเทศฟิลิปปินส์ จะกระจุกตัวอยู่ในช่วงไม่เกินเปอร์เซ็นต์ไทด์ที่ 60 (percentile 60th) เพราะเมื่อเปรียบเทียบเปอร์เซ็นต์ไทด์ที่ 20, 40 และ 60 พบว่าค่าเปอร์เซ็นต์ไทด์เหล่านี้ของประเทศฟิลิปปินส์ จะมีค่าต่ำที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศที่เหลือในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน และเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศไทยแล้วจะพบว่า ประเทศไทยมีค่าความแปรปรวนของค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนที่สูง รวมถึงมีช่วงของค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนที่กว้างที่สุดในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน ซึ่งเป็นสาเหตุสำคัญทำให้ประเทศไทยมีค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนที่สูง เมื่อเทียบในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน 5 ประเทศ

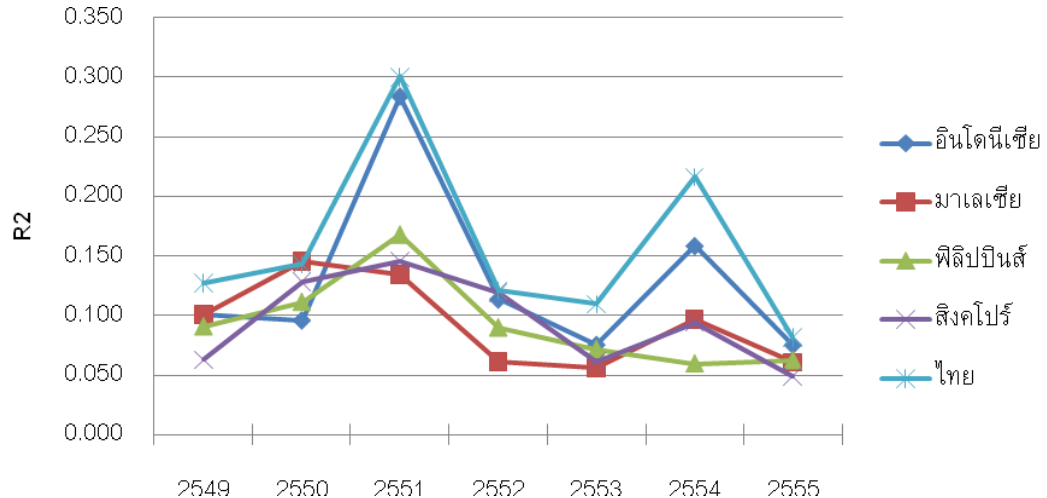
ตารางที่ 8.1 ค่า R^2 ของแต่ละประเทศ ที่มาจาก R^2 รายบริษัทในช่วงเวลาระหว่างปี 2549 ถึง 2555 โดยค่า R^2 ที่ได้มาจากสมการ

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_{1,i} r_{m,t} + \beta_{2,i} [MSCI/Asian\ Index + e_{it}] + e_{it}$$

	อินโดนีเซีย	มาเลเซีย	ฟิลิปปินส์	สิงคโปร์	ไทย
จำนวนบริษัท	295	755	188	493	437
R^2 (value-weighted)	0.1036	0.0649	0.0643	0.0775	0.1318
R^2 (equal-weighted)	0.1150	0.1097	0.1101	0.1345	0.1602
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.)	0.1559	0.1081	0.1410	0.1378	0.1541
ค่าสูงสุด	0.6926	0.5554	0.6279	0.7580	0.8029
ค่าต่ำสุด	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000	0.0001
P_2	0.0073	0.0165	0.0048	0.0247	0.0214
P_4	0.0266	0.0471	0.0252	0.0628	0.0785
P_6	0.0661	0.1071	0.0801	0.1192	0.1705
P_8	0.2119	0.1891	0.2143	0.2339	0.2657

จากภาพที่ 8.2 แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของข้อมูลข่าวสารในระดับบริษัท (firm specific information) ต่อการเชื่อถือของนักลงทุน โดยยิ่งถ้าค่า R^2 ต่ำจะแสดงให้เห็นถึง

ประสิทธิภาพของข้อมูลข่าวสารในระดับบริษัทที่มีผลต่อความเชื่อที่สูงต่อนักลงทุน ซึ่งในปี พ.ศ. 2551 ค่า R^2 ของทุกประเทศอยู่ในระดับสูง คือ อยู่ในช่วง 0.1347-0.3005 เนื่องจากในปี พ.ศ. 2551 เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศสหรัฐอเมริกา (subprime mortgage crisis) เป็นผลทำให้เกิดผลกระทบทั่วโลกแม้กระทั่งในภูมิภาคอาเซียน โดยจะเห็นได้จากผลลัพธ์ของค่า R^2 ที่สูง ผิดปกติเพราะนักลงทุนทั้งหลายเริ่มไม่เชื่อในประสิทธิภาพของข้อมูลข่าวสารในระดับบริษัทว่าสามารถเชื่อถือได้หรือไม่ และอีกช่วงหนึ่งที่ค่า R^2 มีค่าสูงผิดปกติคือ ปีพ.ศ. 2554 ซึ่งอยู่ในช่วง 0.0597 - 0.2161 เนื่องจากหลายประเทศในภูมิภาคอาเซียนเกิดอุทกภัย จึงเป็นผลกระทบต่อยกระดับการเชื่อถือของนักลงทุน ซึ่งจากผลที่ได้แสดงให้เห็นว่า เมื่อเกิดวิกฤต ไม่ว่าจะเป็นทางการเงิน หรือภัยธรรมชาติ ที่จะส่งผลกระทบการลงทุน ย่อมจะส่งผลต่อความเชื่อถือข่าวสารของนักลงทุน และจะมีผลกระทบต่อประสิทธิภาพของตลาดในภูมิภาคอาเซียนเป็นอย่างมาก หรือกล่าวได้ว่า ประสิทธิภาพของตลาดหุ้นในแต่ละประเทศในภูมิภาคอาเซียน ถึงแม้จะมีแนวโน้มที่ดีขึ้น แต่ยังคงไม่มีเสถียรภาพ และมีความผันผวน หรืออ่อนไหวต่อวิกฤต และการเปลี่ยนแปลงได้มาก โดยผลกระทบที่เกิดขึ้นเหล่านั้นไม่ได้ส่งผลเพียง ประเทศใดประเทศหนึ่ง แต่เป็นผลกระทบที่มีผลต่อทั้งภูมิภาค



ภาพที่ 8.2 แสดงค่า R^2 ของแต่ละประเทศ ในช่วงเวลาระหว่างปี 2549 ถึง 2555 โดยค่า R^2 ที่ได้มาจากสมการ $r_{it} = \alpha_i + \beta_{1,i}r_{m,t} + \beta_{2,i}[MSCI/Asian\ Index + e_{it}] + e_{it}$ โดยแบ่งข้อมูลเป็นรายปี

8.5 สรุปผลการศึกษา

จากผลการวิจัยถึงประสิทธิภาพของตลาดทุน โดยอาศัยเครื่องมือในการวัดจากค่าความสอดคล้องของผลตอบแทน ที่แสดงถึงประสิทธิภาพของข้อมูลข่าวสารในระดับบริษัท พบว่าตลาดทุนของประเทศมาเลเซีย และฟิลิปปินส์มีค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนที่ต่ำ นั้นแสดงถึงของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพนั่นเอง แต่เป็นสิ่งที่น่าสังเกต เพราะจากการศึกษาของ Morck et. al. (2000) พบว่า ค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนของตลาดทุนที่มีนักลงทุนสถาบันเป็นจำนวนน้อยจะมีค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนสูง เพราะนักลงทุนสถาบันมักที่จะมีข้อมูลข่าวสารที่ดีกว่านักลงทุนรายย่อย ซึ่งประเทศไทยมีโครงสร้างนักลงทุนรายย่อยในอัตราส่วนที่สูงกว่านักลงทุนสถาบันมากกว่าประเทศใดในภูมิภาค อันเป็นที่ทราบกันดีอยู่แล้วว่า นักลงทุนรายย่อยส่วนใหญ่จะมุ่งเน้นในการเก็งกำไร และมีข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับบริษัทที่น้อยกว่านักลงทุนสถาบัน หรืออาจกล่าวอีกนัยหนึ่งว่าการที่ประเทศไทยมีนักลงทุนรายย่อยในอัตราส่วนที่สูง จึงเข้าถึงข้อมูลข่าวสารที่น้อยกว่า และส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีค่าความสอดคล้องกันของผลตอบแทนสูง เป็นไปในทิศทางเดียวกับตลาดภูมิภาคและตลาดโลก มากกว่าปัจจัยพื้นฐานในระดับบริษัท นั่นเอง (Hasan, Song and Wachtel, 2013) อีกเหตุผลหนึ่งที่ยอธิบายปรากฏการณ์นี้ ก็คือ ประเทศไทยมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นกลุ่มครอบครัว ซึ่งมีแนวโน้มที่จะไม่เปิดเผยข้อมูลสู่สาธารณชนเท่าที่ควร (Chan and Hameed, 2005) ดังนั้น ราคาหุ้นจึงไม่ได้ข้อมูลในระดับบริษัทเท่าที่ควรเหมือนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และฟิลิปปินส์ที่มีโครงสร้างการถือหุ้นในกลุ่มครอบครัวที่น้อยกว่าประเทศไทย

อย่างไรก็ตาม ค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนของตลาดทุนเกิดใหม่จะมีค่าที่สูงกว่าค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนของตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว เพราะผลที่ได้จากประเทศสิงคโปร์ และฟิลิปปินส์ให้ผลในทิศทางตรงกันข้ามกับการศึกษาดังกล่าว จึงต้องอาศัยการศึกษาต่อไปในอนาคตเพื่อศึกษาเฉพาะเจาะจงในระดับประเทศต่อไป แต่อย่างไรก็ดี ยิ่งค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนมีค่าน้อยจะแสดงถึงรายได้ในอนาคตของบริษัทที่มากขึ้นในอนาคต มากกว่าบริษัทที่มีค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนที่สูงกว่า (Durnev et. al., 2003) จึงกล่าวได้ว่า ตลาดทุนของประเทศมาเลเซีย และฟิลิปปินส์ เป็นตลาดที่มีความน่าสนใจต่อการลงทุนที่มากที่สุด เมื่อมีการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนขึ้น และในขณะเดียวกันประเทศไทยที่ให้ค่าความสอดคล้องของผลตอบแทนที่มากที่สุดในกลุ่มการศึกษา ซึ่งแสดงให้เห็นว่าประสิทธิภาพตลาดทุนของประเทศไทยมีประสิทธิภาพที่ต่ำที่สุดในกลุ่มการศึกษา หรือต่ำที่สุดในประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน จึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งสำหรับประเทศไทย ที่จะต้องเร่งพัฒนาตลาดทุนของประเทศไทยให้มีประสิทธิภาพของข้อมูลข่าวสารในระดับบริษัทที่มากขึ้น เพื่อยกระดับประสิทธิภาพของตลาดทุนประเทศไทยให้สูงขึ้น

บรรณานุกรม

- กฤษฎา เสกตระกูล. 2556. ตลาดทุน: กลไกสำคัญในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ . สืบค้นวันที่ 10 เมษายน 2556.
http://www.tsithailand.org/index.php?option=com_content&task=view&id=431&Itemid=1290.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2548. การลงทุนใน ตลาดสาร
ทุน : CISA LEVEL 1 (พิมพ์ครั้งที่ 3). กรุงเทพมหานคร: บริษัท อมรินทร์พริ้นติ้ง
 แอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน).
- Du, J., H. Hao, C. Xu. 2007. What Determines the Synchronicity of Stock Price
 Movements in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges? **Shanghai-
 Hong Kong Development Institute Occasional Paper** 18.
- Durnev, A., R. Morck, B. Yeung and P. Zarowin. 2003. Does Greater Firm-specific
 Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing?. **Journal of
 Accounting Research** 41: pp. 797-836.
- Ghosh, S. and E. Revilla. 2007. Enhancing the Efficiency of Securities Markets in East
 Asia. **World Bank Policy Research Working Paper** 4129.
- Jin, L. and S. C. Myers. 2006. R^2 around The World: New Theory and New Tests.
Journal of Financial Economics 79: pp. 257-292.
- Khandaker, S. 2011. R Square Measure of Stock Synchronicity. **International Review
 of Business Research Papers** 7, 1: pp. 165 – 175.
- Khandaker, S. and R. Heaney. 2009. Do Emerging Markets Have Higher Stock
 Synchronicity? The International Evidence. **Journal of Business and Policy
 Research** 4, 1: pp. 79-98.
- Khanna, T. and C. Thomas. 2009. Synchronicity and Firm Interlocks in an Emerging
 Economy. **Journal of Financial Economics** 92: pp. 182-204.
- Lim, K. and C. Hooy. 2010. The Delay of stock price adjustment to information: A
 country – level analysis. **Economics Bulletin** 30, 2: pp. 1609-1616.
- Morck, R., B. Yeung and W. Yu. 2000. The Information Content of Stock Markets: Why
 do Emerging Markets have Synchronous Stock Price Movements?. **Journal of
 Financial Economics** 58: pp. 215-260.
- Roll, R. 1988. R^2 . **The Journal of Finance** 43: pp. 541-566.

Xing, X. and R. Anderson. 2011. Stock price synchronicity and public firm-specific information. **Journal of Financial Markets** 14: pp. 259-276.

บทที่ 9

เสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์ ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

บทที่ 9

เสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์ ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

9.1 บทนำ

การรวมกลุ่มตลาดหลักทรัพย์อาเซียน มีวัตถุประสงค์เพื่อร่วมมือกันพัฒนาตลาดทุนให้มีความสามารถในการแข่งขันในตลาดทุนโลก และส่งเสริมให้หลักทรัพย์ในอาเซียนเป็นที่ยอมรับในสายตาของนักลงทุนทั่วโลก ทั้งยังสามารถระดมทุนด้วยต้นทุนที่ต่ำลงทำให้แข่งขันกับนานาชาติได้ดีขึ้น และลดต้นทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อาเซียนให้แก่นักลงทุนอีกด้วย ดังนั้น การที่กลุ่มตลาดหลักทรัพย์อาเซียน จะบรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าวได้นั้น ตลาดหลักทรัพย์จำเป็นต้องมีเสถียรภาพ กล่าวคือ ตลาดต้องมีสภาพคล่องและมีความผันผวนในระดับที่ควบคุมได้ หากตลาดมีความผันผวนสูงจากการที่ระดับราคาของหลักทรัพย์เคลื่อนไหวออกห่างจากระดับราคาที่ควรเป็นหรือที่สมมูล จะทำให้ความเสี่ยงของตลาดเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้ผู้ลงทุนที่ต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงนั้น หรือถ้าหากความเสี่ยงเพิ่มสูงขึ้นเกินกว่าที่จะยอมรับได้ นักลงทุนก็จะออกจากตลาด หากนักลงทุนต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนมากขึ้นก็จะทำให้ต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้นส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์มีเสถียรภาพลดลง นอกจากนั้นการที่ตลาดหลักทรัพย์สามารถทำหน้าที่ดังกล่าวได้อย่างสมบูรณ์ จำเป็นอย่างยิ่งที่ตลาดต้องสร้างความน่าเชื่อถือให้แก่ผู้ลงทุน นั่นก็คือ ราคาหลักทรัพย์ในตลาดควรสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ควรที่จะเป็นไปตามปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เพื่อที่นักลงทุนจะได้ใช้ราคาตลาดในการตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ในการคำนวณมูลค่าหรือราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ในตลาดเพื่อใช้ในการตัดสินใจในการลงทุนนั้น ส่วนใหญ่นักลงทุนจะใช้แบบจำลองที่ใช้ในการกำหนดราคาสินทรัพย์ทางการเงินในการหามูลค่าสินทรัพย์นั้นๆ ตัวอย่างเช่น Capital Asset Pricing Model หรือ CAPM ในการคำนวณหาราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ ซึ่งหลักในการวิเคราะห์โดยใช้แบบจำลองทางการเงินส่วนใหญ่จะสมมุติให้ผลตอบแทนหุ้นมีการกระจายตัวแบบปกติ (normal distribution) ถ้าหากการกระจายตัวของผลตอบแทนหุ้นมีการกระจายตัวแบบสมมาตรแล้ว จะทำให้ค่าความ

เสียงของผลตอบแทนหุ้นสามารถอธิบายโดยใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานหรือค่าความแปรปรวนได้ แต่ถ้าหากผลตอบแทนหุ้นไม่ได้มีกระจายตัวแบบสมมาตรแล้ว จะทำให้แบบจำลองทางการเงินนั้นไม่สมบูรณ์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อทดสอบว่าความไม่สมมาตรของผลตอบแทนหุ้นมีนัยสำคัญด้วยแล้ว จะทำให้ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานไม่เพียงพอที่จะอธิบายถึงความเสี่ยงได้ เห็นได้ว่าสมมติฐานการกระจายตัวของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์นั้นมีความสำคัญต่อการสร้างเสถียรภาพให้กับตลาด หากทราบถึงลักษณะการกระจายตัวของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์แล้วและมีการพัฒนาตลาดเพื่อลดความไม่สมมาตรของการกระจายตัวนี้แล้วก็จะทำให้ตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียนมีเสถียรภาพและสามารถดึงดูดนักลงทุนทำให้มีความสามารถในการแข่งขันในตลาดโลกได้

9.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในหลายงานวิจัยมีหลักฐานเชิงประจักษ์ที่แสดงให้เห็นว่า มีความไม่สมมาตรของผลตอบแทนหลักทรัพย์เกิดขึ้นในตลาด และถ้าหากความไม่สมมาตรนี้มีนัยสำคัญด้วยแล้วจะทำให้มีผลกระทบต่อการใช้แบบจำลองทางการเงินในการคำนวณต้นทุนเงินทุนเชื่อมโยงไปถึงเสถียรภาพของตลาดด้วย อันเนื่องจากความไม่สมมาตรเป็นตัวสะท้อนให้เห็นว่า ผลลัพธ์ที่ได้มีโอกาสที่จะแตกต่างไปจากผลลัพธ์ที่คาดหวังไว้ ดังนั้น การปรับมูลค่าหลักทรัพย์นั้นควรที่จะสะท้อนถึงผลกระทบของความไม่สมมาตรที่มีผลต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นด้วย โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อผลตอบแทนหุ้นมีความไม่สมมาตรทางลบ โดยดูจากค่าสัมประสิทธิ์ความไม่สมมาตรซึ่งเป็นตัวสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงทางด้านลบ ยิ่งถ้ามีความไม่สมมาตรทางลบมากก็ยิ่งทำให้มีความต้องการเพิ่มผลตอบแทนหุ้นเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย

มีหลักฐานเชิงประจักษ์ถึงความไม่สมมาตรของผลตอบแทนของหลักทรัพย์มานานกว่า 30 ปี ตัวอย่างเช่นงานวิจัยของ Beedles (1979) Alles ; Kling (1994) Hong ; Stein (1999) ที่ค้นพบว่าหลักทรัพย์ในประเทศที่พัฒนาแล้วเช่น สหรัฐอเมริกามีความไม่สมมาตรของผลตอบแทน นอกจากนั้น งานวิจัยของ Harvey and Siddique (2000) ยังพบว่านักลงทุนมีความต้องการผลตอบแทนเพิ่มมากขึ้นจากความไม่สมมาตรทางลบ แสดงให้เห็นถึงความไม่สมมาตรมีผลต่อทฤษฎีประเมินมูลค่าสินทรัพย์และแบบจำลองทางการเงินอื่นๆ ซึ่งขึ้นอยู่กับค่าเบต้า ขนาดตลาด และมูลค่าตลาดของหุ้น ความไม่สมมาตรแบบเป็นระบบนี้มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจและเป็นตัวควบคุมส่วนชดเชยความเสี่ยง โดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 3.6 ต่อปี และในงานวิจัยของ Harvey (2000) พบว่าตลาดที่พัฒนาแล้วจะมีความไม่สมมาตรทางลบเกิดขึ้น

ยังเป็นที่รู้กันว่าความไม่สมมาตรทางลบของผลตอบแทนหุ้นรายวันสามารถพบได้เมื่อหาอัตราผลตอบแทนดัชนีหุ้นทั้งตลาดรวมไปถึงในตลาดหุ้นอเมริกา ซึ่งก่อนหน้านี้มีการศึกษาเกี่ยวกับความไม่สมมาตรของผลตอบแทนหุ้นมีผลต่อการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ของ Kraus

และ Litzenberger (1976) โดยอ้างอิงทฤษฎีของ Markowitz ซึ่งในการคำนวณพอร์ตการลงทุนนั้นมีสองตัวแปร คือ ค่าเฉลี่ยและความแปรปรวน ตามสมมติฐาน CAPM นั้นมีความคาดหวังว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่มีการแจกแจงแบบปกติ และมีงานวิจัยที่ทดสอบถึงความไม่สมมาตรมีผลต่อราคาอปชันของ Das และ Sundaram (1999), Chen et al. (2001) ผลการศึกษาพบว่า ผลรวมผลตอบแทนของหุ้นในตลาดมีการกระจายตัวแบบไม่สมมาตร ซึ่งความไม่สมมาตรนี้ สามารถวัดได้หลายทาง เช่นพิจารณาจากความเคลื่อนไหวขนาดใหญ่ในตลาดที่เพิ่มขึ้นแล้วลดลง แสดงให้เห็นว่าตลาดหุ้นมีแนวโน้มที่ผลตอบแทนจะลดลงมากกว่าเพิ่มขึ้น หรือดูจากความเคลื่อนไหวของหุ้นที่ใหญ่ที่สุด 10 อันดับใน 1 วันของ S&P500 ในปี ค.ศ.1947 มีอยู่ 9 ตัวลดลง และยังมีงานวิจัยที่ชี้ให้เห็นถึงความไม่สมมาตรทางลบกับความผันผวน เห็นได้ว่าความผันผวนนั้นมีความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกันกับผลตอบแทนทางลบด้วยเช่นกัน

มีการศึกษาถึงการกระจายตัวของผลตอบแทนหุ้นอย่างกว้างขวางในตลาดของประเทศที่พัฒนาแล้ว อย่างไรก็ตามพบว่ายังมีการศึกษาถึงการกระจายตัวของผลตอบแทนหุ้นในตลาดของประเทศที่กำลังพัฒนาน้อยอยู่ เช่น การศึกษาวิจัยถึงการแจกแจงอัตราผลตอบแทนดัชนีราคาหลักทรัพย์ 5 ประเทศ ของ Yawirach (2010) ซึ่งศึกษาถึงความไม่สมมาตรและค่าทางสถิติเบื้องต้นของการแจกแจงของอัตราผลตอบแทนดัชนีหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ 5 ประเทศ โดยใช้ข้อมูลตัวอย่างของดัชนีราคาปิดของหลักทรัพย์รายวันในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย (SET) อินโดนีเซีย (JSX-Composite) และฟิลิปปินส์ (PSE-Composite) ตั้งแต่วันที่ 31 มกราคม 1984 ถึงวันที่ 30 มกราคม 2009 จำนวน 3,914 ข้อมูลดัชนีราคาปิดของหลักทรัพย์รายวันในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (KLSE-Composite) ตั้งแต่วันที่ 31 มกราคม 1982 ถึงวันที่ 30 มกราคม 2009 จำนวน 4,193 ข้อมูล และข้อมูลดัชนีราคาปิดของหลักทรัพย์รายวันในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Straits Times) ตั้งแต่วันที่ 31 สิงหาคม 1999 ถึงวันที่ 30 มกราคม 2009 จำนวน 2,365 ข้อมูล จากค่าทางสถิติเบื้องต้นของอัตราผลตอบแทนดัชนีราคาปิดของหลักทรัพย์แบบรายวัน พบว่าอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ของประเทศไทย ฟิลิปปินส์ และมาเลเซีย มีค่าความไม่สมมาตรเป็นบวก (positive skewed) และเมื่อทำการทดสอบการแจกแจงโดยใช้ค่าสถิติ Jarque and Bera (JB-test) พบว่ามีการแจกแจงไม่ปกติ โดยปฏิเสธสมมติฐานที่ระดับนัยยะสำคัญ 0.01 ส่วนในตลาดหุ้นอินโดนีเซียและสิงคโปร์พบว่าอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์มีค่าความไม่สมมาตรติดลบ (negative skewed) และเมื่อทำการทดสอบโดยใช้ JB-test พบว่ามีการแจกแจงไม่ปกติที่ระดับนัยยะสำคัญ 0.01 จากการทดสอบจะเห็นได้ว่ามีความไม่สมมาตรในการหาอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ ซึ่งแสดงให้เห็นว่ามีความไม่สมมาตรของผลตอบแทนหุ้นเกิดขึ้นใน 5 ประเทศนี้

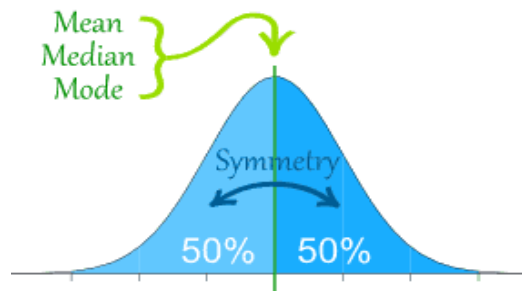
9.3 ระเบียบวิธีวิจัย

9.3.1 ข้อมูล

การวิจัยในครั้งนี้ใช้วิธีวิจัยเชิงประจักษ์ (empirical research) โดยศึกษาจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (secondary source) ได้แก่ การค้นคว้าจากเอกสาร งานวิจัย วิทยานิพนธ์ บทความ ตำรา และข้อมูลอื่นๆที่เกี่ยวข้องจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเว็บไซต์ของสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้การเก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อใช้ในการวิเคราะห์จากฐานข้อมูล DataStream เช่น ราคาหุ้นรายบริษัทที่ปรับค่าเงินปันผลแล้ว ขนาดบริษัท อัตราแลกเปลี่ยน อัตราส่วนทางการเงินต่างๆ เป็นต้น งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลในการศึกษาตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2007 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2012 รวมเป็นระยะเวลา 6 ปี จำนวนทั้งหมด 2,877 บริษัท ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 ประเทศ

9.3.2 วิธีการวัดค่าความไม่สมมาตรของผลตอบแทน

แบบจำลองทางการเงินหลายรูปแบบ เช่น แบบจำลองทางการเงินที่ใช้ในการกำหนดราคาสินทรัพย์ทางการเงินหรือแม้แต่ทฤษฎีบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ ส่วนใหญ่จะสมมติให้ผลตอบแทนหุ้นมีการกระจายตัวแบบปกติ (normal distribution) ดังภาพที่ 9.1 แสดงถึงการกระจายตัวแบบสมมาตร

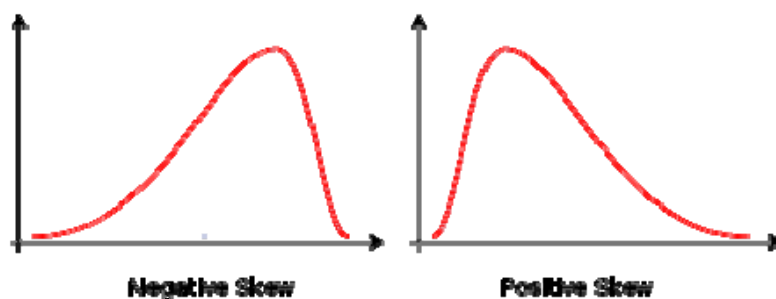


ภาพที่ 9.1 สมมติฐานผลตอบแทนหุ้นที่มีการกระจายตัวแบบปกติ

แหล่งที่มา <http://www.mathsisfun.com/data/standard-normal-distribution.html>

ถ้าหากผลตอบแทนหุ้นไม่ได้มีการกระจายตัวแบบสมมาตรแล้ว จะทำให้โมเดลในการคำนวณมูลค่าของหุ้นไม่สมบูรณ์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อทดสอบว่าความไม่สมมาตรของผลตอบแทนหุ้นมีนัยยะสำคัญด้วยแล้ว จะทำให้ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานไม่เพียงพอที่จะอธิบายถึงความเสี่ยงได้ ดังภาพที่ 9.2 แสดงให้เห็นถึงการกระจายตัวแบบไม่สมมาตร โดยภาพ

ทางด้านซ้ายจะมีลักษณะเบ้ซ้ายหรือเรียกว่า ความไม่สมมาตรทางลบ และภาพทางด้านขวา มีลักษณะเบ้ขวาหรือเรียกว่า ความไม่สมมาตรทางด้านบวก



ภาพที่ 9.2 รูปแบบความไม่สมมาตรของอัตราผลตอบแทนหุ้น

แหล่งที่มา <https://en.wikipedia.org/wiki/Skewness>

การกระจายตัวแบบสมมาตรของแบบจำลองที่ใช้ในการกำหนดราคาสินทรัพย์ทางการเงิน เป็นการประมาณการต้นทุนที่ดีสำหรับหุ้นส่วนใหญ่ แต่อย่างไรก็ตามการกระจายตัวแบบสมมาตรนั้น ก็ไม่ได้เป็นไปตามสมมติฐานสำหรับหุ้นทุกตัว ซึ่งวิธีการศึกษาถึงการกระจายตัวของข้อมูลว่ามีการกระจายตัวเป็นปกติหรือไม่นั้น มีอยู่หลายวิธีด้วยกัน ตัวอย่างเช่น Normal Quantile Plot ซึ่งเป็นการพล็อตจุดตัดระหว่างค่า Z quantiles กับข้อมูลใดๆที่เก็บตัวอย่างมา โดยมีสมมติฐานคือข้อมูลที่เก็บมาจากประชากรที่มีการกระจายเป็นแบบ Normal Distribution ก็น่าที่จะมีค่าการกระจายของกลุ่มตัวอย่างเป็น Normal Distribution ด้วยเช่นกัน หรือวิธี Probability Plot ซึ่งเป็นวิธีที่คล้ายกับ Normal Quantile Plot แต่ต่างกันตรงที่ไม่มีการ Plot เปรียบเทียบกับค่า Z แต่เนื่องจากข้อจำกัดของทั้งสองวิธี คือวิธี Quantile Plot และ Probability Plot จะใช้ไม่ได้ผลในกรณีที่ขนาดของข้อมูลมีจำนวนมาก (ในระดับข้อมูลที่มากกว่า 100-300 จำนวนขึ้นไป) ดังนั้นจึงจำเป็นต้องหลีกเลี่ยงวิธีการดังกล่าวโดยใช้วิธีการ Distribution Plot แทนได้ เช่น การเขียนฮิสโตแกรม (histogram) ซึ่งวิธีการนี้เป็นวิธีที่ง่ายในการทดสอบการกระจายแบบปกติ และเป็นเครื่องมือที่ใช้ในแสดงความสัมพันธ์อย่างง่ายหรือจะใช้วิธีการวัดค่าความเบ้ (skewness) และความโด่ง (kurtosis) ในการทดสอบก็ได้ โดยปกติแล้วถ้าหากตัวแปรสุ่มได้มีการแจกแจงแบบปกติ (มีลักษณะการแจกแจงเป็นโค้งรูประฆังคว่ำ) เมื่อวัดขนาดความเบ้จะเท่ากับ 0 และจะวัดความโด่งได้เท่ากับ 3 ดังนั้นจึงนิยมใช้ค่าทั้งสองเป็นค่ามาตรฐานในการทดสอบว่าตัวแปรสุ่มที่สนใจได้มีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่

ในปัจจุบันได้มีการนำความเบ้และความโด่งมาประยุกต์ใช้ทดสอบส่วนที่เหลือของวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square หรือ OLS) เรียกว่าวิธี Jarque-Bera Test of Normality (JB-test) ซึ่งวิธีนี้ คือการทดสอบสมมติฐานหาความเหมาะสมของการแจกแจงข้อมูล

ว่ามีการแจกแจงข้อมูลแบบปกติหรือไม่ และถ้าหากมีการแจกแจงข้อมูลแบบไม่ปกติแล้วข้อมูลจะมีลักษณะเบ้ไปทางซ้ายหรือเบ้ไปทางขวา แต่อย่างไรก็ตามวิธี JB-test ก็ยังไม่สามารถแสดงได้ว่าการแจกแจงความไม่สมมาตรว่ามีค่าความไม่สมมาตรทางบวกหรือทางลบมากน้อยเพียงใด จึงได้มีการวัดค่าความไม่สมมาตรหรือค่าความเบ้ที่เกิดขึ้นโดยใช้วิธีโมเมนต์รอบค่าเฉลี่ย (moments about the mean) ซึ่ง Karl Pearson (1895) ได้นำเสนอวิธีการวัดค่าความไม่สมมาตรด้วยวิธี The Pearson mode หรือที่เรียกว่า First Skewness Coefficient และต่อมาได้มีการพัฒนาสูตรการคำนวณที่เรียกว่า The adjusted Fisher-Pearson standardized moment coefficient ซึ่งมีการใช้อย่างแพร่หลายในปัจจุบันและมีใช้ในการคำนวณหลายๆโปรแกรมเพื่อคำนวณหาค่าความไม่สมมาตร อาทิเช่น SPSS, Minitab, SAS, Excel และ E-view ซึ่งมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$S = \frac{n}{(n-1)(n-2)} \sum_{i=1}^n \left(\frac{x_i - \bar{x}}{sd} \right)^3 \quad (9.1)$$

โดยที่ S เป็นค่าที่บอกถึงความไม่สมมาตรซึ่งใช้ข้อมูล x เป็นข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างลบด้วยค่าเฉลี่ยของข้อมูล จำนวน n ข้อมูล หาคด้วยค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

เนื่องจากวิธีการที่ใช้ในการคำนวณหาค่าความไม่สมมาตรนั้นอยู่ในรูปอัตราผลตอบแทน ดังนั้นผู้วิจัยจึงใช้สูตรในการคำนวณค่าความไม่สมมาตรตามที่ Chen et al. (2001) ที่มีการปรับปรุงมาจาก The adjusted Fisher-Pearson standardized moment coefficient ซึ่งมีวิธีในการคำนวณค่าความไม่สมมาตร 3 วิธีดังนี้

วิธีที่ 1 มีการปรับปรุงสูตรการคำนวณค่า Skewness ของ Karl Pearson (1895) ใหม่ที่เรียกว่า Conditional Coefficient of Skewness (SKEW) ซึ่งเป็นคำนวณหาค่าความไม่สมมาตรโดยใช้ผลตอบแทนหุ้นรายวันหารด้วยค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนรายวันยกกำลัง 3/2 โดยใช้สูตรการคำนวณดังนี้

$$SKEW_i = \frac{(n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum_{t=1}^n R_{it}^3)}{(n-1)(n-2) (\sum_{t=1}^n R_{it}^2)^{\frac{3}{2}}} \quad (9.2)$$

โดยที่ R คือ ผลตอบแทนรายวันของหุ้น i ณ วันที่ t จำนวน n บริษัท และใช้วิธีการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนแบบ log return จากสูตร $\ln(P_t/P_{t-1})$ โดย P คือราคาปิดของหุ้นวันที่ t ที่ปรับค่าเงินปันผลแล้วหารด้วยราคาปิดของหุ้นวันก่อนหน้า แล้วนำอัตราผลตอบแทนที่ได้ไปแทนค่าในสูตรเพื่อหาค่าความไม่สมมาตร ซึ่งค่าของ SKEW ที่เท่ากับ 0 หมายความว่า การกระจายตัวของผลตอบแทนมีลักษณะสมมาตร ไม่มีความเบ้ แต่ถ้าหากค่าของ SKEW มีค่ามากกว่า 0 หมายความว่า การกระจายตัวของผลตอบแทนมีลักษณะเบ้ไปทางขวา

(positive skewness) และถ้าหากค่าของ SKEW มีค่าน้อยกว่า 0 ถึงหุ้นที่มีลักษณะการกระจายตัวแบบเบ้ไปซ้าย (negative skewness) โดยถ้าค่า SKEW มีค่ายิ่งมากก็จะแสดงว่ามีลักษณะเบ้มากด้วยเช่นกัน

วิธีที่ 2 สูตรที่ใช้ในการวัดค่าความไม่สมมาตรเพิ่มเติมคือ VOLRATIO โดยอ้างอิงวิธีคำนวณจาก Kee-Hong, Chanwoo และ K.C. John (2004) ซึ่งเป็นการคำนวณโดยดูจากโมเมนต์กำลัง 2 และคำนวณจากสัดส่วนที่มีอัตราผลตอบแทนมากกว่าสองเท่าของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

$$VOLRATIO_i = \ln \left[\frac{(n_d - 1) \sum_{t \in up} R_{it}^2}{(n_u - 1) \sum_{t \in down} R_{it}^2} \right] \quad (9.3)$$

โดยที่ R คือ ผลตอบแทนรายวันของหุ้น i ณ วันที่ t ส่วนค่า n_u และ n_d คือจำนวนวันที่หุ้นขึ้นและหุ้นลง โดยนำค่ามาจากการหาผลตอบแทนของหุ้นในวันที่หุ้นขึ้นและหุ้นลงในแต่ละปี หากค่า VOLRATIO มีค่ามากแสดงว่าหุ้นมีการกระจายตัวแบบไม่สมมาตรในทางบวก

วิธีที่ 3 ในการวัดค่าความไม่สมมาตรอีกวิธีนี้ คือ Extreme-return Ratio (EXTRATIO) ของหุ้น i ในแต่ละปี ซึ่งเป็นการเทียบระหว่างผลตอบแทนที่มากกว่าปกติหรือน้อยกว่าปกติ มีสูตรดังนี้

$$EXTRATIO_i = \ln \left[\frac{n_{positive}}{n_{negative}} \right] \quad (9.4)$$

โดย

$n_{positive}$ คือ จำนวนวันที่มีผลตอบแทนเป็นบวกมากผิดปกติ คำนวณจาก $R_{it} > +2 \cdot S$

$D_i n_{negative}$ คือ จำนวนวันที่มีผลตอบแทนเป็นลบมากผิดปกติ คำนวณจาก $R_{it} < -2 \cdot SD_i$

SD คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของหุ้น i

ซึ่งค่าที่ได้จากการคำนวณ EXTRATIO เป็นบวกแสดงว่า มีจำนวนวันที่มีผลตอบแทนเป็นบวกมากผิดปกติมากกว่าจำนวนวันที่มีผลตอบแทนเป็นลบมากผิดปกติ และถ้าหากค่าที่ได้เป็นลบแสดงว่า มีจำนวนวันที่มีผลตอบแทนเป็นลบมากผิดปกติมากกว่าจำนวนวันที่มีผลตอบแทนเป็นบวกมากผิดปกติ

9.4 ผลการศึกษา

ผลการวิจัยค่าความไม่สมมาตรของผลตอบแทนจะแบ่งออกเป็นสองส่วน ส่วนแรกผู้วิจัยทำการศึกษาถึงความไม่สมมาตรของอัตราผลตอบแทนดัชนีหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศ และในส่วนที่สองผู้วิจัยทำการศึกษาถึงความไม่สมมาตรของผลตอบแทนหุ้นแต่ละบริษัทในแต่ละประเทศ ซึ่งทั้งสองส่วนนี้ จะใช้วิธีการคำนวณค่าความไม่สมมาตรของผลตอบแทนทั้ง 3 วิธี วิธีที่ 1 SKEW วิธีที่ 2 VOLRATIO และวิธีที่ 3 EXTRATIO จากการศึกษาพบว่า ค่าความไม่สมมาตรของอัตราผลตอบแทนดัชนีหลักทรัพย์เฉลี่ย 6 ปีของประเทศในกลุ่มอาเซียน 5 มีค่าความไม่สมมาตรเป็นลบ (negative skewness) เมื่อพิจารณาจากค่า SKEW ของดัชนีหลักทรัพย์แต่ละประเทศ พบว่าประเทศอินโดนีเซียมีค่าความไม่สมมาตรทางลบของอัตราผลตอบแทนดัชนีหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาคือประเทศสิงคโปร์ ไทย ฟิลิปปินส์ และประเทศมาเลเซียมีค่าความไม่สมมาตรทางลบของอัตราผลตอบแทนดัชนีหลักทรัพย์น้อยที่สุด แสดงให้เห็นในตารางที่ 9.1

ตารางที่ 9.1 ค่าทางสถิติและค่าความไม่สมมาตรโดยเฉลี่ยของดัชนีหลักทรัพย์แต่ละประเทศในอาเซียน

Country	Mean Return	Standard Deviation	1st Quartile	3rd Quartile	SKEW	VOL- RATIO	EXT- RATIO
Indonesia	0.000567	0.000896	-0.005491	0.007784	-0.404286	-0.238805	-0.197659
Malaysia	0.000270	0.000472	-0.003085	0.004129	-0.088529	-0.227210	-0.433782
Philippines	0.000416	0.000821	-0.005837	0.007782	-0.092109	-0.076238	-0.275251
Singapore	0.000110	0.000700	-0.005339	0.006355	-0.198373	-0.153831	-0.015507
Thailand	0.000487	0.000812	-0.005685	0.007818	-0.178466	-0.104736	-0.192183
Mean	0.000370	0.000740	-0.005087	0.006773	-0.19235	-0.160164	-0.222876
Median	0.000416	0.000812	-0.005491	0.007782	-0.17847	-0.153831	-0.197659

เมื่อพิจารณาค่าความไม่สมมาตรของอัตราผลตอบแทนดัชนีหลักทรัพย์โดยดูจากค่า SKEW ของดัชนีหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศในแต่ละปีในระดับนัยยะสำคัญ 0.05 พบว่าปี 2008 ทุกประเทศในอาเซียน 5 มีความไม่สมมาตรของอัตราผลตอบแทนดัชนีหลักทรัพย์เป็นลบ (negative skewness) ทุกประเทศและ Significant ที่ระดับนัยยะสำคัญ 0.05 ซึ่งสาเหตุที่ทำให้เกิดค่าความไม่สมมาตรของอัตราผลตอบแทนดัชนีหลักทรัพย์เป็นลบมาจากวิกฤตซับไพรม์ในประเทศอเมริกาที่ส่งผลกระทบไปยังตลาดหุ้นทั่วโลก หากพิจารณาค่าความไม่สมมาตรในปีนี้ พบว่าประเทศฟิลิปปินส์มีค่าความไม่สมมาตรทางลบมากที่สุดอยู่ที่ -0.482 ในขณะที่ประเทศ

สิงคโปร์มีค่าความไม่สมมาตรทางลบน้อยที่สุดอยู่ที่ -0.189 ทั้งในปี 2011 ก็ยังพบได้ว่ามีความไม่สมมาตรของอัตราผลตอบแทนดัชนีหลักทรัพย์เป็นลบ นอกจากนี้ในปีอื่นๆ ยังแสดงให้เห็นถึงอัตราผลตอบแทนดัชนีหลักทรัพย์มีความไม่สมมาตรเกิดขึ้นด้วยเช่นกัน แสดงให้เห็นในตารางที่ 9.2

ตารางที่ 9.2 ค่าความไม่สมมาตรโดยเฉลี่ยในแต่ละปีของดัชนีหลักทรัพย์

Year	Country				
	Indonesia	Malaysia	Singapore	Thailand	Philippines
2007	-0.052	-0.085**	-0.027	0.041	-0.024
2008	-0.323**	-0.396**	-0.189**	-0.393**	-0.482**
2009	0.192**	0.107**	0.199**	0.035	0.130**
2010	0.136**	0.006	-0.025	0.052	0.040
2011	-0.333**	-0.073**	-0.098**	-0.047	-0.100**
2012	-0.024	-0.024**	0.014	0.024	0.021

ส่วนที่สองเป็นการพิจารณาค่าความไม่สมมาตรโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศของกลุ่มอาเซียน 5 จากการคำนวณพบว่าบริษัทของประเทศในอาเซียนมีความไม่สมมาตรของผลตอบแทนหลักทรัพย์ และยังแสดงให้เห็นอีกว่าค่าความไม่สมมาตรโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศมีค่าความไม่สมมาตรเป็นบวก เมื่อพิจารณาจากค่า SKEW ที่ใช้ในการคำนวณความไม่สมมาตรของผลตอบแทนหลักทรัพย์เฉลี่ย 6 ปีย้อนหลังในแต่ละประเทศ ผลปรากฏว่าประเทศฟิลิปปินส์มีค่าความไม่สมมาตรทางบวกมากที่สุดอยู่ที่ 0.461 รองลงมาคือประเทศอินโดนีเซีย มาเลเซีย ไทย ในขณะที่ประเทศสิงคโปร์มีค่าความไม่สมมาตรทางบวกเฉลี่ยน้อยที่สุดอยู่ที่ 0.106 ตามตารางที่ 9.3

ตารางที่ 9.3 ค่าทางสถิติและค่าความไม่สมมาตรโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์แต่ละประเทศในอาเซียน

Country	No. of Firms	Mean Return	Standard Deviation	1st Quartile	3rd Quartile	SKEW	VOL RATIO	EXT RATIO
Indonesia	452	0.00052	0.03807	-0.00475	0.00000	0.429	0.251	0.353
Malaysia	925	- 0.00006	0.04855	-0.00844	0.00647	0.406	0.246	0.254
Philippines	228	0.00048	0.04365	-0.00209	0.00000	0.461	0.247	0.307
Singapore	714	- 0.00038	0.05710	-0.00621	0.00000	0.106	0.135	0.148
Thailand	574	0.00037	0.03412	-0.00755	0.00727	0.339	0.175	0.247
Mean		0.00019	0.04430	- 0.00581	0.00275	0.348	0.211	0.262
Median		0.00037	0.04365	- 0.00621	0.00000	0.406	0.246	0.254

ตารางที่ 9.4 ค่าความไม่สมมาตรโดยเฉลี่ยในแต่ละปีของหลักทรัพย์

Country	Detail	Year					
		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Indonesia	No. of stocks	334	360	373	406	423	446
	Avg. Skewness	0.86	-0.813	0.416	0.685	0.355	0.945
	Stocks with Sig. Skewness	80.54%	73.89%	83.38%	81.77%	70.92%	80.49%
Malaysia	No. of stocks	814	837	851	879	907	924
	Avg. Skewness	0.594	-0.241	0.57	0.648	0.354	0.495
	Stocks with Sig. Skewness	71.62%	67.03%	75.56%	74.29%	63.18%	70.56%
Philippines	No. of stocks	205	206	209	214	220	227
	Avg. Skewness	0.369	-0.659	0.973	0.848	0.373	0.781
	Stocks with Sig. Skewness	67.32%	77.18%	87.56%	72.90%	71.36%	81.94%
Singapore	No. of stocks	588	614	637	670	690	711
	Avg. Skewness	0.51	-0.666	0.503	0.33	-0.464	0.426
	Stocks with Sig. Skewness	67.52%	71.82%	75.35%	59.85%	65.94%	71.73%
Thailand	No. of stocks	476	494	515	540	546	569
	Avg. Skewness	0.194	-0.633	0.445	0.843	0.124	0.942
	Stocks with Sig. Skewness	67.86%	78.74%	79.81%	82.04%	71.43%	83.66%

ในตารางที่ 9.4 แสดงถึงจำนวนบริษัทและค่าความไม่สมมาตรของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในแต่ละปีโดยพิจารณาที่ระดับนัยยะสำคัญ 0.05 พบว่าบริษัทในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 จำนวนบริษัทมากกว่าร้อยละ 70 ในแต่ละปี มีความไม่สมมาตรของอัตรา

ผลตอบแทนเกิดขึ้น หากพิจารณาในปี 2008 จะสังเกตเห็นได้ว่า ค่าความไม่สมมาตรเฉลี่ยของบริษัทในแต่ละประเทศมีค่าความไม่สมมาตรของผลตอบแทนหลักทรัพย์เฉลี่ยเป็นลบเหมือนกับค่าความไม่สมมาตรเฉลี่ยของดัชนีหลักทรัพย์ในปี 2008 อันเนื่องมาจากวิกฤตซับไพรม์ในประเทศอเมริกา ในขณะที่ปีอื่นๆจะมีค่าความไม่สมมาตรเฉลี่ยเป็นบวก

9.5 สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยนี้ศึกษาเกี่ยวกับความไม่สมมาตรของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียน 5 ประเทศ ประกอบไปด้วยประเทศอินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์และประเทศไทย โดยใช้วิธีในการคำนวณหาค่าความไม่สมมาตรของ Chen et al. (2001) ทั้ง 3 วิธี คือ SKEW VOLRATIO และ EXTRATIO และใช้ข้อมูลของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์รายวันที่ปรับค่าเงินปันผลแล้ว ระหว่างปี พ.ศ.2550 ถึงปี พ.ศ. 2555 จำนวนทั้งหมด 2,877 บริษัท รวมทั้งศึกษาถึงความสัมพันธ์ของความไม่สมมาตรของผลตอบแทนหลักทรัพย์ จากผลการศึกษาพบว่าค่าความไม่สมมาตรทางบวกพบได้ในอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ ในขณะที่ค่าความไม่สมมาตรทางลบพบได้ในอัตราผลตอบแทนดัชนีหลักทรัพย์

บรรณานุกรม

- Alles, Lakshman A. and John L. Kling. 1994. Regularities in the Variation of Skewness in Stock Index Returns. **Journal of Financial Research** 17, 3: pp. 427-438.
- Bae, Kee-Hong. 2004. Corporate Governance and Conditional Skewness in the World's Stock Markets. **Working Paper**: pp. 1-41.
- Beedles, William L. 1979. Return, Dispersion and Skewness: Synthesis and Investment Strategy. **Journal of Financial Research**: pp. 71-80.
- Chen, Joseph S. et al. 2001. Forecasting Crashes :Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices. **Journal of Financial Economics** 61: pp. 345-381.
- Das, Sanjiv Ranjan and Rangarajan K. Sundaram. 1999. Of Smiles and Smirks: A Term Structure Perspective. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 34: pp. 211-239.
- Harvey, Campbell R. 2000. The Drivers of Expected Returns in International Markets. **Emerging Market Quarterly**, Fall: pp. 1-17.
- Harvey, Campbell R. and Akhter Siddique. 2000. Conditional Skewness in Asset Pricing Tests. **Journal of Finance** 55, 3: pp. 1263-1296.

- Hong, Harrison and Jeremy C. Stein.1999. A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets. **The Journal of Finance** 54: pp. 2143-2184.
- Hong, Harrison and Jeremy C. Stein.2003. Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Market Crashes. **Review of Financial Studies** 16: pp. 487-525.
- Kraus, Alan and Robert H. Litzenberger. 1976. Skewness Preference and the Valuation of Risk Assets. **Journal of Finance** 31: pp. 1085-1099.
- Yawirach, Janjira. 2010. Conditional Volatility and Price Index Returns Distribution of Thailand, Singapore, Malaysia, Indonesia and The Philippines Using GARCH and FIGARCH Models with Normal Inverse Gaussian Distribution. Master Thesis. Chiang Mai University.

บทที่ 10

การวัดเสถียรภาพจากโอกาสในการ ตักแต่งกำไรของบริษัทในตลาด หลักทรัพย์ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจ อาเซียน



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

บทที่ 10

การวัดเสถียรภาพจากโอกาสในการตกแต่งกำไร ของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

10.1 บทนำ

เนื่องจากการประชุมสุดยอดอาเซียนครั้งที่ 9 ที่อินโดนีเซีย เมื่อ 7 ตุลาคม พ.ศ. 2546 ผู้นำประเทศสมาชิกอาเซียนได้ตกลงกันที่จะจัดตั้งประชาคมอาเซียน (ASEAN Community) ซึ่งประกอบด้วย 3 เสาหลัก คือ

- (1) ประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community: AEC)
- (2) ประชาคมสังคมและวัฒนธรรมอาเซียน (Socio-Cultural Pillar)
- (3) ประชาคมความมั่นคงอาเซียน (Political and Security Pillar)

เดิมกำหนดเป้าหมายที่จะตั้งขึ้นในปี พ.ศ. 2563 แต่ต่อมาได้ตกลงกันเลื่อนกำหนดให้เร็วขึ้นเป็นปี พ.ศ.2558 สำหรับเสาหลักการจัดตั้งประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community หรือ AEC) ภายในปี พ.ศ.2558 เพื่อให้อาเซียนมีการเคลื่อนย้ายสินค้า บริการ การลงทุน แรงงานฝีมือ อย่างเสรี และเงินทุนที่เสรีขึ้นต่อมาในปี พ.ศ.2550 อาเซียนได้จัดทำพิมพ์เขียวเพื่อจัดตั้งประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC Blueprint) เป็นแผนบูรณาการงานด้านเศรษฐกิจให้เห็นภาพรวมในการมุ่งไปสู่ AEC ซึ่งประกอบด้วยแผนงานเศรษฐกิจในด้านต่าง ๆ พร้อมกรอบระยะเวลาที่ชัดเจนในการดำเนินการต่าง ๆ จนบรรลุเป้าหมายในปี พ.ศ.2558 รวมทั้งการให้ความยืดหยุ่นตามที่ประเทศสมาชิกได้ตกลงกันล่วงหน้า โดยอาเซียนได้กำหนดยุทธศาสตร์การก้าวไปสู่ประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน ที่สำคัญดังนี้

- (1) การเป็นตลาดและฐานการผลิตเดียวกัน
- (2) การเป็นภูมิภาคที่มีขีดความสามารถในการแข่งขันสูง
- (3) การเป็นภูมิภาคที่มีการพัฒนาทางเศรษฐกิจที่เท่าเทียมกัน
- (4) การเป็นภูมิภาคที่มีการบูรณาการเข้ากับเศรษฐกิจโลก

อย่างไรก็ดีแต่ละประเทศในประชาคมอาเซียนมีความแตกต่างในหลายด้าน ไม่ว่าจะเป็น เศรษฐกิจ สังคมและวัฒนธรรม และการเมือง สำหรับตลาดทุนของแต่ละประเทศย่อมมีความแตกต่างกันเช่นกัน ซึ่งการวัดระดับการพัฒนาของตลาดทุนในการวิจัยนี้ เป็นการศึกษาเปรียบเทียบในด้านความมีเสถียรภาพของตลาดทุน

โดยมีวัตถุประสงค์การวิจัย คือ เพื่อวิเคราะห์ตัวชี้วัดการพัฒนาตลาดทุนของ 5 ประเทศในประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน อันได้แก่ ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย ฟิลิปปินส์และอินโดนีเซีย ใน

ด้านความมีเสถียรภาพของตลาดทุน โดยพิจารณาจากโอกาสในการตกแต่งกำไร ซึ่งขอบเขตของการศึกษาวิจัยนี้เป็นการศึกษาถึงโอกาสในการตกแต่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ 5 ประเทศในประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน โดยพิจารณาจากค่า M-Score ซึ่งได้จากการคำนวณโดยใช้แบบจำลองของ Beneish (1999)

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย คือ สามารถใช้เป็นตัวชี้วัดการพัฒนาตลาดทุนในด้านเสถียรภาพของตลาด และใช้ประเมินความพร้อมของตลาดทุนในแต่ละประเทศสำหรับการรวมกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน และยังเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่อยู่ในแวดวงตลาดทุนหรือผู้ที่เกี่ยวข้อง เช่น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้นำผลงานวิจัยไปใช้เพื่อการควบคุมและพัฒนาเพื่อให้ตลาดทุนมีประสิทธิภาพและมีความพร้อมในการแข่งขันต่อไป นอกจากนี้นี้สิต นักศึกษา หรือผู้ที่สนใจทั่วไปสามารถนำผลงานวิจัยไปประยุกต์ใช้หรือศึกษาต่อยอดสำหรับตัวชี้วัดการพัฒนาตลาดทุนในด้านประสิทธิภาพของตลาดและด้านอื่นๆต่อไป

10.2 แนวคิดทางทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเกี่ยวกับการวิเคราะห์ตัวชี้วัดการพัฒนาตลาดทุน ในด้านความมีเสถียรภาพของตลาดทุนของ 5 ประเทศในกลุ่มอาเซียน ได้แก่ ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และอินโดนีเซีย สามารถจำแนกแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องได้ดังนี้

10.2.1 แนวคิดทางทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

1) การตกแต่งกำไร (earnings manipulation)

โอกาสในการตกแต่งกำไร เป็นหนึ่งในตัวชี้วัดด้านเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์จากการศึกษาของธนาคารโลก โดยสามารถใช้ระบุคุณภาพของกำไร (earning Quality) ซึ่งเป็นส่วนสำคัญที่ใช้ในการประเมินสุขภาพทางการเงินซึ่งสามารถสะท้อนถึงความมีเสถียรภาพของบริษัท (Warshavsky, 2012) งบการเงินต้องจัดทำขึ้นตามมาตรฐานทางบัญชี เพื่อให้ข้อมูลทางการเงินเป็นข้อมูลที่เชื่อถือได้ โดยการบันทึกบัญชีแบ่งออกเป็น เกณฑ์เงินสด (cash basis) และเกณฑ์คงค้าง (accrual basis) ซึ่งเกณฑ์เงินสดคือ เกณฑ์การบันทึกรายได้และค่าใช้จ่ายเมื่อกิจการได้รับและจ่ายเงินไปจริง โดยไม่คำนึงถึงงวดเวลาที่เกี่ยวข้อง ส่วนเกณฑ์คงค้าง คือ เกณฑ์การบันทึกรายได้และค่าใช้จ่าย โดยต้องคำนึงถึงงวดเวลาในการรับและจ่ายเงินไปจริง เพื่อให้แสดงผลการดำเนินงานของแต่ละงวดเวลาอย่างเหมาะสม ดังนั้น การบันทึกบัญชีตามเกณฑ์คงค้างจึงต้องปรับปรุงรายการเพื่อให้ได้ผลการดำเนินงานใกล้เคียงกับความเป็นจริงและถูกต้องตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป

การที่ฝ่ายบริหารจงใจที่จะหลีกเลี่ยงไม่ปฏิบัติตามมาตรฐานทางการเงินและมาตรฐานการรายงานทางการเงิน เพื่อให้รายงานทางการเงินแสดงผลการดำเนินงานที่น่าพอใจตามที่ฝ่ายบริหารปรารถนา ซึ่งอาจเกิดจากการสร้างรายการทางธุรกิจขึ้น เพื่อก่อให้เกิดผลลัพธ์ทางการเงินที่ฝ่ายบริหารต้องการแทนการรายงานทางเหตุการณ์ทางธุรกิจในลักษณะที่เป็นกลาง (neutrality) และยึดหลักความสม่ำเสมอ (consistency) โดยต่างจากการจัดการกำไร (earnings management) ที่เป็นการบริหารกำไรโดยปฏิบัติตามมาตรฐานทางการเงิน และมาตรฐานการรายงานทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็นการเปลี่ยนนโยบายทางการเงิน ประเมินอายุการใช้งานของสินทรัพย์ใหม่ การปรับประมาณการทางการเงิน ซึ่งไม่ต้องทำการแก้ไขงบการเงินและไม่ถือว่าการดัดแปลงงบการเงิน

2) ตัวแปรที่ใช้ในการพยากรณ์การตกแต่งกำไร

ตัวแปรที่นำมาใช้ในงานวิจัยนี้ นำมาจากการศึกษาในอดีต และเป็นตัวแปรที่ประสิทธิภาพในการจำแนกกลุ่มดี ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมมีตัวแปรดังนี้

- Days' Sales in Receivables Index (DSRI)

เป็นอัตราส่วนของ ลูกหนี้การค้าต่อยอดขายของปีแรกที่มีการตรวจพบว่าการตกแต่งกำไร ต่อ ลูกหนี้การค้าต่อยอดขายของปีก่อนหน้า ซึ่งดัชนีนี้ใช้วัดว่ายอดขายลูกหนี้การค้าและยอดขายของ 2 ปีติดต่อกันนั้นมีความสมดุลหรือไม่ หากอัตราส่วนนี้เพิ่มขึ้นอย่างมากอาจเป็นผลมาจากการเปลี่ยนนโยบายการให้สินเชื่อเพื่อกระตุ้นยอดขาย แต่การเพิ่มขึ้นที่ไม่เหมาะสมในลูกหนี้การค้าซึ่งมีความสัมพันธ์กับยอดขายนั้นอาจเป็นผลมาจากการสร้างรายได้ให้สูงเกินจริง ดังนั้นอัตราส่วนนี้ยิ่งสูง โอกาสที่รายได้และกำไรจะถูกทำให้สูงเกินจริงยิ่งมาก

- Gross Margin Index (GMI)

เป็นอัตราส่วนของ กำไรขั้นต้นต่อยอดขายของปีก่อน ต่อ กำไรขั้นต้นต่อยอดขายของปีที่มีการตรวจพบว่าการตกแต่งกำไร หาก GMI มีค่ามากกว่า 1 คือ กำไรขั้นต้นลดลงซึ่งเป็นสัญญาณเชิงลบของกิจการ (Lev and Thiagarajan, 1993) ดังนั้นหากกิจการมีสัญญาณเชิงลบย่อมเป็นไปได้ที่จะทำการตกแต่งกำไร

- Asset Quality Index (AQI)

เป็นอัตราส่วนของ สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนซึ่งไม่รวมรายการสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม และใช้ในการวัดสัดส่วนของสินทรัพย์รวมซึ่งจะก่อให้เกิดประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคต ซึ่งดัชนีนี้เป็นอัตราส่วนของคุณภาพของสินทรัพย์ของปีที่มีการตรวจพบว่าการตกแต่งกำไร ต่อคุณภาพของสินทรัพย์ของปีก่อนหน้า ดัชนีนี้เป็นมาตรวัดการเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงของสินทรัพย์ (Siegel, 1991) หาก AQI มีค่ามากกว่า 1 มีความเป็นไปได้อย่างมากที่กิจการจะมีการตกแต่งต้นทุน

- Sales Growth Index (SGI)

เป็นอัตราส่วนของ ยอดขายของปีที่มีการตรวจพบว่าการตกแต่งกำไรต่อยอดขายของปีก่อน กิจกรรมที่มีการเติบโตจะถูกมองว่ามีความเป็นไปได้ที่จะตกแต่งกำไร เนื่องจากสถานะทางการเงินและความต้องการเงินทุนเป็นแรงผลักดันที่ทำให้ผู้บริหารต้องทำการตกแต่งกำไร นอกจากนี้กิจกรรมที่มีการเติบโตหากประสบกับการที่ราคาหุ้นของกิจการลดลง กิจกรรมเหล่านี้ อาจจะมีแรงจูงใจในการตกแต่งกำไรมากกว่ากิจกรรมที่ไม่มีการเจริญเติบโต

- Depreciation Index (DEPI)

เป็นอัตราส่วนของ อัตราการตัดค่าเสื่อมราคาของปีก่อนต่ออัตราการตัดค่าเสื่อมราคาของปีที่มีการตรวจพบว่าการตกแต่งกำไร การที่ DEPI มีค่ามากกว่า 1 แสดงว่าการตัดค่าเสื่อมราคาอยู่ในระดับต่ำ จึงมีความเป็นไปได้ที่กิจการจะปรับเพิ่มอายุการใช้งานของสินทรัพย์ ซึ่งทำให้กำไรของกิจการเพิ่มสูงขึ้น

- Sales, General and Administrative Expenses Index (SGAI)

เป็นอัตราส่วนของ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายของปีที่มีการตรวจพบว่าการตกแต่งกำไร ต่อ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายของปีก่อน เนื่องจาก ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารกับยอดขายมีความสัมพันธ์กัน ถ้าค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นโดยที่ยอดขายไม่เพิ่มถือเป็นการส่งสัญญาณเตือนถึงการตกแต่งกำไร

- Leverage Index (LVGI)

เป็นอัตราส่วนของ หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมของปีที่มีการตรวจพบว่าการตกแต่งกำไร ต่อ หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมของปีก่อน หาก LVGI มีค่ามากกว่า 1 แสดงให้เห็นถึงสัดส่วนของการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้น ยิ่งเป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารหลีกเลี่ยงไม่ปฏิบัติตามมาตรฐานทางการเงิน เพื่อเป็นการลดต้นทุนของเงินทุนและเลี่ยงการผิด debt covenant ratio violation

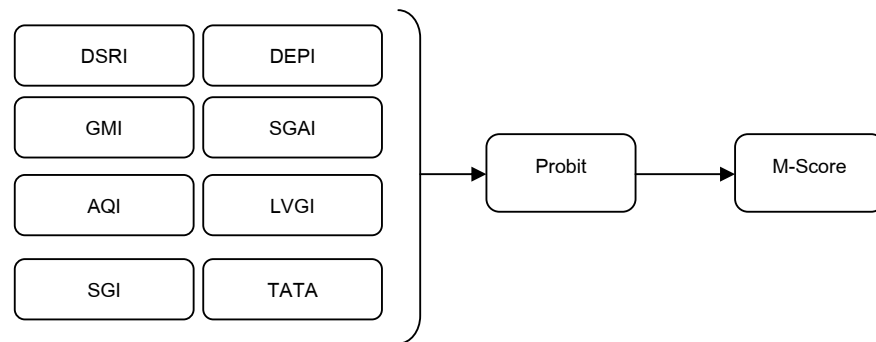
- Total Accruals to Total Assets Index (TATA)

รายการคงค้างรวมคำนวณจากการเปลี่ยนแปลงในบัญชีเงินทุนหมุนเวียนหักด้วยค่าเสื่อมราคา ต่อ สินทรัพย์รวม รายการคงค้างมักถูกใช้ในการประเมินว่าผู้บริหารทำการปรับแต่งกำไร

10.2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

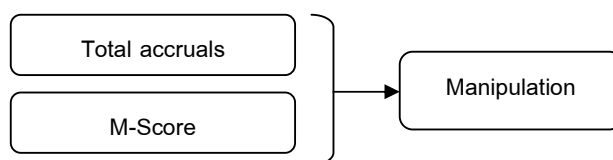
การศึกษาเกี่ยวกับแบบจำลองการพยากรณ์ในอดีตนั้น เริ่มจาก Altman (1968) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับแบบจำลองการพยากรณ์การล้มละลายของบริษัท ซึ่งเป็นจุดเริ่มต้นของต่อมา Beneish (1999) ได้นำแนวคิดเกี่ยวกับการพยากรณ์มาทำการศึกษาสร้างแบบจำลองที่ใช้ในการจำแนกการตกแต่งกำไร จากการเลือกกลุ่มตัวอย่าง 74 บริษัทที่มีการตกแต่งกำไร ซึ่งประกอบด้วยบริษัทที่ถูก SEC ระบุหรือบริษัทที่ถูกสื่อระบุว่ามีการตกแต่งกำไรเกิดขึ้น และประชากรซึ่งอยู่ระหว่างปี 1982-1992 โดยบริษัทที่มีการตกแต่งบัญชีกำหนดให้มีค่า M เท่ากับ

1 และบริษัทที่ไม่มีการตกแต่งบัญชีกำหนดให้มีค่า M เท่ากับ 0 ประกอบกับการนำอัตราส่วน 8 อัตราส่วน ได้แก่ DSRI, GMI, AQI, SGI, DEPI, SGAI, LVGI, TATA มาใช้ในการสร้างแบบจำลองที่ใช้ในการจำแนกการตกแต่งกำไร โดยใช้วิธีการวิเคราะห์สมการถดถอยเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม โดยใช้แบบจำลองโพรบิตในการคำนวณโอกาสที่งบการเงินจะมีการตกแต่งกำไร (ภาพที่ 10.1) โดยค่า M- Score ที่ได้จากแบบจำลองยิ่งสูงแสดงถึงโอกาสที่มีการตกแต่งกำไรก็สูงขึ้น



ภาพที่ 10.1 แผนภาพกระบวนการสร้างแบบจำลองการตกแต่งกำไรของ Beneish

นอกจากนี้ ยังมีการศึกษาที่นำรายการคงค้างมาหาความสัมพันธ์กับโอกาสในการตกแต่งกำไร ซึ่งเป็นการศึกษาของ Beneish (2005) โดยเลือกกลุ่มตัวอย่างจากฐานข้อมูล CompuStat จากนั้นตัดบริษัทที่เป็นบริษัทให้บริการทางการเงิน บริษัทที่มียอดขายหรือสินทรัพย์รวมต่ำกว่า 100,000 เหรียญสหรัฐ บริษัทที่ข้อมูลไม่เพียงพอในการคำนวณยอดรายการคงค้างและค่า M-Score โดยผลการศึกษาพบว่ารายการคงค้างรวมสามารถนำไปใช้ในการจำแนกการตกแต่งกำไรได้ ซึ่ง Beneish ยังได้ศึกษาเปรียบเทียบความสามารถในการจำแนกบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรระหว่างการใช้อยอดรายการคงค้างรวมและค่า M-Score ในการจำแนกพบว่า การใช้ค่า M-Score สามารถใช้จำแนกการตกแต่งกำไรได้ดีกว่าการใช้รายการคงค้างรวม แสดงดังภาพที่ 10.2



ภาพที่ 10.2 แผนภาพวิธีการที่ใช้ในการพิจารณาการตกแต่งกำไร

10.3 ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษาเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์ของ 5 ประเทศในกลุ่มประชาเศรษฐกิจอาเซียน ได้แก่ ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย ฟิลิปปินส์และอินโดนีเซีย ในเรื่องการตกแต่งกำไรนี้ ประชากรที่ใช้ประกอบด้วยบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศทุกหมวดอุตสาหกรรม ยกเว้นหมวดอุตสาหกรรมการเงิน เนื่องจากมีรายการในงบการเงินและลักษณะการดำเนินงานที่แตกต่างจากบริษัทในอุตสาหกรรมอื่น

โดยข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยนี้เป็นข้อมูลทุดิจิฏุมิ ซึ่งเก็บรวบรวมจากฐานข้อมูล CompuStat ประกอบด้วย รายการในงบแสดงฐานะทางการเงิน (financial position) และงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ (comprehensive income) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ 5 ประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน อันได้แก่ ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และอินโดนีเซีย ซึ่งรายการในงบแสดงฐานะทางการเงินที่นำมาใช้ในการคำนวณ ได้แก่

- เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	- ลูกหนี้การค้า
- สินทรัพย์หมุนเวียนรวม	- ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์-สุทธิ
- รวมสินทรัพย์	- หนี้สินหมุนเวียนรวม
- ภาษีเงินได้ค้างจ่าย	- หนี้สินระยะยาวที่จะครบกำหนดใน 1 ปี
- หนี้สินรวม	

รายการในงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จที่นำมาใช้ในการคำนวณ ได้แก่

- รวมรายได้จากการขาย	- ต้นทุนขาย
- ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	- ค่าเสื่อมราคา

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยนี้ใช้ข้อมูลเป็นรายปีระหว่างปี 2545-2554 รวมทั้งสิ้นเป็นระยะเวลา 10 ปี ซึ่งแต่ละบริษัทมีสิ้นสุดงวดบัญชีในเดือนที่ต่างกันไป

การเก็บข้อมูลรายการในงบการเงินนั้น เพื่อนำมาคำนวณหาตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลองการพยากรณ์การตกแต่งกำไร ซึ่งในการวิจัยครั้งนี้ใช้แบบจำลองการพยากรณ์การตกแต่งกำไร

ของ Beneish ซึ่งประกอบไปด้วย 8 ตัวแปรได้แก่ DSRI, GMI, AQI, SGI, DEPI, SGAI, LVGI และ TATA ซึ่งแต่ละตัวแปรสามารถคำนวณได้จากอัตราส่วนดังต่อไปนี้

ตารางที่ 10.1 การคำนวณตัวแปรในแบบจำลองการพยากรณ์การตกแต่งกำไร

ตัวแปร	การคำนวณ
DSRI	ลูกหนี้การค้าต่อยอดขายของปีแรกที่ t ต่อ ลูกหนี้การค้าต่อยอดขายของปีที่ t-1
GMI	กำไรขั้นต้นต่อยอดขายของปีที่ t-1 ต่อ กำไรขั้นต้นต่อยอดขายของปีที่ t
AQI	อัตราส่วนของคุณภาพของสินทรัพย์ คือ 1 ลบ สินทรัพย์หมุนเวียนรวม บวก ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์-สุทธิ ของปีที่ t ต่อ คุณภาพของสินทรัพย์ของปีที่ t-1
SGI	ยอดขายของปีที่ t ต่อยอดขายของปีที่ t-1
DEPI	อัตรการตัดค่าเสื่อมราคาของปีที่ t-1 ต่อ อัตรการตัดค่าเสื่อมราคาของปีที่ t
SGAI	ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายของปีที่ t ต่อ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายของปีที่ t-1
LVGI	หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมของปีที่ t ต่อ หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมของปีที่ t-1
TATA	การเปลี่ยนแปลงในบัญชีเงินทุนหมุนเวียนหักด้วยค่าเสื่อมราคาของปีที่ t ต่อ สินทรัพย์รวมปีที่ t

แหล่งที่มา: Benesih, 1999.

ก่อนการคำนวณค่า M-Score นั้นมีการกำจัดค่าสุดโต่ง (Outlier) ของตัวแปรในแต่ละปีออกไปโดยใช้โปรแกรม SPSS เพื่อพิจารณาค่าคะแนนมาตรฐาน (Z) ของข้อมูล หากตัวแปรที่ศึกษามีการแจกแจงเป็นโค้งปกติแล้ว ค่าคะแนนมาตรฐาน (Z) จะมีค่าอยู่ประมาณไม่เกิน |3| หากข้อมูลค่าใดมีคะแนนมาตรฐานเกินกว่านี้แสดงว่าเป็นค่าผิดปกติ เพราะในการประมาณค่าการแจกแจงโค้งปกติ จะมีข้อมูลประมาณ 99% ที่ตกอยู่ใน 3 ช่วงของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าเฉลี่ย ดังนั้นคะแนนมาตรฐาน Z มากกว่า 3 จึงมีโอกาสเกิดขึ้นได้น้อย เพื่อให้ได้ค่า M-Score ที่คำนวณได้มีความแม่นยำมากยิ่งขึ้น

การคำนวณหาค่าพยากรณ์การตกแต่งกำไรในการศึกษาครั้งนี้ใช้แบบจำลองของ Beneish หรือ M-Score ซึ่งใช้ในการจำแนกบริษัทว่ามีการตกแต่งงบการเงินหรือไม่ ซึ่งมีสมการดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Manipulation index} &= -4.840 + 0.920(\text{DSRI}) + 0.528(\text{GMI}) + 0.404(\text{AQI}) + \\ &\quad 0.892(\text{SGI}) \\ \text{หรือ M-Score} &\quad +0.115(\text{DEPI}) - 0.172(\text{SGAI}) + 4.679(\text{TATA}) - 0.327(\text{LVGI}) \end{aligned}$$

การวิจัยนี้เป็นการนำรายการในงบการเงินที่เกี่ยวข้องมาคำนวณเพื่อหาค่าพยากรณ์การตกแต่งกำไรโดยใช้ค่า M-Score ในการพิจารณา ซึ่งมีสมมติฐานว่าบริษัทที่มีค่า M-Score สูง แสดงถึงโอกาสในการตกแต่งกำไรสูง และบริษัทที่มีค่า M-Score ต่ำ แสดงถึงโอกาสในการตกแต่งกำไรต่ำ อย่างไรก็ตาม หากประเทศใดมีค่าเฉลี่ย M-Score ที่สูงชี้ให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศนั้นไม่มีเสถียรภาพ เนื่องจากบริษัทในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีโอกาสการตกแต่งกำไรสูง หากประเทศใดมีค่าเฉลี่ย M-Score ที่ต่ำชี้ให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศนั้นไม่มีเสถียรภาพ เนื่องจากเนื่องจากบริษัทในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีโอกาสการตกแต่งกำไรต่ำ

10.4 ผลการศึกษา

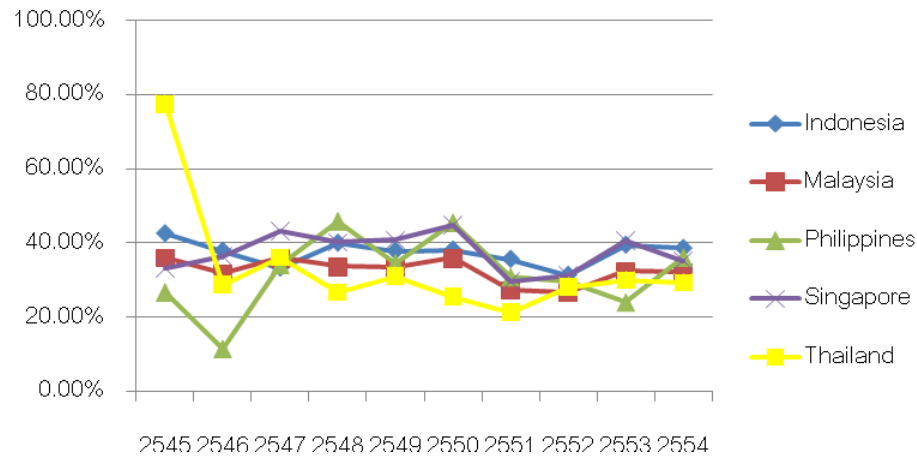
ค่า M-Score ที่คำนวณได้ แสดงถึงโอกาสในการตกแต่งกำไรของแต่ละบริษัทของ 5 ประเทศในกลุ่มประชาเศรษฐกิจอาเซียน ซึ่งมีค่าสถิติพรรณนาดังตารางที่ 10.2

ตารางที่ 10.2 ค่าสถิติพรรณนาของค่า M-Score

Statistics	Indonesia	Malaysia	Philippines	Singapore	Thailand
N	1837	5682	653	3743	3157
Mean	-2.3350	-2.5051	-2.4899	-2.3681	-2.4553
Median	-2.4408	-2.5238	-2.5176	-2.4507	-2.5339
Std. Deviation	1.73888	1.66323	1.47575	1.70880	1.15484
Variance	3.024	2.766	2.178	2.920	1.334
Minimum	-14.18	-18.83	-23.50	-16.18	-9.65
Maximum	34.44	35.95	5.70	33.48	9.76

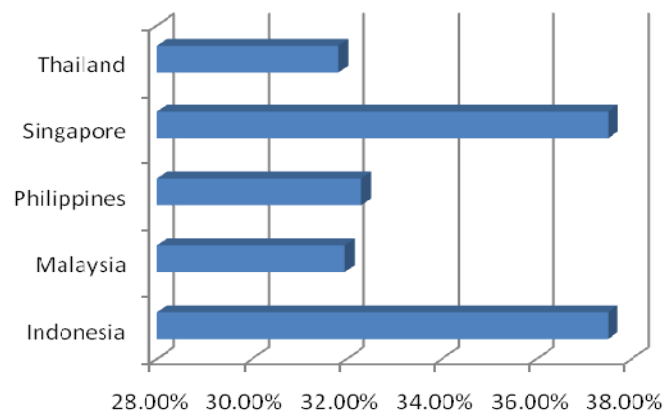
จากค่าสถิติพรรณนาพบว่าค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของ 5 ประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนมีค่าใกล้เคียงกันอยู่ระหว่าง -2.3350 ถึง -2.5051 และ -2.4408 ถึง -2.5339 ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ประเทศอินโดนีเซียมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานและความแปรปรวนสูงที่สุด โดยมีค่า M-Score ต่ำสุด คือ -14.18 และค่า M-Score สูงสุด คือ 34.44 และประเทศไทยมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานและความแปรปรวนต่ำที่สุด โดยมีค่า M-Score ต่ำสุด คือ -9.65 และค่า M-Score สูงสุด คือ 9.76

เกณฑ์ที่ใช้ในการจำแนกโอกาสในการตกแต่งกำไร คือ ค่า M-Score น้อยกว่า -2.22 จัดว่าเป็นบริษัทที่ไม่มีการตกแต่งกำไร หากค่า M-Score มากกว่า -2.22 เป็นสัญญาณที่บ่งชี้ว่าเป็นบริษัทที่มีการตกแต่งกำไร



ภาพที่ 10.3 สัดส่วนร้อยละของจำนวนบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรในแต่ละประเทศ

ผลการศึกษาโอกาสในการตกแต่งกำไรของ 5 ประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน เมื่อพิจารณาสัดส่วนร้อยละของบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรในแต่ละประเทศเป็นรายปีระหว่างปี พ.ศ. 2545 – 2554 พบว่า ประเทศไทยและประเทศฟิลิปปินส์มีบริษัทที่มีการตกแต่งบัญชีลดลงอย่างเห็นได้ชัดในปี พ.ศ. 2546 อย่างไรก็ดีระหว่างปี พ.ศ.2547-2554 ทั้ง 5 ประเทศ มีสัดส่วนร้อยละของจำนวนบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรที่ใกล้เคียงกันโดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 34 และภายหลังปี พ.ศ.2554 คาดว่าสัดส่วนร้อยละของจำนวนบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรนี้จะมีใกล้เคียงกันมากยิ่งขึ้น



ภาพที่ 10.4 ร้อยละเฉลี่ยของบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรช่วงระยะเวลา 10 ปีของแต่ละประเทศ

เมื่อพิจารณาสัดส่วนร้อยละเฉลี่ยของจำนวนบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรช่วงระยะเวลา 10 ปีของแต่ละประเทศพบว่า ประเทศอินโดนีเซียและสิงคโปร์มีจำนวนบริษัทที่มีตกแต่งกำไรเฉลี่ยสูงที่สุด คือ ร้อยละ 37.51 และประเทศฟิลิปปินส์และมาเลเซียมีจำนวนบริษัทที่มีตกแต่งกำไรเฉลี่ย ร้อยละ 32.31 และ 31.96 ตามลำดับ ในขณะที่ประเทศไทยมีจำนวนบริษัทที่มีตกแต่งกำไรเฉลี่ยต่ำที่สุด คือ ร้อยละ 31.86

10.5 สรุปผลการศึกษา

ในบทนี้ศึกษาเกี่ยวกับโอกาสในการตกแต่งกำไรในตลาดหลักทรัพย์ของ 5 ประเทศในประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน ได้แก่ ประเทศไทย ประเทศฟิลิปปินส์ ประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศอินโดนีเซีย โดยใช้ค่า M-Score จากแบบจำลองของ Beneish มาใช้วัดโอกาสในการตกแต่งกำไร ซึ่งช่วงระยะเวลาที่ศึกษาอยู่ระหว่างปี พ.ศ. 2545-2554 รวมระยะเวลาจำนวน 10 ปี ซึ่งผลการศึกษาพบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยและฟิลิปปินส์มีบริษัทที่มีการตกแต่งบัญชีลดลงอย่างเห็นได้ชัดในปี พ.ศ. 2546 อย่างไรก็ตามระหว่างปี พ.ศ.2547-2554 ทั้ง 5 ประเทศ มีสัดส่วนร้อยละของจำนวนบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรที่ใกล้เคียงกันโดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 34 และภายหลังปี พ.ศ.2554 คาดว่าสัดส่วนร้อยละของจำนวนบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรนั้นจะมีใกล้เคียงกันมากยิ่งขึ้น โดยร้อยละเฉลี่ยของจำนวนบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรช่วงระยะเวลา 10 ปีของตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่ง อย่างตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียและสิงคโปร์มีจำนวนบริษัทที่มีตกแต่งกำไรเฉลี่ยสูงที่สุด คือ ร้อยละ 37.51 รองลงมา คือ ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์, มาเลเซีย และไทย มีจำนวนบริษัทที่มีตกแต่งกำไรเฉลี่ย ร้อยละ 32.31, 31.96 และ 31.86 ตามลำดับ ตามลำดับ

เนื่องจากการวิจัยนี้ตั้งอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ว่าบริษัทที่มีค่า M-Score สูง แสดงถึงโอกาสในการตกแต่งกำไรสูง และบริษัทที่มีค่า M-Score ต่ำ แสดงถึงโอกาสในการตกแต่งกำไรต่ำ ซึ่งค่าเฉลี่ย M-Score ที่สูงชี้ให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศนั้นไม่มีเสถียรภาพ และประเทศใดมีค่าเฉลี่ย M-Score ที่ต่ำชี้ให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศนั้นมีเสถียรภาพ

อย่างไรก็ดี การพิจารณาโอกาสในการตกแต่งกำไรจากค่า M-Score นั้นอาจมีข้อจำกัดที่ควรนำมาอภิปราย คือ แบบจำลองของ Beneish ใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา ดังนั้น ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลองของ Beneish อาจไม่เหมาะสมที่จะใช้ในการจำแนกบริษัทที่มีโอกาสตกแต่งกำไรสำหรับประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน ซึ่งมีลักษณะของบริษัทและระบบเศรษฐกิจที่แตกต่างไปจากบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา ดังนั้นจึงอาจเป็นโอกาสอันดีในการทำวิจัยเพื่อ

หาแบบจำลองการพยากรณ์การตกแต่งกำไรที่เหมาะสมสำหรับประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนต่อไปในอนาคต

บรรณานุกรม

- กลุ่มส่งเสริมวิชาการสำนักนโยบายและวิชาการสถิติสำนักงานสถิติแห่งชาติ. 2547. **ความรู้พื้นฐานเกี่ยวกับการวิเคราะห์ข้อมูล.**
- Ayres. F, 1994. Perceptions of earnings quality: **What managers need to know.**
- Altman, E.I., 1968. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. **Journal of Finance** 23 (4), 589-609.
- Beneish, M.D. 1997. Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management among Firms with Extreme Financial Performance. **Journal of Accounting and Public Policy** 16, 271-309.
- Beneish, M.D. 1999. "The Detection of Earnings Manipulation". **Financial Analyst Journal**: 24-36
- Beneish, M.D. and D.C.Nichols 2005. "Earnings Quality and Future Returns: The Relation between Accruals and the Propability of Earnings Manipulation". **Indiana University working paper**
- Dechow, P.M., & Dichev, I.D. 2002 The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. **The Accounting Review** 77 (4), 35-59.
- Prevoo, L.J.B. 2007. **Detecting Earnings Management : A Critical Assessment of the Beneish Model.** Maastricht University
- Warshavsky, M. 2012. **Analyzing Earnings Quality as a Financial Forensic Tool** FVLE Issue 39 : 16-20

บทที่ 11

การประเมินศักยภาพของ ตลาดหลักทรัพย์ใน กลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

บทที่ 11

การประเมินศักยภาพของตลาดหลักทรัพย์ ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

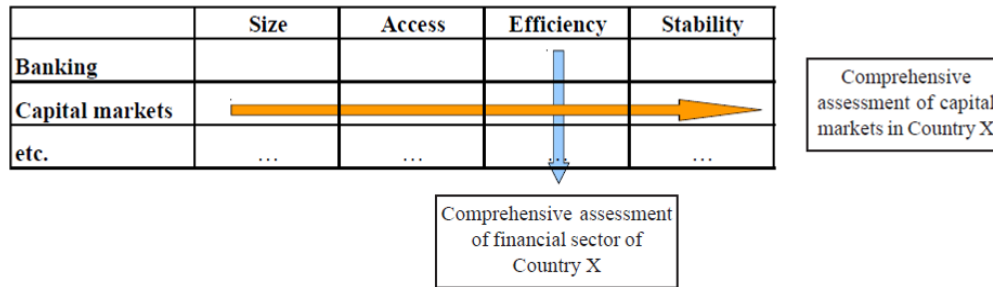
บทนี้จะเป็นการประเมินศักยภาพของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน ประกอบด้วย ตลาดหลักทรัพย์ไทย (Thailand Stock Exchange: SET) ตลาดหลักทรัพย์ สิงคโปร์ (Singapore Exchange Limited: SGX) ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (Bursa Malaysia: BM) ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ (Philippine Stock Exchange: PSE) และ ตลาดหลักทรัพย์ อินโดนีเซีย (Indonesia Stock Exchange: IDX) โดยนำผลจากการศึกษาในบทต่างๆ มา คำนวณคะแนน แบ่งตามมิติ เพื่อให้ทราบถึงจุดแข็งและจุดอ่อนของตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่ง และเพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไทยต่อไป

11.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ธนาคารโลก (World Bank, 2006) ได้จัดทำดัชนีชี้วัดระดับการพัฒนาของตลาดการเงิน (Financial Sector Development Indicators: FSDI) เพื่อประเมินผลในภาพรวมของตลาดการเงินนอกจากรูปแบบปกติที่เราจะวัดเพียงขนาดของตลาดการเงิน ซึ่งอาจไม่สะท้อนสภาพที่แท้จริงเพราะภาคการเงินนั้นถือว่ามีผลสำคัญกับระบบเศรษฐกิจ ทั้งเป็นปัจจัยสนับสนุนธุรกิจภายในประเทศ การลงทุน เป็นมุมมองของเศรษฐกิจของประเทศและมีทิศทางส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงทางการเงินอาจก่อร่างออกมาในรูปของวิกฤติทางการเงิน ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ และการใช้จ่ายงบประมาณของประเทศ

ดังนั้นในงานศึกษาของธนาคารโลก จึงเห็นว่าควรมีการจัดทำดัชนีชี้วัดเชิงเปรียบเทียบ เพื่อเป็นการมองภาพรวมภาคการเงินของประเทศ แสดงลำดับการพัฒนาของแต่ละประเทศที่ชัดเจน และจัดทำเป็นฐานข้อมูลรวม มีคำนิยามที่เป็นสากลและชัดเจน ข้อมูลในงานศึกษาของธนาคารโลกได้แบ่งออกเป็นฐานข้อมูลระดับนานาชาติ และฐานข้อมูลระดับชาติ ซึ่งเก็บมาจากฐานข้อมูลท้องถิ่นของแต่ละประเทศ อาทิ ธนาคารเพื่อการชำระหนี้ระหว่างประเทศ (BIS), องค์การอิสระด้านระบบการเงินรายย่อยหรือไมโครไฟแนนซ์ (CGAP), กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF), องค์การความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ (OECD) เป็นต้น โดยตัวแปรครอบคลุมภาคการเงินที่สำคัญแบ่งเป็น 4 กลุ่ม คือ ภาคธนาคาร (banking sector) ตลาดทุน (capital market) โครงสร้างสถาบัน (institutional) และภาคธุรกิจ (corporate sector) ซึ่งก็จัดหมวดหมู่ 4 มิติ คือ ขนาด (size) การเข้าถึงแหล่งเงินทุน (access)

ประสิทธิภาพ (efficiency) และเสถียรภาพ (stability) ซึ่งในการวิเคราะห์ผลก็จะทำให้ตีความได้ใน 2 ทิศทางคือ กลุ่มของภาคการเงินหรือแยกตามมิติที่สำคัญ แสดงดังภาพที่ 11.1



ภาพที่ 11.1 กรอบแนวคิดการพัฒนายุทธศาสตร์ในการประเมินศักยภาพตลาดการเงิน
แหล่งที่มา: World Bank, 2006.

โดยการแปรผลจากงานศึกษาจะออกเป็นรูปแบบระดับประเทศ ภูมิภาค หรือข้ามชาติ อธิบายในรูปอัตราส่วน การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงสถิติในแต่ละมิติ และมีการให้น้ำหนักแต่ละปัจจัยด้วยผู้เชี่ยวชาญ ซึ่งการจัดทำคะแนนชี้วัดจะคล้ายคลึงกับรายงานการจัดอันดับความสามารถในการแข่งขันของโลก (World Competitiveness Report) และการจัดอันดับเครดิตเรตติ้งของเอเจนซี่ต่างๆ (Credit Rating Agencies) อาทิ Fitch rating, JP Morgan, Standard & Poor's เป็นต้น

ผลที่ได้รับจากงานศึกษาสามารถนำมากำหนดกลยุทธ์ระดับชาติและระดับภูมิภาคได้ โดยเป็นการสร้างความตระหนักถึงภาพรวมในแต่ละปัจจัยช่วยให้มีการจัดทำกลยุทธ์อย่างมีประสิทธิภาพและจัดการกับความเสี่ยงสร้างเสถียรภาพให้แก่เศรษฐกิจในประเทศ และเป็นการระบุความเสี่ยงได้อย่างตรงจุด เช่นเดียวกันเราก็สามารถมองเห็นโอกาสได้ชัดเจน ซึ่งปัจจุบันสัดส่วนของประเทศกำลังพัฒนาถือเป็นร้อยละ 80 ของประเทศทั้งโลก ทำให้แต่ละประเทศเห็นลำดับแนวทางในการพัฒนาต่อไป โดยในตารางที่ 11.1 แสดงปัจจัยย่อยในภาคตลาดทุน ด้านโครงสร้างสถาบันและภาคครัวเรือน - ภาคธุรกิจ

นอกจากงานศึกษาของธนาคารโลก งานศึกษา Performance of Indian Capital Market – An Empirical Analysis ของ Miahra et al. (2011) ได้วิเคราะห์สมรรถนะของตลาดหลักทรัพย์โดยผ่านปัจจัย 5 ประการ ได้แก่ (1) ขนาดของตลาดหลักทรัพย์พิจารณาจากผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (2) สภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ พิจารณาจากมูลค่าการซื้อขายต่อผลิตภัณฑ์ประชาชาติเบื้องต้น (3) อัตราการหมุนเวียนในการซื้อขาย (Turnover ratio) พิจารณาจากปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ต่อจำนวนหลักทรัพย์ที่จดทะเบียน (4) ความผันผวน

ตารางที่ 11.1 ภาพรวมของข้อมูลที่นำมาใช้ในการประเมินศักยภาพตลาดการเงินของธนาคารโลก
(ไม่รวมตลาดตราสารหนี้และภาคธนาคาร)

Dimension	Size	Access	Efficiency	Stability
Equity	-Market capitalization to GDP	-Concentration of top 10 firms based on: Mkt. cap. , Volume -Closely held shares in top 10 firms	- Synchronicity/Comovement measure based on: Daily stock returns Daily Mkt. index return Exchange rate -Detectable private information trading based on: Daily stock returns Daily Volume data -Liquidity/transaction costs based on: Daily stock price -Turnover ratio	-Skewness of market return index based on: Daily market return index - Vulnerability to earnings manipulation based on: Receivables Sales Cost assets Current assets Property, plant and equipment(net) Depreciation Long term debt Current liabilities Total assets Selling, general and administrative expense Income before extraordinary items Net cash flows - Durations (measuring equity risk) based on: Book value of equity Earning Sales Market capitalization Autocorrelation coefficient for return on equity Long-run growth rate in sales/book value
Institution	-Securities Laws Characteristics -Disclosure Index -Burden of Proof Index -Supervisor Characteristics Index	-Investigative Powers Index -Orders Index -Criminal Index -Clearing and Settlement	-Settlement efficiency index -Capital Market Infrastructure Risk Ratings -Safekeeping Benchmark -Operational Risk Benchmark	-Supervision and regulation -Level of Compliance with IOSCO Principles -Taxes and Fees -Dividends and capital gains taxes
Households	-Proportion of financially served -Access to transactions and payment service -Access to loan and credit services			
Corporate sector	-Performance (Return on Equity/Assets, EBIT margin, Sales Growth, Capacity intensity) -Dividend policy (Dividend payout ratio, Dividend yield) -Growth opportunities (P/E ratio, Tobin'q, Capital expenditures to the book value of assets ratio) -Financing constraints (External financing, Rajan-Zingales index, Kaplan- Zingales index) -Liquidity (Current ratio, Quick ratio, Cash to total assets ratio, interest coverage ratio) -Capital Structure (detailed breakdown of the capital structure over time) -Cross-Listing activity (cross-listing, number of ADRs, type, effective date) -Corporate bonds (issue date, duration, spread, currency, type) -Industry Structure (industrial classification, operations diversification) -Ownership (closely held shares) -Auditing (auditor is one of the Big-5 accounting firms)			

แหล่งที่มา: World bank, 2006.

ของตลาดหลักทรัพย์พิจารณาจากการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนดัชนีตลาดหลักทรัพย์ตามแบบจำลอง GARCH และ (5) ประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์พิจารณาจากความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลและราคาหลักทรัพย์โดยทดสอบความนิ่ง (ADF Unit Root Test) ซึ่งผลสรุปของการศึกษาพบว่า วิฤตติการณ์ทางการเงินใน ปี ค.ศ. 2009 ส่งผลกระทบต่อสมรรถนะของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยเป็นอย่างมาก และตลาดหลักทรัพย์อินเดียไม่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำแสดงให้เห็นว่านักลงทุนสามารถหาโอกาสในการสร้างผลกำไรส่วนเกินได้ขณะทำงานศึกษาของ Butler and Malaikah (1992) ได้ศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่โดยใช้ Autocorrelation test และ Runttest ในการทดสอบซึ่งแตกต่างจากงานศึกษาของ Miahra et al. (2011) โดยเปรียบเทียบระหว่างประเทศคูเวตและซาอุดีอาระเบีย ที่ทั้งสองประเทศนั้นมีกลไกตลาดหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน คือประเทศคูเวตนั้นถือเป็นศูนย์กลางทางการค้าจึงได้เปรียบทางการแข่งขันในตลาดหลักทรัพย์ ขณะที่ซาอุดีอาระเบียนั้นบริษัทโบรกเกอร์ถูกผูกขาดด้วยธนาคารทั้งหมดแต่ก็มีกฎหมายไม่อนุญาตให้เป็นเจ้าของหุ้นได้ ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์จึงขาดผู้ทำตลาด (market maker) ผลสรุปของการศึกษาพบว่า ตลาดหลักทรัพย์ในซาอุดีอาระเบียมีความผันผวนสูงกว่าคูเวต และ Bid Ask Spread ของนักลงทุนในซาอุดีอาระเบียก็สูงกว่าร้อยละ 10 โดยตลาดหลักทรัพย์ซาอุดีอาระเบียขาดประสิทธิภาพในต้นทุนการทำธุรกรรม การบริหารงาน จากการจัดสรรที่ไม่มีประสิทธิภาพนั้นจะส่งผลกระทบต่อ การออม การลงทุน และการเติบโตของเศรษฐกิจภายในประเทศได้

จากผลการศึกษาที่ผ่านมาทำให้เราสามารถกำหนดแนวทางในการประเมินศักยภาพของตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคอาเซียนได้ โดยมีการอ้างอิงจากแนวทางของธนาคารโลก และการสอบถามผู้เชี่ยวชาญในแวดวงตลาดทุนไทย ไม่ว่าจะเป็นตัวแทนจากบริษัทหลักทรัพย์และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยจัดการสนทนากลุ่ม (focus group) ขึ้นเพื่อพัฒนาดัชนีให้ครอบคลุมและสอดคล้องกับการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนที่จะเกิดขึ้นในไม่ช้า

11.2 ระเบียบวิธีวิจัย

ผู้วิจัยได้ประยุกต์แนวทางการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ (equity market indicators) นำเสนอโดย World bank (2006) ซึ่งมีการแบ่งปัจจัยที่ส่งผลต่อการพัฒนาเป็น 4 ปัจจัย คือ ปัจจัยด้านขนาด (size) ปัจจัยด้านเข้าถึง (access) ปัจจัยด้านประสิทธิภาพ (efficiency) และเสถียรภาพ (stability) โดยปัจจัยทั้ง 4 อย่างข้างต้นจะทำให้เราสามารถสร้างดัชนีเพื่อเปรียบเทียบระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละด้านได้อย่างมีประสิทธิภาพ มีรายละเอียดดังตารางที่ 11.2

ตารางที่ 11.2 ปัจจัยในการศึกษาระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในงานวิจัยครั้งนี้
จำแนกตามมิติของการพัฒนาตามแนวทางของ World Bank

มิติ	ปัจจัยในงานศึกษา
ขนาด (size)	- มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (market capitalization to GDP) - ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (volume of share trading) - มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (daily value of share trading)
การเข้าถึง (access)	- จำนวนบริษัทที่ระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ (number of companies list) - จำนวน Initial public offering (IPO) - มูลค่ากิจกรรมการลงทุน (investment flow) - ระดับการกระจุกตัวมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท (concentration ratio: 10) - ระดับการกระจุกตัวในอุตสาหกรรม (Herfindahl-Hirschman Index: HHI) - การเข้าถึงของอุปสงค์ พิจารณาจาก free float (ร้อยละหุ้นของบริษัทที่ไม่ได้ถือครองโดย strategic shareholder) - การเพิ่มอุปทานของตลาด ประกอบด้วย (1) การระดมทุนผ่านธุรกิจร่วมทุน (venture capital) (2) การควบรวมกิจการ (mergers and acquisitions)
ประสิทธิภาพ (efficiency)	- อัตราการหมุนของหุ้น (turnover ratio) - ต้นทุนการทำธุรกรรม (transaction Cost) - การทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ด้วยวิธี Autocorrelation - อัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์ (zero trading days) - ค่าความสอดคล้องของผลตอบแทน (synchronicity) - กฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ (securities market legal) - เทคโนโลยีภายในองค์กร (trading system) - ผลิตภัณฑ์ในตลาดหลักทรัพย์ (product in market)

ตารางที่ 11.2 (ต่อ)

มิติ	ปัจจัยในงานศึกษา
เสถียรภาพ (stability)	- ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (volatilities of stock price index) - ความไม่สมมาตรของผลตอบแทนหลักทรัพย์ (skewness of return) - โอกาสในการตกแต่งกำไร (probability of earnings manipulation) - พื้นฐานทางการเงินของหลักทรัพย์ในตลาดโดยเฉลี่ย ประกอบด้วย (1) PE ratio (2) PBV ratio (3) Dividend yield - ระดับบรรษัทภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน

รูปแบบการคำนวณคะแนนผู้วิจัยได้ทบทวนวรรณกรรมและได้นำวิธีการวัดระดับความสามารถในการแข่งขันของประเทศมาประยุกต์ใช้ โดยเป็นการตีค่าเชิงตัวเลข เรียกว่า The Relative Competitive Score (Stone and Ranchhod, 2006; Panpat Muengmor, 2011) สมการ แสดงดังนี้

$$C_{A,i} = \frac{(\text{Value}_{A,i} - \text{Min}_A)}{(\text{Max}_A - \text{Min}_A)/10}$$

กำหนดให้

C_A คือ คะแนนในปัจจัย A ของตลาดหลักทรัพย์นั้น

Value คือ มูลค่าของปัจจัย A ของตลาดหลักทรัพย์นั้น

Min (Minimum) คือ มูลค่าของปัจจัย A ที่ต่ำที่สุดในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาทั้งหมด

Max (Maximum) คือ มูลค่าของปัจจัย A ที่สูงที่สุดในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาทั้งหมด

10 คือ ระดับคะแนนเต็มของการจัดอันดับ

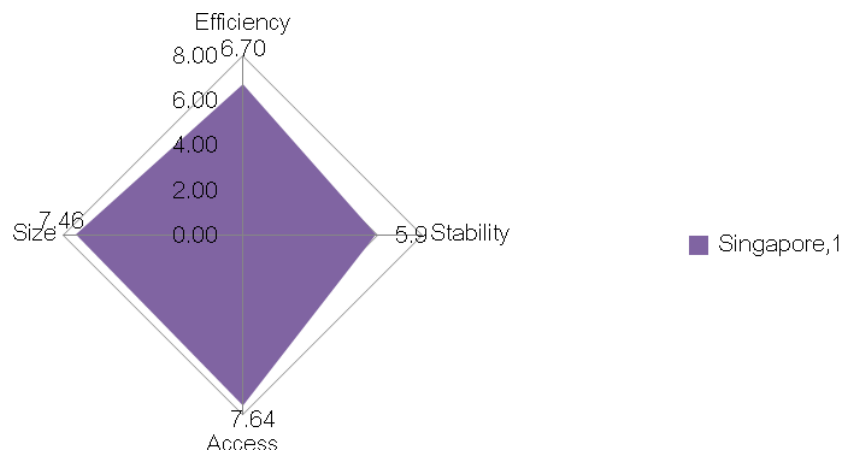
จากวิธีการคำนวณคะแนนข้างต้น จะทำให้สามารถหาผลรวมคะแนนซึ่งแสดงถึงระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งในกลุ่มประเทศที่ทำการศึกษาได้ ตัวอย่าง หากจะคำนวณคะแนนของตลาดหลักทรัพย์ไทยในดัชนีชี้วัดสัดส่วนของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ต่อผลิตภัณฑ์

รวมภายในประเทศซึ่งอยู่ในปัจจัยด้านขนาด ถ้าใน 5 ประเทศนั้น สิงคโปร์มีสัดส่วนสูงสุดเท่ากับร้อยละ 181.21 และ อินโดนีเซียมีสัดส่วนที่ต่ำที่สุดเท่ากับร้อยละ 41.55 โดยที่ไทยมีสัดส่วนของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ต่อผลิตภัณฑ์รวมภายในประเทศเท่ากับร้อยละ 70.21 ผลจากการคำนวณคะแนนดังวิธีข้างต้นตลาดหลักทรัพย์ไทยจะมีคะแนนจากดัชนีชี้วัดนี้ เท่ากับ 2.1 คะแนนจาก 10 คะแนน โดยสิงคโปร์มีคะแนนสูงสุดเท่ากับ 10 คะแนนและอินโดนีเซียมีคะแนนต่ำสุดเท่ากับ 0 คะแนน

11.3 ผลการศึกษา

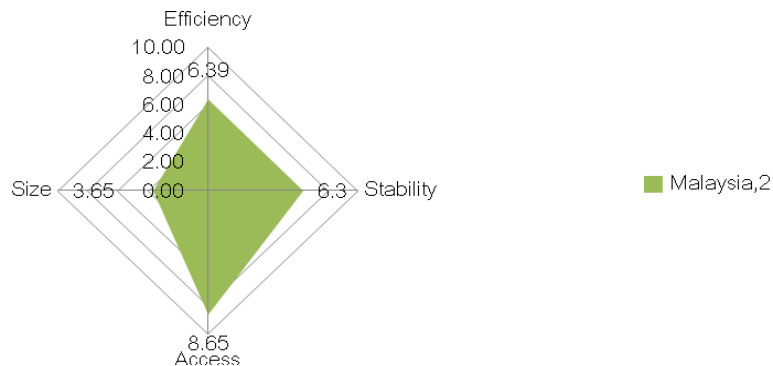
การศึกษาระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ พบว่าตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย มีระดับพัฒนาที่ค่อนข้างสูง เมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 มีคะแนนเฉลี่ยรวมเท่ากับ 6.9 และ 6.3 คะแนนตามลำดับ โดยตลาดหลักทรัพย์ทั้งสองแห่งมีจุดเด่นทางด้านขนาด การเข้าถึง และประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ รองลงมาคือตลาดหลักทรัพย์ไทย และอินโดนีเซีย ที่มีคะแนนเท่ากับ 5.6 และ 3.4 คะแนนตามลำดับ ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ได้รับคะแนนต่ำสุดเท่ากับ 2.2 คะแนน ซึ่งยังจำเป็นต้องมีการพัฒนาทุกมิติเพื่อให้ทัดเทียมกับตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 มีรายละเอียดดังนี้ (ตารางที่ 11.3)

ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ มีระดับการพัฒนาค่อนข้างสูงในทุกมิติเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 ด้วยจุดแข็งของประเทศทางด้านภูมิศาสตร์ที่เป็นเมืองท่า เป็นศูนย์กลางการค้าและการส่งออกของภูมิภาคเอเชีย แปซิฟิก การพัฒนาตลาดการเงินโดยเฉพาะตลาดทุนจึงเป็นปัจจัยเกื้อหนุนที่ทำให้ประเทศสิงคโปร์มีความสามารถในการแข่งขันมากยิ่งขึ้น โดยจากการศึกษาพบว่าตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มีจุดแข็งทางด้านขนาด (7.46 คะแนน) โดยมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดที่สูงเป็นอันดับหนึ่งของกลุ่ม เช่นเดียวกับมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันอันเกิดจากระบบการซื้อขายที่ทันสมัย มีรูปแบบที่ค่อนข้างยืดหยุ่น (dual currency trading) และมีการเชื่อมโยงกับตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นจากกระดาน Global Quoted และตั้งศูนย์ซื้อขายในภูมิภาคอื่นอย่างในลอนดอนและชิคาโก ซึ่งในการรวมกลุ่มเป็นตลาดหลักทรัพย์อาเซียน (ASEAN Exchange) มีความเป็นไปได้สูงที่ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์จะเป็นผู้นำ อันเป็นผลมาจากตลาดหลักทรัพย์ค่อนข้างมีความเปิดกว้างอยู่แล้ว แต่อุปสรรคที่เห็นจากการศึกษาครั้งนี้ คือ เสถียรภาพของตลาด (5.9 คะแนน ต่ำที่สุดใน 4 มิติ) อันเป็นผลมาจากโอกาสในการตกแต่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนและความผันผวนของดัชนีที่ค่อนข้างสูง ทั้งสองปัจจัยนี้จะกระทบต่อการรับรู้ข้อมูลข่าวสารของนักลงทุนและการลงทุนในอนาคต (ภาพที่ 11.2)



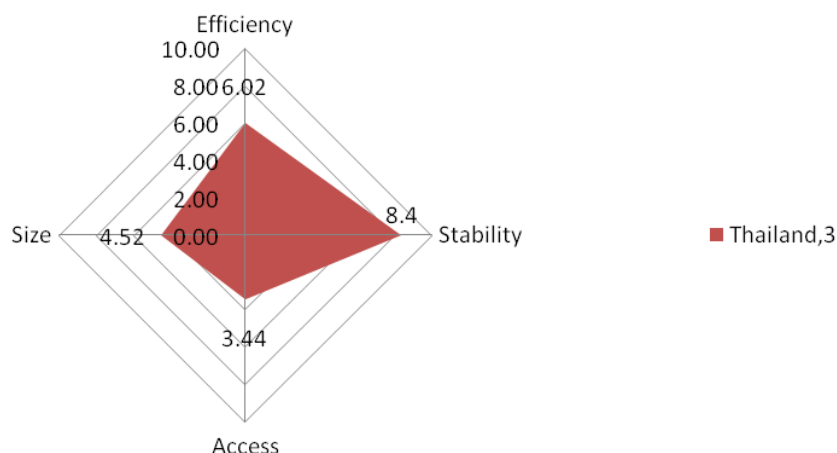
ภาพที่ 11.2 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์

ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย มีระดับการพัฒนาที่สูงใกล้เคียงกับตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ โดยมีจุดเด่นทางด้านการเข้าถึงของบริษัทจดทะเบียน (8.65 คะแนน) อันเป็นผลมาจากมาเลเซียนั้นมีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สูงสุด และมีการจำแนกลักษณะบริษัทจดทะเบียนในกระดานซื้อขายในกระดานที่ค่อนข้างละเอียดและมีความหลากหลาย ซึ่งค่านี้จะสะท้อนออกมาในรูปของระดับการกระจุกตัวทั้งในรูป CR-10 และระดับการกระจุกในอุตสาหกรรมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและยอดขาย ที่ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีการกระจายตัวมากที่สุด แต่จุดด้อยของตลาดหลักทรัพย์แห่งนี้เป็นสภาพคล่องของตลาดที่พิจารณาจาก ปริมาณการซื้อขาย อัตราส่วนการหมุนเวียน ที่ยังมีระดับต่ำอยู่ (สะท้อนคะแนนมาทางด้านขนาดและประสิทธิภาพ) ซึ่งถือเป็นส่วนสำคัญอย่างหนึ่งในการเลือกลงทุนของนักลงทุน (ภาพที่ 11.3)



ภาพที่ 11.3 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

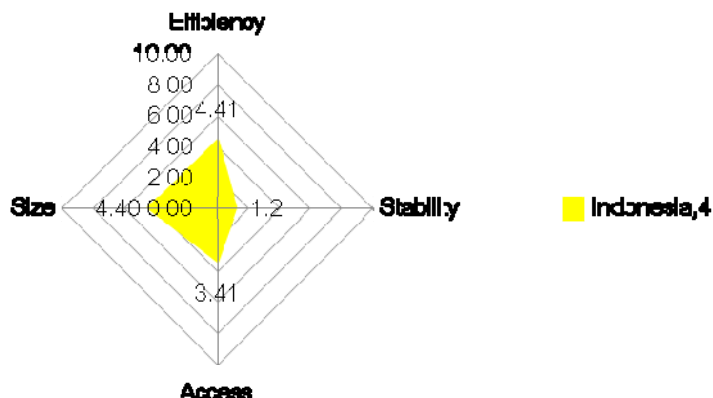
ตลาดหลักทรัพย์ไทย ถือเป็นตลาดหลักทรัพย์อีกแห่งที่สามารถก้าวเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ศักยภาพ จากระดับการพัฒนาที่ดีขึ้นมาโดยตลอด และจากการศึกษาครั้งนี้พบว่า ตลาดหลักทรัพย์มีผลคะแนนทางด้านเสถียรภาพที่สูงสุดจากทั้ง 4 มิติ (8.4 คะแนน) อันเป็นผลมาจากสัดส่วนของบริษัทจดทะเบียนที่โอกาสในการตกแต่งกำไรที่สะท้อนออกมาค่อนข้างต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับอันดับการดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนไทยที่สูงสุดในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประเทศอาเซียน 5 เมื่อพิจารณาถึงอัตราส่วนทางการเงินพื้นฐาน อาทิ อัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE ratio) อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (PBV ratio) และ อัตราการเติบโตของเงินปันผลจ่าย (DY) ก็อยู่ในระดับที่ดีกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอาเซียน 5 แต่ในอีกมุมตลาดหลักทรัพย์ไทยยังมีการกระจุกตัวของบริษัท CR-10 ที่ค่อนข้างสูง ซึ่งบอกได้ว่าการเปลี่ยนแปลงของบริษัท หรืออุตสาหกรรมนั้นจะนำผลกระทบทางลบและทางบวกเข้าสู่ตลาดได้ (เป็นดัชนีย่อยในมิติการเข้าถึงทำให้ได้รับคะแนนต่ำสุดใน 4 มิติ เท่ากับ 3.44 คะแนน) นอกจากนี้ราคาหลักทรัพย์ไทยยังมีค่าความสอดคล้องกับตลาดหลักทรัพย์ทั้งในประเทศและตลาดโลกค่อนข้างสูง ซึ่งเป็นตัวสะท้อนประสิทธิภาพของตลาดที่อยู่ในระดับต่ำเช่นกัน (ภาพที่ 11.4)



ภาพที่ 11.4 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ไทย

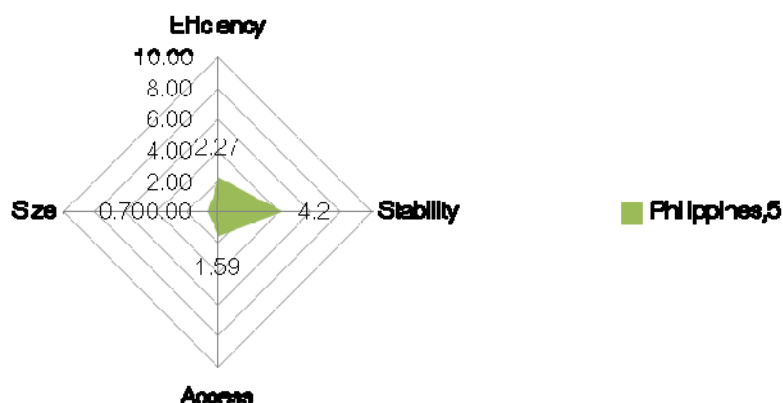
ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย เป็นอีกตลาดที่น่าจับตามอง เนื่องจากประเทศอินโดนีเซียมีจำนวนประชากรที่สูงสุดในภูมิภาคอาเซียน โดยคิดเป็นร้อยละ 40 ของประชากรทั้งหมดในอาเซียน รวมทั้งยังเป็นฐานการผลิตที่มีขนาดใหญ่และอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่ค่อนข้างสูงสอดคล้องกับการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด โดยจุดเด่นของตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียในงานศึกษานี้คือ ขนาดตลาดและการเติบโตของจำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่สูง (คะแนนด้านขนาดเท่ากับ 4.40 คะแนน สูงที่สุดใน 4 มิติ) ขณะที่อุปสรรคคือมิติด้านเสถียรภาพของตลาด (1.2 คะแนน) ซึ่งสะท้อนออกมาใน

ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนและสัดส่วนของบริษัทที่จดทะเบียนที่มีโอกาสในการตกแต่งกำไรค่อนข้างสูง (ภาพที่ 11.5)



ภาพที่ 11.5 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย

ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ จัดเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่จำเป็นต้องมีการพัฒนาในทุกมิติ ไม่ว่าจะเป็นขนาดตลาดที่ยังเล็ก การเข้าจดทะเบียนของบริษัทจดทะเบียนในแต่ละปีค่อนข้างต่ำ และมีการกระจุกตัวในอุตสาหกรรมค่อนข้างสูงไม่ว่าจะพิจารณาในแง่ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดหรือยอดขาย ปัจจัยหลายอย่างนี้ถือเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้ต้นทุนในการทำธุรกรรมของฟิลิปปินส์สูงสุดในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 โดยคิดเป็น 2 เท่าของตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ยังมีเสถียรภาพที่ค่อนข้างต่ำเมื่อพิจารณาจากอัตราส่วนทางการเงินพื้นฐาน ดังนั้น แนวโน้มในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ที่จะดึงดูดให้มีการลงทุนเพิ่มมากขึ้นในปัจจุบันจึงเป็นการเน้นเป็นแหล่งระดมทุนธุรกิจภายในประเทศเพื่อส่งเสริมระบบเศรษฐกิจที่อยู่ในช่วงพัฒนาเสถียรมากกว่า (ภาพที่ 11.6)



ภาพที่ 11.6 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์

ตารางที่ 11.3 การประเมินศักยภาพของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5

Dimension	Score (0-10)						Source
	IND	MYS	PHL	SGP	THA		
Size							
-Market capitalization to GDP	0.0	7.2	1.6	10.0	2.1	+	World Bank
-Volume of share trading	10.0	0.0	0.5	2.4	5.7	+	DataStream
-Daily Value of share trading	3.2	3.8	0.0	10.0	5.8	+	DataStream
Average	4.40	3.65	0.70	7.46	4.52		
Access							
-Companies Listed	3.0	10.0	0.0	7.8	4.4	+	World Federation Exchange
-Number of IPO	5.3	6.6	0.0	10.0	3.1	+	World Federation Exchange
-Investment flows	4.7	7.7	0.0	10.0	1.7	+	World Federation Exchange
-CR-10	1.4	10.0	0.0	1.2	0.9	-	CompuStat
-HHI-Mkt cap	0.0	10.0	0.6	4.4	6.3	-	CompuStat
-Venture capital availability	5.0	7.8	0.0	10.0	1.1	+	Scores Commercial access, WEF
-Mergers and acquisitions	7.9	7.9	7.9	10.0	0.0	+	Total scores of M&A activity, WEF
-Free float level	0.0	9.2	4.2	7.7	10.0	+	DataStream
Average	3.4	8.7	1.6	7.6	3.4		
Efficiency							
-Average total cost (Bps)	4.4	7.1	0.0	10.0	7.0	-	The Elkins/Mcsherry.
-% companies with autocorrelation	10.0	4.9	6.3	0.0	8.2	+	DataStream
-Turnover ratio	3.3	2.0	0.0	5.6	10.0	+	World Bank
-Zero return (%)	9.2	9.4	0.7	0.0	10.0	-	DataStream
-Synchronity (R-square)	4.2	9.9	10.0	8.0	0.0	-	DataStream
-Trading system	0.2	6.2	0.0	10.0	4.2	+	Quality of overall infrastructure, WEF
-Securities market legal	0.0	5.6	1.1	10.0	1.8	+	Regular of securities, WEF
-Product in market	4.0	6.0	0.0	10.0	7.0	+	Website stock exchange
Average	4.4	6.4	2.3	6.7	6.0		
Stability							
-Volatilities of stock price index	0.0	10.0	4.0	3.0	0.8	-	DataStream
-Fundamental Financials							
Price/Earnings ratio	1.4	3.5	0.0	9.6	10.0	-	DataStream
Price/Book value ratio	0.0	7.3	7.0	10.0	7.9	-	DataStream
Dividend yield	0.5	5.9	0.0	3.7	10.0	+	DataStream
-Stock return skewness	6.5	0.0	7.2	10.0	9.9	-	DataStream
-Manipulation Earning	0.0	9.8	9.2	0.0	10.0	-	CompuStat
-ASEAN CG scorecard	0.0	7.8	2.3	5.2	10.0	+	ASEAN CG Report
Average	1.2	6.3	4.2	5.9	8.4		
Average (4 dimensions)	3.4	6.3	2.2	6.9	5.6		
Total scores	21.0	75.0	9.5	96.0	60.9		
Rank	4	2	5	1	3		

11.3.1 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ไทย สิงคโปร์และมาเลเซีย

จากการศึกษาพบว่า ตลาดหลักทรัพย์ไทย สิงคโปร์ และมาเลเซียมีระดับคะแนนเฉลี่ยรวมที่ค่อนข้างใกล้เคียงกัน โดยตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ มีคะแนนรวมที่ทั้งห้าตลาดหลักทรัพย์ไทยในหลายปัจจัย ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียและไทยนั้นมียกระดับที่ใกล้เคียงและบางปัจจัยที่ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีระดับคะแนนที่สูงกว่า ดังนั้นมาเลเซียจึงจัดเป็นคู่แข่งขั้นที่สมน้ำสมเนื้อมากที่สุดในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 และถือเป็นตลาดหลักทรัพย์อีกแห่งที่ไทยควรจับตามองเพื่อศึกษาถึงแนวทางและระดับการพัฒนา

ปัจจัยด้านขนาด พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมีระดับคะแนนที่สูงกว่ามาเลเซีย 0.87 คะแนน โดยมีคะแนนนำในหลายปัจจัยไม่ว่าจะเป็น ด้านปริมาณการซื้อขาย (volume of share trading) และมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน (daily value of share trading) ขณะที่ปัจจัยไทยมีคะแนนต่ำกว่าคือ มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ

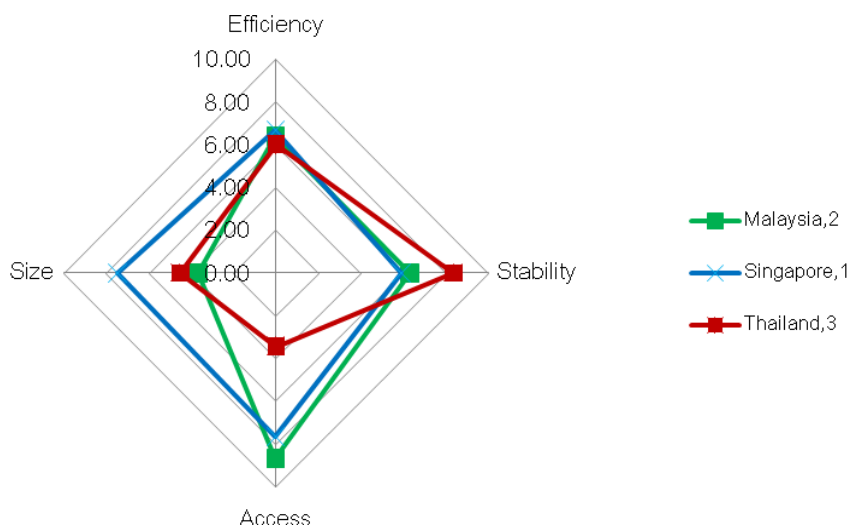
ปัจจัยด้านการเข้าถึง พบว่าไทยมีคะแนนต่ำกว่ามาเลเซียค่อนข้างมาก โดยต่างกันถึง 5.3 คะแนน (ซึ่งเป็นด้านที่ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีคะแนนต่ำที่สุด) โดยตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย อย่างที่กล่าวไปข้างต้นว่ามีจุดเด่นทางด้านการเข้าถึงของบริษัทจดทะเบียน อันเป็นผลมาจากตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากที่สุดในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 และมีความหลากหลายของการจัดโครงสร้างอุตสาหกรรมค่อนข้างสูง ซึ่งค่านี้จะสะท้อนออกมาในรูปของระดับการกระจุกตัวของบริษัท (CR-10) และระดับการกระจุกในกลุ่มอุตสาหกรรม (HHI) นอกจากนั้นตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียยังการจัดทำแนวทางการพัฒนาที่ค่อนข้างชัดเจน โดยแผนพัฒนาตลาดทุน ปี พ.ศ. 2555 ซึ่งจัดทำโดยธนาคารกลางของประเทศมาเลเซีย (Bank Negara Malaysia) ได้มีการวางแผนให้ประเทศมาเลเซียเป็นศูนย์กลางทางการเงินของศาสนาอิสลามโลก ก็หมายรวมถึงตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียที่จะต้องสามารถตอบสนองการลงทุนของผู้นับถือศาสนาอิสลามได้ โดย ณ ปัจจุบัน พบว่า ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีหุ้นจดทะเบียนในกระดานหลักที่เป็นหลักทรัพย์ชาลิอะห์ถึง 825 หลักทรัพย์หรือคิดเป็นร้อยละ 89 ของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในกระดานหลักทั้งหมดครอบคลุมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

ดังนั้น การที่ตลาดหลักทรัพย์ไทยต้องการพัฒนาเพื่อให้ทัดเทียมกับตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย จำเป็นต้องมีการสร้างจุดยืน และสนับสนุนให้เกิดการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ไทยให้เพิ่มมากขึ้น ทั้งนี้รวมถึงการขจัดข้อจำกัดต่างๆ เพื่อเพิ่มความคล่องตัวให้แก่การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ด้วยเช่นกัน

ปัจจัยด้านประสิทธิภาพตลาด พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมีคะแนนต่ำกว่า 0.37 คะแนน ทั้งนี้เป็นผลมาจากระดับ R^2 ของบริษัทจดทะเบียนของไทยที่ค่อนข้างสูงสะท้อนให้เห็นถึงการรับรู้ข้อมูลข่าวสารของนักลงทุนที่ยังต่ำ นอกจากนั้นระบบการควบคุมและกำกับดูแล (The regulation and supervision of securities) ของตลาดหลักทรัพย์ไทยถึงแม้จะอยู่ในเกณฑ์

ที่ดีจากการจัดอันดับของสภาเศรษฐกิจโลก แต่ก็ยังมีระดับคะแนนที่ต่ำและแตกต่างกับมาเลเซียค่อนข้างมาก

ปัจจัยด้านเสถียรภาพจัดว่าเป็นปัจจัยเดียวที่ไทยมีคะแนนสูงสุดในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 โดยมีระดับคะแนนถึง 8.4 คะแนน ขณะที่มาเลเซียมีคะแนนเท่ากับ 6.3 คะแนน ต่างกัน 2.1 คะแนน ดังนั้นการที่ตลาดหลักทรัพย์ไทยจะพัฒนาขึ้นไปได้นั้นก็จำเป็นต้องรักษาศักยภาพทางเสถียรภาพเอาไว้ ไม่ว่าจะเป็นพื้นฐานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนที่ดี โอกาสในการตกแต่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนที่ต่ำ ทั้งนี้รวมถึงธรรมาภิบาลในการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนด้วยเช่นกัน (ภาพที่ 11.7)



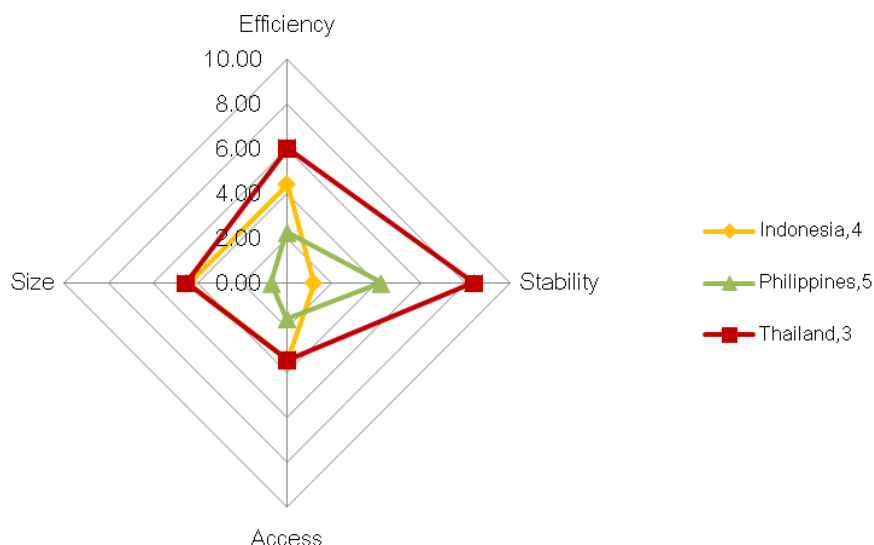
ภาพที่ 11.7 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย

11.3.2 ระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียและฟิลิปปินส์

ทางด้านการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียและฟิลิปปินส์จาก 4 มิติ นั้นจะเห็นว่า มีระดับคะแนนที่ต่ำกว่าไทยค่อนข้างมากในทุกๆ ด้าน โดยตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียยังมีปัจจัยด้านขนาดและการเข้าถึงที่ใกล้เคียงกับตลาดหลักทรัพย์ไทยอันเป็นผลมาจากอินโดนีเซียนั้นถือได้ว่าเป็นประเทศที่มีจำนวนประชากรที่สูงที่สุดในภูมิภาคอาเซียน รวมทั้งยังเป็นฐานการผลิตที่มีขนาดใหญ่และอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่ค่อนข้างสูงเช่นเดียวกับการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดที่เพิ่มสูงขึ้นตลอดในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา แต่ทั้งนี้ด้วยข้อจำกัดด้านกฎหมายและปัญหาทางเสถียรภาพด้านการเมือง ทำให้ยังเกิดข้อจำกัดในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในหลายแง่มุม อาทิ การให้บริษัทต่างชาติยังเข้ามา

ระดมทุน การพัฒนาผลิตภัณฑ์เพื่อให้ตอบสนองต่อความต้องการของผู้ลงทุน เป็นต้น ดังนั้นรูปแบบการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียจึงควรเน้นที่การพัฒนาระบบโครงสร้างพื้นฐานให้เป็นมาตรฐานสากลมากยิ่งขึ้น ควบคู่กับการปรับปรุงกรอบการกำกับดูแล ข้อบังคับด้านกฎหมายที่เกี่ยวกับตลาดทุน ให้มีความโปร่งใสและเป็นธรรม เพื่อให้สามารถดึงดูดบริษัทในอุตสาหกรรมที่มีศักยภาพเข้ามาสู่ตลาดได้

ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์นั้นมีความแข็งแกร่งที่ค่อนข้างต่ำในทุกมิติ ดังนั้นแนวโน้มในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์จึงเป็นการดึงดูดให้ประชาชนภายในประเทศหันมาออมและลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น และเป็นแหล่งที่สนับสนุนให้ธุรกิจทั้งขนาดกลางและขนาดย่อมเข้ามาระดมทุนได้ เพื่อเป็นเสาหลักของระบบเศรษฐกิจประเทศที่ช่วยให้เกิดการพัฒนาอย่างยั่งยืน (ภาพที่ 11.6)



ภาพที่ 11.8 มิติการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียและฟิลิปปินส์

11.4 สรุปผลการศึกษา

จากการประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน พบว่าตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีระดับการพัฒนาที่สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยในหลายด้าน โดยมีคะแนนเฉลี่ยรวมในทุกปัจจัยเท่ากับ 6.9, 6.3 และ 5.6 คะแนนตามลำดับ (ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียเท่ากับ 3.4 คะแนนและตลาดหลักทรัพย์

ฟิลิปปินส์เท่ากับ 2.2 คะแนน) ซึ่ง ณ ปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ก็ได้มีการพัฒนาอย่างต่อเนื่องและถือว่าเป็นศูนย์กลางทางการเงินในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกเลยทีเดียวว่าได้ ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียก็เน้นที่จะพัฒนาเป็นศูนย์กลางทางการเงินอิสลาม และมีการขยายตัวของธุรกิจในประเทศที่แข็งแกร่ง อาทิ ธุรกิจพลังงาน ธุรกิจการเกษตร มาเป็นตัวสนับสนุนที่สำคัญ ดังนั้น ในฐานะที่ตลาดหลักทรัพย์ไทย เป็นตลาดหลักทรัพย์อีกแห่งที่มีศักยภาพในภูมิภาคก็จำเป็นต้องที่จะขจัดจุดอ่อนและพัฒนาจุดแข็งของตน ให้คงระดับการพัฒนาและเป็นอีกทางเลือกหนึ่งของนักลงทุนและธุรกิจที่จะเข้ามาลงทุนและระดมทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่งเสริมการเติบโตเศรษฐกิจของประเทศ

บรรณานุกรม

- Butler, Kirt C. and Sj Malaikah. 1992. Efficiency and Inefficiency in Thinly Traded Stock Markets: Kuwait and Saudi Arabia. **Journal of Banking & Finance**. (February): 197–210.
- Howard B.J. Stone and Ashok Ranchhod. 2006. Competitive Advantage of Nation in the Global arena: a Quantitative Advancement to Porter's Diamond Applied to the UK, USA and BRIC Nations. **Strategic Change**. 15 (September-October): 283-294. Retrieved September 09, 2013 from <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/jsc.770/pdf>
- Miahra et al. 2011. Performance of Indian Capital Market-An Empirical Analysis. **European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences**. Issue 23:49-57.
- Panpat Muengmor. 2011. Thailand's Competitiveness Advantage in ASEAN after Crisis: Among the Five-Selected ASEAN Nations: Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore and Vietnam. Master's thesis, Lund University.
- World Bank. 2006. **Financial Sector Development Indicators (FSDI)**. Retrieved September 9, 2012 from <http://siteresources.worldbank.org/INTTOPACCFINSE/Resources/Webintro.pdf>

World Economic Forum. 2012. **Financial Development Report 2012 – 2013**.

Retrieved September 9, 2012 from

<http://www.weforum.org/reports/financial-development-report-2012>

บทที่ 12

การวิเคราะห์จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาส และอุปสรรคของ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

บทที่ 12

การวิเคราะห์จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาส และอุปสรรค ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากโครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC) ได้จัดทำสารสนเทศในกลุ่มในวันพฤหัสบดีที่ 5 กันยายน พ.ศ. 2556 ณ ห้องประชุมแลนด์มาร์ค 1-2 โรงแรมแลนด์มาร์ค กรุงเทพฯ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดทุน ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และสถาบันการศึกษา ร่วมประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศตามตัวชี้วัดการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ด้านต่าง ๆ โดยจากประเด็นการสนทนากลุ่ม 3 หัวข้อหลัก หนึ่งในนั้น คือ การวิเคราะห์จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาส และอุปสรรคของตลาดหลักทรัพย์ไทยโดยเปรียบเทียบ ซึ่งถือเป็นแนวทางในการกำหนดกลยุทธ์เพื่อพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ให้เหมาะสมกับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจและการเปิดเสรีอาเซียน สามารถสรุปได้ดังนี้

12.1 การวิเคราะห์จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาสและอุปสรรคของตลาดหลักทรัพย์ไทย

12.1.1 จุดแข็ง

- 1) อัตราการขยายตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของประเทศไทย (growth market capitalization potential)

ในช่วงปี ค.ศ. 2007 -2012 พบว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET index) และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีการปรับตัวสูงเป็นอันดับ 2 ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 โดยดัชนีปรับจากเดิมที่ 858.10 จุด (ปี ค.ศ. 2007) มาเป็น 1,298.87 จุด (เดือนตุลาคม ค.ศ. 2012) เพิ่มขึ้นร้อยละ 51.28 อันเนื่องมาจากภาวะเศรษฐกิจภายในประเทศที่มีการขยายตัวโดยผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศไทยปี ค.ศ. 2012 นั้นขยายตัวร้อยละ 5.49 ขณะที่เฉลี่ยของกลุ่มประเทศอาเซียน 5 อยู่ที่ร้อยละ 4 นอกจากนั้นปัญหาเศรษฐกิจในสหรัฐอเมริกาและทวีปยุโรปก็ทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างชาติมายังประเทศต่าง ๆ ในภูมิภาคเอเชียเพิ่มมากขึ้น ดันให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยกลายเป็นกลุ่ม Advance emerging market เช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

2) สภาพคล่องในการซื้อขาย (high market liquidity)

เมื่อพิจารณาจากมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันและอัตราการหมุนของหุ้นกับพบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดว่ามีสภาพคล่องในการซื้อขายที่สูงสุด อันเป็นผลมาจากโครงสร้างนักลงทุนไทยที่แตกต่างจากประเทศอื่นในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 ที่มีสัดส่วนของนักลงทุนรายย่อยสูงถึงร้อยละ 59 ซึ่งก็ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยค่อนข้างคึกคัก ดึงดูดเม็ดเงินจากนักลงทุนสถาบัน และต่างชาติได้ นอกจากนี้สัดส่วนของนักลงทุนรายย่อยที่สูงก็สามารถต้านอำนาจจากปัญหาการไหลออกของนักลงทุนต่างชาติได้เมื่อเกิดปัญหาเศรษฐกิจภายในประเทศที่ส่งผลกระทบต่อภาพลักษณ์และความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ อาทิ การชุมนุมประท้วงด้านการเมือง ปัญหาอุทกภัย เป็นต้น

3) ความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ (product variety)

หากแบ่งประเภทตามตลาดหุ้นคือ ตลาดหุ้น ตลาดหุ้น และตลาดอนุพันธ์พบว่าประเทศไทยมีผลิตภัณฑ์ที่หลากหลายทัดเทียมกับสิงคโปร์และมาเลเซีย ซึ่งทั้งสองตลาดนั้นมีการปรับตัวเพื่อสร้างความเป็นสากลและเอกลักษณ์ให้กับผลิตภัณฑ์ อาทิ สิงคโปร์มีการซื้อขายหลักทรัพย์ของต่างประเทศใน Global quote ที่ทำให้สามารถซื้อขายหลักทรัพย์ต่างชาติโดยเชื่อมโยงระบบตลาดกับตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ตามข้อตกลงทวิภาคี ขณะที่มาเลเซียก็มีการพัฒนาในส่วนของการตลาดตราสารหนี้จนเรียกได้ว่าเป็นศูนย์กลางทางการเงินอิสลามของโลก ซึ่งถึงแม้ตลาดหลักทรัพย์ไทยจะตามหลังสิงคโปร์และมาเลเซียในเรื่องของการตลาดตราสารหนี้ แต่เมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียและฟิลิปปินส์ ที่เพิ่งเริ่มมีการเปิดตลาดอนุพันธ์ ก็ถือว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยก็สามารถตอบโจทย์นักลงทุนที่ต้องการความหลากหลายของผลิตภัณฑ์เพื่อกระจายความเสี่ยงได้

4) เสถียรภาพและความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (stock market stability and sustainability)

เสถียรภาพของตลาดฯ พิจารณาโดยแบ่งเป็น 3 ส่วนคือความไม่สมมาตรของอัตราผลตอบแทนดัชนีตลาดหลักทรัพย์ โอกาสในการตกแต่งกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนและบรรษัทภิบาลของบริษัทจดทะเบียน พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมีคะแนนที่ดี ในทั้ง 3 ส่วนกล่าวคือความเบ้ของอัตราผลตอบแทนในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 นั้นมีค่า skewness ที่ติดลบหรือเบ้มาทางซ้ายจึงถือว่าเป็นกลุ่มประเทศที่น่าลงทุนเพราะมีโอกาสที่ได้กำไรสูง และไทยนั้นก็มีค่า skewness ที่น้อยเป็นอันดับที่ 2 รองจากตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์แสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยนั้นมีความแปรปรวนที่ต่ำด้วยเช่นกัน ขณะที่โอกาสในการตกแต่งกำไรจากแบบจำลองของ Beneish (1999) พบว่าในช่วงปี ค.ศ. 2002 – 2011 บริษัทจดทะเบียนไทยมีโอกาสดังกล่าวที่มีแนวโน้มลดลงเรื่อยๆ และเฉลี่ยแล้วต่ำสุดในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 ซึ่งกระบวนการนี้สะท้อนให้เห็นถึงคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนและส่งผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือของนักลงทุน เช่นเดียวกับคะแนน CG scorecard ของไทยก็อยู่ใน

ระดับที่ดีทั้งเกณฑ์ของระดับเอเชียและเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ที่จัดทำเป็นปีแรก ซึ่งบริษัทจดทะเบียนไทยถือว่ามีความแข็งแกร่งเกี่ยวกับการจัดประชุมผู้ถือหุ้นก็มีมาตรฐานที่ดี มีการจัดทำรายงานงบการเงินได้ตรงตามมาตรฐาน IFRS รวมถึงการร่วมมือกับทุกภาคส่วนไม่ว่าจะเป็น กสท. สมาคมบริษัทจดทะเบียน สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เพื่อพัฒนาศักยภาพบริษัทจดทะเบียนไทย ดังนั้นในภาพรวมในด้านเสถียรภาพและความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นถือว่าเป็นจุดแข็งทั้งทางด้านความแปรปรวนที่ต่ำและคุณภาพของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในเกณฑ์มาตรฐานสากล

5) ความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน (financial strengths)

จากการศึกษาอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วงปี ค.ศ. 2007-2012 พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทยในรูปแบบค่าเฉลี่ยเรขาคณิต (geometric mean) อยู่ที่ร้อยละ 10.2 รองมาคือตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียอยู่ที่ร้อยละ 9.5 และในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 สิงคโปร์มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ต่ำที่สุดคือติดลบที่ร้อยละ 1.9 และเมื่อเทียบออกมาในรูปอัตราความเสี่ยงของผลตอบแทนที่เท่ากัน (Coefficient of variation: CV) เท่ากับ 0.735 ต่ำเป็นอันดับ 2 รองจากฟิลิปปินส์ และเมื่อเปรียบเทียบในส่วนของอัตราส่วนทางบัญชีเบื้องต้น อาทิ อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (DY) เฉลี่ยที่สูงสุดและ อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไร (P/E ratio) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (PBV) ที่ยังอยู่ในเกณฑ์ที่ต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับ การขยายตัวของเศรษฐกิจในประเทศที่ยังเติบโตอย่างต่อเนื่อง

6) ได้รับความเชื่อมั่นจากต่างชาติในการดำเนินนโยบายการเงินและการคลัง

(good control and performance in monetary and fiscal policy)

จากการจัดอันดับของสถาบันการจัดการนานาชาติ หรือ IMD ในปี ค.ศ. 2012 ทางด้านความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงินและการคลัง พบว่า ประเทศไทยอยู่ในอันดับ 3 จาก 5 ประเทศ และมีคะแนนที่ดีขึ้นจากปีก่อนหน้า โดยปัจจัยที่ผู้วิจัยให้ความสำคัญ ได้แก่ ผลกระทบของการดำเนินนโยบายของธนาคารกลางที่ส่งผลต่อการพัฒนาเศรษฐกิจภายในประเทศ ประสิทธิภาพการบริหารนโยบายการคลังในช่วง 2 ปีที่ผ่านมาและจำนวนการหลีกเลี่ยงภาษีที่ส่งผลกระทบต่อ การดำเนินนโยบายการคลัง ซึ่งจากคะแนนด้านการจัดเก็บภาษีของไทยที่มีคะแนนต่ำสุดในทวีปเอเชียทั้ง 3 ด้าน ทางภาครัฐก็ได้มีมาตรการในการปรับปรุงระบบภาษี ทั้งส่วนที่เป็นภาษีส่งเสริมการลงทุน การลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา การเครดิตภาษีเงินได้เนื่องจากการทำงาน (earned income tax credit) หรือมาตรการ “เงินโอนแก่จันคนขยัน” และท้ายสุด คือภาษีทรัพย์สินกับข้อเสนอภาษีความมั่งคั่ง (wealth tax) ซึ่งการปฏิรูปครั้งนี้ก็เพื่อให้มีการจัดเก็บภาษีที่ประสิทธิภาพ และยังเอื้ออำนวยต่อการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ มากยิ่งขึ้น ทางด้านนโยบายการคลังจะพบว่าประเทศไทยมีระดับหนี้สาธารณะที่เพิ่มสูงขึ้นแต่ยังอยู่ในระดับที่เหมาะสม โดยปัจจุบันอยู่ที่ร้อยละ 95 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเบื้องต้น ซึ่งส่วนใหญ่เกิดจากการลงทุนโครงการขนาดใหญ่ ไม่ว่าจะเป็น

โครงการบริหารจัดการน้ำ การพัฒนาระบบโลจิสติกส์และขนส่งของประเทศ ซึ่งในอนาคตจะส่งผลดีและรองรับการขยายตัวของเศรษฐกิจประเทศ

12.1.2 จุดอ่อน

1) ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีขนาดเล็ก (small market size and share)

เมื่อเทียบกับกลุ่มประเทศอาเซียน 5 พบว่าในปี ค.ศ. 2012 มีมูลค่าเท่ากับ 389.76 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ เป็นอันดับ 4 ของกลุ่มรองจากตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ มาเลเซียและอินโดนีเซีย ขณะที่เมื่อเทียบส่วนแบ่งทางตลาดของตลาดหลักทรัพย์ไทยในกลุ่มสมาชิกสมาพันธ์ตลาดหลักทรัพย์นานาชาติ (World Federation of Exchange) พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยถือส่วนแบ่งร้อยละ 0.096 ของตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด 54 ประเทศสมาชิก โดยอัตราการขยายตัวในช่วง 12 ปีที่ผ่านมา ส่วนแบ่งทางการตลาดเติบโตอยู่ที่ร้อยละ 7.01 ซึ่งยังถือว่าต่ำและมีแนวโน้มที่ตลาดหลักทรัพย์ไทยจะถูกกลบตบหาความสำคัญลงตามลำดับ

2) พฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยที่เน้นการลงทุนระยะสั้น (high proportion of short term trading behavior of investors)

หากเราพิจารณาโครงสร้างของนักลงทุนพบว่า ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีโครงสร้างนักลงทุนที่ต่างออกไปจากกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอาเซียน 5 โดยเป็นกลุ่มนักลงทุนรายย่อยถึงร้อยละ 59 จากกลุ่มนักลงทุนทั้งหมด ขณะที่สัดส่วนของนักลงทุนต่างชาติบริษัทหลักทรัพย์ และนักลงทุนสถาบันภายในประเทศ เท่ากับร้อยละ 22, 11, 8 ตามลำดับและเมื่อพิจารณาถึงรูปแบบการซื้อขายหลักทรัพย์ก็พบว่าสัดส่วนของนักลงทุนรายย่อยและบริษัทหลักทรัพย์จะเน้นการซื้อขายในลักษณะ Day trading (ซื้อขายหุ้นภายในวันเดียวโดยไม่ถือครองหุ้นข้ามวัน) ขณะที่กลุ่มนักลงทุนสถาบันจะเป็นการลงทุนเน้นระยะยาว ซึ่งพฤติกรรมเหล่านี้ก็ส่งผลให้การซื้อขายในตลาดมีความผันผวนอย่างมาก ทางสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จึงเริ่มมีการตรวจสอบอย่างเข้มงวดเกี่ยวกับการซื้อขายของบริษัทหลักทรัพย์ ที่ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายในช่วงก่อนตลาดปิด (ศึกษาจากช่วงสิงหาคม – กันยายน 2556)

3) การเข้าถึงตลาดหลักทรัพย์ของธุรกิจในประเทศ (low access to market)

ระหว่างปี พ.ศ. 2550-2555 พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมีบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 13 บริษัท ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 จะอยู่ที่ 20-30 บริษัท (ยกเว้นตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์) อาจจะเป็นผลมาจากการพัฒนาบริษัทให้มีศักยภาพเพียงพอที่จะเข้ามาจดทะเบียนในตลาดยังน้อยอยู่ ไม่ว่าจะเป็นปัญหาทางด้านการคอร์ปชั่นในภาคธุรกิจ สัดส่วนการระดมทุนผ่านธุรกิจร่วมทุน (venture capital) ที่ยังต่ำ รวมถึงรูปแบบการบริหารของธุรกิจทั่วไปยังขาดหลักธรรมาภิบาล หลักบัญชีที่ได้มาตรฐาน ตรงตามหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงระดับการ

กระจุกตัวของ 10 บริษัทแรก (Concentration Ratio-10) พบว่า ร้อยละการกระจุกในบางธุรกิจมีแนวโน้มสูงขึ้น โดยปี ค.ศ. 2010 ตลาดหลักทรัพย์ไทยอยู่ที่ร้อยละ 45 และสูงที่สุดในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา อาทิ NASDAQ OMX , NYSE euronext จะอยู่ที่ร้อยละ 20 การที่มีระดับการกระจุกตัวที่สูงนั้นจะส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์มีความผันผวนสูง และเมื่อพิจารณาการกระจุกในการซื้อขายของอุตสาหกรรมก็พบว่ามีส่วนที่สูงเช่นกันโดยกระจุกตัวในกลุ่มอุตสาหกรรมทางการแพทย์ (health care) อุตสาหกรรมโทรคมนาคม (telecom) และอุตสาหกรรมพลังงาน (energy) สูงสุด

12.1.3 โอกาส

1) การขยายตัวของเศรษฐกิจในภูมิภาค (high economic growth in the region)

การศึกษาการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศเบื้องต้น พบว่าประเทศอินโดนีเซียและไทยนั้นมีค่าสูงกว่าค่ามัธยฐานของประเทศในอาเซียน 5 อันเป็นผลมาจากการบริโภคและการลงทุนภายในประเทศ ที่เป็นปัจจัยหลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจเช่นเดียวกันนั้น การขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็วของประเทศในกลุ่มอนุภูมิภาคแม่น้ำโขง (Greater Mekong Sub-region: GMS) ก็มีการขยายตัวทางเศรษฐกิจเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 4-8 ต่อปี

2) ความได้เปรียบเชิงภูมิศาสตร์และการขยายการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (good strategic location and underinvestment in infrastructure)

สืบเนื่องมาจากการการขยายตัวของเศรษฐกิจในภูมิภาคและการรวมกลุ่มต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นประเทศในกลุ่มอนุภูมิภาคแม่น้ำโขง หรือจะเป็นกลุ่มประเทศในอาเซียน โอกาสที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์ไทย จะเกิดจากความได้เปรียบทางภูมิศาสตร์ จากการเป็นหน้าด่านรับกระแสการแผ่ขยายทางเศรษฐกิจการค้าของประเทศ การขยายตัวของเศรษฐกิจในภูมิภาค จึงส่งผลให้เกิดการลงทุนทั้งโครงสร้างพื้นฐาน และธุรกิจระหว่างกันมากยิ่งขึ้นสิ่งเหล่านี้ก่อให้เกิดความร่วมมือ อาทิ การเชื่อมโยงเส้นทางคมนาคม การร่วมลงทุนในธุรกิจสาธารณูปโภค เป็นต้น ซึ่งเอื้อประโยชน์แก่การทำให้ไทยเป็นศูนย์กลางทางการเงินในอนุภาควินโดจีนตอนล่างก็เป็นได้

3) การเติบโตของกระแสธุรกิจกองทุนรวม (growth in mutual fund industries) ของโลกและประเทศไทย

เห็นได้ว่าธุรกิจกองทุนรวมถือว่าเริ่มมีบทบาทเพิ่มมากขึ้นในตลาดการเงินโลกและมีแนวโน้มที่จะเติบโตเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ จากปี ค.ศ. 2008 ที่มีมูลค่าหลักทรัพย์เท่ากับ 18.92 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ เป็น 26.84 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี ค.ศ. 2012 หรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 41.85 โดยส่วนใหญ่จะได้รับการบริหารจัดการในสหรัฐอเมริกา และประเทศในทวีปยุโรปเป็นหลัก (ICT, 2013) ทางด้านอุตสาหกรรมกองทุนรวมในกลุ่มอาเซียนจะพบว่ามีขนาดเล็กอยู่ โดยประเทศไทยมีขนาดใหญ่เป็นอันดับ 2 รองจากสิงคโปร์ โดยมีสัดส่วนสินทรัพย์ต่อ GDP ในช่วงปี ค.ศ. 2007-2011 เท่ากับร้อยละ 19.20 ขณะที่สิงคโปร์มีขนาดใหญ่กว่า 15 เท่า และ

ไทยมีขนาดใหญ่กว่ามาเลเซียและอินโดนีเซียประมาณ 2 และ 3.7 เท่า (พรเพ็ญ วรสิทธา, 2556) โดยการลงทุนกองทุนรวมที่บริหารในประเทศไทยส่วนใหญ่เน้นการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้ ขณะที่กองทุนรวมในตราสารหนี้ที่ได้รับความนิยมและมีความสำคัญไม่น้อยก็คือกองทุนรวมที่ได้สิทธิประโยชน์ทางภาษีอย่างกองทุนรวมหุ้นระยะยาว-RMF และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ-LMF และแนวโน้มผลการเติบโตของกองทุนในอนาคต ปี ค.ศ. 2013 - 2014 จากการพยากรณ์คาดว่าจะขยายตัวที่ร้อยละ 11.2 และ 13 ตามลำดับ โดยจะเป็นการขยายตัวตาม GDP ซึ่งการเติบโตของธุรกิจกองทุนรวมนั้น เป็นส่วนช่วยให้เกิดการพัฒนาทางเศรษฐกิจ เป็นการเพิ่มช่องทางให้แก่การลงทุน (ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์, 2556)

4) ระดับรายได้ของประชากรภายในประเทศ (increasing number of middle income people)

จากการจัดอันดับของธนาคารโลก ปี พ.ศ. 2554 ประเทศไทยได้ก้าวสู่กลุ่มประเทศที่มีรายได้ปานกลางค่อนข้างสูง (upper-middle income economies) ซึ่งช่วงนั้นประชากรภายในประเทศเฉลี่ยมีรายได้อยู่ที่ 8,710 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อปี สูงเป็นอันดับที่ 3 รองจากสิงคโปร์และมาเลเซียที่มีรายได้เฉลี่ยอยู่ที่ 60,570 และ 15,720 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อปี โดยเฉลี่ยในช่วง 5 ปีประเทศไทยมีอัตราการขยายตัวที่ร้อยละ 24 ขณะที่เมื่อพิจารณาเป็นการออมต่อรายได้ของประชากรเฉลี่ยจะขยายตัวอยู่ร้อยละ 23.48 (สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, 2556) แสดงให้เห็นว่าประชากรภายในประเทศเริ่มให้ความสำคัญกับการออมเพิ่มมากขึ้น กอปรกับรัฐบาลได้มีนโยบายสนับสนุนการออมแก่ประชาชนอันเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างประชากรที่เป็นสังคมคนสูงอายุ ดังนั้น ในฐานะที่ตลาดทุนเป็นกลไกสำคัญที่เชื่อมโยงระหว่างการออมและการลงทุน ก็จะได้รับผลประโยชน์จากการขยายตัวของรายได้ประชากรที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับศักยภาพของตลาดหลักทรัพย์ไทยที่จะสามารถตอบโจทย์การลงทุนของประชากรได้หรือไม่ ทั้งรูปแบบของผลิตภัณฑ์การให้บริการ เป็นต้น

5) ระดับการพัฒนาเชื่อมโยงของตลาดหลักทรัพย์อาเซียน (ASEAN linkage)

จากการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนที่จะเกิดขึ้น ในปี ค.ศ.2015 ทางด้านตลาดทุนได้มีความร่วมมือระหว่างตลาดหลักทรัพย์อาเซียนในการจัดตั้ง ASEAN Exchange ซึ่งเป็นการเชื่อมโยงกันระหว่างตลาดหลักทรัพย์ เพื่อส่งเสริมการขยายตัวของภาคอุตสาหกรรมไม่ว่าด้านการจัดสรรทรัพยากรทางการเงิน ที่ผู้ระดมทุนสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่ใหญ่ได้อย่างสะดวกมากขึ้น การกระจายความเสี่ยงจากตลาดที่กว้างและการพัฒนาระบบการเงินให้ครบวงจร ทำให้ทั้งนักลงทุนและผู้ระดมทุนมีทางเลือกทางการเงินที่หลากหลายขึ้น และสถาบันการเงินมีโอกาสด้านธุรกิจมากยิ่งขึ้น

6) การขยายตัวของโครงสร้างระบบการเงินไทยมีธนาคารเป็นหลัก (bank based financial structure)

ปี ค.ศ. 2011 พบว่าสัดส่วนของสินเชื่อกภาคเอกชนจากเงินฝากธนาคารและสถาบันการเงินอื่น ๆ ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศเบื้องต้นของประเทศไทยสูงถึงร้อยละ 130.88 ขณะที่สัดส่วนของตลาดตราสารทุนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศเบื้องต้นไทยอยู่ที่ร้อยละ 87.10 และจากงานศึกษาของมานพ อุดมเกิดมงคลและคณะ (2555) พบว่า ในการพัฒนาระบบการเงินจำเป็นต้องมีการพัฒนาทุกตลาดไปพร้อมกันคือ ทั้งภาคธนาคารและภาคตลาดทุน และจากลักษณะประเทศไทยเป็นรูปแบบกำลังพัฒนานั้นภาคธนาคารถือว่าเป็นบทบาทที่สำคัญต่อภาคธุรกิจ แต่ในอนาคตก็น่าจะต้องมีการพัฒนาตลาดทุนเพื่อความสมดุลและเพิ่มประสิทธิภาพให้แก่การระดมทุนของบริษัทจดทะเบียนเพื่อเป็นประโยชน์ต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจในประเทศ และหากเรามองอีกแง่ โดยให้ภาคธนาคารถือว่าเป็นตัวกลางทางอ้อมที่เปิดโอกาสให้ธุรกิจเข้ามาระดมทุน โดยรองรับความเสี่ยงไว้ช่องทางที่ธนาคารจะหาอัตราผลตอบแทนที่สูงจากการปล่อยสินเชื่อที่ขยายตัวคงหนีไม่ผลการลงทุนในตลาดทุน ซึ่งก็เป็นผลประโยชน์อีกเช่นกันที่ทำให้เกิดการขยายตัวของตลาดหลักทรัพย์ไทย ยามที่เศรษฐกิจภายในประเทศเอื้ออำนวยเช่นนี้

12.1.4 อุปสรรค

1) กระแสโลกาภิวัตน์และการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรี (globalization and financial liberalization)

จากการศึกษาความเชื่อมโยงของตลาดหลักทรัพย์ไทยและตลาดหลักทรัพย์ต่างชาติดาหิ Dow Jones Index, FTSE Index และ MSCI ASEAN index ระหว่างปี ค.ศ. 2007-2012 พบว่าในตัวแบบภาพรวมนั้นมีนัยสำคัญซึ่งแสดงว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยมีความสัมพันธ์และไปทิศทางเดียวกับตลาดหลักทรัพย์ต่างชาติ โดยจากกลุ่มประเทศอาเซียน 5 ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีค่า R squared สูงสุดแสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมีประสิทธิภาพน้อยเนื่องจากมีความสัมพันธ์ไปในทางทิศทางเดียวกับตลาดหลักทรัพย์ที่สำคัญของโลก ทำให้ดัชนีตลาดมีความแปรปรวนแม้ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทในตลาดไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลง

2) ความน่าเชื่อถือของภาครัฐและรูปแบบการเมืองในประเทศ (public trust and political structure)

จากการจัดอันดับความสามารถในการแข่งขันของประเทศไทยที่จัดทำโดย International Institute for Management Development ในปี ค.ศ.2012 ทางด้านความน่าเชื่อถือของภาครัฐในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 พบว่าไทยมีคะแนนต่ำที่สุดในกลุ่มโดยมีแนวโน้มลดลงตามอันดับในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาอันเป็นผลมาจากการ ปัญหาความไม่สงบทางการเมือง การชุมนุมประท้วง เกิดการรัฐประหาร และแย่งชิงอำนาจการเป็นรัฐบาล ขณะที่การ

แข่งขันเพื่อการพัฒนาภาครัฐและการดำเนินการต่างๆ น้อยลง ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ณ ปัจจุบัน การดำเนินนโยบายทางการเมืองนั้นไม่ได้เล็งเห็นถึงประโยชน์ของสาธารณชนเป็นหลัก

3) กฎระเบียบเกี่ยวกับการลงทุนในตลาดทุน (legal invariables and related regulations)

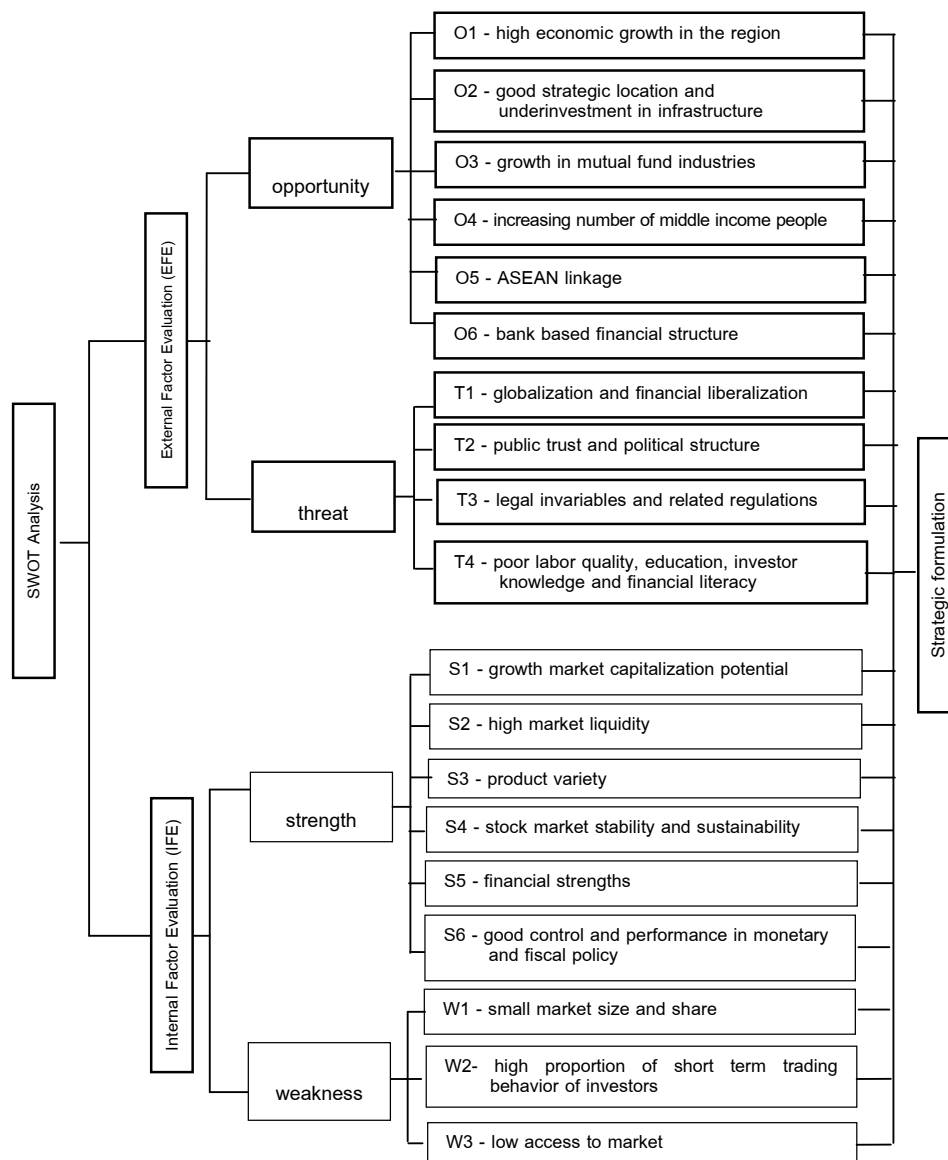
จากงานศึกษาของกุลนิดา สมใจวงศ์และคณะ (2555) และจากการสัมมนา กฎหมายใหม่พัฒนาตลาดทุนได้จริงหรือไม่? (Money and Wealth, มีนาคม 2554) เกี่ยวกับอุปสรรคสำคัญต่อการเติบโตของตลาดทุนไทยพบว่าประเด็นสำคัญที่ทำให้ตลาดทุนไทยไม่สามารถตอบโจทย์ความต้องการของผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ เกิดจากกฎระเบียบเกี่ยวกับการลงทุนของประเทศไทย โดยเราสามารถแบ่งออกได้ 3 ประเด็นคือ (1) กฎหมายและภาษีที่เป็นอุปสรรคต่อการรวบรวมกิจการภายในประเทศ ทำให้บริษัทภายในประเทศไม่สามารถเติบโตได้อย่างเต็มที่ นอกจากนี้ การรวบรวมกิจการอาจจะทำให้เกิดภาระต้นทุนที่เพิ่มขึ้น ไม่เอื้อต่อการปฏิบัติจริง (2) การแก้ไขกฎหมายและกฎเกณฑ์ใช้เวลานาน ทำให้กฎเกณฑ์ด้านตลาดทุนของไทยล้าหลังและไม่สอดคล้องกับการพัฒนาตลาดทุน อาทิ กฎหมายเพื่อการพัฒนาผลิตภัณฑ์และการรับบริษัทต่างชาติเข้ามาจดทะเบียน และ (3) การดำเนินคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์มีขั้นตอนนานและพิจารณาเฉพาะมาตรการทางอาญา ทำให้ผลสัมฤทธิ์ผลจากพิจารณาคดีต่ำ นอกจากนั้นจากการประเมินผลธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทยซึ่งบริษัทจดทะเบียนไทยได้รับคะแนนสูงทั้งในระดับเอเชีย และเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ แต่กฎระเบียบของไทยก็ยังมีช่องโหว่ที่ยังไม่คำนึงถึงสังคมเท่าที่ควร เช่นการลงทุนแล้วเกิดมลภาวะ อุบัติเหตุจากการดำเนินงานขององค์กรรวมทั้งการดำเนินคดีและตรวจสอบการทุจริตของคณะกรรมการผู้บริหาร

4) คุณภาพของแรงงาน การศึกษาทางการเงิน (poor labor quality, education, investor knowledge and financial literacy)

ได้พิจารณาจากข้อมูลของ World Economic Forum (2012) พบว่าในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 สัดส่วนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่อประชากรยังต่ำอยู่ที่ 3,233 ดอลลาร์สหรัฐต่อปี เป็นอันดับที่ 3 ของกลุ่ม ขณะที่สิงคโปร์มีสัดส่วนถึง 35,576 ดอลลาร์สหรัฐต่อปี ซึ่งน้อยกว่า 10 เท่า อันเป็นผลมาจากประชาชนส่วนใหญ่ยังขาดความรู้ทางการเงิน (financial literacy) จากเอกสารความจำเป็นและแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย (ประสาร ไตรรัตน์วรกุล, 2543) ได้ทำการสำรวจความรู้ความเข้าใจของประชาชนเกี่ยวกับการลงทุนในตลาดทุนพบว่าประชาชนส่วนใหญ่ยังมีความรู้ความเข้าใจในตราสารทุนในระดับปานกลาง แต่ยังขาดความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับความเสี่ยงในการลงทุนด้านตราสารหนี้และกองทุนรวม ซึ่งก็เป็นอุปสรรคในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้และกองทุนรวมนอกจากนั้นยังมีความรู้อื่นๆ ที่ประชากรส่วนใหญ่ยังขาดและเป็นส่วนสำคัญ อาทิ คุณภาพทางด้านภาษา การประยุกต์ใช้เทคโนโลยีทางด้านความคิดเห็นของผู้เชี่ยวชาญในตลาดทุนเกี่ยวกับการอบรมเพื่อต่ออายุนักวิเคราะห์การลงทุนและ

แนะนำการลงทุนยังมองว่าใช้เวลาสั้นไปในการอบรมซึ่งก็ส่งผลต่อความรู้ความเข้าใจของประชาชนเกี่ยวกับการลงทุนได้

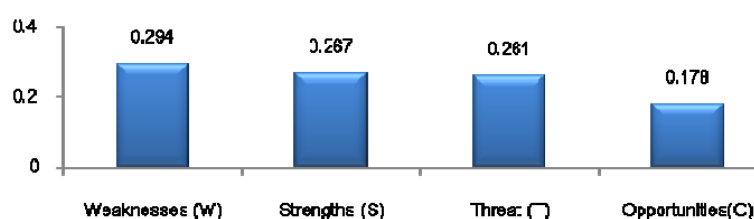
เมื่อนำปัจจัยในการวิเคราะห์สวอต (SWOT analysis) มาจัดในรูปแบบลำดับขั้นเชิงวิเคราะห์เพื่อทำการกำหนดกลยุทธ์ในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถแสดงดังภาพที่ 12.1



ภาพที่ 12.1 รูปแบบลำดับขั้นเชิงวิเคราะห์เพื่อทำการกำหนดกลยุทธ์ในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

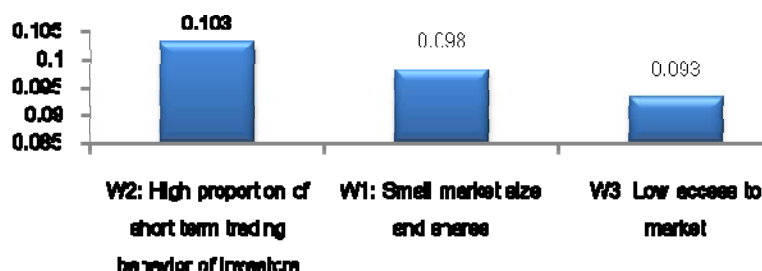
ผลจากการคิดเห็นของผู้เชี่ยวชาญทั้ง 10 ท่าน และประมวลผลด้วยโปรแกรม Expert Choice (ภาคผนวก ก) ได้ให้ความสำคัญกับปัจจัยที่ส่งผลต่อการพัฒนาศักยภาพตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสามารถสรุปได้ดังนี้

ภาพที่ 12.2 แสดงอันดับความสำคัญของการวิเคราะห์ปัจจัยสวอต (SWOT analysis) อันประกอบด้วย จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาสและอุปสรรค ซึ่งก็พบว่าจุดอ่อน (W_w : 0.294) ถือเป็นปัจจัยที่ผู้เชี่ยวชาญเห็นว่ามีค่าความสำคัญมากที่สุดในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รองมาคือ จุดแข็ง (W_s : 0.267) อุปสรรค (W_t : 0.261) ที่มีระดับที่ใกล้เคียงกันและโอกาส (W_o : 0.178) มีน้ำหนักต่ำสุด



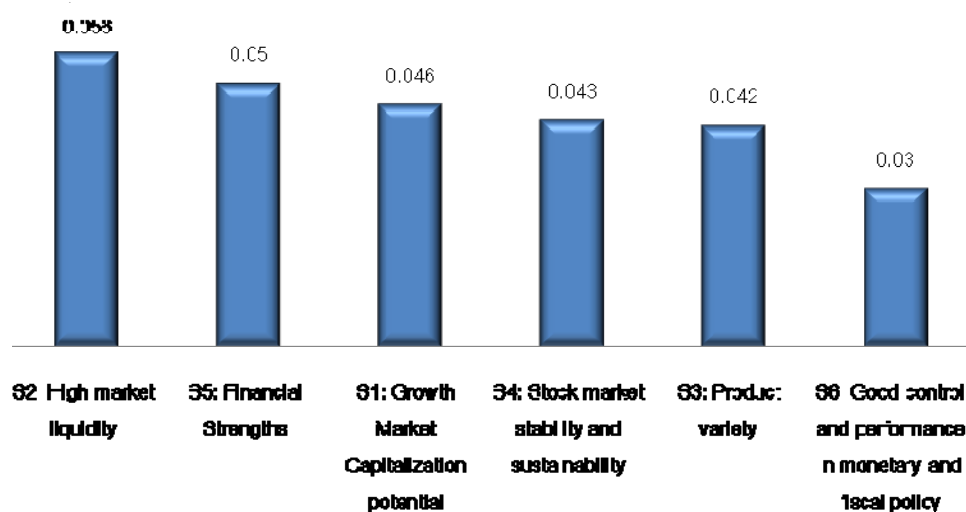
ภาพที่ 12.2 อันดับความสำคัญของการวิเคราะห์ปัจจัยสวอต

จุดอ่อนถือเป็นตัวแปรที่มีความสำคัญมากที่สุดในงานศึกษาครั้งนี้ (ภาพที่ 12.3) โดยในจุดอ่อนนั้นปัจจัยด้านโครงสร้างและพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยได้รับน้ำหนักสูงสุด (W_2 : 0.103) รองมาคือ ขนาดและบทบาทของตลาดหลักทรัพย์ที่ยังมีขนาดเล็ก (W_1 : 0.098) และการเข้าถึงแหล่งระดมทุนและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (W_3 : 0.093)



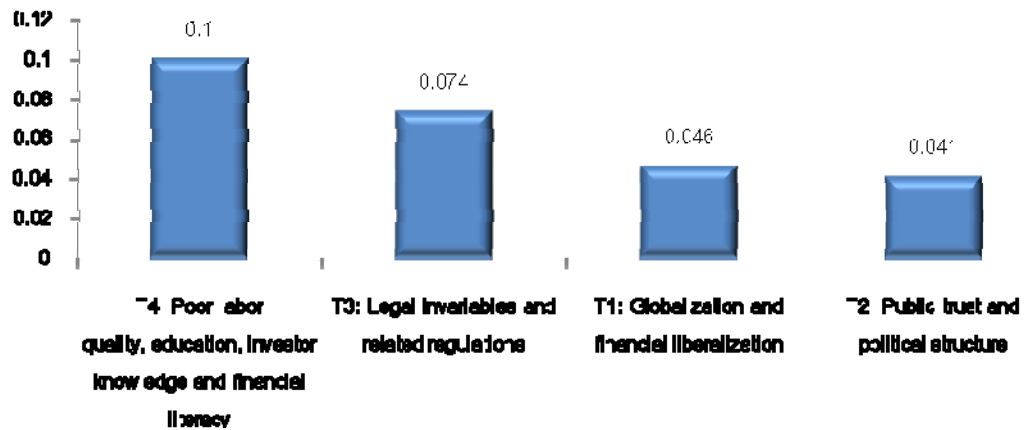
ภาพที่ 12.3 อันดับความสำคัญของปัจจัยในจุดอ่อน

จุดแข็งซึ่งเป็นลำดับถัดมาที่ผู้เชี่ยวชาญให้ความสำคัญรองจากจุดอ่อน (ภาพที่ 12.4) พบว่า สภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ (S_2 : 0.056) ถือเป็นตัวแปรสำคัญที่สร้างความได้เปรียบในการแข่งขันให้แก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รองมาคือพื้นฐานอัตราส่วนทางการเงินที่ดี (S_5 : 0.050) ซึ่งประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุน อัตราส่วนทางบัญชีพื้นฐาน (PE ratio, PBV และ DY) และอันดับถัดมาคือ ศักยภาพการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (S_1 : 0.046) เสถียรภาพและความยั่งยืนของการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ (S_4 : 0.043) และ ความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ (S_3 : 0.042) และการดำเนินนโยบายการเงินการคลังที่มีประสิทธิภาพ (S_6 : 0.030) ตามลำดับ



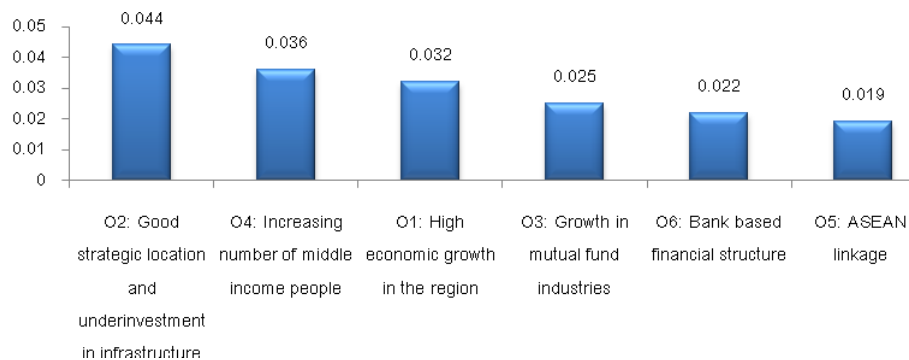
ภาพที่ 12.4 อันดับความสำคัญของปัจจัยในจุดแข็ง

เมื่อพิจารณาทางด้านอุปสรรคของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ภาพที่ 12.5) ก็พบว่า คุณภาพของแรงงาน การศึกษา ความรู้ทางการเงิน มีน้ำหนักมากที่สุด (T_4 : 0.1) รองมา คือกฎ ระเบียบและมาตรการที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนที่ขาดความยืดหยุ่น (T_3 : 0.074) ขณะที่ปัจจัยอื่น อาทิการเชื่อมโยงของเศรษฐกิจโลกและการเปิดเสรีทางเศรษฐกิจ (T_1 : 0.046) และความน่าเชื่อถือของภาครัฐและโครงสร้างการเมืองไทย (T_2 : 0.041) นั้นมีความสำคัญอันดับท้ายสุดและมีน้ำหนักที่ใกล้เคียงกัน



ภาพที่ 12.5 อันดับความสำคัญของปัจจัยในอุปสรรค

ทางด้านโอกาสของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ภาพที่ 12.6) พบว่า ภูมิศาสตร์ของประเทศถือเป็นโอกาสที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการเป็น ศูนย์กลางทางการเงินในกลุ่มอนุภาคแม่น้ำโขง (GMS connector) รวมถึงการลงทุนเกี่ยวกับ โครงสร้างพื้นฐานเพื่อรองรับการขยายตัวของเศรษฐกิจในภูมิภาค (O_2 : 0.044) รองมาคืออัตราการ ขยายตัวของประชากรภายในประเทศเป็นกลุ่มรายได้ปานกลาง (O_4 : 0.036) การขยายตัว ของเศรษฐกิจในภูมิภาค (O_1 : 0.032) การขยายตัวของธุรกิจกองทุนรวม (O_3 : 0.025) โครงสร้าง ตลาดการเงินเน้นการระดมทุนผ่านภาคธนาคารเป็นหลัก (O_6 : 0.022) และการจัดตั้งตลาดหลัก ที่หลักทรัพย์อาเซียน (O_5 : 0.019) โดยปัจจัยในงานศึกษาสามารถสรุปน้ำหนักลำดับความสำคัญได้ดัง ตารางที่ 12.1



ภาพที่ 12.6 อันดับความสำคัญของปัจจัยในโอกาส

ตารางที่ 12.1 คะแนนลำดับขั้นเชิงวิเคราะห์ตามรูปแบบสวอต

SWOT group	Scaling factor	SWOT factor	Local Priority	Global Priority
Strength (S)	0.267[2]	S1: growth market capitalization potential	0.046[3]	0.0123[8]
		S2: high market liquidity	0.056[1]	0.0150[6]
		S3: product variety	0.042[5]	0.0112[11]
		S4: stock market stability and sustainability	0.043[4]	0.0115[10]
		S5: financial strengths	0.050[2]	0.0134[7]
		S6: good control and performance in monetary and fiscal policy	0.030[6]	0.0080[13]
Weakness (W)	0.294[1]	W1: small market size and shares	0.098[2]	0.0288[2]
		W2: high proportion of short term trading behavior of investors	0.103[1]	0.0303[1]
		W3: low access to market	0.093[3]	0.0273[3]
Opportunities(O)	0.178[4]	O1: high economic growth in the region	0.032[3]	0.0057[16]
		O2: good strategic location and underinvestment in infrastructure	0.044[1]	0.0078[14]
		O3: growth in mutual fund industries	0.025[4]	0.0045[17]
		O4: increasing number of middle income people	0.036[2]	0.0064[15]
		O5: ASEAN linkage	0.019[6]	0.0034[19]
		O6: bank based financial structure	0.022[5]	0.0039[18]
Threat (T)	0.261[3]	T1: globalization and financial liberalization	0.046[3]	0.0120[9]
		T2: public trust and political structure	0.041[4]	0.0107[12]
		T3: legal invariables and related regulations	0.074[2]	0.0193[5]
		T4: poor labor quality, education, investor knowledge and financial literacy	0.100[1]	0.0261[4]

12.2 ข้อเสนอแนะและการจัดทำกลยุทธ์เพื่อพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไทย

12.2.1 สรุปข้อเสนอแนะ

ในส่วนนี้เป็นการสรุปข้อเสนอแนะของผู้เชี่ยวชาญถึงแนวทางในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์หรือกลยุทธ์ที่เหมาะสมกับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจและการเปิดเสรีอาเซียน เพื่อยกระดับการพัฒนาให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เป็นผู้นำในภูมิภาคอาเซียน โดยผู้เชี่ยวชาญได้กล่าวว่า แนวทางในการจัดทำกลยุทธ์เพื่อพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไทยควรเป็นมาตรการที่สามารถช่วงชิงโอกาสมาได้ อาทิ การเติบโตของเศรษฐกิจภายในประเทศและภูมิภาค การทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยเป็นแหล่งลงทุนทางเลือกในภูมิภาค การสร้างกองทุนรวม GMS และการเพิ่มบริการให้แก่ประเทศเพื่อนบ้าน หรือแถบทวีปตะวันตก ก็ถือว่าเป็นคนมีฐานะเช่นกัน ซึ่งการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นก็จะมีทั้งด้านกลต. ที่จำเป็นต้องปรับกฎระเบียบให้เกื้อหนุน อาทิ การให้บริษัทต่างชาติเข้ามาจดทะเบียนได้ การสร้าง National standard ของรูปแบบกฎหมายในกลุ่ม GMS และทางด้านบริษัทหลักทรัพย์จำเป็นต้องตั้งรับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้น โดยมีข้อเสนอแนะแบ่งเป็นประเด็นสำคัญ ดังนี้

1) การปรับปรุงกฎระเบียบเกี่ยวกับการลงทุน

ปัจจุบันพบว่า กฎหมายที่เกี่ยวกับการลงทุนยังไม่มีกรอบที่ชัดเจน และบริบทของตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงไปและทวีความสำคัญมากยิ่งขึ้น ดังนั้นการปรับกฎหมายให้ตอบรับกับยุคสมัยที่เปลี่ยนแปลงน่าจะเป็นทางออกที่ดีที่สุด กฎหมายที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ กฎหมายการล้มละลาย กฎหมายเกี่ยวกับกรรมสิทธิ์ (ownership) เป็นต้น นอกจากนี้ยังกล่าวถึง กฎระเบียบเกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ การคัดเลือกบริษัทที่มีศักยภาพเพียงพอให้เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งประเด็นนี้จะเห็นได้ว่าบริษัทบางแห่งเข้ามาจดทะเบียนได้เพียงระยะเวลาอันสั้นและถูก Delist ออกไป ดังนั้นการตรวจสอบและคัดเลือกบริษัทที่มีศักยภาพเข้าลงทุนควรมองในมุมมองระยะยาวด้วยเช่นกัน โดยการปรับกฎระเบียบให้เป็นมาตรฐานสากล ตามที่องค์กรระหว่างประเทศของหน่วยงานที่มีหน้าที่กำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุน (International Organization of Securities Commissions: IOSCO) ตั้งไว้ถือเป็นอีกเป้าหมายของตลาดหลักทรัพย์ไทยที่จะมี Global standard ในการกำกับดูแลและรองรับการเชื่อมโยงของตลาดหลักทรัพย์ แต่ทั้งนี้อุปสรรคยังเกิดอยู่ในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์เอเชีย ที่มีมาตรฐานค่อนข้างแตกต่างออกไป ดังนั้นจึงเป็นความท้าทายของตลาดหลักทรัพย์ไทยที่ต้องปรับตัวหลังจากมีการเชื่อมโยงในกลุ่ม ASEAN Exchange

2) การพัฒนาบุคลากรและคุณภาพนักลงทุน

โดยปัญหาในการลงทุน ณ ปัจจุบันยังอยู่ที่ความรู้พื้นฐานทางด้านการเงินของประชาชนยังต่ำ (finance literacy) ผู้เชี่ยวชาญได้ให้ความคิดเห็นเสริมว่าการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ในตลาดหลักทรัพย์ อาจไม่สามารถตอบโจทย์การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ที่แท้จริงได้ แต่กล่าวถึงคุณภาพของแรงงานด้านการเงินที่กำลังเข้าสู่ตลาด อาทิ การอบรมเพื่อต่ออายุนักวิเคราะห์การลงทุนและแนะนำการลงทุน ซึ่งใช้เวลาประมาณ 15 ชม.ทุก 2 ปี ยังเห็นว่าไม่เพียงพอในการพัฒนาศักยภาพของแรงงาน ซึ่งอันนี้ก็ขึ้นอยู่กับมุมมองของผู้บริหารระดับสูง เพราะงานทางด้านวิเคราะห์เป็นเรื่องที่สำคัญ ต้องอาศัยความรอบคอบเป็นอย่างมาก และส่งผลต่อความเข้าใจของนักลงทุน

12.2.2 การจัดทำกลยุทธ์เพื่อพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไทย

หลังจากได้กำหนดปัจจัยสภาพแวดล้อมทั้งปัจจัยภายในและภายนอกตามรูปแบบการวิเคราะห์สวอต (SWOT analysis) ซึ่งโดยทั่วไปของการกลยุทธ์จะสามารถแบ่งออกเป็น 4 ด้าน คือ กลยุทธ์รุกกราน (SO) เป็นการนำจุดแข็งมาสร้างโอกาส, กลยุทธ์แตกตัว (WO) เป็นการนำเอาโอกาสมาลดจุดอ่อน, กลยุทธ์พลิกฟื้น (ST) เป็นกลยุทธ์ในการนำจุดแข็งมาลดอุปสรรคที่เกิดขึ้น และกลยุทธ์ป้องกัน (WT) เป็นวิธีการในการลดจุดอ่อนและหลีกเลี่ยงอุปสรรคที่เกิด ซึ่งเรียกว่า TOWS matrix (H. Weighrich, 'The tows matrix-A too; for situational analysis' pp.60 reference from Vasantha Wichramasinghe, 2009) ก็พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยให้คะแนนกับปัจจัยภายในที่ค่อนข้างสูงและเมื่อพิจารณาคะแนนในภาพรวมแล้วก็พบว่า ตกอยู่ในกลุ่มป้องกัน (WT) โดยตลาดหลักทรัพย์ไทยจำเป็นต้องประเมินจุดอ่อนและข้อจำกัดเพื่อนำมากำหนดกลยุทธ์ ในที่นี้ประกอบด้วย การควบคุมและตรวจสอบพฤติกรรมกรรมการซื้อขายของนักลงทุนบัญชีบริษัทหลักทรัพย์ การปรับปรุงกฎระเบียบเกี่ยวกับการลงทุน และการพัฒนาคุณภาพแรงงานและการศึกษาด้านการเงินแสดงดังภาพที่ 12.7

	Internal Strength (S) $W_s: 0.267$		Internal Weakness (W) $W_w: 0.294$	
External Opportunities (O) $W_o: 0.178$	W=0.048	SO Strategy	W=0.052	WO Strategy
	SO1-การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์สินไทยให้เป็น GMS Connector (S1/S3/O1/O2/O4) SO2-การรวมกิจการตลาดหลักทรัพย์สินและหาส่วนแบ่งเชิงกลยุทธ์กับตลาดหลักทรัพย์สินนานาชาติ (S1/O1/O2/O5) SO3-การพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่เป็นเอกลักษณ์ อาทิ กองทุนโครงสร้างพื้นฐานกองทุนรวมส่งเสริมอุตสาหกรรมที่สำคัญของประเทศ (S1/S4/O2/O3/O4)		WO1-ส่งเสริมให้เกิดการรวมกิจการและระดมทุนผ่านธุรกิจร่วมทุน (W1/W3/O1/O2) WO2-การพัฒนาธุรกิจขนาดเล็ก SMEs ให้สามารถเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ (W1/W3/O6) WO3-การส่งเสริมให้เกิดการจดทะเบียนแบบ dual listing จากบริษัทต่างชาติที่มีศักยภาพ (W1/W3/O1/O2/O5)	
External Threats (T) $W_t: 0.261$	W=0.068	ST Strategy	W=0.077	WT Strategy
	ST2-การสร้างแรงจูงใจให้เกิดการลงทุนตลาดหลักทรัพย์สินเพิ่มมากขึ้น (S1/S5/S6/T1/T4)		WT1-การควบคุมและตรวจสอบพฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนบัญชีบริษัทหลักทรัพย์สิน (T1/T3/W2) WT2-การขยายฐานนักลงทุนสถาบัน (T1/T4/W1/W2) WT3-การปรับปรุงกฎระเบียบเกี่ยวกับการลงทุน (T3/ W1/W3) WT4-การพัฒนาคุณภาพแรงงานและการศึกษาด้านแรงงาน และการปรับปรุงกฎระเบียบเกี่ยวกับการลงทุน รายละเอียดดังนี้	

ภาพที่ 12.7 TOWS Matrix ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กลยุทธ์เชิงป้องกัน (WT strategy) ประกอบด้วยกลยุทธ์ที่ขจัดจุดอ่อนและข้อจำกัดที่เป็นอุปสรรคเพื่อรักษาความสามารถในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ไทย ได้แก่ การควบคุมและตรวจสอบพฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนบัญชีบริษัทหลักทรัพย์สิน การขยายฐานนักลงทุนสถาบัน การพัฒนาคุณภาพแรงงานและการศึกษาด้านแรงงาน และการปรับปรุงกฎระเบียบเกี่ยวกับการลงทุน รายละเอียดดังนี้

1) การควบคุมและตรวจสอบพฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนบัญชีบริษัทหลักทรัพย์สิน เพื่อลดความผันผวนของดัชนีตลาดหากเราพิจารณาโครงสร้างของนักลงทุนพบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมีโครงสร้างนักลงทุนที่รายย่อยถึงร้อยละ 59 จากกลุ่มนักลงทุนทั้งหมด ขณะที่สัดส่วนของนักลงทุนสถาบัน บริษัทหลักทรัพย์สิน และนักลงทุนต่างชาติเท่ากับร้อยละ 8, 11, 22 ตามลำดับและเมื่อพิจารณาถึงรูปแบบการซื้อขายหลักทรัพย์ก็พบว่าสัดส่วนของนัก

ลงทุนรายย่อยและบริษัทหลักทรัพย์จะเน้นการซื้อขายในลักษณะ Day trading ซึ่งพฤติกรรมเหล่านี้ก็ส่งผลให้การซื้อขายในตลาดมีความผันผวนอย่างมาก ทางสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จึงเริ่มมีการตรวจสอบอย่างเข้มงวดเกี่ยวกับการซื้อขายของบริษัทหลักทรัพย์ ที่ส่งผลกระทบต่อราคาซื้อขายในช่วงก่อนตลาดปิด ดังนั้นควรมีการกำหนดกรอบที่ชัดเจนในการศึกษาเสถียรภาพตลาดจากความผันผวนของการซื้อขาย อาทิ การรายงานผลการซื้อขาย การกำหนดเพดานในการซื้อขายหรือการหมุนรอบการซื้อขาย นอกจากนี้ควรมีการตรวจสอบของกรบริษัทหลักทรัพย์ให้มีการแยกฝ่ายดำเนินงานระหว่างพอร์ตของบริษัทและพอร์ตลูกค้า เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน และป้องกันปัญหาตลาดหลักทรัพย์ขาดเสถียรภาพ

2) การขยายฐานนักลงทุนสถาบัน จากงานศึกษาของ เอกชัย นิตยาเกษตรวัฒน์ และ ประดิษฐ์ วิศิฎภกร (2544) พบว่านักลงทุนสถาบันมีบทบาทสำคัญในการพัฒนาตลาดทุนไทยเพราะเป็นการสร้างโอกาสให้กับบริษัทจดทะเบียนและแสดงถึงสัญญาณที่ดี ที่จะเกิดการเปลี่ยนแปลงใหม่ ๆ ซึ่งช่วยให้บริษัทมีการพัฒนามากยิ่งขึ้นรวมถึงเป็นกลุ่มการเข้ามาตรวจสอบการดำเนินงานของบริษัทได้ดีมาก โดยกลุ่มนักลงทุนสถาบันเราสามารถแยกออกเป็น 3 กลุ่มหลัก คือ บริษัทเพื่อการลงทุน บริษัทประกันภัย และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ซึ่งพบว่าสัดส่วนของนักลงทุนกลุ่มนี้ของไทยมีจำนวนน้อยมากและมีอัตราการขยายตัวที่ต่ำ ดังนั้นมาตรการที่ช่วยให้จูงใจให้เกิดการลงทุนของกลุ่มนักลงทุนสถาบันให้เพิ่มมากขึ้น อาทิ การลดหรือยกเว้นภาษีเกี่ยวกับการลงทุนให้แก่กลุ่มนักลงทุนสถาบัน (บางกลุ่ม) การสร้างสภาวะที่เอื้อให้เกิดการเติบโตของธุรกิจและการเงิน มาตรการเหล่านี้ถือว่าภาครัฐเข้ามามีบทบาทสำคัญที่จะผลักดันให้อุปสงค์ของกลุ่มนักลงทุนสถาบันสูงขึ้น สร้างเสถียรภาพให้แก่ตลาดหลักทรัพย์ไทย

3) การพัฒนาคุณภาพแรงงานและการศึกษาทางการเงิน จากข้อสรุปเกี่ยวกับคุณภาพการศึกษาทางการเงินและทักษะอื่นที่เกี่ยวข้อง อาทิ ภาษาและเทคโนโลยีสารสนเทศ พบว่าประชาชนไทยยังขาดความรู้ความเข้าใจที่ถูกต้อง ซึ่งถือว่าเป็นอุปสรรคในการพัฒนาตลาดที่สำคัญ มาตรการแก้ไข จำเป็นต้องได้รับความร่วมมือจากทุกภาคส่วน ไม่ว่าจะเป็นสถาบันวิจัย สถานศึกษา ภาคธุรกิจและภาครัฐ ในการพัฒนาความรู้เกี่ยวกับการลงทุนให้เกิดความรู้ความเข้าใจที่ถูกต้อง นอกจากนั้นบริษัทหลักทรัพย์ควรมีการทดสอบความรู้นักลงทุนเพื่อจัดกลุ่มและระบุคุณสมบัติของนักลงทุนที่สามารถซื้อขายผลิตภัณฑ์ที่มีความซับซ้อนได้ ด้านการพัฒนาคุณภาพแรงงาน ควรมีการปรับปรุงการฝึกอบรม โดยมีการขยายระยะเวลาในการฝึกอบรมในส่วนของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ มีการเพิ่มความเข้มงวดในการสอบนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ผู้ที่ติดต่อกับประชาชน เช่น Investment advisor และ Investment planner เป็นต้น

4) การปรับปรุงเกี่ยวกับกฎระเบียบและกฎหมายการลงทุน โดยจากงานศึกษาของ กุลธิดา สมใจวงศ์และคณะ (2555), การสัมมนากฎหมายใหม่พัฒนาตลาดทุนได้จริงหรือจัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2554) และการสัมมนากลุ่มผู้ประกอบการธุรกิจการเงิน

เพื่อเตรียมพร้อมสู่ประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน จัดทำโดยสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (สศค.) กระทรวงการคลัง (2555) พบว่าการพัฒนาด้านกฎระเบียบเกี่ยวกับการลงทุนของไทยยังมีความล่าช้าและไม่สอดคล้องกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศ ทำให้เกิดคอขวดในการพัฒนา โดยกฎหมายที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ กฎหมายการล้มละลาย กฎหมายกรรมสิทธิ์ และกฎหมายคดีอาญาอื่นที่ใช้ระยะเวลายาวนาน จนไม่เกิดการฟ้องคดี ซึ่งทั้งหมดนี้จะเกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ของนักลงทุนที่สมควรได้รับการปกป้องสิทธิของตนเอง และสามารถเรียกร้องค่าเสียหายจากการดำเนินงานที่ขาดความระมัดระวัง หรือมีการทุจริตได้ ขณะที่กฎหมายที่ส่งผลต่อการเพิ่มศักยภาพในการดำเนินธุรกิจและตลาดหลักทรัพย์ อาทิ กฎหมายการควบรวมกิจการ และการจัดเก็บภาษี กฎหมายการอนุญาตให้บริษัทต่างด้าวเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ ซึ่งถ้าหากการปรับปรุงกฎระเบียบนี้เป็นผลสำเร็จ ก็ส่งผลให้เกิดการพัฒนาเศรษฐกิจอย่างเต็มประสิทธิภาพ และตลาดหลักทรัพย์ไทยก็จะสามารถปรับตัวเพื่อรองรับการแข่งขันทวีความรุนแรงขึ้นทุกขณะ

การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไทยให้มีความสามารถในการแข่งขันทั้งระดับภูมิภาคอาเซียน และระดับโลก ถือเป็นโจทย์สำคัญจากสถานการณ์ในปัจจุบัน เพราะตลาดหลักทรัพย์นั้นถือเป็นตัวกลางที่เชื่อมโยงระหว่างนักลงทุนและผู้ระดมทุน การจัดทำมาตรการให้ตลาดหลักทรัพย์ดำเนินไปได้อย่างมีประสิทธิภาพจำเป็นต้องอาศัยความร่วมมือจากทุกภาคส่วน และพยายามให้มาตรการดังกล่าวมีความเป็นไปได้ และแก้ไขปัญหาได้อย่างตรงจุด นอกจากกลยุทธ์เชิงรับที่ตลาดหลักทรัพย์ไทยจำเป็นต้องปรับตัวในแผนลำดับถัดไปในการพัฒนาขีดความสามารถในการแข่งขันคือการพลิกฟื้น แดกตัวและรุกราน (ตารางที่ 12.2) อาทิ การขยายอุปทานของตลาดโดยส่งเสริมให้ธุรกิจเกิดการควบรวมกิจการและระดมทุนผ่านธุรกิจร่วมทุน การจัดตั้งคลินิกในการพัฒนาธุรกิจขนาดเล็ก (SMEs) เพื่อให้สามารถเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ และการส่งเสริมให้เกิดการระดมทุนแบบ Dual listing โดยจัด road show ในต่างประเทศเพื่อค้นหาบริษัทที่มีคุณภาพมาเพิ่มขอบข่ายการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย อีกส่วนหนึ่งจะกล่าวถึงการควบรวมกิจการตลาดหลักทรัพย์โดยตรงหรือการหาส่วนแบ่งทางธุรกิจเชิงกลยุทธ์ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำเป็นต้องศึกษาผ่านแม่แบบอย่าง NESDAQ Euronext และจากงานศึกษาของ อนุภาพ โฉมศรี (2552) พบว่าเมื่อตลาดหลักทรัพย์ได้เริ่มมีการดำเนินควบรวมกิจการก็ส่งผลให้มูลค่าตลาดรวมและมูลค่าการซื้อขายปรับตัวสูงขึ้น และเป็นการดึงดูดให้บริษัทเข้ามาจดทะเบียน ส่งผลให้เกิดการประหยัดต่อขนาด โดยมีสัดส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ลดลง อัตรากำไรสุทธิที่เพิ่มขึ้น ขณะที่นักลงทุนก็ได้รับผลประโยชน์แฝงจากต้นทุนที่ต่ำลง แต่อย่างไรก็ดี ประเด็นในการควบรวมกิจการถือว่าค่อนข้างอ่อนไหวเนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเศรษฐกิจประเทศ

ตารางที่ 12.2 ยุทธศาสตร์การพัฒนาความสามารถในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

มาตรการ	ระยะสั้น
	ระยะกลาง
	ระยะยาว
กลยุทธ์ป้องกันตัว WT strategy ($W_{WT}=0.077$)	WT1-การควบคุมและตรวจสอบพฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนบัญชีบริษัทหลักทรัพย์เพื่อลดความผันผวนของดัชนีตลาด WT2-การขยายฐานนักลงทุนสถาบัน WT3-การพัฒนาคุณภาพแรงงานและการศึกษาด้านการเงิน -ขยายระยะเวลาในการฝึกอบรม เพิ่มความเข้มงวดในการสอบนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ -สร้างความร่วมมือกับทุกภาคส่วน ไม่ว่าจะเป็นสถาบันวิจัย สถานศึกษา ภาคธุรกิจและภาครัฐ ในการพัฒนาความรู้เกี่ยวกับการลงทุน -มีการจัดกลุ่มของนักลงทุนและระบุคุณสมบัติของนักลงทุนที่สามารถซื้อขายผลิตภัณฑ์ที่มีความซับซ้อนได้ WT4-การปรับปรุงกฎระเบียบเกี่ยวกับการลงทุน อาทิ -กฎหมายการล้มละลาย -กฎหมายกรรมสิทธิ์ -กฎหมายการรวมกิจการและจัดเก็บภาษี -กฎหมายอนุญาตให้บริษัทต่างด้าวเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ -การดำเนินคดีอาญาที่ใช้ระยะเวลายาวนาน จนไม่เกิดการฟ้องคดี

ตารางที่ 12.2 (ต่อ)

มาตรการ	ระยะสั้น
	ระยะกลาง
	ระยะยาว
 กลยุทธ์พลิกฟื้น ST Strategy (W_{ST} :0.068)	ST1-การสร้างแรงจูงใจให้เกิดการลงทุนตลาดหลักทรัพย์ - การเพิ่มผลิตภัณฑ์ให้เหมาะสมกับคนทุกกลุ่ม อาทิ ผลิตภัณฑ์ที่สอดคล้องกับหลักศาสนาอิสลาม กองทุนหรือประกันภัยที่เหมาะสมตามช่วงอายุ - การเพิ่มช่องทางการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ให้นักลงทุนเข้าถึงได้สะดวกมากยิ่งขึ้น อาทิ การซื้อขายผลิตภัณฑ์ได้ผ่านธนาคาร
 กลยุทธ์แตกตัว WO Strategy (W_{WO} :0.052)	WO1-การส่งเสริมให้ธุรกิจเกิดการควบรวมกิจการและระดมทุนผ่านธุรกิจร่วมทุน WO2-การพัฒนาธุรกิจขนาดเล็ก SMEs ให้สามารถเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ WO3-การส่งเสริมให้เกิดการจดทะเบียนแบบ dual listing จากบริษัทต่างชาติที่มีศักยภาพ
 กลยุทธ์บูรณาการ SO Strategy (W_{SO} :0.048)	SO1-การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไทยให้เป็น GMS Connector SO2-การควบรวมกิจการตลาดหลักทรัพย์และหาส่วนแบ่งเชิงกลยุทธ์กับตลาดหลักทรัพย์นานาชาติ SO3-การพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่เป็นเอกลักษณ์ อาทิ กองทุนโครงสร้างพื้นฐาน กองทุนรวมส่งเสริมอุตสาหกรรมที่สำคัญของประเทศ

บรรณานุกรม

กุลนิดา สมใจวงศ์ และคณะ. 2555. คอขวดที่จะเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการเติบโตของตลาดทุนไทยในระยะต่อไป. เอกสารงานวิจัยฉบับที่ 6/2555. สถาบันวิจัยเพื่อพัฒนาตลาดทุน (CMRI).

ประสาร ไตรรัตน์วรกุล. 2543. ความจำเป็นและแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย. เอกสารวิจัยส่วนบุคคลดีเด่น ลักษณะวิชา การเศรษฐกิจ วิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร.

- พรเพ็ญ วรสิทธา. 2556. ภาพรวมตลาดกองทุนรวม ความสำคัญและข้อปรีศนา ใน ไขปรีศนา กองทุนรวมไทย ความหวังและความจริง. เอกสารประกอบการสัมมนาวันที่ 14 กุมภาพันธ์ 2556 ณ หอประชุมศาสตราจารย์สังเวียน อินทรวิชัย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (เอกสารอัดสำเนา)
- มานพ อุดมเกิดมงคลและคณะ. 2555. การพัฒนาระบบการเงินกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ คำนวณที่ 7 กันยายน 2556 จาก <http://www.bot.or.th/Thai/EconomicConditions/Publication/DiscussionPaper/dp082012.pdf>
- ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์. 2556. แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาคและตลาดกองทุนรวมไทย ใน ไขปรีศนา กองทุนรวมไทย ความหวังและความจริง. เอกสารประกอบการสัมมนาวันที่ 14 กุมภาพันธ์ 2556 ณ หอประชุมศาสตราจารย์สังเวียน อินทรวิชัย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (เอกสารอัดสำเนา)
- สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง. 2555. สรุปผลการสัมมนากลุ่มผู้ประกอบการธุรกิจการเงินเพื่อเตรียมพร้อมสู่ประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน. วันที่ 30-31 กรกฎาคม และ 1 สิงหาคม 2555 ณ โรงแรม เอส 31 สุขุมวิท กรุงเทพฯ คำนวณที่ 30 ตุลาคม 2555 จาก <http://www.fpo.go.th/FPO/modules/Content/getfile.php?contentfileID=3514>
- เอกชัย นิตยาเกษตรวัฒน์ และ ประดิษฐ์ วิศิษฐกร. 2544. บทบาทของนักลงทุนสถาบันต่อการพัฒนาตลาดทุนไทย. กรุงเทพมหานคร คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.
- International Institute for Management Development. 2013. **IMD World Competitiveness Yearbook 2012.**
- Investment Company Institute: ICT. 2013. Total Net Asset in U.S. dollars. (Millions, end of period) Retrieved September, 9 2013 from <http://www.ici.org/>
- Vasantha Wickramasinghe. 2009. Application of Combined SWOT and Analytic Hierarchy Process (AHP) for Tourism Revival Strategic Marketing Planning: A Case of Sri Lanka Tourism. Journal of the Eastern Asia Society for Transportation Studies Vol.8.
- World Economic Forum. 2012. **Financial Development Report 2012 – 2013.** Retrieved September 9, 2012 from <http://www.weforum.org/reports/financial-development-report-2012>
- World Economic Forum. 2012-2013. **Global Competitiveness Report 2012-2013.** Retrieved September 9, from http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2012-13.pdf

World Federation Exchange. 2007-2012. **Annual Query Tool**. Retrieved September 9, 2012 from <http://www.world-exchanges.org/>

บทที่ 13

การสนทนากลุ่มผู้ทรงคุณวุฒิ ในตลาดหลักทรัพย์



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

บทที่ 13

การสนทนากลุ่มผู้ทรงคุณวุฒิในตลาดหลักทรัพย์

ในบทนี้ จะเป็นการสรุปการสนทนากลุ่มของผู้ทรงคุณวุฒิในตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และสถาบันการศึกษา เป็นต้น โดยประเด็นการสนทนา คือ (1) การกำหนดตัวชี้วัดในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคอาเซียน (2) การวิเคราะห์จุดอ่อน จุดแข็ง โอกาส และอุปสรรคของตลาดหลักทรัพย์ไทยโดยเปรียบเทียบ (3) แนวทางในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์หรือกลยุทธ์ที่เหมาะสมกับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจและการเปิดเสรีอาเซียน มีรายละเอียดดังนี้

13.1 ตัวชี้วัดในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์

- ด้านขนาด พิจารณาจาก จำนวนบริษัทจดทะเบียน ความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ มูลค่าการซื้อขาย มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเบื้องต้น

ผู้ทรงคุณวุฒิได้ให้ความเห็นว่าควรพัฒนาตลาดทุนให้เป็นเสาหลักและตัวกลางของเศรษฐกิจในการพัฒนาประเทศ (Operator) โดยตัวชี้วัดทางด้านขนาดสามารถพิจารณาออกเป็น 2 มุมคือ ด้านอุปสงค์โดยพิจารณาลักษณะโครงสร้างนักลงทุน รวมถึงพฤติกรรมการลงทุนที่เป็นระยะสั้นและระยะยาว ขณะที่ด้านอุปทานคือพิจารณาจากจำนวน มูลค่าของบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จำนวนการเสนอขายหุ้นใหม่ครั้งแรกให้แก่ประชาชน (*Initial public offering: IPO*) โดยปัจจัยด้านขนาดควรจะมีการศึกษาให้เกิดความลึกมากยิ่งขึ้น และมีการค้นหาจุดเด่นของตลาดหลักทรัพย์เพื่อเป็นกลยุทธ์ในการพัฒนาขนาดตลาด อาทิ การเป็นศูนย์กลางการลงทุนในกลุ่มอนุภาคกลุ่มแม่น้ำโขง (GMS Connector)

นอกจากนี้ผู้ทรงคุณวุฒิ ยังเห็นว่าการสร้างตัวชี้วัดทั้ง 4 มิติดังนี้มีส่วนที่ทับซ้อนกัน ควรมีการจัดหมวดหมู่ให้มีจำนวนไม่มาก อาจศึกษาตัวชี้วัดจากหน่วยงานที่ได้ทำการจัดอันดับและพัฒนาตัวชี้วัดตลาดหลักทรัพย์ อาทิ บริษัทผู้จัดทำดัชนีชั้นนำของโลก FTSE หรือ Standard and poor's เป็นต้น รวมถึงการสร้างตัวชี้วัด ควรมีวัตถุประสงค์เพื่อให้เกิดประโยชน์ในการพัฒนาภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงด้วย เพราะการขยายตัวของตลาดหลักทรัพย์อาจไม่ตอบโจทย์การพัฒนาของประเทศในกลุ่มเกษตรกรรม และ เมื่อการศึกษาครั้งนี้พิจารณาเฉพาะส่วนของตลาดหุ้นเป็นหลักอาจจะทำให้เป็นข้อจำกัดในการงานศึกษาได้

- ด้านการเข้าถึงแหล่งระดมทุน พิจารณาจาก จำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ การเสนอขายหุ้น IPO และมูลค่าหุ้น IPO ระดับการกระจุกตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัท (Concentration ratio-10) การกระจุกตัวในอุตสาหกรรม โดยใช้ดัชนีเฮอร์ฟินดาห์ล (Herfindahl-Hirschman Index: HHI)

นิยามของการเข้าถึงทางผู้ทรงคุณวุฒิให้ความคิดเห็นเกี่ยวกับการเข้าถึงของกลุ่มนักลงทุน พบว่าระดับ Free float ที่แสดงถึงจำนวนหุ้นที่นักลงทุนทั่วไปสามารถซื้อขายได้ และความแข็งแกร่งของสถาบันตัวกลาง อาทิ บริษัทหลักทรัพย์สามารถเผยแพร่ความรู้ได้อย่างถูกต้อง รวดเร็ว ทัวถึง มีนักวิเคราะห์ที่มีความรู้ความสามารถ เป็นต้น ซึ่งหากสามารถแยกได้ว่าสำหรับนักลงทุนไทยและนักลงทุนต่างชาติก็จะเป็นผลดีเพราะแม้ Free float จะสูงแต่มีการกีดกันนักลงทุนต่างชาติก็ถือเป็นปัญหาในการเข้าถึงของกลุ่มนักลงทุนต่างชาติได้เช่นกัน ทางด้านการเข้าถึงแหล่งระดมทุนการพัฒนาธุรกิจร่วมทุน (Venture capital) และการควบรวมกิจการ (Merger & Acquisition: M&A) ก็เป็นการสนับสนุนให้บริษัทมีศักยภาพเพียงพอเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ แต่ในกรณีประเทศไทยการพัฒนาธุรกิจร่วมทุน (Venture capital) ให้มีศักยภาพยังอยู่ในวงจำกัดเพราะยังมีนโยบายที่สนับสนุนในบางอุตสาหกรรมซึ่งทำให้ธุรกิจร่วมทุนยังไม่เติบโตเพียงพอ

- ด้านมั่นคงของตลาดและเสถียรภาพของราคาโดยพิจารณาจาก (1) ความเบ้ของอัตราผลตอบแทน (2) บริษัทมีคุณภาพในการรายงานงบการเงิน เราจึงดูโอกาสในการตกต่ำกำไรมากน้อยขนาดไหน และ(3) คุณภาพโดยวัดจากธรรมชาติของงบการเงินของบริษัท

ผู้ทรงคุณวุฒิได้ให้ความคิดเห็นเกี่ยวกับเสถียรภาพว่าหากวัดที่ค่า Turnover ratio หรืออัตราการหมุนของหุ้นก็คาดการณ์ได้ว่าสิงคโปร์ควรจะมีเสถียรภาพที่สูงมากกว่าตลาดหลักทรัพย์ไทย เพราะตลาดหลักทรัพย์ไทยมีค่า turnover ratio สูงถึงร้อยละ 80 และทางตลาดหลักทรัพย์เองก็มีการเฝ้าระวังว่าจะเกิดความผันผวนของการดัชนีเช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์ไต้หวันที่กลุ่มนักลงทุนรายย่อยมีการปั่นราคาที่ย้อนข้างสูง นอกจากนี้การวัดจากระยะเวลาการจดทะเบียนของบริษัทอาจจะบอกถึงความยั่งยืนของธุรกิจ ซึ่งปัจจุบันบริษัทจดทะเบียนในไทยก็มีปัญหาในส่วนนี้ เพราะเข้าจดทะเบียนได้ในระยะเวลาสั้น

- ด้านประสิทธิภาพ พิจารณาจากต้นทุนการธุรกรรม การทดสอบประสิทธิภาพของตลาดด้วยค่าอัตตสหสัมพันธ์ (Autocorrelation test) อัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์ (Zero trading days) และค่าความสอดคล้องของผลตอบแทน (Synchronicity/Co movement measure)

ประสิทธิภาพของตลาดผู้ทรงคุณวุฒิ ได้ให้นิยามว่าคือ ระบบการซื้อขายที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ไทยก็ได้มีการปรับปรุงระบบใหม่ในเดือนกันยายน 2555 เรียกว่า SET CONNECT เพื่อตอบสนองการขยายตัวของธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนั้นความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ก็สามารถบอกถึงประสิทธิภาพของตลาดในการตอบสนองต่อความต้องการนักลงทุนได้

นอกจากนี้ การศึกษาดัชนีชี้วัดการพัฒนาลตลาดหลักทรัพย์ จำเป็นต้องมีการระบุถึงจุดมุ่งหมายในการพัฒนาในงานศึกษา อาทิ (1) การเป็นช่องทางในการระดมทุนและเป็นแหล่งลงทุนของประเทศ (2) เป็นการใช้ประโยชน์จากแหล่งเงินทุนจากต่างประเทศ และ (3) เพิ่มโอกาสให้ประชาชนได้ลงทุน เพิ่มการออม เพื่อประกอบการวางนโยบาย (Policy maker) เพราะทำให้ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องทราบถึง จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาสและอุปสรรค ของตลาดหลักทรัพย์ไทย มาตรการที่สำคัญได้แก่ การตรวจสอบและควบคุมการไหลเข้าของเงินลงทุนจากต่างประเทศ (Capital inflow) เพื่อลดความผันผวนของดัชนี การส่งเสริมให้เกิดการลงทุนแบบกระจายความเสี่ยง (Diversification) เป็นต้น ในส่วนของการเปิด ASEAN exchange นั้นถือว่าเกิดประโยชน์ในภาพรวม แต่เมื่อแยกในแต่ละประเทศสมาชิกนั้นก็จะได้ประโยชน์ที่แตกต่างกันขึ้นอยู่กับศักยภาพในการตอบรับการเชื่อมโยงตลาดหลักทรัพย์ได้มากเพียงใด

ตารางที่ 13.1 สรุปปัจจัยชี้วัดในงานศึกษาในประเด็นที่ 1

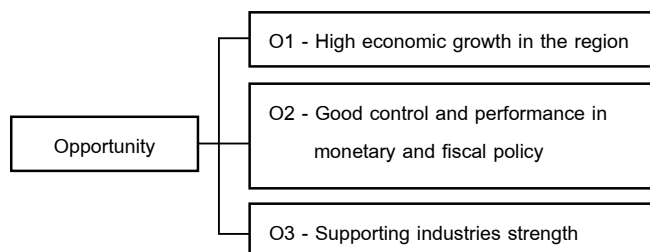
ปัจจัย	ปัจจัยย่อย
ขนาด (Size)	-มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) -มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติเบื้องต้น -การซื้อขายหลักทรัพย์ ประกอบด้วย มูลค่าและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน - โครงสร้างนักลงทุน และพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุน* - ระดับการส่งเสริมความรู้เพื่อการลงทุน*
การเข้าถึง (Access)	-จำนวนบริษัทที่ระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ -ขนาดบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ -ระดับการกระจุกตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัท (CR-10) -ระดับการกระจุกตัวในอุตสาหกรรม โดยใช้ดัชนีเฮอร์ฟินดาห์ล (Herfindahl-Hirschman Index :HHI) ศึกษาตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและตัวแปรยอดขาย -ระดับ Free float แยกเป็นสำหรับนักลงทุนภายในและต่างประเทศ* -การพัฒนาธุรกิจร่วมทุน (Venture capital)* -การควบรวมกิจการ (Merger & Acquisition: M&A)*
ประสิทธิภาพ (Efficiency)	-ต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction Cost) -การทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ด้วยวิธี Autocorrelation

	-อัตราผลตอบแทนที่เท่ากับศูนย์ (zero trading days) -ค่าความสอดคล้องของผลตอบแทน (Co-movement/Synchronicity) -ระบบการซื้อขายที่มีประสิทธิภาพ* -ความหลากหลายของผลิตภัณฑ์* -การวางนโยบายที่เอื้อต่อการพัฒนาตลาดทุน(Policy maker)*
เสถียรภาพ (Stability)	-สภาพคล่องของการซื้อขาย (Turnover ratio) -ความไม่สมมาตรของผลตอบแทนหลักทรัพย์ -โอกาสในการตกแต่งกำไร (Probability of earnings manipulation) -คุณภาพของบริษัทจดทะเบียน*

หมายเหตุ: *ปัจจัยที่เพิ่มเติมมากจากการสนทนากลุ่ม

13.2 จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาสและอุปสรรคของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

• โอกาสของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ภาพที่ 13.1 โอกาสของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

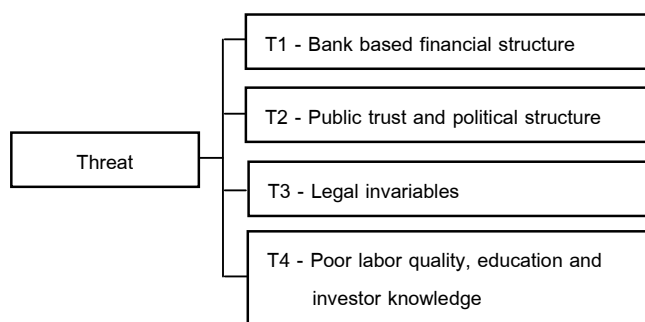
O1- เศรษฐกิจที่เติบโตในภูมิภาค (High economic growth in the region) ถือเป็นประโยชน์ที่ทุกประเทศในกลุ่มสมาชิกได้รับ และจากลักษณะทางภูมิศาสตร์ของประเทศที่เป็นจุดศูนย์กลางกลุ่มอนุภาคลุ่มแม่น้ำโขง (Greater Mekong Sub-region: GMS) รวมทั้งการเพิ่มขึ้นของรายได้ประชากรภายในประเทศ (Middle income) ถือเป็นอีกปัจจัยที่ส่งเสริมให้ประชาชนเริ่มมีการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น ดังนั้นปัจจัยที่ควรพิจารณาเพิ่มเติมจากการขยายตัวของเศรษฐกิจในภูมิภาคคือ โครงสร้างรายได้ของประชากร (Gross domestic income) และการออมของประชาชน (Gross national saving)

O2- ความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงินและการคลังที่ดี (Good control and performance in monetary and fiscal policy) เกิดจากการลงทุนที่เพิ่มขึ้นเพื่อรองรับการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนในอนาคต แต่ส่วนที่ควรเฝ้าระวังคือการใช้จ่ายงบประมาณของรัฐ

บางส่วน อาทิ โครงการกู้ยืมเงินสองล้านล้านบาท นโยบายการแทรกแซงราคาในตลาดสินค้าเกษตร เป็นต้น

O3- อุตสาหกรรมสนับสนุนที่แข็งแกร่ง (Supporting industries strength) ควรแยกแต่ละปัจจัยออกจากกัน และหากพิจารณากองทุนรวมภายในประเทศการขยายตัวส่วนใหญ่เกิดจากนโยบายสนับสนุนมากกว่า อาทิ กองทุนลดหย่อนภาษี RMF, LTF นอกจากนี้ควรเพิ่มปัจจัยอย่างกองทุนบำเหน็จ/บำนาญ (pension fund) การเติบโตของธุรกิจประกันภัย ในงานศึกษา

● อุปสรรคของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ภาพที่ 13.2 อุปสรรคของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

T1- โครงสร้างการเงินเป็นการระดมทุนผ่านธนาคาร (Bank based financial structure) พิจารณาได้ว่าเป็นโอกาสเช่นกัน หากถือว่าเป็นสัดส่วนที่ก่อให้เกิดการออมมากขึ้น และส่งผลต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

T2- จรรยาบรรณการดำเนินงานของภาครัฐ (Public trust and political structure) เป็นปัจจัยที่กระทบต่อทุกด้าน อาทิ การลงทุนทางตรง (FDI) การลงทุนของนักลงทุนสถาบัน เป็นต้น แต่ทางผู้ทรงคุณวุฒิเห็นว่านอกจากจรรยาบรรณของภาครัฐ การดำเนินงานของภาคธุรกิจที่มีการคอร์รัปชันก็เป็นอีกปัจจัยที่สร้างอุปสรรคแก่ตลาดหลักทรัพย์เช่นกัน

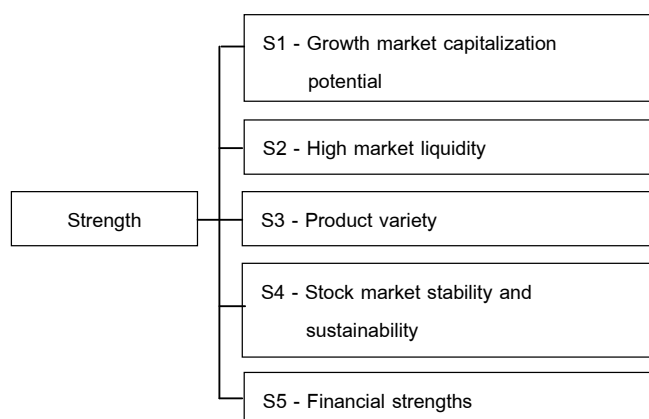
T3- ภาษีและกฎระเบียบที่เกี่ยวกับการลงทุน (Legal invariables) ควรมีการขยายความเชิงลึกและอัปเดตข้อมูลเพิ่มเติม

T4- คุณภาพการศึกษาของนักลงทุน (Poor labor quality, education and investor knowledge) ถ้าหากประเทศไทยต้องการพัฒนาเป็นศูนย์กลางในกลุ่ม GMS จำเป็นอย่างยิ่งในการพัฒนาทักษะของแรงงาน และในอีกมุมไทยอาจมีอุปสรรคจากประวัติศาสตร์ที่ผ่านมา วัฒนธรรมไทย การใช้คำพูดที่ไม่ถูกต้องทำให้กลุ่มประเทศเพื่อนบ้านอาจไม่ต้องการที่จะมาลงทุนผ่านประเทศไทย เขาไม่อยากจะเปิดกว้างและมองว่าเราเอาเปรียบเขา แต่โดยรวมแล้วมีแนวคิดที่จะร่วมมือกับ

มหาวิทยาลัยในประเทศ กลุ่มอาเซียนเพื่อส่งเสริมความรู้การลงทุน และมีแนวคิดแผนเพื่อเอื้ออำนวยให้ผลักดันให้ไทยเป็น GMS connector

นอกจากประเด็นข้างต้นกระแสโลกาภิวัตน์และการเปิดเสรีการค้าการลงทุนของประเทศก็เป็นปัจจัยที่สำคัญที่ตลาดหลักทรัพย์จำเป็นต้องนำมาพิจารณา อาทิ นโยบายเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยน (Control currency) เพราะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนโดยรวมจากการลงทุน และนักลงทุนก็จะเลือกลงทุนในแหล่งที่มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า นำไปสู่การพัฒนาผลิตภัณฑ์เพื่อตอบสนองความต้องการของนักลงทุน แต่หากประเทศเราไม่พยายามลดอุปสรรคในส่วนนี้ ก็จะทำให้ตลาดขาดการพัฒนา

● จุดแข็งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ภาพที่ 13.3 จุดแข็งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*

หมายเหตุ: ในแต่ละปัจจัยในจุดแข็งไม่มีการปรับเปลี่ยนใด

S1 - ศักยภาพการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ราคาตลาด (Growth market capitalization potential) โดยตลาดหลักทรัพย์ไทยเริ่มมีการเติบโตสูงในช่วง 4-5 ปีที่ผ่านมา แต่หากพิจารณาในอดีตช่วงวิกฤตการเงิน ปี พ.ศ. 2540 ช่วงนั้นอัตราการขยายตัวของตลาดหลักทรัพย์ไทยยังต่ำ

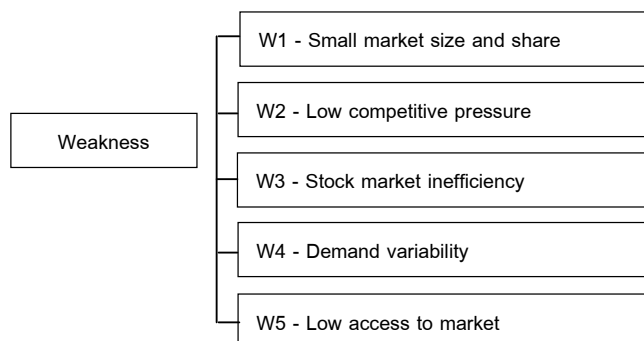
S2 - สภาพคล่องของตลาดที่ค่อนข้างสูง (High market liquidity)

S3 - ความหลากหลายขอผลิตภัณฑ์ (Product variety)

S4 - เสถียรภาพและความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์ (Stock market stability and sustainability)

S5 - ผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุน (Financial strengths)

● จุดอ่อนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ภาพที่ 13.4 จุดอ่อนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

W1 - ขนาดตลาดหลักทรัพย์ไทยค่อนข้างเล็ก (Small market size and share)

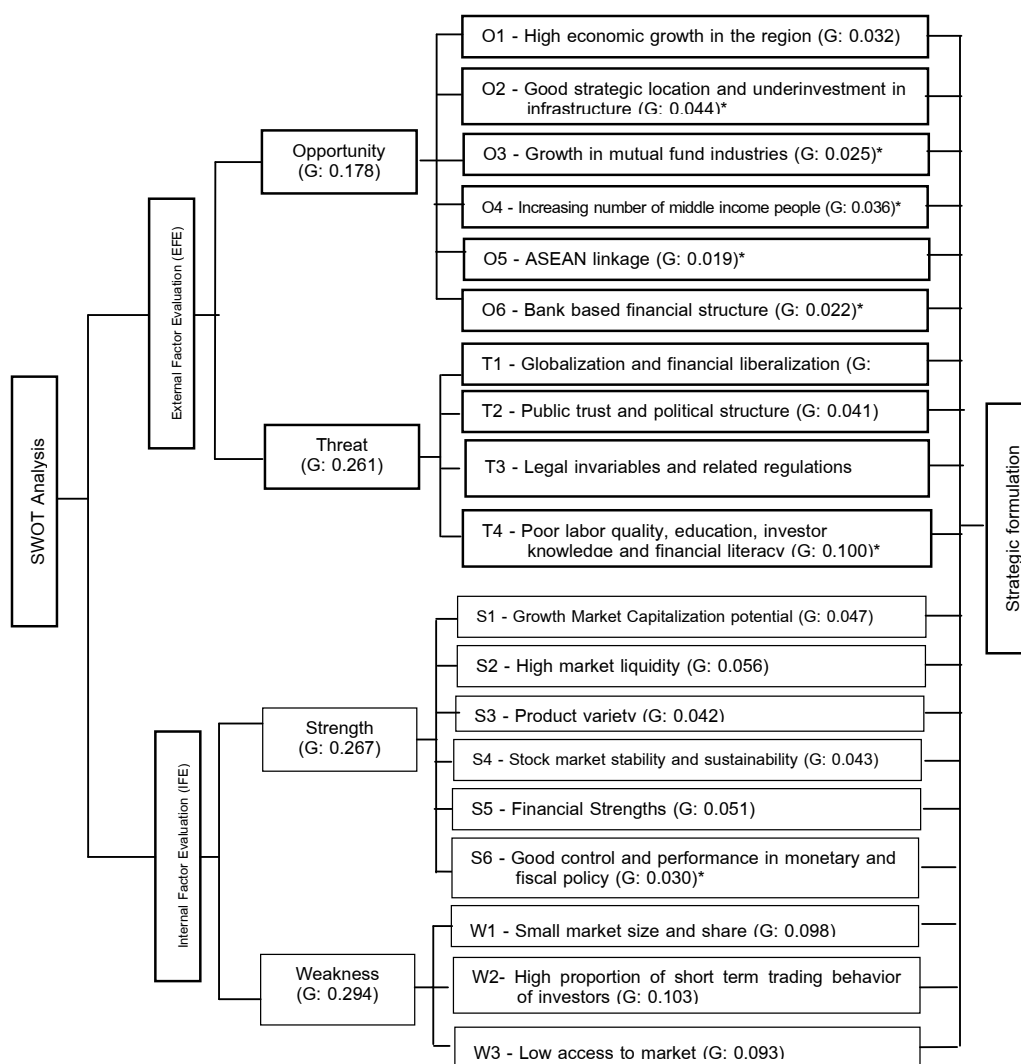
W2 - การแข่งขันของบริษัทหลักทรัพย์ต่ำ (Low competitive pressure) โดยขนาดตัวกลางในการซื้อขายที่แจ้งในเอกสารเป็นการรวบรวมผู้ซื้อขายส่วนบุคคลที่เข้าสู่ตลาดได้โดยตรง ซึ่งเปิดใบอนุญาตในสิงคโปร์และมาเลเซียสำหรับกรณีไทยยังจำเป็นต้องผ่านโบรกเกอร์อยู่ดี ส่วนนี้ผู้ทรงคุณวุฒิมองว่าควรแยกเป็นกลุ่มนิติบุคคลและบุคคลธรรมดา หรืออาจกำหนดเป็นจำนวนบริษัทหลักทรัพย์ สรุปสุดท้ายผู้วิจัยได้ตัดตัวแปรส่วนนี้เพราะทางผู้ทรงคุณวุฒิมองว่าสัดส่วนของบริษัทหลักทรัพย์และนักลงทุนอยู่ในอัตราส่วนที่เหมาะสม

W3 - ตลาดหลักทรัพย์ขาดประสิทธิภาพ (Stock market inefficiency) ประสิทธิภาพของตลาดไม่ควรพิจารณาแค่เพียงความสัมพันธ์ของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยกับตลาดหลักทรัพย์โลก ในความคิดเห็นของผู้ทรงคุณวุฒิคิดว่าประสิทธิภาพอาจจะมีมุมมองที่กว้างมากกว่านี้ อาทิ ประสิทธิภาพของการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure) ความเร็วในการซื้อขาย และงานศึกษานี้อาจอธิบายได้ว่ามีประสิทธิภาพมาก – น้อย แต่ไม่ควรชี้ขาดว่าไม่มีประสิทธิภาพ ดังนั้นประเด็นนี้จึงถูกตัดออกเนื่องจากมีหลายมุมมองที่สามารถพิจารณาได้

W4 - ความแปรปรวนของอุปสงค์ (Demand variability) ในที่นี้ได้พิจารณาถึงโครงสร้างนักลงทุนรายย่อยที่สัดส่วนถึงร้อยละ 60 คือมีสองมุมทั้งด้านบวกและด้านลบเพราะในช่วงที่เกิดวิกฤตทางการเมืองภายในประเทศกลุ่มนักลงทุนรายย่อยก็เป็นกลุ่มที่ซื้อสุทธิสูงทำให้ดัชนีตลาดไม่ผันผวนมากเกินไปจากการเทขายของนักลงทุนต่างชาติ แต่ปัญหา ณ ปัจจุบันคือรูปแบบการซื้อขายของบัญชีหลักทรัพย์ (Proprietary Trading) ที่ซื้อขายระยะสั้นแบบรายวัน (day trade) ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ขาดเสถียรภาพและสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ต้องเข้ามากำกับดูแล ดังนั้นจุดที่มองก็คือพฤติกรรมการซื้อขายเป็นหลัก ที่ส่วนใหญ่เน้นซื้อขายในกลุ่ม SET 50 และในอนาคตก็จะเป็นการเน้นถือหุ้นรายตัวที่เป็นหุ้นบลูชิป (Blue-chip stock)

W5 - จำนวนบริษัทในแต่ละปีที่เข้าจดทะเบียนค่อนข้างต่ำ (Low access to market)

การปรับโครงสร้างปัจจัยตามแนวคิดสวอต (SWOT analysis) ที่ส่งผลต่อการพัฒนาศักยภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการสอบถามผู้ทรงคุณวุฒิจำนวน 10 ท่าน สามารถลำดับความสำคัญได้ดังนี้



ภาพที่ 13.5 Hierarchical structure to prioritize the SWOT factors of Thailand stock exchange competitiveness

13.3 แนวทางในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์

แนวทางในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์หรือกลยุทธ์ที่เหมาะสมกับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจและการเปิดเสรีอาเซียน เพื่อยกระดับการพัฒนาให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เป็นผู้นำในภูมิภาคอาเซียน

1) การปรับปรุงกฎหมายให้ตอบรับกับยุคสมัยที่เปลี่ยนแปลง ผู้ทรงคุณวุฒิเห็นว่ากฎหมายที่เกี่ยวกับการลงทุนยังไม่มีกรอบที่ชัดเจน และบริบทของตลาดหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปและทวีความสำคัญมากยิ่งขึ้น ดังนั้นการปรับปรุงกฎหมายให้ตอบรับกับยุคสมัยที่เปลี่ยนแปลงน่าจะเป็นทางออกที่ดีที่สุด อาทิ กฎหมายการล้มละลาย กฎหมายเกี่ยวกับกรรมสิทธิ์ (Ownership) รวมถึงการปรับปรุงกฎระเบียบให้รองรับได้ดีก่อนการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนหรือเริ่มการดำเนินธุรกิจที่เป็นเสรีมากยิ่งขึ้นนั้น อาทิ กฎระเบียบเกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ การคัดบริษัทที่มีศักยภาพเพียงพอให้เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งปัจจุบันองค์กรระหว่างประเทศของหน่วยงานที่มีหน้าที่กำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุน (International Organization of Securities Commissions: IOSCO) ได้พยายามที่จะจัดทำ Global standard ในการกำกับดูแลและรองรับการเชื่อมโยงของตลาดหลักทรัพย์ที่เพิ่มมากขึ้น แต่ทั้งนี้อุปสรรคยังเกิดอยู่ในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์เอเซีย ที่มาตรฐานค่อนข้างแตกต่างออกไป ตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นก็ประสบปัญหาเช่นกัน ดังนั้นจึงเป็นความท้าทายของตลาดหลักทรัพย์ไทยที่ต้องปรับตัวหลังจากมีการเชื่อมโยงในกลุ่ม ASEAN Exchange แล้ว

2) การพัฒนาความรู้ ความเข้าใจด้านการลงทุน โดยปัญหาในการลงทุน ณ ปัจจุบันยังอยู่ที่ความรู้พื้นฐานทางการเงินของประชาชนยังต่ำ (Finance literacy)

3) การไม่ปิดกั้นศักยภาพของตลาดหลักทรัพย์ เพื่อปรับใช้โอกาสได้อย่างเต็มที่ยกตัวอย่างการเปลี่ยนแปลงของตลาดทุนในทวีปยุโรปด้านผู้ควบคุม (Regulator) ซึ่งก็ทำให้ทิศทางของตลาดเปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นการตามทิศทางให้ทันถือเป็นการรักษาความสามารถในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ไทยได้ในขณะนี้

4) การจัดทำกลยุทธ์เพื่อพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไทยควรเป็นมาตรการที่สามารถช่วงชิงโอกาสมาได้ อาทิ การขยายตัวของเศรษฐกิจภายในประเทศและภูมิภาค การทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยเป็นแหล่งลงทุนทางเลือกในภูมิภาค การสร้างกองทุนรวม GMS และการเพิ่มบริการให้แก่ประเทศเพื่อนบ้านเพราะว่า middle income ของกลุ่มเหล่านี้ก็ขยายตัวใกล้เคียงกับประเทศไทย นอกจากนี้ในแถบตะวันตกถือว่าเป็นคนมีฐานะเช่นกัน เราจะนำผลิตภัณฑ์ของเราไปขายได้อย่างไร ซึ่งการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นก็จะมีทั้งด้านลบ ที่จำเป็นต้องปรับกฎระเบียบให้เกื้อหนุน อาทิ การให้บริษัทต่างชาติเข้ามาจดทะเบียนได้ การ

สร้าง National standard ของรูปแบบกฎหมายในกลุ่ม GMS และทางด้านบริษัทหลักทรัพย์ จำเป็นต้องตั้งรับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้น

5) การพัฒนาคุณภาพของแรงงานด้านการเงิน ทางผู้ทรงคุณวุฒิได้ให้ความคิดเห็นเสริมว่าการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ในตลาดฯ อาจไม่สามารถตอบโจทย์การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ที่แท้จริงได้ แต่กล่าวถึงคุณภาพของแรงงานด้านการเงินที่กำลังเข้าสู่ตลาด อาทิ การอบรมเพื่อต่ออายุนักวิเคราะห์การลงทุนและแนะนำการลงทุน ซึ่งใช้เวลาประมาณ 15 ชม. ทุก 2 ปี ยังเห็นว่าไม่เพียงพอในการพัฒนาศักยภาพของแรงงาน ซึ่งอันนี้ก็ขึ้นอยู่กับมุมมองของผู้บริหารระดับสูง เพราะงานทางด้านวิเคราะห์เป็นเรื่องที่สำคัญ ต้องอาศัยความรอบคอบเป็นอย่างมาก และส่งผลต่อความเข้าใจของนักลงทุน

13.4 รายชื่อผู้ทรงคุณวุฒิในการเข้าร่วมประชุมระดมสมองและสนทนากลุ่ม

รายชื่อผู้ทรงคุณวุฒิในการเข้าร่วมประชุมระดมสมองและสนทนากลุ่ม วันพฤหัสบดีที่ 5 กันยายน พ.ศ. 2556 ณ ห้องประชุมแลนด์มาร์ค 1-2 โรงแรมแลนด์มาร์ค กรุงเทพฯ

ดร. กฤษฎา เสกตระกูล	ผู้ช่วยกรรมการผู้อำนวยการ ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
คุณจุพัตติ วรศักดิ์โยธิน	ผู้ช่วยผู้อำนวยการฝ่ายยุทธศาสตร์และวางแผน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์
คุณภรณ์ ทองเย็น	ผู้ช่วยกรรมการผู้อำนวยการ สายงานวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด (มหาชน)
คุณภัทธีรา ดิลกรุ่งธีระภพ	ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร บริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิคเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด และ นายกสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย
คุณพงศ์ปิติ เอกเรียรชัย	ผู้อำนวยการฝ่ายต่างประเทศ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ผศ.ดร. ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์	อาจารย์ประจำคณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
คุณวรภรณ์ วิบูลคุณารักษ์	ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ บริษัทหลักทรัพย์ เคที ซีมิโก้ จำกัด

คุณวิภาวี เหมพรวิสาร

ผู้ช่วยผู้อำนวยการฝ่ายวิจัย
สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาด
หลักทรัพย์

ดร. วิน อุดมรัชตวนิชย์

ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม วรรณ จำกัด

คุณสุกิจ อุดมศิริกุล

กรรมการผู้จัดการสายงานวิจัย
บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด
(มหาชน)

บทที่ 14

บทสรุป



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

บทที่ 14

บทสรุป

จากการวิเคราะห์ตัวชี้วัดที่บ่งชี้ระดับการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน พบว่าตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีระดับการพัฒนาที่สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยในหลายด้าน โดยมีคะแนนเฉลี่ยรวมในทุกปัจจัยเท่ากับ 6.9, 6.3 และ 5.6 คะแนนตามลำดับ (ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียเท่ากับ 3.4 คะแนนและตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์เท่ากับ 2.2 คะแนน) ประเด็นที่น่าสนใจในการศึกษาตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่ง สามารถสรุปได้ดังนี้

(1) ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มีจุดแข็งทางด้านขนาดตลาด โดยมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดที่สูงเป็นอันดับหนึ่งของกลุ่ม เช่นเดียวกับมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันอันเกิดจากระบบการซื้อขายที่ทันสมัย มีรูปแบบที่ค่อนข้างยืดหยุ่น (dual-currency trading) และมีการเชื่อมโยงกับตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นจากกระดาน Global Quoted และตั้งศูนย์ซื้อขายในภูมิภาคอื่นอย่างในลอนดอนและชิคาโกซึ่งในการรวมกลุ่มเป็นตลาดหลักทรัพย์อาเซียน (ASEAN Exchange) มีความเป็นไปได้สูงที่ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์จะเป็นผู้นำ อันเป็นผลมาจากตลาดหลักทรัพย์ค่อนข้างมีความเปิดกว้างอยู่แล้ว

(2) ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย มีระดับการพัฒนาที่สูงใกล้เคียงกับตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ มีจุดเด่นทางด้านการเข้าถึงของบริษัทในการระดมทุน โดยตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียนั้นมีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สูงสุดในกลุ่มอาเซียน และมีการจำแนกลักษณะบริษัทจดทะเบียนในกระดานซื้อขายในกระดานที่ค่อนข้างละเอียดและมีความหลากหลาย ซึ่งค่านี้จะสะท้อนออกมาในรูปของระดับการกระจุกตัวทั้งในรูป CR-10 และระดับการกระจุกในอุตสาหกรรมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและยอดขาย ที่ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีการกระจายตัวมากที่สุด

(3) ตลาดหลักทรัพย์ไทย ถือเป็นตลาดหลักทรัพย์อีกแห่งที่สามารถก้าวเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ศักยภาพ จากระดับการพัฒนาที่ดีขึ้นมาโดยตลอดและจากการศึกษาครั้งนี้พบว่าตลาดหลักทรัพย์มีผลคะแนนทางด้านเสถียรภาพที่สูงสุดจากทั้ง 4 มิติ อันเป็นผลมาจากสัดส่วนของบริษัทจดทะเบียนที่โอกาสในการตกแต่งกำไรที่สะท้อนออกมาก่อนข้างต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับอันดับการดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนไทยที่สูงสุดในกลุ่มตลาด

หลักทรัพย์กลุ่มประเทศอาเซียน 5 เมื่อพิจารณาถึงอัตราส่วนทางการเงินพื้นฐานอาทิ อัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE ratio) อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (PBV ratio) และ อัตราการเติบโตของเงินปันผลจ่าย (DY) ก็อยู่ในระดับที่ดีกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอาเซียน 5

(4) ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย เป็นอีกตลาดที่น่าจับตามอง เนื่องจากประเทศอินโดนีเซียมีจำนวนประชากรที่สูงสุดในภูมิภาคอาเซียน โดยคิดเป็นร้อยละ 40 ของประชากรทั้งหมดในอาเซียน รวมทั้งยังเป็นฐานการผลิตที่มีขนาดใหญ่และอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่ค่อนข้างสูงสอดคล้องกับการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด โดยจุดเด่นของตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียในงานศึกษานี้คือ ขนาดตลาดและการเติบโตของจำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่สูง

(5) ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ จัดเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่จำเป็นต้องมีการพัฒนาในทุกมิติ ไม่ว่าจะเป็นขนาดตลาดที่ยังเล็ก การเข้าจดทะเบียนของบริษัทจดทะเบียนในแต่ละปีก็ค่อนข้างต่ำและมีการกระจุกตัวในอุตสาหกรรมค่อนข้างสูงไม่ว่าจะพิจารณาในแง่ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดหรือยอดขาย ปัจจัยหลายอย่างนี้ถือเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้ต้นทุนในการทำธุรกรรมของฟิลิปปินส์สูงที่สุดในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 นอกจากนั้นตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ยังมีเสถียรภาพที่ค่อนข้างต่ำเมื่อพิจารณาจากอัตราส่วนทางการเงินพื้นฐาน ดังนั้น แนวโน้มในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ที่จะดึงดูดให้มีการลงทุนเพิ่มมากขึ้นในปัจจุบันจึงเป็นการเน้นเป็นแหล่งระดมทุนธุรกิจภายในประเทศเพื่อส่งเสริมระบบเศรษฐกิจที่อยู่ในช่วงพัฒนาเสียมากกว่า

ด้านการวิเคราะห์ถึงปัจจัยมหภาคที่กำหนดระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

ผลการศึกษาพบว่าในกลุ่มประชาคมอาเซียนขนาดของตลาดหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับภาคเศรษฐกิจ ประเทศที่มีสัดส่วนนี้มากที่สุด ได้แก่ ประเทศสิงคโปร์มาเลเซียไทยฟิลิปปินส์และอินโดนีเซียตามลำดับ สัดส่วนดังกล่าวบอกรถึงการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ว่าสิงคโปร์เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีการพัฒนามากที่สุด

เมื่อพิจารณาด้านตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค จะพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงดูลยภาพในระยะยาวกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ในรูปแบบที่แตกต่างกันออกไปเพราะโครงสร้างเศรษฐกิจของแต่ละประเทศแตกต่างกัน โดยพบว่าด้านรายได้ การลงทุนภายในประเทศ และอัตราดอกเบี้ยต่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ในทุกประเทศ ทั้งนี้อาจเป็นเพราะว่าทั้งสาม

ตัวแปรถูกจัดว่าเป็นตัวแปรภายในตามทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ซึ่งแตกต่างจากตัวแปรอื่นที่ไม่มีความเกี่ยวข้องในเชิงเศรษฐศาสตร์มากนัก จากผลการศึกษาดังกล่าวนำไปสู่การพัฒนานโยบายเศรษฐกิจของภาครัฐที่จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องทราบถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจ

งานวิจัยส่วนนี้ยังมีข้อจำกัดหลายข้อ อาทิ ตัวชี้วัดการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ที่ชี้วัดจากขนาดถือว่าไม่ใช่ตัวชี้วัดที่ดีเท่าไรนักหรือในด้านของข้อจำกัดของข้อมูลที่รวบรวมมาจากหลายแหล่งทำให้ผลการทดสอบไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร

ด้านการนำตัวชี้วัดด้านการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ มาเปรียบเทียบจุดแข็งและจุดอ่อนและประเมินศักยภาพในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศสมาชิก จากความคิดเห็นพบว่าผู้เชี่ยวชาญให้ความสำคัญกับจุดอ่อน (W_w : 0.294) มากที่สุดในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รองมาคือ จุดแข็ง (W_s : 0.267) อุปสรรค (W_T : 0.261) ที่มีระดับที่ใกล้เคียงกัน และโอกาส (W_o : 0.178) มีน้ำหนักต่ำสุด

จุดอ่อนถือซึ่งเป็นตัวแปรที่มีความสำคัญมากที่สุด โดยปัจจัยย่อยด้านโครงสร้างและพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยได้รับน้ำหนักสูงสุด (W_2 : 0.103) รองมาคือ ขนาดและบทบาทของตลาดหลักทรัพย์ที่ยังมีขนาดเล็ก (W_1 : 0.098) และการเข้าถึงแหล่งระดมทุนและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (W_3 : 0.093) ตามลำดับ

จุดแข็งซึ่งเป็นลำดับถัดมา พบว่า สภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ (S_2 : 0.056) ถือเป็นตัวแปรสำคัญที่สร้างความได้เปรียบในการแข่งขันให้แก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รองมาคือ พื้นฐานอัตราส่วนทางการเงินที่ดี (S_5 : 0.050) ซึ่งประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุน อัตราส่วนทางบัญชีพื้นฐาน (PE ratio, PBV และ DY) และอันดับถัดมาคือ ศักยภาพการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (S_1 : 0.046) เสถียรภาพและความยั่งยืนของการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ (S_4 : 0.043) และ ความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ (S_3 : 0.042) และการดำเนินนโยบายการเงินการคลังที่มีประสิทธิภาพ (S_6 : 0.030) ตามลำดับ

อุปสรรคของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า คุณภาพของแรงงาน การศึกษาความรู้ทางการเงิน มีน้ำหนักมากที่สุด (T_4 : 0.1) รองมา คือกฎระเบียบและมาตรการที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนที่ขาดความยืดหยุ่น (T_3 : 0.074) ขณะที่ปัจจัยอื่น อาทิ การเชื่อมโยงของเศรษฐกิจโลกและการเปิดเสรีทางเศรษฐกิจ (T_1 : 0.046) และความน่าเชื่อถือของภาครัฐและโครงสร้างการเมืองไทย (T_2 : 0.041) นั้นมีความสำคัญอันดับท้ายสุดและมีน้ำหนักที่ใกล้เคียงกัน

โอกาสของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าภูมิศาสตร์ของประเทศถือเป็นโอกาสที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการเป็นศูนย์กลางทางการเงินในกลุ่มอนุภูมิภาคแม่น้ำ

โขง (GMS connector) รวมถึงการลงทุนเกี่ยวกับโครงสร้างพื้นฐานเพื่อรองรับการขยายตัวของเศรษฐกิจในภูมิภาค (O_2 : 0.044) รองมาคืออัตราการขยายตัวของประชากรภายในประเทศเป็นกลุ่มรายได้ปานกลาง (O_4 : 0.036) การขยายตัวของเศรษฐกิจในภูมิภาค (O_1 : 0.032) การขยายตัวของธุรกิจกองทุนรวม (O_3 : 0.025) โครงสร้างตลาดการเงินเน้นการระดมทุนผ่านภาคธนาคารเป็นหลัก (O_6 : 0.022) และการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์อาเซียน (O_5 : 0.019)

การเปรียบเทียบตลาดหลักทรัพย์ไทยกับประเทศที่มีระดับการพัฒนาใกล้เคียงกัน

ในส่วนสุดท้ายนี้ จะเป็นการเปรียบเทียบตลาดหลักทรัพย์ไทยกับประเทศในกลุ่มอาเซียน 5 ที่มีระดับการพัฒนาใกล้เคียงกัน ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ และมาเลเซีย เพื่อหาแนวทางการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไทย การศึกษาระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน ตามมิติของธนาคารโลก (World bank, 2006) ทำให้สามารถประเมินการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไทยและนำมาเทียบเคียงกับตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นทั่วโลกได้ ทราบถึงจุดแข็งและจุดอ่อนของตลาดหลักทรัพย์และเป็นประโยชน์ในการกำหนดนโยบายเพื่อพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ พร้อมทั้งสร้างความน่าเชื่อถือและความโปร่งใสให้กับระบบการเงิน โดยตัวชี้วัดในงานศึกษาประกอบด้วย 4 มิติ มีรายละเอียดดังนี้

มิติขนาด (Size) พิจารณาจาก มูลค่าหลักทรัพย์ตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเบื้องต้น ปริมาณและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์

มิติระดับการเข้าถึงของตลาดหลักทรัพย์ (Access) แบ่งออกเป็น 2 ส่วนคือ 1.การเข้าถึงของผู้ระดมทุน (Supply) ศึกษาจาก จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน IPO มูลค่า Investment flow ระดับกระจุกตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (CR10) และระดับกระจุกตัวในอุตสาหกรรมหลักทรัพย์ (HHI) และ 2.การเข้าถึงของผู้ลงทุน (Demand) ได้ศึกษาจาก ระดับหุ้นของบริษัทที่ไม่ได้ถือครองด้วย Strategic holding (free float) ความสามารถในการเข้าถึงธุรกิจร่วมทุนและ การควบรวมกิจการของประเทศ (M&A)

มิติประสิทธิภาพ (Efficiency) พิจารณาจาก อัตราการหมุนของหุ้น ต้นทุนการซื้อขายหลักทรัพย์ (average total cost) ระบบเทคโนโลยีและกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ และความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ในตลาดฯ อีกส่วนที่พิจารณาคือ การศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ด้วยวิธีการทดสอบอัตโนมัติสัมพันธ์ (autocorrelation test) การวัดค่าความสอดคล้องของผลตอบแทน (R-Squared of Synchronicity: R^2) และ ค่าเฉลี่ยของวันที่ให้อัตราผลตอบแทนเท่ากับศูนย์ (zero return)

มิติเสถียรภาพ (Stability) พิจารณาจาก ความผันผวนของดัชนีตลาดฯ (volatilities of stock price index) อัตราส่วนทางการเงินขั้นพื้นฐานของหลักทรัพย์ในตลาด และระดับความสมมาตรของอัตราผลตอบแทน

ผลการศึกษาแสดงให้เห็นตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ มีระดับการพัฒนาค่อนข้างสูงในทุกมิติ โดยมีจุดแข็งทางด้านขนาด จากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดที่สูงเป็นอันดับหนึ่งของกลุ่ม เช่นเดียวกับมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน อันเกิดจากระบบการซื้อขายที่ทันสมัย มีรูปแบบที่ค่อนข้างยืดหยุ่น (dual currency trading) และมีการเชื่อมโยงกับตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นจากกระดาน Global Quoted และตั้งศูนย์ซื้อขายในภูมิภาคอื่นอย่างในลอนดอนและชิคาโก ซึ่งในการรวมกลุ่มเป็นตลาดหลักทรัพย์อาเซียน (ASEAN Exchange) มีความเป็นไปได้สูงที่ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์จะเป็นผู้นำ อันเป็นผลมาจากตลาดหลักทรัพย์ค่อนข้างมีความเปิดกว้างอยู่แล้ว แต่อุปสรรคที่เห็นจากการศึกษาครั้งนี้ คือ เสถียรภาพของตลาด อันเป็นผลมาจากโอกาสในการตกแต่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนและความผันผวนของดัชนีที่ค่อนข้างสูง ทั้งสองปัจจัยนี้จะกระทบต่อการรับรู้ข้อมูลข่าวสารของนักลงทุนและการลงทุนในอนาคต

ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย มีระดับการพัฒนาที่สูงใกล้เคียงกับตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ โดยมีจุดเด่นทางด้านการเข้าถึงของบริษัทจดทะเบียน อันเป็นผลมาจากมาเลเซียนั้นมีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สูงสุด และมีการจำแนกลักษณะบริษัทจดทะเบียนในกระดานซื้อขายในกระดานที่ค่อนข้างละเอียดและมีความหลากหลาย ซึ่งค่านี้น่าจะสะท้อนออกมาในรูปของระดับการกระจุกตัวทั้งใน CR-10 และระดับการกระจุกในอุตสาหกรรมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและยอดขาย ที่ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีการกระจายตัวมากที่สุด แต่จุดด้อยของตลาดหลักทรัพย์แห่งนี้เป็นสภาพคล่องของตลาดที่พิจารณาจาก ปริมาณการซื้อขาย อัตราส่วนการหมุนเวียน ที่ยังมีระดับต่ำอยู่

ด้านตลาดหลักทรัพย์ไทยจัดเป็นกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ที่มีศักยภาพเช่นกัน จากระดับการพัฒนาที่ดีขึ้นมาโดยตลอด และจากการศึกษาครั้งนี้พบว่าตลาดหลักทรัพย์มีผลคะแนนทางด้านเสถียรภาพที่สูงสุดจากทั้ง 4 มิติ อันเป็นผลมาจากสัดส่วนของบริษัทจดทะเบียนที่โอกาสในการตกแต่งกำไรที่สะท้อนออกมาค่อนข้างต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับอันดับการดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนไทยที่สูงสุดในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประเทศอาเซียน (CG watch) และเมื่อพิจารณาถึงอัตราส่วนทางการเงินพื้นฐานก็อยู่ในระดับที่ดีกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอาเซียน ด้านจุดด้อยพบว่า ตลาดหลักทรัพย์ไทยยังมีระดับการกระจุกตัวของบริษัท CR-10 ที่ค่อนข้างสูง ซึ่งบอกได้ว่าการเปลี่ยนแปลงของบริษัท นั้นจะนำผลกระทบทางลบและทางบวกเข้าสู่ตลาดได้ นอกจากนั้นราคาหลักทรัพย์ไทยยังมีความสอดคล้องกับตลาดหลักทรัพย์ทั้งในประเทศและตลาดโลกค่อนข้างสูง ซึ่งเป็นตัวสะท้อนประสิทธิภาพของตลาดที่อยู่ในระดับต่ำเช่นกัน

ตารางที่ 14.1 ระดับดัชนีที่ดีและแย่ที่สุดของตลาดหลักทรัพย์

Best Indicators					
Malaysia		Singapore (12 indicators ที่เต็ม 10)		Thailand (7 indicators ที่เต็ม 10)	
A1: Companies Listed	10.0	St2: Stock return skewness	10.0	A8: Free float level	10.0
A5: HHI-Mkt cap	10.0	E1: Average total cost (Bp)	10.0	E3: Zero return (%)	10.0
St1: Volatilities of stock price index	10.0	E7: Product in market	10.0	E8: turnover ratio	10.0
A4: CR-10	10.0	S3: Daily Value of share trading	10.0	St3: Manipulation Earning	10.0
E4: Synchrony (R-square)	9.9	E5: Trading system	10.0	St5: ASEAN CG scorecard	10.0
Worst Indicators					
E2: % of companies with autocorrelation (insing.)	4.9	S2: Volume of share trading	2.4	A6: Venture capital availability	1.1
S3: Daily Value of share trading	3.8	A4: CR-10	1.2	A4: CR-10	0.9
E8: turnover ratio	2.0	E3: Zero return (%)	0.0	St1: Volatilities of stock price index	0.8
St2: Stock return skewness	0.0	St3: Manipulation Earning	0.0	A7: Mergers and acquisitions	0.0
S2: Volume of share trading	0.0	E2: % of companies with autocorrelation (insing.)	0.0	E4: Synchrony (R-square)	0.0

แหล่งที่มา: โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (ASEAN Economic Community: AEC), 2556.

แนวทางในการจัดทำกลยุทธ์เพื่อพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไทยควรเป็นมาตรการที่สามารถช่วงชิงโอกาสมาได้ ทั้งการเติบโตของเศรษฐกิจภายในประเทศและภูมิภาค การทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยเป็นแหล่งลงทุนทางเลือกในภูมิภาค การสร้างกองทุนรวม GMS และการเพิ่มบริการให้แก่ประเทศเพื่อนบ้าน หรือแถบทวีปตะวันตก ก็ถือว่าเป็นคนมีฐานะเช่นกัน ซึ่งการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นก็จะมีทั้งด้าน กลด. ที่จำเป็นต้องปรับกฎระเบียบให้เกื้อหนุน อาทิ การให้บริษัทต่างชาติเข้ามาจดทะเบียนได้ การสร้าง National standard ของรูปแบบกฎหมายในกลุ่ม GMS และทางด้านบริษัทหลักทรัพย์จำเป็นต้องตั้งรับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้น

การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไทยให้มีความสามารถในการแข่งขันทั้งระดับภูมิภาคอาเซียนและระดับโลก ถือเป็นโจทย์สำคัญจากสถานการณ์ในปัจจุบัน เพราะตลาดหลักทรัพย์นั้นถือเป็นตัวกลางที่เชื่อมโยงระหว่างนักลงทุนและผู้ระดมทุน การจัดทำมาตรการให้ตลาดหลักทรัพย์ดำเนินไปได้อย่างมีประสิทธิภาพจำเป็นต้องอาศัยความร่วมมือจากทุกภาคส่วน และพยายามให้มาตรการดังกล่าวมีความเป็นไปได้ และแก้ไขปัญหาได้อย่างตรงจุด เพื่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไทยที่ยั่งยืน

ข้อเสนอแนะที่ได้จากงานวิจัย

จากสถานการณ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จุดอ่อนและอุปสรรคมีบทบาทสำคัญในการพัฒนาศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ ส่งผลให้กลยุทธ์ที่นำมาประยุกต์ใช้คือ กลยุทธ์เชิงป้องกันตัว เป็นกลยุทธ์ที่พยายามขจัดจุดอ่อนและข้อจำกัดที่เป็นอุปสรรคเพื่อรักษา

ความสามารถในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ไทย ได้แก่ การควบคุมและตรวจสอบพฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนบัญชีบริษัทหลักทรัพย์ การขยายฐานนักลงทุนสถาบัน การพัฒนาคุณภาพแรงงานและการศึกษาด้านแรงงาน และการปรับปรุงกฎระเบียบเกี่ยวกับการลงทุน

นอกจากกลยุทธ์เชิงป้องกันตัวที่ตลาดหลักทรัพย์ไทยจำเป็นต้องปรับตัวในแผนลำดับถัดไปในการพัฒนาศักยภาพคือการพลิกฟื้น แทกตัวและรุกรานอาทิ การขยายอุปทานของตลาดโดยส่งเสริมให้ธุรกิจเกิดการควบรวมกิจการและระดมทุนผ่านธุรกิจร่วมทุน การจัดตั้งคลินิกในการพัฒนารัฐกิจขนาดเล็ก (SMEs) เพื่อให้สามารถเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ และการส่งเสริมให้เกิดการระดมทุนแบบ Dual listing โดยจัด road show ในต่างประเทศเพื่อค้นหาบริษัทที่มีคุณภาพมาเพิ่มขอบข่ายการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย อีกส่วนหนึ่งจะกล่าวถึงการควบรวมกิจการตลาดหลักทรัพย์โดยตรงหรือการหาส่วนแบ่งทางธุรกิจเชิงกลยุทธ์ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำเป็นต้องศึกษาผ่านแม่แบบอย่าง NESDAQ Euronext โดยพบว่าเมื่อตลาดหลักทรัพย์ได้เริ่มมีการดำเนินควบรวมกิจการก็ส่งผลให้มูลค่าตลาดรวมและมูลค่าการซื้อขายปรับตัวสูงขึ้น และเป็นการดึงดูดให้บริษัทเข้ามาจดทะเบียน ส่งผลให้เกิดการประหยัดต่อขนาด โดยมีสัดส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ลดลง อัตรากำไรสุทธิที่เพิ่มขึ้น ขณะที่นักลงทุนก็ได้รับผลประโยชน์แฝงจากต้นทุนที่ต่ำลง แต่อย่างไรก็ดีประเด็นในการควบรวมกิจการถือว่าค่อนข้างอ่อนไหวเนื่องจากจะส่งผลกระทบถึงโครงสร้างเศรษฐกิจประเทศ

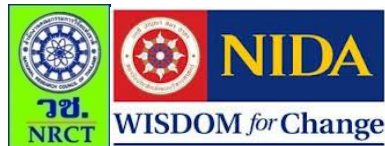
ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

ควรมีการศึกษาในลักษณะเชิงลึกถึงแนวทางการพัฒนาขีดความสามารถของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศที่ประสบความสำเร็จหรือตลาดหลักทรัพย์ชั้นนำของภูมิภาค ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ Singapore Exchange (SGX) ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง Hong Kong Stock Exchange (SEHK) ตลาดหลักทรัพย์เกาหลี (Korea Exchange: KRX) อาทิ แนวทางการปฏิรูปกฎหมายเพื่อพัฒนาตลาดการเงิน แนวทางการขยายตลาด การพัฒนาผลิตภัณฑ์ เป็นต้น

ภาคผนวก



โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)



แบบสัมภาษณ์เพื่อการวิจัย

โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)

งานวิจัยนี้เป็นส่วนหนึ่งของโครงการวิจัยการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC) คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ โดยได้รับการสนับสนุนจากสำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ (วช.) มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ โดยจะนำตัวชี้วัดด้านการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ด้านต่าง ๆ มาเปรียบเทียบจุดแข็งและจุดอ่อนและประเมินศักยภาพในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศสมาชิกต่อไป โดยในงานศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ได้ทำการศึกษา 5 ประเทศ อันประกอบด้วย ประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซียและ ฟิลิปปินส์

ผู้วิจัยจะเก็บข้อมูลที่ได้รับเป็นความลับและข้อมูลจะถูกนำไปแปลผลในรูปของการวิเคราะห์ในภาพรวมเพื่อวัตถุประสงค์ทางการศึกษาเท่านั้นการตอบคำถามของท่านจะมีผลต่อความสำเร็จในการทำวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยใคร่ขอความร่วมมือจากท่าน ในการกรอกแบบสัมภาษณ์ให้ครบถ้วน

การสละเวลาตอบแบบสอบถามของท่าน จะเป็นประโยชน์ต่อการศึกษาและพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไทย ซึ่งเป็นประโยชน์อย่างสูงในด้านวิชาการ และอาจเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอนาคต

แบบสัมภาษณ์เพื่องานวิจัยฉบับนี้ ประกอบด้วย 2 ส่วนคือ

ส่วนที่ 1 ข้อมูลผู้ให้สัมภาษณ์

ส่วนที่ 2 การจัดเรียงลำดับความสำคัญของปัจจัยในงานศึกษาเพื่อประเมินระดับความสำคัญของปัจจัยตามแนวคิดสวอต (SWOT analysis)

ผู้วิจัยขอบคุณผู้เชี่ยวชาญทุกท่านไว้ ณ ที่นี้

วันที่

ส่วนที่ 1: ข้อมูลทั่วไปของผู้ให้สัมภาษณ์

ชื่อ-นามสกุล.....

ตำแหน่ง.....

สถานที่ทำงาน.....

โทรศัพท์.....

โทรศัพท์มือถือ.....

แฟกซ์.....

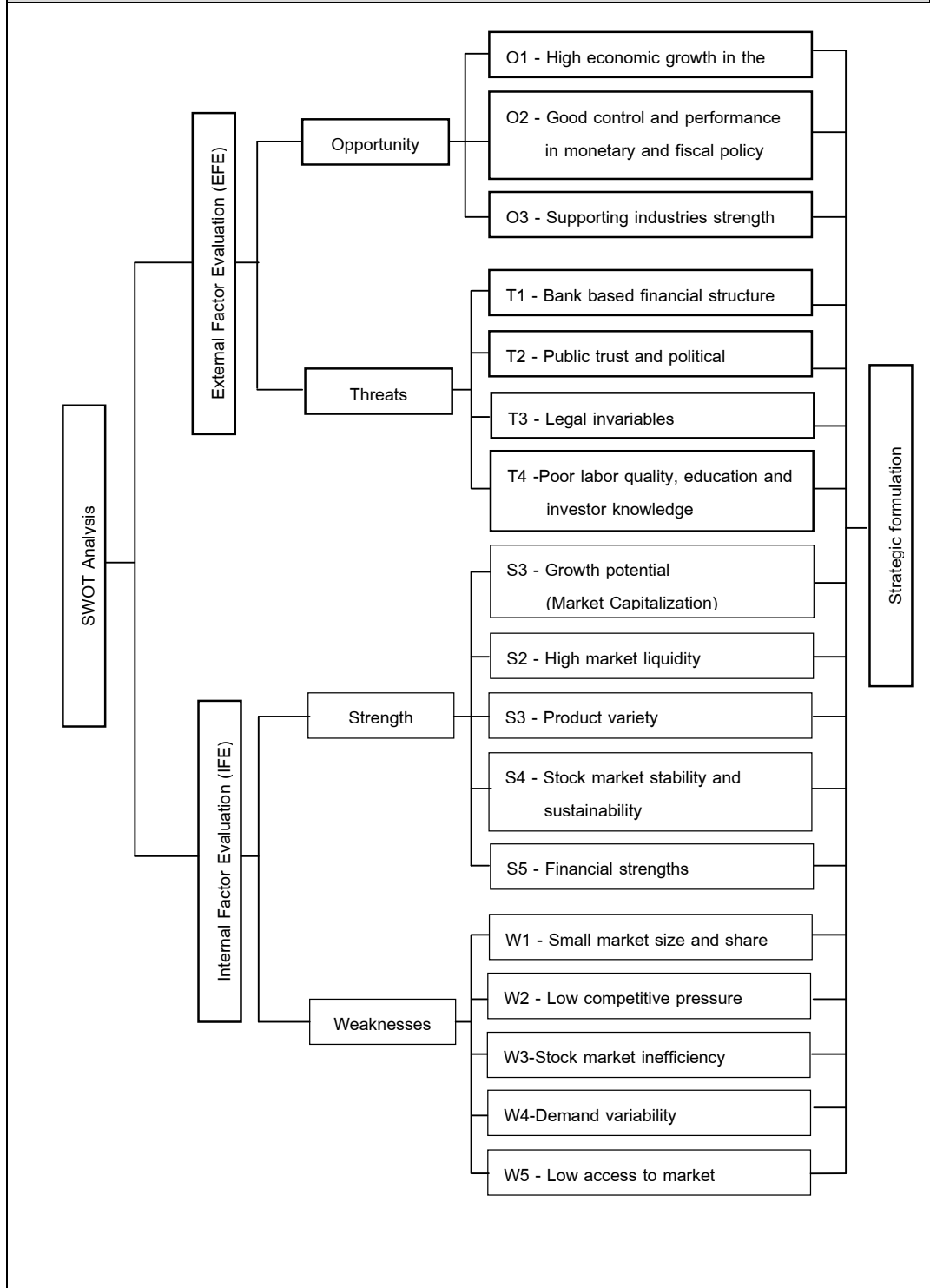
อีเมล.....

ประสบการณ์ทำงานในสายงานผู้เชี่ยวชาญ.....ปี

ความเชี่ยวชาญ

.....
.....
.....
.....
.....
.....

ส่วนที่ 2: การจัดเรียงลำดับความสำคัญของปัจจัยในงานศึกษาเพื่อประเมินลำดับความสำคัญของปัจจัยตาม
แนวคิดสวอต (SWOT analysis) ที่ส่งผลต่อการพัฒนาศักยภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



2.1 ท่านคิดว่าในโอกาส(Opportunity) ปัจจัยในแต่ละข้อจะมีผลต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในระดับใด
(1: ไม่มีความสำคัญ, 5: สำคัญระดับปานกลาง, 9: สำคัญมากที่สุด)

โอกาส	ไม่มีความสำคัญ → สำคัญมากที่สุด								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
O1 - High economic growth in the region	1	2	3	4	5	6	7	8	9
O2 - Good control and performance in monetary and fiscal policy	1	2	3	4	5	6	7	8	9
O3 - Supporting industries strength	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9

2.2 ท่านคิดว่าในอุปสรรค(Threat) ปัจจัยในแต่ละข้อจะมีผลต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในระดับใด
(1: ไม่มีความสำคัญ, 5: สำคัญระดับปานกลาง, 9: สำคัญมากที่สุด)

อุปสรรค	ไม่มีความสำคัญ → สำคัญมากที่สุด								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
T1 - Bank based financial structure	1	2	3	4	5	6	7	8	9
T2 - Public trust and political structure	1	2	3	4	5	6	7	8	9
T3 - Legal invariables	1	2	3	4	5	6	7	8	9
T4 - Poor labor quality, education and investor knowledge	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9

2.3 ท่านคิดว่าในจุดแข็ง(Strength) ปัจจัยในแต่ละข้อจะมีผลต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในระดับใด
(1: ไม่มีความสำคัญ, 5: สำคัญระดับปานกลาง, 9: สำคัญมากที่สุด)

จุดแข็ง	ไม่มีความสำคัญ → สำคัญมากที่สุด								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
S1 - Growth potential (Market capitalization)	1	2	3	4	5	6	7	8	9
S2 - High market liquidity	1	2	3	4	5	6	7	8	9
S3 - Product variety	1	2	3	4	5	6	7	8	9
S4 - Stock market stability and sustainability	1	2	3	4	5	6	7	8	9
S5 - Financial strengths	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9

2.4 ท่านคิดว่าในจุดอ่อน(Weakness) ปัจจัยในแต่ละข้อจะมีผลต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในระดับใด
(1: ไม่มีความสำคัญ, 5: สำคัญระดับปานกลาง, 9: สำคัญมากที่สุด)

จุดอ่อน	ไม่มีความสำคัญ → สำคัญมากที่สุด								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
W1 - Small market size and share	1	2	3	4	5	6	7	8	9
W2 - Low competitive pressure	1	2	3	4	5	6	7	8	9
W3 - Stock market inefficiency	1	2	3	4	5	6	7	8	9
W4 - Demand variability	1	2	3	4	5	6	7	8	9
W5 - Low access to the market	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9

2.5 ท่านคิดว่าในการวิเคราะห์สวอต (SWOT analysis)ปัจจัยในแต่ละข้อจะมีผลต่อการพัฒนาตลาด
หลักทรัพย์ในระดับใด (1: ไม่มีความสำคัญ, 5: สำคัญระดับปานกลาง, 9: สำคัญมากที่สุด)

ปัจจัยสวอต	ไม่มีความสำคัญ → สำคัญมากที่สุด								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
S - จุดแข็ง (Strength)	1	2	3	4	5	6	7	8	9
W - จุดอ่อน (Weakness)	1	2	3	4	5	6	7	8	9
O - โอกาส (Opportunity)	1	2	3	4	5	6	7	8	9
T - อุปสรรค (Threat)	1	2	3	4	5	6	7	8	9

ภาพบรรยากาศ การสนทนากลุ่ม

โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อการพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้
วันพฤหัสบดีที่ 5 กันยายน พ.ศ. 2556

ณ ห้องประชุมแลนด์มาร์ค 1-2 โรงแรมแลนด์มาร์ค กรุงเทพฯ



(ก) ผู้ทรงคุณวุฒิในการสนทนากลุ่ม



(ข) คณะผู้วิจัย โครงการฯ



(ค) รองศาสตราจารย์ ดร.สรตาสตร์ สุขเจริญสิน หัวหน้าโครงการวิจัย

ภาพบรรยากาศ การสัมมนาวิจัย

โครงการวิเคราะห์ตัวชี้วัดเพื่อพัฒนาตลาดทุนและประเมินศักยภาพตลาดหลักทรัพย์
ของประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC)
วันพฤหัสบดีที่ 24 ตุลาคม พ.ศ.2556

ณ ห้อง 202 อาคารสยามบรมราชกุมารี
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์



(ก) นักศึกษาและบุคคลที่สนใจลงทะเบียนเข้าร่วมการสัมมนาวิจัย



(ข) การบรรยายโดย รองศาสตราจารย์ ดร.สรศาสตร์ สุขเจริญสิน หัวหน้าโครงการวิจัย



(ค) หัวหน้าโครงการวิจัย ถ่ายภาพร่วมกับแขกผู้มีเกียรติจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับ
หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) และผู้เข้าร่วมการสัมมนา

