

## บทคัดย่อ

งานวิจัยเรื่อง “การเปรียบเทียบการมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างก่อนและหลังเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินปี พ.ศ.2550” มีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบการมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระดับต่ำ (Weak form efficiency) ผ่าน Trading Information ระหว่างก่อนและหลังเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินปี พ.ศ.2550 และเพื่อศึกษาถึงแบบจำลองที่ใช้ในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทน SET50 Index ทั้งในช่วงก่อนเกิดและหลังเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินปี พ.ศ.2550 และพิจารณาว่าแบบจำลองใดให้ค่าความคลาดเคลื่อนที่น้อยที่สุด

ผลจากการศึกษาตามวัตถุประสงค์แรก สามารถอธิบายในส่วนของทดสอบการมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ว่า ในช่วงก่อนเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงิน พ.ศ.2550 พบว่า ตลาดหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ส่วนในช่วงหลังเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงิน พ.ศ.2550 พบว่า ตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และหากทดสอบช่วงเวลาทั้งหมด พบว่า ตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนั้น การทดสอบการมีประสิทธิภาพของตลาดนี้ เมื่อพิจารณาตามสมมติฐานของทฤษฎี Random Walk กล่าวคือ ในช่วงก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ พ.ศ.2550 พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพ หมายความว่า อัตราผลตอบแทน SET50 Index ในอดีตมีผลต่ออัตราผลตอบแทน SET50 Index ในปัจจุบัน ดังนั้น เมื่อนักลงทุนทราบว่าตลาดไม่มีประสิทธิภาพแล้ว ก็สามารถนำการวิเคราะห์หรือกลยุทธ์ทางเทคนิคมาสร้างกำไรเกินปกติในการลงทุนได้ แต่หลังจากเกิดวิกฤติเศรษฐกิจแล้ว พบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพ นักลงทุนจะไม่สามารถนำกลยุทธ์ทางเทคนิคมาทำกำไรเกินปกติได้นั่นเอง แต่จะใช้การวิเคราะห์ทางด้านพื้นฐานมาช่วยในการลงทุนแทน

ผลการศึกษาตามวัตถุประสงค์ที่ 2 เป็นการศึกษาถึงแบบจำลองที่ใช้ในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนของ SET50 Index ของแบบจำลองทั้งสาม ได้แก่ Serial Correlation Coefficient Model, ARIMA Model และ GARCH Model ตามลำดับ โดยใช้ค่าสถิติ MAD และ RMSE เป็นตัววัดค่าความคลาดเคลื่อน

การเปรียบเทียบการใช้แบบจำลองทั้งสาม โดยการวัดค่าความคลาดเคลื่อนระหว่างค่าจริงกับค่าพยากรณ์ จะพิจารณาจากการที่ค่าจริงใกล้เคียงกับค่าพยากรณ์ที่สุด หรือค่าความ

คลาดเคลื่อนน้อยที่สุด นั้นแสดงได้ว่าแบบจำลองนั้นแม่นยำที่สุด ในการทดสอบนี้จะพิจารณาจาก ค่า MAD และ RMSE

เมื่อใช้ค่า MAD ทดสอบค่าความคลาดเคลื่อนในการพยากรณ์ความผันผวนของ อัตราผลตอบแทน SET50 Index ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงทดสอบแบบจำลอง พบว่าการใช้ช่วงเวลาทั้งหมดในการทดสอบ แบบจำลองที่ให้ค่าความคลาดเคลื่อนน้อยที่สุด คือ แบบจำลอง ARIMA ในช่วงก่อนเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินปี พ.ศ.2550 แบบจำลองที่ให้ค่าความคลาดเคลื่อนน้อยที่สุด คือ แบบจำลอง GARCH และช่วงหลังเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินปี พ.ศ. 2550 แบบจำลองที่ให้ค่าความคลาดเคลื่อนน้อยที่สุด คือ แบบจำลอง Serial Correlation Coefficient

เมื่อใช้ค่า RMSE ทดสอบค่าความคลาดเคลื่อนในการพยากรณ์ความผันผวนของ อัตราผลตอบแทน SET50 Index ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงทดสอบแบบจำลอง พบว่าการใช้ช่วงเวลาทั้งหมดในการทดสอบ แบบจำลองที่ให้ค่าความคลาดเคลื่อนน้อยที่สุด คือ แบบจำลอง ARIMA ในช่วงก่อนเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินปี พ.ศ.2550 แบบจำลองที่ให้ค่าความคลาดเคลื่อนน้อยที่สุด คือ แบบจำลอง GARCH และช่วงหลังเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินปี พ.ศ. 2550 แบบจำลองที่ให้ค่าความคลาดเคลื่อนน้อยที่สุด คือ แบบจำลอง Serial Correlation Coefficient

จากผลการวิจัยนี้พบว่า ทั้งสามช่วงเวลาการทดสอบ ไม่มีแบบจำลองใด ที่สามารถให้ค่าความคลาดเคลื่อนน้อยที่สุดในการพยากรณ์ ดังนั้นผู้ที่สนใจทำการศึกษาเพิ่มเติมหรือนักลงทุน ไม่สมควรที่จะใช้แค่แบบจำลองเพียงอย่างเดียวมาเป็นเครื่องมือในการลงทุน ควรจะทำการวิเคราะห์ทางด้านอื่นๆ มาประกอบการตัดสินใจลงทุนด้วย เช่น การวิเคราะห์ปัจจัยมหภาค การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของบริษัท การวิเคราะห์ปัจจัยการเมือง เป็นต้น ถือเป็น การช่วยลดความเสี่ยงในการลงทุนอีกทางหนึ่ง

ข้อจำกัดของงานวิจัยฉบับนี้คือ แบบจำลองที่ผู้วิจัยนำมาใช้พยากรณ์ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นแบบจำลองที่ได้ศึกษามาเบื้องต้น แต่ในปัจจุบันยังมีแบบจำลองอีกมากที่น่าสนใจนำมาใช้ในการพยากรณ์เพิ่มเติม

ส่วนข้อเสนอแนะ พบว่าตลาดหุ้นไทยมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่นๆ การมีข้อจำกัดต่างๆ รวมถึงปัจจัยภายในประเทศ ทำให้ตลาดหุ้นไทยไม่สามารถเติบโตได้ดีเหมือนตลาดหุ้นอื่นๆ การที่เป็นตลาดหุ้นเล็ก สภาพคล่องมาก คือ เก็งกำไรกันสูง นักลงทุนรายย่อยขาดทุนจากการลงทุนเป็นจำนวนมาก จึงส่งผลให้ฐานของนักลงทุนที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไม่มีการขยายตัว จากการศึกษาครั้งนี้มีข้อน่าสังเกตได้ว่า ก่อนที่ตลาดหลักทรัพย์จะเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินปี พ.ศ.2550 พบว่า ตลาดหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพ แสดงให้เห็นว่านักลงทุนสามารถคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ จากการวิเคราะห์ทางเทคนิคได้เป็นอย่างดี แต่หลังจากเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินปี พ.ศ.2550 กลับพบว่า การวิเคราะห์ทางเทคนิคใช้ได้ไม่ดี และมีข้อสังเกตที่พบจากประสบการณ์ของผู้วิจัยเองพบว่า สิ่งที่เปลี่ยนไปในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ คือ กลุ่มนักลงทุนที่อยู่ประเภทบริษัทหลักทรัพย์ เริ่มเข้ามามีบทบาทในการลงทุนในตลาดมากขึ้น เริ่มตั้งแต่ต้นปี พ.ศ.2552 ในช่วงแรกๆ ตลาดหลักทรัพย์ยังไม่ได้แยกนักลงทุนประเภทนี้ออกมาจากกลุ่มสถาบัน นักลงทุนทั่วไปจึงยังไม่ทราบว่านักลงทุนกลุ่มนี้ได้เข้ามามีบทบาทสำคัญแล้วในตลาดหุ้นไทย นอกจากนั้นจากการติดตามตลาดหลักทรัพย์พร้อมกับตลาดอนุพันธ์โดยเฉพาะอย่างยิ่ง SET50 Index Future โดยจะเห็นได้ว่า SET50 Index Future จะต้องอ้างอิงกับสินค้าอ้างอิงคือ SET50 Index ในตลาดหลักทรัพย์ จึงหลีกเลี่ยงไม่ได้ที่จะมีความสัมพันธ์กัน ดังนั้น จากสภาพการณ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดังกล่าว พบว่า ตลาดมีขนาดเล็ก หากนักลงทุนกลุ่มหนึ่งสามารถติดต่อกับกลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ของแต่ละบริษัทมหาชนที่อยู่ใน SET50 Index ในการดูแลราคา (market maker) เพื่อสร้างราคาและส่งผลต่อไปยัง SET50 Index และ SET50 Index Future แล้ว สามารถทำกำไรทั้งสองตลาดได้ อีกทั้งต้นทุนการซื้อขายของบริษัทหลักทรัพย์ก็ต่ำกว่านักลงทุนทั่วไป สรุปภาพรวมได้ว่า ณ ปัจจุบัน จากการทดสอบพบว่าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพจริง ตามคำนิยามประสิทธิภาพระดับต่ำ แต่ส่วนในแง่ธรรมาภิบาลตลาดหลักทรัพย์จะมีการตรวจสอบกันได้อย่างไรว่ามีประสิทธิภาพหรือไม่

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงควรมีนโยบาย และวิธีการตรวจสอบการเชิงลึกมากกว่านี้ เพื่อเป็นการพัฒนาตลาดหุ้นไทยและช่วยเหลือนักลงทุนรายย่อย หากสภาพการณ์ตลาดหุ้นเป็นเช่นนี้การพัฒนาตลาดหุ้นและการขยายฐานนักลงทุนจะเป็นเรื่องยาก จึงต้องให้ความสำคัญกับธรรมาภิบาลของบริษัทมหาชนในตลาดหลักทรัพย์เป็นนโยบายเร่งด่วน

ส่วนผู้ที่สนใจศึกษาเพิ่มเติมในเรื่องประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ น่าจะศึกษาด้านการทดสอบทางด้านธรรมาภิบาลเพิ่มเติม เพื่อเป็นประโยชน์แก่นักลงทุนต่อไป