

## บทที่ 5

### บทสรุปและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการศึกษา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตัวกลางแลกเปลี่ยนระหว่างผู้ต้องการระดมเงินลงทุน เพื่อนำไปขยายกิจการกับผู้ออมเงินที่ต้องการผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผล (Dividend yield) และ/หรือ ส่วนต่างของราคา (Capital Gain) แสดงให้เห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นมีส่วนในการช่วยให้เศรษฐกิจขยายตัว ลดการพึ่งพิงเงินกู้จากภาคธนาคารพาณิชย์

การเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหลักทรัพย์จะมีลักษณะไปตามภาวะเศรษฐกิจ หากความผันผวนในตลาดการเงินและตลาดทุนโลกผันผวน ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ก็จะมีทิศทางเคลื่อนไหวเป็นไปตามความผันผวนกับทางภูมิภาคหรือตลาดทุนโลก เพราะตลาดการเงินโลกเปิดเสรีมากขึ้น การเข้าถึงข้อมูลและการเชื่อมโยงทำได้อย่างรวดเร็ว การเปลี่ยนแปลงของข้อมูลข่าวสาร นโยบายเศรษฐกิจ หรือการรายงานตัวเลขเศรษฐกิจของประเทศมหาอำนาจนั้น ย่อมส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจทั่วโลกอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ดังนั้น ในแง่ของนักลงทุน ควรจะศึกษาถึงปัจจัยทางมหภาค ลักษณะการเคลื่อนไหว การประมาณการหรือการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ เพื่อที่จะช่วยลดความเสี่ยงให้แก่นักลงทุนเองได้ การพยากรณ์โดยใช้เครื่องมือทางสถิติ ก็เป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่น่าเชื่อถือและเป็นที่ยอมรับ เพราะนักลงทุนสถาบันส่วนใหญ่ใช้ตัวเลขทางสถิติในการอ้างอิง หรือใช้แบบจำลองต่างๆ ในการวิเคราะห์ก่อนการลงทุน การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ จึงเป็นแบบอย่างในการนำแบบจำลองทางสถิติมาใช้

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ข้อแรก คือ การทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระดับต่ำ (Weak-form Efficiency) ผ่าน Trading Information โดยเปรียบเทียบระหว่างก่อนและหลังเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินปี พ.ศ.2550 จากการศึกษางานวิจัยในอดีตพบว่า แม้จะมีการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์มาก่อนหน้านี้ แต่ยังไม่มียานวิจัยใดที่ศึกษาและเปรียบเทียบช่วงคาบเกี่ยวระหว่างวิกฤติเศรษฐกิจปี พ.ศ.2550 ที่เกิดขึ้น

ผลจากการศึกษาตามวัตถุประสงค์แรก สามารถอธิบายในส่วนการทดสอบการมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ว่า ในช่วงก่อนเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินปี

พ.ศ.2550 พบว่า ตลาดหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ส่วนในช่วงหลังเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินปี พ.ศ.2550 พบว่า ตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และหากทดสอบช่วงเวลาทั้งหมด พบว่า ตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนั้น การทดสอบการมีประสิทธิภาพของตลาดนี้ เมื่อพิจารณาตามสมมติฐานของทฤษฎี Random Walk กล่าวคือ ในช่วงก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจปี พ.ศ.2550 พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพ หมายความว่า อัตราผลตอบแทน SET50 Index ในอดีตมีผลต่ออัตราผลตอบแทน SET50 Index ในปัจจุบัน ดังนั้น เมื่อนักลงทุนทราบว่าตลาดไม่มีประสิทธิภาพแล้ว ก็สามารถนำ การวิเคราะห์หรือกลยุทธ์ทางเทคนิคมาสร้างกำไรเกินปกติในการลงทุนได้ แต่หลังจากเกิดวิกฤติเศรษฐกิจแล้ว พบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพ นักลงทุนจะไม่สามารถนำ กลยุทธ์ทางเทคนิคมาทำกำไรเกินปกติได้นั่นเอง แต่จะใช้การวิเคราะห์ทางด้านพื้นฐานมาช่วยในการลงทุนแทน

ผลการศึกษาดำเนินการตามวัตถุประสงค์ที่ 2 เป็นการศึกษาถึงแบบจำลองที่ใช้ในการพยากรณ์ อัตราผลตอบแทนของ SET50 Index ของแบบจำลองทั้งสามได้แก่ Serial Correlation Coefficient Model, ARIMA Model และ GARCH Model ตามลำดับ โดยใช้ค่าสถิติ MAD และ RMSE เป็นตัววัดค่าความคลาดเคลื่อน

การเลือกแบบจำลองทั้งสามมาทดสอบ เกิดจากการศึกษาการพัฒนาการของการสร้างแบบจำลองมาเรื่อยๆ ตั้งแต่ Serial Correlation Coefficient Model เป็นแบบจำลองที่การทดสอบคล้ายกับการทดสอบสัมประสิทธิ์อัตโนมัติของตัวแปร เป็นแบบจำลองที่ง่าย และใช้กันอย่างกว้างขวางในช่วงปี พ.ศ.2540 ต่อมาการพัฒนาการแบบจำลอง เริ่มค้ำึงถึงค่าความแปรปรวนในแต่ละช่วงเวลา โดยพัฒนามาเป็นแบบจำลอง ARIMA (p,d,q) ได้กำหนดให้ตัวค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบ white-noise process  $\varepsilon_t \sim \text{n.i.d.}(0, \sigma_\varepsilon^2)$  Normal independent distribution และแบบจำลองสุดท้ายเกิดจากสมมติฐานที่ว่า ค่าความแปรปรวนในแต่ละช่วงเวลาน่าจะแตกต่างกัน เป็น heteroscedastic จึงพัฒนาแบบจำลอง GARCH (p,q) ขึ้นมา ซึ่งแบบจำลองที่นำมาพยากรณ์นี้ล้วนได้รับความนิยมในแต่ละช่วงเวลาที่ผ่านมา แม้ในปัจจุบันการพัฒนาแบบจำลองได้มีความสลับซับซ้อนมากยิ่งขึ้น แต่แบบจำลองเดิมเชื่อว่าจะไม่ได้อีก งานวิจัยครั้งนี้เพียงมุ่งหวังถึงการนำแบบจำลองมาใช้ในการพยากรณ์ และเป็นแนวทางในการศึกษาแบบจำลองขั้นสูงต่อไป

จากการทดสอบตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 จะสรุปได้ว่า ไม่มีแบบจำลองใดที่สามารถพยากรณ์ได้แม่นยำที่สุดในทุกช่วงเวลา เนื่องจากช่วงเวลาที่ต่างกัน ทำให้ผลการพยากรณ์ที่ได้คลาดเคลื่อนต่างกัน และยังกล่าวได้อีกว่า แม้จะมีการพัฒนาแบบจำลองแบบใหม่ๆ ก็อาจจะไม่จำเป็นที่จะพยากรณ์ได้ดีกว่าแบบจำลองเดิม

จากงานวิจัยครั้งนี้เมื่อเปรียบเทียบกับงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา ซึ่งงานวิจัยในอดีตพบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีทั้งประสิทธิภาพและไม่มีประสิทธิภาพ แต่การทดสอบในช่วงเวลาและแบบจำลองที่ต่างกัน ทำให้ผลการทดสอบแตกต่างกันได้ แต่สำหรับงานวิจัยครั้งนี้แสดงให้เห็นถึงแนวความคิดที่ว่า หากพิจารณาจากคำนิยามของคำว่า “ประสิทธิภาพตลาดในระดับต่ำ” สามารถใช้สมการถดถอยอย่างง่ายในการทดสอบ แล้วดูค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระในอดีตว่ามีนัยสำคัญหรือไม่ ก็สามารถนำมาอธิบายผลการทดสอบได้ โดยไม่จำเป็นต้องใช้แบบจำลองที่สลับซับซ้อนในการทดสอบประสิทธิภาพระดับต่ำ

นอกจากนี้ยังพิจารณาได้ต่อไปอีกว่า สัดส่วนของนักลงทุนที่ลงทุนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า สัดส่วนการลงทุนมากที่สุดในตลาด คือ นักลงทุนรายย่อย และหากเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาค ก็จะพบว่าตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีขนาดเล็ก แต่มีสภาพคล่องสูง (turn over) กล่าวคือ มีการเก็งกำไรกันสูงมาก

ดังนั้นในแง่ของนักลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดจะชอบตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ คือการใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิคมาช่วยในการลงทุนได้ดี ซึ่งเหมาะแก่การทำกำไรเกินปกติได้ในระยะเวลาสั้นๆ แต่หากอยู่ในตลาดที่มีประสิทธิภาพแล้ว การใช้กลยุทธ์พื้นฐานน่าจะเหมาะสมที่สุดในการลงทุน

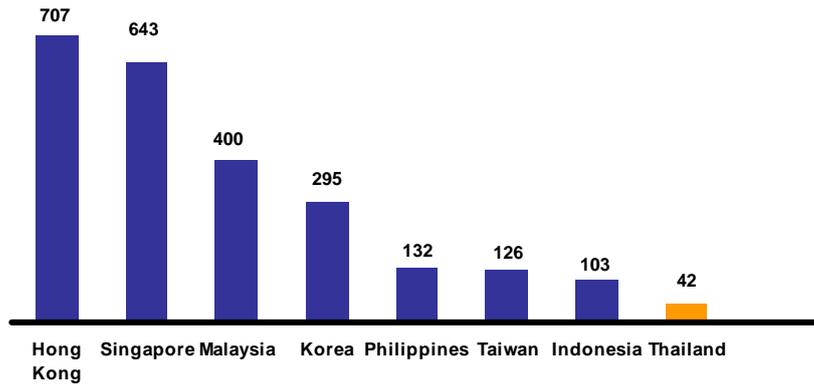
## 5.2 ข้อจำกัดทางการศึกษา

เนื่องจากแบบจำลองที่ผู้วิจัยได้นำมาใช้พยากรณ์ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นแบบจำลองที่ได้ศึกษามาเบื้องต้น แต่ในปัจจุบันยังมีแบบจำลองอีกมากที่น่าสนใจนำมาใช้ในการพยากรณ์เพิ่มเติม

### 5.3 ข้อเสนอแนะทางนโยบาย และข้อเสนอแนะเพื่อการศึกษาในอนาคต

ภาพที่ 5.1

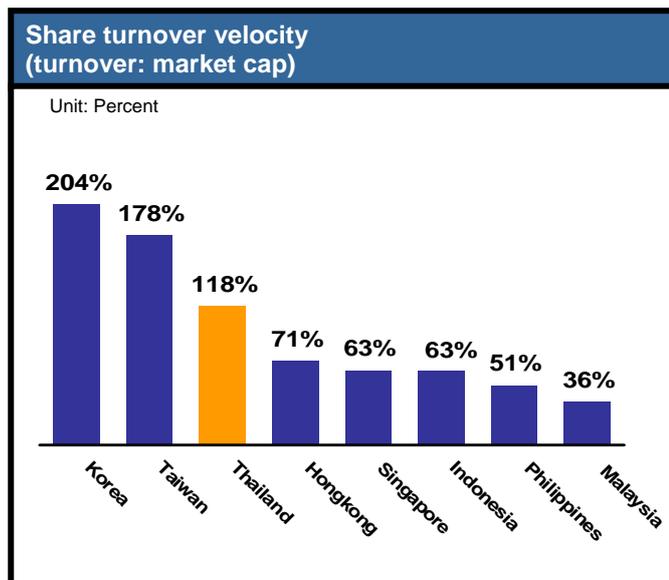
Market Capitalization to GDP Comparison : Asia Countries (Year End 2008)



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ภาพที่ 5.2

การเปรียบเทียบตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคเอเชียกับตลาดหลักทรัพย์ไทยที่มีสภาพคล่องที่สูง



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากภาพที่ 5.1 และ 5.2 พบว่าตลาดหุ้นไทยมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่นๆ การมีข้อจำกัดต่างๆ รวมถึงปัจจัยภายในประเทศ ทำให้ตลาดหุ้นไทยไม่สามารถเติบโตได้ดีเหมือนตลาดหุ้นอื่นๆ การที่เป็นตลาดหุ้นเล็ก สภาพคล่องมาก คือ เก็งกำไรกันสูง นักลงทุนรายย่อยขาดทุนจากการลงทุนเป็นจำนวนมาก จึงส่งผลให้ฐานของนักลงทุนที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไม่มีการขยายตัว จากการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้มีข้อสังเกตได้ว่า ก่อนที่ตลาดหลักทรัพย์จะเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินปี พ.ศ.2550 พบว่า ตลาดหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพ แสดงให้เห็นว่านักลงทุนสามารถคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ จากการวิเคราะห์ทางเทคนิคได้เป็นอย่างดี แต่หลังจากเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินปี พ.ศ.2550 กลับพบว่า การวิเคราะห์ทางเทคนิคใช้ได้ไม่ดี และมีข้อสังเกตที่พบจากประสบการณ์ของผู้วิจัยเองพบว่า สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไปในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ 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) เพื่อสร้างราคาและส่งผลกระทบต่อ SET50 Index และ SET50 Index Future แล้ว สามารถทำกำไรทั้งสองตลาดได้ อีกทั้งต้นทุนการซื้อขายของบริษัทหลักทรัพย์ก็ต่ำกว่านักลงทุนทั่วไป สรุปภาพรวมได้ว่า ณ ปัจจุบัน จากการทดสอบพบว่าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพจริง ตามคำนิยามประสิทธิภาพระดับต่ำ แต่ส่วนในแง่ธรรมาภิบาลตลาดหลักทรัพย์จะมีการตรวจสอบกันได้อย่างไรว่ามีประสิทธิภาพหรือไม่

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงควรมีนโยบาย และวิธีการตรวจสอบการเชิงลึกมากกว่านี้ เพื่อเป็นการพัฒนาตลาดหุ้นไทยและช่วยเหลือนักลงทุนรายย่อย หากสภาพการณ์ตลาดหุ้นเป็นเช่นนี้ การพัฒนาตลาดหุ้นและการขยายฐานนักลงทุนจะเป็นเรื่องยาก จึงต้องให้ความสำคัญกับธรรมาภิบาลของบริษัทมหาชนในตลาดหลักทรัพย์เป็นนโยบายเร่งด่วน

ส่วนผู้ที่สนใจศึกษาเพิ่มเติมในเรื่องประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ น่าจะศึกษาด้านการทดสอบทางด้านธรรมาภิบาลเพิ่มเติม เพื่อเป็นประโยชน์แก่นักลงทุนต่อไป