

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

สรุปผลการวิจัย

ตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญต่อการระดมทุนในระยะยาว ด้วยการเป็นศูนย์กลางซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ แม้ไม่ได้ทำหน้าที่ในการซื้อขายหลักทรัพย์โดยตรง แต่ก็มีบทบาทในการกำกับดูแลให้การซื้อขายหลักทรัพย์ดำเนินไปอย่างเป็นระเบียบ มีสภาพคล่อง โปร่งใส และยุติธรรม เพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ลงทุนทั้งภายในประเทศและต่างประเทศ หน่วยเศรษฐกิจที่ขาดแคลนเงินทุนสามารถอาศัยเงินที่ได้จากการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์มาลงทุนในภาคการผลิตต่าง ๆ ก่อให้เกิดการจ้างงานเพิ่มขึ้น เกิดการขยายตัวของภาคอุตสาหกรรม เกิดการใช้ทรัพยากรในการผลิตอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งเมื่อพิจารณาจากมูลค่าของทุนตามราคาตลาดที่มีการเคลื่อนไหวเป็นไปในทิศทางเดียวกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ จึงเป็นสาเหตุทำให้ต้องมีการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งสอง

เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่เริ่มก่อตั้งมาไม่นานและกำลังพัฒนา เมื่อต้องประสบกับสภาพแวดล้อมทางการเงินของโลกที่มีความผันผวน และมีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ความไม่ครบถ้วนหรือขาดประสิทธิภาพในองค์ประกอบสำคัญของตลาดหลักทรัพย์ และปัญหาที่เกิดขึ้นทั้งทางด้านผู้ลงทุน สถาบันตัวกลาง หลักทรัพย์ที่ใช้ระดมทุนในตลาด รวมถึงองค์กรกำกับดูแลได้ทำให้กลไกการทำงานของตลาดทุนไทยไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร

ผู้ลงทุนเป็นองค์ประกอบที่มีความสำคัญต่อเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์ แบ่งได้ตามปริมาณของการซื้อขาย ได้แก่ ผู้ลงทุนที่เป็นบุคคลธรรมดาซึ่งถือเป็นผู้ลงทุนรายย่อย และผู้ลงทุนประเภทสถาบันทั้งที่เป็นสถาบันในประเทศและต่างประเทศ แต่เนื่องจากโครงสร้างของผู้ลงทุนเป็นผู้ลงทุนรายย่อยในสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 70 และมีพฤติกรรมลงทุนระยะสั้น เน้นการเก็งกำไร ไม่ให้ความสำคัญกับข้อมูลปัจจัยพื้นฐาน ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ไม่สะท้อนถึงปัจจัยพื้นฐานที่เหมาะสมและเกิดความผันผวน จึงเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการขยายฐานผู้ลงทุนรายใหม่ให้เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น และจากฐานผู้ลงทุนที่มีอยู่จำนวนน้อยนี้เอง ได้เป็นสาเหตุที่ทำให้

ให้มีการสร้างราคาหลักทรัพย์ผิดไปจากความเป็นจริง โดยการแสวงหาผลประโยชน์อันมิชอบของกลุ่มผู้ลงทุนรายใหญ่เพียงไม่กี่ราย

สถาบันตัวกลางหรือบริษัทหลักทรัพย์เป็นองค์ประกอบหนึ่งที่มีความสำคัญต่อเสถียรภาพของตลาด โดยส่วนใหญ่มุ่งเน้นรายได้จากการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ และมุ่งเน้นการทำธุรกรรมในตลาดรองที่ใช้นโยบายแข่งขันด้านราคาเป็นหลัก เพื่อแข่งชิงกลุ่มลูกค้า ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผู้ลงทุนรายย่อยที่มีการกระจุกตัวอยู่เพียงไม่กี่ราย แทนที่จะแข่งขันกันสร้างฐานลูกค้าใหม่ เพื่อกระจายแหล่งรายได้และสร้างความเจริญเติบโตที่ยั่งยืนให้กับธุรกิจหลักทรัพย์ ทั้งนี้ อาจมีสาเหตุมาจากการขาดทักษะ และความชำนาญของบุคลากรที่จะคิดค้นหรือพัฒนานวัตกรรมทางการเงิน เพื่อเพิ่มช่องทางสร้างรายได้ทางอื่น จึงกลายเป็นวงจรที่ส่งผลกระทบต่อการพัฒนาตลาดทุนทั้งระบบ

องค์ประกอบสุดท้ายเป็นโครงสร้างพื้นฐานของตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ข้อมูลด้านงานวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่ขาดแคลน เนื่องจากผู้ลงทุนรายย่อยไม่สนใจนำข้อมูลปัจจัยพื้นฐานมาใช้ในการตัดสินใจลงทุน ด้านเครื่องมือเสริมสร้างสภาพคล่องเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพให้กับกระบวนการชำระราคาและส่งมอบ แม้จะมีการอนุญาตให้ทำธุรกรรมการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ (Securities Borrowing and Lending : SBL) และธุรกรรมการซื้อคืน (Repurchase Agreement : Repo) เพื่อช่วยเสริมสร้างสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ธุรกรรมดังกล่าวก็ยังไม่ได้มีการใช้กันอย่างแพร่หลาย ดังนั้น ผู้ที่เกี่ยวข้องทั้งภาครัฐบาลและเอกชนจึงควรให้ความสำคัญในการแก้ไขเพื่อสนับสนุนธุรกรรม SBL/Repo ให้เกิดประโยชน์อย่างแท้จริง ด้านเครื่องมือบริหารความเสี่ยงการมีตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีประสิทธิภาพ จะช่วยลดผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจจากวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้น เพราะตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะทำหน้าที่ให้ข้อมูล เพื่อเป็นสัญญาณเตือนล่วงหน้าให้กับผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทุกฝ่าย ให้สามารถเตรียมพร้อมและป้องกันความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นได้ทันเวลา การกำกับดูแลกิจการที่ดี ความมีจรรยาบรรณของผู้ประกอบธุรกิจที่จะต้องเปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอ โปร่งใส และทันต่อเหตุการณ์ให้กับผู้ลงทุน มีส่วนสำคัญอย่างยิ่งต่อการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน และด้านการบังคับใช้กฎหมายที่เกิดจากกระบวนการดำเนินคดีที่ใช้เวลานานและขาดความต่อเนื่อง ทำให้นายตัวผู้กระทำความผิดมาลงโทษได้ลำบาก จนก่อให้เกิดความเสียหายขึ้นกับผู้เกี่ยวข้อง

จากงานศึกษาของ Levine and Zervos (1996) พบว่า ขนาดของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งคำนวณจากมูลค่าของทุนตามราคาตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศมีความสัมพันธ์กับผลิตภัณฑ์มวล

รวมในประเทศต่อประชากร อย่างมีนัยสำคัญ จึงนำมาใช้เป็นแนวทางในการศึกษาความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลระหว่างตัวแปรทั้งสอง โดยเริ่มจากการทดสอบด้วยวิธีการทางสถิติต่าง ๆ ได้แก่ การทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Unit Root Test) การทดสอบความสัมพันธ์ในระยะยาวและการปรับตัวในระยะสั้น (Cointegration and Error Correction Model) รวมถึงการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผล (Granger's Causality Test) โดยแบบจำลองที่กำหนดขึ้นพัฒนามาจากงานศึกษาของ Ajte and Jovanovic (1993)

จากการศึกษาในขั้นแรกเป็นการทดสอบคุณสมบัติ Stationary ด้วยการทดสอบ Unit Root โดยวิธี Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test พบว่า ผลผลิตทั้งหมดรวมในประเทศต่อประชากร ($\ln y$) ขนาดของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ หรือมูลค่าของทุนตามราคาตลาดต่อผลผลิตทั้งหมดรวมในประเทศ ($\ln s_M$) การลงทุนภายในประเทศต่อผลผลิตทั้งหมดรวมในประเทศ ($\ln s_K$) รวมถึงระยะเวลาในการศึกษาเฉลี่ยของประชากรที่มีงานทำ ($\ln s_H$) มีคุณสมบัติ Stationary ที่ 2nd Difference หรือมีการ Integrated ที่อันดับเดียวกันที่ I(2) ทำให้สามารถนำตัวแปรทั้งหมดดังกล่าวไปทำการทดสอบหาความสัมพันธ์ในระยะยาวได้ด้วยวิธี Cointegration ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขจำเป็นในการทดสอบ Cointegration

จากการทดสอบ Cointegration ด้วยวิธี Engle and Granger พบว่า ขนาดของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ หรือมูลค่าของทุนตามราคาตลาดต่อผลผลิตทั้งหมดรวมในประเทศ ($\ln s_M$) การลงทุนต่อผลผลิตทั้งหมดรวมในประเทศ ($\ln s_K$) รวมถึงระยะเวลาในการศึกษาเฉลี่ยของประชากรที่มีงานทำ ($\ln s_H$) มีความสัมพันธ์ในระยะยาวและมีทิศทางเดียวกับผลผลิตทั้งหมดรวมในประเทศต่อประชากร ($\ln y$) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และนอกจากนี้ วิฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในปี พ.ศ. 2540 พบว่า มีผลทำให้ผลผลิตทั้งหมดรวมในประเทศต่อประชากรมีการเปลี่ยนแปลงไปด้วย อย่างไรก็ตาม แม้ว่าปัจจัยทั้งหมดดังกล่าวจะมีความสัมพันธ์กันในระยะยาวกับผลผลิตทั้งหมดรวมในประเทศต่อประชากร แต่ก็ไม่ใช่ปัจจัยดังกล่าวจะมีความสัมพันธ์ในระยะสั้นต่อกันเสมอไป ด้วยเหตุนี้ จึงต้องนำตัวแปรทั้งหมดมาทำการทดสอบหาความสัมพันธ์ในระยะสั้นด้วยวิธี Error Correction Model

ซึ่งผลการทดสอบหาความสัมพันธ์ในระยะสั้นพบว่า การเปลี่ยนแปลงมูลค่าของทุนตามราคาตลาดต่อผลผลิตทั้งหมดรวมในประเทศ หรือขนาดของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ($\ln s_M$) รวมถึงการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนภายในประเทศต่อผลผลิตทั้งหมดรวมในประเทศ ($\ln s_K$) และ

การเปลี่ยนแปลงของการลงทุนภายในประเทศต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศในปีที่ผ่านมา ($\ln s_{K(t-1)}$) และระยะเวลาในการศึกษาเฉลี่ยของประชากรที่มีงานทำ ($\ln s_H$) มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ($\ln y$) ในทิศทางเดียวกันและมีนัยสำคัญทางสถิติ

นอกจากนี้ ผลการทดสอบหาความสัมพันธ์เชิงเหตุและผล (Granger's Causality Test) ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศต่อประชากร ($\ln y$) กับมูลค่าของทุนตามราคาตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ($\ln s_M$) การลงทุนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ($\ln s_K$) รวมถึงระยะเวลาในการศึกษาเฉลี่ยของประชากรที่มีงานทำ ($\ln s_H$) ปรากฏว่า มูลค่าของทุนตามราคาตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ หรือขนาดของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และการลงทุนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ มีความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลในลักษณะที่เป็นสาเหตุ หรือกำหนดผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศต่อประชากร ขณะที่ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศต่อประชากรมีความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลลักษณะที่เป็นสาเหตุ หรือกำหนดระยะเวลาการศึกษาเฉลี่ยของประชากรที่มีงานทำ

ข้อเสนอแนะ

การทดสอบหาความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลระหว่างมูลค่าของทุนตามราคาตลาด (Market Capitalization) กับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ได้ใช้ข้อมูลนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2518 ซึ่งเป็นปีที่มีการก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเป็นครั้งแรก จนถึงปี พ.ศ. 2546 อันเป็นปีที่มูลค่าของทุนตามราคาตลาดสูงสูดนับตั้งแต่เริ่มมีการก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์มา รวมระยะเวลา 29 ปี ซึ่งถือว่าค่อนข้างน้อยสำหรับการทดสอบ Cointegration and Error Correction Model รวมถึงระบบการจัดเก็บข้อมูลทางสถิติของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในประเทศไทยยังขาดประสิทธิภาพเท่าที่ควร ข้อมูลบางอย่างอาทิเช่น ข้อมูลการระดมทุนในตลาดตราสารทุน ยังไม่มีหน่วยงานที่ทำการเก็บรวบรวม ผู้วิจัยจึงต้องทำการเก็บรวบรวมเองจากข้อมูลการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดแรกในแต่ละปี หรือจากผู้อื่นที่ทำการเก็บรวบรวมไว้แล้ว ความถูกต้อง และความน่าเชื่อถือของแหล่งข้อมูล ก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ผลการวิจัยคลาดเคลื่อนไปบ้าง

นอกจากนี้ ในการทดสอบ Cointegration โดยวิธีการของ Engle and Granger ใช้ได้กับแบบจำลองที่มีตัวแปร 2 ตัวเท่านั้น ดังนั้น ในการทดสอบครั้งต่อไป หากใช้วิธีการของ Johansen and Juselius ซึ่งสามารถประยุกต์ใช้กับแบบจำลองที่มีตัวแปรมากกว่า 2 ตัวขึ้นไป และสามารถ

ทดสอบหาจำนวน Cointegration Vector ได้พร้อม ๆ กัน โดยไม่ต้องระบุก่อนว่าตัวแปรตัวใดเป็นตัวแปรภายนอกหรือตัวแปรภายใน ก็จะเป็นผลดีต่อการทดสอบมากยิ่งขึ้น

และจากงานศึกษานี้พบว่า ขนาดของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ หรือมูลค่าของทุนตามราคาตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศมีความสัมพันธ์ในระยะยาว และมีทิศทางเดียวกันกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศต่อประชากร รวมถึงมีความสัมพันธ์ในลักษณะที่เป็นสาเหตุ หรือกำหนดผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศต่อประชากร ดังนั้น หากต้องการให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศต่อประชากรเพิ่มขึ้น รัฐบาลต้องเร่งหามาตรการต่าง ๆ กระตุ้นให้เกิดการขยายตัวของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยการส่งเสริมและกำกับดูแลให้การซื้อขายหลักทรัพย์ดำเนินไปอย่างเป็นระเบียบ มีสภาพคล่อง โปร่งใส ยุติธรรม เพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ลงทุนทั้งภายในประเทศและต่างประเทศ การสร้างประสิทธิภาพให้กับระบบการเงินจะต้องสร้างความสมดุลให้เกิดขึ้น โดยลดการพึ่งพาระบบธนาคารพาณิชย์ และให้ความสำคัญกับการพัฒนาตลาดทุนมากยิ่งขึ้น

ตลาดหลักทรัพย์ ถือเป็นเพียงส่วนหนึ่งของตลาดการเงิน ซึ่งกลไกการทำงานของระบบเศรษฐกิจจะดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ ต้องอาศัยระบบการเงินทั้งระบบที่ประกอบด้วย ตลาดเงินและตลาดทุนทำหน้าที่เกื้อหนุนซึ่งกันและกัน เพื่อให้ระบบการเงินมีความสมดุล จากการที่ตลาดเงินมีบทบาทในการเป็นแหล่งเงินทุนระยะสั้น ขณะที่ตลาดทุนจะมีบทบาทในการเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวนั้น หากระบบการเงินทั้งระบบทำหน้าที่เคลื่อนย้ายและจัดสรรเงินทุนจากหน่วยเศรษฐกิจที่มีเงินออมไปสู่หน่วยเศรษฐกิจที่ต้องการเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ จะช่วยลดความเสี่ยงที่เกิดจากความไม่สอดคล้องกันระหว่างการได้มาและใช้ไปของเงินทุน (Maturity Mismatch) จนทำให้เกิดความผันผวนทางเศรษฐกิจขึ้นได้ ดังนั้น เพื่อเป็นแนวทางในการศึกษาครั้งต่อไป ควรศึกษาถึงบทบาทของตลาดการเงินทั้งระบบที่มีต่อการพัฒนาระบบเศรษฐกิจของประเทศไทย ซึ่งจะทำให้การศึกษามีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น