

## สรุปและข้อเสนอแนะ

ในระบบ เศรษฐกิจแบบ เสรีนิยมของประเทศที่พัฒนาแล้วหรือกำลังพัฒนา จะพบว่าต้องอาศัยตลาดทุน เป็นสื่อกลางในการพัฒนา เศรษฐกิจของประเทศ เนื่องจาก เป็นแหล่งกระตุ้นให้เกิดการระดมและจัดสรร เงินทุนในระยะยาว เพื่อก่อให้เกิดการลงทุนเพิ่มขึ้น ซึ่งจำเป็นที่จะต้องมียตลาดหลักทรัพย์ เป็นศูนย์กลางการดำเนินงาน สำหรับประเทศไทยก็ได้จัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขึ้น ให้เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนและรับอนุญาต แต่เพื่อที่จะให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นเครื่องมือที่ดี และมีประสิทธิภาพในการส่งเสริมการระดมและจัดสรร เงินทุน รัฐบาลและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงต้องตรากฎหมายและกฎข้อบังคับต่าง ๆ เพื่อควบคุมให้การซื้อขายเป็นไปอย่างมีระเบียบ ถูกต้องยุติธรรมและมีประสิทธิภาพ

จากการดำเนินงานที่ผ่านมาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าปัญหาที่เกิดขึ้นได้แก่การ เปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ อันเนื่องมาจากการเก็งกำไรกันมาก ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพ การที่จะแก้ไขให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถทำหน้าที่ได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ อันจะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนา เศรษฐกิจของประเทศนั้น ราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกันในตลาดจะต้องมี เสถียรภาพ เพราะถ้าหากราคา เปลี่ยนแปลงขึ้นลงอย่างสวามิภักดิ์ก็จะก่อให้เกิดการตื่นตระหนก ส่งผลให้มีการซื้อขายกันอย่างลืมหูลืมผล ความมั่นใจที่ประชาชนจะ เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ จะลดลง ดังนั้นการที่จะป้องกันไม่ให้สิ่งเหล่านี้เกิดขึ้น จำเป็นที่จะต้องมีความรู้ความ เข้าใจถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการ เปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ซึ่งปัจจัยสำคัญที่ได้นำมาศึกษา ก็คือปริมาณเงิน โดยพิจารณาว่าการ เปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินจะมีผลกระทบทั้งโดยตรงและโดยอ้อมต่อราคาหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ อย่างไร นอกจากนี้ยังได้ทดสอบความมีประสิทธิภาพ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วย

ผลจากการศึกษาปรากฏว่า ความสัมพันธ์ทางตรงระหว่างราคาหลักทรัพย์และปริมาณเงินมีน้อยมาก ไม่ว่าจะใช้ปริมาณเงินในความหมายแคบ (M1) หรือความหมายกว้าง (M2) ก็ล้วนส่งผลกระทบโดยตรงต่อราคาหลักทรัพย์น้อยมากจนถือได้ว่าแทบจะไม่ได้ก่อให้เกิดผลกระทบ โดยตรงต่อการ เปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์แต่ประการใดเลย แม้กระทั่งในรูปความล่าช้าของเวลา



ทั้งนี้ไม่ว่าจะใช้ราคาหลักทรัพย์ เป็นราคาปิดราย เดือนหรือราคา เฉลี่ยวันทำการก็ให้ผลลัพธ์ในลักษณะ เดียวกัน

แต่ในการทดสอบความสัมพันธ์ทางอ้อมผลปรากฏว่า มีความสัมพันธ์ทางอ้อมระหว่าง ราคาหลักทรัพย์และปริมาณเงิน โดยตัวแปรที่นำมาศึกษาได้แก่ อัตราเงินปันผลต่อหุ้น (d) อัตราการเติบโตของเงินปันผล (g) และค่าธรรมเนียมความเสี่ยง (R) มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ คือ อัตราเงินปันผลต่อหุ้น และค่าธรรมเนียมความเสี่ยง กล่าวคือ เงินปันผลเป็นผลตอบแทนจากการซื้อ หุ้นสามัญ เมื่ออัตราเงินปันผลต่อหุ้นสูง (d) ย่อมทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นด้วย สำหรับค่า ธรรมเนียมความเสี่ยง (R) เมื่อมีการเสี่ยงมาก ผลตอบแทนที่ได้รับย่อมมากกว่ากรณีที่มีความ เสี่ยงน้อย ทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ผู้ลงทุนอาจคิดได้ว่าเมื่อหลักทรัพย์ใด มีความเสี่ยงมาก แสดงว่าฐานะการดำเนินงานของบริษัทไม่มั่นคง ผู้ลงทุนจะไม่ซื้อหลักทรัพย์นั้น แต่จะเบนความสนใจไปยังหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงน้อยกว่า ในขณะที่เดียวกันผู้ขายจะรีบขายหลัก- ทรัพย์นั้น เพราะเกรงว่าราคาหลักทรัพย์จะตกต่ำอาจขาดทุน จึงส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์นั้นลดต่ำ ลงได้ ส่วนอัตราการเติบโตของเงินปันผล (g) มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์เป็นลบ ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับการคาดการณ์ของผู้ลงทุนว่าในปัจจุบัน เงินปันผลต่อหุ้นได้เพิ่มมากขึ้น ในระยะต่อไปแนวโน้ม จะลดลงทำให้ผู้ลงทุนเทหุ้นออกขาย ส่งผลให้ราคาลดต่ำลง ถึงกระนั้นก็ตามจากการทดสอบพบว่า ตัวแปรเหล่านี้มีความ เป็นไปได้สูงที่จะนำมาอธิบายเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ โดย เฉพาะอัตราเงินปันผลต่อหุ้น และค่าธรรมเนียมความเสี่ยง ซึ่งในการพิจารณาการ เปลี่ยนแปลงราคา หลักทรัพย์สมควรที่จะศึกษาถึงผลตอบแทนและความ เสี่ยงควบคู่กันไป

ตอนสุดท้าย เป็นผลการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Markets Theory) ซึ่งกล่าวว่าราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาใดก็ตามได้สะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่ในขณะนั้นได้อย่างสมบูรณ์ และราคาหลักทรัพย์ จะปรับตัวต่อการเปลี่ยนแปลงในข่าวสารอย่างรวดเร็ว ซึ่งข่าวสารเหล่านี้ก็รวมถึงปริมาณเงินและ ตัวแปรทางการเงินด้วย ในการทดสอบเชิงประจักษ์ได้นำทฤษฎี Random Walk มาศึกษา โดย เนื้อหาของทฤษฎีมีอยู่ว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ต้อง เป็นไปโดยไม่อาจคาดคะเนได้ (Random) ปัจจัยที่จะมีอิทธิพลต่อการ เปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์จะต้อง เป็นปัจจัยที่ไม่สามารถ คาดคะเนได้อีกทั้งราคาหลักทรัพย์ในอดีตและปัจจุบันต้อง เป็นอิสระต่อกัน จากผลทดสอบราคาหลัก- ทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายวัน ในปี 2521 และปี 2527 พบว่า

ลำดับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ทั้งในปี 2521 และ 2527 มีความสัมพันธ์กัน ซึ่งหมายความว่า นักลงทุนสามารถใช้ราคาหลักทรัพย์ในอดีตมาคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ ทำให้ต้องปฏิเสธทฤษฎี Random Walk และกล่าวได้ว่าราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังไม่มีประสิทธิภาพ ทั้งนี้เพราะว่าลักษณะของตลาดไม่ได้เป็นตลาดแข่งขันสมบูรณ์มีการได้เปรียบเสียเปรียบในเรื่องข่าวสารข้อมูลโดยขึ้นอยู่กับว่าบุคคลใดสามารถรับรู้ข้อมูลได้ก่อน และมากกว่าที่ย่อมที่จะได้เปรียบผู้อื่น แต่ถึงกระนั้นก็ตามไม่มีใครสามารถคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้อย่างถูกต้องร้อยเปอร์เซ็นต์ ทั้งนี้ต้องขึ้นอยู่กับ ความน่าจะเป็น (Probability) ที่ทั้งผู้ซื้อและผู้ขายจะคาดการณ์ได้ถูกต้องเพียงใด

ผลจากการทดสอบสรุปได้ว่า ไม่มีความสัมพันธ์ทางตรงระหว่างราคาหลักทรัพย์และปริมาณเงินไม่ว่าจะใช้ตัวแปรปริมาณเงินตามความหมายแคบ (M1) หรือความหมายกว้าง (M2) และตัวแปรราคาหลักทรัพย์ เป็นรายเดือนหรือราคาเฉลี่ยวันทำการ ก็ให้ผลลัพธ์ในลักษณะเดียวกัน แต่ที่ความสัมพันธ์ดังกล่าวจะเกิดขึ้นทางอ้อมโดยผ่านตัวแปรที่มีความสำคัญตามลำดับคือ อัตราเงินปันผลต่อหุ้น ค่าธรรมเนียมความเสี่ยง และอัตราการเติบโตของเงินปันผล และหลังจากที่ได้ทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก็พบว่า ราคาหลักทรัพย์ในอดีตและปัจจุบันมีความสัมพันธ์กัน ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังไม่มีประสิทธิภาพเนื่องจากราคาในแต่ละระยะเวลาที่มีความสัมพันธ์กัน และสามารถใช้รูปแบบความสัมพันธ์ทางอ้อมคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ จึงทำให้เกิดความได้เปรียบเสียเปรียบในตลาด

#### ปัญหาและข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

ผลจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินและราคาหลักทรัพย์ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะช่วยชี้ให้เห็นถึงปัญหาและข้อเสนอแนะบางประการ อันจะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์โดยทั่วไปอย่างกว้าง ๆ พอที่จะสรุปได้ ดังนี้

1. จากการศึกษาพบว่าอัตราเงินปันผลต่อหุ้น เป็นปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ และมีความสำคัญในทางเดียวกัน กล่าวคือ ถ้าอัตราเงินปันผลต่อหุ้นเพิ่มขึ้นจะมีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น และถ้าอัตราเงินปันผลต่อหุ้นลดลงทำให้ราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มลดลง ดังนั้นนโยบายการดำเนินงานที่กระทบอัตราเงินปันผลต่อหุ้นจะมีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง ตลาดหลักทรัพย์สมควรที่จะเสนอข้อมูลของอัตราเงินปันผลต่อหุ้นของทุกบริษัทจดทะเบียนและบริษัทรับอนุญาตให้ชัดเจน และแพร่หลายทันต่อเหตุการณ์ ทั้งนี้ข้อมูลเหล่านี้ควรได้รับ

การตรวจสอบว่าเกิดขึ้นจริง และควรมีการเน้นให้ประชาชนสนใจใช้ข้อมูลเหล่านี้ เพื่อชี้ให้เห็นถึง ผลการดำเนินงานซึ่งจะเป็นปัจจัยกำหนดอัตราเงินปันผลต่อหุ้นอีกที เมื่อข้อมูลเหล่านี้แพร่หลายและ นำ เชื่อถือจะทำให้ประชาชนสามารถตัดสินใจได้รวดเร็วและถูกต้องว่าผลการดำเนินงานที่ผ่านมา ของแต่ละบริษัทเป็นอย่างไร อันจะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจที่จะลงทุนในหลักทรัพย์

2. ในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์นั้น รัฐบาลโดยธนาคารแห่งประเทศไทย สมควรที่จะได้ ดำเนินนโยบายการเงินให้มีผลต่อภาวะการลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งมีผลกระทบต่อการลงทุนใน ตลาดหลักทรัพย์ ถึงแม้ว่าผลกระทบจะเกิดขึ้นทางอ้อมก็ตาม จากการศึกษาพบว่านโยบายการเงิน ของประเทศไทยให้ความสำคัญแก่อัตราดอกเบี้ย เพราะเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการลงทุน สมมติว่า รัฐบาลทำการเพิ่มปริมาณเงินจะทำให้อัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มลดลง ต้นทุนในการกู้ยืมเพื่อการลงทุน ลดลง บริษัทจดทะเบียนและรับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์ต้องการขยายกิจการก็สามารถทำได้โดยการ ออกหลักทรัพย์ใหม่ และขายในตลาดหลักทรัพย์ ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์มีการซื้อขายมากขึ้น เมื่อการ ดำเนินงานและรายได้ของกิจการดีขึ้นจะส่งผลกระทบต่อเงินปันผล ซึ่งในกรณีนี้รัฐบาลสมควร ที่จะสนับสนุน โดยการลดหรือยกเว้นภาษีจากเงินปันผล เพื่อเป็นสิ่งจูงใจให้ผู้ลงทุนและประชาชน ที่สนใจ เข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น เพราะเงินปันผล เป็นปัจจัยสำคัญที่กระทบ ต่อราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้น

3. อัตราดอกเบี้ย เป็นตัวแปรอีกตัวหนึ่งที่นอกเหนือจากอัตราเงินปันผลต่อหุ้นที่มีส่วนสำคัญ ต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ทั้งนี้เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยในที่นี้หมายถึง Loan Rate ซึ่งเป็น ส่วนหนึ่งของค่าธรรมเนียมความเสี่ยง (Risk Premium) และอยู่ภายใต้การควบคุมของธนาคาร แห่งประเทศไทย จากการศึกษาพบว่าในระหว่างปี 2522-2527 อัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงไปไม่ มาก ส่งผลให้ภาวะการลงทุนและการซื้อขายหลักทรัพย์ไม่คล่องตัวเท่าที่ควร เพราะวัตถุประสงค์ ของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยของประเทศไทยส่วนมาก เพิ่มหรือลดตามอัตราดอกเบี้ยของ ต่างประเทศ เพื่อป้องกันเงินทุนไหลออกนอกประเทศมากกว่าการลดเพื่อที่จะส่งเสริมการลงทุนใน ประเทศ รัฐบาลควรที่จะพัฒนานโยบายอัตราดอกเบี้ยให้เหมาะสมกับภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจใน ปัจจุบันและการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยควรเป็นไปอย่างเสรี (Free Rate) มิใช่ถูกกำหนด จากค่านการ เมือง ทั้งนี้ต้องพิจารณาถึงปัจจัยพื้นฐานที่กระทบอัตราดอกเบี้ย เช่น ความปรารถนา ที่จะถือเงินของประชาชนและปริมาณเงินในระบบ เศรษฐกิจ ซึ่งในที่สุดแล้วจะส่งผลกระทบต่อตลาด หลักทรัพย์

4. การจะพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ให้เจริญก้าวหน้า สมควรที่ตลาดหลักทรัพย์จะต้องให้ข้อมูล ข่าวสารที่สมบูรณ์แก่ผู้ลงทุน และประชาชนที่สนใจจะลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยข้อมูลต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นราคาซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ลักษณะและแนวทางการดำเนินธุรกิจ ฐานะการเงินและ ผลการดำเนินงานของบริษัทต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์ ต้องสามารถหาได้ง่ายโดยไม่ต้องเสียค่าใช้จ่าย หรือเสียเพียงเล็กน้อย ทั้งนี้ไม่ว่าผู้ลงทุนจะอยู่ในกรุง เทพมหานคร ต่างจังหวัด หรือต่างประเทศก็ตาม เพราะหากต้องเสียค่าใช้จ่ายและการหาข้อมูลทำได้ยากแล้ว จะทำให้ผู้ลงทุนและประชาชนทั่วไปที่ สนใจจะลงทุนรู้สึกว่ายุ่งยากที่จะเข้ามาซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งจะทำให้การซื้อขาย หลักรทรัพย์อยู่ในวงแคบ ในปัจจุบันนี้ การเผยแพร่ข้อมูลทำได้โดยง่าย เพราะมีเทคโนโลยีที่ทันสมัย เช่น คอมพิวเตอร์ โดยสามารถที่จะบรรจุข้อมูลเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดลงในคอมพิวเตอร์ และนำไปเผยแพร่ตามสถานที่สำคัญ อาทิ ธนาคารพาณิชย์ สถานที่ราชการ ห้างสรรพสินค้า บริษัทเอกชน เป็นต้น การที่จะทราบข้อมูลก็เพียงแค่กรหัสตามข้อมูล เท่านั้นหรือการใช้ระบบ On Line ของธนาคารในการสอบถามข้อมูลโดยตรงทางโทรศัพท์ ซึ่งวิธีการนี้จะต้องได้รับความ ร่วมมือจากหลายฝ่าย นอกจากนั้นควรมีการเผยแพร่ข้อมูลทางสิ่งพิมพ์ วิทยุ โทรทัศน์ ให้มากกว่าที่เป็น อยู่ในปัจจุบันนี้ หรือบรรจุเรื่องราวและความสำคัญของตลาดหลักทรัพย์ให้ เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา ภาคบังคับ ซึ่งผลดีที่เกิดจากการเผยแพร่ข้อมูล จะทำให้ผู้ลงทุนและประชาชนทั่วไปเข้าใจตลาด หลักรทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น จะเป็นสิ่ง จูงใจให้มีการลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์มากขึ้น และป้องกันการปั่นราคา หลักรทรัพย์ให้ขึ้นลงโดยไม่ เป็นไปตามภาวะการณที่แท้จริง เพราะผู้ลงทุนและประชาชนที่สนใจลงทุน จะทราบข้อมูลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เท่า เทียมกัน อันจะทำให้ตลาดทุนของประเทศได้รับ การพัฒนาอย่างมีประสิทธิภาพ

สำหรับในแง่การศึกษาที่จะตามมาในอนาคต การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณ เงินกับราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทย อาจกระทำได้โดยการรวมแบบจำลองทางตรงและทาง อ้อมให้อยู่ในลักษณะ Simultaneous Equation ทั้งนี้เนื่องจากตัวแปรในแบบจำลองทางตรง และทางอ้อมดังกล่าวอาจมีความสัมพันธ์กัน