

บทที่ 1

บทนำ



ความสำคัญและที่มาของปัญหา

ปัจจุบันมีการเร่งส่งเสริมการลงทุนทั้งในภาคเกษตรกรรม อุตสาหกรรมและพาณิชยกรรม อันเป็นนโยบายที่มีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศให้เจริญก้าวหน้า รวมทั้งการยกระดับความเป็นอยู่ของประชาชนในประเทศให้ดีขึ้น การลงทุนดังกล่าวนี้จำเป็นต้องอาศัยเงินทุนจำนวนมาก ในประเทศที่กำลังพัฒนาซึ่งยังไม่มีตลาดหลักทรัพย์ เงินทุนที่ระดมได้ส่วนใหญ่ยังอยู่ในรูปของการกู้ยืมผ่านสถาบันการเงิน เช่น ธนาคารพาณิชย์หรือ บริษัทเงินทุน เป็นต้น ส่วนประเทศที่มีตลาดหลักทรัพย์นั้นก็สามารถทำการระดมทุนได้ โดยผ่านตลาดหลักทรัพย์อีกทางหนึ่ง นอกจากบทบาทดังกล่าวแล้วตลาดหลักทรัพย์ยังมีความสำคัญในด้านอื่น ๆ อีก อาทิ เป็นแหล่งกระตุ้นให้ประชาชนมีการออมทรัพย์มากขึ้น เพราะเหตุว่าเมื่อนำเงินออมมาให้กู้ยืมโดยการซื้อหลักทรัพย์ต่าง ๆ ก็จะได้รับประโยชน์จากหลักทรัพย์เหล่านั้นในรูปของเงินปันผลหรือกำไรส่วนทุน (Capital Gain) ตลาดหลักทรัพย์ยังอาจใช้เป็นเครื่องมือที่สะท้อนให้เห็นถึงภาวะเศรษฐกิจของประเทศ กล่าวคือ ราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์ ถูกกำหนดโดยอุปสงค์และอุปทานของผู้ซื้อขาย ถ้าภาวะเศรษฐกิจรุ่งเรือง ราคาหลักทรัพย์ในตลาดจะมีราคาสูง หากภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ ราคาหลักทรัพย์ก็จะมีค่าตกต่ำด้วย นอกเหนือจากนั้นบทบาทที่สำคัญอีกประการหนึ่งของตลาดหลักทรัพย์ก็คือ เป็นแหล่งกระจายความเป็นเจ้าของในธุรกิจและอุตสาหกรรมในประเทศ เพื่อให้ประชาชนได้มีส่วนร่วมในการถือครองทรัพย์สินนั้น

รัฐบาลไทยได้เล็งเห็นความสำคัญของตลาดหลักทรัพย์ จึงได้จัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขึ้นเพื่อเป็นแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ อันจะช่วยในด้านการระดมทุนเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคม ตลอดจนการกระจายความเป็นเจ้าของกิจการสู่มหาชน โดยเริ่มเปิดดำเนินการ การซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนและหลักทรัพย์รับอนุญาต (Listed And Authorized Companies) เมื่อวันที่ 30 เมษายน 2518¹

¹ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, Fact Book '79, หน้า 6

ระยะเริ่มแรกของการดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ การซื้อขายยังไม่ค่อยเป็นที่นิยม มูลค่าการซื้อขายอยู่ในระดับต่ำ ระยะต่อมาได้มีการเผยแพร่ความรู้เกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น รวมทั้งการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินและการคลังของรัฐช่วยเสริมให้มูลค่าการซื้อขายเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นการซื้อขายในหลักทรัพย์ภาคเอกชนเสีย เป็นส่วนใหญ่ อย่างไรก็ตามมีความผันผวนขึ้นลงอย่างเห็นได้ชัด ทั้งในด้านปริมาณและราคาของหลักทรัพย์ (พิจารณาตารางและกราฟรูป 1-1 และ 1-2 ประกอบ) ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

ในระยะ 2 ปีแรก มูลค่าการซื้อขายอยู่ในระดับต่ำกว่าล้านบาท และเพิ่มสูงขึ้นถึง 15 เท่า ในปี 2520 เนื่องจากรัฐบาลปรับปรุงมาตรการภาษีให้บริษัทจดทะเบียนมีสิทธิประโยชน์ทางด้านภาษีเงินได้นิติบุคคลสูงกว่าบริษัทจำกัดอื่น ๆ ดัชนีราคาหุ้นได้เพิ่มขึ้นสูงสุดถึง 181.59 ในปลายปี ซึ่งเป็นสิ่งจูงใจให้ประชาชนมาลงทุนมากขึ้น มีการเก็งกำไรในระยะสั้นเพิ่มขึ้น รัฐบาลเกรงว่าจะ เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดทุนในระยะยาว ในปี 2521 จึงออกประกาศคณะปฏิบัติ ฉบับที่ 10 เพื่อเก็บภาษีกำไรส่วนทุน (Capital Gain) จากการซื้อขายหลักทรัพย์ ทำให้ดัชนีราคาหุ้นลดลง และในเดือนสิงหาคมเป็นต้นไป บริษัทต่าง ๆ ได้มีการเพิ่มทุนทำให้ประชาชนเริ่มเก็งกำไรกันอีก มูลค่าการซื้อขายเพิ่มขึ้นถึง 57,272.40 ล้านบาท ปริมาณการซื้อขายมี 179,217,250 หุ้น และดัชนีราคาหุ้นขึ้นสูงสุด ณ 257.73 ในเดือนธันวาคม ปี 2522-2523 ประสมกับมีมหาสงครามชายแดนระหว่างไทย-ลาว ไทย-กัมพูชา และการประกาศขึ้นราคาน้ำมันประกอบกับการที่กระทรวงการคลังได้ประกาศ เพิกถอนใบอนุญาตของบริษัทราชาเงินทุน เป็นเหตุให้ประชาชนลดความมั่นใจที่จะลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้มูลค่าการซื้อขายเหลือเพียง 6,559.22 ล้านบาท ปริมาณการซื้อขาย 58,254,782 หุ้น และดัชนีราคาหุ้นอยู่ ณ ระดับ 124.67 ในปลายปี 2523 เมื่อเริ่มต้นปี 2524 ในช่วงครึ่งปีแรกเกิดภาวะเงินตึงตัว ประกอบกับการลดค่าเงินบาท ทำให้ดัชนีราคาหุ้นลดต่ำลง แต่ในครึ่งปีหลังจนถึงปี 2525 อัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มลดลง ส่งผลให้ดัชนีราคาหุ้นขยับสูงขึ้น จนถึงระดับ 148.36 ในกลางปี 2526 หลังจากนั้นก็มีแนวโน้มลดลงอีก เนื่องจากเกิดปัญหาเกี่ยวกับบริษัทเงินทุนที่ขาดสภาพคล่อง ในปี 2527 มูลค่าการซื้อขายก็กระเหิดขึ้นจากปี 2526 เล็กน้อย กล่าวคือมูลค่าการซื้อขาย 10,871.20 ล้านบาท ปริมาณการซื้อขาย 85,118,281 หุ้น และดัชนีราคาหุ้นอยู่ ณ ระดับ 142.29 ในเดือนธันวาคม

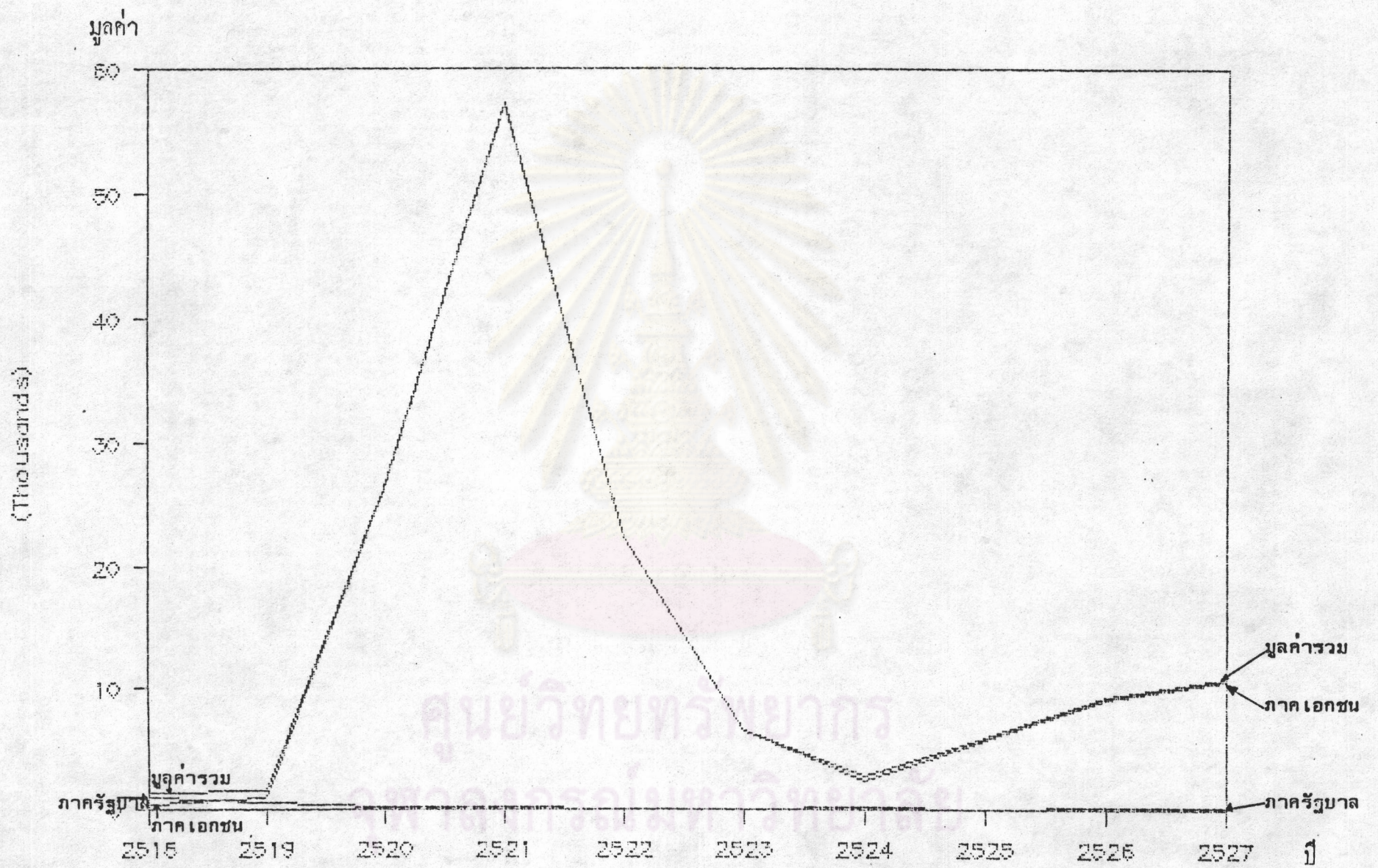
ตารางที่ 1.1 ตารางการซื้อขายหลักทรัพย์ภาค เอกชนและรัฐบาล

หน่วย : ล้านบาท

ปี	หลักทรัพย์ภาค เอกชน		หลักทรัพย์ภาครัฐบาล		รวมมูลค่า (ล้านบาท)	ร้อยละของมูลค่าซื้อขาย	
	จำนวนหน่วย	มูลค่า (ล้านบาท)	จำนวนหน่วย	มูลค่า (ล้านบาท)		ภาค เอกชน	ภาค รัฐบาล
2518	2,943,446	559.54	957,374	963.38	1,522.92	36.74	63.26
2519	5,174,573	993.54	994,737	687.61	1,681.15	59.10	40.90
2520	97,119,420	26,282.10	590,000	310.18	26,592.28	98.83	1.17
2521	178,928,688	57,065.75	288,562	206.65	57,272.40	99.64	0.36
2522	97,277,223	22,450.55	124,760	82.57	22,533.12	99.63	0.37
2523	58,244,782	6,549.22	10,000	10.00	6,559.22	99.85	0.15
2524	30,000,738	2,521.20	915,714	376.48	2,897.68	87.01	12.99
2525	60,758,778	5,877.97	97,650	87.75	5,965.72	98.53	1.47
2526	71,199,747	9,120.55	1,729,170	203.35	9,323.90	97.82	2.18
2527	83,267,804	10,595.19	1,850,477	276.01	10,871.20	97.46	2.54

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



รูปที่ 1-1 แสดงการซื้อขายหลักทรัพย์ภาคเอกชนและรัฐบาล

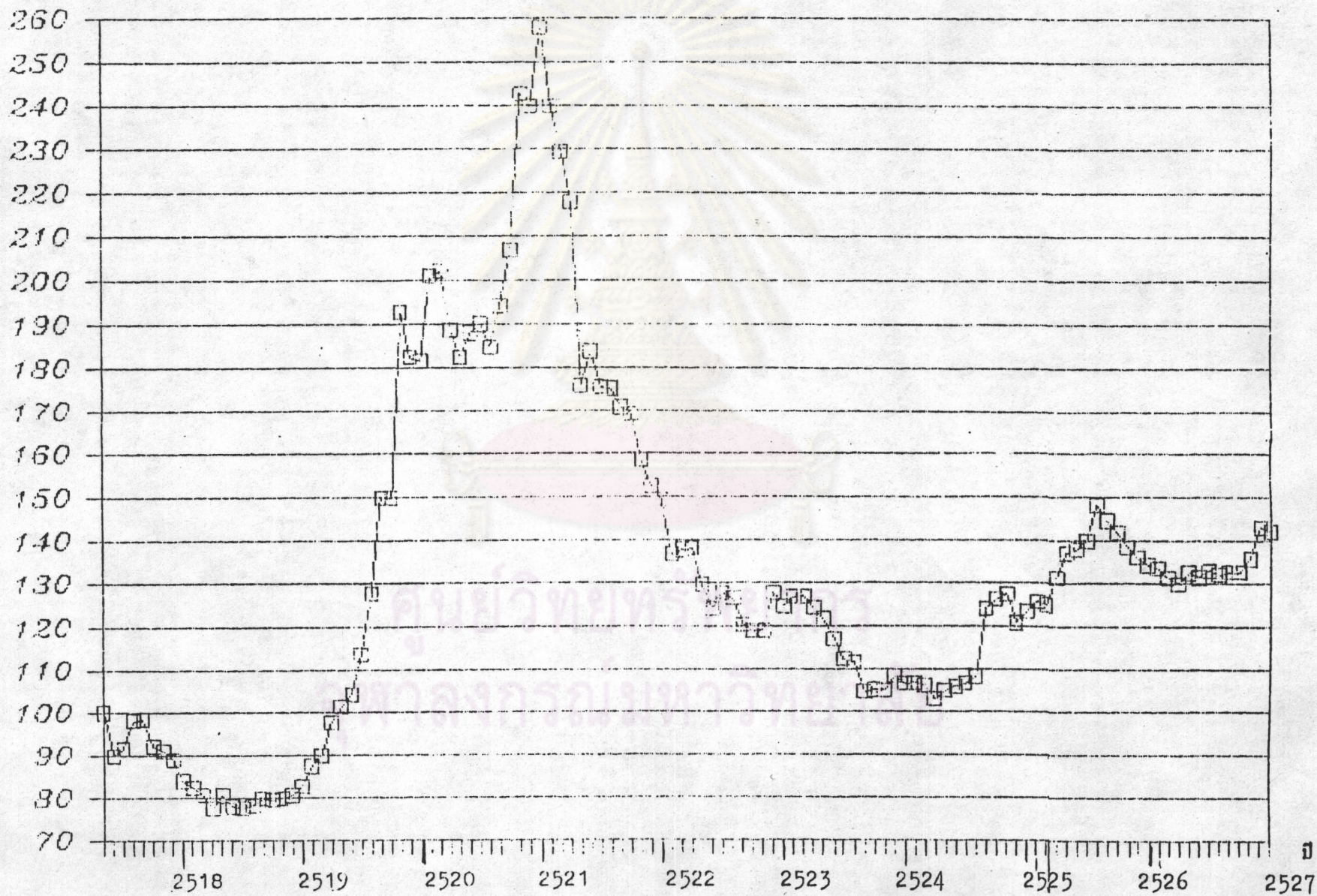
ตารางที่ 1-2 คำนีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ปี เดือน	2518	2519	2520	2521	2522	2523	2524	2525	2526	2527
	มค.		82.56	87.55	201.01	239.81	136.84	126.88	106.77	125.80
กพ.		80.90	89.96	202.06	229.43	137.91	127.05	106.16	125.03	131.40
มีค.		77.58	97.68	188.62	218.10	138.25	124.31	102.98	131.33	130.09
เมษ.	100.00	80.71	101.24	182.39	175.89	129.63	121.62	104.89	137.27	132.73
พค.	89.98	78.12	104.15	187.91	183.72	124.11	116.99	105.83	138.04	131.64
มิย.	91.64	77.63	113.48	190.00	175.59	127.81	112.41	106.61	139.88	133.14
กค.	98.03	78.33	127.80	184.76	175.10	126.61	111.61	108.16	148.36	132.24
สค.	98.39	79.93	150.07	194.18	170.91	120.36	104.68	124.09	144.73	132.89
กย.	92.11	79.65	149.94	206.94	169.33	118.87	105.12	126.24	142.04	132.89
ตค.	91.11	80.08	192.62	242.86	158.48	119.04	105.04	127.49	138.60	135.84
พย.	89.07	80.67	182.45	239.80	152.46	127.88	108.35	120.84	136.31	143.22
ธค.	84.08	82.70	181.59	257.73	149.40	124.67	106.62	123.50	134.47	142.29

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดัชนีราคาทุเรียน

รูปที่ 1.2 แสดงดัชนีราคาทุเรียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



เมื่อพิจารณาในรายละเอียดแล้วอาจกล่าวได้ว่า สาเหตุที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์ในระยะที่ผ่านมา ประสบกับความผันผวนอย่างเห็นได้ชัดนั้นก็เนื่องมาจากภาวะทางเศรษฐกิจ และการแก่งก้ำไร ส่วนทุนในระยะสั้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อขนาดตลาดหลักทรัพย์ในระยะยาว ทำให้ราคาไม่เป็นไปตามกลไกของอุปทานและอุปสงค์ ประกอบกับประชาชนไม่ทราบถึงปัจจัยที่แท้จริงที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ และไม่สามารถคาดการณ์ทิศทางของราคาหลักทรัพย์ที่แน่นอน ก่อให้เกิดความเสี่ยงที่จะลงทุน สิ่งเหล่านี้เป็นปัญหาที่ควรแก่การพิจารณาแก้ไข เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถทำหน้าที่ได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ อันจะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ แต่การที่ตลาดหลักทรัพย์จะสามารถเอื้อประโยชน์ต่อการพัฒนา เศรษฐกิจได้ก็ต่อเมื่อสามารถทำให้ราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกันในตลาด มีความสัมพันธ์อย่างสมเหตุสมผลกับมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic value) ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้น หากไม่แล้วตลาดหลักทรัพย์ก็จะไม่ต่างอะไรไปจากบ่อนการพนันกลางเมืองนั่นเอง ฉะนั้นควมมีเสถียรภาพในราคาของหลักทรัพย์ ที่ซื้อขายในตลาด จึงเป็นสิ่งสำคัญอย่างยิ่งต่อความสำเร็จของตลาดหลักทรัพย์ เพราะถ้าหากราคาเปลี่ยนแปลงขึ้นลงอย่างซวสحابก็จะก่อให้เกิดการตื่นตระหนก ส่งผลให้มีการซื้อขายกันอย่าง ลิมเหตุฉุฉิมผล ซึ่งเป็นสิ่งที่ไม่พึงปรารถนาจะเกิดขึ้นไม่ว่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งใด แต่การที่จะป้องกันไม่ให้สิ่งนี้เกิดขึ้นก็จำเป็นที่จะต้องมีความรู้ความเข้าใจถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

วิทยานิพนธ์นี้ เป็นการวิจัยเชิงประยุกต์ที่มีวัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษาความผันผวนขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมุ่งที่จะพิจารณาในจุดที่น่าสนใจดังนี้

1. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับราคาหลักทรัพย์ เพื่อพิจารณาว่าการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินจะมีผลกระทบทั้งโดยตรงและโดยอ้อม ต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ อย่างไร

2. ถ้าหากความสัมพันธ์ดังกล่าวในข้อ 1 มีน้อยหรือไม่มีเลย จะถือได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพหรือไม่ ความหมายของทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ

(Efficient Markets Theory)¹

ขอบเขตของการศึกษา

ในการศึกษานี้จะพิจารณา เฉพาะมูลค่าหุ้นรวมของทั้งตลาดหลักทรัพย์ โดยมีได้แบ่งแยกเป็นรายบริษัท เนื่องจากต้องการศึกษาในลักษณะที่เป็นภาพรวมทั้งระบบ ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจะครอบคลุม เฉพาะหุ้นสามัญ เป็นราย เดือนตั้งแต่ปี 2522-2527 สาเหตุที่เริ่มใช้ตั้งแต่ปี 2522 เพราะในช่วงปีก่อนนั้นมีการผันผวนขึ้นลงของราคาค่อนข้างผิดปกติ และตลาดหลักทรัพย์เองก็ยังอยู่ในภาวะของการเริ่มต้น หากรวมข้อมูลในระยะเริ่มแรกนี้เข้าไว้ด้วย ก็อาจทำให้ผลการศึกษามีความคลาดเคลื่อนในอัตราที่สูง ส่วนราคาหลักทรัพย์ใช้ดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตัวแทน เพราะดัชนีชี้ให้เห็นถึงแนวโน้มการเคลื่อนไหวของราคาในตลาดหลักทรัพย์ทั้งระบบ ดัชนีราคาหุ้นที่ศึกษาในที่นี้แบ่ง เป็น 2 กรณี ได้แก่

1. ราคาปิดรายเดือน หมายถึง ราคาซื้อขายครั้งสุดท้ายของเดือน
2. ราคาเฉลี่ยจากวันทำการในเดือนนั้น ๆ

สำหรับตัวแปรปริมาณเงินที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์โดยตรงนั้นศึกษาโดยใช้ปริมาณเงินทั้งตามความหมายแคบ (M1) และความหมายกว้าง (M2) ส่วนตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ทางอ้อมคือ อัตราเงินปันผลต่อหุ้น¹ (Dividend Per Share) อัตราการเติบโตของเงินปันผล (Growth Rate of Dividend) และค่าธรรมเนียมความเสี่ยง (Risk Premium) สำหรับการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ในที่นี้ใช้ข้อมูลรายวันในปี 2521 และปี 2527

แหล่งที่มาของข้อมูล

ข้อมูลทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษานี้ เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งส่วนใหญ่มีแหล่งข้อมูลจาก ฝ่ายพัฒนาและวางแผนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รายงานเศรษฐกิจรายเดือนของธนาคารแห่งประเทศไทย นอกจากนี้มีข้อมูลบางส่วนจาก กรมเศรษฐกิจการพาณิชย์ กระทรวงพาณิชย์

¹คำว่า "ประสิทธิภาพ" ในที่นี้หมายถึง ราคาหลักทรัพย์ ณ ขณะใดขณะหนึ่ง ต้องสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่อย่างสมบูรณ์ได้ และการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จะเกิดขึ้นอย่างไม่อาจคาดคะเนได้ (Random Walk) กล่าวคือ ราคาหลักทรัพย์ในอดีต ไม่มีผลต่อการคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันและอนาคต ซึ่งวัตถุประสงค์ในข้อนี้ต้องการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์ในอดีตและปัจจุบันว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษา

1. ทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทย ทั้งทางตรงและทางอ้อมได้ชัดเจนยิ่งขึ้น (จากการศึกษาวิจัยเชิงประจักษ์) อันจะเป็นแนวทางแก่ประชาชนผู้สนใจลงทุน ในการจัดสรรเงินทุนที่มีอยู่ เพื่อการใช้ลงทุนในหลักทรัพย์ให้ได้รับผลประโยชน์มากที่สุด
2. เป็นประโยชน์ในเชิงวิชาการ ในการนำทฤษฎีมาศึกษาและทดสอบ เชิงประจักษ์ กับกรณีตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย
3. การที่ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงิน และราคาหลักทรัพย์จะเป็นประโยชน์แก่ตลาดหลักทรัพย์ ในการที่จะหาทางแก้ไขปัญหาให้ตรงกับสาเหตุ รวมทั้งปรับปรุงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้เป็นแหล่งระดมเงินทุนที่สำคัญอีกแห่งหนึ่งนอกเหนือจากสถาบันการเงิน
4. เป็นประโยชน์ต่อรัฐบาลในการวางนโยบายการเงินที่จะเร่งให้มีการระดมเงินออม เพื่อใช้ในการลงทุนและเป็นแนวทางในการกำหนดลิตทิตพิเศษทางภาษีเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์

แนวทางการศึกษา

องค์ประกอบของการศึกษาในที่นี้จะแบ่งออกเป็น 6 บท ด้วยกัน กล่าวคือ บทที่ 1 เป็นบทนำ ซึ่งกล่าวถึง ความสำคัญและที่มาของปัญหา วัตถุประสงค์และขอบเขตของการศึกษา ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการศึกษา และแนวทางการศึกษา บทที่ 2 จะกล่าวถึงทฤษฎีและผลงานปริทัศน์ บทที่ 3 กล่าวถึง ประวัติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยสังเขป ตลอดจนความสัมพันธ์ของปริมาณเงินที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทย บทที่ 4 เป็นแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา พร้อมทั้งตัวแปรและข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา บทที่ 5 แสดงผลการวิเคราะห์จากการประมาณการแบบจำลอง ในท้ายที่สุดจะเป็นข้อสรุปผลการศึกษานี้อย่างสั้น ๆ พร้อมข้อเสนอแนะทั้งในแง่ของนโยบาย และปัญหาที่ได้พบจากการศึกษาในเชิงวิชาการที่เกิดขึ้น เพื่อประโยชน์ในการศึกษาคือไป