

บทที่ 5

สรุป อภิปรายผลและข้อเสนอแนะ

การวิจัยครั้งนี้ได้พัฒนาแบบจำลองราคาหลักทรัพย์โดยใช้แบบจำลองวัฏจักรธุรกิจ เพื่ออธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และส่วนชดเชยความเสี่ยงหลักทรัพย์ โดยนำส่วนต่างระหว่างราคาซื้อและราคาขายเข้าไปเป็นปัจจัยหนึ่งในแบบจำลอง ทำให้พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคและผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

สรุปและอภิปรายผล

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อพัฒนาแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่มีตัวแปรด้านสภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์ ภายใต้แบบจำลองวัฏจักรธุรกิจ สำหรับใช้ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และส่วนชดเชยความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ และเพื่อเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์ตามแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่มีตัวแปรด้านสภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์ ภายใต้แบบจำลองวัฏจักรธุรกิจ ระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์

วิธีการวิจัยนั้นมีหลายรูปแบบ ประกอบด้วย การใช้ Discrete Time Optimization เพื่อพัฒนาแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ วิเคราะห์ด้วยข้อมูลและสถิติต่างๆทั้งในอดีตและปัจจุบัน เพื่ออธิบายถึงสภาพทั่วไป และความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ และตัวแปรอื่นๆของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิธีการทางเศรษฐมิติ โดยใช้ Generalized Method of Moments (GMM) ทดสอบแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่มีตัวแปรด้านสภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์ ภายใต้แบบจำลองวัฏจักรธุรกิจ และการสัมมนาจากนักวิชาการและนักศึกษาปริญญาเอกด้านเศรษฐศาสตร์

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ตามแบบจำลองคุณภาพทั่วไปเชิงพลวัตแบบสุ่ม ขึ้นอยู่กับอัตราการเติบโตของการบริโภคภาคเอกชน อัตราความพึงพอใจของเวลา

อัตราการเติบโตของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ต้นทุนธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งสะท้อนอยู่ในรูปของส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย

แบบจำลองที่พัฒนาขึ้นมีความแตกต่างกับแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ก่อนหน้านี้ น้อย่างน้อย 3 ประการ ประการแรก แบบจำลองจากการวิจัยครั้งนี้ สมมติให้ตลาดทุนเป็นตลาดแข่งขันไม่สมบูรณ์ นั่นคือ เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีต้นทุนธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งใช้ส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายของหลักทรัพย์เป็นต้นทุน แตกต่างจากแบบจำลองของ Lucas (1978) Brock (1982) Mehra and Prescott (1985) Hensen and Singleton (1982, 1984) Jerman (1998, 2008) Khanthavit (1993) Sedthapinum (2000) Poongam (2004) Balvers (2007) และ Goyenko and Sarkissian (2008)

ประการที่สอง แบบจำลองนี้ได้พัฒนาขึ้นมาเพื่อแสดงให้เห็นความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านเศรษฐศาสตร์มหภาค และตัวแปรด้านการลงทุน โดยผลการทดสอบแบบจำลองพบว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่คาดไว้กับการอัตราการเติบโตของการบริโภคสินค้าของภาคครัวเรือนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามทั้งในกรณีประเทศไทย และประเทศสิงคโปร์ นั่นคือ เมื่อภาคครัวเรือนบริโภคมากขึ้น อัตราการเติบโตของการบริโภคก็จะสูงขึ้น ภาคครัวเรือนก็มีทรัพยากรที่จะนำไปลงทุนน้อยลง ความต้องการซื้อหลักทรัพย์ก็จะน้อยลง ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตปรับตัวลดลง อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่คาดไว้ก็จะปรับตัวลดลงเช่นกัน

ประการที่สาม แบบจำลองนี้แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่คาดไว้ ซึ่งแตกต่างจากแบบจำลองอื่นๆ ที่เคยศึกษามา

ทั้งนี้ผลการทดสอบแบบจำลองพบว่า ต้นทุนทางธุรกรรมมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่คาดไว้ในทิศทางเดียวกันทั้งในกรณีประเทศไทยและสิงคโปร์ โดยเมื่อต้นทุนทางธุรกรรมสูงขึ้น อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ก็จะปรับตัวเพิ่มขึ้น เพื่อชดเชยต้นทุนทางธุรกรรมที่สูงขึ้นนั่นเอง หรืออีกความหมายหนึ่งก็คือ ส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่คาดไว้ โดยเมื่อส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายปรับตัวสูงขึ้น จะทำให้อัตราผลตอบแทนที่คาดไว้จะปรับตัว

เพิ่มขึ้น เนื่องจากต้นทุนทางธุรกรรมเพิ่มขึ้น ทำให้นักลงทุนต้องการผลตอบแทนเพื่อชดเชยต้นทุนที่เพิ่มขึ้น แต่อาจจะมีการซื้อขายหลักทรัพย์น้อยลง หรืออาจจะไม่เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นๆเลย หากส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายปรับตัวลดลง แสดงว่ามีการซื้อขายหลักทรัพย์มากขึ้น อัตราผลตอบแทนที่คาดไว้ก็จะปรับตัวลดลง เพราะมีการซื้อขายหลักทรัพย์มากขึ้น ทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและเสนอขายลดลง

เมื่อเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์ และผลการทดสอบแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ระหว่างกรณีของประเทศไทย และสิงคโปร์ พบว่า แบบจำลองนี้สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่คาดไว้ของสิงคโปร์ได้ดีกว่า โดยจะเห็นได้ว่าการบริโภคของภาคเอกชนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่คาดไว้ อย่างมีนัยสำคัญสูงมาก ประกอบกับการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนธุรกรรมการซื้อขายมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มากกว่ากรณีของประเทศไทย เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพมากกว่า จึงสามารถสะท้อนข้อมูลเอกชนและข้อมูลสาธารณะได้ดีกว่ากรณีตลาดหลักทรัพย์ของไทย

ข้อเสนอแนะ

ถึงแม้ว่าแบบจำลองราคาหลักทรัพย์จากผลการศึกษาค้างนี้ ยังไม่สามารถอธิบายส่วนชดเชยความเสี่ยงของหลักทรัพย์ได้ ซึ่งเป็นประเด็นที่สำคัญที่ทำให้ The Equity Premium Puzzle ทำให้การค้นคว้าเรื่องนี้ยังเป็นสิ่งที่ท้าทายนักเศรษฐศาสตร์อยู่ แต่ผลการศึกษาก็แสดงให้เห็นว่า อัตราการบริโภคภาคเอกชนและต้นทุนทางธุรกรรมมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยที่ในการศึกษาค้างต่อไปควรจะพิจารณาและพัฒนาแบบจำลองราคาหลักทรัพย์ทางด้านภาคการผลิตของระบบเศรษฐกิจแทนที่จะพิจารณาด้านการบริโภคเป็นสำคัญ เพื่ออธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์และส่วนชดเชยความเสี่ยงให้ครอบคลุมมากขึ้น