บทที่ 3

ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

วารุณี ธีระกุล (2520) ศึกษาตั้งแต่พฤษภาคม 2518 ถึง มิถุนายน 2519 ถึง อิทธิพลของปัจจัยที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ โดยการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีความคล่องตัวที่สุด 5 หลักทรัพย์มาศึกษา ตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ คือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (Q_t) อัตราผลตอบแทน (Y_t) และอัตราความเสี่ยงในการลงทุน (R_t) ทั้งนี้ได้พิจารณาถึงผลแตกต่างของช่วงเวลาด้วย ดังนั้นสมการที่ใช้ศึกษากรณีไม่ได้คำนึงถึงความแตกต่างของช่วงเวลา คือ

$$P_t = f\ (Q_t,\ Y_t,\ R_t)$$

และสมการกรณีที่คำนึงถึงความแตกต่างของช่วงเวลาด้วยคือ

$$P_t = f\ (Q_{t-1},\ Y_{t-1},\ R_{t-1})$$

โดยที่ Q_{t-1} Y_{t-1} R_{t-1} คือ ปริมาณการซื้อขายที่ผ่านมา i สัปดาห์ อัตราผลตอบแทนที่ผ่านมา i สัปดาห์ และอัตราความเสี่ยงที่ผ่านมา i สัปดาห์ ตามลำดับ

ผลการศึกษาปรากฏว่า ราคาหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะมีความสัมพันธ์ในทางตรงกับปริมาณซื้อขายและอัตราความเสี่ยงในการลงทุน และมีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราผลตอบแทนเพียงบางหลักทรัพย์เท่านั้น และสมการที่ไม่มีโครงสร้างตัวล่าจะอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาได้ดีกว่าสมการที่มีโครงสร้างตัวล่า 1 คาบเวลาหรือเกิน 1 คาบเวลา การศึกษาของวารุณี มีข้อจำกัดตรงที่ใช้ระยะเวลาการศึกษาค่อนข้างสั้น ทั้งยังเป็นช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์เพิ่งเริ่มดำเนินการและมีการเลือกตั้งบ่อยครั้งซึ่งอาจมีผลกระทบต่อการซื้อขายหุ้นได้

พรรณี อิสระพงศ์ไพศาล (2520) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นทิสโก้ (Tisco Index) กับราคาเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่มีความคล่องตัวสูง 5 หลักทรัพย์คือ ธนาคารกรุงเทพ จำกัด บริษัทปูนซีเมนต์ไทย จำกัด บริษัทเสริมสุข จำกัด บริษัทเบอร์ลี่ยุคเกอร์ จำกัด และบริษัทอุตสาหกรรมทำเครื่องแก้วไทย จำกัด โดยใช้วิธี Linear Regression Analysis ทำการศึกษาเป็นรายเดือน ตั้งแต่พฤษภาคม 2518 ถึง เมษายน 2519 ผลการศึกษาพบว่าดัชนีราคาหุ้นทิสโก้ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นกลุ่มธุรกิจธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน แต่มี

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

ความสัมพันธ์กับราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมและกลุ่มธุรกิจการค้า โดยมีความสัมพันธ์กับกลุ่มธุรกิจการค้ามากที่สุด

นอกจากนี้พรรณียังหาค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystemtic Risk) ของหลักทรัพย์ทั้ง 5 หลักทรัพย์ ตามวิธีการของ William F. Sharpe ซึ่งอาศัยการคำนวณจากเส้นลักษณะ (Characteristic Line) เส้นลักษณะหาได้จากวิธีกำลังสองน้อยที่สุด จากการศึกษาพบว่า หุ้นบริษัทปูนซีเมนต์ จำกัด หุ้นบริษัทเบอร์ลี่ยุคเกอร์ จำกัดและหุ้นบริษัทอุตสาหกรรมทำเครื่องแก้วไทย จำกัด มีค่า Beta Coefficient น้อยกว่า 1 ซึ่งหมายความว่าอัตราผลตอบแทนของหุ้นจะเปลี่ยนแปลงน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด หุ้นทั้งสามจึงจัดเป็นหุ้นประเภท Defensive Stock สำหรับหุ้นธนาคารกรุงเทพ จำกัด และหุ้นบริษัทเสริมสุข จำกัดนั้นมีค่า Beta Coefficient มากกว่า 1 หมายความว่าอัตราผลตอบแทนของหุ้นจะเปลี่ยนแปลงมากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ดังนั้นจึงจัดเป็นหุ้นประเภท Aggressive Stock

กิตติ ศิริพัลลภ (2521) ใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ของปี 2519-2520 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับปัจจัยทางการเงินและเศรษฐกิจ หลักทรัพย์ที่ศึกษามีจำนวน 21 หลักทรัพย์ซึ่งมาจากกลุ่มต่าง ๆ คือ กลุ่มธนาคารมี 4 หลักทรัพย์ กลุ่มสถาบันการเงิน 3 หลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมปูนซีเมนต์ 2 หลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมสิ่งทอ 1 หลักทรัพย์ กลุ่มให้บริการ 2 หลักทรัพย์ กลุ่มการพาณิชย์ 2 หลักทรัพย์และกลุ่มอื่น ๆ 7 หลักทรัพย์ โดยใช้วิธี Stepwise Multiple Regression ในการคำนวณภายใต้สมมุติฐานว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับราคาหุ้นเป็นแบบเส้นตรง ผลการศึกษาปรากฏว่า อัตราดอกเบี้ย ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตรากำไรสุทธิต่อราคาตลาด อัตราเงินปันผลต่อราคาตลาดและปริมาณเงินมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นของบริษัทที่ศึกษาเป็นจำนวนเท่ากับ 17 16 15 14 และ 13 บริษัทตามลำดับ

วิมลรัตน์ โกสินทร์ตระการ (2521) ได้ศึกษาในหัวข้อความเสี่ยงภัยของหลักทรัพย์จดทะเบียนในประเทศไทย โดยคำนวณค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) ของหลักทรัพย์ตามวิธีของ William F. Sharpe ซึ่งวิเคราะห์ค่าความเสี่ยงจาก Single Index Model ของเส้นลักษณะ

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

(Characteristic Line) และยังวิเคราะห์ว่าหลักทรัพย์ใดที่มีราคาสูงหรือต่ำกว่าที่ควรจะเป็นเมื่อตลาดอยู่ในภาวะสมดุลย์ โดยวิเคราะห์จากเส้นตลาดหลักทรัพย์ (Security Market Line) หรือเส้น SML[5] ข้อมูลที่ใช้ศึกษาอยู่ในระหว่างปี 2519 ถึงปี 2521

ผลการศึกษาปรากฏว่าหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารมีความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ต่อความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์ต่ำและมีราคาซื้อขายโดยเฉลี่ยต่ำกว่าที่ควรเป็น (Underpriced) เมื่อเทียบกับความเสี่ยงภัยในสภาวะสมดุลย์ของหลักทรัพย์ ส่วนธุรกิจประเภทอื่นความเสี่ยงของหลักทรัพย์จะแตกต่างกันแล้วแต่แต่ละหลักทรัพย์และประเภทของธุรกิจ

รัชฎา จารุจินดา (2524) ได้ใช้ข้อมูลปี 2518-2522 วิเคราะห์ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) ของหลักทรัพย์ จาก Single Index Model ของเส้นลักษณะ (Characteristic Line) ตามแนวความคิดของ William F. Sharpe โดยทำการวิเคราะห์หลักทรัพย์ในหลักทรัพย์ 3 กลุ่ม คือ (1) กลุ่มธนาคารและการเงิน (2) กลุ่มซีเมนต์ และ (3) กลุ่มพาณิชย์และอื่น ๆ ผลการศึกษาปรากฏว่าหลักทรัพย์ที่มีค่า Beta Coefficient (b) น้อยกว่า 1 ได้แก่ หลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารและการเงิน คือธนาคารกรุงเทพ จำกัด (BBL) ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (TFB) ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (SCB) บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์บางกอกอินเวสท์เมนท์ จำกัด (BIC) และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์เจเนอรัลไฟแน้นส์ จำกัด (GF) ซึ่งก็หมายความว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในกลุ่มนี้มีน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด กลุ่มซีเมนต์มีหลักทรัพย์บริษัทปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด ที่มี b น้อยกว่า 1 ส่วน

---

[5] เส้น SML คือเส้นที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ของหลักทรัพย์นั้น ภาวะสมดุลย์ในที่นี้จะหมายถึง การที่หลักทรัพย์มีอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เป็นระบบอยู่บนเส้น SML หลักทรัพย์ใดที่มีอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เป็นระบบไม่อยู่บนเส้น SML จะเกิดการปรับตัวของอุปสงค์ต่อหลักทรัพย์นั้น ทำให้ราคามีความเคลื่อนไหว ซึ่งจะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เป็นระบบในการปรับสู่ภาวะสมดุลย์ในที่สุด

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

หลักทรัพย์บริษัทซลประทานซีเมนต์จำกัดและบริษัทปูนซีเมนต์ไทย จำกัด มีค่า b มากกว่า 1 และในกลุ่มพาณิชย์และอื่น ๆ มีหลักทรัพย์ที่มีค่า b มากกว่า 1 เพียงหลักทรัพย์เดียวจากหลักทรัพย์ที่ศึกษาในกลุ่มนี้ทั้งหมด 8 หลักทรัพย์

นอกจากนี้รัชฎายังได้วิเคราะห์อัตราส่วนการเงินของหลักทรัพย์ สรุปได้ว่าหุ้นที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชี กำไรสุทธิต่อหุ้นและเงินปันผลต่อหุ้นสูงที่สุดในแต่ละกลุ่มมีดังนี้ กลุ่มธนาคารและการเงินได้แก่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด กลุ่มซีเมนต์ได้แก่ บริษัทปูนซีเมนต์ไทย จำกัด กลุ่มพาณิชย์และอื่น ๆ ได้แก่ บริษัทเสริมสุข จำกัด และบริษัทรองเท้าบาจาแห่งประเทศไทย จำกัด

ศิริ การเจริญดี สุชาติ สักการโกศล และไสภณ โรจน์ธำรงค์ (2524) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ โดยใช้ทฤษฎีปริมาณเงินมาอธิบาย ผลการศึกษาสรุปได้ว่าในช่วงเวลาสั้น ๆ ปริมาณเงินทุนหมุนเวียนไม่มีความสัมพันธ์กับราคา และมูลค่าซื้อขายมากนัก การเคลื่อนไหวส่วนใหญ่ของราคาเป็นผลจากนักเก็งกำไร ในระยะยาวการวิเคราะห์ไม่แสดงผลชัดเจน เนื่องจากข้อจำกัดทางข้อมูลแต่พอสรุปได้ว่าอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ภาวะเงินเฟ้อ และปริมาณเงินทุนหมุนเวียนในตลาดน่าจะมีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของภาวะตลาดในระดับหนึ่ง

วัลลภ โรจนศิริวณิชย์ (2527) ได้คัดเลือกหุ้นที่มีมูลค่าซื้อขายสูงสุด ระหว่างปี 2520-2526 จากกลุ่มธนาคาร กลุ่มสถาบันการเงินและกลุ่มพาณิชย์อุตสาหกรรมได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ จำกัด ธนาคารกสิกรไทย จำกัด ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด บรรษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย บริษัทซลประทานซีเมนต์ จำกัด บริษัทปูนซีเมนต์ไทย จำกัด และบริษัทมาบุญครองอบพืชและไซโล จำกัด โดยศึกษาอนุกรมเวลารายวันและรายสัปดาห์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) กับราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่าดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าซื้อขายมาก ที่เลือกมาวิเคราะห์อนุกรมเวลาเพียงบางช่วงเวลาเท่านั้น ฉะนั้นจึงใช้ราคาหลักทรัพย์มาคาดคะเนแนวโน้มของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ได้เพียงบางช่วงเวลาเท่านั้น

อนุวัฒน์ จงยินดี (2528) ได้ใช้ข้อมูลปี 2520 และปี 2522 ซึ่งเป็นภาวะตลาดหุ้นไทยในช่วงที่ศักศักและซบเซาตามลำดับ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศจ่ายเงินปันผล

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการศึกษาสรุปได้ว่าข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น ทั้งในภาวะตลาดศึกคักและซบเซา

การศึกษาของจิโรบล บัวลอย (2528) ซึ่งได้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ของหลักทรัพย์อุตสาหกรรมซีเมนต์และอุตสาหกรรมอาหาร-เครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลศึกษาปี 2519-2527 จิโรบลได้วิเคราะห์หาค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) จาก Single Index Model ของเส้นลักษณะ (Characteristic Line) ตามแนวคิดของ William F. Sharpe และได้คำนวณหาค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ของแต่ละอุตสาหกรรม โดยใช้วิธีค่าเฉลี่ยเลขคณิตและวิธีค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าซื้อขาย

ผลการศึกษาด้วยวิธีค่าเฉลี่ยเลขคณิต พบว่าอุตสาหกรรมซีเมนต์มีค่าดัชนีความเสี่ยงที่เป็นระบบสูงกว่าดัชนีความเสี่ยงที่เป็นระบบของอุตสาหกรรมอาหาร-เครื่องดื่มแต่อัตราการเปลี่ยนแปลงดัชนีความเสี่ยงที่เป็นระบบโดยเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์ทั้ง 2 อุตสาหกรรมไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ในอุตสาหกรรมซีเมนต์อัตราการเปลี่ยนแปลงดัชนีความเสี่ยงที่เป็นระบบจะแปรผันตรงกันข้ามกับอัตราการเปลี่ยนแปลงในผลิตภัณฑ์ประชาชาติเบื้องต้น และแปรผันตรงกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย สำหรับหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมอาหาร-เครื่องดื่มนั้น ปรากฏว่าการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยทางเศรษฐกิจต่าง ๆ ไม่มีนัยสำคัญที่จะวิเคราะห์ได้

ผลการศึกษาด้วยวิธีค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าซื้อขายปรากฏว่าดัชนีความเสี่ยงที่เป็นระบบ อัตราการเปลี่ยนแปลงดัชนีความเสี่ยงที่เป็นระบบโดยเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยของทั้ง 2 อุตสาหกรรมไม่มีความแตกต่างกันเลย และพบว่าสมการความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงปัจจัยทางเศรษฐกิจกับอัตราการเปลี่ยนแปลงดัชนีความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ทั้ง 2 อุตสาหกรรม ไม่มีนัยสำคัญที่จะวิเคราะห์ได้

จิโรบล ให้เหตุผลว่า วิธีการหาค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าซื้อขายดีกว่าวิธีค่าเฉลี่ยเลขคณิต เนื่องจากดัชนีความเสี่ยงที่เป็นระบบของแต่ละบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกันมีค่าต่างกันมาก การถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าซื้อขายจึงทำให้ได้ค่าเฉลี่ยที่ถูกต้องมากขึ้น

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

เมธินี รัศมีวิจิตรไพศาล (2530) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับราคาหลักทรัพย์ โดยวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในรูปแบบสมการถดถอยเป็นรายเดือน ตั้งแต่ปี 2522-2527 การศึกษาของเมธินีสรุปได้ว่าไม่ว่าจะใส่ค่าตัวล่าไว้ในสมการหรือไม่ก็ตาม ปริมาณเงินตามความหมายแคบและกว้างต่างไม่มีความสัมพันธ์ในทางตรงกับราคาหลักทรัพย์ แต่ปริมาณเงินจะมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในทางอ้อมอย่างมีนัยสำคัญ โดยผ่านตัวแปร 3 ตัวแปรคือ อัตราเงินปันผลต่อหุ้น อัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผลและค่าธรรมเนียมความเสี่ยง

นินนาท เจริญเลิศ (2532) ได้ศึกษาเพื่อดูความสัมพันธ์ของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) กับรายได้ประชาชาติ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิเฉลี่ย อัตราเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝากในระบบธนาคาร และ SET Index ที่คาดว่าจะเป็น โดยแบ่งระยะการศึกษาดังนี้คือ ระยะสั้น 2 ระยะ ได้แก่ กลางปี 2520 ถึงกลางปี 2522 ซึ่ง มีการซื้อขายหลักทรัพย์มากและต้นปี 2529 ถึงปลายปี 2530 ซึ่งเป็นช่วงที่มีการซื้อขายมากเช่นกัน ระยะยาวศึกษาตั้งแต่ต้นปี 2520 ถึง ปลายปี 2530 โดยวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นเพื่อดูความสัมพันธ์ของตัวแปรกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (SET Index)

ผลการศึกษาของนินนาท โดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นตรงจากโปรแกรมสำเร็จรูป TSP (Time Series Processor for Microcomputers) ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) คือ

- กลางปี 2520 ถึง กลางปี 2522 พบว่า SET Index ที่คาดว่าจะเป็น รายได้ประชาชาติ อัตราการกู้ยืมระหว่างธนาคาร มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ

- ต้นปี 2529 ถึง ปลายปี 2530 พบว่า SET Index ที่คาดว่าจะเป็นเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ

- กลางปี 2520 ถึง ปลายปี 2530 พบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

ด้วยเหตุที่การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นตรง โดยการใช้โปรแกรมสำเร็จรูป TSP นั้นยังมีตัวแปรอิสระบางตัวที่มีความสัมพันธ์แบบไม่มีนัยสำคัญกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) ดังนั้นนินนาทจึงใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS/PC$^+$ โดยวิธี Stepwise Multiple Regression ในการคัดเลือกตัวแปรอิสระ ผลการศึกษาปรากฏว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) คือ

- กลางปี 2520 ถึงกลางปี 2522 และต้นปี 2529 ถึงปลายปี 2530 พบว่ารายได้ประชาชาติและดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ

- กลางปี 2520 ถึงปลายปี 2530 พบว่า อัตราเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร อัตราดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิ และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ

Nongnuch Soonthornchawakan (1990) ใช้ Ordinary Least Square Method ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ค่าความเสี่ยงจากการลงทุน ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา ข่าวการเมืองในประเทศและรายได้ของนักลงทุนต่างประเทศ โดยศึกษาเป็นรายเดือนระหว่างปี ค.ศ. 1985 ถึง 1988

แบบจำลองที่ศึกษามีรูปแบบดังนี้

$$NEPI = f\ (r_T,\ r_F,\ SD_T,\ SD_F,\ ER,\ POL,\ GNP_F)$$

โดยที่ NEPI = การลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

r_T = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย

r_F = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อื่น

SD_T = ค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยหรือค่าความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย

SD_F = ค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อื่นหรือคือค่าความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อื่น

ER = อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราที่คาดหมาย

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

POL = ข่าวการเมืองในประเทศซึ่งมีผลลบต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย

GNP_F = รายได้ของนักลงทุนต่างประเทศ

ผลการศึกษาสรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (r_T) ซึ่งใส่ค่าตัวล่า 3 เดือน ความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดอื่น (SD_F) และรายได้ของนักลงทุนต่างประเทศ (GNP_F) เป็นตัวแปรที่มีนัยสำคัญในทางบวกต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย (SD_T) ซึ่งใส่ค่าตัวล่า 2 เดือน ข่าวการเมืองในประเทศ (POL) และการคาดคะเนว่าจะมีการลดค่าเงินบาท (ER) เป็นตัวแปรที่มีนัยสำคัญในทางลบต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บุญชัย เกียรติธนาวิทย์ (2534) ศึกษาเรื่องปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นกลุ่มธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ โดยอาศัยทฤษฎีทางการเงิน Valuation Model[6] เป็นพื้นฐานในการศึกษา ข้อมูลที่นำมาวิเคราะห์เป็นข้อมูลรายเดือนของช่วงระยะเวลาตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2529 ถึงกันยายน 2533 โดยมีปัจจัยอิสระคือดัชนีการลงทุนภาคเอกชน มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ภาคเอกชนเฉลี่ยต่อวัน การยอมรับพันธะข้อ 8 ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศของรัฐบาลไทยเมื่อ 21 พฤษภาคม 2533 ผลต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลและอัตราเงินเฟ้อและมีดัชนีราคาหุ้นธนาคารพาณิชย์ ดัชนีราคาหุ้นบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์เป็นตัวแปรตาม ภายใต้ข้อสมมุติว่าดัชนีการลงทุนภาคเอกชน มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ภาคเอกชนเฉลี่ยต่อวัน การยอมรับพันธะข้อ 8 ของรัฐบาลไทยและผลต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในทิศทางเดียวกัน ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลและอัตราเงินเฟ้อมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในทิศทางตรงกันข้าม

---

[6] สาระสำคัญของทฤษฎี Valuation Model กล่าวว่ามูลค่าของสินทรัพย์ใดสินทรัพย์หนึ่ง คือมูลค่าปัจจุบันของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการถือสินทรัพย์นั้น ตลอดระยะเวลาที่ถือครอง

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

ผลการศึกษาปรากฏว่าดัชนีการลงทุนภาคเอกชน การยอมรับพันธะข้อ 8 อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลและอัตราเงินเฟ้อมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นกลุ่มธนาคารพาณิชย์อย่างมีนัยสำคัญและให้เครื่องหมายถูกต้องตามข้อสมมุติยกเว้นตัวแปรอัตราเงินเฟ้อที่ให้เครื่องหมายบวก ส่วนกรณีหุ้นกลุ่มบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์นั้น ปรากฏว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ภาคเอกชน การยอมรับพันธะข้อ 8 และผลต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญและให้เครื่องหมายถูกต้องตามข้อสมมุติ จากผลการวิเคราะห์บุญชัยสรุปว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นในทั้ง 2 กลุ่ม

แต่จากผลการวิเคราะห์ปรากฏว่ามีปัญหาอัตสหสัมพันธ์ (Positive Autocorrelation) เกิดขึ้นกับทั้ง 2 สมการ ซึ่งแสดงว่ายังมีปัจจัยอื่นนอกเหนือจากปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นทั้ง 2 กลุ่มด้วย ดังนั้นบุญชัยจึงได้ปรับปรุงแบบจำลองตามทฤษฎี Valuation Model โดยนำปัจจัยทางเทคนิค (Technical Factor) ปัจจัยทางจิตวิทยา (Psychological Factor) และปัจจัยการเก็งกำไร (Speculative Factor) เข้ามาร่วมในการวิเคราะห์ โดยมีดัชนีราคาหุ้นที่มีความล่า 1 เดือน เป็นตัวแปรที่ใช้แทนปัจจัยทางเทคนิค ดัชนีเฉลี่ยอุตสาหกรรมดาวโจนส์ (Dow Jones Industrial Average) เป็นตัวแปรที่ใช้แทนปัจจัยทางจิตวิทยา ขนาดของทุนจดทะเบียนตามมูลค่าตลาดและอัตราการหมุนเวียนของหุ้นเป็นตัวแปรที่ใช้แทนปัจจัยการเก็งกำไร

ผลการวิเคราะห์ปรากฏว่าปัจจัยทางเทคนิคและปัจจัยทางจิตวิทยามีอิทธิพลต่อราคาหุ้นทั้ง 2 กลุ่มอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนปัจจัยการเก็งกำไรนั้นมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นกลุ่มธนาคารพาณิชย์น้อยกว่ากลุ่มบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ ที่เป็นเช่นนี้อาจมีสาเหตุจากหุ้นในกลุ่มธนาคารพาณิชย์เป็นหุ้นที่มีมูลค่าตราไว้สูงหรือมีราคาแพง จึงยากต่อการสร้างราคา ส่วนหุ้นในกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์เป็นหุ้นที่มีมูลค่าตราไว้ต่ำหรือมีราคาถูก จึงง่ายต่อการสร้างราคาและเก็งกำไร

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved