บทที่ 2
ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยเกี่ยวกับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีหลายแนวทางด้วยกัน เช่น การวิเคราะห์ถึงอิทธิพลของตัวแปรทางเศรษฐกิจต่อราคาหลักทรัพย์ การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์กับตัวแปรอื่น ๆ ทางเศรษฐกิจ การวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้น ในตลาดหลักทรัพย์กับตัวแปรทางการเงิน การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์

ซึ่งสามารถสรุปผลงานการศึกษาเป็นสังเขปได้ดังนี้

กิตติ สิริพัลลภ (2521) ได้ทำการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ โดยหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษามีจำนวน 21 หลักทรัพย์ซึ่งมาจากกลุ่มต่าง ๆ คือ กลุ่มธนาคาร 4 หลักทรัพย์ กลุ่มสถาบันการเงิน 3 หลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมปูนซีเมนต์ 2 หลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมสิ่งทอ 1 หลักทรัพย์ กลุ่มการให้บริการ 2 หลักทรัพย์ กลุ่มการพาณิชย์ 2 หลักทรัพย์ และกลุ่มอื่น ๆ 7 หลักทรัพย์ กับตัวแปรอิสระ 5 ตัวแปร คือ อัตราเงินปันผลต่อราคาตลาด (dividend yield) อัตรากำไรสุทธิต่อราคาตลาด (earning yield) ปริมาณเงิน (money yield) อัตราดอกเบี้ย (interest rate) และดัชนีราคาผู้บริโภค (consumer price index) โดยวิธีการศึกษาได้ใช้วิธีการทดสอบทางสถิติคือ Stepwise Multiple Regression เพื่อคัดเลือกความสัมพันธ์ที่ดีที่สุด โดยใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ในระหว่างปี 2519 ถึงปี 2520

ผลการศึกษาพบว่า กลุ่มธนาคาร กลุ่มสถาบันการเงิน และกลุ่มอื่น ๆ ให้ผลว่าดัชนีราคาผู้บริโภค ปริมาณเงิน และอัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นในทิศทางเดียวกัน ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมสิ่งทอ พบว่าปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นในทิศทางเดียวกัน

ธนศักดิ์ ตันตินาคม (2539) ได้ทำการศึกษาปัจจัยเชิงเศรษฐศาสตร์ ที่มีผลกระทบต่อดัชนี ราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) โดยใช้ข้อมูลรายวันระยะเวลา 2 ปี ตั้งแต่ 4 กรกฎาคม 2537 ถึง 28 มิถุนายน 2539 รวมทั้งสิ้น 490 วันทำการอันได้แก่ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารประเภทข้ามคืน อัตราเงินเฟ้อ ค่าเงินบาท มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของผู้ลงทุนต่างประเทศ อัตราส่วนมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดต่อกำไรสุทธิรวม ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ ได้แก่ ดัชนี Dow Jones ดัชนี Hang Seng ดัชนี Straits Times และดัชนี KLSE Composite

ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดต่อกำไรสุทธิรวม ดัชนี Straits Time ประเทศสิงโปร์ มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของผู้ลงทุนต่างประเทศ และค่าเงินบาท มีอิทธิพลต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

ธนิดา กาญจนพันธ์ (2534) ได้ทำการศึกษาถึงอิทธิพลของตัวแปรทางเศรษฐกิจต่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่นำมาศึกษา ได้แก่ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริง ดัชนีการลงทุน ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ และดัชนีอุตสาหกรรม Dow Jones ใช้วิธีการศึกษา ทดสอบความสัมพันธ์ในรูปแบบ Ordinary Least Squares และใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่มกราคม 2523 ถึงธันวาคม 2533

ผลการศึกษาพบว่า การเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ขึ้นอยู่กับปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ และดัชนีอุตสาหกรรม Dow Jones

นินนาท เจริญเลิศ (2533) ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ ซึ่งได้แก่ รายได้ประชาชาติ อัตราดอกเบี้ย เงินฝากสุทธิเฉลี่ย อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝาก และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ที่คาดว่าจะเป็น โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS/PC

โดยใช้วิธี stepwise multiple regression ในการคัดเลือกตัวแปรอิสระ โดยแบ่งช่วงการศึกษาออกเป็น 3 ช่วง คือ ตั้งแต่กลางปี 2520 ถึงปลายปี 2530 และเปรียบเทียบระหว่างช่วงกลางปี 2520 ถึงกลางปี 2522 กับช่วงต้นปี 2529 ถึงปลายปี 2530

ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ คือ

- กลางปี 2520 ถึงกลางปี 2522 และต้นปี 2529 ถึงปลายปี 2530 พบว่ารายได้ประชาชาติและดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ที่คาดว่าจะเป็นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ
- กลางปี 2520ถึงปลายปี 2530พบว่าอัตราเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร อัตราดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิ และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ที่คาดว่าจะเป็นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ

สุโลจนี ศรีแกล้ว (2535) ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหว ของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) และการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มธนาคาร และกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ โดยการศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลที่เป็นรายวันในช่วงเวลาระหว่างวันที่ 1 สิงหาคม 2533 ถึง 28 ธันวาคม 2533

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหว ของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ได้แก่ ดัชนี Dow Jones ดัชนี Hang Seng สถานการณ์ทางการเมืองในประเทศ และสถานการณ์ในตะวันออกกลาง และจากการวิเคราะห์หุ้นกลุ่มธนาคาร และกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ พบว่า หุ้นในกลุ่มธนาคารจะมีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) ต่ำ และมีความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk) สูง แสดงว่าหุ้นกลุ่มธนาคารเป็นหุ้นที่ ราคามีการปรับตัวช้า (defensive stock) ส่วนหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์มีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบสูง และมีความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบต่ำ แสดงว่าหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์เป็นหุ้นที่ราคามีการปรับตัวเร็ว (aggressive stock)

ศิริ การเจริญดี, สุชาติ สักการโกศล และโสภณ โรจน์ธำรงค์ (2524) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ โดยได้นำเอาทฤษฎีปริมาณเงินมาประยุกต์ใช้ในการอธิบายความสัมพันธ์ เพราะผู้ศึกษามีความเชื่อว่า มูลค่า การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์จะมาก หรือน้อย ขึ้นอยู่กับปริมาณเงินที่หมุนเวียนในตลาด และอัตราการเปลี่ยนมือของหลักทรัพย์ของนักลงทุน ซึ่งเขียนความสัมพันธ์ในรูปของสมการคือ MV = PT

โดยที่ M = ปริมาณเงินทุนที่หมุนเวียนในตลาด

V = อัตราการเปลี่ยนมือของหลักทรัพย์ในตลาด

P = ระดับราคาหลักทรัพย์

T = จำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียนที่ซื้อขายในตลาด

ผลการศึกษาสรุปได้ว่า ในช่วงสั้น ๆ ปริมาณเงินทุนหมุนเวียนไม่มีความสัมพันธ์กับราคา และมูลค่าการซื้อขายมากนัก การเคลื่อนไหวส่วนใหญ่เป็นบทบาทของนักเก็งกำไร มากกว่านักลงทุน และสำหรับในระยะยาวการทดสอบไม่สามารถแสดงผลได้ชัดเจน เนื่องจากข้อจำกัดด้านข้อมูล แต่พอสรุปได้ว่าอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ภาวะเงินเฟ้อ ปริมาณเงินทุนหมุนเวียนในตลาด น่าจะมีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของภาวะตลาดหลักทรัพย์ในระดับหนึ่ง

เมธินี รัศมีวิจิตรไพศาล (2530) ได้ทำการศึกษาหาความสัมพันธ์ ระหว่างปริมาณเงินกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ โดยทดสอบความสัมพันธ์ในรูปแบบ Ordinary Least Squares (OLS) และใช้ข้อมูลรายเดือนระหว่างปี 2522 – 2527 ทั้งนี้เพื่อที่จะทราบถึงความสัมพันธ์ทั้งทางตรง และทางอ้อมของปริมาณเงินที่มีต่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์

ผลการศึกษา พบว่าไม่ว่าจะใส่ค่าตัวล่าไว้ในสมการหรือไม่ก็ตาม ปริมาณเงินตามความหมายแคบ และกว้าง ต่างไม่มีความสัมพันธ์ในทางตรงกับราคาหลักทรัพย์ แต่เมื่อทดสอบความสัมพันธ์ทางอ้อมโดยนำตัวแปรอื่นที่จะเปลี่ยนแปลงก่อนเมื่อปริมาณเงินเปลี่ยนแปลง ได้แก่ อัตราเงินปันผลต่อหุ้น อัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผล และค่าธรรมเนียมความเสี่ยงปรากฏว่าตัวแปรอิสระทั้ง 3 มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

วิลาวัณย์ เหลืองนาคทองดี (2534) ได้ทำการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ กับเครื่องชี้เศรษฐกิจมหภาค โดยใช้ข้อมูลรายงานระยะเวลา 10 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2522-2531 การศึกษาจะเป็นการมองแนวโน้ม (Trend) ของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ในระยะยาว โดยใช้ข้อมูลรายปี ตัวแปรอิสระมี 4 ตัวแปร ได้แก่ อัตราการขยายตัวของปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 6-12 เดือน อัตราเงินเฟ้อ และผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ ศึกษาโดยใช้รูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อน (multiple regression equation) เพื่อคัดเลือกความสัมพันธ์ที่ดีที่สุด

ผลการศึกษาพบว่า อัตราการขยายตัวของปริมาณเงิน และผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และอัตราเงินเฟ้อ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ตรงตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้ โดยสามารถเรียงลำดับความสัมพันธ์ ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ กับตัวแปรอิสระทั้ง 4 ตัว จากมากไปหาน้อยตามลำดับดังนี้คือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 6-12 เดือน อัตราการขยายตัวของปริมาณเงิน อัตราเงินเฟ้อ และผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ

สำหรับงานการศึกษาในต่างประเทศ ที่วิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีหุ้น และปัจจัยทางเศรษฐกิจนั้น ก็จะขอกล่าวถึงงานของ Miguelito G. Reyes ซึ่งได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์ 18 หลักทรัพย์ในตลาดหุ้นฟิลิปปินส์ กับตัวแปรทางเศรษฐกิจมวลรวม หรือตัวแปรทางมหภาค และตัวแปรทางจุลภาค โดยทำการศึกษาตั้งแต่ปี 2517 – 2529 ด้วยวิธี Regression Analysis

ผลปรากฏว่า ตัวแปรทางมหภาคที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากที่สุดตามลำดับ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ (saving interest rate) ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (gross national product) ดัชนีราคาผู้บริโภค (consumer price index) อัตราเงินเฟ้อ (inflation rate) และปริมาณเงิน (money supply) ส่วนตัวแปรทางจุลภาคที่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นมากที่สุดคือ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (rate of return on equity) และที่มีความสัมพันธ์น้อยที่สุดคือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (rate of return on assets) โดยตัวแปร

อิสระทั้ง 7 ตัวมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ตรงตามสมมุติฐาน นั่นคือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ ดัชนีราคาผู้บริโภค และอัตราเงินเฟ้อ มีความสัมพันธ์แบบผกผันกับราคาหลักทรัพย์ ส่วนตัวแปรที่เหลือมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์

มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ Chiang Mai University