

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิด

ปัจจุบันการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นับเป็นอีกทางเลือกหนึ่งของประชาชนในการนำเงินออมมาลงทุน แต่จากการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีความอ่อนไหว ทำให้ระดับราคาหลักทรัพย์โดยรวมมีการเปลี่ยนแปลงโดยตลอด อันเนื่องมาจากปัจจัยต่างๆ ทั้งทางเศรษฐกิจและการเมือง ทำให้ยากต่อการคาดเดาถึงทิศทาง การเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง ผู้ลงทุนทั่วไปจึงต้องการที่จะทราบถึงแนวโน้มของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ว่าจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด เพื่อให้สามารถทำการวิเคราะห์และพยากรณ์แนวโน้มของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ อันจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนทั้งในระยะสั้นและระยะยาว

การติดตามความเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์อย่างใกล้ชิดนับเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ข้อมูลด้านเศรษฐกิจ เช่น อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ ดุลบัญชีเดินสะพัด อัตราแลกเปลี่ยน ฯลฯ ก็นับว่ามีความสำคัญต่อการพยากรณ์แนวโน้มของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากภาวะตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับภาวะเศรษฐกิจ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงขึ้นกับปัจจัยทางเศรษฐกิจย่อมทำให้เกิดผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ด้วย

นอกจากนี้การที่ระบบเศรษฐกิจการเงินของโลกมีความเชื่อมโยงและใกล้ชิดกันมากขึ้น ทำให้เหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในประเทศหนึ่งมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจของอีกประเทศหนึ่งอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เช่น ประเทศในกลุ่มอาเซียน เช่น ไทย มาเลเซีย สิงคโปร์ อินโดนีเซีย ที่มีความร่วมมือในด้านต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นด้านการค้าและการลงทุนกันอย่างใกล้ชิด หรือ ญี่ปุ่น และฮ่องกง ที่เป็นคู่ค้าที่สำคัญของไทย และเป็นหนึ่งในประเทศผู้นำทางเศรษฐกิจของเอเชีย จากการศึกษาที่ประเทศไทยมีระบบเศรษฐกิจการเงินแบบเสรี ตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของตลาดการเงินจึงได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงต่างๆ เหล่านี้ ด้วยเหตุนี้ดัชนีราคาหุ้น

ตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศซึ่งเป็นปัจจัยตัวหนึ่งที่สามารถสะท้อนถึงเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในประเทศนั้นๆ ได้ จึงเป็นปัจจัยที่ผู้ลงทุนในประเทศให้ความสำคัญ และมักจะนำดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศมาเป็นปัจจัยหนึ่งในการตัดสินใจในการลงทุน และนำมาใช้วิเคราะห์การเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อพยากรณ์แนวโน้มของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศจะมีผลกระทบทางตรงกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.2 ทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ

2.2.2 การทดสอบ Unit root

การทดสอบ Unit root หรือ อันดับความสัมพันธ์ของข้อมูล (Order of Integration) เป็นการทดสอบว่า ตัวแปรแต่ละตัวที่นำมาศึกษา Stationary [I(0); Integrated of Order 0] หรือไม่ การทดสอบ Unit root สามารถทดสอบได้โดยใช้วิธีการทดสอบของ Dickey และ Fuller ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 วิธี คือ

1) การทดสอบแบบ Dickey-Fuller (DF) ทำการทดสอบตัวแปรที่เคลื่อนไหวไปตามช่วงเวลา มีลักษณะเป็น Autoregressive Model โดยสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$X_t = \rho X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2.1)$$

$$X_t = \alpha + \rho X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2.2)$$

$$X_t = \alpha + \beta t + \rho X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2.3)$$

โดย X_t คือตัวแปรที่ทำการศึกษา ρ คือ ค่าคงที่ t คือ แนวโน้มเวลา และ ε_t คือ ตัวแปรสุ่มที่มีการแจกแจงแบบปกติที่เป็นอิสระต่อกันและเหมือนกัน มีค่าเฉลี่ยเท่ากับศูนย์ และค่าความแปรปรวนคงที่ แทนด้วย $\varepsilon_t : iid(0, \sigma_\varepsilon^2)$

ในการทดสอบความเป็น Stationary ของตัวแปร X_t จะทดสอบโดยการแปลงสมการ (2.1) ให้อยู่ในรูป First Differencing (ΔX_t) ดังนี้

$$\Delta X_t = \theta X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2.4)$$

สำหรับสมการ (2.2) ที่รูปแบบของสมการปรากฏค่าคงที่อยู่ด้วย สามารถทำการแปลงให้อยู่ในรูป First Differencing ได้ดังนี้

$$\Delta X_t = \alpha + \theta X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2.5)$$

สำหรับสมการ (2.3) ที่รูปแบบของสมการปรากฏค่าคงที่และแนวโน้มเวลาอยู่ด้วย สามารถทำการแปลงให้อยู่ในรูป First Differencing ได้ดังนี้

$$\Delta X_t = \alpha + \beta t + \theta X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2.6)$$

โดยที่ $\theta = \rho - 1$

2) การทดสอบแบบ Augmented Dickey-Fuller (ADF) เป็นวิธีการทดสอบ Unit root ที่พัฒนามาจากวิธี DF เนื่องจากวิธี DF ไม่สามารถทำการทดสอบตัวแปรในกรณีที่ Error Term มีความสัมพันธ์กันเองในระดับสูง วิธีนี้ทำได้โดยการเพิ่มเทอม $[\sum_{j=1}^p \lambda_j \Delta X_{t-j}]$ เข้าไปทางขวามือของสมการ (2.4) สมการ (2.5) และสมการ (2.6) ซึ่งจะได้ว่า

$$\Delta X_t = \theta X_{t-1} + \sum_{j=1}^p \lambda_j \Delta X_{t-j} + \varepsilon_t \quad (2.7)$$

$$\Delta X_t = \alpha + \theta X_{t-1} + \sum_{j=1}^p \lambda_j \Delta X_{t-j} + \varepsilon_t \quad (2.8)$$

$$\Delta X_t = \alpha + \beta t + \theta X_{t-1} + \sum_{j=1}^p \lambda_j \Delta X_{t-j} + \varepsilon_t \quad (2.9)$$

ในการทดสอบ Unit root ทั้งวิธี DF และ ADF สามารถเขียนสมมติฐานในการทดสอบได้ดังนี้

$$H_0 : \theta = 0$$

$$H_a : \theta \neq 0$$

จะทำการทดสอบสมมติฐานโดยการเปรียบเทียบค่าสถิติที่คำนวณได้กับค่าในตาราง Dickey-Fuller หรือเปรียบเทียบกับค่าวิกฤติ Mackinnon ถ้าไม่สามารถปฏิเสธ H_0 ได้ นั่นคือ $\theta = 0$ แสดงว่าตัวแปร X_t มี Unit root หรือมีลักษณะไม่นิ่ง ในกรณีที่ตัวแปร X_t มี Unit root ต้องนำค่า ΔX_t มาทำ Differencing ไปเรื่อยๆ จนสามารถปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า X_t มี Unit root ได้ เพื่อทราบ Order of Integration

2.2.2 Cointegration

Cointegration เป็นขั้นตอนการทดสอบเพื่อดูว่าตัวแปรต่างๆ มีความสัมพันธ์ในระยะยาวตามที่ระบุไว้ในทฤษฎีเศรษฐศาสตร์หรือไม่ โดยในการศึกษานี้จะกล่าวถึงเฉพาะวิธีการทดสอบของ Johansen และ Juselius ซึ่งเป็นวิธีที่มีพื้นฐานการวิเคราะห์แบบรูปแบบของ Vector Autoregressive Model (VAR) และเป็นวิธีการทดสอบ Cointegration ที่มีหลายตัวแปร โดยมีวิธีการศึกษาดังนี้

ขั้นที่ 1 เริ่มต้นด้วยการหา Order of Integration ของตัวแปรทุกตัว หากพบว่าตัวแปรแต่ละตัวมี Order of Integration ต่างกัน ก็จะไม่รวมตัวแปรเหล่านั้นไว้ด้วยกัน ถ้าตัวแปรอิสระมี Order of Integration สูงกว่าตัวแปรตาม ควรจะมีตัวแปรอิสระตั้งแต่ 2 ตัวขึ้นไปจึงจะมีความสัมพันธ์ในระยะยาว จากนั้นทำการทดสอบหาความยาวของ lag ของตัวแปรด้วยวิธี Akaike Information Criterion (AIC) Likelihood Ratio Test (LR) และ Schwartz Bayesian Criterion (SBC)

ขั้นที่ 2 สร้างรูปแบบของแบบจำลองซึ่งมี 5 รูปแบบ คือ (1) รูปแบบของ VAR model ไม่ปรากฏค่าคงที่และแนวโน้มเวลา (2) VAR model ไม่มีแนวโน้มเวลาแต่จำกัดค่าคงที่ใน Cointegrating Vector (3) VAR Model มีเฉพาะค่าคงที่ (4) VAR Model มีค่าคงที่และจำกัดแนวโน้มเวลาใน Cointegrating Vector (5) VAR Model มีทั้งค่าคงที่และแนวโน้มเวลา

ขั้นที่ 3 หาจำนวน Cointegrating Vector โดยใช้สถิติทดสอบ 2 ตัว คือ Eigenvalue Trace Statistic หรือ Trace Test และ Maximal Eigenvalue Statistic หรือ Max Test แล้วเปรียบเทียบค่าสถิติที่คำนวณได้กับค่าวิกฤติ ถ้าค่าที่คำนวณได้มากกว่าค่าวิกฤติจะปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H_0) โดยลักษณะการตั้งสมมติฐานแสดงดังตาราง 2.1 และจะทำการทดสอบ

ไปเรื่อยๆ จนกว่าจะไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ จากนั้นก็จะทำการ Normalized Cointegrating Vectors

ตาราง 2.1 : การทดสอบสมมติฐานการหาจำนวน Cointegrating Vectors ของวิธี Test Test และ วิธี Max Test

การทดสอบสมมติฐานของวิธี Test Test		การทดสอบสมมติฐานของวิธี Max Test	
H_0	H_1	H_0	H_1
$r = 0$	$r \geq 1$	$r = 0$	$r = 1$
$r \leq 1$	$r \geq 2$	$r \leq 1$	$r = 2$
$r \leq 2$	$r \geq 3$	$r \leq 2$	$r = 3$
$r \leq 3$	$r \geq 4$	$r \leq 3$	$r = 4$

ที่มา : โปรแกรม Microfit

2.2.3 Error Correction Mechanism

Cointegration และ Error Correction เป็นแนวคิดที่มีความเกี่ยวข้องและมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันตามหลัก Granger Representation Theorem (รังสรรค์ หทัยเสรี, 2538) ซึ่งกล่าวว่าถ้าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวแล้ว สามารถสร้างแบบจำลองการปรับตัวที่เรียกว่า “Error Correction Mechanism” เพื่ออธิบายการปรับตัวในระยะสั้นของตัวแปรต่างๆ ในสมการให้เข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวได้

2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผลงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอยู่หลายผลงาน และหลายแนวทางตามการศึกษาและการวิเคราะห์ที่แตกต่างกัน อาทิเช่น การศึกษาปัจจัยต่างๆ ที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ การศึกษาทัศนคติและพฤติกรรมของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการศึกษาพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น ซึ่งสามารถสรุปผลงานวิจัยได้ดังนี้

ปรากฏ ทวิสุวรรณ (2531: อ้างถึงใน ธนศักดิ์ ดันดินาคม, 2539: 12) ทำการศึกษาทัศนคติของผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาพฤติกรรมพบว่า แบบแผนพฤติกรรมการลงทุนของผู้ลงทุนในแต่ละกลุ่มที่มีลักษณะทางด้าน Socio-Economic แตกต่างกันไปไม่ว่าจะเป็นด้านการศึกษา อาชีพ หรือ รายได้ มีลักษณะพฤติกรรมการลงทุนไม่แตกต่างกันมาก และผลสรุปส่วนหนึ่งที่ได้จากการศึกษา คือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในต่างประเทศมีความสำคัญต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนค่อนข้างมาก โดยผู้ลงทุนประมาณร้อยละ 90 เชื่อว่าดัชนีราคาหลักทรัพย์ในต่างประเทศมีความสำคัญต่อการตัดสินใจ และให้ความสำคัญกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดนิวยอร์กมากที่สุด

นินนาท เจริญเลิศ (2532) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์กับตัวแปรอิสระ ซึ่งได้แก่ รายได้ประชาชาติ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิเฉลี่ย อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝาก และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเกิดขึ้น โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ช่วง คือ ช่วงกลางปี 2520 ถึง ปลายปี 2530 และเปรียบเทียบระหว่างช่วงกลางปี 2520 ถึง กลางปี 2522 กับ ช่วงต้นปี 2529 ถึง ปลายปี 2530 โดยใช้วิธี Stepwise Multiple Regression ในการคัดเลือกตัวแปรอิสระ

ผลการศึกษาพบว่า ช่วงกลางปี 2520 ถึง ปลายปี 2530 พบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิ และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเกิดขึ้น มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ส่วนช่วงกลางปี 2520 ถึง กลางปี 2522 พบว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ คือ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเกิดขึ้น รายได้ประชาชาติ และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร สำหรับช่วงต้นปี 2529 ถึงปลายปี 2530 มีเพียงดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นเพียงตัวแปรเดียว ที่มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์

ธนิดา กาญจนพันธ์ (2534) ทำการศึกษาอิทธิพลของตัวแปรทางเศรษฐกิจต่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม 2523 ถึง เดือนธันวาคม 2533 ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่นำมาศึกษา ได้แก่ ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริง ดัชนีการลงทุน ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ และดัชนีอุตสาหกรรม Dow Jones ทดสอบความสัมพันธ์ในรูปแบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares)

ผลการศึกษาพบว่า การเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศและดัชนีอุตสาหกรรม Dow Jones

เอนก เลิศรมยานันท์ (2534) ทำการศึกษาทัศนคติและพฤติกรรมของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในจังหวัดเชียงใหม่ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างนักลงทุนจำนวน 90 คน เพื่อหาความสัมพันธ์เกี่ยวกับข้อมูลของนักลงทุนกับทัศนคติและพฤติกรรม

ผลการศึกษาพบว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในจังหวัดเชียงใหม่ร้อยละ 72.2 เชื่อว่า ตลาดหลักทรัพย์เป็นสถานที่เก็งกำไร นักลงทุนส่วนใหญ่หวังผลกำไรจากการซื้อขายในระยะสั้นมากกว่าเงินปันผล โดยข้อมูลที่นักลงทุนนำมาใช้ตัดสินใจในการซื้อขายนั้นจะให้ความสำคัญกับภาวะเศรษฐกิจและการเมือง และปริมาณหุ้นที่มีชื่อเสียง มีประวัติดี และมีแนวโน้มเจริญเติบโต นอกจากนี้ นักลงทุนที่มีอาชีพแตกต่างกันจะมีพฤติกรรมการลงทุนต่างกัน โดยเจ้าของกิจการ พนักงานบริษัทเอกชน แม่บ้าน และนักศึกษาจะลงทุนในระยะสั้นมากกว่าข้าราชการ ในขณะที่ที่เพศ อาชีพ และระดับการศึกษาของนักลงทุนไม่มีผลต่อการแสดงทัศนคติและพฤติกรรม

สุโลจน์ ศรีแก้ว (2535) ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ และการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มธนาคารและกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลรายวันตั้งแต่วันที่ 1 สิงหาคม 2533 ถึง วันที่ 28 ธันวาคม 2533

ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีอุตสาหกรรม Dow Jones ดัชนี Hang Seng สถานการณ์ทางการเมืองในประเทศ และสถานการณ์ในตะวันออกกลาง มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ส่วนหุ้นกลุ่มธนาคารและกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ จากการวิเคราะห์พบว่า หุ้นกลุ่มธนาคารมีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ต่ำ และมีค่าความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) สูง ซึ่งแสดงว่าราคาของหุ้นกลุ่มธนาคารมีการปรับตัวช้า (Defensive Stock) ในขณะที่หุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์มีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบสูง และมีค่าความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบต่ำ ซึ่งแสดงว่าราคาของหุ้นกลุ่มนี้มีการปรับตัวเร็ว (Aggressive Stock) นอกจากนี้ยังพบว่าราคาของหุ้นกลุ่มธนาคารเคลื่อนไหวช้ากว่าราคาหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ เนื่องจากหุ้นกลุ่มธนาคารส่วนใหญ่มีมูลค่าหุ้นจดทะเบียนตามมูลค่าที่ตราไว้สูงกว่าหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ และเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นกับอัตราดอกเบี้ย จะมีผลกระทบต่อการลงทุนในหุ้นกลุ่มธนาคารไม่มาก แต่สำหรับหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ที่มีรายได้อาศัยจากดอกเบี้ย และไม่ใช่ออกเบี้ยซึ่งส่วนใหญ่คือค่านายหน้าจากการซื้อขายหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป

รศ.คึกคัก ดันดินาคม (2539) ทำการศึกษาปัจจัยเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งปัจจัยที่นำมาศึกษาได้แก่ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารประเภทข้ามคืน อัตราเงินเฟ้อ ค่าเงินบาท มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนต่างประเทศ อัตราส่วนมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดต่อกำไรสุทธิรวม และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ ซึ่งได้แก่ ดัชนี Dow Jones ประเทศสหรัฐอเมริกา ดัชนี Straits Times ประเทศสิงคโปร์ ดัชนี Composite ประเทศมาเลเซีย โดยใช้ข้อมูลรายวัน ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม 2537 ถึงวันที่ 28 มิถุนายน 2539 รวม 490 ตัวอย่าง วิเคราะห์ความสัมพันธ์โดยใช้รูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อน

ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีอิทธิพลโดยตรงต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ อัตราส่วนมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดต่อกำไรสุทธิรวม ดัชนี Straits Times ประเทศสิงคโปร์ และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของผู้ลงทุนต่างประเทศ ในขณะที่ค่าเงินบาทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขวัญชนก ธรรมวิวัฒน์ (2543) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) กับเครื่องชี้เศรษฐกิจมหภาค ซึ่งได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ คุลบัญชีเดินสะพัด ปริมาณเงิน มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ค่าเงินบาท และระบบอัตราแลกเปลี่ยน ศึกษาโดยใช้ข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2537 ถึง วันที่ 31 ธันวาคม 2542 และทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยรูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อน

ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

Choudhry (1996) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ในระยะยาวระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในทวีปยุโรป 6 ประเทศ ระหว่าง ค.ศ.1920 ถึง 1939 โดยใช้เทคนิค Multivariate Cointegration ตามแนวทางของ Johansen

ผลการศึกษาพบว่า มีความสัมพันธ์ในระยะยาวระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์เหล่านี้ในช่วงปี ค.ศ 1925 ถึง 1929 รวมไปถึงช่วงก่อนเดือนตุลาคม 1929 ซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์ยุโรปตกต่ำ ส่วนในช่วงหลังวิกฤตตลาดหลักทรัพย์ยุโรป หรือ ช่วงปี 1929

ถึง 1936 นั้น ไม่มีความสัมพันธ์ในระยะยาวระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์เหล่านี้ โดยความเชื่อมโยงของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์เหล่านี้ น่าจะเกิดจากความรุ่งเรืองของเศรษฐกิจ และความร่วมมือทางการเงินที่เกิดขึ้นในยุโรป ในช่วงหลังสงครามโลกครั้งที่หนึ่ง

Orawan and Subhash (2002) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ในระยะสั้นและระยะยาวระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา ยุโรป เอเชีย อเมริกาใต้ และยุโรป ตะวันออก ในช่วงก่อนและช่วงวิกฤตเศรษฐกิจในเอเชีย โดยใช้เทคนิค Cointegration และ Vector Error Correction Model

ผลการศึกษาพบว่า ช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจในเอเชียดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์เหล่านี้ ไม่มีความสัมพันธ์กันในระยะยาว แต่ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจในเอเชียพบว่าดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์เหล่านี้ มี Cointegrating Vector 1 เวกเตอร์ ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ และช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจในเอเชียดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคต่างๆ มีความสัมพันธ์กันในระยะสั้นมากกว่าช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ โดยที่ตลาดหลักทรัพย์ยุโรปจะมีผลกระทบโดยตรงต่อตลาดสหรัฐอเมริกา ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคอื่นๆ มีอิทธิพลทางอ้อมต่อตลาดสหรัฐอเมริกาโดยผ่านตลาดยุโรป เมื่อพิจารณาผลกระทบจากความผันผวน พบว่า ระหว่างช่วงวิกฤตเศรษฐกิจในเอเชียผลตอบแทนของทุกตลาดต่อความผันผวนในตลาดอื่นๆ มีแค่ชั่วคราว และเมื่อพิจารณาผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาต่อตลาดอื่นๆ นั้นมีเพียงผลเพียงแค่ชั่วคราว แต่ผลตอบแทนของตลาดยุโรปต่อตลาดอื่นๆ นั้นมีผลถาวร